

千禾味业(603027)

报告日期: 2021年10月28日

点评报告

行业公司研究
食品饮料

证券研究报告

收入增速环比改善, Q4 业绩有望加速修复

——千禾味业 2021Q3 业绩点评报告

✍️ 分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002
✉️ mali@stocke.com.cn;
✍️ 联系人: 张潇倩 执业证书编号: S1230520090001
✉️ zhangxiaojian@stocke.com.cn;

事件

公司发布 2021Q3 业绩公告: 21Q1-3 收入 13.6 亿元 (+10.9%), 归母净利润 1.3 亿元 (-41.1%); 单 Q3 收入 4.7 亿元 (+11.1%), 归母净利润 0.7 亿元 (-1.2%), 业绩符合预期。

点评

□ 社区团购冲击走弱, 高鲜产品贡献提升

21Q3 公司收入及净利润增速分别为 11.1%、-1.2%, 业绩基本符合预期。21Q3 收入端增速环比改善, 主因为: 1) 社区团购冲击走弱: 21H1 社区团购平台对商超造成分流, 公司核心商超渠道为主(预计占比 70%+) 受到一定程度冲击。Q3 以来国家对社区团购平台管控趋严、社区团购平台补贴明显降低、商超渠道客流逐步回暖, 公司商超渠道动销加速, 库存降至 1.5 个月正常水平; 2) 高鲜产品贡献提升: 21Q3 酱油/食醋(占比 62%/18%), 收入分别为 2.9 亿/0.9 亿, 同比+8.8%/+26.2%, 核心酱油品类实现稳健增长, 其中高鲜酱油占比预计达 60% 以上, 有效拉动收入端增长, 食醋品类增速也有显著改善。

□ 外埠市场重点突破, 全国扩张势头不减

行业调整期, 公司在西部大本营地区继续渠道深耕, 外埠市场重点突破, 全国化扩张势头不减。1) 西部大本营渠道深耕: 21Q3 西部大本营市场收入 1.6 亿元(占比 35%), 同比+11.1%, 大本营地区前三季度拖累公司大盘增长, 但公司在西部地区持续加密经销商, 前三季度净增 239 家(占新增经销商数量的 41%), 渠道管控力在不断强化, 未来将有效支撑公司本部收入提速; 2) 外埠市场重点突破: 21Q3 外埠市场东/南/中/北收入 1.4/0.4/0.5/0.8 亿元(占比 31%/9%/10%/17%), 同比+10.9%/-6.7%/+25.4%/+35.7%, 外埠市场整体同比+14.5%, 占比环比提升 11pct 至 66%。外埠市场发展策略因地制宜, 其中东部与北部商超渠道较为强势的市场, 已着手有序推进传统渠道布局。

□ 盈利能力底部已过, 费用管控净利回升

1) 盈利能力: 21Q1-3/单 Q3 毛利率分别为 41.4%/40.0% (-8.0pct/-8.9pct), 将运费与包装费还原至销售费用后, 毛利率仍然承压, 主因为黄豆、包材等成本持续高位运行; 21Q1-3/单 Q3 净利率 9.7%/14.1% (-15.5pct/-1.7pct); 2) 费用端: 21Q1-3/单 Q3 销售费用率分别为 26.5%/27.4% (+5.9pct/+5.7pct), 前三季度主要源于公司加大电视广告投放力度(21 年近 1 亿广告费用主要确认在 H1), 导致促销宣传及广告费用同比增幅较大。Q3 后公司广告费投放回归正常, 毛销差环比显著改善, 管理/研发/财务费用率基本保持稳定, 费用管控下净利率回升。

□ 超预期: 成长路径清晰, 产品结构与渠道开发或超预期

短期: 随着行业进入提价周期, 叠加下游需求逐步回暖, 调味品行业已经走出至暗时刻。公司自 Q3 以来积极调整, 拥抱社区团购渠道、渠道积极扩张、开发新品、费用投放边际缩减, 我们认为公司 21Q4 业绩将加速改善。中长期: 我们看好公司在酱油行业由第三梯队玩家晋升至第二梯队, 公司成长路径清晰, 产品结构与渠道开发或超预期: 1) 产品结构: 公司产品开发极具战略前瞻性, 同时执行上积极灵活, 千禾作为行业挑战者, 成功通过差异化的“零添加产品+商超渠道”策略突出重围, 崛起于西南并开启全国化之路; “千禾=零添加”符号深入人心, 在此基础上推出极具性价比的平价零添加产品, 价格带对标主流高鲜酱油, 有望更广的承接消费升级人群, 加速零添加品类放量; 2) 渠

评级 增持

上次评级 增持

当前价格 ¥21.28

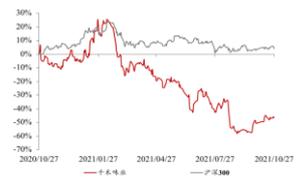
单季度业绩 元/股

4Q/2020 -0.03

1Q/2021 0.06

2Q/2021 0.03

3Q/2021 0.08



公司简介

千禾味业为国内高端酱油领军企业, 成功通过差异化的“零添加产品+商超渠道”策略突出重围, 崛起于西南并开启全国化之路。

相关报告

《千禾味业首次覆盖报告: 高端酱油领军者, 剑指全国化(20210824)》

道开发：外埠市场渠道策略因地制宜，针对不同发展阶段的外埠地区，渠道策略灵活调整，起步期市场主打“商超+零添加”，稳定期市场重心转向发力传统渠道，成熟期市场持续进行渠道精耕。我们认为公司不断丰富渠道结构，提升运营效率和渠道竞争力，未来渠道扩张和下沉的空间仍然较大。

□ 盈利预测及估值

我们预计 2021-2023 年公司收入增速分别为 13.6%、24.2%、23.2%；归母净利润增速分别为 6.7%、56.5%、27.6%；EPS 分别为 0.27、0.43、0.55 元/股；PE 分别为 77、50、39 倍。

□ 催化剂：股权激励发布、调味品需求回暖超预期。

□ 风险提示：疫情反复影响下游需求、零添加产品动销情况不及预期、渠道开发不及预期。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	1693.3	1924.2	2389.4	2943.1
(+/-)	25.0%	13.6%	24.2%	23.2%
归母净利润	205.8	219.6	343.6	438.5
(+/-)	-0.6%	6.7%	56.5%	27.6%
每股收益 (元)	0.26	0.27	0.43	0.55
P/E	82.6	77.4	49.5	38.8

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,062	1,515	1,738	2,090	营业收入	1,693	1,924	2,389	2,943
现金	117	455	503	677	营业成本	951	1,106	1,359	1,682
交易性金融资产	390	244	326	320	营业税金及附加	16	18	22	27
应收账款	124	176	228	256	营业费用	287	435	468	547
其它应收款	11	12	14	18	管理费用	61	69	84	102
预付账款	22	38	45	51	研发费用	45	48	60	74
存货	395	486	585	721	财务费用	-3	-4	-8	-13
其他	2	103	37	47	资产减值损失	88	0	0	0
非流动资产	1,124	1,231	1,333	1,379	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	9	8	8	8
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	5	5	5	5
固定资产	827	929	1,055	1,129	营业利润	262	265	416	536
无形资产	105	118	137	141	营业外收支	-5	-2	-2	-2
在建工程	130	113	46	11	利润总额	257	264	414	534
其他	61	71	95	97	所得税	51	44	71	96
资产总计	2,185	2,746	3,072	3,469	净利润	206	220	344	439
流动负债	239	373	397	446	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	0	33	11	15	归属母公司净利润	206	220	344	439
应付款项	72	134	141	169	EBITDA	338	324	485	615
预收账款	0	18	23	18	EPS (最新摊薄)	0.26	0.27	0.43	0.55
其他	167	188	222	244	主要财务比率				
非流动负债	49	181	139	123	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	49	181	139	123	营业收入	24.95%	13.64%	24.18%	23.17%
负债合计	288	554	536	569	营业利润	8.80%	1.33%	56.71%	28.82%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	-0.65%	6.72%	56.46%	27.62%
归属母公司股东权益	1,898	2,192	2,536	2,900	获利能力				
负债和股东权益	2,185	2,746	3,072	3,469	毛利率	43.85%	42.53%	43.10%	42.84%
					净利率	12.15%	11.41%	14.38%	14.90%
					ROE	11.79%	10.74%	14.54%	16.13%
					ROIC	10.77%	9.87%	13.49%	15.04%
					偿债能力				
					资产负债率	13.16%	20.17%	17.45%	16.40%
					净负债比率	0.00%	6.02%	2.07%	2.60%
					流动比率	4.45	4.06	4.38	4.69
					速动比率	2.79	2.76	2.90	3.07
					营运能力				
					总资产周转率	0.80	0.78	0.82	0.90
					应收帐款周转率	11.75	12.85	11.86	12.21
					应付帐款周转率	12.28	10.73	9.87	10.87
					每股指标(元)				
					每股收益	0.26	0.27	0.43	0.55
					每股经营现金	0.47	0.14	0.44	0.45
					每股净资产	2.85	2.74	3.17	3.63
					估值比率				
					P/E	82.59	77.40	49.47	38.76
					P/B	7.46	7.75	6.70	5.86
					EV/EBITDA	72.14	50.43	33.35	26.02

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及、或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和、或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>