

2017年06月22日

公司研究

评级：买入（上调）

“中高端+原生态”差异化竞争定位，后继业绩

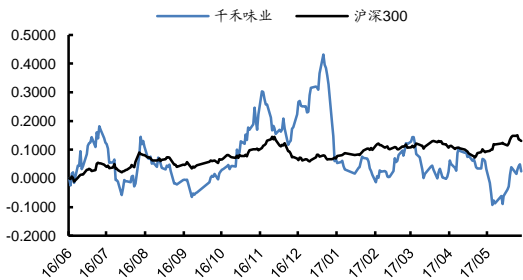
高增长可以期待

——千禾味业（603027）调研简报

研究所

证券分析师：余春生 S0350513090001
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
千禾味业	-0.6	-10.3	5.2
沪深 300	5.2	4.0	14.5

市场数据	2017-06-21
当前价格（元）	17.43
52 周价格区间（元）	15.17 - 24.80
总市值（百万）	5577.60
流通市值（百万）	2321.51
总股本（万股）	32000.00
流通股（万股）	13319.03
日均成交额（百万）	118.61
近一月换手（%）	45.99

相关报告

《千禾味业（603027）2016 年年报点评：营销网络建设和产能扩张，有望助力公司业绩持续增长》——2017-03-23

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

投资要点：

- **公司历史发展以焦糖色为主，2001 年开始逐渐向下游酱油、食醋、料酒等调味品发展** 公司自设立以来持续从事焦糖色等食品添加剂的研发、生产和销售。2001 年向下游拓展，开始从事酱油、食醋、料酒等调味品的研发、生产和销售。目前，酱油和食醋发展迅速，2016 年酱油收入同比增长 40% 以上，食醋同比增长 30% 以上。经销商开发方面也从 2015 年底的 354 家增加至 800 家。
- **公司品牌定位中高端，酱油以“零添加、头道原香”、食醋以“五谷窖醋”等差异化产品赢得市场竞争力** 公司牢牢抓住消费升级带来的产业红利，品牌定位中高端，产品零售价 10 元以上的占调味品销售收入比 60% 以上。在产品特色上，走“原生态发酵”自然健康的差异化之路，其中酱油主推“零添加”、“头道原香”系列，食醋主推“五谷窖醋”。
- **公司市场拓展本着“自上而下、高举高打”策略，以城市为中心，从一线城市向经济发达的二三线城市覆盖为原则** 公司本着“自上而下高举高打”的策略，从一线城市到省会城市，再逐步往下走。公司的核心市场目前主要是西南地区和华东地区。西南市场这几年保持 20-30% 的收入增长。华东市场 2016 年销售额 7000 万元，2017 我们预计能实现 1 个亿销售额，同比增速在 40% 以上。华东市场过去几年一直在投入，但从去年开始已出现盈利。
- **品牌推广以央视等高端媒体为主，以充分显示产品品牌档次。** 广告投放方面，公司坚持“高举高打”，2017 年同时在央视 7 套、10 套冠名节目并投放广告。央视作为中国最重要的新闻舆论机构，具有高收视率、高覆盖率、高权威性、高影响力。对于企业来说，在央视投放广告，以国家级电视台信用背书、以最权威媒体做支撑，让消费者更放心，是产品高档次和企业实力的最佳体现。
- **公司产能大幅扩张，以满足快速增长的生产经营需要** 公司上市前原有产能 10 万吨，其中酱油 7 万吨，醋 3 万吨。募投项目 10 万吨已完工，其中酱油 5 万吨，醋 5 万吨。发行可转债募投资 25 万吨（其中酱油 20 万吨，醋 5 万吨），一期 10 万吨酱油，预计 2018 年底投

产。2019-2020年，预计10万吨酱油、5万吨醋投产。此外，新增料酒5万吨，预计今年9-10月份结项投产。公司总体上保持满产满销，产能匹配快速增长的生产经营需要。

- **盈利预测和投资评级：上调公司“买入”评级** 我们预测公司2017/18/19年EPS分别为0.51/0.78/1.11元，对应2016/17/18年PE为34.18/22.25/15.66倍。鉴于公司品牌定位中高端，产品走“原生态自然发酵”的健康之路，具备较大的差异化竞争优势，看好其后继业绩增长，上调公司“买入”评级。
- **风险提示：**市场拓展不成功，发行可转债不成功，公司产能实施的不确定性，食品安全。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	771	969	1247	1589
增长率(%)	24%	26%	29%	27%
净利润（百万元）	100.1	163	251	356
增长率(%)	50%	63%	54%	42%
摊薄每股收益（元）	0.63	0.51	0.78	1.11
ROE(%)	11.24%	15.81%	20.10%	22.94%

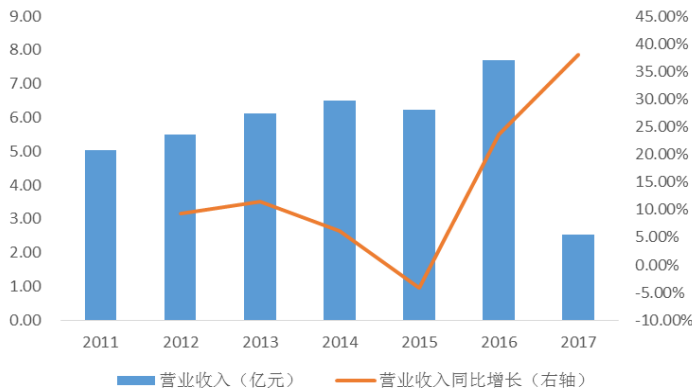
资料来源：公司数据、国海证券研究所

1、公司历史发展以焦糖色为主，2001 年开始逐渐向下游酱油、食醋、料酒等调味品发展

公司自设立以来持续从事焦糖色等食品添加剂的研发、生产和销售。2001 年向下游拓展，开始从事酱油、食醋、料酒等调味品的研发、生产和销售。目前形成了以酱油、食醋、料酒等为主的调味品产品系列和以焦糖色为主的食品添加剂产品系列。

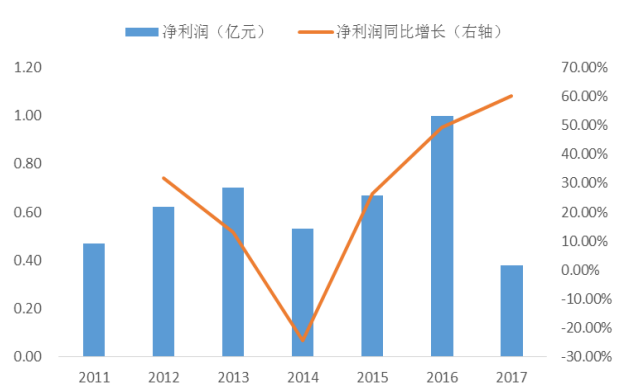
2016 年，公司实现营业收入 7.71 亿元，同比增长 23.62%，其中调味品业务收入 5.43 亿元，同比增长 40.08%。调味品业务中酱油收入 3.69 亿元，同比增长 42.99%；食醋收入 1.17 亿元，同比增长 30.11%。2016 年，公司实现净利润 1 亿元，同比增长 50.44%。在毛利润构成中，焦糖色毛利润 0.58 亿元，同比增长 6.95%。酱油毛利润 1.80 亿元，同比增长 56.30%，食醋毛利润 0.59 亿元，同比增长 29.83%。市场拓展方面，2016 年，公司经销商数量也从 2015 年底的 354 家增加至 800 家。

图 1：公司历年来营业收入及增长情况



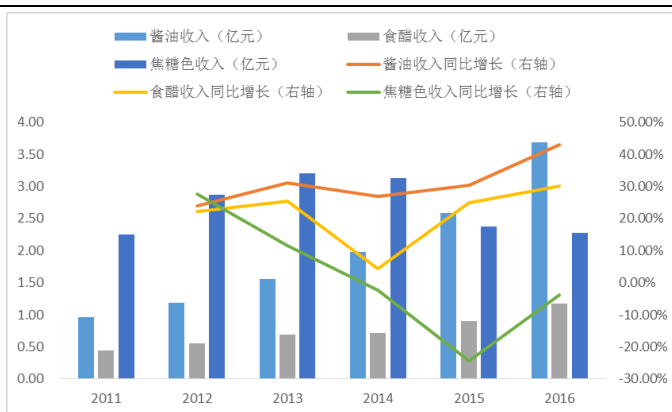
资料来源：WIND，国海证券研究所

图 2：公司历年来净利润及增长情况



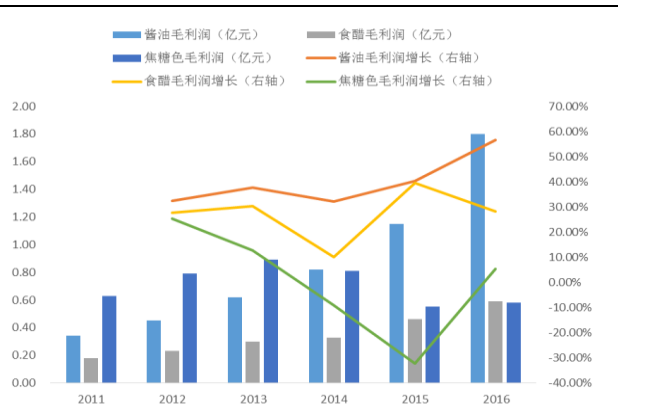
资料来源：WIND，国海证券研究所

图 3：公司分品类收入及增长情况



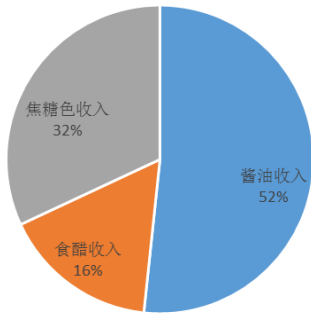
资料来源：WIND，国海证券研究所

图 4：公司分品类毛利润及增长情况



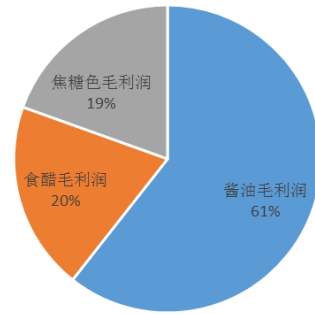
资料来源：WIND，国海证券研究所

图 5: 公司分品类收入构成



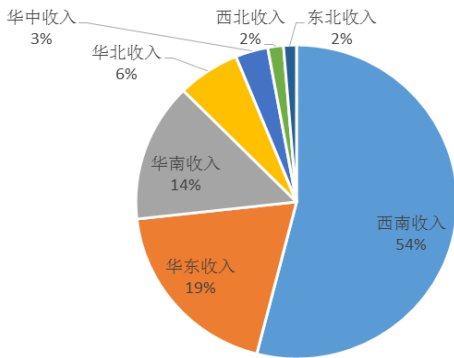
资料来源: WIND, 国海证券研究所

图 6: 公司分品类毛利润构成



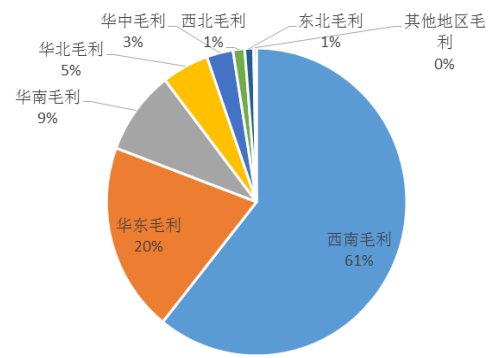
资料来源: WIND, 国海证券研究所

图 7: 公司分区域收入构成



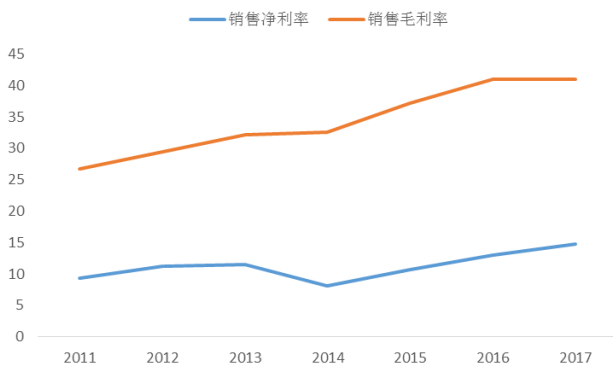
资料来源: WIND, 国海证券研究所

图 8: 公司分区域利润构成



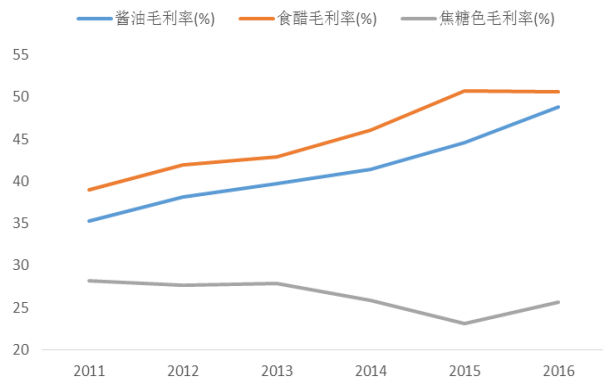
资料来源: WIND, 国海证券研究所

图 9: 公司销售毛利率和销售净利率情况



资料来源: WIND, 国海证券研究所

图 10: 公司分品项销售毛利率情况



资料来源: WIND, 国海证券研究所

2、公司品牌定位中高端，酱油以“零添加、头道原香”、食醋以“五谷窖醋”等差异化产品赢得市场竞争力

公司的“千禾”牌酱油主要选用非转基因黄豆、非转基因使用豆粕、有机黄豆、小麦/有机小麦为原料，采用先进的种曲机、管道连续蒸煮、圆盘制曲机等生产设备和工艺，按照高盐稀态发酵工艺，经过长时间发酵而制成纯酿造酱油。

公司的“千禾”牌食醋主要采用传统酿造工艺，精选优质糯米、荞麦、小麦、高粱、玉米五种粮食生产的纯酿造食醋，并结合窖藏工艺生产窖醋。

公司牢牢抓住消费升级带来的产业红利，品牌定位中高端，产品零售价 10 元以上的占调味品销售收入比 60%以上。在产品特色上，走“原生态发酵”自然健康的差异化之路，其中酱油主推“零添加”、“头道原香”系列，突出点在氨基酸含量（最高达到 1.4）。在技术上，零添加又美味是有壁垒的，这也是公司产品的竞争力所在。公司目前的醋类主要产品有“有机醋”、“有机糯米白醋”、“窖醋”、“糯米白醋”、“糯米香醋”、“五谷陈醋”，以及近期新开发的柠檬醋。其中“五谷窖醋”作为主力产品推荐，窖醋类产品主要采用传统酿造工艺，精选优质糯米、荞麦、小麦、高粱、玉米五种粮食生产的纯酿造食醋，并结合窖藏工艺生产窖醋，口味醇厚香味绵长。

3、公司市场拓展本着“自上而下、高举高打”策略，以城市为中心，从一线城市向经济发达的二三线城市覆盖为原则

公司本着“自上而下高举高打”的策略，从一线城市到省会城市，再逐步往下走。市场开拓以城市为为主，如去年全国一线城市（北京、上海、广州、深圳）、全国省会城市和部分经济发达的地级市全国铺货都已经到位。2016 年新开发了 400 家经销商，2017 年预计再新增 200-300 家经销商，增加 100 个百强县。

公司整个销售大区分西南区、北区（秦淮以北）、东南区（包括华东区）。人员设置销售总监、大区（区域经理）、城市经理、业代表和导购。其中西南地区以外的都是商超渠道，且其中 50%以上是 KA。

公司的核心市场目前主要是西南地区和华东地区。西南市场这几年保持 20-30% 的收入增长。华东市场从 2011-2014 年做了 4 年的市场开发，华东市场 2016 年销售额 7000 万元，2017 我们预计能实现 1 个多亿销售额，同比增速在 40% 以上。华东市场过去几年一直在投入，但从去年开始已出现盈利。

4、品牌推广以央视等高端媒体为主，以充分显示产品品牌档次

广告投放方面，公司坚持“高举高打”，2017年同时在央视7套、10套冠名节目并投放广告，在部分城市地铁、公交也有广告投放。央视作为中国最重要的新闻舆论机构，具有高收视率、高覆盖率、高权威性、高影响力。对于企业来说，在央视投放广告，以国家级电视台信用背书、以最权威媒体做支撑，让消费者更放心，是企业实力的最佳体现。

2016年的广告费开支约2000多万，2017年将适当提高，公司将根据销售额比例适当增加。总体来看，公司产品毛利高，给经销商的利润也较高，经销商线下推广的积极性普遍较高。

5、公司产能大幅扩张，以满足快速增长的生产经营需要

公司上市前原有产能10万吨，其中酱油7万吨，醋3万吨。募投项目10万吨已完工，其中酱油5万吨，醋5万吨。发行可转债募投资的25万吨产能（20万吨酱油和5万吨醋），一期10万吨酱油，预计2018年底投产。2019-2020年，预计10万吨酱油、5万吨醋投产。此外，此前新增料酒5万吨，预计今年9-10月份结项投产。

2016年之前的调味品复合增长30%，产能从之前的10万吨到现在的20万吨，募投项目的10万吨产能预计在2017年和2018年2年内消化完毕。公司总体上保持满产满销，产能匹配快速增长的生产经营需要。

6、公司分品类收入和毛利润预测

基于对公司历史经营情况和业务发展的了解，我们对各品类收入和毛利润做如下预测。

表 1：公司分品类收入和毛利润预测

品类	项目	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
酱油	收入 (亿元)	0.96	1.19	1.56	1.98	2.58	3.69	5.17	7.23	9.76
	收入同比增长		24%	31%	27%	30%	43%	40%	40%	35%
	毛利率	35%	38%	40%	41%	45%	49%	50%	52%	53%
	毛利润 (亿元)	0.34	0.45	0.62	0.82	1.15	1.80	2.58	3.76	5.17
	毛利润同比增长		34%	37%	33%	40%	56%	44%	46%	38%
焦糖色	收入 (亿元)	2.25	2.87	3.20	3.13	2.37	2.28	2.28	2.28	2.28
	收入同比增长		28%	11%	-2%	-24%	-4%	0%	0%	0%
	毛利率	28%	28%	28%	26%	23%	26%	25%	25%	25%
	毛利润 (亿元)	0.63	0.79	0.89	0.81	0.55	0.59	0.57	0.57	0.57
	毛利润同比增长		25%	12%	-9%	-32%	7%	-3%	0%	
食醋	收入 (亿元)	0.45	0.55	0.69	0.72	0.90	1.17	1.52	1.98	2.47
	收入同比增长		22%	25%	4%	25%	30%	30%	30%	25%
	毛利率	39%	42%	43%	46%	51%	51%	51%	52%	53%
	毛利润 (亿元)	0.18	0.23	0.30	0.33	0.46	0.59	0.78	1.03	1.31
	毛利润同比增长		31%	28%	12%	38%	30%	31%	33%	27%
料酒	收入 (亿元)		0.07	0.11	0.14	0.20	0.30	0.39	0.55	0.82
	收入同比增长			57%	27%	43%	50%	30%	40%	50%
	毛利率		54%	57%	60%	58%	59%	60%	61%	62%
	毛利润 (亿元)		0.04	0.06	0.08	0.12	0.18	0.23	0.33	0.51
	毛利润同比增长			67%	35%	38%	52%	32%	42%	52%
合计	收入 (亿元)	3.66	4.68	5.56	5.97	6.05	7.44	9.36	12.04	15.33
	收入同比增长		28%	19%	7%	1%	23%	26%	29%	27%
	毛利率	31%	32%	34%	34%	38%	42%	44%	47%	49%
	毛利润 (亿元)	1.15	1.52	1.87	2.05	2.27	3.15	4.16	5.69	7.56
	毛利润同比增长		32%	23%	10%	11%	39%	32%	37%	33%

资料来源：国海证券研究所

7、盈利预测与评级

我们预测公司 2017/18/19 年 EPS 分别为 0.51/0.78/1.11 元，对应 2016/17/18 年 PE 为 34.18/22.25/15.66 倍。鉴于公司品牌定位中高端，产品走“原生态自然发酵”的健康之路，具备较强的差异化竞争优势，我们看好其后继业绩高增长趋势，上调公司“买入”评级。

8、风险提示

- 1) 市场拓展不顺利;
- 2) 可转债发行不成功;
- 3) 公司产能实施的不确定;
- 4) 食品安全

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	771	969	1247	1589
增长率(%)	24%	26%	29%	27%
净利润(百万元)	100.1	163	251	356
增长率(%)	50%	63%	54%	42%
摊薄每股收益(元)	0.63	0.51	0.78	1.11
ROE(%)	11.24%	15.81%	20.10%	22.94%

资料来源: 公司数据, 国海证券研究所

;

表 2: 千禾味业盈利预测表

证券代码:	603027.sh				股票价格:	17.43	投资评级:	增持		日期:	2017/6/21
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E		
盈利能力					每股指标						
ROE	11.24%	15.81%	20.10%	22.94%	EPS	0.63	0.51	0.78	1.11		
毛利率	41%	44%	47%	49%	BVPS	5.57	3.23	3.91	4.89		
期间费率	27%	21%	20%	19%	估值						
销售净利率	13%	17%	20%	22%	P/E	27.86	34.18	22.25	15.66		
成长能力					P/B	3.13	5.40	4.45	3.57		
收入增长率	24%	26%	29%	27%	P/S	3.62	5.75	4.47	3.51		
利润增长率	50%	63%	54%	42%							
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E		
总资产周转率	0.75	0.83	0.88	0.91	营业收入	771	969	1247	1589		
应收账款周转率	12.60	13.05	13.05	13.53	营业成本	455	538	657	805		
存货周转率	2.20	2.34	2.42	2.47	营业税金及附加	10	13	16	20		
偿债能力					销售费用	156	176	222	279		
资产负债率	13%	12%	12%	11%	管理费用	42	50	60	71		
流动比	4.46	5.58	5.77	6.95	财务费用	(1)	(3)	(5)	(8)		
速动比	2.64	3.57	3.97	5.04	其他费用 / (-收入)	0	(3)	(3)	(3)		
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业利润	110	192	294	418		
现金及现金等价物	92	178	319	515	营业外净收支	12	5	7	8		
应收款项	61	46	49	52	利润总额	122	197	301	426		
存货净额	211	235	279	335	所得税费用	22	35	53	76		
其他流动资产	154	193	248	316	净利润	100	162	247	350		
流动资产合计	518	653	895	1218	少数股东损益	0	(1)	(4)	(6)		
固定资产	441	433	430	427	归属于母公司净利润	100	163	251	356		
在建工程	0	14	24	34							
无形资产及其他	53	53	47	42	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E		
长期股权投资	0	2	12	12	经营活动现金流	69	161	153	244		
资产总计	1027	1169	1423	1748	净利润	100	162	247	350		
短期借款	0	0	0	0	少数股东权益	0	(1)	(4)	(6)		
应付款项	53	59	71	87	折旧摊销	31	49	49	48		
预收帐款	17	10	17	17	公允价值变动	0	0	0	0		
其他流动负债	47	47	68	72	营运资金变动	(62)	(49)	(139)	(148)		
流动负债合计	116	117	155	175	投资活动现金流	(218)	(8)	(17)	(7)		
长期借款及应付债券	0	0	0	0	资本支出	(45)	(6)	(7)	(7)		
其他长期负债	20	20	20	20	长期投资	0	(2)	(10)	0		
长期负债合计	20	20	20	20	其他	(173)	0	0	0		
负债合计	136	137	175	195	筹资活动现金流	234	(21)	(32)	(45)		
股本	160	320	320	320	债务融资	(135)	0	0	0		
股东权益	890	1032	1248	1553	权益融资	344	0	0	0		
负债和股东权益总计	1027	1169	1423	1748	其它	25	(21)	(32)	(45)		
					现金净增加额	86	133	105	192		

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【食品饮料组介绍】

余春生，8年实业工作经验，7年证券从业经验。自2009年以来，一直从事食品饮料行业研究。
陈鹏，

【分析师承诺】

余春生，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。