

公司研究

营收增速符合预期，计提减值影响净利润

——千禾味业（603027.SH）2020年度业绩点评

要点

事件：2021年4月15日，千禾味业发布2020年年报，报告期内公司实现营业收入/归母净利润分别为16.93/2.06亿元，同比+24.95%/+3.81%，扣非后归母净利润为2.01亿元，同比+9.91%。2020年Q4单季，公司实现营收/归母净利润4.71/-0.18亿元，同比+10.73%/-129.47%。报告期内，公司计提资产减值损失0.9亿元，计提减值影响公司净利润增速。

调味品稳定增长，不断加大渠道拓展力度

2020年调味品业务实现营业收入14.96亿元，同比增长30.14%。（1）分产品来看，2020年公司酱油/食醋业务实现营业收入10.54/2.92亿元，同比+26.20%/+32.79%。（2）分地区看，东部/南部/中部/北部/西部分别实现营业收入3.31/0.80/1.39/2.42/8.78亿元，分别同比+21.02%/-6.29%/+33.13%/+38.78%/+24.17%。（2）分渠道看，公司线上销售实现收入2.60亿元，同比+110.47%，占比上升6.24pct至15.35%。

受新收入准则和计提减值影响，毛利率和净利率小幅下降

（1）2020年公司综合毛利率为43.85%，同比-2.36pct。分产品看，酱油/食醋毛利率分别为48.34%/41.85%，毛利率同比-1.98/-5.21pcts，毛利率下降主要系新收入准则的影响，原销售费用中与合同履约直接相关的运杂费和包装费计入主营业务成本，此外毛利相对较低的食醋收入占比提升也小幅影响了毛利率。（2）2020年全年/Q4销售费用率16.94%/5.25%，同比-5.84/-17.26pcts，降低明显，主要是受会计政策变更影响，运杂费等不再计入销售费用。其中，薪酬、促销及广告宣传费、差旅费同比+37.05%/+21.65%/+1.61%，职工薪酬增幅较大，主要系销售人员增加及薪酬水平上涨所致。（3）2020年全年/Q4公司管理费用率3.63%/3.72%，同比-0.35/+0.20pcts。报告期内，公司计提资产减值损失0.9亿元，受计提减值影响，公司净利率（扣非后）小幅下降，2020年净利率（扣非后）为11.89%，同比-1.63pct。

渠道下沉+产能扩张，助力公司长期发展

（1）截至2020年末，公司经销商数达到1404家，当年净增加经销商264家，增幅达23.16%，其中第四季度经销商净增加108家，净增加数量明显增加。（2）产能扩张为公司进一步开拓市场提供保障。公司投资5.39亿元的“年产25万吨酿造酱油、食醋生产线扩建项目”已于2021年1月竣工投产。此外，公司进一步推动“年产60万吨调味品生产线扩建项目”建设工作，该年产60万吨扩建项目（50万吨酱油，10万吨料酒）预计于2024年年底完成。其中第一期将完成年产20万吨酱油、10万吨料酒生产线建设。项目总投资约12.6亿元，截至2020年年底，已完成项目投资4406万元。

盈利预测、估值与评级：考虑到公司产能扩张和渠道下沉，且增加广告费用投放，小幅调整21-22年营业收入预测至21.41亿元（下调0.56%）和26.13亿元（上调0.97%），下调21-22年归母净利润预测至2.66亿元（下调29.63%）和3.48亿元（下调24.68%）；引入23年营收预测31.51亿元，归母净利润预测4.46亿元。当前股价对应2021/22/23年PE为88/67/52倍，维持“增持”评级。

风险提示：食品安全风险、原材料价格上涨风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,355	1,693	2,141	2,613	3,151
营业收入增长率	27.19%	24.95%	26.43%	22.04%	20.60%
净利润（百万元）	198	206	266	348	446
净利润增长率	-17.40%	3.81%	29.05%	31.16%	28.16%
EPS（元）	0.43	0.31	0.40	0.52	0.67
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.45%	10.84%	12.64%	14.70%	16.46%
P/E	82	113	88	67	52
P/B	10.3	12.3	11.1	9.9	8.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-04-16；注：2020年因资本公积转增致总股本较2019年上升

增持（维持）

当前价：35.12元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

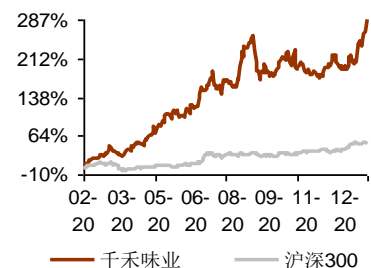
021-52523689

chenyt@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	6.66
总市值(亿元):	233.79
一年最低/最高(元):	18.59/51.37
近3月换手率:	80.03%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.31	-11.07	42.46
绝对	-4.54	-21.08	73.07

资料来源：Wind

相关研报

品牌势能强化，盈利能力稳步提升——千禾味业（603027.SH）2020年中报点评（2020-08-16）
 盈利能力创新高——千禾味业（603027.SH）2020一季报点评（2020-04-25）
 迎合消费升级，收入持续高增——千禾味业（603027.SH）2019年年报点评（2020-04-19）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,355	1,693	2,141	2,613	3,151
营业成本	729	951	1,206	1,475	1,773
折旧和摊销	66	82	82	95	107
税金及附加	13	16	20	24	29
销售费用	309	287	458	529	611
管理费用	54	61	80	96	116
研发费用	39	45	58	68	81
财务费用	-8	-3	-1	0	1
投资收益	5	9	12	13	14
营业利润	232	262	336	439	562
利润总额	232	257	332	435	558
所得税	34	51	66	87	112
净利润	198	206	266	348	446
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	198	206	266	348	446
EPS(元)	0.43	0.31	0.40	0.52	0.67

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	192	378	319	271	397
净利润	198	206	266	348	446
折旧摊销	66	82	82	95	107
净营运资金增加	-160	133	122	253	250
其他	87	-43	-151	-425	-407
投资活动产生现金流	-266	-279	23	-167	-186
净资本支出	-236	-211	-120	-180	-200
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-30	-68	143	13	14
融资活动现金流	-175	-68	-32	-10	-103
股本变化	140	200	0	0	0
债务净变化	-229	-158	0	39	-33
无息负债变化	67	-17	192	68	111
净现金流	-248	31	311	94	108

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	46.2%	43.8%	43.7%	43.6%	43.7%
EBITDA 率	21.4%	30.2%	19.1%	20.0%	20.8%
EBIT 率	16.5%	25.3%	15.2%	16.4%	17.5%
税前净利润率	17.1%	15.2%	15.5%	16.7%	17.7%
归母净利润率	14.6%	12.2%	12.4%	13.3%	14.2%
ROA	9.6%	9.4%	10.3%	11.8%	13.2%
ROE (摊薄)	12.4%	10.8%	12.6%	14.7%	16.5%
经营性 ROIC	12.0%	19.8%	14.1%	15.8%	17.8%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	23%	13%	19%	20%	20%
流动比率	3.47	4.45	3.61	3.64	3.96
速动比率	2.31	2.79	2.32	2.30	2.48
归母权益/有息债务	10.08	-	5,701.98	60.05	414.60
有形资产/有息债务	11.76	-	6,696.26	72.10	499.63

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	2,056	2,185	2,582	2,958	3,378
货币资金	86	117	428	523	630
交易性金融资产	343	390	250	250	250
应收帐款	164	124	147	167	186
应收票据	1	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	7	11	13	16	19
存货	319	395	507	627	763
其他流动资产	5	2	47	94	148
流动资产合计	954	1,062	1,420	1,711	2,037
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	692	827	954	1,047	1,125
在建工程	181	130	31	7	5
无形资产	121	105	103	101	99
商誉	61	0	0	0	0
其他非流动资产	13	33	42	42	42
非流动资产合计	1,101	1,124	1,162	1,247	1,340
总负债	463	288	480	587	666
短期借款	0	0	0	39	7
应付账款	83	72	145	177	213
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	26	0	0	0	0
其他流动负债	41	54	76	100	127
流动负债合计	275	239	394	470	514
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	158	0	0	0	0
其他非流动负债	19	41	70	101	136
非流动负债合计	188	49	86	117	152
股东权益	1,593	1,898	2,102	2,370	2,712
股本	466	666	666	666	666
公积金	438	444	470	505	550
未分配利润	680	804	981	1,215	1,512
归属母公司权益	1,593	1,898	2,102	2,370	2,712
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	22.78%	16.94%	21.40%	20.26%	19.40%
管理费用率	3.98%	3.63%	3.72%	3.69%	3.68%
财务费用率	-0.55%	-0.19%	-0.02%	0.00%	0.02%
研发费用率	2.91%	2.67%	2.70%	2.60%	2.56%
所得税率	14.55%	19.90%	20.00%	20.00%	20.00%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.13	0.09	0.12	0.16	0.20
每股经营现金流	0.41	0.57	0.48	0.41	0.60
每股净资产	0.40	0.26	0.15	0.01	0.14
每股销售收入	3.42	2.85	3.16	3.56	4.07

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	83	114	88	67	52
PB	10.3	12.3	11.1	9.9	8.6
EV/EBITDA	56	45	57	44	35
股息率	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%	0.6%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE