

# 千禾味业 (603027)

公司研究/点评报告

## 主业稳健增长，短期波动不改长期价值

——千禾味业 (603027) 2020 年报点评

点评报告/食品饮料

2021 年 04 月 16 日

### 一、事件概述

4 月 15 日公司发布 2020 年报，报告期内实现营收 16.93 亿元，同比+24.95%；实现归母净利润 2.06 亿元，同比+3.81%；折合 20Q4 单季度公司实现营收/归母净利润 4.71/-0.18 亿元，同比分别+10.74%/-129.47%。

### 二、分析与判断

#### 全年收入圆满收官，渠道下沉与裂变持续推进

2020 年公司营收 16.93 亿元，同比+24.95%；折合 20Q4 营收 4.71 亿元，同比+10.74%。全年收入完成限制性股票激励考核目标 (15.42 亿元，相比 2016 年收入增长 100%)，但四季度增速环比放缓，我们判断主要系 2021 年春节备货期较晚所致。此外，20H2 酱油零售端市场竞争有所加剧，对公司终端动销有一定影响。**分产品看**，2020 年酱油/醋分别同比+26%/33%，折合 20Q4 同比+7%/-3%，四季度酱油增速放缓归因于渠道备货较晚以及终端竞争激烈，食醋负增长主要系公司主动对金山寺品牌与渠道进行梳理，导致短期收入受到冲击。**分区域看**，2020 年东部/南部/中部/北部/西部分别同比+21%/-6%/+33%/+39%/+24%，折合 20Q4 分别同比-39%/-25%/+4%/+13%/+36%，四季度西部大本营市场环比提速，但东部市场下滑幅度较大，主要系位于江苏的金山寺子公司梳理渠道造成收入的短期波动，南部市场下滑则主要归因于客户结算方式有所改变。**经销商方面**，2020 年净增加 264 家，其中东部/南部/中部/北部/西部分别净增加 86/3/128/10/37 家，东部、中部等新兴市场增加较多，反映公司积极推进渠道下沉。

#### 毛销差同比扩大反映盈利能力改善，金山寺资产减值拖累利润表现

2020 年公司归母净利润为 2.06 亿元，同比+3.81%；折合 20Q4 归母净利润-0.18 亿元，同比-129.47%。四季度利润大幅下滑主要系公司主动梳理金山寺品牌与渠道，对相关资产进行减值 0.9 亿元。(1) **毛利率**：2020 年公司毛利率为 43.85%，同比-2.36ppt，主要系会计准则变更，运输费用计入营业成本所致。若剔除运费调整的因素，2020 年酱油/食醋毛利率分别为 53.82%/47.56%，同比+3.5ppt/0.49ppt，反映盈利能力改善。2020 年酱油均价为 5206 元/吨，同比-5.35%，食醋均价为 3543 元/吨，同比-3.05%。此外，2020 年公司毛销差同比扩大 3.49ppt，间接验证公司盈利能力有所提升。(2) **净利率**：2020 年公司归母净利率为 12.15%，同比-2.48ppt，主要系四季度金山寺资产减值所致。(3) **费用率**：2020 年公司期间费用率为 23.05%，同比-6.07ppt。其中，销售费用率 16.94%，同比-5.84ppt，主要系运输费用调整至营业成本所致；管理费用率/财务费用率分别为 3.63%/-0.19%，分别同比-0.35ppt/+0.36ppt，整体保持稳定。

#### 渠道+产能+品类多维扩张，短期波动不改长期成长趋势

**展望 2021 年**，我们认为公司一次性计提金山寺资产减值有助于 2021 年轻装上阵，虽然 21H1 或面对高基数以及商超端竞争激烈的压力，但随着 21H2 行业竞争趋缓以及消费者对零添加产品认可度的持续提升，预计公司 2021 全年业绩仍有望延续较高增长。**长期看**，随着**产能扩张+渠道下沉+品类扩张**，**公司成长空间无忧**。(1) **产能加码**：公司 2020 年 11 月将原 36 万吨调味品产线上调至 60 万吨 (50 万吨酿造酱油+10 万吨料酒)，2024 年底调味品整体产能规模将达到 115 万吨，为渠道及品类扩张奠定坚实基础。(2) **渠道下沉**：公司一方面将继续开拓华北、华东等经济发达地区，另一方面拆大区分小区，布局潜力市场，2021 年还将积极开发积极探索社区店等新模式。(3) **品类扩张**：公司 2019 年收购镇江恒康香醋，2020 年梳理恒康品牌与渠道，解决历史遗留问题，为长期食醋业务发展夯实品牌与渠道基础。

**推荐**

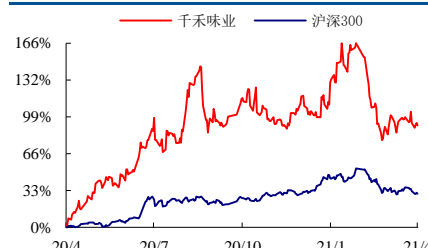
维持评级

当前价格： 36.0 元

交易数据 2021-4-15

近 12 个月最高/最低(元)	49.87/26.38
总股本 (百万股)	666
流通股本 (百万股)	662
流通股比例 (%)	99.47
总市值 (亿元)	240
流通市值 (亿元)	238

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号： S0100519010004

邮箱： yujie@mszq.com

研究助理：刘光意

执业证号： S0100120070033

邮箱： liuguangyi@mszq.com

相关研究

1. 千禾味业(603027)2020 年三季报点评：Q3 延续高增态势，渠道与产能扩张保障成长
2. 千禾味业(603027)：20Q2 业绩提速，产能、渠道持续扩张

### 三、投资建议

预计 2021-2023 年公司实现营收 21.10/25.32/29.56 亿元，同比+24.6%/20.0%/16.7%；实现归母净利润分别为 3.66/4.40/5.16 亿元，同比+77.6%/20.5%/17.1%，对应 EPS 为 0.55/0.66/0.78 元，目前股价对应 PE 为 66/54/46X。当前调味品可比公司 2021 年 PE 约 51 倍（Wind 一致预期，算数平均），公司估值高于行业平均水平。考虑到公司产能、渠道与品类等多维扩张保障成长性，维持“推荐”评级。

### 四、风险提示

动销不及预期，渠道下沉与裂变不及预期，食品安全问题等。

#### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,693	2,110	2,532	2,956
增长率（%）	25.0%	24.6%	20.0%	16.7%
归属母公司股东净利润（百万元）	206	366	440	516
增长率（%）	3.8%	77.6%	20.5%	17.1%
每股收益（元）	0.31	0.55	0.66	0.78
PE（现价）	116.44	65.55	54.40	46.45
PB	13.11	10.59	8.86	7.44

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,693	2,110	2,532	2,956
营业成本	951	1,221	1,414	1,650
营业税金及附加	16	21	23	27
销售费用	287	366	439	513
管理费用	61	77	92	107
研发费用	45	53	61	71
EBIT	333	373	503	589
财务费用	-3	6	10	9
资产减值损失	-90	-10	-13	-17
投资收益	9	15	13	17
营业利润	262	439	531	629
营业外收支	-5	0	0	0
利润总额	257	439	531	629
所得税	51	74	91	113
净利润	206	366	440	516
归属于母公司净利润	206	366	440	516
EBITDA	416	491	586	677
<b>资产负债表 (百万元)</b>				
货币资金	117	356	479	697
应收账款及票据	124	193	242	257
预付款项	22	42	47	50
存货	395	536	609	707
其他流动资产	403	404	407	410
流动资产合计	1,062	1,532	1,783	2,121
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	827	1,102	1,332	1,545
无形资产	105	140	170	186
非流动资产合计	1,124	1,481	1,700	1,912
资产合计	2,185	3,013	3,484	4,033
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	72	148	147	165
其他流动负债	167	252	284	299
流动负债合计	239	401	431	465
长期借款	0	300	300	300
其他长期负债	49	49	49	49
非流动负债合计	49	349	349	349
负债合计	288	750	780	813
股本	666	666	666	666
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,898	2,263	2,704	3,220
负债和股东权益合计	2,185	3,013	3,484	4,033

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	25.0%	24.6%	20.0%	16.7%
EBIT 增长率	57.9%	11.9%	35.0%	16.9%
净利润增长率	3.8%	77.6%	20.5%	17.1%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	43.8%	42.2%	44.2%	44.2%
净利润率	12.2%	17.3%	17.4%	17.5%
总资产收益率 ROA	9.4%	12.1%	12.6%	12.8%
净资产收益率 ROE	10.8%	16.2%	16.3%	16.0%
<b>偿债能力</b>				
流动比率	4.45	3.82	4.14	4.57
速动比率	2.70	2.38	2.62	2.94
现金比率	0.49	0.89	1.11	1.50
资产负债率	13.2%	24.9%	22.4%	20.2%
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	26.74	33.28	34.74	31.59
存货周转天数	151.65	160.26	157.17	156.36
总资产周转率	0.77	0.70	0.73	0.73
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.31	0.55	0.66	0.78
每股净资产	2.85	3.40	4.06	4.84
每股经营现金流	0.57	0.55	0.63	0.75
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>估值分析</b>				
PE	116.44	65.55	54.40	46.45
PB	13.11	10.59	8.86	7.44
EV/EBITDA	59.55	48.69	40.60	34.80
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>现金流量表 (百万元)</b>				
净利润	206	366	440	516
折旧和摊销	83	118	82	89
营运资金变动	15	-69	-99	-85
经营活动现金流	378	363	416	500
资本开支	-211	-432	-293	-285
投资	-77	0	0	0
投资活动现金流	-279	-418	-280	-268
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	300	0	0
筹资活动现金流	-68	293	-14	-14
现金净流量	31	239	123	218

## 分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

刘光意，食品饮料行业研究助理，经济学硕士。2020年加入民生证券研究院，主要覆盖调味品、肉制品、乳制品板块。

## 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。