



2022-03-01

公司点评报告

买入/维持

千禾味业(603027)

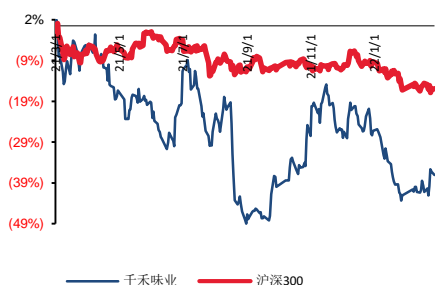
目标价: 28

昨收盘: 20.55

食品饮料 调味发酵品

千禾味业：梳理历次激励、助力公司发展，本次锁定增长底线

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	799/799
总市值/流通(百万元)	16,415/16,415
12 个月最高/最低(元)	39.70/16.66

相关研究报告：

千禾味业(603027)《千禾味业：环比如期改善，展望来年表现》——2021/10/29

千禾味业(603027)《千禾味业：收入利润承压，期待下半年改善》——2021/08/18

千禾味业(603027)《千禾味业年报点评：食醋料酒高增，经销商开拓积极》——2021/04/19

证券分析师：蔡雪昱

电话：010-88695135

E-MAIL: caixy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517050002

证券分析师：李鑫鑫

电话：021-58502206

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

事件：

千禾味业发布 2022 年限制性股票激励计划，拟向公司董事、高级管理人员、中层管理人员和核心骨干合计 73 人授予限制性股票合计 459 万股，约占公司总股本的是 0.575%，授予方式为向授予对象定向发行 A 股股票，授予价格为 9.79 元/股，解锁条件为两个条件之一：1) 以 21 年收入为基数，22、23、24 年的营收增速分别为 18%、38%、60%，分别同增 18%、17%、16%；2) 21 年净利润（扣非扣费）为基数，22、23、24 年净利润（扣非扣费）增速为 50%、90%、130%，分别同增 50%、27%、21%。

公司发布非公开发行预案，本次非公开发行由控股股东、实际控制人伍超群先生全额认购，募集资金总额在 5-8 亿之间，发行价格 15.59 元/股（八折），发行股票数量不超过发行前公司股本的 30%，募集资金全部用于年产 60 万吨调味品制造项目。

点评：

梳理历次激励，本次靴子终落地。公司成立以来股权激励有三次，分别是 11 年、17 年和 22 年。1) **第一次**是上市之前（11 年），公司成立员工持股平台眉山天道和眉山永恒的方式，对高级管理人员、中层管理人员和核心骨干进行激励，持股平台合计持股占比 5.32%。2) **第二次**是上市之后不久（17 年），以限制性股票的方式对公司 108 名核心员工进行股权激励，包括高级管理人员、中层和核心骨干，授予股份占比 1.97%，间接制定了 17-20 年收入利润目标，最终公司收入从 16 年的 7.7 亿增长至 20 年的 16.9 亿，增长 120%，扣非扣费净利润从 16 年的 0.88 亿增长至 20 年的 2 亿，增长 131%，各年达成情况来看，公司四年均达到了解锁条件，其中三年实现收入解锁、一年实现利润解锁。3) **第三次**是本次，本次激励距离上次已有五年，上次激励周期已经完成，公司的管理人员和技术人员也有了一定变动，公司需要一轮新的股权激励来留住员工、锁定未来目标。

本次激励实现坚决、未来底线锁定。本次激励拟向高级管理人员、中层管理人员和核心骨干合计 73 人授予限制性股票合计 459 万股，约占公司总股本的是 0.575%，本次激励人群和授予数量均较上次有所减少，但核心人员均有所涉及，也体现了员工稳定性相对较强。本次解

执业资格证书编码：

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

锁条件为 22-24 年收入增速 18%、17%、16%，扣非扣费用净利润增速 50%、27%、21%，目标保守体现了激励实现的决心，也给未来提供了目标底线，根据上次激励完成情况，我们认为公司本次有望顺利完成激励。

非公开发行为前期产能扩张募资。公司 19 年 10 月公告产能扩张计划，在 20 年 11 月公告产能调整计划，公司拟新增 60 万吨调味品产能，所需资金 12.6 亿，资金来源均为自筹。本次非公开发行为上次产能扩张计划的募资，产能扩张完成后公司将拥有 110.5 万吨产能，其中酱油 82 万吨、料酒 15.5 万吨、醋 13 万吨，产能扩张将分别在 22 年底和 24 年底达产，其中 22 年底达产 20 万吨酱油和 10 万吨料酒、24 年底达产 30 万吨酱油，届时为公司市场扩张提供强有力的支撑。

公司展望：短期消费企稳，中期产品、渠道放量可期。（1）22 年：随着消费逐步企稳、社区团购冲击结束，今年销售有望实现高增，提价叠加成本反应慢于且小于同行，利润弹性预期较大。（2）中期：公司未来逻辑：**产品端**：公司产品定位中高端，坚持零添加产品为核心，同时根据消费者需求布局高鲜、味极鲜等中端产品，以及提前布局酵素酱油、风味化酱油等未来产品，随着消费升级的大趋势逐步深入，公司有望从中受益；**渠道端**：一方面随着商超渠道全国化铺设，另一方面传统渠道的开拓和精耕，公司销售有望放量。**激励**：激励留住人才，锁定中期目标底线，有望激发企业活力。

盈利预测与评级：我们看好高端酱油市场的发展趋势，随着金龙鱼、鲁花等龙头进入，龙头有望共同培育消费者，高端调味品增速有望再上新台阶。目前行业格局依旧分散，未来龙头市占率有望逐步提升，公司耕耘高端调味品多年有望从中受益。中期来看，公司产品、渠道有望放量，股权激励锁定公司经营增速底线。不考虑股权激励费用及增发摊薄股本的影响，我们预计 21-23 年公司收入分别为 19 亿、23 亿、28 亿元，同比增长 12%、23%、20%，归母净利润分别为 2.1 亿、3.2 亿、4.1 亿元，同比增长 4%、50%、30%，我们按照 22 年 70x 给予公司一年目标价 28 元，维持公司“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动；销售环境恶化；原材料等成本快速上升；食品安全问题等。

■ 主要财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1693	1900	2334	2805
增长率 (%)	25%	12%	23%	20%
净利润(百万元)	206	214	320	414
增长率 (%)	4%	4%	50%	30%
摊薄每股收益(元)	0.31	0.27	0.40	0.52
P/E	66	77	51	40

资料来源: Wind, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。