

千禾味业 (603027)

公司研究/点评报告

业绩符合预期，产能、渠道、品类多维扩张并举

—千禾味业 (603027) 19 年三季度报点评

点评报告/食品饮料

2019 年 10 月 28 日

一、事件概述

千禾味业发布 19 年三季报。报告期内公司实现营收 9.30 亿元，同比+24.62%；实现归母净利润 1.37 亿元，同比-21.36%，实现扣非净利润 1.28 亿元，同比+36.65%。

二、分析与判断

➤ 酱油业务放量带动下，Q3 业绩符合预期

19Q1-3 公司实现营收 9.30 亿元，同比+24.62%，折合 Q3 单季度实现营收 3.36 亿元，同比+25.61%，增速环比基本稳定；19Q1-3 公司实现归母净利润 1.37 亿元，同比-21.36%，折合 Q3 单季度实现归母净利润 0.49 亿元，同比+28.64%，环比略有放缓，主因去年 Q3 基数高。总体看，公司前三季度业绩基本符合“全年营收同比+25.2%”的目标。**分产品看：**19Q3 公司业绩高增主要归功于酱油业务放量。19Q3 酱油产品实现收入 2.08 亿元，同比+33.88%，贡献 76.93% 营收增量；此外，19Q3 醋业务实现营收 5169 万元，同比+7.39%，环比增速有所下滑；焦糖色实现营收 4078 万元，同比-0.94%，降幅环比收窄。**分区域看：**在经销商扩张带动下（19Q1-3 北部/东部经销商数量分别净增加 57/71 个），19Q1-3 公司重点布局的北部及东部市场表现亮眼，营收分别同比+50.84%/33.67%，公司大本营市场——西部地区营收同比+16.89%，高基数背景下实属难得。

➤ 期间费用率下降拉升净利率

毛利率：19Q1-3 公司毛利率达 46.53%，同比+1.88 个百分点，其中 Q3 单季度毛利率为 46.39%，同比-0.11 个百分点，我们分析认为主要原因在于报告期内公司为提升酱油产品在西南大本营的渠道覆盖率，对于部分中低端产品进行了降价；**净利率：**19Q1-3 公司净利率为 14.71%，同比-8.61%，其中 Q3 单季度净利率 14.74%，同比+0.34%，Q3 净利率微增主要归功于期间费用率的下降，19Q3 公司期间费用率同比-1.92%，销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.38%/-0.24%/-0.09%/-1.21%，其中销售费用率下滑主因广告投入减少，财务费用率下滑主因利息收入增加、利息支出减少；营业外收入方面，19Q3 公司

➤ 产能、渠道、品类多维扩张并举为公司差异化战略保驾护航

产能扩张：公司“年产 25 万吨酿造酱油、食醋生产线扩建项目”第一期工程扩建完成 10 万吨/年酿造酱油生产线，已于 2019 年 6 月建设完成投入使用。按照规划，该募投计划剩余项目将在未来 4 年内逐步投产，若产能全部释放，则有望在 2017 年 9.6 万吨产量的基础上扩张一倍左右；同时公司拟投资 5.7 亿元用于建设年产 36 万吨调味品生产线，其中 30 万吨酿造酱油、3 万吨蚝油、3 万吨黄豆酱，产能的持续扩张将为渠道扩张及品类扩张奠定基础；**渠道扩张：**公司一方面延续原有思路，继续开拓经济发达地区，同当地优势 KA 渠道合作；另一方面拆大区分小区，布局潜力市场；从 19Q1-3 情况来看公司重点布局的华北及华东市场表现亮眼，营收增速分别达到 50.84%/33.67 个百分点；**品类扩张：**公司将以现金 1.50 亿元收购镇江恒康酱醋有限公司（2018 年收入、净利润分别为 4946 万元/94 万元）。并购完成后，公司将恒康打造为公司华东生产基地，更好地开拓华东市场，同时也将进一步加强在醋行业中的话语权。

推荐

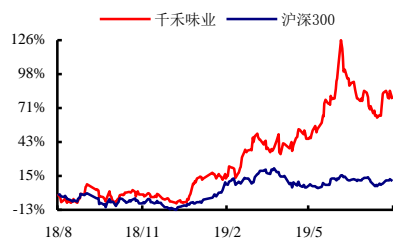
维持评级

当前价格： 21.63 元

交易数据 2019-10-25

近 12 个月最高/最低(元)	26.26/15.11
总股本(百万股)	460
流通股本(百万股)	453
流通股比例(%)	98.66
总市值(亿元)	95
流通市值(亿元)	94

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号： S0100519010004

电话： 010-85127513

邮箱： yujie@mszq.com

研究助理：徐洋

执业证号： S0100118110006

电话： 021-60876710

邮箱： xuyang@mszq.com

相关研究

1. 千禾味业 (603027) 2019 年一季报点评：酱油业务快速增长，扣非净利增速平稳

2. 千禾味业 (603027) 2018 年年度报告点评：业绩符合预期，产能渠道双扩张奠定发展基础

三、投资建议

预计 19-21 年公司实现营业收入为 12.83 亿元/15.02 亿元/17.30 亿元，同比 +20.4%/17.1%/15.1%；实现归属上市公司净利润为 2.15 亿元/2.61 亿元/3.16 亿元，同比 -10.6%/+21.5%/+21.1%，折合 EPS 为 0.47 元/0.57 元/0.69 元，对应 PE 为 46X/38X/32X。当前调味品板块整体估值约为 63 倍，公司估值低于行业平均水平，产能、渠道、外延等多维扩张并举为差异化发展战略保驾护航，成长确定性较高。综上，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

动销不及预期，费用扩张超预期，并购商誉减值风险，食品安全问题等

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,065	1,283	1,502	1,730
增长率 (%)	12.4%	20.4%	17.1%	15.1%
归属母公司股东净利润 (百万元)	240	215	261	316
增长率 (%)	66.6%	-10.6%	21.5%	21.1%
每股收益 (元)	0.74	0.47	0.57	0.69
PE (现价)	29.4	46.3	38.1	31.5
PB	5.4	6.5	5.6	4.7

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1,065	1,283	1,502	1,730
营业成本	578	678	778	883
营业税金及附加	12	15	17	20
销售费用	216	290	331	379
管理费用	52	65	88	104
研发费用	20	28	38	43
EBIT	186	206	250	301
财务费用	2	(5)	(6)	(8)
资产减值损失	1	0	0	0
投资收益	12	7	9	10
营业利润	285	250	308	373
营业外收支	(0)	0	0	0
利润总额	285	255	310	375
所得税	45	40	49	59
净利润	240	215	261	316
归属于母公司净利润	240	215	261	316
EBITDA	237	251	300	351
资产负债表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	454	504	645	838
应收账款及票据	85	96	113	133
预付款项	22	35	32	39
存货	268	311	358	406
其他流动资产	304	304	304	304
流动资产合计	1141	1258	1463	1730
长期股权投资	0	7	16	26
固定资产	414	453	457	465
无形资产	53	53	52	49
非流动资产合计	790	862	951	1051
资产合计	1931	2120	2414	2781
短期借款	100	100	100	100
应付账款及票据	101	89	106	130
其他流动负债	21	21	21	21
流动负债合计	319	294	327	378
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	305	305	305	305
非流动负债合计	305	305	305	305
负债合计	625	599	632	684
股本	326	460	460	460
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1307	1521	1782	2098
负债和股东权益合计	1931	2120	2414	2781

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	12.4%	20.4%	17.1%	15.1%
EBIT 增长率	18.0%	10.5%	21.5%	20.2%
净利润增长率	66.6%	-10.6%	21.5%	21.1%
盈利能力				
毛利率	45.7%	47.1%	48.2%	49.0%
净利润率	22.5%	16.7%	17.4%	18.3%
总资产收益率 ROA	12.4%	10.1%	10.8%	11.4%
净资产收益率 ROE	18.4%	14.1%	14.6%	15.1%
偿债能力				
流动比率	3.6	4.3	4.5	4.6
速动比率	2.7	3.2	3.4	3.5
现金比率	1.4	1.7	2.0	2.2
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	25.6	23.5	24.2	24.5
存货周转天数	158.6	153.8	154.6	155.6
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7
每股指标 (元)				
每股收益	0.7	0.5	0.6	0.7
每股净资产	4.0	3.3	3.9	4.6
每股经营现金流	0.7	0.3	0.6	0.7
每股股利	0.2	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	29.4	46.3	38.1	31.5
PB	5.4	6.5	5.6	4.7
EV/EBITDA	38.9	35.7	29.1	24.4
股息收益率	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	240	215	261	316
折旧和摊销	51	45	50	51
营运资金变动	30	(92)	(31)	(23)
经营活动现金流	243	157	270	333
资本开支	153	106	128	139
投资	(255)	0	0	0
投资活动现金流	(393)	(106)	(128)	(139)
股权募资	2	0	0	0
债务募资	449	0	0	0
筹资活动现金流	403	(2)	(2)	(2)
现金净流量	254	50	141	193

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

徐洋，食品饮料行业研究助理，金融学硕士。2018年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。