

零添加差异化定位，全国性扩张可期

千禾味业(603027.SH)

推荐 维持评级

核心观点：

● 所处调味品行业增长可持续、确定性强

调味品行业稳定度高，受经济波动影响较小，且持续受益于餐饮市场增长和消费升级提价趋势。中国调味品市场总体规模达到 3097.40 亿元，同比增速为 8.9%，市场还较为分散，零售渠道 CR5 在 20% 左右，龙头公司提升市占率空间仍然很大。

● 零添加差异化定位鲜明，成长性和盈利性突出

公司焦糖色等食品添加剂业务向调味品业务转型顺理成章，2008 年在业内首推零添加调味产品，定位中高端，与巨头避开直接价格竞争。2018 年公司扣非净利润实现接近 20% 的增长，毛利率和净利率分别达到 45.74% 和 22.53%，呈现稳中有升的态势，ROE 近 5 年稳定保持在 13% 左右的水平，随着公司产品结构进一步优化（低毛利焦糖色占比减少、高毛利调味品占比增加），盈利水平还有提升的空间。

● 全国化扩张和餐饮电商渠道放量成为新看点

公司产能充足，静待销售放量。公司目前销售收入 50% 以上仍然来自于西南地区，未来全国化扩张效果值得期待。餐饮渠道方面，2017 年公司餐饮渠道收入占比不到 6%，海天约 60%。公司已经与北京西贝、眉州东坡达成直供合作，并且设立餐饮事业部，率先开拓华北、华中、华南餐饮市场，并且从产品口味、包装和规格等方面重新规划，打造餐饮渠道专供产品线。电商方面，公司目前已经拥有天猫和京东旗舰店，并且入驻天猫超市，2018 年公司电商销售收入 0.74 亿元，在公司总收入中占比约 7%，保持较高增速。

● 投资建议

预计公司 2019-2021 年度实现营业收入 13.05、15.59、18.21 亿元，分别同比增长 22.50、19.42、16.85%，实现归母净利润 2.19、2.72、3.34 亿元，分别同比增长 -8.91、24.22、23.00%（剔除 2018 年转让子公司产生收益影响，19 年同比增长 27.49%），对应 2019-2021 年 EPS 分别为 0.48、0.59、0.73 元，目前价格对应 PE 倍数为 41、33、27 倍，维持“推荐”评级。

主要财务指标及盈利预测

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,065.45	1,305.17	1,558.64	1,821.27
营业收入增长率	12.37%	22.50%	19.42%	16.85%
归母净利润（百万元）	240.02	218.64	271.58	334.04
归母净利润增长率	66.61%	-8.91%	24.22%	23.00%
EPS（元）（摊薄）	0.522	0.476	0.591	0.727
P/E	37.43	41.10	33.08	26.90

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

分析师

周颖

☎：010-83571301

✉：zhouying_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511090001

朱艺泓

☎：010-83571395

✉：zhuyihong_yj@chinastock.com.cn

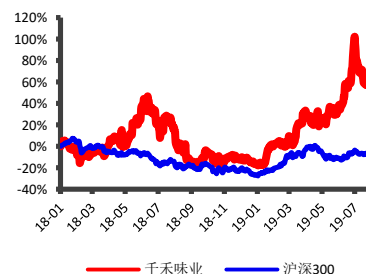
执业证书编号：S0130518090001

市场数据

2019-08-06

A 股收盘价(元)	19.55
A 股一年内最高价(元)	26.50
A 股一年内最低价(元)	14.97
上证指数	2777.56
市盈率	37.43
总股本（万股）	45960.40
实际流通 A 股（万股）	45346.02
流通 A 股市值(亿元)	88.65

相对沪深 300 表现图



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

调味品行业稳定度高,受经济波动影响较小,且持续受益于餐饮市场增长和消费升级提价趋势。中国调味品市场总体规模达到 3097.40 亿元,同比增速为 8.9%,调味品零售市场规模达到 1090.67 亿元,同比增速 8.8%,未来五年增速仍然能够维持在 5%左右。中国目前的调味品市场还较为分散,零售渠道 CR5 在 20%左右,龙头公司提升市占率空间仍然很大。

公司中高端品牌定位鲜明,成长性和盈利能力俱佳。公司 2001 年从焦糖色等食品添加剂业务向调味品业务转型顺理成章,2008 年在业内首推零添加产品,健康理念超前,定位中高端,与巨头避开直接竞争。公司作为调味发酵品市场中的后起之秀,绝对规模与行业巨头差距较大,但是因其主打中高端的产品定位和较强的营销能力,公司盈利能力和业绩增速都处在较高水平。2018 年公司业绩维持较高增速,虽然增速相较 16 和 17 年有所放缓,但扣非净利润仍然实现了接近 20%的增长。2018 年公司毛利率和净利率分别达到 45.74%和 22.53%,呈现稳中有升的态势,ROE 近 5 年稳定保持在 13%左右的水平,随着公司产品结构进一步优化(低毛利焦糖色占比减少、高毛利调味品占比增加),盈利水平还有进一步提升的空间。

未来业务增长点主要来自全国化扩张以及餐饮、电商渠道放量。公司产能充足,静待销售放量。公司目前焦糖色年产能 14 万吨、酱油 12 万吨、食醋 8 万吨、料酒 5 万吨,预计 2021 年公司调味品年产能达到 50 万吨,调味品总产能大约为目前的 2.5 倍。公司目前销售收入 50%以上仍然来自于西南地区,未来全国化扩张效果值得期待。餐饮渠道方面,2017 年公司餐饮渠道收入占比不到 6%,海天约 60%。公司已经与北京西贝、眉州东坡达成直供合作,并且设立餐饮事业部,率先开拓华北、华中、华南餐饮市场,并且从产品口味、包装和规格等方面重新规划,打造餐饮渠道专供产品线。电商方面,公司目前已经拥有天猫和京东旗舰店,并且入驻天猫超市,2018 年公司电商销售收入 0.74 亿元,在公司总收入中占比约 7%,保持较高增速。

我们与市场不同的观点:

公司在焦糖色等食品添加剂市场获得较大成功,说明公司管理机制、生产销售能力较为完备,公司及时从焦糖色向下游调味品转型,并且在西南地区实现了较高市占率,地区的渠道铺设和产品管线都较为成熟,为公司全国化扩张和餐饮电商渠道放量奠定坚实基础。

估值与投资建议:

预计公司 2019-2021 年度实现营业收入 13.05、15.59、18.21 亿元,分别同比增长 22.50%、19.42%、16.85%,实现归母净利润 2.19、2.72、3.34 亿元,分别同比增长-8.91%、24.22%、23.00%(剔除 2018 年转让子公司产生收益影响,19 年同比增长 27.49%),对应 2019-2021 年 EPS 分别为 0.48、0.59、0.73 元,目前价格对应 PE 倍数为 41、33、27 倍,维持“推荐”评级。

股价表现的催化剂:

全国化业务拓展取得超预期成果、餐饮和电商渠道销售快速增长、中高端市场占有率进一步提升。

主要风险因素:

公司业务扩张不及预期风险、原材料价格波动风险、食品安全风险。

目 录

一、所处行业增长可持续、确定性强	3
（一）食品添加剂及焦糖色行业概况	3
（二）调味品行业受益于餐饮市场扩容和消费升级	3
（三）调味品行业竞争格局分散	7
二、零添加定位明确，全国化扩张可期	7
（一）发展历史：上游向下游扩张之典范	7
（二）业务概况：定位中高端的调味品企业	11
（三）成本结构：对大豆和包材成本敏感	15
（四）产能建设：调味品产能不断扩张升级	18
（五）销售分析：省内深耕、省外协同经销商发力	22
三、民营机制灵活，股权激励有序	24
（一）机制灵活的民营企业	24
（二）高管团队认同度高、专业能力强	26
（三）股权激励计划有序开展	26
（四）销售人员占比高，人均薪酬提升空间大	28
四、盈利能力和成长性财务指标俱佳	30
（一）销售费用较高，盈利能力稳中有升	30
（二）偿债能力良好，负债率仍合理	34
（三）营运能力尚有提升空间	35
（四）成长能力突出，18 年有所趋缓	35
（五）现金流健康，上下游议价能力强	36
五、投资价值分析	37
（一）稳定增长行业中的潜力品牌	37
（二）盈利预测及投资建议	38
六、风险提示	38
七、附录	39
（一）公司财务预测表	39

一、所处行业增长可持续、确定性强

（一）食品添加剂及焦糖色行业概况

食品添加剂是为改善食品品质和色、香、味，以及为防腐、保鲜和加工工艺的需要而加入食品中的人工合成或者天然物质。

食品添加剂的种类繁多，分类方法主要有以下两种：

①按来源分：有天然食品添加剂和人工化学合成品两大类。天然食品添加剂主要由动物、植物提取制得，也有一些来自微生物的代谢产物或矿物。合成食品添加剂则是通过化学合成方法制得。

②按作用和功能分类：根据主要功能不同分为甜味剂、着色剂、酸度调节剂、食品用香料、乳化剂、酶制剂、增稠剂、增味剂、水分保持剂、营养强化剂、防腐剂、稳定和凝固剂等共 23 类。

焦糖色是以食品级碳水化合物为原料通过焦糖化工艺而成的一种天然色素，广泛用于各类食品调色。其中，我们把主要应用于酱油、食醋等酿造产品中的焦糖色统称为“**酿造焦糖色**”，把主要应用于碳酸饮料等产品中的焦糖色称为“**双倍焦糖色**”。

目前我国焦糖色主要生产厂家约 10 余家。千禾味业、广西桂平市巴帝食品有限责任公司、山东星光糖业集团有限公司及上海爱普食品工业有限公司为国内**酿造型焦糖色**主要的生产企业，威廉臣配料（上海）有限公司、山东星光糖业集团有限公司及上海爱普食品工业有限公司及为国内**双倍焦糖色**主要的生产企业：

（1）威廉臣配料（上海）有限公司：威廉臣集团成立于 1865 年，总部位于美国。1996 年，威廉臣集团在上海设立威廉臣配料（上海）有限公司，主营各类焦糖色产品。

（2）上海爱普食品工业有限公司：成立于 1993 年，总部位于上海市，主要产品包括食品增香增鲜剂、各类焦糖色和烹饪型调味产品等。

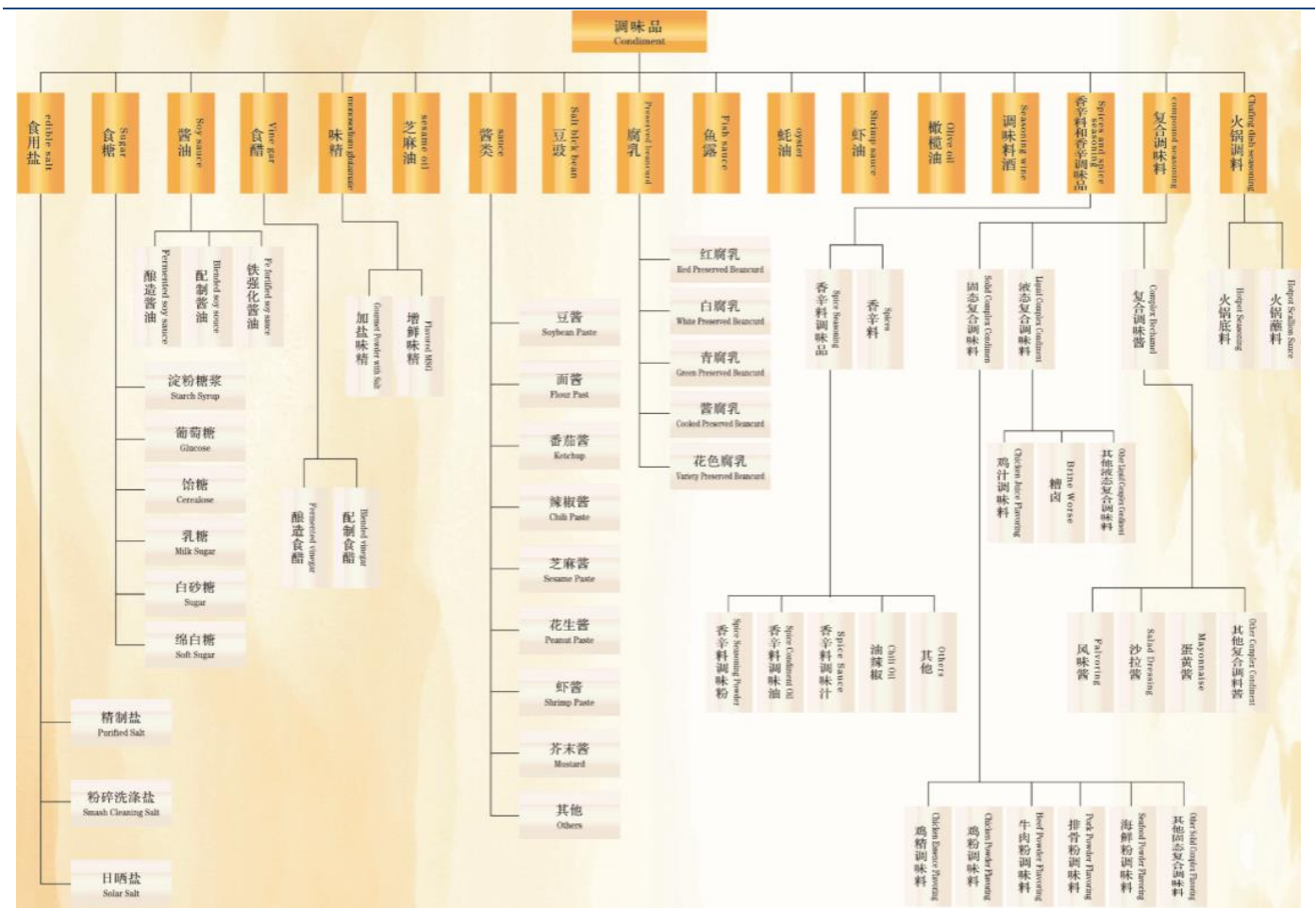
（3）广西桂平市巴帝食品有限责任公司：成立于 2007 年，总部及主要生产基地位于广西桂平市长安工业园，主要生产酿造型类焦糖色。

（4）山东星光糖业集团有限公司：成立于 2004 年，总部位于山东省乐陵市经济开发区，食品添加剂品牌为亿金百味，主要产品为各类焦糖色及酸水解植物蛋白调味液。

（二）调味品行业受益于餐饮市场扩容和消费升级

调味品是指在饮食、烹饪和食品加工中广泛应用的，用于调和滋味、气味，并具有去腥、除膻、解腻、增香、增鲜等作用的产品。调味品包括咸味剂、酸味剂、甜味剂、鲜味剂和辛香剂等，食盐、酱油、食醋、榨菜、腐乳、豆瓣酱、西红柿酱、蚝油、味精、鸡精、咖喱、花椒、芥末等都是常见调味品。

图 1: 调味品分类

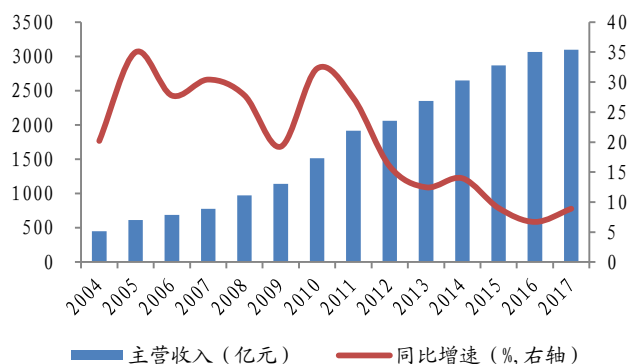


资料来源：中国调味品协会，中国银河证券研究院整理

调味品行业的上游行业是农业及农产品加工业，下游行业是商品流通行业、餐饮业、食品加工业等。根据经验，调味品消费市场中餐饮、零售（个人消费）、食品工业占比大约为 4: 3: 3。

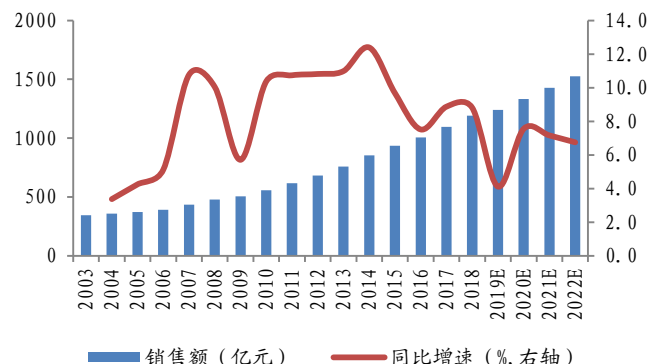
2017 年中国调味品市场总体规模达到 3097.40 亿元，同比增长 8.9%（国家统计局）。2018 年中国调味品零售市场规模达到 1090.67 亿元，同比增长 8.8%，其中销售量和销售单价分别同增约 4%和 4%（Euromonitor）。在外就餐的兴起、外卖的便利性使得国人在家做饭减少，因此调味品餐饮市场的增速高于零售市场增速，Euromonitor 预测，未来 5 年调味品零售市场的复合增速大约在 5%左右（2018 年不变价）。

图 2：调味品市场规模和增速



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

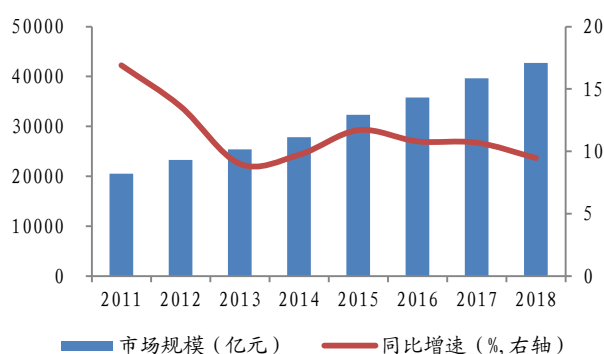
图 3：调味品零售市场规模和增速



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

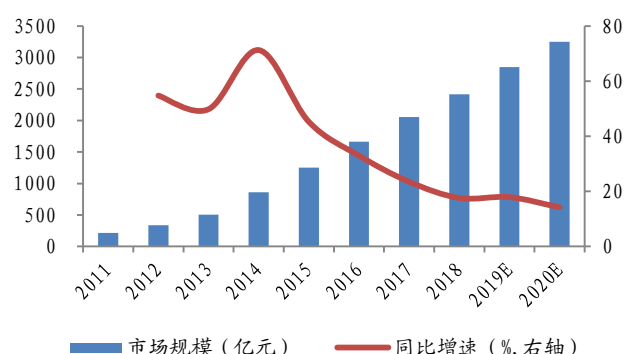
调味品行业将持续受益于餐饮市场扩容和消费升级。根据统计局数据，2018 年中国餐饮市场规模为 4.27 万亿，同比增长 9.5%，近 5 年来一直维持在 10%左右的增速。外卖餐饮市场发展迅速，根据艾媒咨询的数据，2018 年中国在线餐饮外卖市场规模达到 2413.8 亿元，同比增长 17.6%，远高于餐饮市场整体增速，预计 2020 年有望达到 3250 亿元的市场规模。

图 4：餐饮社零总额及增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

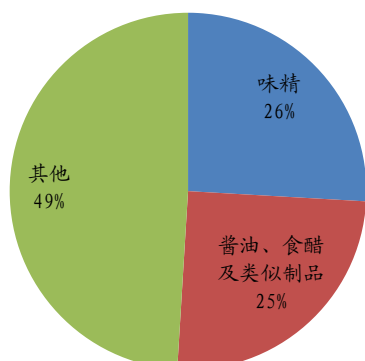
图 5：在线餐饮外卖市场规模及增速



资料来源：艾媒咨询，中国银河证券研究院整理

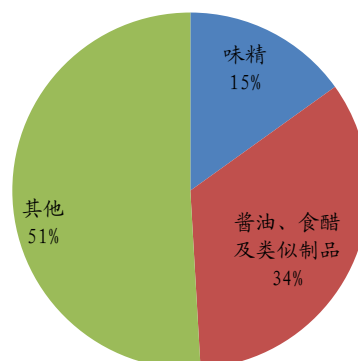
中国调味品消费结构中味精占比下降，酱油、食醋及类似制品占比提升。分品类来看，2016 年酱油、食醋及类似制品在整个调味品市场中占比约 34%，味精占比为 15%，其他占比为 51%，而 2006 年酱油、食醋及类似制品和味精的占比分别为 25%、26%。

图 6：2006 年中国调味品市场构成（按销售额）



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

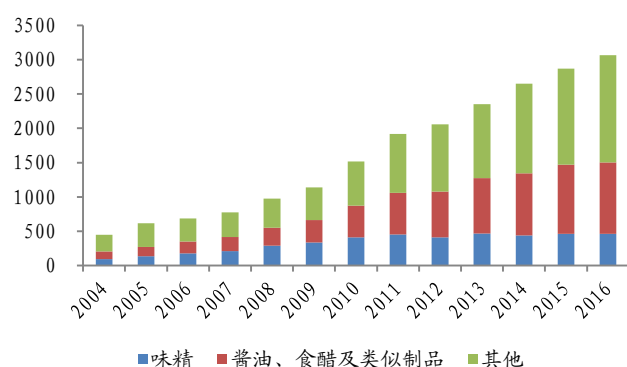
图 7：2016 年中国调味品市场构成（按销售额）



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

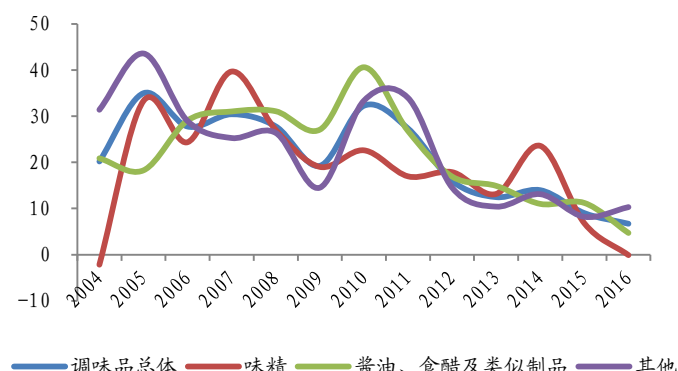
2016 年中国调味品市场规模为 3064.1 亿元，其中酱油、食醋及类似制品 1041.4 亿元，味精 462.6 亿元，其他 1560.1 亿元；2016 年调味品总体增速为 6.7%，酱油、食醋及类似制品 4.7%，味精-0.1%，其他 10.3%。味精进入负增长，其他调味品增速较高、超过调味品整体增速水平。

图 8：2004-2016 年中国调味品市场规模



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

图 9：2004-2016 年中国调味品市场增速



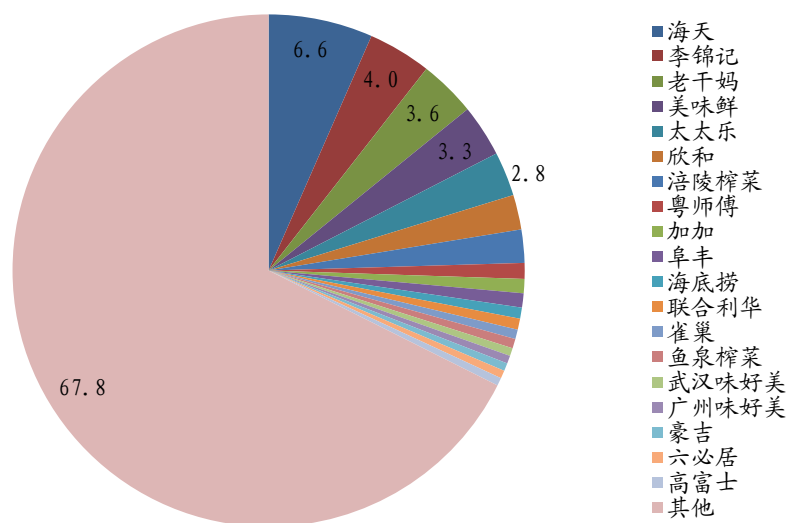
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院整理

从中国调味品协会统计监测的十四类细分调味品来看，2017 年增速超过 10% 的有四类，分别是蚝油类水产调味品（16.88%）、食品配料（15.97%）、复合调味料（不含鸡精和鸡粉，14.89%）、骨汤类调味食品配料（14.33%）（以上四类产品中不排除有部分重合）；其他十类产品的增长率均为个位数，其中，增长率较高的是酱油和酱腌菜，分别为 7.52% 和 6.99%，较低的为香辛料类调味品，为 1.32%，味精类增长率最低，为-4.68%。

（三）调味品行业竞争格局分散

中国目前的调味品市场还较为分散,零售渠道CR5在20%左右。海天的市占率稳居第一,从2017年的6.4%小幅上升至2018年的6.6%,其他位居市占率前五的调味品公司分别是李锦记(4.0%)、老干妈(3.6%)、美味鲜(3.3%)和太太乐(2.8%)。

图 10: 2018 年调味品零售市场公司占有率 (%)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

二、零添加定位明确，全国化扩张可期

公司焦糖色等食品添加剂业务向调味品业务转型顺理成章,主打零添加中高端产品,品牌定位明晰,与巨头避开直接价格竞争。公司产能充足,静待销售放量。未来业务增长点主要来自全国化扩张以及餐饮、电商渠道放量。

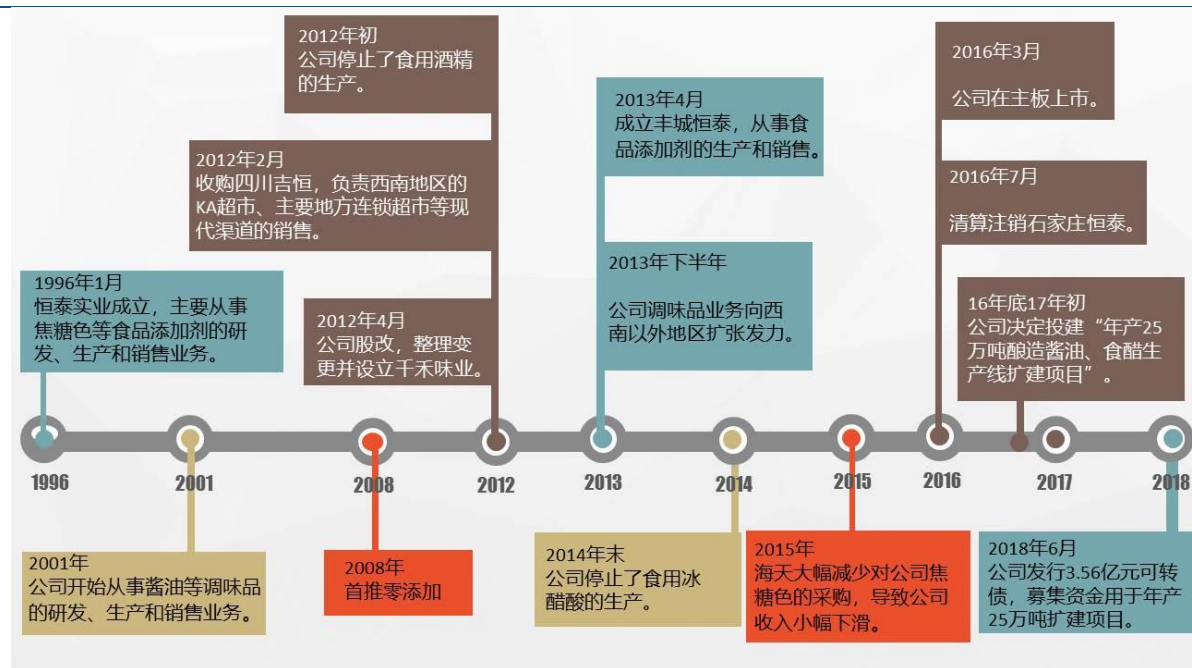
（一）发展历史：上游向下游扩张之典范

公司业务逐渐从以焦糖色等食品添加剂为主转变为以调味品为主。公司前身为四川省恒泰食品添加剂实业有限责任公司(简称“恒泰实业”),成立于1996年1月,主要从事焦糖色等食品添加剂的研发、生产和销售。2001年公司业务向下游扩张,恒泰实业的创始人出资成立了四川千禾香食品有限公司(2003年更名为“四川千禾味业有限公司”,简称“四川千禾”),开始从事酱油等调味品的研发、生产和销售。2006年恒泰实业吸收合并四川千禾,并且恒泰实业更名为四川恒泰企业投资有限公司(简称“四川恒泰”)。2008年,公司在业内首推零添加(不添加味精和防腐剂),与调味品巨头避开直接竞争。2012年四川恒泰进行股改,整体变更为千禾味业食品股份有限公司(简称“千禾味业”)。

公司 2013 年开始拓展西南地区以外的调味品市场，在此之前，公司主要资源都投入于以川渝地区为主的西南市场，并且已经在西南地区取得了较高的品牌知名度和市场占有率。2013 年下半年从开发华东、华南商超渠道着手进行全国化扩张。

2015 年 6 月公司 IPO 申请获发审委通过，2016 年 3 月公司在主板上市。

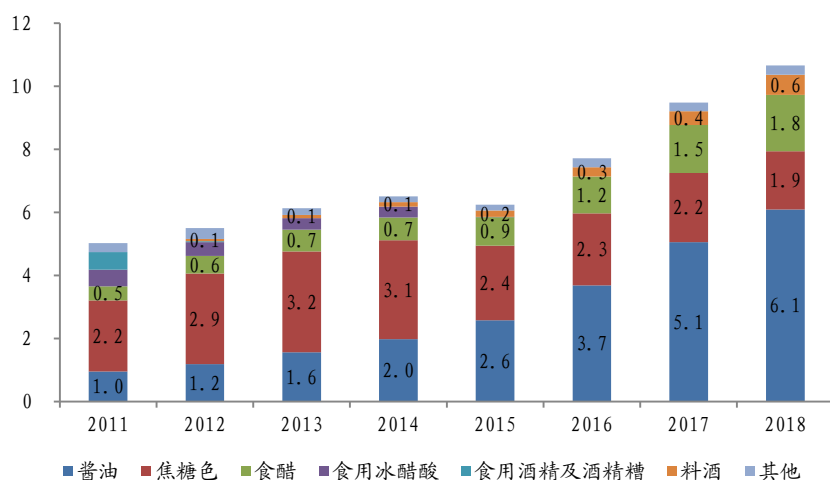
图 11：公司发展历程



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

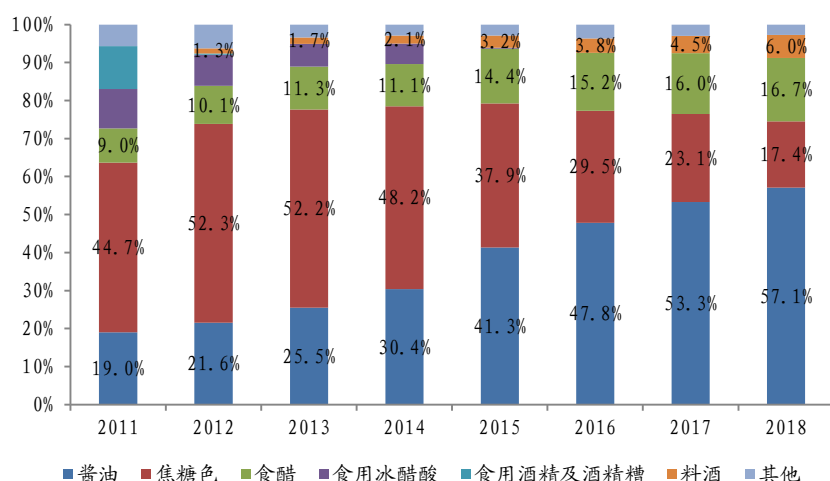
公司业务和产品结构不断完善，目前已经形成以酱油为主的调味品业务集中发力、焦糖色传统业务坚守的产业布局。2011 年公司收入占比较高的产品分别是焦糖色（44.7%）、酱油（19.0%）、食用酒精及酒精糟（11.2%）、食用冰醋酸（10.4%）、食醋（9.0%），随着公司产业升级，公司业务在利润率更高的调味品方面集中发力，焦糖色等食品添加剂业务占比有所下滑。为响应国家淘汰落后产能的精神，2012 年初公司停止了食用酒精的生产；另由于成本较低的人工合成冰醋酸应用范围扩大，公司以粮食或食用酒精为原料生产的食用冰醋酸被逐步取代，2014 年末公司停止了食用冰醋酸的生产。2018 年公司收入占比较高的产品分别是酱油（57.1%）、焦糖色（17.4%）、食醋（16.7%）和料酒（6.0%），调味品收入总体占比达到 79.8%。2012-2018 年酱油、焦糖色、食醋、料酒的收入复合增长率分别为 31.3、-7.0、21.5、43.6%，调味品各个单品收入增速迅猛，焦糖色则有所下滑。

图 12：2011-2018 年公司收入规模按产品构成（单位：亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 13：2011-2018 年公司收入占比按产品构成变化

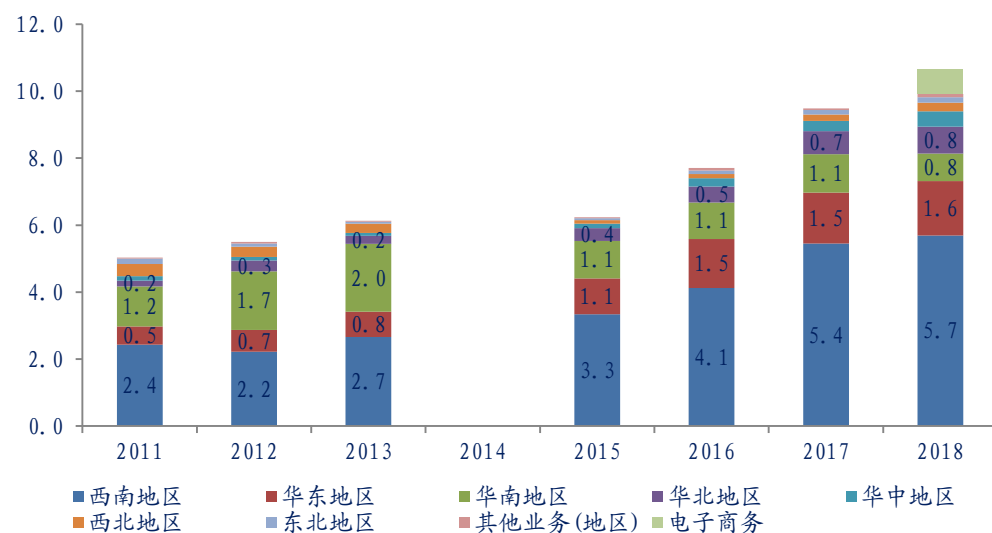


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

公司调味品业务始于西南，目前西南地区收入仍然占到公司总收入的 50% 以上。2011 年公司收入占比较高的地区分别是西南（48.4%）、华南（23.8%）、华东（10.8%）、西北（7.1%）；2018 年收入占比较高的地区分别是西南（53.4%）、华东（15.2%）、华南（7.7%）、华北（7.6%）。2011-2017 年西南、华东、华南、华北地区的收入复合增长率分别为 15.2、20.0、-6.1、28.8%，其中西南地区增长仍然稳健，华东和华北增速较高，华南有所下滑。公司地区收入未做调味品和焦糖色的细分披露，但估计华南的收入下滑的一个重要原因是海天逐步减少向公司采购焦糖色，2013、2014 年，公司对佛山市海天（高明）调味食品有限公司的销售额分别是 1.12、1.01 亿元，2015 年比 2014 年大幅减少约 7000 万元，2016 年又比 2015 年减少约 1500 万元，2017 年海天已经不再是公司前五大客户。剔除焦糖色收入下滑因素之后，公司调味品收入在各个地区的收入应都呈现不同程度的增长。值得注意的是，2018 年公司单独披露电子商务收入数据，

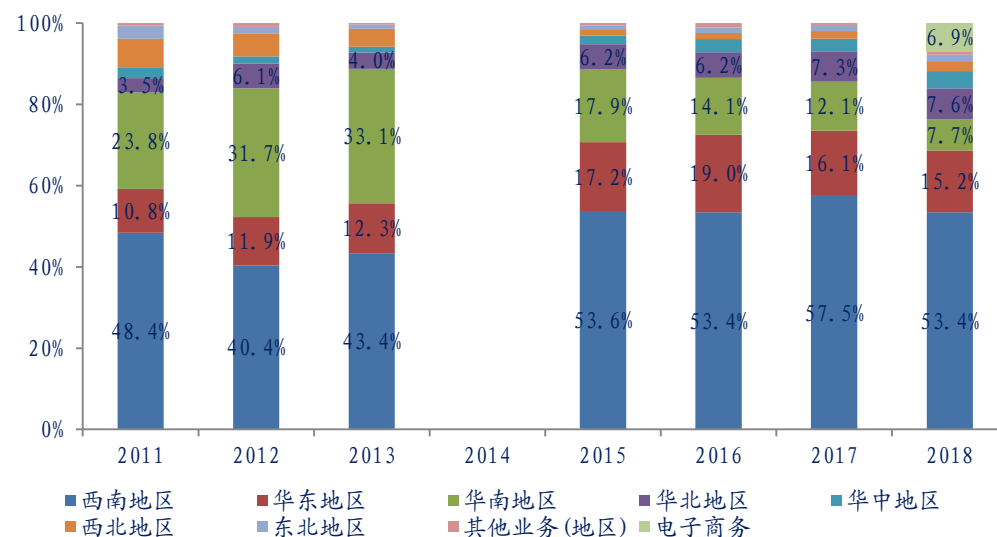
2018 年电商渠道实现收入 0.7 亿元，占当年销售收入的 6.9%。

图 14：2011-2017 年公司收入规模按地区构成（单位：亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理（公司未披露 2014 年分地区收入情况）

图 15：2011-2017 年公司收入占比按地区构成变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理（公司未披露 2014 年分地区收入情况）

(二) 业务概况：定位中高端的调味品企业

公司业务主要分为两个部分：一是焦糖色等**食品添加剂**的研发、生产和销售；二是酱油、食醋、料酒等**调味品**的研发、生产和销售。其中调味品主要采用“千禾”商标，“千禾”是四川省著名商标，焦糖色主要采用“恒泰”商标，“恒泰”是中国驰名商标。

图 16：公司产品图

食品添加剂产品：



焦糖色



酱油粉



食醋粉

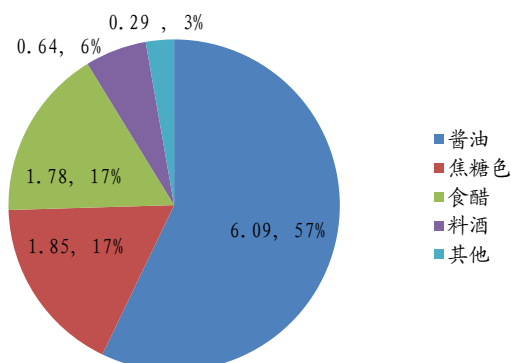
调味品产品：



资料来源：恒泰食品官网，公司招股说明书，中国银河证券研究院整理

公司目前业务收入中接近 80% 是调味品，酱油占比接近 60%，焦糖色业务占比持续萎缩至 20% 以下。2018 年公司实现营业收入 10.65 亿元，其中调味品收入 8.51 亿元，占比为 80%，焦糖色收入 1.85 亿元，占比为 17%。在调味品收入中，酱油、食醋、料酒分别实现销售收入 6.09、1.78、0.64 亿元，分别占到公司总销售收入的 57、17、6%。

图 17：2018 年公司收入按产品构成（单位：亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

公司调味品产品以中高端为主，其中有机产品为第一序列，包括有机酱油、有机醋、有机糯米白醋等高端产品，第二序列包括头道原香系列酱油、东坡红纯酿、高鲜酱油、窖醋系列等次高端产品，第三序列包括千禾味极鲜、鲜鲜鲜、黄豆酱油等普通价格产品。高端产品的价格区间大于等于 40 元/500ml，次高端产品的价格区间为 10-40 元/500ml。目前第三序列产品只在西南地区销售，而西南以外地区只销售高端和次高端产品，因此综合来看，公司全国性的定位是主打中高端的。公开资料显示，2017 年公司 10 元以上的产品销售收入占比 65%左右。

表 1：公司主要产品终端价格对应表

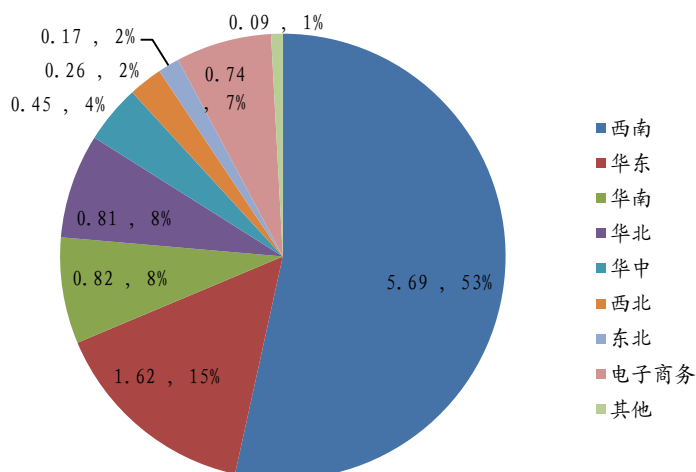
高端			
有机醋	有机糯米白醋	有机酱油	
			
¥46.8 / 500ml	¥49.8 / 500ml	¥42.8 / 500ml	
次高端			
头道原香 380 天特级生抽	头道原香 280 天特级生抽	头道原香 180 天特级生抽	东坡红头道老抽
			
¥29.8 / 500ml	¥22.8 / 500ml	¥16.8 / 500ml	¥16.8 / 500ml

窖醋 10 年	窖醋 6 年	窖醋 5 年	窖醋 3 年
			
¥ 29.8 / 500ml	¥ 22.8 / 500ml	¥ 15.8 / 500ml	¥ 9.8 / 500ml
6 年份料酒	3 年份料酒	糯米料酒	葱姜料酒
			
¥ 14.8 / 500ml	¥ 12.8 / 500ml	¥ 10.8 / 500ml	¥ 9.8 / 500ml
9° 糯米醋	糯米香醋	姜蒜香醋	白醋
			
¥ 11.8 / 500ml	¥ 9.8 / 500ml	¥ 6.9 / 500ml	¥ 8.8 / 500ml

资料来源：千禾京东自营旗舰店（2019 年 7 月 31 日价格数据，电商目前不销售第三序列普通价格产品），中国银河证券研究院整理

公司目前销售收入 50% 以上仍然来自于西南地区，未来全国化扩张效果值得期待。2018 年公司西南、华东、华南、华北、华中、西北、东北销售收入分别为 5.69、1.62、0.82、0.81、0.45、0.26、0.17 亿元，占比分别为 53、15、8、8、4、3、2%。另外，公司 2018 年电子商务销售额达到 0.7 亿元，占比 7%。

图 18：2018 年公司收入按地区构成（单位：亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

公司作为调味发酵品市场中的后起之秀，绝对规模与行业巨头差距较大，但是因其主打中高端的产品定位和较强的营销能力，公司盈利能力和业绩增速都处在较高水平。公司总资产和净资产随着业务规模扩张不断提升，截至 2019 年 3 月 31 日，公司总资产和净资产分别达到 18.75 和 13.59 亿元。公司收入和利润规模稳健增长，2018 年公司营业收入和扣非净利润分别达到 10.65 和 1.55 亿元，虽然绝对规模与调味品市场上的巨头相比差距较大，但是公司业绩增速较高。

2015 年由于公司主要客户海天大幅减少对公司焦糖色的采购，公司收入小幅下滑，之后由于公司调味品业务发力、抵消了焦糖色收入下滑，营收继续恢复较高增速增长；公司从 2013 年下半年开始调味品的省外业务扩张，2014 年由于调味品业务收入占比还不高（2015 年开始公司调味品收入占比显著提升），导致公司总体毛利率提升尚不明显（调味品毛利率远高于焦糖色等食品添加剂），且 2014 年由于开发省外渠道、销售费用投入较大，导致 2014 年公司净利润有所下滑，但是 2015 年开始公司净利润增速不断提升。

2018 年公司业绩维持较高增速，虽然增速相较 16 和 17 年有所放缓，但扣非净利润仍然实现了接近 20% 的增长。公司业务逐步从焦糖色等食品添加剂向调味发酵品侧重，且调味产品以中高端为主、单价较高，因此公司盈利能力较强，毛利率和净利率水平不断提升，2018 年公司毛利率和净利率分别达到 45.74 和 22.53%。

表 2：公司主要财务数据

主要科目	2019Q1	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年	2012 年	2011 年
资产总额 (亿元)	18.75	19.31	11.96	10.27	7.24	6.49	5.18	4.46	3.82
净资产 (亿元)	13.59	13.07	10.63	8.90	4.67	4.01	3.61	3.03	2.62
营业收入 (亿元)	2.91	10.65	9.48	7.71	6.24	6.51	6.13	5.50	5.03
YOY (%)	18.46	12.37	23.00	23.62	-4.18	6.22	11.47	9.34	

净利润 (亿元)	0.51	2.40	1.44	1.00	0.67	0.53	0.70	0.62	0.47
扣除非经常性损益后的净利润 (亿元)	0.46	1.55	1.30	0.88	0.64	0.53	0.67	0.57	0.48
YOY (%)	19.07	19.39	47.35	37.00	21.78	-20.57	17.40	18.83	
毛利率 (%)	48.26	45.74	43.34	40.97	37.19	32.51	32.15	29.49	26.78
净利率 (%)	17.38	22.53	15.19	12.98	10.67	8.14	11.50	11.26	9.36

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(三) 成本结构: 对大豆和包材成本敏感

公司焦糖色产品的生产成本主要是原材料, 以大米、葡萄糖浆、葡萄糖母液、白砂糖、甘蔗糖蜜、果葡糖浆及葡萄糖粉为主, 合计占生产成本比重在 71% 以上。以上 7 种原材料的占比波动较大, 主要是由于以上原材料均可单独作为生产焦糖色的原材料, 公司会根据客户的需求和自身成本的考虑, 进行原材料的选择采购。

表 3: 公司焦糖色单位生产成本的构成 (单位: 元/吨)

项目	2015 年度		2014 年度		2013 年度	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
原材料	1,429.19	73.67	1,566.36	77.08	1,614.85	77.35
其他辅材	163.72	8.44	166.43	8.19	163.57	7.83
直接人工	77.33	3.99	64.08	3.15	58.73	2.81
制造费用	269.79	13.91	235.34	11.58	250.56	12.00
合计	1,940.03	100.00	2,032.20	100.00	2,087.71	100.00

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

表 4: 焦糖色主要原材料占生产成本的比重

原材料名称	2015 年度	2014 年度	2013 年度
葡萄糖浆	8.71%	22.21%	29.17%
葡萄糖母液	28.50%	20.68%	15.86%
果葡糖浆	11.71%	11.94%	8.68%
葡萄糖粉	0.14%	3.26%	2.10%
甘蔗糖蜜	10.86%	6.61%	7.28%
白砂糖	6.40%	4.63%	6.15%
大米	5.21%	5.34%	6.04%
合计	71.53%	74.67%	75.28%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

公司酱油产品的主要成本包括豆粕、小麦、食盐等原材料, 玻璃瓶、塑料瓶等包装材料和蒸汽、电等燃料动力等, 其中包装材料中的玻璃瓶、塑料瓶占生产总成本约 22%, 原材料中的豆粕占比约 16%, 是成本中占比最高的两个要素。

表 5: 公司酱油单位生产成本的构成 (单位: 元/吨)

项目	2015 年度		2014 年度		2013 年度	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
原材料	1,292.75	46.57	1,274.23	44.42	1,178.96	41.50
包装材料	910.66	32.80	921.98	32.14	943.40	33.21
人工成本	193.69	6.98	227.23	7.92	241.59	8.50
制造费用	379.04	13.65	445.16	15.52	476.92	16.79
合计	2,776.14	100.00	2,868.61	100.00	2,840.87	100.00

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

表 6: 酱油主要原材料、包装材料等占生产成本的比重

原材料名称	2015 年度	2014 年度	2013 年度
豆粕	16.09%	16.23%	15.05%
小麦	3.61%	3.87%	3.75%
食盐	4.22%	4.51%	4.55%
玻璃瓶、塑料瓶	21.54%	21.95%	22.39%
蒸汽、电等燃料动力	8.39%	9.15%	10.21%
合计	53.85%	55.71%	55.95%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

食醋产品中生产成本占比最高的分别是**包装材料和原材料**, 大约占到生产总成本的 47、26%。其中包装材料成本中主要是玻璃瓶、塑料瓶成本, 大约占到总成本的 30%, 甚至超过了原材料总成本, 原材料成本中占比较高的是大米和麦麸, 分别占到生产成本的 8-9%左右。

表 7: 公司食醋单位生产成本的构成 (单位: 元/吨)

项目	2015 年度		2014 年度		2013 年度	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
原材料	426.88	25.93	477.15	27.39	514.78	27.54
包装材料	772.13	46.90	787.88	45.22	826.72	44.22
人工成本	163.55	9.93	181.10	10.39	191.85	10.26
制造费用	283.80	17.24	296.20	17.00	336.11	17.98
合计	1,646.37	100.00	1,742.33	100.00	1,869.46	100.00

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

表 8: 食醋主要原材料、包装材料等占生产成本的比重

原材料名称	2015 年度	2014 年度	2013 年度
大米	8.63%	9.30%	9.67%
麦麸	8.51%	9.17%	7.97%
玻璃瓶、塑料瓶	31.72%	29.46%	28.95%
蒸汽、电等燃料动力	8.14%	7.87%	9.71%
合计	57.00%	55.80%	56.30%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

从公司前五大供应商的变化来看, 随着公司业务逐渐从以焦糖色等食品添加剂为主转向以酱油等调味品为主, 采购的主要内容也从葡萄糖浆、大米等转为**豆粕、玻瓶、聚脂瓶**等。公司近几年向前五大供应商采购金额占全部采购金额的比例逐步降低, 不存在对核心供应商的重大依赖问题。

表 9: 公司向前五大供应商采购情况

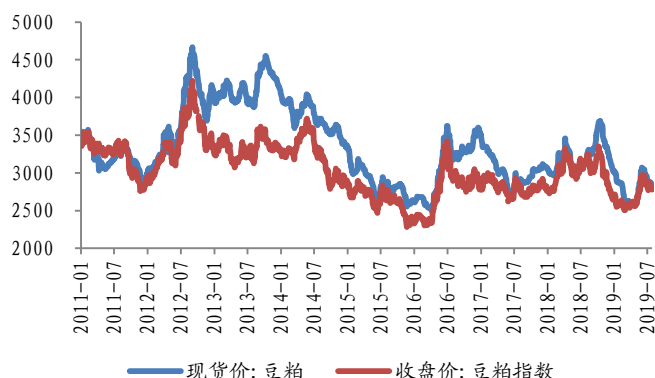
期间	单位名称	主要采购内容	采购金额 (万元)	采购占比
2011 年	中央储备粮眉山直属库	-	2,155.96	5.90%
	柳州顺意来生物科技有限公司	-	1,442.82	3.95%
	四川简阳新西拉丝有限责任公司	-	1,077.36	2.95%
	南宁市祥宝荣商贸有限公司	-	971.27	2.66%
	九三集团北安大豆制品有限公司	-	958.67	2.63%
	合计		6,606.08	18.09%
2012 年	柳州顺意来生物科技有限公司	葡萄糖浆	6,302.43	18.18%
	成都市新津映辉实业有限公司	外购酒精	1,380.19	3.98%
	九三集团北安大豆制品有限公司	豆粕	1,358.58	3.92%
	潍坊盛泰药业有限公司	口服葡萄糖、母液、葡萄糖浆	1,175.15	3.39%
	罗江县金旺米业有限责任公司	大米、碎米	1,061.46	3.06%
	合计		11,277.81	32.53%
2013 年	柳州顺意来生物科技有限公司	葡萄糖浆	5,636.11	15.06%

	山东西王糖业有限公司	果葡糖浆、母液、葡萄糖粉	4,532.26	12.11%
	成都市新津映辉实业有限公司	外购酒精	2,043.47	5.46%
	罗江县金旺米业有限公司	大米、糯米、碎米	1,528.68	4.08%
	简阳新西拉丝有限责任公司	玻瓶	1,238.48	3.31%
	合计		14,978.99	40.02%
2014 年	山东西王糖业有限公司	糖浆、母液、葡萄糖粉	6,511.22	16.36%
	柳州顺意来生物科技有限公司	葡萄糖浆	2,828.43	7.11%
	成都市新津映辉实业有限公司	外购酒精	2,130.62	5.35%
	简阳新西拉丝有限责任公司	玻瓶	1,907.13	4.79%
	江西曼辰食品科技有限公司	葡萄糖浆	1,420.11	3.57%
	合计		14,797.51	37.18%
2015 年	山东西王糖业有限公司	母液、葡萄糖粉、果葡糖浆	7,087.69	18.75%
	简阳新西拉丝有限责任公司	玻瓶	2,194.38	5.81%
	江西曼辰食品科技有限公司	葡萄糖浆	1,674.82	4.43%
	九三集团北安大豆制品有限公司	豆粕	1,650.29	4.37%
	眉山市大成包装有限公司	聚脂瓶	1,172.06	3.10%
	合计		13,779.24	36.46%
2016 年	山东西王糖业有限公司	母液、葡萄糖粉、糖浆	3,516.77	8.62%
	九三集团哈尔滨惠康食品有限公司北安分公司	豆粕、黄豆	2,730.96	6.69%
	贵州华兴玻璃有限公司	玻瓶	2,379.57	5.83%
	眉山市大成包装有限公司	聚脂瓶	1,783.71	4.37%
	罗江县金旺米业有限公司	大米、碎米、糯米、谷壳	1,646.25	4.03%
	合计		12,057.26	29.54%
2017 年	九三集团哈尔滨惠康食品有限公司北安分公司	豆粕	3,046.59	6.49%
	贵州华兴玻璃有限公司	玻瓶	2,680.24	5.71%
	眉山市大成包装有限公司	聚脂瓶	2,553.88	5.44%
	山东西王糖业有限公司	母液	2,509.02	5.34%
	大冶市华兴玻璃有限公司	玻瓶	2,105.03	4.48%
	合计		12,894.75	27.46%
2018 年	九三集团哈尔滨惠康食品有限公司北安分公司	-	5,623.30	10.85%
	贵州华兴玻璃有限公司	-	5,139.25	9.91%
	山东瑞光生物科技有限公司	-	3,157.11	6.09%
	成都紫江包装有限公司眉山分公司	-	2,599.22	5.01%
	山东西王糖业有限公司	-	2,544.51	4.91%
	合计		19,063.39	36.77%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

原材料价格波动对公司调味品生产成本有直接影响。公司成本受豆粕、大豆、聚脂瓶和玻璃瓶价格影响较大，从收集的商品市场数据来看，2018 年以来豆粕、PET 和玻璃价格增长较多之后有所回落，后续影响取决于商品价格增长幅度和公司采购控价政策。

图 19: 豆粕价格



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 20: 大豆价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 21: PET 价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 22: 玻璃价格指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(四) 产能建设: 调味品产能不断扩张升级

公司 1996 年成立以来, 持续从事焦糖色等食品添加剂的研发、生产和销售, 现在是国内焦糖色主要生产企业。2001 年, 公司开始从事酱油、食醋等调味品的研发、生产和销售。

图 23: 公司焦糖色生产流程



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 24：公司食醋生产流程



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

公司酱油生产的发酵方法主要采用**高盐稀态发酵**，并且是**恒温发酵**，与海天等品牌采用的晒制发酵有所不同。公司的发酵方法要求恒温、密闭空间，因此生产过程中的能耗较大，但是由于严格控制了温度和适度，因此发酵效率较高、生产过程中损耗较少，不像晒制发酵易受到天气因素影响。海天虽然采用的也是高盐稀态发酵，但是其对发酵原料日晒夜露、自然发酵，属于传统酿造工艺。

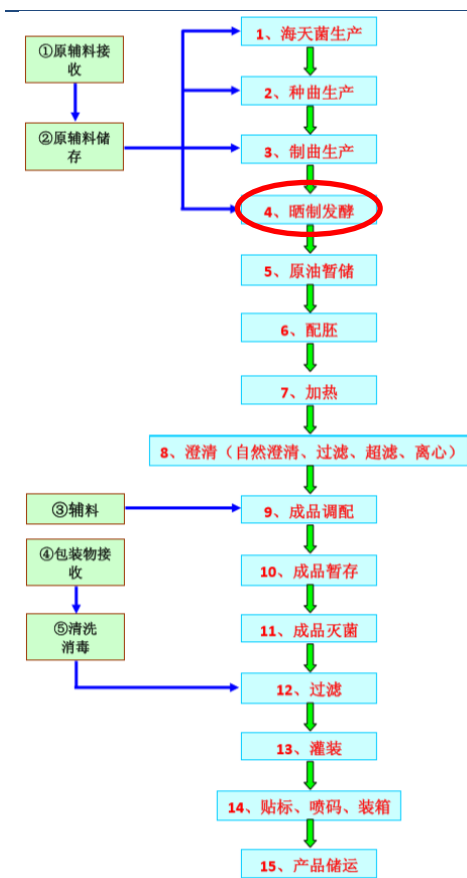
与高盐稀态发酵对应的是低盐固态发酵，高盐稀态发酵是原料制曲后与盐水混合成稀醪、再经发酵制成酱油的工艺，低盐固态发酵是原料制曲后与盐水混合成固态酱醅、再经发酵成酱油的工艺，后者操作容易、设备简单、发酵周期较短、成本较低。

图 25：公司酱油生产流程



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 26：海天酱油生产流程



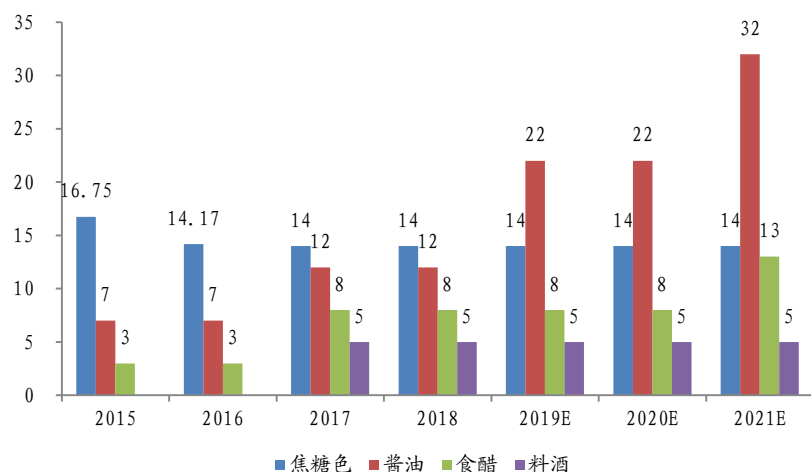
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

公司目前有眉山工厂、柳州恒泰、潍坊恒泰、丰城恒泰 4 个生产基地。其中，眉山工厂主要从事酱油、食醋、料酒等产品的生产，柳州恒泰、潍坊恒泰、丰城恒泰三家子公司主要从事焦糖色产品的生产和销售。其中潍坊恒泰（山东）主要服务于东北、华北、华东、中原、西北市场，柳州恒泰（广西）主要服务于华南、中南市场，丰城恒泰（江西）贴近原材料供应地。

公司在 2016 年 7 月以前还拥有石家庄恒泰子公司，服务于华北和东北的焦糖色市场，因原料、环境、土地等方面原因导致石家庄恒泰无法再为公司创造良好的经营业绩（2015 年石家庄恒泰亏损 20.08 万元），2016 年 7 月公司清算注销了石家庄恒泰，华北和东北市场的需求主要转由潍坊恒泰满足，这也是公司焦糖色产能从 2015 年的 16.75 万吨下降为 2017 年的 14 万吨的原因。

公司目前焦糖色年产能 14 万吨、酱油 12 万吨、食醋 8 万吨、料酒 5 万吨。2016 年公司 IPO 募资 2.27 亿元用于建设年产 5 万吨酱油+5 万吨食醋生产线项目（项目总投资 2.27 亿元），2017 年底已经建设完成。2018 年上半年公司发行可转债募资 3.56 亿元用于建设年产 20 万吨酱油+5 万吨食醋生产线项目（项目总投资 5.39 亿元），项目分为两期：第一期为 10 万吨/年酿造酱油生产线建设，预计 2019 年 6 月建设完成；第二期为 10 万吨/年酿造酱油+5 万吨/年酿造食醋生产线建设，预计 2020-2021 年完成。预计 2021 年公司调味品年产能达到 50 万吨，其中酱油、食醋、料酒分别为 32、13、5 万吨/年，调味品总产能大约为目前的 2.5 倍。

图 27：公司产能情况（截至年底数据）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

公司采取以销定产的模式，因此产销率一直处于较高水平。2018 年度公司酱油、食醋、焦糖色产销率分别为 97.17%、99.04%、97.29%，总体维持稳定。

表 10：公司过去三年产销率（单位：万吨）

产品类型	2018 年度			2017 年度			2016 年度		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
酱油	11.43	11.10	97.17%	9.63	9.50	98.56%	7.43	7.12	95.91%
食醋	4.52	4.47	99.04%	4.21	4.15	98.57%	3.55	3.51	98.85%
焦糖色	7.67	7.39	96.44%	8.08	8.08	100.08%	9.08	8.82	97.09%
合计	23.61	22.97	97.29%	21.92	21.73	99.12%	20.06	19.45	96.97%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理（上表中的焦糖色产量、销量均不含自产自用量；上表中的产量不含半成品产量）。

2018 年公司酱油、食醋、焦糖色产能利用率分别为 95%、56.5%、55%。2019 年 6 月公司酱油 10 万吨新增产能建设完成后，2019 年酱油产能将达到 22 万吨，对公司 2019 年及以后的销售能力提出较高要求。

表 11：公司过去三年主要产品的产能利用情况（单位：万吨）

产品类型	2018 年度			2017 年度			2016 年度		
	产量	产能	利用率	产量	产能	利用率	产量	产能	利用率
酱油	11.43	12.00	95%	9.63	12.00	80%	7.43	7.00	106%
食醋	4.52	8.00	56.5%	4.21	8.00	53%	3.55	3.00	118%
焦糖色	7.67	14.00	55%	8.52	14.00	61%	9.48	14.17	67%
合计	23.61	34.00	69%	22.37	34.00	66%	20.46	24.17	85%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理（2016 年度公司酱油、食醋产量包括公司首发募投项目试生产的产量，因此，酱油、食醋的产能利用率较高；2016 年、2017 年焦糖色产能下降主要原因系公司注销了子公司石家庄恒泰所致。）

(五) 销售分析：省内深耕、省外协同经销商发力

公司焦糖色销售以直销为主，经销为辅。公司的食品添加剂销售以直接面向下游大、中型食品生产企业的直销为主，也通过经销商将产品销售给较小的下游食品生产企业。

公司调味品销售以经销为主，直销为辅。在西南地区，公司的子公司四川吉恒主要负责 KA 超市、主要地方连锁超市等现代渠道的销售，经销商负责其他渠道的销售（主要是传统渠道，比如农贸市场、夫妻店）；西南以外地区的调味品销售主要依赖于经销商，且西南以外市场只走 KA、电商等现代渠道，并未开展传统渠道的销售。

从调味品产品、销售地区和渠道的匹配情况来看，西南地区以外，公司只销售零添加等中高端调味品，且销售主要依赖于经销商，以商超等现代渠道为主，西南地区内，公司是全产品线+全渠道，既销售中高端产品，也销售普通价位产品，子公司四川吉恒主要负责现代渠道销售（直销），经销商主要负责传统渠道销售。

公司前五大客户的变化与公司业务的转型特点相一致，2014 年以前以食品添加剂客户为主，2014 年以后调味品客户销售额明显增大。2014 年以前，公司调味品业务还未进行全国化发力扩张，公司前五大客户的采购内容主要是焦糖色等食品添加剂，其中不乏海天、李锦记、美味鲜等知名调味品企业，四川吉恒在 2012 年 2 月被公司收购，此后不再是公司客户。2014 年开始，随着公司调味品渠道铺设的效果显现，调味品客户开始进入前五大客户之列，其中永辉、沃尔玛、红旗连锁为 KA 商户，汇鲜堂是公司负责华东市场的商超型经销商。

2013 年 8 月开始合作后，公司对汇鲜堂销售金额不断扩大，从 2013 年的 244.40 万元增加到 2017 年的 7482.98 万元，2014 年汇鲜堂成为公司调味品第一大客户，2016 年汇鲜堂超过李锦记成为公司第一大客户。2018 年公司对汇鲜堂的销售占总收入比例为 7.09%，绝对值偏高，但是较 2016 年的 8.44% 有所下降，公司与汇鲜堂合作关系稳定（经销合同有效期 10 年），且汇鲜堂并不经销同品类其他品牌产品，加之后期公司其他经销商深耕发力，预计公司对汇鲜堂的依赖度会有所下降。

2018 年公司向前五大客户的销售收入占公司总收入的 16%，销售集中度和大客户依赖度呈现下降趋势。2015 年以来公司的前五大客户销售收入占比呈现逐步下降趋势，未来随着公司全国化扩张的深入和经销商的开发完备，预计销售集中度会进一步下降。

表 12：公司向前五大客户销售情况

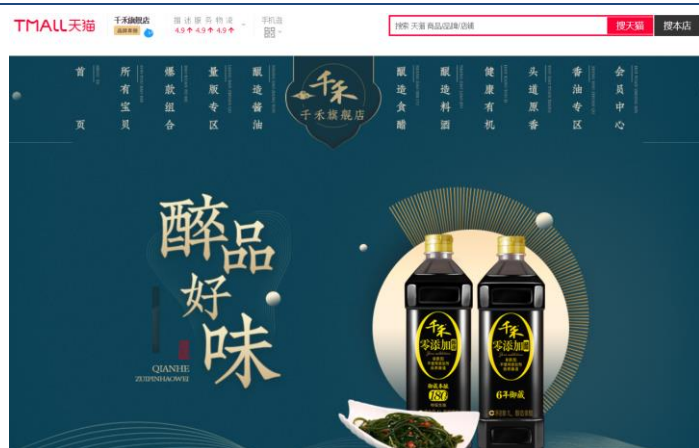
期间	单位名称	主要销售内容	销售金额（万元）	收入占比
2011 年	佛山市海天（高明）调味食品有限公司	食品添加剂	7693.53	15.31%
	李锦记（新会）食品有限公司	食品添加剂	1250.84	2.49%
	四川吉恒食品有限公司	调味品	1214.51	2.42%
	四川至道商贸有限公司	食品添加剂	830.42	1.65%
	宝鸡市渭滨区恒添化工商行	食品添加剂	725.50	1.44%
	合计		11714.81	23.31%
2012 年	佛山市海天（高明）调味食品有限公司	食品添加剂	11440.93	20.82%
	李锦记（新会）食品有限公司	食品添加剂	1928.34	3.51%
	广东珠江桥生物科技股份有限公司	食品添加剂	918.62	1.67%
	抚宁县留守营镇祥云食品添加剂经销处	食品添加剂	772.67	1.41%
	广东美味鲜调味食品有限公司	食品添加剂	687.33	1.25%
	合计		15747.90	28.66%

2013 年	佛山市海天（高明）调味食品有限公司	食品添加剂	11971.34	19.54%
	李锦记（新会）食品有限公司	食品添加剂	3859.49	6.30%
	江苏伊例家食品有限公司	食品添加剂	1972.26	3.22%
	广东美味鲜调味食品有限公司	食品添加剂	1015.01	1.66%
	广东珠江桥科技股份有限公司	食品添加剂	980.51	1.60%
	合计		19798.61	32.32%
2014 年	佛山市海天（高明）调味食品有限公司	食品添加剂	10,099.07	15.52%
	李锦记（新会）食品有限公司	食品添加剂	4,960.02	7.62%
	江苏伊例家食品有限公司	食品添加剂	2,802.27	4.31%
	上海汇鲜堂食品销售有限公司	调味品	2,477.13	3.81%
	永辉物流有限公司	调味品	1,122.69	1.73%
	合计		21,461.18	32.98%
2015 年	李锦记（新会）食品有限公司	食品添加剂	4,200.56	6.74%
	上海汇鲜堂食品销售有限公司	调味品	3,350.75	5.37%
	佛山市海天（高明）调味食品有限公司	食品添加剂	3,010.73	4.83%
	江苏伊例家食品有限公司	食品添加剂	2,823.34	4.53%
	永辉物流有限公司	调味品	1,947.18	3.12%
	合计		15332.55	24.59%
2016 年	上海汇鲜堂食品销售有限公司	调味品	6,502.46	8.44%
	李锦记（新会）食品有限公司	食品添加剂	4,273.36	5.54%
	永辉物流有限公司	调味品	2,028.08	2.63%
	江苏伊例家食品有限公司	食品添加剂	1,858.80	2.41%
	佛山市海天（高明）调味食品有限公司	食品添加剂	1,435.37	1.86%
	合计		16098.07	20.88%
2017 年	上海汇鲜堂食品销售有限公司	调味品	7,482.97	7.89%
	李锦记（新会）食品有限公司	食品添加剂	5,665.43	5.98%
	永辉物流有限公司	调味品	2,284.02	2.41%
	沃尔玛（中国）投资有限公司	调味品	1,575.18	1.66%
	成都红旗连锁批发有限公司	调味品	1,443.42	1.52%
	合计		18451.02	19.46%
2018 年	上海汇鲜堂食品销售有限公司	-	7,556.82	7.09%
	永辉物流有限公司	-	3,089.51	2.90%
	北京京东世纪信息技术有限公司	-	2,530.03	2.37%
	中山市五谷源商贸有限公司	-	2,386.78	2.24%
	成都永辉商业发展有限公司	-	1,882.26	1.77%
	合计		17445.40	16.37%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

除零售渠道之外，公司还在餐饮渠道和电商渠道持续发力。公司目前餐饮渠道收入占比比较低，2017 年度公司餐饮及工厂渠道调味品销售收入近 4200 万元，占公司当年调味品总销售额的 6% 不到，同时期海天的餐饮渠道收入占比大概是 60%。目前，公司已经通过直供与北京西贝、眉州东坡等品牌餐饮连锁企业取得了合作，2018 年 7 月，公司新设立餐饮事业部，为开拓餐饮渠道配备专业团队，率先开拓华北、华中、华南餐饮市场，并且从产品口味、包装和规格等方面重新规划，打造餐饮渠道专供产品线。电商方面，公司目前已经拥有天猫和京东旗舰店，并且入驻天猫超市，2018 年公司电商销售收入 0.74 亿元，在公司总收入中占比约 7%，保持较高增速。

图 28：公司天猫旗舰店首页



资料来源：天猫，中国银河证券研究院整理

图 29：公司京东旗舰店首页



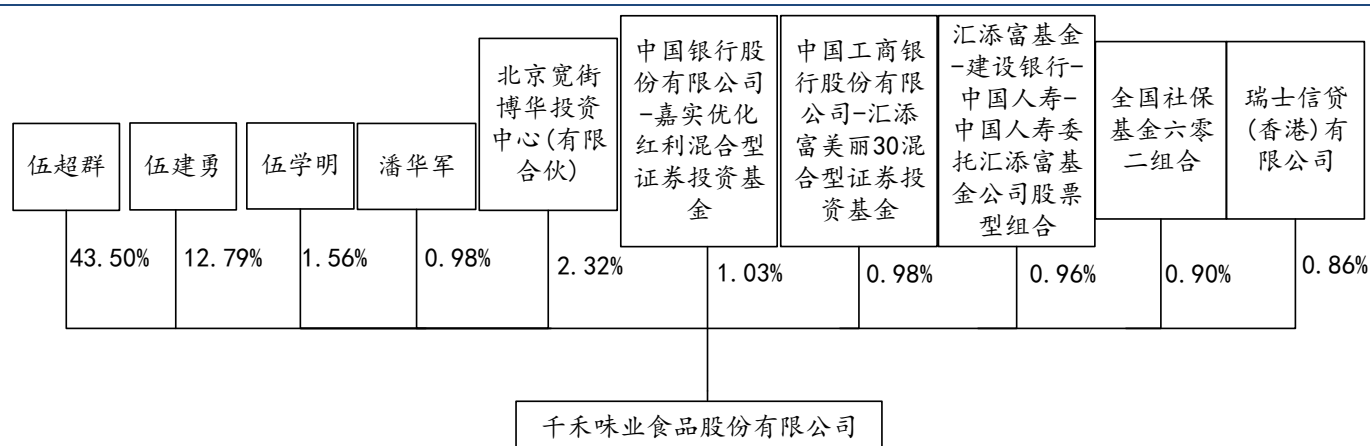
资料来源：京东，中国银河证券研究院整理

三、民营机制灵活，股权激励有序

（一）机制灵活的民营企业

从股权结构来看，公司是一家**民营家族企业**。第一大股东伍超群是公司实际控制人，截至 2019 年一季报，伍超群持有公司 43.50% 股份。第一大股东伍超群是第二大股东伍建勇的叔叔，是第五大股东伍学明的弟弟，是第七大股东潘华军的妻弟。伍建勇、伍学明、潘华军分别持有公司 12.79%、1.56%、0.98% 的股份，伍家四人合计持有公司 58.83% 的股份。

图 30：公司股权结构（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

股东中北京宽街博华投资中心（有限合伙）原名北京高盛投资中心（有限合伙），截至 2019 年一季报，持有公司 2.32% 股份。北京高盛于 2011 年 11 月入股千禾味业，持有公司 10.10%

股份, 2012 年 4 月伍建勇向北京高盛转让 4.53% 股权, 千禾味业上市前宽街博华合计持有公司 14.63% 股份, 上市后其持股比例稀释至 10.97%。从 2017 年二季度开始, 宽街博华逐步减少千禾味业持股, 目前其持股比例下降至 2.32%。

表 13: 公司十大股东明细 (2019 年一季度)

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	持股比例变动(%)	股本性质
1	伍超群	141,893,116	43.5000	0.0000	A 股流通股
2	伍建勇	41,711,196	12.7900	0.0000	A 股流通股
3	北京宽街博华投资中心(有限合伙)	7,566,970	2.3200	-1.0000	A 股流通股
4	伍学明	5,094,420	1.5600	0.0000	A 股流通股
5	中国银行股份有限公司-嘉实优化红利混合型证券投资基金	3,373,492	1.0300		A 股流通股
6	潘华军	3,205,416	0.9800	0.0000	A 股流通股
7	中国工商银行股份有限公司-汇添富美丽 30 混合型证券投资基金	3,199,892	0.9800	0.2400	A 股流通股
8	汇添富基金-建设银行-中国人寿-中国人寿委托汇添富基金公司股票型组合	3,125,700	0.9600	0.0000	A 股流通股
9	全国社保基金六零二组合	2,946,454	0.9000		A 股流通股
10	瑞士信贷(香港)有限公司	2,802,177	0.8600		A 股流通股
合 计		214,978,833	65.8800		

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 14: 公司十大流通股股东明细 (2019 年一季度)

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	持股比例变动(%)	股本性质
1	伍超群	141,893,116	43.5034		A 股流通股
2	伍建勇	41,711,196	12.7883		A 股流通股
3	北京宽街博华投资中心(有限合伙)	7,566,970	2.3200	-0.9996	A 股流通股
4	伍学明	5,094,420	1.5619	0.0002	A 股流通股
5	中国银行股份有限公司-嘉实优化红利混合型证券投资基金	3,373,492	1.0343		A 股流通股
6	潘华军	3,205,416	0.9828		A 股流通股
7	中国工商银行股份有限公司-汇添富美丽 30 混合型证券投资基金	3,199,892	0.9811	0.2453	A 股流通股
8	汇添富基金-建设银行-中国人寿-中国人寿委托汇添富基金公司股票型组合	3,125,700	0.9583	0.0001	A 股流通股
9	全国社保基金六零二组合	2,946,454	0.9034		A 股流通股
10	瑞士信贷(香港)有限公司	2,802,177	0.8591		A 股流通股
合 计		214,918,833	65.8925		

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

（二）高管团队认同度高、专业能力强

公司核心管理团队绝大多数都在公司服务很长时间,跟随公司一起成长,且深耕行业多年、经验较为丰富,公司整体凝聚力较强、高管专业能力过硬。

公司高管履历如下:

伍超群,中国国籍,无境外永久居留权,1969年5月出生,工商管理硕士。1996年1月和伍学明共同创建四川省恒泰食品添加剂实业有限责任公司,历任副总经理、总经理。公司创始人,第一大股东,控股股东,眉山市第二、三届人大代表,眉山市第三届政协常委,四川省第十二届、十三届人大代表。现任公司**董事长兼总裁**。

刘德华,中国国籍,中共党员,无境外永久居留权,1964年5月出生,大专学历。1997年9月进入四川省恒泰食品添加剂实业有限责任公司,历任苏州市恒泰食品有限公司总经理,柳州恒泰食品有限公司总经理,2008年至2012年4月,任四川恒泰企业投资有限公司副总经理,2012年4月至今,任公司**董事、副总裁**。

何天奎,中国国籍,无境外永久居留权,1974年8月出生,本科学历。1999年9月进入四川省恒泰食品添加剂实业有限责任公司,历任会计、财务经理,2006年至今,任公司**董事、财务总监**。

吕科霖,女,1989年1月生,汉族,四川眉山人,中国共产党党员,2012年7月毕业于清华大学,文学学士,2014年2月获得上海证券交易所颁发的董事会秘书资格证书,同时持有会计从业资格证,证券从业资格证。曾任四川长虹电器股份有限公司董事会办公室主办、资产管理部项目经理,长期从事信息披露、投资者关系管理、资产运作等相关工作。2016年5月加入公司,现任公司**董事会秘书、总裁办主任**。

伍学明,中国国籍,无境外永久居留权,1953年3月出生,高级工程师。1996年1月和伍超群共同创建四川省恒泰食品添加剂实业有限责任公司,曾任公司总经理,2003年7月至今,任公司总工程师。中国调味品协会第四届、第五届理事会副会长,全国调味品标准化技术委员会委员,四川省调味品行业杰出技术人才。现任本公司**董事、总工程师**。

（三）股权激励计划有序开展

公司2017年底推出股票激励计划,以定向增发方式对3名公司高管和103名中层管理人员及核心骨干合计授予598.52万股公司股票,授予价格为9.31元/股,授予日为2017年10月31日,股权登记日为2017年12月31日,限售期分别为自股权登记日起1年、2年、3年、4年,对应的解除限售比例分别为30%、20%、20%、30%,解除限售考核年度为2017-2020年四个会计年度,各年度业绩考核目标如下:

表 15: 2017 年限制性股票激励计划业绩考核目标

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	公司需满足下列两个条件之一：① 以公司 2016 年营业收入为基数，2017 年营业收入增长率不低于 20%；或 ② 以公司 2016 年净利润为基数，2017 年公司净利润增长率不低于 50%；
第二个解除限售期	公司需满足下列两个条件之一：① 以公司 2016 年营业收入为基数，2018 年营业收入增长率不低于 40%；或 ② 以公司 2016 年净利润为基数，2018 年公司净利润增长率不低于 80%；
第三个解除限售期	公司需满足下列两个条件之一：① 以公司 2016 年营业收入为基数，2019 年营业收入增长率不低于 70%；或 ② 以公司 2016 年净利润为基数，2019 年公司净利润增长率不低于 150%。
第四个解除限售期	公司需满足下列两个条件之一：① 以公司 2016 年营业收入为基数，2020 年营业收入增长率不低于 100%；或 ② 以公司 2016 年净利润为基数，2020 年公司净利润增长率不低于 220%。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理（“净利润”、“净利润增长率”指标均以归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润，并剔除本激励计划股份支付费用影响的数值作为计算依据。）

从目前情况来看，公司第一个解除限售期对应的 2017 年业绩考核目标已经达成（2017 年营业收入同增 23.00%，扣非归母净利润同增 47.35%），第二个解除限售期对应的 2018 年业绩目标也已达成（2018 年营业收入同增 12.37%，相对 2016 年增长 38%；2018 年扣非归母净利润同增 19.39%，剔除股份支付费用后的扣非归母净利润相对 2016 年增长 91%）。

第一期解除限售的股权激励对象包括 4 名公司董事、高管和 99 名中层管理人员及核心骨干。

表 16: 首次授予部分限制性股票在各激励对象间的分配情况

序号	姓名	职务	获授的限制性股票数量（万股）	占首次授予限制性股票总数的比例	占授予日股本总额的比例
1	刘德华	董事/副总裁	17.16	2.91%	0.0536%
2	何天奎	董事/财务总监	15.33	2.60%	0.0479%
3	吕科霖	董事会秘书/总裁办主任	20.00	3.39%	0.0625%
4	胡高宏	董事/子公司总经理	19.33	3.27%	0.0604%
中层管理人员及核心骨干（99 人）			518.70	87.84%	1.6209%
合计（103 人）			590.52	100.00%	1.8454%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理（3 名激励对象因离职不再具备激励对象资格；公司下属子公司总经理胡高宏先生因近期职务调整已担任公司董事，由原“中层管理人员”的激励对象分类中单独列出。）

随着公司股票激励计划的开展和实行，公司高管团队将与公司实现更深度的股权和利益绑定，有利于激发其积极性，在公司业务拓展期显得尤为重要。

表 17: 高管薪酬和持股（2018 年报）

姓名	职务	薪酬(万元)	期末持股数(万股)
伍超群	董事长, 总裁	73.38	14,189.31
伍建勇	董事	21.21	4,171.12
伍学明	原董事	48.18	509.44
刘德华	董事, 副总裁	41.38	88.34
何天奎	董事, 财务总监	27.17	56.00
徐毅	原监事会主席	26.34	38.35

吕科霖	董事会秘书	24.51	20.00
王芳	监事会主席	16.09	0.00
刘利彪	职工代表监事	7.69	0.00
车振明	独立董事	7.28	0.00
崔霞	独立董事	7.28	0.00
李江涛	独立董事	7.28	0.00
郑鸥	监事	6.44	0.00

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(四) 销售人员占比高, 人均薪酬提升空间大

公司销售人员增长较快, 占比较高, 生产人员有所减少。公司调味品业务处于从西南向全国发力拓展期, 渠道下沉需要销售资源投入, 因此销售人员逐年增长较快, 2018 年较 2017 年增加 316 人达到 1164 人, 占公司员工总数的 50% 以上。在公司生产规模和销售额扩大的背景下, 公司 2017 年生产人员几乎 0 增长, 2018 年减少 56 人, 说明公司自动化率有所提升、生产效率有所提高。公司技术、财务、行政人员数量保持稳定, 在员工总数中占比不高。

表 18: 公司员工结构纵向对比

	2018 年度		2017 年度		2016 年度	
	人数	占比	人数	占比	人数	占比
生产人员	533	25.5%	589	32.1%	586	33.5%
销售人员	1164	55.7%	848	46.2%	795	45.5%
技术人员	176	8.4%	175	9.5%	158	9.0%
财务人员	42	2.0%	49	2.7%	52	3.0%
行政人员	176	8.4%	174	9.5%	158	9.0%
合计	2091	100.0%	1835	100.0%	1749	100.0%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

18 年公司员工工资和销售团队人均创收有所下滑。2017 年公司员工人均年薪以及销售人员人均年薪均有小幅增加, 2018 年有所下滑, 推测与销售团队扩张过快有关。由于 18 年销售团队人数增加较多, 销售推广成果显现需要时间, 因此 18 年销售人员人均创收较 17 年有所下滑。由于公司自动化水平和生产效率不断提升, 生产人员的人均创收逐年增加。

表 19: 公司员工薪资及创收纵向对比 (单位: 万元)

	2018 年度	2017 年度	2016 年度
人均年薪 ¹	7.0	7.4	6.1
销售人员年薪 ²	7.2	7.8	7.0
销售人员人均创收 ³	91.5	111.8	97.0
生产人员人均创收 ⁴	199.9	161.0	131.5

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

横向与同业比较来看, 公司员工结构中销售人员占比较高。2018 年度, 海天味业员工结构中销售人员与生产人员占比接近, 中炬高新则是生产人员占比高于销售人员, 而千禾味业的销售人员占比高于生产人员较多。

表 20: 员工结构横向对比 (2018 年报)

	千禾味业		海天味业		中炬高新	
	人数	占比	人数	占比	人数	占比
生产人员	533	25.5%	1947	38.0%	1528	32.8%
销售人员	1164	55.7%	2052	40.1%	989	21.2%
技术人员	176	8.4%	615	12.0%	557	12.0%
财务人员	42	2.0%	65	1.3%	50	1.1%
行政人员	176	8.4%	443	8.6%	137	2.9%
其他人员					1397	30.0%
合计	2091	100.0%	5122	100.0%	4658	100.0%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

公司员工薪资和人均创收相较行业龙头尚有提升空间。18 年公司员工年薪为 7.0 万元, 低于海天味业的 14.6 万元和中炬高新的 10.6 万元, 销售人员年薪亦低于海天和中炬。公司销售人员人均销售额低于海天味业和中炬高新较多, 主要与公司仍处于全国化推广期、销售资源投入较大有关, 且海天、中炬餐饮渠道相对千禾更为成熟, 餐饮渠道相对零售渠道的销售费用投入较低。公司生产人员人均创收与同业相比亦有提升空间。

表 21: 员工薪资及创收横向对比 (2018 年报, 单位: 万元)

	千禾味业	海天味业	中炬高新
人均年薪	7.0	14.6	10.6
销售人员年薪	7.2	22.0	11.9
销售人员人均创收	91.5	830.1	421.3
生产人员人均创收	199.9	874.9	272.7

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

1 人均年薪计算方法: 人均年薪=现金流量表支付给职工以及为职工支付的现金/员工总数。

2 销售人员年薪计算方法: 销售人员年薪=销售费用明细中职工薪酬分项/销售人员人数。

3 销售人员人均创收计算方法: 销售人员人均创收=公司当年营业总收入/销售人员人数。

4 生产人员人均创收计算方法: 生产人员人均创收=公司当年营业总收入/生产人员人数。

四、盈利能力和成长性财务指标俱佳

(一) 销售费用较高，盈利能力稳中有升

公司毛利率和净利率稳定提升，由于销售费用率亦逐年增加，净利率提升幅度小于毛利率，ROE 近 5 年稳定保持在 13% 左右的水平。2018 年度公司毛利率 45.74%，同比提升 2.40PCT，销售费用率和管理费用率分别为 20.30% 和 6.81%，分别同比提升 1.78PCT 和下降 0.19PCT，净利率 14.58%，同比提升 0.85PCT，由于销售费用率有所提升，公司净利率提升幅度小于毛利率提升幅度。公司总资产周转率逐年小幅下降，2018 年由于发行可转债进行融资，公司权益乘数有所提升，最近 5 个财年公司扣非 ROE 稳定维持在 13% 的水平。

表 22：千禾味业杜邦分析

年度	2018	2017	2016	2015	2014
毛利率(%)	45.74	43.34	40.97	37.19	32.51
销售费用率(%)	20.30	18.52	20.18	16.65	15.14
管理费用率(%)	6.81	7.00	5.40	6.12	5.97
财务费用率(%)	0.16	0.13	-0.10	1.15	1.05
扣非净利率(%)	14.58	13.73	11.46	10.34	8.13
总资产周转率	0.68	0.85	0.88	0.91	1.12
权益乘数	1.32	1.14	1.29	1.58	1.53
扣非 ROE(%)	13.11	13.32	13.01	14.85	13.89

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理（管理费用采用旧标准，包含研发费用）

公司毛利率处于同业较高水平，销售费用率高于同业较多，扣非 ROE 处于可比合理水平，仍有提升空间。公司 2018 年毛利率 45.74%，仅略低于海天味业的 46.47%，高于中炬高新、恒顺醋业和加加食品，主要系公司调味产品定位中高端，单价较高。公司业务处于从西南地区推广至全国市场的拓展期，因此销售费用率高于可比公司较多，2018 年达到 20.30%。公司管理费用率较为合理，高于海天但低于其他可比上市公司。公司的总资产周转率相比同业尚有提升空间，权益乘数不高。海天的盈利能力指标——扣非净利率和扣非 ROE 具有绝对优势，千禾味业 14.58% 的扣非净利率略高于中炬高新、恒顺醋业，13.11% 的扣非 ROE 低于中炬高新、但高于恒顺醋业。

表 23：可比公司杜邦分析（2018 年度）

证券代码	603027.SH	603288.SH	600872.SH	600305.SH	002650.SZ
证券简称	千禾味业	海天味业	中炬高新	恒顺醋业	加加食品
毛利率(%)	45.74	46.47	39.12	42.19	26.23
销售费用率(%)	20.30	13.13	10.35	14.90	9.67
管理费用率(%)	4.90	1.44	6.62	6.59	5.59
研发费用率(%)	1.91	2.89	2.92	2.82	1.47
财务费用率(%)	0.16	-0.90	1.30	0.54	0.60
扣非净利率(%)	14.58	24.21	13.72	12.95	5.96

总资产周转率	0.68	0.93	0.74	0.63	0.65
权益乘数	1.32	1.42	1.67	1.41	1.30
扣非 ROE(%)	13.11	32.18	16.95	11.44	5.04

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理 (管理费用采用新标准, 未包含研发费用)

随着公司业务结构中调味品占比持续提升、焦糖色占比继续下降, 公司整体毛利率还会有提升空间。2018 年公司收入中酱油、食醋、其他业务 (包括料酒等)、焦糖色的占比分别为 57.18%、16.71%、8.73%、17.37%, 相较去年分别提升 3.81、0.68、1.24、-5.73PCT, 除了焦糖色继续下滑外, 其他业务占比均有不同程度的提升。四项业务的毛利率分别为 50.17%、52.36%、44.89%、44.89%、25.29%, 相较去年分别提升 1.34、1.39、1.57、-0.09PCT, 除焦糖色毛利率有所下降外, 其他业务毛利率均在较高水平上仍有小幅提升。由于焦糖色产品毛利率相较酱油、食醋等产品的毛利率低较多, 随着调味产品的占比继续上升、焦糖色产品的占比继续下降, 公司业务结构持续优化升级, 总体毛利率亦稳步提升, 2018 年公司总体毛利率较去年提升 2.41PCT 至 45.74%。

表 24: 公司各产品收入和毛利率拆分

年度	2018	2017	2016
酱油			
收入占比(%)	57.18	53.38	47.80
同增(PCT)	+3.81	+5.58	
毛利率(%)	50.17	48.83	48.76
同增(PCT)	+1.34	+0.07	
食醋			
收入占比(%)	16.71	16.03	15.16
同增(PCT)	+0.68	+0.88	
毛利率(%)	52.36	50.97	50.64
同增(PCT)	+1.39	+0.33	
其他业务			
收入占比(%)	8.73	7.49	7.51
同增(PCT)	+1.24	-0.02	
毛利率(%)	44.89	43.32	31.89
同增(PCT)	+1.57	+11.43	
焦糖色			
收入占比(%)	17.37	23.10	29.53
同增(PCT)	-5.73	-6.43	
毛利率(%)	25.29	25.38	25.68
同增(PCT)	-0.09	-0.30	
合计			
毛利率(%)	45.74	43.34	40.97

同增(PCT) +2.41 +2.37

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

公司销售费用中职工薪酬、促销及广告宣传费、运杂费三项占比为 90%，其中职工薪酬占比高于海天，促销及广告宣传费低于海天。2018 年公司销售费用中职工薪酬、促销及广告宣传费、运杂费占比分别为 39%、26%、25%，海天销售费用中对应项目的占比分别为 20%、45%、27%，公司销售费用中职工薪酬占比高于海天，促销及广告宣传费低于海天。

图 31: 千禾味业销售费用占比明细 (2018 年)

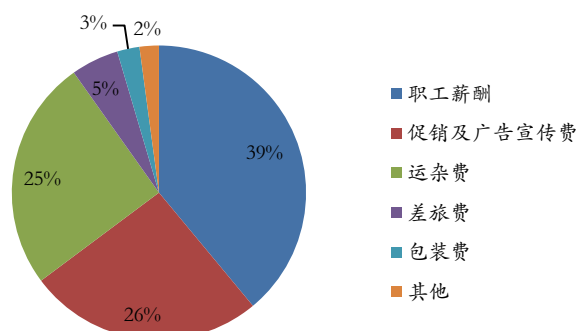
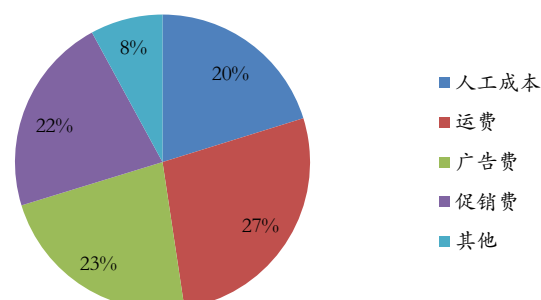


图 32: 海天味业销售费用占比明细 (2018 年)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

公司近两年销售费用中的运杂费增长较快，其次是职工薪酬。在上述分析中提到，公司总体销售费用增长较快，且与同行业公司相比销售费用率偏高，从公司销售费用明细中可以看到，17 和 18 年公司运杂费增速高出销售费用总体增速较多，推测与公司调味品产品业务由西南向全国推广有关，近 2 年职工薪酬增速亦高于平均增速，与公司大力推广调味品业务有关。

表 25: 千禾味业销售费用拆分

	2018	2017	2016
销售费用 (万元)			
职工薪酬	8,430.46	6,645.34	5,538.83
促销及广告宣传费	5,585.63	5,336.02	5,738.74
运杂费	5,491.95	3,755.25	2,724.52
差旅费	1,134.02	967.90	965.71
包装费	532.21	436.95	242.78
其他	458.36	422.19	347.86
合计	21,632.64	17,563.65	15,558.44
增速 (%)			
职工薪酬	26.86	19.98	38.25
促销及广告宣传费	4.68	-7.02	85.31
运杂费	46.25	37.83	37.81
差旅费	17.16	0.23	59.54

包装费	21.80	79.98	-41.17
其他	8.57	21.37	21.94
合计	23.17	12.89	49.84

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2018 年公司管理费用中占比较高的分项分别为职工薪酬 (38%)、股份支付 (26%)、折旧及无形资产摊销 (16%)。相比来看, 可比公司海天的管理费用构成较为简单, 分别为人工成本 (60%)、折旧 (11%)、其他 (29%)。

图 33: 千禾味业管理费用占比明细 (2018 年)

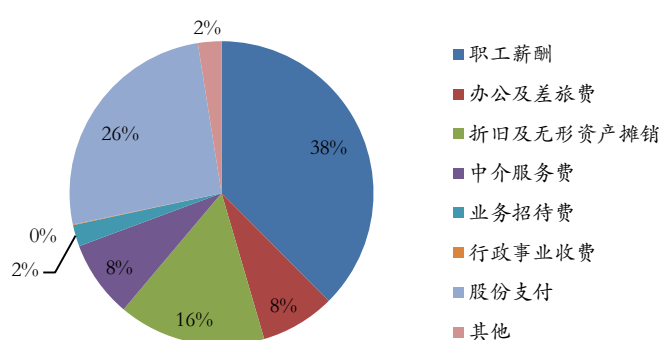
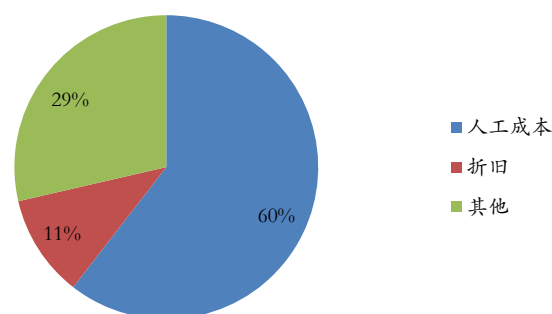


图 34: 海天味业管理费用占比明细 (2018 年)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2018 年公司管理费用中中介服务费和股份支付增长较快, 剔除两者后管理费率下降尚有空间。2018 年公司管理费用明细中股份支付、中介服务费等分别同增 370.19%、54.72%, 是拉动管理费用增加的主要因素, 其他费用分项均有不同程度下降, 股份支付增加推测系公司实施股权激励所致, 中介服务费等推测系公司发行可转债产生相关费用所致。

表 26: 千禾味业管理费用拆分

	2018	2017	2016
管理费用 (万元)			
职工薪酬	1,960.25	1,979.14	1,933.05
办公及差旅费	413.62	476.96	486.34
折旧及无形资产摊销	818.81	824.96	613.23
中介服务费等	427.17	276.10	240.58
业务招待费	119.45	203.41	140.28
行政事业收费	4.13	113.40	106.94
股份支付	1,346.90	286.46	0.00
其他	130.86	270.42	215.63
合计	5,221.17	4,430.85	3,736.05

增速 (%)

职工薪酬	-0.95	2.38	37.01
办公及差旅费	-13.28	-1.93	13.97
折旧及无形资产摊销	-0.75	34.53	15.22
中介服务费	54.72	14.76	11.52
业务招待费	-41.28	45.00	90.88
行政事业收费	-96.36	6.03	NA
股份支付	370.19	NA	NA
其他	-51.61	25.41	53.19
合计	17.84	18.60	10.94

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 偿债能力良好, 负债率仍合理

与大多数优秀消费品企业相似, 公司偿债能力较好, 2018 年发行可转债导致公司资产负债率上升。公司 2016 年资产负债率明显下降, 主要系上市融资所致, 2018 年资产负债率明显上升, 主要系发行可转债所致。公司 2018 年流动比率、速动比率均有所下降, 主要是公司发行可转债导致负债端增长所致。公司利息保障倍数连续 2 年处于 100 以上水平。

表 27: 千禾味业偿债能力历史比较

年度	2018	2017	2016	2015	2014
资产负债率(%)	32.35	11.13	13.27	35.44	38.22
流动比率	3.57	5.27	4.46	1.15	0.92
速动比率	2.73	3.10	2.64	0.42	0.42
利息保障倍数	106.88	107.09	50.98	9.85	14.17

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

公司偿债能力与同行业上市公司相比较好, 资产负债率合理。公司 2018 年发行可转债导致资产负债率明显上升, 但横向比较来看仍处于同行业合理水平。公司 2018 年流动比率和速动比率均高于同业, 利息保障倍数低于海天、但高于其他可比公司。

表 28: 可比公司偿债能力指标 (2018 年度)

证券代码	603027.SH	603288.SH	600872.SH	600305.SH	002650.SZ
证券简称	千禾味业	海天味业	中炬高新	恒顺醋业	加加食品
资产负债率(%)	32.35	31.06	34.02	25.45	17.05
流动比率	3.57	2.57	2.28	1.88	1.75
速动比率	2.73	2.38	1.28	1.41	0.81
利息保障倍数	106.88	10,076.32	12.66	37.34	14.07

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(三) 营运能力尚有提升空间

公司存货周转率和应收账款周转率呈现小幅变慢趋势，系与公司销售规模扩大有关。

表 29：千禾味业营运能力历史比较

年度	2018	2017	2016	2015	2014
存货周转率(次)	2.27	2.38	2.38	2.75	4.04
应收账款周转率(次)	14.05	15.32	16.80	17.33	17.33

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

公司营运能力指标处于同行业合理水平，但与龙头海天差距较大。海天的存货周转率和应收账款周转率均高于同业较多，千禾的存货周转率低于恒顺醋业和加加食品，但高于中炬高新，应收账款周转率低于中炬高新和加加食品，但高于恒顺醋业。

表 30：可比公司营运能力指标（2018 年度）

证券代码	603027.SH	603288.SH	600872.SH	600305.SH	002650.SZ
证券简称	千禾味业	海天味业	中炬高新	恒顺醋业	加加食品
存货周转率(次)	2.27	8.13	1.69	3.22	3.78
应收账款周转率(次)	14.05	6,936.99	72.82	12.50	21.84

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

(四) 成长能力突出，18 年有所趋缓

公司历年业绩呈现稳健增长态势。公司近 3 年营业收入和扣非归母净利润均录得正增长，且净利增速高于营收增速，说明公司产品结构优化、盈利能力增强。

表 31：千禾味业成长能力历史比较

年度	2018	2017	2016	2015	2014
营业收入增长率(%)	12.37	23.00	23.62	-4.18	6.22
扣非归母净利润增长率(%)	19.39	47.35	37.00	21.78	-20.57

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2018 年公司业绩增长与行业可比公司态势较为一致。18 年公司营收增速略低于海天和中炬，但优于恒顺和加加，扣非归母净利润增速虽然接近 20%，但行业龙头海天、中炬、恒顺同指标表现更为强劲。

表 32：可比公司成长能力指标（2018 年度）

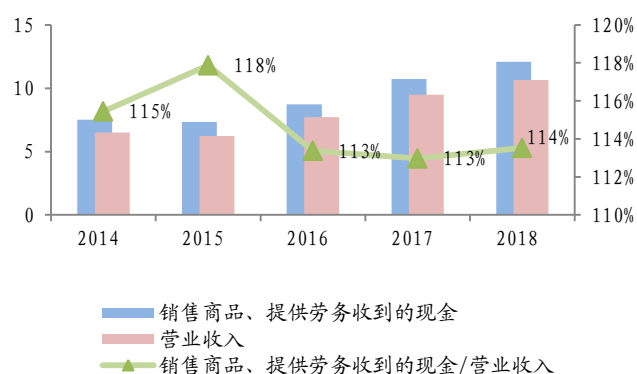
证券代码	603027.SH	603288.SH	600872.SH	600305.SH	002650.SZ
证券简称	千禾味业	海天味业	中炬高新	恒顺醋业	加加食品
营业收入增长率(%)	12.37	16.80	15.43	9.87	-5.44
扣非归母净利润增长率(%)	19.39	21.88	37.85	21.06	-30.95

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

(五) 现金流健康，上下游议价能力强

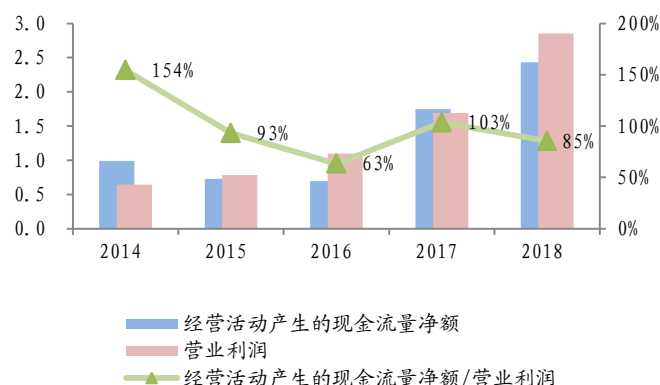
公司现金流状况良好。公司销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入比例近 5 年均保持在 110% 以上，经营活动产生的现金流量净额/营业利润比例亦较为健康，该指标 18 年较 17 年有所下滑，主要系公司 18 年处置土地使用权产生资产处置收益 0.81 亿元导致该年营业利润增加，若剔除此项收益，公司 18 年现金流量净额/营业利润比例达到 119%。行业龙头公司海天味业上述两项现金流量指标比例均保持在 110% 以上。

图 35：千禾销售商品提供劳务收到的现金与营收分析(亿元)



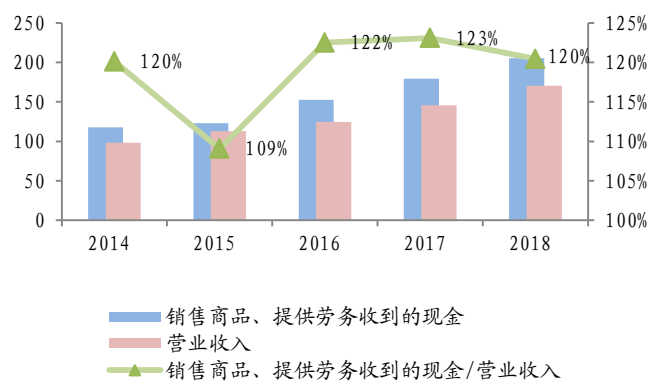
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 36：千禾经营性现金流量净额与营业利润分析(亿元)



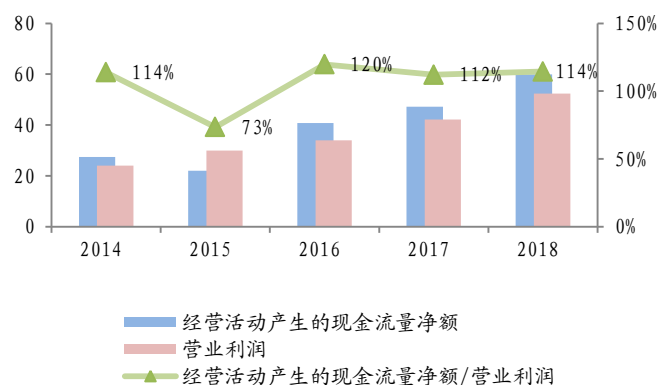
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 37：海天销售商品提供劳务收到的现金与营收分析(亿元)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

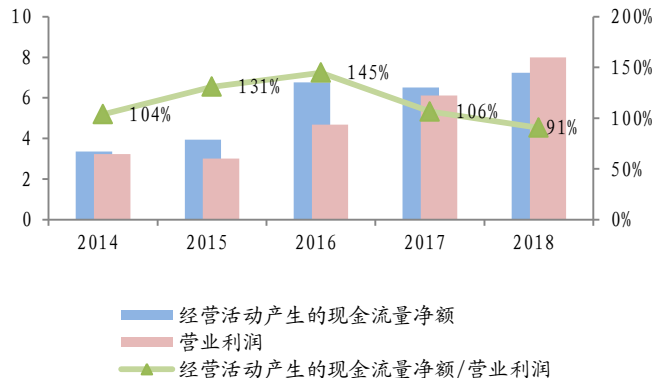
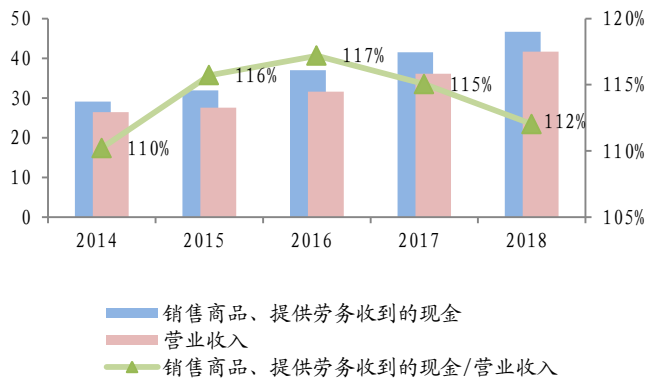
图 38：海天经营性现金流量净额与营业利润分析(亿元)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 39：中炬销售商品提供劳务收到的现金与营收分析(亿元)

图 40：中炬经营性现金流量净额与营业利润分析(亿元)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

五、投资价值分析

（一）稳定增长行业中的潜力品牌

公司所处调味品行业总体前景较好。调味品行业稳定度高，受经济波动影响较小，且持续受益于餐饮市场增长和消费升级提价趋势。中国调味品市场总体规模达到 3097.40 亿元，同比增速为 8.9%，调味品零售市场规模达到 1090.67 亿元，同比增速 8.8%，未来五年增速仍然能够维持在 5% 左右。中国目前的调味品市场还较为分散，零售渠道 CR5 在 20% 左右，龙头公司提升市占率空间仍然很大。

公司与行业内成熟巨头相比仍有差距，但是具备差异化优势、成长潜力突出。公司 2001 年从焦糖色等食品添加剂业务向调味品业务转型顺理成章，2008 年在业内首推零添加产品，健康理念超前，定位中高端，与巨头避开直接竞争。公司作为调味发酵品市场中的后起之秀，绝对规模与行业巨头差距较大，但是因其主打中高端的产品定位和较强的营销能力，公司盈利能力和业绩增速都处在较高水平。2018 年公司业绩维持较高增速，虽然增速相较 16 和 17 年有所放缓，但扣非净利润仍然实现了接近 20% 的增长。2018 年公司毛利率和净利率分别达到 45.74 和 22.53%，呈现稳中有升的态势，ROE 近 5 年稳定保持在 13% 左右的水平，随着公司产品结构进一步优化（低毛利焦糖色占比减少、高毛利调味品占比增加），盈利水平还有进一步提升的空间。

未来业务增长点主要来自全国化扩张以及餐饮、电商渠道放量。公司产能充足，静待销售放量。公司目前焦糖色年产能 14 万吨、酱油 12 万吨、食醋 8 万吨、料酒 5 万吨，预计 2021 年公司调味品年产能达到 50 万吨，调味品总产能大约为目前的 2.5 倍。公司目前销售收入 50% 以上仍然来自于西南地区，未来全国化扩张效果值得期待。公司目前餐饮渠道收入占比较低，与龙头海天等企业相比差距较大，2018 年 7 月，公司新设立餐饮事业部，为开拓餐饮渠道配备专业团队，率先开拓华北、华中、华南餐饮市场，并且从产品口味、包装和规格等方面重新规划，打造餐饮渠道专供产品线。电商方面，公司目前已经拥有天猫和京东旗舰店，并且入驻

天猫超市，2018 年公司电商销售收入 0.74 亿元，在公司总收入中占比约 7%，保持较高增速。

公司在焦糖色等食品添加剂市场获得较大成功，说明公司管理机制、生产销售能力较为完备，公司及时从焦糖色向下游调味品转型，并且在西南地区实现了较高市占率，地区的渠道铺设和产品管线都较为成熟，为公司全国化扩张和餐饮电商渠道放量奠定扎实基础。

（二）盈利预测及投资建议

预计公司 2019-2021 年度实现营业收入 13.05、15.59、18.21 亿元，分别同比增长 22.50%、19.42%、16.85%，实现归母净利润 2.19、2.72、3.34 亿元，分别同比增长-8.91%、24.22%、23.00%（剔除 2018 年转让子公司产生收益影响，19 年同比增长 27.49%），对应 2019-2021 年 EPS 分别为 0.48、0.59、0.73 元，目前价格对应 PE 倍数为 41、33、27 倍，维持“推荐”评级。

表 33：可比公司估值

证券代码	证券简称	最新价(元/股)	总市值(亿元)	2018 年度收入(亿元)	2018 年度净利润(亿元)	PE(TTM)	PB(LF)
603288.SH	海天味业	96.11	2,595.32	170.34	43.67	55.94	20.43
600872.SH	中炬高新	38.27	304.87	41.66	6.81	48.62	8.91
600305.SH	恒顺醋业	14.65	114.79	16.94	3.04	36.16	5.70
002650.SZ	加加食品	3.43	39.51	17.88	1.15	33.87	1.77
	平均	38.12	763.63	61.71	13.67	43.65	9.20
603027.SH	千禾味业	19.55	89.85	10.65	2.40	49.75	7.07

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理（对应 2019 年 8 月 6 日收盘价）

表 34：公司主要财务指标及盈利预测

主要财务指标	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	770.86	948.17	1,065.45	1,305.17	1,558.64	1,821.27
营业收入增长率	23.62%	23.00%	12.37%	22.50%	19.42%	16.85%
归母净利润（百万元）	100.09	144.06	240.02	218.64	271.58	334.04
归母净利润增长率	50.44%	43.93%	66.61%	-8.91%	24.22%	23.00%
EPS（元）（摊薄）	0.218	0.313	0.522	0.476	0.591	0.727
P/E	89.77	62.37	37.43	41.10	33.08	26.90

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院（PE 对应 2019 年 8 月 6 日收盘价）

六、风险提示

公司业务扩张不及预期风险、原材料价格波动风险、食品安全风险。

七、附录

(一) 公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	412.63	501.77	596.75	890.67	营业收入	1065.45	1305.17	1558.64	1821.27
应收和预付款项	114.22	134.91	161.18	184.31	减: 营业成本	578.06	672.16	787.11	914.28
存货	268.47	305.45	366.62	414.03	营业税金及附加	12.11	11.88	12.94	15.12
其他流动资产	304.06	304.06	304.06	304.06	营业费用	216.33	287.14	335.11	382.47
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	72.57	83.59	99.83	116.65
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	1.81	8.87	4.15	-0.23
固定资产和在建工程	719.92	626.32	737.04	623.01	资产减值损失	0.97	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	52.83	46.52	40.21	33.90	加: 投资收益	12.40	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	8.42	8.27	8.11	8.11	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	1880.56	1927.30	2213.98	2458.09	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	100.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	196.00	241.53	319.51	392.99
应付和预收款项	166.86	135.00	199.83	171.06	加: 其他非经营损益	89.04	15.69	0.00	0.00
长期借款	286.53	286.53	286.53	286.53	利润总额	285.04	257.22	319.51	392.99
其他负债	20.66	20.66	20.66	20.66	减: 所得税	45.13	38.58	47.93	58.95
负债合计	574.05	442.19	507.02	478.25	净利润	239.91	218.64	271.58	334.04
股本	326.20	326.20	326.20	326.20	减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	264.37	264.37	264.37	264.37	归母净利润	240.02	218.64	271.58	334.04
留存收益	715.94	894.54	1116.40	1389.28	EBITDA	337.08	366.15	423.72	513.10
归母股东权益	1306.51	1485.11	1706.97	1979.85	EPS (元)	0.522	0.476	0.591	0.727
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2018A	2019E	2020E	2021E
股东权益合计	1306.51	1485.11	1706.97	1979.85	收益率				
负债和股东权益合计	1880.56	1927.30	2213.98	2458.09	毛利率	45.74%	48.50%	49.50%	49.80%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	三费/销售收入	27.29%	29.08%	28.17%	27.39%
经营性现金净流量	243.53	224.70	353.18	354.85	销售净利率	22.53%	16.75%	17.42%	18.34%
投资性现金净流量	-393.04	13.34	-204.32	0.00	资产获利率				
筹资性现金净流量	403.20	-148.90	-53.87	-60.93	ROE	18.37%	14.72%	15.91%	16.87%
现金流量净额	253.69	89.14	94.98	293.91	ROA	15.25%	13.81%	14.62%	15.98%
估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E	ROIC	16.12%	16.49%	21.44%	23.64%
PE	37.43	41.10	33.08	26.90	增长率				
PEG	3.21	N/A	N/A	N/A	销售收入增长率	12.37%	22.50%	19.42%	16.85%
PB	6.88	6.05	5.26	4.54	净利润增长率	66.61%	-8.91%	24.22%	23.00%
PS	8.43	6.88	5.76	4.93	总资产增长率	63.52%	2.49%	14.87%	11.03%
PCF	36.90	39.99	25.44	25.32	股东权益增长率	22.91%	13.67%	14.94%	15.99%
EV/EBIT	22.18	23.21	18.79	14.75	资本结构				
EV/EBITDA	18.87	16.86	14.36	11.29	资产负债率	30.53%	22.94%	22.90%	19.46%
EV/NOPLAT	38.37	29.01	22.11	17.35	流动比率	3.82	8.01	6.48	9.35
EV/IC	4.93	4.81	4.31	4.15	速动比率	1.83	4.09	3.44	5.61
ROIC-WACC	16.12%	15.27%	21.44%	23.64%	资产管理效率				
股息率	0.005	0.004	0.006	0.007	总资产周转率	0.57	0.68	0.70	0.74
					应收账款周转率	12.52	15.23	13.18	15.17
					存货周转率	2.15	2.20	2.15	2.21

数据来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

插图目录

图 1: 调味品分类.....	4
图 2: 调味品市场规模和增速.....	5
图 3: 调味品零售市场规模和增速.....	5
图 4: 餐饮社零总额及增速.....	5
图 5: 在线餐饮外卖市场规模及增速.....	5
图 6: 2006 年中国调味品市场构成（按销售额）.....	6
图 7: 2016 年中国调味品市场构成（按销售额）.....	6
图 8: 2004-2016 年中国调味品市场规模.....	6
图 9: 2004-2016 年中国调味品市场增速.....	6
图 10: 2018 年调味品零售市场公司占有率（%）.....	7
图 11: 公司发展历程.....	8
图 12: 2011-2018 年公司收入规模按产品构成（单位：亿元）.....	9
图 13: 2011-2018 年公司收入占比按产品构成变化.....	9
图 14: 2011-2017 年公司收入规模按地区构成（单位：亿元）.....	10
图 15: 2011-2017 年公司收入占比按地区构成变化.....	10
图 16: 公司产品图.....	11
图 17: 2018 年公司收入按产品构成（单位：亿元）.....	12
图 18: 2018 年公司收入按地区构成（单位：亿元）.....	14
图 19: 豆粕价格.....	18
图 20: 大豆价格（元/吨）.....	18
图 21: PET 价格（元/吨）.....	18
图 22: 玻璃价格指数.....	18
图 23: 公司焦糖色生产流程.....	18
图 24: 公司食醋生产流程.....	19
图 25: 公司酱油生产流程.....	19
图 26: 海天酱油生产流程.....	20
图 27: 公司产能情况（截至年底数据）.....	21
图 28: 公司天猫旗舰店首页.....	24
图 29: 公司京东旗舰店首页.....	24
图 30: 公司股权结构（截至 2019 年 3 月 31 日）.....	24
图 31: 千禾味业销售费用占比明细（2018 年）.....	32
图 32: 海天味业销售费用占比明细（2018 年）.....	32
图 33: 千禾味业管理费用占比明细（2018 年）.....	33
图 34: 海天味业管理费用占比明细（2018 年）.....	33
图 35: 千禾销售商品提供劳务收到的现金与营收分析(亿元).....	36
图 36: 千禾经营性现金流量净额与营业利润分析(亿元).....	36
图 37: 海天销售商品提供劳务收到的现金与营收分析(亿元).....	36
图 38: 海天经营性现金流量净额与营业利润分析(亿元).....	36
图 39: 中炬销售商品提供劳务收到的现金与营收分析(亿元).....	37

图 40: 中炬经营性现金流量净额与营业利润分析(亿元)37

表格目录

表 1: 公司主要产品终端价格对应表.....	12
表 2: 公司主要财务数据.....	14
表 3: 公司焦糖色单位生产成本的构成(单位: 元/吨)	15
表 4: 焦糖色主要原材料占生产成本的比重	15
表 5: 公司酱油单位生产成本的构成(单位: 元/吨)	15
表 6: 酱油主要原材料、包装材料等占生产成本的比重	16
表 7: 公司食醋单位生产成本的构成(单位: 元/吨)	16
表 8: 食醋主要原材料、包装材料等占生产成本的比重	16
表 9: 公司向前五大供应商采购情况.....	16
表 10: 公司过去三年产销率(单位: 万吨)	21
表 11: 公司过去三年主要产品的产能利用情况(单位: 万吨)	21
表 12: 公司向前五大客户销售情况.....	22
表 13: 公司十大股东明细(2019 年一季报)	25
表 14: 公司十大流通股股东明细(2019 年一季报)	25
表 15: 2017 年限制性股票激励计划业绩考核目标.....	27
表 16: 首次授予部分限制性股票在各激励对象间的分配情况	27
表 17: 高管薪酬和持股(2018 年报)	27
表 18: 公司员工结构纵向对比.....	28
表 19: 公司员工薪资及创收纵向对比(单位: 万元)	29
表 20: 员工结构横向对比(2018 年报)	29
表 21: 员工薪资及创收横向对比(2018 年报, 单位: 万元)	29
表 22: 千禾味业杜邦分析.....	30
表 23: 可比公司杜邦分析(2018 年度)	30
表 24: 公司各产品收入和毛利率拆分	31
表 25: 千禾味业销售费用拆分	32
表 26: 千禾味业管理费用拆分	33
表 27: 千禾味业偿债能力历史比较.....	34
表 28: 可比公司偿债能力指标(2018 年度)	34
表 29: 千禾味业营运能力历史比较.....	35
表 30: 可比公司营运能力指标(2018 年度)	35
表 31: 千禾味业成长能力历史比较.....	35
表 32: 可比公司成长能力指标(2018 年度)	35
表 33: 可比公司估值.....	38
表 34: 公司主要财务指标及盈利预测.....	38

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

周颖，食品饮料行业分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

朱艺泓，食品饮料行业分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn