

千禾味业 (603027)

公司研究/点评报告

21Q1 收入端迎开门红，短期盈利承压明显

——千禾味业 (603027) 2021 年一季报点评

点评报告/食品饮料

2021 年 04 月 22 日

一、事件概述

4 月 21 日公司发布 2021 年一季报，报告期内实现营收 4.78 亿元，同比+32.91%；实现归母净利润 0.40 亿元，同比-43.34%，基本 EPS 为 0.06 元。

二、分析与判断

➤ 21Q1 收入端迎开门红，酱油主业延续高增长

21Q1 公司实现营收 4.78 亿元，同比+32.91%。我们认为公司收入在去年高基数的背景下仍实现高增长实属不易，预计主要得益于今年春节备货延迟以及年初“就地过年”政策刺激高线市场消费，同时公司积极采取广告投放与促销等各项举措拉动终端销售。**分产品看**，21Q1 酱油/醋分别同比+34%/4%，一季度公司收入高增主要得益于主业酱油的稳健表现，食醋增速虽同比放缓，但环比亦有改善，我们认为金山寺子公司已处于品牌与渠道的梳理末期，期待 21H2 的积极表现。**分区域看**，21Q1 东部/南部/中部/北部/西部收入分别同比+41%/132%/43%/27%/21%/31%，其中东部与南部地区提速明显，预计主要得益于“就地过年”政策导致当地市场需求旺盛，中部地区表现较好则受益于去年新增经销商的收入放量。**经销商方面**，21Q1 末净增加 89 家，其中东部/南部/中部/北部/西部分别净+31/-2/+29/-8/+36 家，东部、中部新兴市场与西部大本营均增加较多，主要得益于公司积极推进渠道裂变与下沉政策。

➤ 成本压力与加大促销力度导致短期盈利承压明显

21Q1 公司实现归母净利润 0.40 亿元，同比-43.34%。利润大幅下滑主要系一季度大豆与包材等成本上涨幅度较大，同时公司加大广告投放与促销力度导致费用增加较多。**(1) 毛利率**：21Q1 公司毛利率为 43.34%，同比-5.83ppt，但环比基本保持稳定，主要系一季度大豆与包材价格同比大幅上涨，同时会计准则变更导致运输费用计入营业成本。20Q1 年公司毛销差同比减少 10.97ppt，反映短期盈利能力承压。**(2) 净利率**：21Q1 公司归母净利率为 8.35%，同比-11.24ppt，一方面归因于成本压力导致毛利率下降，另一方面则是公司加大销售费用投放力度所致。**(3) 费用率**：21Q1 公司期间费用率为 31.91%，同比+6.43ppt。其中，21Q1 销售费用率 25.69%，同比+5.14ppt，主要系去年疫情期间商超等渠道需求旺盛，公司主动削减销售费用导致基数较低，同时 21Q1 公司为应对 C 端竞争而加大了广告与促销费用投放力度；21Q1 管理费用率/财务费用率分别为 3.22%/-0.02%，同比-0.67ppt/+0.42ppt，整体保持稳定；21Q1 研发费用率 3.02%，同比+1.54ppt，主要系公司加大了在调味品基础研究等方面的投入。

➤ 餐饮回暖推动行业竞争趋缓，2021 年业绩仍有望延续较高增长

展望 2021 年，我们认为公司一次性计提金山寺产减值有助于 2021 年轻装上阵，虽然 21H1 业绩面对高基数以及商超端竞争激烈的压力，但随着餐饮需求回暖推动 21H2 行业竞争趋缓，叠加消费者对零添加产品认可度持续提升，预计公司 2021 年经营目标完成难度不大（根据财务预算指引，2021 年收入同增 26.36%，归母净利润同增 23.78%）。**长期看，产能扩张+渠道下沉+品类扩张，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：一方面继续开拓华北、华东等发达地区，另一方面布局潜力市场，2021 年还将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： 35.38 元

交易数据

2021-4-21

近 12 个月最高/最低(元)	49.87/26.67
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)	236
流通市值(亿元)	234

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 年报点评：主业稳健增长，短期波动不改长期价值
2. 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

三、投资建议

考虑到今年成本压力以及 C 端竞争有所加剧，我们下调此前盈利预测。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 2.86/4.15/5.15 亿元，同比+38.8%/45.5%/24.0%，对应 EPS 为 0.43/0.62/0.77 元，目前股价对应 PE 为 82/57/46X。当前调味品可比公司 2021 年 PE 约 52 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	286	415	515
增长率（%）	3.8%	38.8%	45.5%	24.0%
每股收益（元）	0.31	0.43	0.62	0.77
PE（现价）	114.44	82.45	56.68	45.72
PB	13.11	10.79	9.06	7.56

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	1,204	1,414	1,650
营业税金及附加	16	21	23	27
销售费用	287	479	468	513
管理费用	61	77	92	107
研发费用	45	53	61	71
EBIT	333	277	474	589
财务费用	-3	6	11	10
资产减值损失	-90	-10	-13	-17
投资收益	9	15	13	17
营业利润	262	343	501	627
营业外收支	-5	0	0	0
利润总额	257	343	501	627
所得税	51	58	86	112
净利润	206	286	415	515
归属于母公司净利润	206	286	415	515
EBITDA	416	395	556	677
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	117	280	374	592
应收账款及票据	124	193	242	257
预付款项	22	41	47	50
存货	395	529	609	707
其他流动资产	403	404	407	410
流动资产合计	1,062	1,448	1,678	2,015
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	2,929	3,379	3,927
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	72	146	147	165
其他流动负债	167	250	284	299
流动负债合计	239	397	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	746	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	2,184	2,599	3,114
负债和股东权益合计	2,185	2,929	3,379	3,927

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	25.0%	24.6%	20.0%	16.7%
EBIT 增长率	57.9%	-16.9%	71.2%	24.2%
净利润增长率	3.8%	38.8%	45.5%	24.0%
盈利能力				
毛利率	43.8%	43.0%	44.2%	44.2%
净利润率	12.2%	13.5%	16.4%	17.4%
总资产收益率 ROA	9.4%	9.8%	12.3%	13.1%
净资产收益率 ROE	10.8%	13.1%	16.0%	16.5%
偿债能力				
流动比率	4.45	3.65	3.90	4.34
速动比率	2.70	2.21	2.37	2.71
现金比率	0.49	0.71	0.87	1.27
资产负债率	13.2%	25.5%	23.1%	20.7%
经营效率				
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	0.72	0.75	0.75
每股指标 (元)				
每股收益	0.31	0.43	0.62	0.77
每股净资产	2.85	3.28	3.90	4.68
每股经营现金流	0.57	0.43	0.58	0.75
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	114.44	82.45	56.68	45.72
PB	13.11	10.79	9.06	7.56
EV/EBITDA	59.55	59.68	42.19	34.35
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	206	286	415	515
折旧和摊销	83	118	82	89
营运资金变动	15	-66	-102	-85
经营活动现金流	378	287	387	499
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	163	94	217

资料来源：公司公告、民生证券研究院

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。