

拓市场业绩增长显著, 扩产能千禾志在高远

投资要点

- **事件:** 根据近期与经销商交流了解到的情况, 公司产品在春节期间动销良好, 终端需求较旺, 验证公司年报数据显示的快速增长。16年公司营业收入同比+23.6%, 归母净利润同比+50.4%。16年下半年开始公司销售明显放量, 未来公司有望进入加速成长期。
- **受益消费升级+全国性扩张, 调味品业务发展迅猛。** 千禾产品定位中高端, 突出零添加健康理念。公司抓住消费升级趋势, 抢占中高端市场, 实现快速放量, 16年调味品业务收入同比+40%。**产品方面:** 公司聚焦酱油、食醋、料酒三大核心品类, 酱油和食醋分别实现收入 3.7 亿元、1.2 亿元, 同比+43%、+30%, 料酒规模较小。公司不断完善产品系列, 推出有机、头道原香、窖醋等差异化产品满足消费者需求, 同时推动产品结构进一步优化, 实现毛利率稳步提升。**市场拓展方面:** 公司继续巩固在西南地区传统优势, 16年收入同比+23.4%, 保持较快增速。在开拓全国市场上, 公司采取“高举高打”方式重点突破北上深等一线城市以树立品牌形象, 同时全面铺开省会城市及重要地级市的营销网络建设。公司经销商数量从 15 年底的 354 家增加至 2016 年底的 800 家, 营销网络覆盖面和深入度极大提高。13 年开始突破的华东市场在经历战略性亏损后顺利实现盈利, 收入同比+37.2%; 16 年下半年又重点进入以北京为代表的华北市场, 未来公司有望将以点突破的成功模式复制到更多市场, 推动公司调味品业务在全国市场遍地开花。公司另一项重要业务焦糖色收入同比下降 3.8%, 主因是原主要客户海天等调味品企业产品结构升级, 减少对焦糖色的使用和采购。未来公司将积极拓展焦糖色的下游应用, 巩固国内领先地位。
- **毛利率持续提升, 费用投放较为激进, 盈利能力进一步增强。** 受益毛利率较高的调味品业务收入占比提高, 16 年公司整体毛利率显著提升, 达 41%, 同比提升 3.8pct。销售费用投放较为激进, 绝对额上同比+49.8%, 销售费率同比增加 3.5pct, 主要是公司大举开拓全国市场, 销售人员增加, 同时加大媒体投放和市场推广力度; 管理费用率同比下降 0.72pct, 体现公司高效管理效率; 上市募集资金偿还银行贷款, 财务费用由正转负。整体三费率较同期提升 1.6pct, 考虑到公司正处在市场快速开拓期, 短期内较高费用投放也属合理。净利率小幅提升, 盈利能力进一步增强。
- **计划募资扩建 25 万吨产能, 公司志在高远。** 公司目前拥有 15 万吨的产能, 产能利用率已达 95%。IPO 新建项目预计将在 18 年完全达产, 届时将达到 20 万吨产能规模, 可满足当前市场需求。由于公司采用高盐稀态酿造工艺酿制酱油, 发酵周期长, 影响产能释放。考虑到未来强烈的市场需求, 产能限制将成为公司业绩持续高增长最大阻碍。从未来战略角度考虑, 公司此次计划发行可转债募资不超过 3.56 亿元, 扩建年产 25 万吨酿造酱油、食醋生产线, 将有效突破产能瓶颈, 巩固和提升公司市场领先地位, 彰显公司远见。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2017-2019 年收入分别为 9.6 亿元、12.0 亿元、14.8 亿元, 归母净利润分别为 1.39 亿元、1.87 亿元、2.52 亿元, 暂不考虑股本摊薄, 对应动态 PE 分别为 43 倍、32 倍和 24 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 原材料价格变动风险, 产品销售或不及预期。

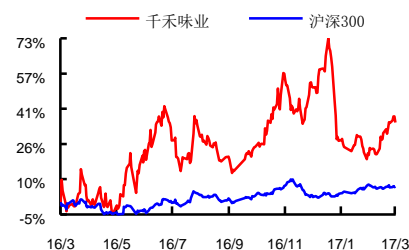
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	770.86	964.91	1204.97	1479.97
增长率	23.62%	25.17%	24.88%	22.82%
归属母公司净利润 (百万元)	100.09	138.78	186.58	251.78
增长率	50.44%	38.65%	34.45%	34.94%
每股收益 EPS (元)	0.63	0.87	1.17	1.57
净资产收益率 ROE	11.24%	13.81%	16.11%	18.44%
PE	59	43	32	24
PB	6.66	5.90	5.12	4.34

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.60
流通 A 股(亿股)	0.67
52 周内股价区间(元)	26.91-48.91
总市值(亿元)	59.30
总资产(亿元)	10.27
每股净资产(元)	5.57

相关研究

1. 千禾味业 (603027): 定位高端、剑指全国, 川调第一股蓄势待发 (2016-06-22)

关键假设：

1、假设消费升级趋势延续，公司中高端调味品需求旺盛，未来三年复合增速保持在30%以上；有效控制成本，毛利率维持在49%水平；

2、假设公司焦糖色业务下滑企稳，未来三年量保持稳定，毛利率逐步提升，分别为26%、27%、27%；

3、假设公司三费率率保持稳定水平。

表 1：千禾味业各类产品收入整体预测表（百万元）

	2016A	2017E	2018E	2019E
合计				
营业收入	770.9	964.9	1,205.0	1,480.0
yoy	23.6%	25.2%	24.9%	22.8%
营业成本	455.0	556.1	678.4	821.3
毛利率	41.0%	42.4%	43.7%	44.5%
酱油				
营业收入	368.6	516.0	696.6	905.6
yoy	43.0%	40.0%	35.0%	30.0%
营业成本	188.9	263.2	355.3	461.8
毛利率	48.8%	49.0%	49.0%	49.0%
食醋				
营业收入	117.0	152.0	197.7	247.1
yoy	30.1%	30.0%	30.0%	25.0%
营业成本	57.7	76.0	98.8	123.5
毛利率	50.6%	50.0%	50.0%	50.0%
焦糖色				
营业收入	227.7	227.7	227.7	227.7
yoy	-3.8%	0.0%	0.0%	0.0%
营业成本	169.2	168.5	166.2	166.2
毛利率	25.7%	26.0%	27.0%	27.0%
其他				
收入	57.7	69.2	83.0	99.7
yoy	-46.2%	20.0%	20.0%	20.0%
成本	39.3	48.4	58.1	69.8
毛利率	31.9%	30.0%	30.0%	30.0%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	770.86	964.91	1204.97	1479.97	净利润	100.09	138.78	186.58	251.78
营业成本	455.04	556.09	678.42	821.33	折旧与摊销	31.31	42.91	50.12	57.43
营业税金及附加	9.94	9.65	12.05	14.80	财务费用	-0.74	-1.83	-1.95	-2.49
销售费用	155.58	183.33	228.94	266.39	资产减值损失	1.34	1.00	1.00	1.00
管理费用	41.63	51.14	62.66	75.48	经营营运资本变动	-189.13	2.10	-96.34	-80.35
财务费用	-0.74	-1.83	-1.95	-2.49	其他	126.63	-3.00	-3.00	-3.00
资产减值损失	1.34	1.00	1.00	1.00	经营活动现金流净额	69.49	179.95	136.41	224.37
投资收益	1.74	2.00	2.00	2.00	资本支出	-95.02	-100.00	-150.00	-70.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-122.95	2.00	2.00	2.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-217.97	-98.00	-148.00	-68.00
营业利润	109.81	167.52	225.85	305.45	短期借款	-134.50	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	12.17	1.72	1.69	1.60	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	121.97	169.24	227.54	307.05	股权融资	338.83	0.00	0.00	0.00
所得税	21.88	30.46	40.96	55.27	支付股利	-16.00	-24.07	-33.37	-44.87
净利润	100.09	138.78	186.58	251.78	其他	20.67	1.83	1.95	2.49
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	209.01	-22.24	-31.42	-42.39
归属母公司股东净利润	100.09	138.78	186.58	251.78	现金流量净额	60.53	59.71	-43.01	113.98
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	92.05	151.76	108.75	222.73	成长能力				
应收和预付款项	97.69	95.39	121.56	151.04	销售收入增长率	23.62%	25.17%	24.88%	22.82%
存货	211.45	253.16	310.98	375.63	营业利润增长率	39.99%	52.56%	34.82%	35.25%
其他流动资产	117.04	97.67	142.29	166.44	净利润增长率	50.44%	38.65%	34.45%	34.94%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	27.24%	48.61%	31.36%	31.52%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	441.47	500.54	602.40	616.95	毛利率	40.97%	42.37%	43.70%	44.50%
无形资产和开发支出	52.54	50.60	48.65	46.71	三费率	25.49%	24.11%	24.04%	22.93%
其他非流动资产	14.43	14.39	14.36	14.33	净利率	12.98%	14.38%	15.48%	17.01%
资产总计	1026.66	1163.51	1348.99	1593.83	ROE	11.24%	13.81%	16.11%	18.44%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.75%	11.93%	13.83%	15.80%
应付和预收款项	91.54	112.79	137.59	168.51	ROIC	12.44%	15.42%	17.93%	20.89%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	18.21%	21.62%	22.74%	24.35%
其他负债	44.69	45.59	53.07	60.07	营运能力				
负债合计	136.24	158.38	190.66	228.58	总资产周转率	0.88	0.88	0.96	1.01
股本	160.00	160.00	160.00	160.00	固定资产周转率	2.09	2.09	2.30	2.54
资本公积	395.39	395.39	395.39	395.39	应收账款周转率	16.80	16.21	16.91	16.54
留存收益	335.03	449.73	602.94	809.85	存货周转率	2.38	2.39	2.41	2.39
归属母公司股东权益	890.42	1005.13	1158.34	1365.25	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.37%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	890.42	1005.13	1158.34	1365.25	资产负债率	13.27%	13.61%	14.13%	14.34%
负债和股东权益合计	1026.66	1163.51	1348.99	1593.83	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.46	4.32	4.00	4.39
					速动比率	2.64	2.49	2.18	2.59
					股利支付率	15.99%	17.34%	17.89%	17.82%
					每股指标				
					每股收益	0.63	0.87	1.17	1.57
					每股净资产	5.57	6.28	7.24	8.53
					每股经营现金	0.43	1.12	0.85	1.40
					每股股利	0.10	0.15	0.21	0.28
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	140.37	208.60	274.01	360.39					
PE	59.24	42.73	31.78	23.55					
PB	6.66	5.90	5.12	4.34					
PS	7.69	6.15	4.92	4.01					
EV/EBITDA	41.49	27.63	21.19	15.80					
股息率	0.27%	0.41%	0.56%	0.76%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn