

千禾味业 (603027) 2020年报点评

减值扰动利润，长期向好趋势不变

2021年05月14日

【投资要点】

- ◆ 公司发布2020年报。2020年，公司实现营收6.9亿元，yoy+25.0%，略低于我们的预期，实现归母净利润2.1亿元，yoy+3.8%，低于我们的预期，实现扣非净利润2.0亿元，yoy+9.9%。2020年公司实现经营性净现金流3.8亿元，同比多流入1.9亿元，实现销售回款19.0亿元，yoy+29.7%。
- ◆ 酱油食醋共同放量，南部以外区域发力。分产品来看，2020年，公司酱油/食醋收入占比分别为63.1%/17.5%，增速分别为26.2%/32.8%。酱油仍是公司最主要的收入来源，食醋收入加速增长。量价拆分来看，2020年公司酱油/食醋销量分别增长33.3%/37.0%，单价分别下滑5.3%/3.0%。量增是公司调味品收入增长的主要原因，2020年疫情影响下宅家消费受益，调味品C端需求放量，公司充分受益。2020年公司酱油/食醋销售单价均有所下滑，我们认为主要系会计准则变动影响，部分费用调整为货折，叠加促销力度加大。分渠道来看，公司2020年经销/直销模式收入增速分别为27.5%/18.0%，渠道网络全面发力，其中，线上渠道表现亮眼，2020年实现收入2.6亿元，yoy+110.5%。分区域来看，2020年东部/南部/中部/北部/西部区域收入增速分别为21.0%/-6.3%/33.1%/38.8%/24.2%，除南部区域外，各区域共同发力。南部区域收入下滑，我们认为主要系南部区域竞争较为激烈，叠加公司主动调整经销商网络。2020年，公司持续开拓调味品全国市场，全面铺开省会城市及重要地级城市的营销网络建设，强化渠道和经销商管理，全年共增加经销商264家，其中东部/南部/中部/北部/西部区域分别增加86/3/128/10/37家，东部和中部经销商网络扩张较快。
- ◆ 旧口径毛利率同比增加，资产减值冲抵净利。2020年，公司毛利率为43.8%，同比下降2.4pct。毛利率小幅下滑，主要系收入准则调整，与合同履行直接相关的运杂费、包装费用计入营业成本。我们将相应科目进行还原，旧口径下公司2020年毛利率为49.4%，yoy+3.2%，盈利能力有所改善。2020年公司净利率为12.2%，yoy-2.5pct。净利率有所下滑，主要系公司对收购镇江金山寺形成的商誉及无形资产（渠道及专利、商标）计提减值准备0.9亿元，冲抵净利润。我们将减值准备剔除后计算得公司全年净利率为17.5%，同比提升2.8pct。期间费用来看，公司全年期间费用率回落6.1pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别变化-5.8/-0.4/+0.4/-0.2pct，销售费用减少是期间费用率下降的主要原因，主要系收入准则变化。



挖掘价值 投资成长

增持 (维持)

东方财富证券研究所

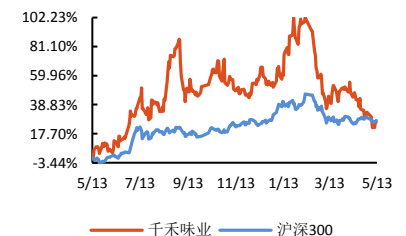
证券分析师：姜楠

证书编号：S1160520090001

联系人：李欣欣

电话：021-23586472

相对指数表现



基本数据

总市值 (百万元)	21434.75
流通市值 (百万元)	21320.86
52周最高/最低 (元)	51.37/26.65
52周最高/最低 (PE)	127.03/74.66
52周最高/最低 (PB)	19.68/10.47
52周涨幅 (%)	30.55
52周换手率 (%)	367.37

相关研究

《外埠区域持续扩张，品牌符号化持续推进》

2020.11.10

《产品定位高端，市场拓展稳步推进》

2018.03.20

- ◆ **Q4 增长放缓，减值扰动利润。**单四季度，公司实现营收 4.7 亿元，yoy+10.7%，实现归母净利润-0.2 亿元，yoy-129.5%，实现扣非归母净利润-0.2 亿元，yoy-133.8%。Q4 公司营收增速有所放缓，我们认为主要系春节错位影响，叠加疫情小规模反复影响商超渠道。Q4 利润大幅下滑，主要系公司主动梳理金山寺品牌与渠道，对收购形成的商誉计提 0.6 亿元商誉减值准备，对无形资产（渠道及专利、商标）计提 0.3 亿元减值准备。我们将减值准备剔除后计算得公司 Q4 净利率为 15.2%，同比提升 0.8pct。

【投资建议】

- ◆ **减值系一次性影响，长期向好趋势不变。**公司主打零添加产品，顺应消费升级趋势，目前已具备一定品牌优势。公司来年规划积极，围绕零添加核心产品积极扩大优势，重点开发山东、华中等潜力市场，营销加码提高广告投放。我们认为，公司计提减值准备冲抵利润系一次性影响，长期向好趋势不变。我们下调公司 2021-2022 年营收预测至 21.65/27.27 亿元，预测 2023 年营收 33.26 亿元，下调 2021-2022 年归母净利润预测至 2.82/3.73 亿元，预测 2023 年归母净利润 4.67 亿元，对应 2021-2023 年 EPS 0.42/0.56/0.70 元/股，对应 PE 73/55/44 倍，维持“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1693.27	2165.00	2726.56	3326.15
增长率(%)	24.95%	27.86%	25.94%	21.99%
EBITDA（百万元）	415.88	389.35	482.23	584.88
归属母公司净利润（百万元）	205.80	281.77	372.90	467.28
增长率(%)	3.81%	36.92%	32.34%	25.31%
EPS(元/股)	0.31	0.42	0.56	0.70
市盈率（P/E）	120.91	73.42	55.48	44.28
市净率（P/B）	13.11	9.15	7.71	6.49
EV/EBITDA	59.55	52.54	42.14	34.39

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 管理办法落地不及预期；
- ◆ 原材料成本上涨；
- ◆ 外埠市场拓展不及预期；
- ◆ 电商渠道扩张不及预期。

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1061.70	1295.28	1600.96	1989.36
货币资金	117.46	231.46	366.64	574.57
应收及预付	146.03	194.23	244.28	297.57
存货	395.05	465.97	583.34	707.24
其他流动资产	403.16	403.62	406.69	409.98
非流动资产	1123.79	1300.09	1476.40	1652.70
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	826.76	1047.07	1237.37	1412.67
在建工程	140.30	80.30	50.30	35.30
无形资产	105.26	121.26	137.26	153.26
其他长期资产	51.47	51.47	51.47	51.47
资产总计	2185.49	2595.38	3077.35	3642.05
流动负债	238.76	286.56	345.34	407.46
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付及预收	71.61	93.19	116.67	141.45
其他流动负债	167.14	193.37	228.67	266.01
非流动负债	48.83	48.83	48.83	48.83
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	48.83	48.83	48.83	48.83
负债合计	287.58	335.39	394.16	456.29
实收资本	665.68	665.68	665.68	665.68
资本公积	331.27	331.27	331.27	331.27
留存收益	916.77	1278.85	1702.05	2204.63
归属母公司股东权益	1897.91	2259.99	2683.19	3185.77
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
负债和股东权益	2185.49	2595.38	3077.35	3642.05

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1693.27	2165.00	2726.56	3326.15
营业成本	950.82	1133.86	1419.47	1720.95
税金及附加	15.79	21.65	27.27	33.26
销售费用	286.85	541.25	681.64	831.54
管理费用	61.41	77.94	98.16	119.74
研发费用	45.22	64.95	81.80	99.78
财务费用	-3.22	-6.98	-11.96	-18.82
资产减值损失	-89.94	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	8.83	8.66	10.91	13.30
资产处置收益	0.02	0.00	0.00	0.00
其他收益	5.03	6.49	8.18	9.98
营业利润	261.91	347.49	449.28	562.99
营业外收入	1.53	2.00	2.00	2.00
营业外支出	6.50	10.00	2.00	2.00
利润总额	256.95	339.49	449.28	562.99
所得税	51.14	57.71	76.38	95.71
净利润	205.80	281.77	372.90	467.28
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	205.80	281.77	372.90	467.28
EBITDA	415.88	389.35	482.23	584.88

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	378.03	273.34	314.28	399.62
净利润	205.80	281.77	372.90	467.28
折旧摊销	82.70	64.00	64.00	64.00
营运资金变动	15.45	-71.78	-111.72	-118.35
其它	74.08	-0.66	-10.91	-13.30
投资活动现金流	-278.64	-159.34	-179.09	-191.70
资本支出	-210.89	-168.00	-190.00	-205.00
投资变动	-76.78	0.00	0.00	0.00
其他	9.03	8.66	10.91	13.30
筹资活动现金流	-67.99	0.00	0.00	0.00
银行借款	0.00	0.00	0.00	0.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-67.99	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	31.40	114.00	135.18	207.93
期初现金余额	86.06	117.46	231.46	366.64
期末现金余额	117.46	231.46	366.64	574.57

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长	24.95%	27.86%	25.94%	21.99%
营业利润增长	12.97%	32.67%	29.29%	25.31%
归属母公司净利润增长	3.81%	36.92%	32.34%	25.31%
获利能力 (%)				
毛利率	43.85%	47.63%	47.94%	48.26%
净利率	12.15%	13.01%	13.68%	14.05%
ROE	10.84%	12.47%	13.90%	14.67%
ROIC	14.06%	11.95%	12.94%	13.57%
偿债能力				
资产负债率 (%)	13.16%	12.92%	12.81%	12.53%
净负债比率	-6.19%	-10.24%	-13.66%	-18.04%
流动比率	4.45	4.52	4.64	4.88
速动比率	2.70	2.74	2.78	2.98
营运能力				
总资产周转率	0.77	0.83	0.89	0.91
应收账款周转率	13.65	14.60	14.60	14.60
存货周转率	4.29	4.65	4.67	4.70
每股指标 (元)				
每股收益	0.31	0.42	0.56	0.70
每股经营现金流	0.57	0.41	0.47	0.60
每股净资产	2.85	3.40	4.03	4.79
估值比率				
P/E	120.91	73.42	55.48	44.28
P/B	13.11	9.15	7.71	6.49
EV/EBITDA	59.55	52.54	42.14	34.39

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。