

2021 年半年报点评：Q2 业绩承压，H2 逐步改善

增持（维持）

2021 年 08 月 23 日

证券分析师 于芝欢

执业证号：S0600521050002

yuzhihuan@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,693	1,998	2,518	3,059
同比（%）	25.0%	18.0%	26.0%	21.5%
归母净利润（百万元）	206	219	319	392
同比（%）	3.8%	6.3%	45.8%	22.8%
每股收益（元/股）	0.31	0.27	0.40	0.49
P/E（倍）	58.90	66.50	45.61	37.14

事件：

■ 公司发布 2021 年中报，2021H1 实现营收 8.86 亿元，同比+10.82%，归母净利润 0.658 亿元，同比-58.09%，扣非归母净利润 0.659 亿元，同比-57.16%，基本符合市场预期。其中 2021Q2 实现营收 4.08 亿元，同比-7.24%，归母净利润 0.26 亿元，同比-70.08%。

投资要点：

■ **Q2 收入承压，持续推进全国化。分产品看**，2021H1 酱油/食醋营收分别为 5.47/1.45 亿元，分别同比+10.56%/-7.63%，其中 Q2 酱油/食醋营收分别为 2.52 / 0.68 亿元，分别同比-8.2%/-17.92%，，动销较弱主要源于高基数、商超客流减少、社区团购冲击等。**分渠道看**，2021Q2 经销/直销渠道分别实现收入 2.71/1.29 亿元，分别同比-8.88%/-7.37%。**分区域看**，2021Q2 东部/南部/中部/北部/西部地区分别实现营收 0.74/0.27/0.35/0.53/2.11 亿元，同比+8.55%/+49.78%/+7.34%/-24.33%/-14.89%，南部基数低实现快增，东部中部稳健增长，Q2 公司经销商新增 97 至 1587 名，新增主要来自西部/东部/北部/南部，分别净增 43/25/18/11 名。6 月公司将社区团购整合进电商业务，积极拥抱新渠道，我们预计将逐步贡献增量。

■ **毛利率略降，广告投入拉升费率**。2021H1 毛利率 42.2%，同比-7.5pct，(2021Q2 毛利率 40.89%，同比-9.29pct)，还原运杂包装费后 21H1 实现毛利率 48.5%，同比-1.2pct，主要源于成本上涨，产品结构变化。2021H1 销售费用率同比+5.27pct 至 26.47%（21Q2 同比+5.65pct），还原口径后 21H1 费率同比+11.5%，主要系本期强化品牌建设，加大电视广告投放力度所致（其中促销及广宣费同比增加 1.1 亿元）；2021H1 管理费用率同比-0.10pct 至 3.52%（21Q2 同比+0.48pct）。综上，2021Q2 实现净利率 6.35%，同比-13.34pct，主要系成本上行及加大费投。向后看，随库存良性化，费投正常化，我们预计盈利将逐季改善。

■ **积极拥抱新渠道，外埠拓展空间仍大**。据渠道跟踪，7 月份库存进一步降低，动销逐步改善，我们预计 H2 在旺季推动下，动销将持续向好。值渠道变革之际，公司积极拓展新渠道，尝试直播带货等新模式，不断推出新品丰富产品矩阵，如鱼香肉丝调味料、麻婆豆腐调味料等。公司差异化战略聚焦零添加产品，截止 2021H1 外埠市场仍有较多空白区域，未来增量空间仍大，结合产能释放，品牌效应增强，全国化拓展可期。

■ **盈利预测与投资评级**：Q2 因高基数、商超动销放缓等，收入端短期承压，随公司积极调整促销及渠道策略，动销逐步好转，我们预计 Q3 旺季动销将得到进一步恢复。中长期看，公司凭差异化定位，加速推进全国化，发展势头良好。因公司上半年略有压力，我们下调 21-23 年 EPS 预测为 0.27/0.40/0.49 元（前值为 0.33/0.44/0.58 元），当前股价对应 PE 分别为 67/46/37 倍，考虑公司中长期成长性高，维持“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)	18.21
一年最低/最高价	18.15/42.67
市净率(倍)	7.65
流通 A 股市值(百万元)	14469.05

基础数据

每股净资产(元)	2.38
资产负债率(%)	12.93
总股本(百万股)	798.78
流通 A 股(百万股)	794.57

相关研究

1、《千禾味业（603027）跟踪报告：H2 边际逐步改善，中长期战略清晰》2021-07-11

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	1,247	1,475	1,738	营业收入	1,693	1,998	2,518	3,059
现金	117	188	254	341	减:营业成本	951	1,159	1,432	1,734
应收账款	124	146	184	224	营业税金及附加	16	19	23	29
存货	395	481	595	721	营业费用	287	448	529	642
其他流动资产	414	418	425	431	管理费用	61	72	91	111
非流动资产	1,124	1,316	1,510	1,697	研发费用	45	53	67	82
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	-3	2	6	6
固定资产	827	1,004	1,140	1,292	资产减值损失	90	0	0	0
在建工程	140	150	180	200	加:投资净收益	9	14	13	18
无形资产	105	110	138	154	其他收益	5	13	16	16
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	2,563	2,985	3,435	营业利润	262	272	398	488
流动负债	239	398	502	561	加:营业外净收支	-5	0	0	0
短期借款	0	120	170	170	利润总额	257	272	398	488
应付账款	72	87	108	131	减:所得税费用	51	54	79	97
其他流动负债	167	191	224	260	少数股东损益	0	-1	-0	-1
非流动负债	49	49	49	49	归属母公司净利润	206	219	319	392
长期借款	0	0	0	0	EBIT	333	247	374	461
其他非流动负债	49	49	49	49	EBITDA	416	343	475	564
负债合计	288	447	551	609	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	-1	-1	-2	每股收益(元)	0.31	0.27	0.40	0.49
归属母公司股东权益	1,898	2,117	2,436	2,827	每股净资产(元)	2.85	2.65	3.05	3.54
负债和股东权益	2,185	2,563	2,985	3,435	发行在外股份(百万股)	666	799	799	799
					ROIC(%)	14.1%	8.9%	11.5%	12.3%
					ROE(%)	10.8%	10.3%	13.1%	13.9%
现金流量表 (百万 元)	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	43.8%	42.0%	43.1%	43.3%
经营活动现金流	378	228	306	369	销售净利率(%)	12.2%	10.9%	12.7%	12.8%
投资活动现金流	-279	-274	-281	-272	资产负债率(%)	13.2%	17.4%	18.5%	17.7%
筹资活动现金流	-68	116	41	-10	收入增长率(%)	25.0%	18.0%	26.0%	21.5%
现金净增加额	31	70	66	87	净利润增长率(%)	3.8%	6.3%	45.8%	22.8%
折旧和摊销	83	96	100	103	P/E	58.90	66.50	45.61	37.14
资本开支	-211	-288	-295	-290	P/B	6.39	6.87	5.97	5.14
营运资本变动	15	-76	-108	-117	EV/EBITDA	28.87	35.16	25.37	21.21

数据来源: wind, 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>