

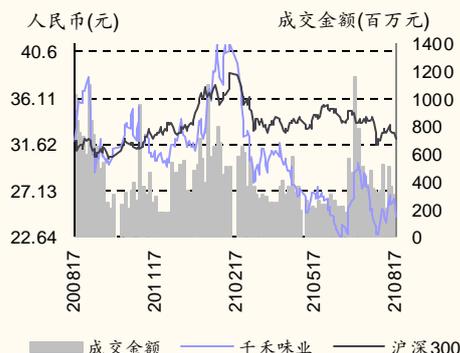
## 千禾味业 (603027.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 24.70元

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	7.99
已上市流通A股(亿股)	7.95
总市值(亿元)	197.30
年内股价最高最低(元)	41.42/22.64
沪深300指数	4837
上证指数	3447



## 相关报告

1.《0 添加成长型龙头, 优赛道、高壁垒、强机制-千禾味业首次覆盖报...》, 2021.6.30

## 短期费用导致利润承压, 静待下半年需求改善

## 公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	1,355	1,693	2,027	2,661	3,439
营业收入增长率	27.19%	24.95%	20%	31%	29%
归母净利润(百万元)	198	206	240	318	417
归母净利润增长率	-17.40%	3.81%	17%	33%	31%
摊薄每股盈利(元)	0.43	0.31	0.30	0.40	0.52
每股经营性现金流净额	0.40	0.30	0.44	0.46	0.64
净资产收益率	12.45%	10.84%	12.07%	15.36%	19.04%
市盈率(倍)	49.96	120.91	82	62	47
市净率(倍)	6.22	13.11	9.93	9.52	9.01

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

8月17日公司发布21年半年报, 公司21H1营收8.86亿元, 同比+10.82% (对比19H1增长49.08%); 归母净利6581.28万元, 同比-58.09% (对比19H1下滑24.62%)。其中2Q21实现营收4.08亿元, 同比-7.24%, 归母净利2593万元, 同比-70.08%。

## 经营分析

- **2Q21 收入下滑主要系基数影响, 区域扩张稳步推进。**21H1 收入同增10.82%, 1) 分产品来看: 21H1 酱油/食醋营收分别同比+10.56%/-7.63%, 对比19H1 分别+53.50%/+46.52%。2) 分地区来看: 东部/南部/中部/北部/西部区域营收分别同比+24.47%/+82.16%/+23.58%/-3.09%/+1.22%, 经销商数量分别净增加56/9/29/10/79家, 区域扩张稳步推进。
- **成本上行拖累毛利率, 广告费集中投放致净利率承压。**21H1 公司毛利率实现42.21%, 同比-7.58pct, 主要系新会计准则调整运杂费至营业成本, 但2Q21 毛利率环比亦下滑2.52pct, 成本端压力持续上行。费用端, 公司21H1 管理费用率3.52%, 同比-0.09pct; 销售费用率在执行业务新会计准则的基础上仍同比+5.52pct至29.94%, 主要系公司上半年在江苏地区“零添加”系列广告费集中投放, 当前已执行完毕。传导至21H1 净利率端收窄至7.43%, 同比下滑12.22pct。
- **渠道改革持续推进, 静待三季度需求改善。**1) 动销: 近期渠道反馈, 千禾线下KA渠道客流量受新零售渠道冲击持续下滑, 但7月环比改善明显, 且库存亦处于较低位置; 2) 渠道: 公司当前在巩固传统电商的基础上积极布局社区团购等新零售渠道, 4月后采用聚焦策略、收紧管控费用, 6月份社区团购渠道收回电商部, 由公司直营、徐毅总亲自操作, 优势在于可以动用电商部针对性研发新品权力, 打造适合社区团购渠道的产品及价格形象。

## 盈利预测

■ 我们认为公司“零添加”定位+渠道拓展“双差异化”叠加机制高激励优势显著。但当前考虑到需求和行业景气度压力, 我们下调之前盈利预测, 预计公司21-23年收入分别为20.3/26.6/34.4亿元, 同增20%/31%/29%; 归母净利分别为2.4/3.2/4.2亿元, 同增17%/33%/31%, 分别下调9%/4%/2%; PE分别为82/62/47X。

## 风险提示

■ 原材料价格波动/外埠市场拓展不及预期/中高端赛道竞争加剧/食品安全问题

刘宸倩 分析师 SAC执业编号: S1130519110005  
liuchengqian@gjzq.com.cn

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,065</b>	<b>1,355</b>	<b>1,693</b>	<b>2,027</b>	<b>2,661</b>	<b>3,439</b>	货币资金	454	86	117	120	157	205
增长率		27.2%	25.0%	19.7%	31.3%	29.2%	应收款项	92	171	136	148	200	258
<b>主营业务成本</b>	<b>-578</b>	<b>-729</b>	<b>-951</b>	<b>-1,127</b>	<b>-1,473</b>	<b>-1,903</b>	存货	268	319	395	386	464	542
%销售收入	54.3%	53.8%	56.2%	55.6%	55.4%	55.3%	其他流动资产	326	378	414	428	438	450
<b>毛利</b>	<b>487</b>	<b>626</b>	<b>742</b>	<b>900</b>	<b>1,188</b>	<b>1,536</b>	流动资产	1,141	954	1,062	1,081	1,260	1,455
%销售收入	45.7%	46.2%	43.8%	44.4%	44.6%	44.7%	%总资产	59.1%	46.4%	48.6%	47.8%	49.3%	49.0%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-12</b>	<b>-13</b>	<b>-16</b>	<b>-20</b>	<b>-27</b>	<b>-34</b>	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	1.1%	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	720	891	967	1,029	1,122	1,314
<b>销售费用</b>	<b>-216</b>	<b>-309</b>	<b>-287</b>	<b>-489</b>	<b>-639</b>	<b>-822</b>	%总资产	37.3%	43.3%	44.2%	45.5%	43.9%	44.2%
%销售收入	20.3%	22.8%	16.9%	24.1%	24.0%	23.9%	无形资产	53	183	105	118	141	168
<b>管理费用</b>	<b>-52</b>	<b>-54</b>	<b>-61</b>	<b>-72</b>	<b>-94</b>	<b>-121</b>	非流动资产	790	1,101	1,124	1,182	1,298	1,517
%销售收入	4.9%	4.0%	3.6%	3.5%	3.5%	3.5%	%总资产	40.9%	53.6%	51.4%	52.2%	50.7%	51.0%
<b>研发费用</b>	<b>-20</b>	<b>-39</b>	<b>-45</b>	<b>-49</b>	<b>-64</b>	<b>-82</b>	<b>资产总计</b>	<b>1,931</b>	<b>2,056</b>	<b>2,185</b>	<b>2,264</b>	<b>2,558</b>	<b>2,973</b>
%销售收入	1.9%	2.9%	2.7%	2.4%	2.4%	2.4%	短期借款	100	0	0	28	200	438
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>186</b>	<b>211</b>	<b>333</b>	<b>271</b>	<b>365</b>	<b>477</b>	应付款项	159	168	117	153	159	196
%销售收入	17.5%	15.6%	19.7%	13.4%	13.7%	13.9%	其他流动负债	61	107	122	81	103	126
<b>财务费用</b>	<b>-2</b>	<b>8</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	流动负债	319	275	239	262	463	760
%销售收入	0.2%	-0.6%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	0.0%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
<b>资产减值损失</b>	<b>-1</b>	<b>4</b>	<b>88</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	305	188	49	14	22	22
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债</b>	<b>625</b>	<b>463</b>	<b>288</b>	<b>276</b>	<b>485</b>	<b>783</b>
<b>投资收益</b>	<b>12</b>	<b>5</b>	<b>9</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>16</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,307</b>	<b>1,593</b>	<b>1,898</b>	<b>1,987</b>	<b>2,073</b>	<b>2,190</b>
%税前利润	4.4%	2.2%	3.4%	2.8%	2.4%	3.2%	其中：股本	326	466	666	666	666	666
<b>营业利润</b>	<b>285</b>	<b>232</b>	<b>262</b>	<b>282</b>	<b>376</b>	<b>494</b>	未分配利润	577	680	804	878	963	1,081
营业利润率	26.8%	17.1%	15.5%	13.9%	14.1%	14.4%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>营业外收支</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-5</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,931</b>	<b>2,056</b>	<b>2,185</b>	<b>2,264</b>	<b>2,558</b>	<b>2,973</b>
<b>税前利润</b>	<b>285</b>	<b>232</b>	<b>257</b>	<b>283</b>	<b>377</b>	<b>495</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	26.8%	17.1%	15.2%	13.9%	14.2%	14.4%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>所得税</b>	<b>-45</b>	<b>-34</b>	<b>-51</b>	<b>-43</b>	<b>-59</b>	<b>-78</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	15.8%	14.5%	19.9%	15.1%	15.6%	15.8%	每股收益	0.74	0.43	0.31	0.30	0.40	0.52
<b>净利润</b>	<b>240</b>	<b>198</b>	<b>206</b>	<b>240</b>	<b>318</b>	<b>417</b>	每股净资产	4.01	3.42	2.85	2.49	2.59	2.74
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.75	0.40	0.30	0.44	0.46	0.64
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>240</b>	<b>198</b>	<b>206</b>	<b>240</b>	<b>318</b>	<b>417</b>	每股股利	0.11	0.15	0.20	0.25	0.35	0.45
净利率	22.5%	14.6%	12.2%	11.8%	12.0%	12.1%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	18.37%	12.45%	10.84%	12.07%	15.36%	19.04%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	12.43%	9.64%	9.42%	10.60%	12.45%	14.03%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	投入资本收益率	9.27%	10.24%	14.01%	11.37%	13.51%	15.23%
净利润	240	198	206	240	318	417	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	12.37%	27.19%	24.95%	19.74%	31.25%	29.23%
非现金支出	51	66	-7	90	110	110	EBIT增长率	18.02%	13.19%	57.93%	-18.70%	34.76%	30.61%
非经营收益	-78	-11	-14	-13	-9	-14	净利润增长率	66.61%	-17.40%	3.81%	16.58%	32.73%	30.96%
营运资金变动	30	-66	15	-21	-113	-88	总资产增长率	61.45%	6.44%	6.32%	3.57%	12.99%	16.23%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>243</b>	<b>188</b>	<b>200</b>	<b>296</b>	<b>306</b>	<b>426</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-153	-236	-211	-143	-224	-329	应收账款周转天数	26.0	33.5	31.1	24.0	25.0	25.0
投资	-255	-40	-77	-1	0	0	存货周转天数	160.8	147.0	137.0	125.0	115.0	104.0
其他	14	10	9	8	9	16	应付账款周转天数	49.3	46.2	29.7	20.0	15.5	12.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-393</b>	<b>-266</b>	<b>-279</b>	<b>-136</b>	<b>-215</b>	<b>-313</b>	固定资产周转天数	141.9	186.5	178.2	151.1	114.1	87.4
股权募资	2	0	0	16	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	449	-100	-6	-7	181	238	净负债/股东权益	-5.20%	-17.02%	-26.74%	-24.23%	-16.73%	-7.16%
其他	-48	-75	-62	-167	-234	-302	EBIT利息保障倍数	109.8	-28.1	-103.6	-104.2	-169.4	-369.0
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>403</b>	<b>-175</b>	<b>-68</b>	<b>-158</b>	<b>-53</b>	<b>-65</b>	资产负债率	32.35%	22.53%	13.16%	12.21%	18.96%	26.32%
<b>现金净流量</b>	<b>254</b>	<b>-253</b>	<b>-147</b>	<b>2</b>	<b>38</b>	<b>48</b>							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	5	9	11	33
增持	0	3	9	9	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.38	1.50	1.45	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-06-30	买入	26.15	34.55~34.55

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402