

2021年07月11日

证券分析师 于芝欢

执业证号：S0600521050002

yuzhihuan@dwzq.com.cn

H2 边际逐步改善，中长期战略清晰 增持（首次）

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,693	2,162	2,729	3,436
同比（%）	25.0%	27.7%	26.2%	25.9%
归母净利润（百万元）	206	261	353	465
同比（%）	3.8%	26.6%	35.4%	31.7%
每股收益（元/股）	0.26	0.33	0.44	0.58
P/E（倍）	106.35	83.97	62.02	47.11

事件：

- 公司近期召开网上业绩说明会，就经营数据、产品布局、宣传投放、销售渠道、产能建设等方面与投资者公开交流。同时，我们持续跟踪渠道，对行业及公司经营情况进行更新。

投资要点：

- **Q2 持续推进去库存，边际逐步向好。**根据跟踪，我们预计 Q2 收入端存在压力，一方面去年同期基数较高，另一方面公司外埠市场以商超渠道为主，春节以来，商超渠道流量下滑、动销相对疲软，当前渠道及消费端库存较高，约为 2~3 个月，处于去化阶段，此外社区团购等新兴渠道引发部分分流。虽 Q2 需求、库存均有压力，但公司配合渠道做大量促销活动促进动销，效果良好，此外，公司电商部与社区团购积极合作，将更好平衡不同渠道利益，促进收入增长。我们预计进入 H2，需求及库存均将逐步边际改善。同时，我们预计公司品牌投入冠名费用大部分于 H1 确认，H2 费用保持常规投放，整体看，H2 收入及利润端均将迎来改善。
- **加速推进全国化，积极布局产能。**21 年公司目标营收/净利润，21.4/2.55 亿元，同比增长 26%/24%。品牌上，公司采取差异化定位，通过营销推广，将零添加概念与千禾品牌深度绑定，抢占消费者心智，发展势头良好。渠道上，当前公司处于全国化扩张加速阶段，公司持续扩充经销商，并进行渠道下沉，以西南大本营为核心，加速拓展外埠，同时在餐饮端亦做出相应努力，如培养团队、开发产品等，当前试水产品反响良好。产能上，随公司募投产能竣工，公司当前酱油/醋/料酒产能分别 32/15/5.5 万吨，此外，公司新增 60 万吨产能项目产能的预计在 22 年、24 年底分别建成，支撑收入快速增长。
- **盈利预测与投资评级：**Q2 因基数效应、商超动销放缓等，收入端短期承压，但随公司积极调整促销及渠道策略，边际逐步好转，我们预计进入 H2 边际将逐步向好，中长期看，公司凭借差异化定位，加速推进全国化，发展势头良好。我们给予 21-23 年 EPS 预测为 0.33/0.44/0.58 元，当前股价对应 PE 分别为 84/62/47 倍，考虑公司中长期成长性高，首次覆盖，给予目标价 30.8 元，对应 22 年 70 倍 PE，给予“增持”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧，原材料价格波动，销售不达预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	27.40
一年最低/最高价	22.18/42.67
市净率(倍)	9.41
流通 A 股市值(百万元)	21771.12

基础数据

每股净资产(元)	2.91
资产负债率(%)	13.02
总股本(百万股)	798.78
流通 A 股(百万股)	794.57

相关研究

千禾味业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,062	1,451	1,589	2,178	营业收入	1,693	2,162	2,729	3,436
现金	117	203	290	484	减:营业成本	951	1,265	1,577	1,972
应收账款	124	245	221	365	营业税金及附加	16	20	25	32
存货	395	555	630	851	营业费用	287	443	546	673
其他流动资产	425	448	448	478	管理费用	61	84	112	137
非流动资产	1,124	1,321	1,541	1,815	研发费用	45	60	75	95
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	-3	-7	-14	-19
固定资产	827	1,012	1,215	1,461	资产减值损失	90	0	0	0
在建工程	140	144	153	170	加:投资净收益	9	9	9	8
无形资产	105	113	122	132	其他收益	5	8	8	8
其他非流动资产	51	51	51	51	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	2,185	2,772	3,130	3,993	营业利润	262	313	425	561
流动负债	239	671	718	1,204	加:营业外净收支	-5	-1	-1	-2
短期借款	0	248	368	638	利润总额	257	312	424	559
应付账款	72	134	122	199	减:所得税费用	51	51	71	95
其他流动负债	167	289	228	367	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	49	65	83	105	归属母公司净利润	206	261	353	465
长期借款	0	16	34	57	EBIT	253	315	436	579
其他非流动负债	49	49	49	49	EBITDA	336	396	540	711
负债合计	288	736	801	1,309	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	0.26	0.33	0.44	0.58
归属母公司股东权益	1,898	2,036	2,329	2,684	每股净资产(元)	2.38	2.62	2.92	3.36
负债和股东权益	2,185	2,772	3,130	3,993	发行在外股份(百万股)	666	799	799	799
					ROIC(%)	14.5%	14.8%	17.5%	19.0%
					ROE(%)	10.8%	12.4%	15.1%	17.3%
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	43.8%	41.5%	42.2%	42.6%
经营活动现金流	378	307	334	420	销售净利率(%)	12.2%	12.1%	12.9%	13.5%
投资活动现金流	-279	-239	-267	-251	资产负债率(%)	13.2%	26.6%	25.6%	32.8%
筹资活动现金流	-68	18	20	25	收入增长率(%)	25.0%	27.7%	26.2%	25.9%
现金净增加额	31	86	87	194	净利润增长率(%)	3.8%	26.6%	35.4%	31.7%
折旧和摊销	83	81	104	131	P/E	106.35	83.97	62.02	47.11
资本开支	212	197	221	273	P/B	11.53	10.44	9.37	8.16
营运资本变动	16	-123	-129	-188	EV/EBITDA	63.73	54.57	40.14	30.62

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>