

# 收入增速符合预期，产能渠道双双加码布局高端品类

## ——千禾味业(603027.SH) 2019年三季度报点评

公司简报

◆事件：千禾味业发布2019年三季度报，2019Q1-Q3实现营业收入9.30亿元，同比+24.62%；实现净利润1.37亿元，同比-21.3%，扣非后归母净利润1.28亿元，同比+36.7%；其中2019Q3实现营业收入3.36亿，同比+25.61%；实现净利润0.49亿元，同比+28.6%。

◆营收增速在高基数下略有回落，经销商拓展持续提速。2019Q1-Q3收入增速24.62%，其中Q3营收增速为25.61%，同比/环比-2.1/-4.4pcts，属高基数下的正常回落。Q3销售回款2.56亿元，与营收基本匹配。(1) 2019Q1-Q3焦糖色/酱油/醋分别实现收入1.19/5.64/1.51亿，同比-12.60%/+35.86%/+15.89%，酱油/醋Q3单季同比+33.9%/+7.4%，较Q2环比-8.1/-27.4pcts。(2) 2019Q1-Q3经销商上升至1157家，较二季度末净增225家，增速有明显提升，其中中部/东部地区单季净增92/71家，为未来持续高增长打下基础。(3) 2019Q1-Q3经销/直销收入分别同比+28.8%/16.6%，Q3单季同比+24.7%/+28.4%，较Q2环比-2.3/-5.94。

◆费用投放有所收缩，单季净利率改善。2019Q1-Q3公司净利率为14.71%，其中2019Q3净利率为14.74%，同比/环比+0.34/+2.62pcts。(1) 毛利率方面，2019Q1-Q3销售毛利率46.53%，同比+1.88pcts，其中2019Q3销售毛利率46.39%，环比继续提升+1.36pcts，本季毛利率的提升依然来自产品结构的优化，一方面，省外市场的加速拓展带来高鲜零添加等高毛利产品占比持续提升，一方面，公司低毛利的焦糖色业务收入占比持续压缩；(2) 2019Q1-Q3的销售费用率22.91%，同比+2.5pcts；其中2019Q3的销售费用率21.85%，同比/环比-0.8/-2.5pcts，主要系公司上半年已完成品宣的费用投放，销售费用率进行主动压缩。

◆产能加码，乘胜追击。酱油消费升级趋势明显，公司凭借高鲜零添加品类卡位赛道。此次拟扩建36万吨调味品生产线，公司份额提升值得期待。

◆盈利预测与投资评级：我们维持公司2019-21年的净利润预测为2.09/2.44/2.96亿元，分别同比-12.93%/+16.78%/+21.19%，对应EPS分别为0.45/0.53/0.64元，当前股价对应PE分别为48x/41x/34x，维持“增持”评级。

◆风险提示：食品安全，费用投放剧烈，省外拓展不及预期。

### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	948	1,065	1,317	1,540	1,789
营业收入增长率	23.00%	12.37%	23.64%	16.87%	16.21%
净利润(百万元)	144	240	209	244	296
净利润增长率	43.93%	66.61%	-12.93%	16.78%	21.19%
EPS(元)	0.31	0.52	0.45	0.52	0.64
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.55%	18.37%	14.03%	14.60%	15.62%
P/E	70	42	48	41	34
P/B	9.5	7.7	6.8	6.0	5.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年10月25日

### 增持(维持)

当前价：21.63

### 分析师

叶倩瑜 (执业证书编号：S0930517100003)  
021-52523657  
[yeqianyu@ebsec.com](mailto:yeqianyu@ebsec.com)

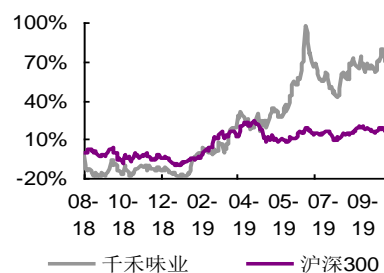
张喆 (执业证书编号：S0930519050003)  
021-52523805  
[zhangzhe@ebsec.com](mailto:zhangzhe@ebsec.com)

周翔 (执业证书编号：S0930518080002)  
021-52523853  
[zhouxiang@ebsec.com](mailto:zhouxiang@ebsec.com)

### 市场数据

总股本(亿股)：4.66  
总市值(亿元)：100.73  
一年最低/最高(元)：10.64/26.50  
近3月换手率：104.72%

### 股价表现(一年)



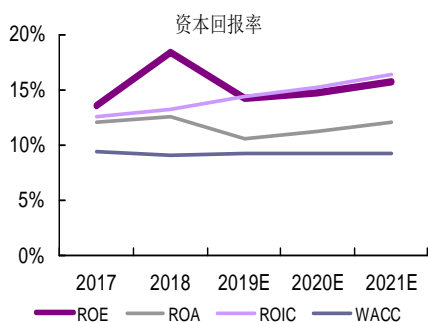
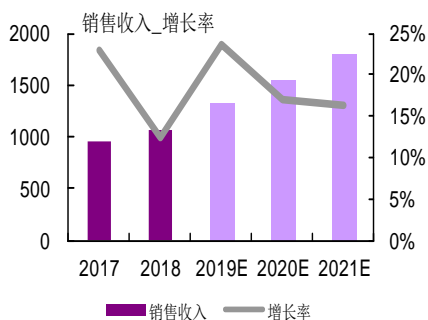
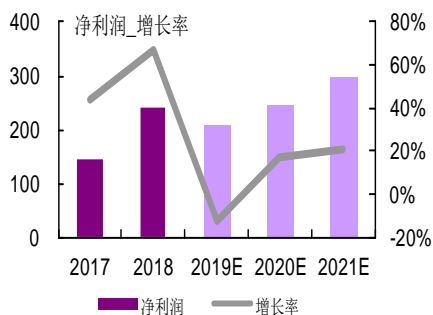
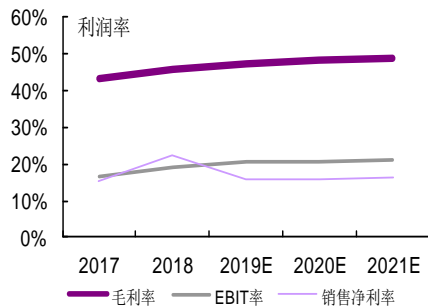
### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-0.75	3.60	68.99
绝对	-0.86	5.62	91.21

资料来源：Wind

### 相关研报

收入增速超出预期，产品结构升级提升毛利率——千禾味业(603027.SH) 2019年中报点评



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>948</b>	<b>1,065</b>	<b>1,317</b>	<b>1,540</b>	<b>1,789</b>
营业成本	537	578	691	793	915
折旧和摊销	47	50	67	89	101
营业税费	11	12	15	18	20
销售费用	176	216	275	333	385
管理费用	66	52	67	77	89
财务费用	1	2	31	37	37
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	7	12	10	10	10
<b>营业利润</b>	<b>169</b>	<b>285</b>	<b>249</b>	<b>291</b>	<b>352</b>
<b>利润总额</b>	<b>171</b>	<b>285</b>	<b>249</b>	<b>291</b>	<b>352</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>144</b>	<b>240</b>	<b>209</b>	<b>244</b>	<b>296</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>1,196</b>	<b>1,931</b>	<b>1,978</b>	<b>2,196</b>	<b>2,460</b>
流动资产	583	1,141	1,101	1,243	1,429
货币资金	81	454	292	313	369
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	67	84	88	110	131
应收票据	0	1	0	0	0
其他应收款	7	7	7	8	9
存货	241	268	311	349	403
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	433	414	798	868	940
无形资产	58	53	50	48	45
<b>总负债</b>	<b>133</b>	<b>625</b>	<b>494</b>	<b>530</b>	<b>573</b>
无息负债	133	238	208	244	286
有息负债	0	387	287	287	287
<b>股东权益</b>	<b>1,063</b>	<b>1,307</b>	<b>1,490</b>	<b>1,671</b>	<b>1,894</b>
股本	326	326	466	466	466
公积金	333	374	261	286	315
未分配利润	404	577	693	850	1,043
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>175</b>	<b>243</b>	<b>152</b>	<b>276</b>	<b>336</b>
净利润	144	240	209	244	296
折旧摊销	47	50	67	89	101
净营运资金增加	96	85	173	102	108
其他	-112	-132	-296	-159	-169
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-209</b>	<b>-393</b>	<b>-153</b>	<b>-155</b>	<b>-170</b>
净资本支出	-167	-153	-150	-165	-180
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-42	-241	-3	10	10
<b>融资活动现金流</b>	<b>23</b>	<b>403</b>	<b>-162</b>	<b>-100</b>	<b>-110</b>
股本变化	166	0	139	0	0
债务净变化	0	387	-100	0	0
无息负债变化	-3	105	-30	36	42
<b>净现金流</b>	<b>-11</b>	<b>254</b>	<b>-163</b>	<b>21</b>	<b>56</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	23.00%	12.37%	23.64%	16.87%	16.21%
净利润增长率	43.93%	66.61%	-12.93%	16.78%	21.19%
EBITDA 增长率	47.20%	25.45%	31.26%	21.12%	18.05%
EBIT 增长率	46.44%	30.93%	30.88%	17.98%	19.29%
<b>估值指标</b>					
PE	70	42	48	41	34
PB	9	8	7	6	5
EV/EBITDA	35	28	30	25	21
EV/EBIT	45	34	38	32	27
EV/NOPLAT	53	41	45	38	32
EV/Sales	7	7	8	7	6
EV/IC	7	5	6	6	5
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	43.34%	45.74%	47.55%	48.47%	48.86%
EBITDA 率	21.52%	24.03%	25.51%	26.44%	26.85%
EBIT 率	16.57%	19.31%	20.44%	20.64%	21.18%
税前净利润率	18.02%	26.76%	18.89%	18.87%	19.68%
税后净利润率 (归属母公司)	15.19%	22.53%	15.86%	15.85%	16.53%
ROA	12.04%	12.43%	10.56%	11.12%	12.02%
ROE (归属母公司) (摊薄)	13.55%	18.37%	14.03%	14.60%	15.62%
经营性 ROIC	12.53%	13.08%	14.28%	15.15%	16.34%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	5.27	3.57	5.83	5.52	5.35
速动比率	3.10	2.73	4.18	3.97	3.84
归属母公司权益/有息债务	-	3.38	5.20	5.83	6.61
有形资产/有息债务	-	4.84	6.73	7.50	8.43
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.31	0.52	0.45	0.52	0.64
每股红利	0.09	0.15	0.13	0.16	0.19
每股经营现金流	0.38	0.52	0.33	0.59	0.72
每股自由现金流(FCFF)	-0.18	-0.03	-0.06	0.19	0.29
每股净资产	2.28	2.81	3.20	3.59	4.07
每股销售收入	2.04	2.29	2.83	3.31	3.84

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼