

千禾味业 (603027)

聚焦高端全国扩张, 快速成长黄金阶段

投资评级: 增持 (维持)

投资要点:

2017年06月30日

■ **全国化扩张初期, 高速增长黄金阶段。**公司由西南区域走向全国, 扩张初期基数低、空间大、竞争少, 处于增速最快黄金时段。1Q17 调味品收入增速升至 50%, 主要源于区域外扩张效果显现。西南大本营产品升级+渠道下沉至地、县级市场, 推动成熟区域保持 20%以上增长。西南以外: 华东市场表现良好, 双品牌运作+大商总包模式, 我们预计 17 年营收翻倍增长至 1 亿元以上; 其他区域以华东为样板市场, 发力北京、铺货广深, 年内新增经济发达城市如大连等, 全国扩张步伐加速, 未来 3 年应是公司发展增速最快阶段。

■ **提价影响消除, 终端动销良好。**成本上涨推动年初酱油行业出现提价潮, 千禾出厂价提 8%-10%, 终端价同比例提升。华东区域提价晚于全国, 有提前拿货积压库存情况。经过 4-5 月消化, 目前提价负面影响消除, 渠道基本恢复正常水平, 根据经销商调研, 1-5 月已完成全年过半计划, 年内目标无忧。受到提价消化库存影响, 估计 2Q17 调味品营收增速略有下滑, 但整体应维持在 30%以上高位水平。

■ **产品创新不断, 渠道精准营销。**千禾在华东推行双品牌战略, 推出“鼎鼎鲜”单品, 更好地平衡鲜味与口感, 性价比较高, 目前销量占比过半, 成为华东最大单品; “东坡红纯酿”是结合生抽与老抽优点, 可替代老抽在东北、华北、华东地区营销实现增长。二者均体现出公司产品创新精神。同时食醋方面推出五谷醋与糯米醋, 430ml 与 500ml 分别用于餐饮与商超, 避免相互竞争。餐饮渠道分直销、经销两种, 前者实现定制化发展提高客户粘性, 后者对品牌依附度较高, 不同渠道不同策略, 以实现精准营销。

■ **经销商推广有动力, 餐饮、电商齐发展。**西南成熟市场, 老经销商与公司合作多年且有利益绑定, 可与公司共同成长。新开发经销商动力在于: 一是公司给予的毛利率高于竞品 (40%以上), 保证了利润水平; 二是给予多种支持, 如京津地区配备多名导购; 三是定期培训。除传统商超渠道外, 公司也在开发餐饮、电商等新渠道: 餐饮有独立产品与团队, 并与大型连锁餐饮品牌合作; 电商量小增速快, 也在考虑增配人员, 打造新电商模式, 推进全渠道发展。

■ **盈利预测与估值:** 预计 17-19 年 EPS 为 0.50、0.69、0.92 元, 同比增 60%、37%、34%, 最新股价对应 PE 分别为 37、27、20 倍。考虑到国内高端酱油市场空间广阔, 公司差异化竞争, 全国化扩张时期可实现高速增长, 小非减持影响大部分已消除, 维持“增持”投资评级。

■ **风险提示:** 全国扩张不达预期、食品安全事件。

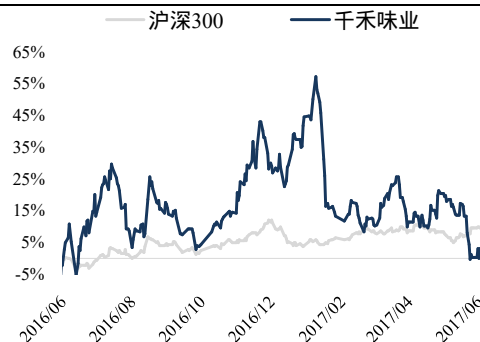
证券分析师 马浩博

执业资格证书号码: S0600515090002

mahb@dwzq.com.cn

021-60199762

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	18.60
一年最低价/最高价	15.17/24.80
市净率	6.63
流通市值 (亿)	24.77

基础数据

每股净资产	2.81
资产负债率	13.63
总股本 (百万股)	320
流通股 A 股 (百万股)	133.2

相关研究

1. 千禾味业: 定位高端差异化发展+小非减持带来机会+增速最快的小市值公司——20170410

图表 1: 千禾味业三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	518.2	601.2	675.4	790.4	营业收入	770.9	1008.4	1284.9	1613.3
现金	92.0	267.0	263.8	280.5	营业成本	455.0	576.9	717.7	885.5
应收款项	61.2	61.1	77.1	96.8	营业税金及附加	9.9	11.6	14.8	18.6
存货	211.4	252.9	308.7	380.9	营业费用	155.6	184.5	231.3	287.2
其他	153.5	20.2	25.7	32.3	管理费用	41.6	52.9	64.2	77.4
非流动资产	508.4	609.2	763.1	950.4	财务费用	-0.7	-1.0	-3.1	-3.2
长期股权投资	0.0	4.3	10.7	17.6	投资净收益	1.7	4.7	0.0	0.0
固定资产	441.5	540.5	690.8	873.8	其他	-1.3	-1.3	-1.3	-1.3
无形资产	52.5	49.9	47.3	44.7	营业利润	109.8	186.8	258.6	346.5
其他	14.4	14.4	14.4	14.4	营业外净收支	12.2	4.0	2.9	3.1
资产总计	1026.7	1210.3	1438.5	1740.9	利润总额	122.0	190.8	261.5	349.6
流动负债	116.3	155.9	187.5	227.1	所得税费用	21.9	30.5	41.8	55.9
短期借款	14.2	20.0	20.0	20.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	52.6	92.8	115.8	144.6	归属母公司净利润	100.1	160.2	219.7	293.6
其他	49.5	43.2	51.7	62.5	EBIT	118.6	194.0	271.7	363.2
非流动负债	19.9	23.4	26.9	30.4	EBITDA	149.8	229.6	316.4	421.0
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
其他	19.9	23.4	26.9	30.4	每股收益(元)	0.63	0.50	0.69	0.92
负债总计	136.2	179.4	214.4	257.5	每股净资产(元)	5.57	3.22	3.83	4.64
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	发行在外股份(百万股)	160.0	320.0	320.0	320.0
归属母公司股东权益	890.4	1030.9	1224.0	1483.3	ROIC(%)	11.8%	17.2%	22.7%	25.1%
负债和股东权益总计	1026.7	1210.3	1438.5	1740.9	ROE(%)	11.2%	15.5%	17.9%	19.8%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	41.0%	42.8%	44.1%	45.1%
经营活动现金流	69.5	333.5	225.5	300.2	EBIT Margin(%)	15.4%	19.2%	21.1%	22.5%
投资活动现金流	-218.0	-144.6	-202.1	-249.2	销售净利率(%)	13.0%	15.9%	17.1%	18.2%
筹资活动现金流	209.0	-13.9	-26.6	-34.4	资产负债率(%)	13.3%	14.8%	14.9%	14.8%
现金净增加额	60.5	175.0	-3.2	16.6	收入增长率(%)	23.6%	30.8%	27.4%	25.6%
折旧和摊销	31.2	35.6	44.8	57.8	净利润增长率(%)	50.4%	60.1%	37.1%	33.7%
资本开支	-73.7	-140.2	-195.8	-242.3	P/E	29.73	37.14	27.09	20.27
营运资本变动	-196.8	136.3	-40.3	-52.7	P/B	3.34	2.89	2.43	2.01
企业自由现金流	-122.3	194.6	36.9	68.0	EV/EBITDA	20.77	13.74	10.08	7.68

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

