

高增长延续，股权激励激发活力

投资要点

- **事件:** 公司发布 2017 年中期报告, 上半年实现收入 4.8 亿元, 同比+35.1%; 归母净利润 7535 万元, 同比+56.3%, 扣非后归母净利润 7089 万元, 同比+66.1%。其中 Q2 单季实现收入 2.3 亿元, 同比+32.0%, 归母净利润 3785 万元, 同比+52.6%。
- **消费升级+渠道扩张双轮驱动, 调味品业务延续高增长态势。** 公司上半年调味品业务实现收入 3.6 亿元, 继续保持高速增长, 同比+45.4%; 焦糖色业务实现收入 1.1 亿元, 下滑趋势止跌企稳, 同比-0.91%。1、分产品看, 酱油、食醋、料酒分别实现收入 2.5 亿元(+56.8%)、8900 万元(+45.8%)、2121 万元(+60.3%), 各品类均呈现快速增长。头道原香系列依旧是公司主打系列, 占比 1/3, 有机占比 10%, 中高端系列占比 65%以上, 产品结构进一步升级优化。同时公司推出鸡汁酱油、柠檬醋等创新产品, 满足消费者不同需求, 丰富产品线。2、分区域看, 西南市场收入 2.8 亿元, 同比增长 20%-30%, 超额完成年初预定指标, 主要依靠渠道下沉和产品结构升级; 华东区域收入 4000 万元, 全年冲击 1 亿销售目标, 其中鼎鼎鲜大单品占比 38%左右, 贡献大部分增量; 京津区域作为重点建设市场, 上半年也实现 1000 万收入, 同比翻番。3、电商渠道上半年实现收入 1000 多万元, 超过去年全年收入。4、今年 3 月公司产品出厂价提升 5%-8%, 提价影响已在二季度全部消化, 下半年有望实现量价齐升, 收入端加速增长。
- **产品结构升级+创新, 毛利率进一步提升, 费用控制合理, 盈利能力继续改善。** 高毛利率的调味品业务占比提升叠加产品结构升级, 公司整体毛利率同比提升 3.2pp 至 43.7%。公司费用控制合理, 全国扩张下三费率依旧持平: 销售费用投放谨慎高效, 管理费用率较低体现民营企业经营效率; 利息费用支出减少财务费用由正转负。公司净利率提升 2.1pp 至 15.7%, 盈利能力继续改善。
- **股权激励绑定员工切身利益, 考核目标保障未来三年业绩高增长。** 公司同时推出限制性股票激励方案, 对包括管理层、中层骨干、研发人员在内的 109 名员工授予 630 万股限制性股票, 分四期进行, 在达成考核目标后, 可以以 9.31 元/股(相当于现价 50%)购买股票。考核目标为在 2016 年收入为基数, 2017-2020 年增速不低于 20%、40%、60%、100%, 或者以 2016 年净利润为基数, 2017-2020 年增速不低于 50%、80%、150%、220%。我们认为股权激励计划将员工切身利益和公司长期发展绑在一起, 对留住人才维持团队稳定性和激发员工积极性都起到重要作用。同时, 考核目标也为公司未来发展规划作了指引, 确保公司未来市场开拓有序开展, 保障未来三年业绩高增长。
- **盈利预测与投资建议。** 我们认为公司全国化扩张初期, 业绩将进入高速增长阶段。基于此上调盈利预测, 预计公司 2017-2019 年营收复合增速为 30%左右, 归母净利润复合增速为 45%左右, EPS 分别为 0.49、0.70、0.95 元, 对应动态 PE 为 37、26、19 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 产品销售或不及预期; 食品安全风险。

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	157.80	223.63	304.51
增长率	50.44%	57.66%	41.72%	36.17%
每股收益 EPS(元)	0.31	0.49	0.70	0.95
净资产收益率 ROE	11.24%	15.41%	18.48%	20.85%
PE	59	37	26	19
PB	6.59	5.73	4.85	4.02

数据来源: Wind, 西南证券

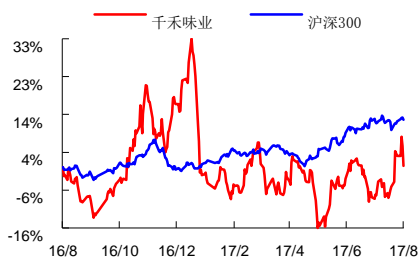
西南证券研究发展中心

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

联系人: 李光歌
电话: 021-58351839
邮箱: lgg@swsc.com.cn

联系人: 周金菲
电话: 0755-23614240
邮箱: zjfei@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)	3.20
流通 A 股(亿股)	1.33
52 周内股价区间(元)	16.65-48.91
总市值(亿元)	58.69
总资产(亿元)	11.25
每股净资产(元)	2.92

相关研究

1. 千禾味业 (603027): 一季报业绩靓丽, 未来增长看高一线 (2017-04-26)
2. 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)

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	1004.68	1307.35	1686.71	净利润	100.09	157.80	223.63	304.51
营业成本	455.04	567.91	719.81	912.79	折旧与摊销	31.31	42.91	50.12	57.43
营业税金及附加	9.94	12.96	16.86	21.76	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	-7.23	-116.33	-111.54
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	190.47	154.76	247.55
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	188.72	269.02	367.75	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	192.43	272.72	371.35	股权融资	338.83	0.00	0.00	0.00
所得税	21.88	34.64	49.09	66.84	支付股利	-16.00	-24.07	-37.95	-53.78
净利润	100.09	157.80	223.63	304.51	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	-37.29	-52.94
归属母公司股东净利润	100.09	157.80	223.63	304.51	现金流量净额	60.53	69.40	-30.54	126.61
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	161.45	130.91	257.52	成长能力				
应收和预付款项	97.69	98.78	131.06	170.90	销售收入增长率	23.62%	30.33%	30.13%	29.02%
存货	211.45	258.53	329.95	417.45	营业利润增长率	39.99%	71.86%	42.55%	36.70%
其他流动资产	117.04	101.69	154.38	189.69	净利润增长率	50.44%	57.66%	41.72%	36.17%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	27.24%	64.29%	38.10%	33.24%
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%	43.47%	44.94%	45.88%
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%	15.71%	17.11%	18.05%
资产总计	1026.66	1185.98	1411.71	1713.56	ROE	11.24%	15.41%	18.48%	20.85%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.75%	13.31%	15.84%	17.77%
应付和预收款项	91.54	115.70	146.80	188.47	ROIC	12.44%	17.34%	20.97%	24.13%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	18.21%	22.95%	24.36%	25.16%
其他负债	44.69	46.13	55.09	64.54	营运能力				
负债合计	136.24	161.84	201.89	253.01	总资产周转率	0.88	0.91	1.01	1.08
股本	160.00	320.00	320.00	320.00	固定资产周转率	2.09	2.18	2.49	2.90
资本公积	395.39	235.39	235.39	235.39	应收账款周转率	16.80	16.52	17.22	16.90
留存收益	335.03	468.75	654.43	905.16	存货周转率	2.38	2.42	2.45	2.44
归属母公司股东权益	890.42	1024.15	1209.82	1460.55	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	1024.15	1209.82	1460.55	资产负债率	13.27%	13.65%	14.30%	14.77%
负债和股东权益合计	1026.66	1185.98	1411.71	1713.56	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.46	4.37	4.10	4.44
					速动比率	2.64	2.55	2.29	2.65
					股利支付率	15.99%	15.25%	16.97%	17.66%
					每股指标				
					每股收益	0.31	0.49	0.70	0.95
					每股净资产	2.78	3.20	3.78	4.56
					每股经营现金	0.22	0.60	0.48	0.77
					每股股利	0.05	0.08	0.12	0.17
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	140.37	230.62	318.49	424.33					
PE	58.64	37.19	26.24	19.27					
PB	6.59	5.73	4.85	4.02					
PS	7.61	5.84	4.49	3.48					
EV/EBITDA	20.15	24.69	17.97	13.19					
股息率	0.27%	0.41%	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 20 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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@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
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@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
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn