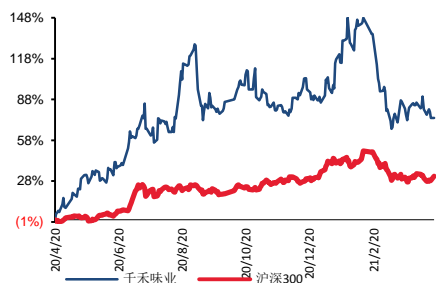


日常消费 食品、饮料与烟草

## 千禾味业年报点评：食醋料酒高增，经销商开拓积极

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	666/662
总市值/流通(百万元)	23,379/23,254
12个月最高/最低(元)	49.87/26.67

### 相关研究报告：

千禾味业(603027)《千禾味业中报点评：酱油快速增长，利润超预期》--2020/08/17

千禾味业(603027)《千禾味业：调味品业务快速增长，看好全国化扩张》--2020/04/26

千禾味业(603027)《千禾味业：强化渠道布局，收入快速增长》--2020/04/19

### 证券分析师：李鑫鑫

电话：021-58502206

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519100001

### 证券分析师：蔡雪显

电话：010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

**点评事件：**千禾味业发布 2020 年年报，实现营收、归母净利润、归母扣非净利润分别为 16.93 亿元、2.06 亿元、2.01 亿元，分别同比+24.95%、+3.81%、+9.91%。单四季度营收、归母净利润、归母扣非净利润分别为 4.71 亿元、-0.18 亿元、-0.19 亿元，分别同比+10.74%、-129%、-134%。公司公布分红方案，拟 10 转 2 派 0.93 元（含税），分红比例 30.08%，比例与往年一致。

公司未实现全年收入 17.53 亿（同比+29.35%）、净利润 2.91 亿（同比+47%）、归母净利润 2.79 亿（同比+52%）的增速目标，完成 17 年公司制定股权激励，即收入 15.42 亿元或者归母扣非扣费净利润 3.20 亿元。

公司制定 2021 年目标，计划营收 21.40 亿元，净利润 2.55 亿元、归母扣非净利润 2.46 亿元，分别同比+26.36%、23.78%、22.38%，其中调味品业务增长 30.18%。

### 收入分析：食醋料酒高增，中部东部高增

公司 2020 年实现营收 16.93 亿元，同比+24.95%（Q1：+23.65%；Q2：+44.95%；Q3：+26.01%；Q4：+10.74%），公司产品主要面向 2C 客户，为疫情相对受益品种，Q4 增速较低主要是春节退后影响。

**分产品，**公司调味品收入 14.96 亿元，其中酱油 10.54 亿元（同比+26.20%）；食醋 2.92 亿元（同比+33.79%）；料酒 1.14 亿元（同比+42%）；焦糖色 1.46 亿元（同比-13%）。

**分地区，**2020 年东部、中部、北部、西部销售分别增长 21.02%、33.13%、38.78%和 24.17%，中部和北部区域增速最快，东部和西部次之，南部地区下滑 6.29%。公司逆势调整经销商结构，全年净增 264 家，其中中部、东部经销商净增较多，分别净增 128 家和 86 家，截至 2020 年底公司共有经销商 1404 家。

### 利润分析：会计准则变更，利润表出现一定异常

执业资格证书编码：S1190517050002

**证券分析师：黄付生**

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：

2020 年度实现归母净利润 2.06 亿元，同比+3.81%（Q1：+39%；Q2：+136%；Q3：+35%；Q4：-130%）；全年公司毛利率 43.85%，同比下滑 2.36pct，主要是会计准则变更，运输费和包装费从销售费用转至成本项。分产品来看，酱油和食醋毛利均有下降，分别下降 1.98pct 和 5.22pct。分地区来看，南部地区毛利下降最多为 10.45pct，主要是结算方式变更所致，其他地区毛利下降较均匀，原因均为采用新会计准则。

2020 年期间费用率 23.05%，同比下滑 6.07pct，其中销售费用率 16.94%，同比下滑 5.84pct，主要是会计准备变更，除此之外职工薪酬上升明显，提升了 0.82pct，主要是销售人员大幅增长，数量从 738 增长至 1103。

#### 盈利预测与评级：调整至“增持”评级

展望 2021 年，公司制定收入、净利润目标增速分别为 26.36%、23.78%，我们认为公司 20 年新开拓经销商有望在 21 年开始逐步放量，支撑公司收入增长，同时原材料上涨背景下，公司成本承压，竞争激烈公司广告投放加大，利润承压。展望长期，我们看好公司零添加产品在高端酱油市场的领先优势，随着金龙鱼、鲁花等龙头进入，有望共同培育消费者，高端调味品市占率有望快速提升。

预计 2021-2023 年公司收入分别为 21.41 亿、26.89 亿、33.67 亿元，同比增长 26%、26%、25%，归母净利润分别为 2.55 亿、3.69 亿、5.06 亿元，同比增长 24%、45%、37%，目前股价对应 21-23 年 PE 分别为 91x、63x、46x，考虑到公司今年利润承压，暂时调整公司评级至“增持”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧；原材料价格波动；市场竞争加剧；食品安全问题；

#### ■ 主要财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1693	2141	2689	3367
增长率 (%)	25%	26%	26%	25%
净利润(百万元)	206	255	369	506
增长率 (%)	4%	24%	45%	37%
摊薄每股收益(元)	0.31	0.38	0.56	0.76

资料来源：Wind，太平洋证券

# 投资评级说明

## 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

## 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



## 研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。