

一季报业绩靓丽, 未来增长看高一线

投资要点

- **事件:** 公司公布一季报, 实现营业收入 2.5 亿元, 同比+38.0%, 归母净利润 3750 万元, 同比+60.1%, 扣非后归母净利润 3437 万元, 同比+53.1%。经营性现金流量净额同比+5504%。一季度业绩表现超市场预期, 公司进入加速成长期。
- **外阜市场发力, 调味品业绩增速迅猛。** Q1 增速主要来自于调味品业务, 收入规模 1.9 亿元左右, 同比增在 50% 以上, 焦糖色收入与 16 年同期持平, 略有增长。分产品看, 酱油在调味品整体占比约为六成, 食醋和料酒占四成。10 元以上产品收入占比逐步提升, 产品结构升级势头良好。分地区看, 西南地区收入增速在 20% 以上, 增长主要依靠渠道下沉和产品结构升级, 目前公司在西南市占率仍不高, 高端产品结构占比不到五成, 未来还有较大提升空间。**外埠市场发力, 增速亮眼。**华东市场经过四年培育进入快速放量期, Q1 实现收入约 3000 万元, 增长翻番。核心产品鼎鼎鲜认可度极高, 在竞品中具有较高竞争力, 1 亿收入目标今年有望达成。京津市场去年才开始布局, 基数较低, 整体增速较快。餐饮渠道目前量依旧较低, 未来将加强和品牌工厂和连锁餐饮合作。公司 300 万投资湖南集美电商平台, 发力电商渠道, 4 月有望开始贡献收入。
- **费用控制合理, 盈利能力继续提升。** 公司整体毛利率 41.0%, 同比略有提升。销售费用率 18.2%, 基本持平; 管理费用率 5.1%, 同比降低 1.1pct, 管理效率进一步改善; 利息支出减少财务费用由正转负。整体三费率 23.3%, 同比下滑 1.5pct。目前公司处于高速扩张期, 增速较快, 仍能合理控制费用, 带动整体盈利能力持续改善, 净利润上升 2 个百分点至 14.8%。
- **高端调味品市场先发优势明显, 扩产能未来增速看高一线。** 公司首推零添加概念酱油, 目前无论是在工艺技术还是各项参数指标较竞争对手有显著优势。消费升级趋势下, 高端调味品市场不断扩容, 公司未来有望拿到更大市场份额。公司 25 万吨新增产能项目已经开始建设, 最大成长瓶颈有望消除, 未来增速可看高一线。同时公司在今年 3 月 16 日开始调整产品终端价, 平均提价幅度在 8% 左右, 公司也会相应提升出厂价。提价效应将在二季度开始显现, 对公司及经销商利润空间提升都会有所贡献。公司产品渠道利润丰厚, 经销商积极性高。
- **盈利预测与投资建议。** 公司一季度业绩靓丽, 外阜市场发力带动整体收入增速提升, 全年业绩有望超预期, 故上调公司 2017-2019 年归母净利润至 1.5 亿元、2.1 亿元、2.9 亿元, 未来三年利润端将保持超 40% 的复合增长率, 对于 PE 分别是 37 倍、26 倍和 19 倍, 暂时给予公司 40 元目标价, 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。

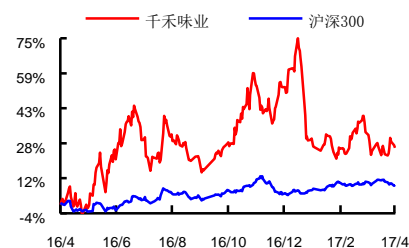
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	770.86	1004.68	1307.35	1686.71
增长率	23.62%	30.33%	30.13%	29.02%
归属母公司净利润(百万元)	100.09	151.26	214.83	292.90
增长率	50.44%	51.12%	42.03%	36.34%
每股收益 EPS(元)	0.63	0.95	1.34	1.83
净资产收益率 ROE	11.24%	14.86%	17.96%	20.38%
PE	56	37	26	19
PB	6.31	5.52	4.70	3.91

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)	56.16
总资产(亿元)	10.74
每股净资产(元)	5.80

相关研究

1. 千禾味业(603027): 拓市场业绩增长显著, 扩产能千禾志在高远 (2017-03-24)
2. 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)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	770.86	1004.68	1307.35	1686.71	净利润	100.09	151.26	214.83	292.90
营业成本	455.04	576.79	731.71	928.46	折旧与摊销	31.31	42.91	50.12	57.43
营业税金及附加	9.94	12.06	15.69	20.24	财务费用	-0.74	-1.00	-0.65	-0.84
销售费用	155.58	185.87	237.94	303.61	资产减值损失	1.34	1.00	1.00	1.00
管理费用	41.63	51.24	65.37	82.65	经营营运资本变动	-189.13	-9.92	-117.32	-112.69
财务费用	-0.74	-1.00	-0.65	-0.84	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	181.24	144.98	234.79
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	180.74	258.30	353.59	短期借款	-134.50	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	12.17	3.72	3.69	3.60	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	121.97	184.46	261.99	357.19	股权融资	338.83	0.00	0.00	0.00
所得税	21.88	33.20	47.16	64.29	支付股利	-16.00	-24.07	-36.38	-51.67
净利润	100.09	151.26	214.83	292.90	其他	20.67	1.00	0.65	0.84
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	-23.07	-35.72	-50.82
归属母公司股东净利润	100.09	151.26	214.83	292.90	现金流量净额	60.53	60.18	-38.74	115.97
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	92.05	152.22	113.48	229.45	成长能力				
应收和预付款项	97.69	99.22	131.67	171.73	销售收入增长率	23.62%	30.33%	30.13%	29.02%
存货	211.45	262.58	335.40	424.62	营业利润增长率	39.99%	64.60%	42.91%	36.89%
其他流动资产	117.04	101.69	154.38	189.69	净利润增长率	50.44%	51.12%	42.03%	36.34%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	27.24%	58.61%	38.23%	33.28%
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%	42.59%	44.03%	44.95%
无形资产和开发支出	52.54	50.60	48.65	46.71	三费率	25.49%	23.50%	23.15%	22.85%
其他非流动资产	14.43	14.39	14.36	14.33	净利率	12.98%	15.06%	16.43%	17.37%
资产总计	1026.66	1181.24	1400.35	1693.49	ROE	11.24%	14.86%	17.96%	20.38%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.75%	12.80%	15.34%	17.30%
应付和预收款项	91.54	117.09	148.61	190.88	ROIC	12.44%	16.58%	20.07%	23.12%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	18.21%	22.16%	23.54%	24.32%
其他负债	44.69	46.54	55.67	65.30	营运能力				
负债合计	136.24	163.63	204.29	256.19	总资产周转率	0.88	0.91	1.01	1.09
股本	160.00	160.00	160.00	160.00	固定资产周转率	2.09	2.18	2.49	2.90
资本公积	395.39	395.39	395.39	395.39	应收账款周转率	16.80	16.52	17.22	16.90
留存收益	335.03	462.21	640.67	881.90	存货周转率	2.38	2.43	2.45	2.44
归属母公司股东权益	890.42	1017.61	1196.07	1437.30	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	1017.61	1196.07	1437.30	资产负债率	13.27%	13.85%	14.59%	15.13%
负债和股东权益合计	1026.66	1181.24	1400.35	1693.49	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.46	4.28	3.99	4.30
					速动比率	2.64	2.46	2.17	2.50
					股利支付率	15.99%	15.91%	16.93%	17.64%
					每股指标				
					每股收益	0.63	0.95	1.34	1.83
					每股净资产	5.57	6.36	7.48	8.98
					每股经营现金	0.43	1.13	0.91	1.47
					每股股利	0.10	0.15	0.23	0.32
业绩和估值指标									
EBITDA	140.37	222.64	307.76	410.18					
PE	56.11	37.13	26.14	19.17					
PB	6.31	5.52	4.70	3.91					
PS	7.29	5.59	4.30	3.33					
EV/EBITDA	39.25	24.48	17.83	13.10					
股息率	0.28%	0.43%	0.65%	0.92%					

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