

千禾味业 (603027.SH)

减值影响有限，主业高增有望持续

事件：2021年1月29日公司发布关于计提商誉及无形资产减值准备的公告，公司对2019年8月收购的镇江金山寺食品有限公司进行减值测试并计提减值，共计计提商誉及无形资产减值准备8994.21万元。

金山寺品牌梳理进行时，进行商誉及无形资产减值。公司于2019年8月收购镇江金山寺食品有限公司（原名“镇江恒康酱醋有限公司”）100%股权，合并对价为15023.15万元（其中可辨认净资产公允价值扣减递延所得税负债后为8942.79万元，形成商誉6080.36万元。）2020年金山寺公司实际实现营业收入4144.50万元、净利润332.90万元（未经审计），表现低于预期，因此公司对此进行减值测试并计提减值，共计计提商誉及无形资产减值准备8994.21万元。

利润短期缩减，“高端化”长期发展趋势不改。我们认为减值短期降低公司净利润，但长期高端化发展趋势不改。经过分析，我们认为金山寺表现低于预期的主要原因系：**1）**主销区疫情严重致销售表现低于预期。**2）**金山寺定位相对低端，产品结构升级冲击短期销售。**3）**经销商整合梳理带来销售短期下滑。尽管短期调整导致利润缩减，但从长期来看，公司此举将有助于强化高端化发展的可持续性。此外，公司酱油聚焦零添加，2019年来品牌力日起，消费者接受度较高，成为高端酱油的“突围黑马”。除了四川、上海优势地区外，公司在北京、山东、河南、安徽等北方市场氛围日盛，全国化行在途中。

大幅上调产能规划，未来成长可期。公司作为定位“高端”+“C端”的酱油代表企业，疫情在一定程度上激发消费者对健康的关注，同时利好公司C端渠道销售。在享受疫情红利的同时，公司加大进行产能布局，并于2020年11月上调产能规划，将30万吨酱油、3万吨蚝油、3万吨黄豆酱调整为60万吨调味品项目（其中酱油产能50万吨、料酒产能10万吨），预计2024年底调味品产能将达到115万吨，产能充足，规模化效应有待充分释放。

投资建议：我们预计公司2020/2021/2022年营业收入分别约为17.7/22.9/29.3亿元，同比+30.4%/29.6%/28.0%；归母净利润分别约为2.4/4.1/5.3亿元，同比+18.6%/72.9%/30.4.2%，对应PE为128/74/56倍。公司对低端品牌金山寺进行调整优化，我们认为将会有助于长期高端化发展，符合未来发展趋势，上调至“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动风险；食品安全风险；市场竞争加剧；疫情反复的风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,065	1,355	1,767	2,291	2,932
增长率 yoy (%)	12.4	27.2	30.4	29.6	28.0
归母净利润(百万元)	240	198	235	407	530
增长率 yoy (%)	66.6	-17.4	18.6	72.9	30.4
EPS 最新摊薄(元/股)	0.36	0.30	0.35	0.61	0.80
净资产收益率(%)	18.4	12.4	13.3	19.7	21.4
P/E(倍)	125.0	151.3	127.6	73.8	56.4
P/B(倍)	24.3	19.3	17.3	14.8	12.2

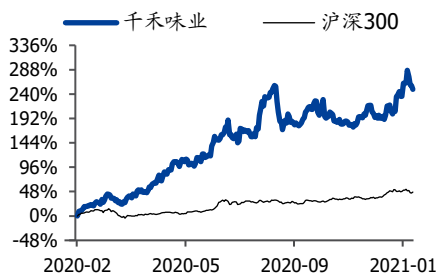
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(调高)

股票信息

行业	食品加工
前次评级	增持
最新收盘价	45.06
总市值(百万元)	29,995.33
总股本(百万股)	665.68
其中自由流通股(%)	99.47
30日日均成交量(百万股)	9.35

股价走势



作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com

研究助理 方一苇

邮箱：fangyiwei@gszq.com

相关研究

1、《千禾味业：站在消费升级的风口，借力“零添加”远航》2020-12-31



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1141	954	1008	1094	1299
现金	454	86	1	222	337
应收票据及应收账款	85	165	120	274	214
其他应收款	7	7	11	12	17
预付账款	22	30	38	51	63
存货	268	319	413	531	664
其他流动资产	304	348	425	5	5
非流动资产	790	1101	1329	1593	1917
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	414	692	888	1123	1398
无形资产	53	121	118	114	110
其他非流动资产	323	288	323	356	408
资产总计	1931	2056	2337	2687	3216
流动负债	319	275	381	446	556
短期借款	100	0	0	0	0
应付票据及应付账款	101	83	154	147	237
其他流动负债	118	192	227	299	319
非流动负债	305	188	175	164	160
长期借款	287	158	145	135	130
其他非流动负债	19	30	30	30	30
负债合计	625	463	556	611	716
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	326	466	666	666	666
资本公积	305	346	159	159	159
留存收益	646	772	936	1221	1593
归属母公司股东权益	1307	1593	1782	2077	2500
负债和股东权益	1931	2056	2337	2687	3216

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	243	192	301	254	636
净利润	240	198	235	407	532
折旧摊销	50	66	77	104	136
财务费用	2	-8	-10	-22	-33
投资损失	-12	-5	-8	-8	-8
营运资金变动	-76	218	8	-227	9
其他经营现金流	40	-277	0	0	0
投资活动现金流	-393	-266	-374	61	-452
资本支出	230	237	228	264	324
长期投资	-255	77	0	0	0
其他投资现金流	-418	48	-146	324	-128
筹资活动现金流	403	-175	-12	-94	-70
短期借款	100	-100	0	0	0
长期借款	287	-129	-13	-10	-5
普通股增加	0	140	200	0	0
资本公积增加	17	41	-186	0	0
其他筹资现金流	-0	-127	-13	-83	-65
现金净增加额	254	-248	-85	221	114

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1065	1355	1767	2291	2932
营业成本	578	729	908	1172	1483
营业税金及附加	12	13	14	18	23
营业费用	216	309	371	515	669
管理费用	52	54	62	76	94
研发费用	20	39	49	69	88
财务费用	2	-8	-10	-22	-33
资产减值损失	1	0	105	0	0
其他收益	8	13	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	12	5	8	8	8
资产处置收益	81	0	0	0	0
营业利润	285	232	281	476	622
营业外收入	1	2	2	0	0
营业外支出	1	2	8	0	0
利润总额	285	232	275	476	622
所得税	45	34	40	69	90
净利润	240	198	235	407	532
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	240	198	235	407	532
EBITDA	347	306	356	581	754
EPS (元)	0.36	0.30	0.35	0.61	0.80

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	12.4	27.2	30.4	29.6	28.0
营业利润(%)	68.5	-18.7	21.2	69.3	30.7
归属于母公司净利润(%)	66.6	-17.4	18.6	73.0	30.7
获利能力					
毛利率(%)	45.7	46.2	48.6	48.9	49.4
净利率(%)	22.5	14.6	13.3	17.8	18.1
ROE(%)	18.4	12.4	13.3	19.7	21.4
ROIC(%)	14.6	11.6	12.1	18.0	19.6
偿债能力					
资产负债率(%)	32.3	22.5	23.8	22.7	22.3
净负债比率(%)	-3.8	5.7	11.3	-1.2	-5.4
流动比率	3.6	3.5	2.6	2.5	2.3
速动比率	1.7	2.2	1.4	1.1	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0
应收账款周转率	14.0	10.8	12.4	11.6	12.0
应付账款周转率	7.4	7.9	7.7	7.8	7.7
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.30	0.35	0.61	0.80
每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	0.29	0.45	0.38	0.96
每股净资产(最新摊薄)	1.86	2.34	2.60	3.04	3.68
估值比率					
P/E	125.0	151.3	127.6	73.8	56.4
P/B	24.3	19.3	17.3	14.8	12.2
EV/EBITDA	86.4	97.2	83.7	51.6	39.6

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

一、金山寺并购整合进行时，商誉及无形资产减值	4
二、利润短期缩减，“高端化”长期发展趋势不改	4
三、大幅上调产能规划，未来成长可期	5
四、盈利预测	6
风险提示	6

图表目录

图表 1: 镇江金山寺子公司营收及利润表现及预期 (万元)	4
图表 2: 千禾味业食醋品类毛利率走势图 (%)	5
图表 3: 千禾味业主打高端零添加概念 (2019 年酱油品类营收占比)	5
图表 4: 调味品产能利用率及产能规划 (万吨)	5
图表 5: 焦糖色产能及产能利用率情况 (万吨)	5
图表 6: 可比公司估值比较	6

一、金山寺并购整合进行时，商誉及无形资产减值

公司于2019年8月收购镇江金山寺食品有限公司（原名“镇江恒康酱醋有限公司”）100%股权，合并对价为15023.15万元（其中可辨认净资产公允价值扣减递延所得税负债后为8942.79万元，形成商誉6080.36万元。）

金山寺并购整合进行时，经测试计提商誉及无形资产减值。根据公司《投资价值估值报告》，2019年预计金山寺公司营收6300万元、净利润309.05万元，而从全年来看，2019年金山寺实际表现优于预测数值。同时《投资价值估值报告》预计金山寺2020年营业收入及净利润分别为8190万元、648.65万元，而金山寺公司实际实现营收4144.50万元、净利润332.90万元（未经审计），表现低于预期，因此公司对此进行减值测试并计提减值，共计计提商誉及无形资产减值准备8994.21万元。**我们认为公司对金山寺子公司进行整合将为长期发展解绑，符合长期高端化发展趋势。**

图表1：镇江金山寺子公司营收及利润表现及预期（万元）

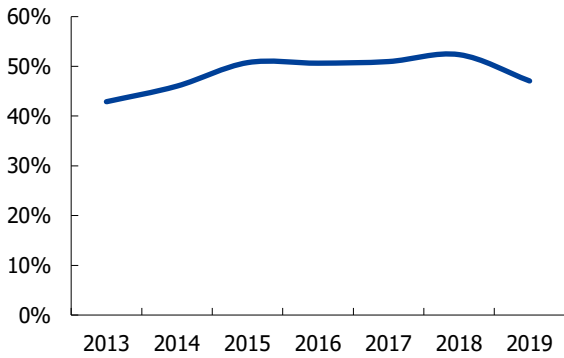
	2019E	2020E	YOY (E)	2020	YOY
营业收入	6300	8190	30%	4144.5	-34%
净利润	309.05	648.65	110%	332.9	8%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所（注：YOY (E)以2019年预期的营业收入及净利润为基数，计算2020年预期的增长率；YOY以2019年预期的营业收入及净利润为基数，计算2020年的增长率）

二、利润短期缩减，“高端化”长期发展趋势不改

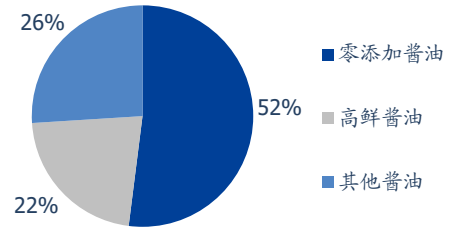
我们认为减值短期降低公司净利润，但长期高端化发展趋势不改。经过分析，我们认为金山寺表现低于预期的主要原因系：**1）主销区疫情严重致销售表现低于预期。**湖北武汉、新疆、上海等地为金山寺主要销售地区，疫情反复导致金山寺餐饮渠道销售受到严重影响，同时流通渠道亦受挤压；**2）金山寺定位相对低端，产品结构升级冲击短期销售。**金山寺产品整体定位较千禾味业其他产品稍低（自收购金山寺后，2019年食醋毛利率同比下滑5.29pct至47.07%），千禾味业收购后对其不符合发展趋势的低端产品进行梳理，因此会对销售产生短期冲击，但从长期来看，公司此次的低端产品剥离行为，将为毛利率提升创造上行空间；**3）经销商整合梳理带来销售短期下滑。**除了对产品进行梳理整合，公司亦对渠道经销商进行淘汰升级，从而收入也呈现阶段性减少，但是经销商队伍能力的增强，将有助于公司全国化布局的发展，以及成熟市场的进一步深耕。从长期来看，我们认为公司的短期调整将会有助于强化高端化发展的可持续性。

图表2: 千禾味业食醋品类毛利率走势图 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表3: 千禾味业主打高端零添加概念 (2019年酱油品类营收占比)

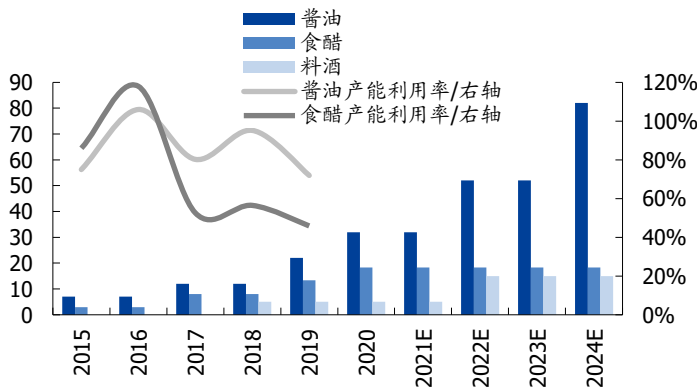


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

三、大幅上调产能规划, 未来成长可期

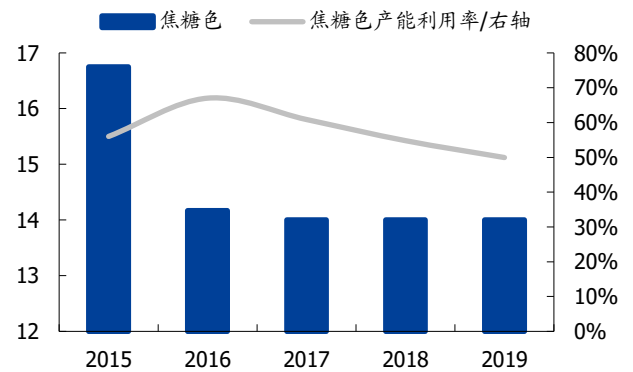
2020年11月大幅上调产能规划, 规模化效应有待充分释放。2013年公司调味品产能10万吨, 其中酱油7万吨、食醋3万吨。2016年公司上市后, 进行10万吨调味品产能募投项目(5万吨酱油和5万吨食醋), 当年又投建5万吨料酒及0.5万吨蚝油产能。2018年公司酱油产能利用率达95.22%, 因此公司再度扩建产能(25万吨调味品扩产项目), 其中一期10万吨酱油扩产项目于2019年正式投产, 二期10万吨酱油和5万吨食醋扩产项目将于2020年投产。食醋方面, 公司于2019年8月通过并购镇江恒康获得5.3万吨优质镇江香醋产能, 食醋产能扩充至13.3万吨。为进一步为公司发展松绑, 2019年10月公司公告称将新建30万吨酱油、3万吨蚝油、3万吨黄豆酱产能项目, **2020年11月公司将该项目调整为年产60万吨调味品项目(其中酱油产能50万吨, 料酒产能10万吨), 计划第一期20万吨酱油和10万吨料酒于2022年底建成, 第二期30万吨酱油于2024年底建成。**预计2022年底酱油产能52万吨、食醋产能18.3万吨、料酒产能5万吨, 2024年底调味品产能将达到115万吨, 产能充足, 增长可期。

图表4: 调味品产能利用率及产能规划(万吨)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表5: 焦糖色产能及产能利用率情况(万吨)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

四、盈利预测

投资建议：考虑到公司对所采取的资产减值调整，我们调整利润表中的资产减值科目预测，我们预计公司 2020/2021/2022 年营业收入分别约为 17.7/22.9/29.3 亿元，同比 +30.4%/29.6%/28.0%；归母净利润分别约为 2.4/4.1/5.3 亿元，同比 +18.6%/72.9%/30.4.2%，对应 PE 为 128/74/56 倍。公司对低端品牌金山寺进行调整优化，我们认为将会有助于长期高端化发展，符合未来发展趋势，因此上调至“买入”评级。

图表 6: 可比公司估值比较

代码	证券简称	PE				EPS				总市值 (亿元)
		2018	2019	2020E	2021E	2018	2019	2020E	2021E	
600305.SH	恒顺醋业	27	37	73	62	0.30	0.32	0.33	0.39	242
603288.SH	海天味业	43	54	99	83	1.35	1.65	1.97	2.36	6,321
600872.SH	中炬高新	39	44	59	48	0.76	0.90	1.11	1.36	516
603027.SH	千禾味业	21	50	128	74	0.36	0.30	0.35	0.61	300
平均值		32	46	90	67	0.69	0.79	0.94	1.18	1845

资料来源: wind, 国盛证券研究所 (历史年份 PE 计算公式为“历史年份最后一天股价/历史年份当年每股盈利”, 总市值为 2020 年 2 月 1 日收盘市值)

风险提示

原材料价格波动风险：公司主要原材料为豆粕、白糖、面粉等农产品，农产品价格主要受当年的种植面积、气候条件、市场供求关系以及国际期货市场价格等因素的影响。如果上游原材料成本波动较大，则对公司生产产生一定影响。

食品安全风险：消费者对必需高频的日常消费品更关注质量品质，如果公司在采购、生产、销售等各经营环节出现质量安全问题，则会对品牌美誉度产生较大影响。

市场竞争加剧：公司地区发展不平衡，全国化布局任务较重，若竞争加剧，则全国化的战略或受到一定的影响。

疫情反复的风险：目前国内外疫情仍在持续，疫情反复可能会带来经济下行等一系列风险，从而给公司发展计划的推进造成一定的不确定性。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com