

# 千禾味业 (603027.SH)

## Q4 高基数增长承压，资产减值影响有限

**事项：公司发布 2020 年年报。**2020 年公司实现营业收入 16.93 亿元，同比增加 24.95%，其中调味品实现营业收入 14.96 亿元，同比增长 30.14%；实现归母净利润 2.06 亿元，同比增长 3.81%；其中 Q4 营收 4.71 亿元，同比上升 10.74%；其中调味品营收 4.04 亿元，同比增长 23.93%，Q4 归母净利润为-0.18 亿元，同比减少 129.47%（若剔除资产减值损失的影响，Q 归母净利润增速约为-5%），略低于预期。

**高基数下，四季度增速略有放缓。**2019 年 Q4 为春节节前备货旺季，整体营收增速约 33%，春节错位影响导致 2020 年 Q4 增长承压。1) 分产品看，酱油、食醋业务实现快速增长，2020 年公司酱油实现营收 10.54 亿元，同比增长 26.20%（量+33.4%，价-5.4%），其中 Q4 酱油实现营收 2.90 亿元（同比+7.06%）；2020 年食醋实现营收 2.92 亿元，同比增长 32.79%（量+37.0%，价-3.1%），其中 Q4 实现营收 0.67 亿元，同比下降 2.57%；2) 分地区看，报告期末经销商增加 264 人（同比+23.16%）。除南部地区营收有所下滑外（同比-6.29%），其他地区均实现双位数营收增长（北部/中部/西部/东部增速分别为 39%/33%/24%/21%）。

**资产减值损失致 Q4 利润大幅下滑。**公司对金山寺共计计提商誉及无形资产减值准备 8994 万元，致全年利润明显回落。由于新财务政策的影响，销售费用率同比下滑 5.84pct，毛利率同比下滑 2.36pct，毛销差提升 3.48pct。从净利率角度来看，全年净利率同比下滑 2.48pct 至 12.15%，主要受资产减值影响，若剔除该影响，我们粗略估计净利率约为 16.7%，同比提升 2pct。

**产能布局助力长期增长。**公司计划 2021 年营收同比增长 26.36%，其中调味品收入同比增长 30.18%，归母净利润增速为 23.78%（我们预计销售费用同比增加为利润目标增速慢于收入的主要原因）。同时产能积极布局，年产 25 万吨酿造酱油、食醋生产线扩建项目 2021 年 1 月全面竣工。年产 60 万吨调味品智能制造项目（建设周期为 2020 年 1 月-2024 年 12 月），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，第二期将完成年产 30 万吨酱油生产线建设，为长期增长赋能。

**投资建议：**我们预计公司 2021/2022/2023 年营业收入分别约为 23.0/30.0/39.3 亿元，同比+35.6%/30.5%/31.0%；归母净利润分别约为 3.3/4.3/5.7 亿元，同比+57.7%/32.1%/33.0%，对应 PE 为 74/56/42 倍。维持“买入”评级。

**风险提示：**原材料价格波动风险；市场竞争加剧；疫情反复的风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,355	1,693	2,296	2,996	3,925
增长率 yoy (%)	27.2	25.0	35.6	30.5	31.0
归母净利润(百万元)	198	206	325	429	571
增长率 yoy (%)	-17.4	3.8	57.7	32.1	33.0
EPS 最新摊薄(元/股)	0.30	0.31	0.49	0.64	0.86
净资产收益率 (%)	12.4	10.8	15.0	17.3	19.5
P/E (倍)	120.9	116.4	73.8	55.9	42.0
P/B (倍)	15.4	12.6	11.1	9.7	8.2

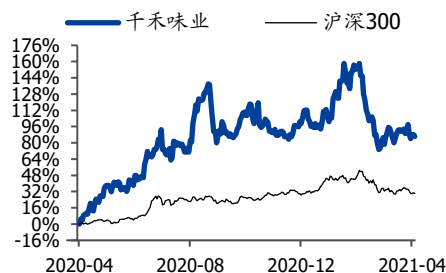
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 04 月 15 日收盘价

买入（维持）

### 股票信息

行业	食品加工
前次评级	买入
04 月 15 日收盘价	36.00
总市值(百万元)	23,964.31
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)	4.58

### 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

- 《千禾味业 (603027.SH)：减值影响有限，主业高增有望持续》2021-02-02
- 《千禾味业：站在消费升级的风口，借力“零添加”远航》2020-12-31





### 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