



2017-04-26

公司点评报告

增持/首次

千禾味业(603027)

目标价: 45

昨收盘: 35.1

食品饮料 食品加工

千禾味业一季报及中报业绩预告点评: 单季度收入增速创新高, 毛利率企稳, 净利率提升

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	160/67
总市值/流通(百万元)	5,616/2,337
12个月最高/最低(元)	48.91/26.91

相关研究报告:

证券分析师: 黄付生

电话: 010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030002

证券分析师: 王学谦

电话: 010-88321966

E-MAIL: wangxq@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190511120001

■ 点评事件:

公司公布 17 年一季报, 报告期内实现营收 2.53 亿元, 同比增长 37.98%; 实现归母净利润 0.38 亿元, 同比增长 60.14%; 实现扣非净利润 0.34 亿元, 同比增长 53.05%; EPS 为 0.2344, 同比增长 20.08%; 销售毛利率和销售净利率分别为 40.99% 和 14.82%, 同比分别上升 0.06 pct 和 2.05 pct。

基于一季度净利润增幅较大, 公司预计年初至下一报告期期末的累计净利润同比可能发生较大增长

■ 核心观点:

公司调味品销售在华东市场逐渐成熟, 同时又快速切入北京和深圳区域, 随着市场营销的不断深化, 公司收入增长非常显著, 单季度增速创上市以来新高; 同时公司调味产品的结构在不断升级和优化, 平抑了包材和原材料成本上行的压力, 毛利率高位企稳; 伴随规模效应的加强以及企业经营的改善, 公司的销售费用和管理费用改善十分明显, 净利润率同比和环比都有了明显的提升。

收入层面我们认为, 刨除提价预期下经销商囤货且部分收入确认在一季度的因素, 接近 38% 的增速可拆分为 34% 左右的自然动销增速和 4% 左右的囤货增量, 基本符合公司 2017 年财务预算整体目标。净利润层面我们认为, 在成本上行而厂价不变的情况下, 毛利率企稳、净利率提升充分反映出公司的盈利能力在改善。预计四月份提价往后, 公司收入和利润的增长还将提速, 达成 2017 年度财务预算的整体目标可能性较大 (2017 年公司总体经营目标是营收增长 31%, 扣非归母净利润增长 73%)。

我们坚定看好千禾味业。公司受益于产品结构升级和销售市场拓展, 未来几年保持高增长是确定的。

■ 投资要点:

■ 市场拓展卓有成效, 产能扩张未雨绸缪

公司主业从焦糖色到调味品的转型非常成功, 专注聚焦于调味品大品类, 由区域走向全国, 市场拓展卓有成效。目前华东市场已相对成熟, 还在进一步深化, 可贡献稳定的增量; 华北市场主要是北京, 2015 年切入后迅速发展, 2016 年综合表现很好, 阶段性的目标是未来

两年达成同行业十年的水准，去年北京共 100 名导购员，今年编制上将提升至 150 人以上，加大投入力度；华南市场，主要是深圳区域，2017 年起会是高举高打的重点；其他如济南、青岛、杭州等重点城市也是未来核心主打城市。总体上，今年经销商规模预期在 2016 年 800 名的基础上至少再增加 300 名，除了大城市和现代渠道，其他城市和县级，以及传统渠道都会加强招商规模和拓展力度。

公司 IPO 募投的 10 万吨产能目前已达产。为进一步优化公司酱油、食醋产能规划，满足全国市场拓展需求，公司通过了《关于投资扩建年产 25 万吨酿造酱油、食醋生产线项目的议案》，投资扩建年产 25 万吨酿造酱油、食醋生产线项目。根据生产周期，在项目正式启动前，公司就提前在发酵罐投料，因为投料早，目前酱油已有产出。产能建设和释放会根据市场真实需要，且适当保持一定比例富余。

产品升级逻辑正确，市场培育领先一步

中国调味品市场最初导入的是偏低端的产品，产品升级和结构优化符合消费升级大趋势，该行业逻辑正逐步得到验证。公司聚焦调味品大品类，主打无添加和有机高端产品，把握升级和细分两大趋势，准确定位产品并调整生产和销售的产品结构，同时，加大力度在营销环节和终端销售环节进行消费者培育，目前市场反馈好，业绩增长快，这些都反证公司在战略层面和经营思路上的逻辑正确。

中国作为酱醋消费总量最大的市场之一，未来还有较大的提升空间。千禾味业在无添加、有机概念的宣传和培育上领先一步，在新品推广和高端差异化竞争上不断发力，未来持续高速发展，市占率逐步提升值得期待。

规模效应经营改善，盈利能力不断增强

随着收入规模不断扩大以及销售市场不断拓展，规模效应越来越明显，公司经营改善的预期在增强。根据一季报判断，管理费用率稳中略降，销售费用率下降大约 2 pct，改善明显。规模生产也有助于减少产品的固定成本，我们判断这是产品结构优化以外，公司综合毛利率保持在高水平的另一原因。同时，公司品牌力在提升，对上游供应商的议价能力在增强，对下游客户也具备了更好的定价能力。公司采购黄豆和豆粕可通过压货的形式锁定低价位，延迟成本上涨；而公司四月针对出厂价和终端价进行提价，整体调整幅度大概在 8-10% 左右。本轮涨价属全行业普涨，预期对销量不构成大的冲击，但有利于增厚收入和利润。

基于规模效应和成本控制收效，以及产品结构的进一步优化升级，公司的盈利能力有望进一步增强，毛利率和净利率都呈现上扬趋势，有助于 2017 年度利润目标的达成。

盈利预测与评级：

预测 2017-18 年的收入增速分别为 31%、28%，净利润增速分别为 73%、41%，对应 EPS 分别为 1.09、1.53 元。给予目标价 45 元，

“增持”评级。

风险提示：

经济环境风险；市场供需风险；原材料价格风险；食品安全问题等。

主要财务指标

	2016A	2017E	2018E
营业收入(百万元)	771	1010	1295
同比增长	24%	31%	28%
净利润(百万元)	100	174	244
同比增长	50%	73%	41%
摊薄每股收益(元)	0.63	1.09	1.53
PE	56.11	32.35	22.99
资料来源：Wind，太平洋证券			

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。