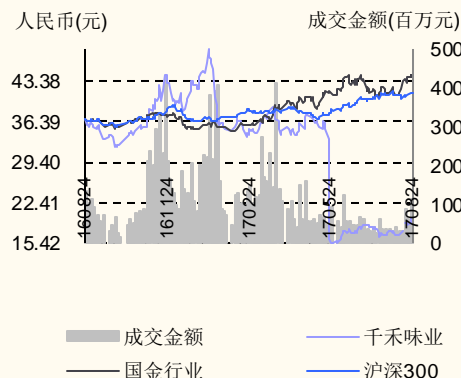


市场价格 (人民币): 18.34 元
 目标价格 (人民币): 22.00-22.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	133.19
总市值(百万元)	5,868.80
年内股价最高最低(元)	48.91/15.42
沪深 300 指数	3734.65
上证指数	3271.51



相关报告

- 《外埠扩张推进或是四季度高增长最大助力-千禾味业公司点评》，2017.1.18
- 《高举高打高端品，扩产扩张全国化-千禾味业公司深度研究》，2016.12.7

于杰 分析师 SAC 执业编号: S1130516070001
yujie@gjzq.com.cn

岳思铭 分析师 SAC 执业编号: S1130516080006
yuesiming@gjzq.com.cn

申晟 联系人
(8621)60230204
shensheng@gjzq.com.cn

地推方式彰显效果，募投产能迅速利用

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.554	0.626	0.492	0.669	0.831
每股净资产(元)	3.90	5.57	3.07	3.49	4.02
每股经营性现金流(元)	0.61	0.43	1.12	0.67	1.11
市盈率(倍)	0.00	71.89	37.26	27.43	22.06
行业优化市盈率(倍)	0.00	23.81	23.81	23.81	23.81
净利润增长率(%)	25.60%	50.44%	57.38%	35.81%	24.34%
净资产收益率(%)	14.23%	11.24%	16.01%	19.14%	20.65%
总股本(百万股)	120.00	160.00	320.00	320.00	320.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评:

■ 公司发布 2017 半年报, 本期公司录得营业收入 4.80 亿元, 同比增长 35.07% (其中 Q1+37.98%, Q2+31.96%)。归属上市公司股东的净利润为 7534.99 万元, 比去年增加 56.25%; 折合 EPS0.24 元/股, 略超我们此前预期。

经营分析:

■ 提价并未明显影响二季度出货, 地推方式效果出众: 本期, 公司继续维持较高的增速, 虽然单二季度增速略有下滑, 但是沿用我们对上半年调味品行业整体的判断, 这种下滑主要来自于两点: Q1 海天提价, 同行业竞品为提价, 价格优势明显, Q2 公司及行业其他区域龙头品牌提价, 价格优势减弱, 同时海天加大费用投放, 因此, 公司二季度收入增速有所下降是在意料之中的。

分产品来看: 本期公司销售酱油 2.51 亿元, 同比+56.83%, 占总营收 52.29%; 销售食醋 8900 万元, 同比+45.83%, 占总营收的 18.54%, 销售焦糖色 1.06 亿元, 同比-0.92%, 占总营收 22.08%。酱醋调味品高速增长, 焦糖色产品维持现有规模, 符合公司业务结构调整的设想。根据我们调研了解到能取得这样的增速有赖于公司恰当的人员地推的销售策略。目前调味品经销商苦于厂商和渠道之间的双重压力, 在费用与销量之间博弈也牵涉了经销商大量的精力, 而千禾采用的人员地推的方式虽然在费用投入上较大, 却给经销商创造了比较舒适简单的销售模式, 挣钱更加省力, 从而吸引了不少优质的经销商。这或许是千禾另辟蹊径的独到之处。未来有望持续得到经销商的青睐。

■ 费用投放增速平缓, 收入结构改善推高利润率: 虽然本期公司也随行业进行提价, 且在 6 月份基本完成了提价, 但是在费用端并未出现因促销导致的明显的费用增长。销售费用本期为 8704.28 万元, 同比增长 31.79%, 销售费用率为 18.12% (-0.45ppt), 结构的拆分可以看到, 销售费用的增长主要来自于人员的薪酬增长, 这也与我们调研时经销商提到的千禾偏爱人员面对面的营销模式相契合, 管理费用同比提升明显为 3151.67 万元, 同比增长 45.28%。增长主要来自于公司研发投入的增加; 受益股理财产品的购买, 公司本期的财务费用为正贡献 4.77 万元。总体上来看, 受益于公司 4 月起执行的调价, 并且在 6 月份完成, 虽然年初承受了原材料价格的上涨, 但是

公司本期的毛利率同比仍有微幅的提升，达到 40.99%的历史新高，受益于期间费用率并未因提价大幅上涨，净利率亦达到了 14.82%的历史最高水平（+1.26ppt），当然公司的产品结构持续调整也是利润率不断走高的强大推力。

- **外埠市场增长及产能扩张支撑未来增长：**如我们前文提到，公司省外扩张的销售人员地推模式目前获得了部分经销商的认可，且本期的营收和利润双升证实了这种模式的可持续性，未来开拓有望延续。在产能方面，按照目前公司酱油的销售收入，我们预计本年度公司酱油产品的产能利用率即有往达到 100%，IPO 募投的 5 万吨酱油产能已被充分利用；在醋方面，参考 IPO 募投项目完成后的 8 万吨产能，本年度的产能利用率预计为 60%左右，尚有一定空间。因此新的产能扩张计划显得迫在眉睫。根据我们调研时了解，公司已经在去年预见到了今年良好的销售前景，进行了提前投料，因此本年度的生产将不受影响，18 年的酱油产能利用率预计会略超设计产能，自筹的 25 万吨酱油及醋产能已经在如期推进，预计将在 2018 年底完成首批的 10 万吨酱油产能，为 2019 年生产提供保障，而此番发行可转债也是为了更好的支持建设，实现生产的有力承接。

盈利预测&估值：

- 我们认为产品高端化将是调味品行业未来主流发展方向和最核心投资机会所在。未来随着募投产能投放和外埠市场扩张，成长性显著。预计 2017-2019 年收入分别为 10.19/12.65/15.10 亿元，同比增长 32.1%/24.2%/19.4%；归属上市公司股东净利润 1.58 亿元/2.14 亿元/2.66 亿元，同比增长 57.38%/35.81%/24.34%。对应 EPS 0.49/0.67/0.83 元，当前股价对应 PE 为 37X/27X/22X，维持“增持”评级。

风险提示：

- 外埠市场扩张受阻，食品安全问题。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	651	624	771	1,019	1,265	1,510
增长率		-4.2%	23.6%	32.1%	24.2%	19.4%
主营业务成本	-439	-392	-455	-574	-693	-806
%销售收入	67.5%	62.8%	59.0%	56.4%	54.8%	53.4%
毛利	212	232	316	444	572	704
%销售收入	32.5%	37.2%	41.0%	43.6%	45.2%	46.6%
营业税金及附加	-3	-4	-10	-8	-12	-15
%销售收入	0.5%	0.6%	1.3%	0.8%	0.9%	1.0%
营业费用	-99	-104	-156	-176	-228	-280
%销售收入	15.1%	16.7%	20.2%	17.3%	18.1%	18.5%
管理费用	-39	-38	-42	-70	-77	-92
%销售收入	6.0%	6.1%	5.4%	6.8%	6.1%	6.1%
息税前利润 (EBIT)	71	86	109	190	254	317
%销售收入	10.9%	13.8%	14.1%	18.7%	20.1%	21.0%
财务费用	-7	-7	1	-1	3	4
%销售收入	1.1%	1.2%	-0.1%	0.1%	-0.2%	-0.3%
资产减值损失	0	0	-1	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	2	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	64	78	110	189	257	321
营业利润率	9.9%	12.6%	14.2%	18.5%	20.3%	21.2%
营业外收支	0	2	12	3	3	3
税前利润	64	81	122	192	260	324
利润率	9.9%	13.0%	15.8%	18.8%	20.6%	21.4%
所得税	-11	-14	-22	-34	-46	-58
所得税率	17.6%	17.7%	17.9%	17.8%	17.8%	17.8%
净利润	53	67	100	158	214	266
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	53	67	100	158	214	266
净利率	8.1%	10.7%	13.0%	15.5%	16.9%	17.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	53	67	100	158	214	266
非现金支出	22	25	33	48	57	67
非经营收益	8	7	-1	9	-3	-3
营运资金变动	16	-25	-62	143	-54	26
经营活动现金净流	99	73	69	357	214	356
资本开支	-116	-61	-111	-202	-156	-157
投资	0	0	-110	-1	0	0
其他	4	0	3	0	0	0
投资活动现金净流	-113	-61	-218	-203	-156	-157
股权募资	0	0	344	0	0	0
债权募资	50	5	-135	-20	0	1
其他	-26	-20	-1	-68	-80	-96
筹资活动现金净流	24	-15	209	-87	-80	-95
现金净流量	10	-3	60	67	-22	104

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	40	48	92	159	137	241
应收账款	39	39	61	64	80	96
存货	114	171	211	197	260	306
其他流动资产	15	13	154	30	39	51
流动资产	207	271	518	450	517	694
%总资产	32.0%	37.4%	50.5%	40.6%	40.5%	44.8%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	387	397	442	595	689	773
%总资产	59.7%	54.9%	43.0%	53.7%	53.9%	49.9%
无形资产	46	46	53	62	72	81
非流动资产	442	453	508	658	760	854
%总资产	68.0%	62.6%	49.5%	59.4%	59.5%	55.2%
资产总计	649	724	1,027	1,108	1,277	1,548
短期借款	130	135	0	0	0	0
应付款项	85	80	80	106	133	149
其他流动负债	10	21	37	18	26	110
流动负债	225	236	116	124	159	259
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	23	21	20	0	0	0
负债	248	257	136	124	159	260
普通股股东权益	401	467	890	984	1,118	1,288
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	649	724	1,027	1,108	1,277	1,548

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.441	0.554	0.626	0.492	0.669	0.831
每股净资产	3.341	3.896	5.565	3.075	3.493	4.025
每股经营现金净流	0.827	0.609	0.434	1.115	0.669	1.112
每股股利	0.000	0.100	0.180	0.200	0.250	0.300
回报率						
净资产收益率	13.21%	14.23%	11.24%	16.01%	19.14%	20.65%
总资产收益率	8.16%	9.19%	9.75%	14.22%	16.75%	17.19%
投入资本收益率	11.01%	11.74%	10.01%	15.89%	18.70%	20.21%
增长率						
主营业务收入增长率	6.22%	-4.18%	23.62%	32.14%	24.16%	19.39%
EBIT增长率	-15.08%	21.14%	26.45%	74.94%	33.82%	24.62%
净利润增长率	-24.83%	25.60%	50.44%	57.38%	35.81%	24.34%
总资产增长率	25.35%	11.57%	41.78%	7.93%	15.24%	21.21%
资产管理能力						
应收账款周转天数	21.1	21.1	21.7	21.3	21.4	21.5
存货周转天数	90.3	132.7	153.4	125.4	137.2	138.7
应付账款周转天数	34.1	46.7	39.6	40.2	42.2	40.7
固定资产周转天数	122.7	173.7	208.9	177.2	155.4	138.4
偿债能力						
净负债/股东权益	22.55%	18.41%	-10.34%	-16.12%	-12.23%	-18.60%
EBIT利息保障倍数	10.4	12.0	-146.0	196.8	-83.2	-81.9
资产负债率	38.22%	35.44%	13.27%	11.20%	12.45%	16.79%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	3	3	3
增持	0	0	1	1	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.25	1.25	1.25

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-12-07	增持	39.97	45.00~45.00
2	2017-01-18	增持	36.24	45.00~45.00

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD