

千禾味业 (603027.SH)

调味品收入高增，宣传投入大幅加码

事项：公司发布 2021 年一季度报告。2021 年一季度实现营业收入 4.78 亿元，同比增长 32.91%；实现归母净利润 0.40 亿元，同比下滑 43.34%；实现扣非归母净利润 0.42 亿元，同比下滑 39.32%，利润端低于预期。

调味品业务表现稳定，酱油双位数高增。2021Q1 营收增速约为 33%，主要系调味品收入增长所致，其中酱油业务营收同比高增 34%，食醋业务在高基数背景下增速放缓至 4%（2020Q1 因为疫情影响食醋销售较好）。分地区来看，全国化布局稳步推进，公司通过高鲜、零添加等产品加大三四线城市渗透。2021Q1 公司南部地区营收增速约为 132%，主要系销售额基数小叠加焦糖色业务恢复所致，同时西部主销售地区营收仍维持双位数增长（+21%），其他如中部、东部、北部地区营收增速分别约为 43%、41%、27%。截至报告期末，公司共计经销商 1493 家，净增加 89 家。

销售费用大幅投放为利润下滑的主要原因。公司 2021Q1 毛利率同比下滑 5.83pct（原材料成本略有上行，对毛利率产生一定压力），销售费用率同比提升 5.14pct，剔除运费政策调整影响，毛销差下滑 10.97pct。费用端来看，2020Q1 销售费用投放力度加大，同比提升 4885 万元，主要系公司一季度冠名《新相亲大会》，广告费用明显增加。此外，公司积极寻求品类及新品上的丰富及多元，一季度研发费用率同比提升 1.55pct，管理费用率及财务费用率分别同比变动-0.67pct/0.42pct 至 3.22%/-0.02pct。此外，因固定资产报废增加，报告期内产生营业外支出 828 万元。综合来看，2021Q1 净利率同比下滑 11.24pct。

全国化布局空间大，产能有望大幅扩充。公司正处于全国化加速扩张阶段，强化品牌力及零添加属性产品为战略重点，我们预计公司今年将继续加大广告等宣传费用投放，重视规模扩张及市场份额收割。同时为支撑长期增长，公司产能积极布局，预计 2021 年年产 25 万吨酿造酱油、食醋生产线扩建项目将全面竣工，至 2024 年有望新增 50 万吨酱油、10 万吨料酒生产线建设，助力长期增长。

投资建议：我们预计公司 2021/2022/2023 年营业收入分别约为 23.0/30.0/39.2 亿元，同比+35.6%/30.4%/31.0%；归母净利润分别约为 2.8/3.9/5.3 亿元，同比+36.3%/38.3%/36.3%，对应 PE 为 85/62/45 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	2,995	3,924
增长率 yoy（%）	27.2	25.0	35.6	30.4	31.0
归母净利润（百万元）	198	206	280	388	529
增长率 yoy（%）	-17.4	3.8	36.3	38.3	36.3
EPS 最新摊薄（元/股）	0.30	0.31	0.42	0.58	0.79
净资产收益率（%）	12.4	10.8	13.3	16.2	18.9
P/E（倍）	120.9	116.4	85.4	61.8	45.3
P/B（倍）	15.4	12.6	11.3	10.0	8.6

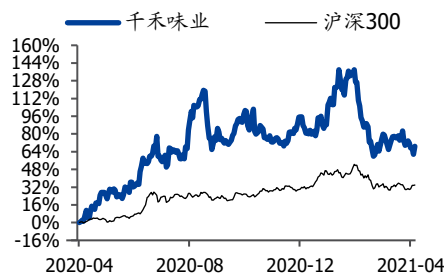
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 04 月 21 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	食品加工
前次评级	买入
04 月 21 日收盘价	35.38
总市值(百万元)	23,551.59
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)	5.04

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

- 1、《千禾味业（603027.SH）：Q4 高基数增长承压，资产减值影响有限》2021-04-16
- 2、《千禾味业（603027.SH）：减值影响有限，主业高增有望持续》2021-02-02
- 3、《千禾味业：站在消费升级的风口，借力“零添加”远航》2020-12-31



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	954	1062	1910	2157	2911
现金	86	117	597	779	1020
应收票据及应收账款	165	124	283	238	451
其他应收款	7	11	13	19	23
预付账款	30	22	49	43	78
存货	319	395	566	676	937
其他流动资产	348	392	402	402	402
非流动资产	1101	1124	1394	1677	2063
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	692	827	1072	1336	1683
无形资产	121	105	102	99	96
其他非流动资产	288	192	219	242	284
资产总计	2056	2185	3304	3834	4974
流动负债	275	239	1116	1351	2047
短期借款	0	0	641	996	1364
应付票据及应付账款	83	72	182	114	290
其他流动负债	192	167	293	241	392
非流动负债	188	49	71	93	126
长期借款	158	0	22	44	78
其他非流动负债	30	49	49	49	49
负债合计	463	288	1187	1445	2173
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	466	666	799	799	799
资本公积	346	331	198	198	198
留存收益	772	917	1113	1384	1754
归属母公司股东权益	1593	1898	2116	2390	2801
负债和股东权益	2056	2185	3304	3834	4974

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	192	378	248	345	540
净利润	198	206	280	388	529
折旧摊销	66	83	94	127	169
财务费用	-8	-3	9	30	47
投资损失	-5	-9	-8	-8	-8
营运资金变动	218	-66	-128	-192	-196
其他经营现金流	-277	167	0	0	0
投资活动现金流	-266	-279	-366	-403	-547
资本支出	237	212	270	284	386
长期投资	77	-47	0	0	0
其他投资现金流	48	-113	-96	-119	-161
筹资活动现金流	-175	-68	-43	-116	-119
短期借款	-100	0	0	0	0
长期借款	-129	-158	22	22	33
普通股增加	140	200	133	0	0
资本公积增加	41	-15	-133	0	0
其他筹资现金流	-127	-95	-65	-138	-152
现金净增加额	-248	31	-162	-173	-126

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1355	1693	2296	2995	3924
营业成本	729	951	1281	1655	2149
营业税金及附加	13	16	22	28	37
营业费用	309	287	505	644	844
管理费用	54	61	78	99	118
研发费用	39	45	67	84	106
财务费用	-8	-3	9	30	47
资产减值损失	0	-90	0	0	0
其他收益	13	5	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	5	9	8	8	8
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	232	262	348	467	637
营业外收入	2	2	0	0	0
营业外支出	2	6	10	0	0
利润总额	232	257	338	467	637
所得税	34	51	57	79	108
净利润	198	206	280	388	529
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	198	206	280	388	529
EBITDA	306	336	441	625	852
EPS (元)	0.30	0.31	0.42	0.58	0.79

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	27.2	25.0	35.6	30.4	31.0
营业利润(%)	-18.7	13.0	32.8	34.3	36.3
归属于母公司净利润(%)	-17.4	3.8	36.3	38.3	36.3
获利能力					
毛利率(%)	46.2	43.8	44.2	44.7	45.2
净利率(%)	14.6	12.2	12.2	13.0	13.5
ROE(%)	12.4	10.8	13.3	16.2	18.9
ROIC(%)	11.6	10.5	10.2	11.9	13.2
偿债能力					
资产负债率(%)	22.5	13.2	35.9	37.7	43.7
净负债比率(%)	5.7	-4.0	5.4	13.2	17.4
流动比率	3.5	4.4	1.7	1.6	1.4
速动比率	2.2	2.7	1.2	1.1	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	10.8	11.7	11.3	11.5	11.4
应付账款周转率	7.9	12.3	10.1	11.2	10.6
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.31	0.42	0.58	0.79
每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	0.57	0.37	0.52	0.81
每股净资产(最新摊薄)	2.34	2.85	3.18	3.59	4.21
估值比率					
P/E	120.9	116.4	85.4	61.8	45.3
P/B	15.4	12.6	11.3	10.0	8.6
EV/EBITDA	93.2	84.2	64.5	45.9	33.9

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 04 月 21 日收盘价

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