

成本+费用上行，业绩短期承压

投资要点

- **事件:** 公司发布2021年半年报, 实现营收8.9亿元, 同比增长10.8%; 实现归母净利润6581万元, 同比下降58.1%。其中21Q2实现营收4.1亿元, 同比下降7.2%, 实现归母净利润2593万元, 同比下降70.1%, 业绩低于预期。
- **酱油食醋增速均有下滑, 渠道渗透率逐步提升。** 1、21H1 酱油、食醋分别实现营业收入5.5亿元(+10.6%)、1.5亿元(-7.63%), 受20H1高基数、行业竞争加剧及消费不景气影响, 增速明显放缓。西部收入4.6亿元, 同比+1.2%, 基地市场保持稳健; 东部收入1.7亿元, 同比+24.5%, 继续保持快速增长, 省外开拓进一步取得效果; 南部和中部地区基数较低, 受益于渠道开拓, 维持高速增长。同时, 公司继续主导开发市场和渠道渗透率提升, 经销商数量净增加183家, 促进品牌力进一步提升; 公司持续加大对省会城市以及重要地级市营销网络的建设, 加强渠道管理与经销商队伍建设, 全国化扩张稳步推进中。
- **原材料成本和费用大幅上升, 导致盈利能力出现明显下滑。** 21H1 公司毛利率为42.2%, 同比下滑7.5pp, 成本端压力主要由于: 1) 大豆、包材等原材料价格上涨; 2) 受会计政策变更影响, 运杂费、包装费计入营业成本中核算。费用率方面, 销售费用率26.5%, 同比上涨5.3pp, 主要由于公司加大费用投放力度, 促销宣传及广告费用上涨明显; 管理费用率和研发费用率保持稳定。原材料成本和费用大幅上升, 致使公司整体净利率下降12.2pp至7.4%。
- **调味品竞争白热化, 社区团购崛起, 行业短期面临承压。** 调味品赛道逐渐拥挤, 外部资本不断涌入下, 各大调味品企业纷纷开启产能扩张, 加大营销宣传与广告投放力度, 行业面临竞争加剧风险。此外以社区团购为代表的新兴渠道崛起, 一方面拉低销售单价, 盈利能力出现下滑; 另一方面对商超、农贸等传统优势渠道造成较大冲击, 客源不断流失, 行业短期或承压。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2021-2023年EPS分别为0.28元、0.31元、0.42元, 对应动态PE分别为89倍、80倍、58倍。公司在高端零添加酱油品类中, 已建立起相当程度的消费者心智基础与品牌形象, 细分市场仍有较大增量空间; 至2024年60万吨新建产能将逐步释放, 保障业绩长期增长, 叠加渠道开拓力度加大, 全国化扩张稳步推进等有利因素, 我们仍然看好公司长期稳定发展, 维持“持有”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动风险, 新增产能无法及时消化风险。

指标年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1693.27	1985.17	2486.12	2989.47
增长率	24.95%	17.24%	25.23%	20.25%
归属母公司净利润(百万元)	205.80	220.82	246.91	337.52
增长率	3.81%	7.30%	11.82%	36.70%
每股收益EPS(元)	0.26	0.28	0.31	0.42
净资产收益率ROE	10.84%	11.18%	11.95%	15.12%
PE	96	89	80	58
PB	10.40	9.99	9.55	8.84

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn
联系人: 王书龙
电话: 023-63786049
邮箱: wsl@swsc.com.cn
联系人: 夏霖
电话: 021-58351959
邮箱: xialj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	7.99
流通A股(亿股)	7.95
52周内股价区间(元)	22.23-49.87
总市值(亿元)	177.57
总资产(亿元)	21.85
每股净资产(元)	2.38

相关研究

1. 千禾味业(603027): 酱油延续高增, 广告促销投入加大 (2021-04-22)
2. 千禾味业(603027): 酱油食醋持续放量, 中北部增速领跑 (2021-04-18)
3. 千禾味业(603027): 零添加保持高增, 品牌力继续强化 (2020-10-30)

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (亿元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1693.27	1985.17	2486.12	2989.47	净利润	205.80	220.82	246.91	337.52
营业成本	950.82	1147.61	1431.25	1714.62	折旧与摊销	82.70	83.45	100.01	122.53
营业税金及附加	15.79	21.84	27.35	32.88	财务费用	-3.22	3.51	13.18	24.98
销售费用	286.85	397.03	497.22	568.00	资产减值损失	-89.94	50.00	30.00	10.00
管理费用	61.41	95.29	183.97	224.21	经营营运资本变动	-65.27	-89.10	-109.07	-98.06
财务费用	-3.22	3.51	13.18	24.98	其他	247.96	-50.00	-28.00	-11.00
资产减值损失	-89.94	50.00	30.00	10.00	经营活动现金流净额	378.03	218.68	253.03	385.98
投资收益	8.83	0.00	0.00	0.00	资本支出	-94.27	-300.00	-400.00	-500.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-184.37	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-278.64	-300.00	-400.00	-500.00
营业利润	261.91	269.90	303.15	414.77	短期借款	0.00	210.68	339.77	337.01
其他非经营损益	-4.97	-2.43	-2.84	-3.06	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	256.95	267.47	300.30	411.71	股权融资	185.28	0.00	0.00	0.00
所得税	51.14	46.64	53.39	74.19	支付股利	-60.87	-144.06	-154.58	-172.84
净利润	205.80	220.82	246.91	337.52	其他	-192.40	-3.51	-13.18	-24.98
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-67.99	63.12	172.02	139.19
归属母公司股东净利润	205.80	220.82	246.91	337.52	现金流量净额	31.40	-18.20	25.05	25.17
资产负债表 (亿元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	117.46	99.26	124.31	149.47	成长能力				
应收和预付款项	157.43	224.82	277.26	326.99	销售收入增长率	24.95%	17.24%	25.23%	20.25%
存货	395.05	476.81	592.66	711.40	营业利润增长率	12.97%	3.05%	12.32%	36.82%
其他流动资产	391.75	392.06	392.58	393.10	净利润增长率	3.81%	7.30%	11.82%	36.70%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	17.54%	4.53%	16.67%	35.06%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	957.09	1176.55	1479.45	1859.83	毛利率	43.85%	42.19%	42.43%	42.64%
无形资产和开发支出	105.26	102.35	99.45	96.55	三费率	20.38%	24.98%	27.93%	27.34%
其他非流动资产	61.44	61.44	61.43	61.43	净利率	12.15%	11.12%	9.93%	11.29%
资产总计	2185.49	2533.30	3027.14	3598.76	ROE	10.84%	11.18%	11.95%	15.12%
短期借款	0.00	210.68	550.45	887.47	ROA	9.42%	8.72%	8.16%	9.38%
应付和预收款项	118.97	179.13	211.22	251.52	ROIC	15.03%	14.34%	13.34%	14.92%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	20.16%	17.98%	16.75%	18.81%
其他负债	168.61	168.81	198.47	228.09	营运能力				
负债合计	287.58	558.62	960.14	1367.08	总资产周转率	0.80	0.84	0.89	0.90
股本	665.68	798.81	798.81	798.81	固定资产周转率	2.23	2.22	2.33	2.28
资本公积	331.27	198.14	198.14	198.14	应收账款周转率	11.75	13.10	12.37	12.37
留存收益	916.77	993.53	1085.87	1250.55	存货周转率	2.66	2.63	2.67	2.62
归属母公司股东权益	1897.91	1974.67	2067.01	2231.69	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.19%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1897.91	1974.67	2067.01	2231.69	资产负债率	13.16%	22.05%	31.72%	37.99%
负债和股东权益合计	2185.49	2533.30	3027.14	3598.76	带息债务/总负债	0.00%	37.71%	57.33%	64.92%
					流动比率	4.45	2.34	1.52	1.20
					速动比率	2.79	1.40	0.87	0.66
					股利支付率	29.58%	65.24%	62.60%	51.21%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	341.40	356.86	416.33	562.28	每股收益	0.26	0.28	0.31	0.42
PE	95.87	89.35	79.91	58.46	每股净资产	2.38	2.47	2.59	2.79
PB	10.40	9.99	9.55	8.84	每股经营现金	0.47	0.27	0.32	0.48
PS	11.65	9.94	7.94	6.60	每股股利	0.08	0.18	0.19	0.22
EV/EBITDA	46.50	54.34	47.33	35.60					
股息率	0.31%	0.73%	0.78%	0.88%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	15395317859	15395317859	wxing@swsc.com.cn
广深	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn