

2018 年千禾味业食品股份有限公司

可转换公司债券 2019 年跟踪  
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业  
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告  
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核  
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组  
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购  
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评  
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信  
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化  
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：  
中鹏信评【2019】跟踪  
第【298】号 01

债券简称：  
千禾转债

增信方式：  
实际控制人股票质押

债券剩余规模：  
3.56 亿元

债券到期日期：  
2024 年 06 月 20 日

债券偿还方式：对未转  
股债券按年计息，每年  
付息一次，附债券赎回  
及回售条款

#### 分析师

姓名：  
韩飞 张旻烁

电话：  
021-51035670

邮箱：  
hanf@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元  
资信评估股份有限公司  
公司债券评级方法，该  
评级方法已披露于公司  
官方网站。

中证鹏元资信评估股份  
有限公司

地址：深圳市深南大道  
7008 号阳光高尔夫大厦  
3 楼

电话：0755-82872897

网址：  
[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)

## 2018 年千禾味业股份有限公司可转换公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AA-	AA-
发行主体长期信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 06 月 14 日	2018 年 05 月 04 日

#### 评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对千禾味业股份有限公司（以下简称“千禾味业”或“公司”，股票代码：603027.SH）及其 2018 年 06 月 20 日公开发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA-，发行主体长期信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：公司在我国西南地区生产调味品及食品添加剂，具有较强的竞争优势，积累了较高的品牌知名度，2018 年公司调味品营业收入实现持续增长，盈利能力不断提升，此外，实际控制人为本期债券提供股份质押担保，可在一定程度上保障本期债券的安全性；同时中证鹏元也关注到，我国调味品行业集中度较低，酱油等产品市场竞争较为激烈，产品同质化现象较严重，公司存货及应收账款周转效率有所下降，未来新增产能能否有效释放并实现预期收益尚有一定不确定性等风险因素。

#### 正面：

- 公司在我国西南地区生产调味品及食品添加剂，具有较强的竞争优势，通过多年积累，具有较高品牌知名度。公司调味品系列商标“千禾”是四川省著名商标，千禾牌酿造酱油、食醋为四川省名牌产品，在西南地区品牌知名度较高；公司同时是国内主要的焦糖色生产企业，焦糖色“恒泰”商标是中国驰名商标。
- 公司销售网络向全国重点市场铺开，调味品收入规模持续增长，盈利能力不断提升。在巩固西南地区市场份额的同时，近年公司完成上海、北京、深圳等一线城市布局，并积极打入直辖市、省会城市、计划单列市等发达地级市市场。公司 2018

年酱油、食醋分别实现营业收入 60,868.90 万元、17,803.74 万元，分别同比增长 20.40%、17.04%；2018 年调味品酱油、食醋毛利率分别为 50.17%、52.36%，分别同比增加 1.34、1.39 个百分点。

- **公司实际控制人为本期债券提供股份质押担保，可在一定程度上保障本期债券的安全性。**公司第一大股东伍超群以其合法拥有的公司 3,575.96 万股 A 股股票作为质押资产对本期债券进行质押担保，截至 2019 年 6 月 4 日，公司不存在连续 30 个交易日质押股票的市场价值持续低于本期债券尚未偿还本息总额的 120%，无需追加担保物，上述质押担保可在一定程度上保障本期债券的安全性。

### 关注：

- **我国调味品行业竞争较为激烈，酱油和食醋行业集中度较低。**我国调味品子行业众多，产品同质化现象较严重，市场竞争较为激烈，竞争格局较分散，2017 年我国酱油及食醋行业最大龙头企业市场占有率分别约 18.0% 及 4.8%。
- **公司存货、应收账款周转效率有所下降。**为满足日益增长的销售需求，公司存货规模不断增加，2018 年末存货账面价值 26,847.32 万元，同比增长 11.53%，受公司产品结构升级、生产周期相对较长的中高端产品占比提高影响，公司存货周转天数有所上升，2018 年末公司存货周转天数为 158.56 天，同比增加 7.07 天，存货周转效率有所下降；2018 年公司应收账款周转天数为 25.63 天，较 2017 年下降 2.13 天，应收账款周转效率亦有所下降。
- **新增产能市场能否消化存在一定不确定性。**公司首次公开发行募集资金用于年产 10 万吨酿造酱油、食醋生产线项目已于 2017 年末投产，公司酱油及食醋年产能分别由 7 万吨及 3 万吨增加至 12 万吨及 8 万吨，本期债券募投项目达产后，公司酱油及食醋年产能上升至 32 万吨及 13 万吨，新增产能能否得到充分消化以实现预期收益尚有一定不确定性。

### 公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年 3 月	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	187,517.67	193,114.34	119,612.68	102,665.58
归属于母公司所有者权益合计	135,877.36	130,650.88	106,298.70	89,042.08
有息债务	30,058.27	38,652.52	0.00	0.00
资产负债率	27.54%	32.35%	11.13%	13.27%
流动比率	5.22	3.57	5.27	4.46

速动比率	3.89	2.73	3.10	2.64
营业收入	29,064.37	106,544.58	94,816.71	77,086.10
营业利润	6,064.93	28,517.53	16,919.68	10,980.51
净利润	5,052.52	24,002.36	14,405.94	10,008.86
综合毛利率	48.26%	45.74%	43.34%	40.97%
总资产回报率	-	18.38%	15.52%	14.09%
EBITDA	-	33,765.68	21,934.80	15,464.48
EBITDA 利息保障倍数	-	35.84	134.35	113.44
经营活动现金流净额	4,340.86	24,341.27	17,484.37	6,949.20

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及 2019 年一季度财务报表，中证鹏元整理

## 一、本期债券募集资金使用情况

公司于2018年06月20日发行6年期35,600.00万元可转换公司债券。本期债券募集资金计划用于年产25万吨酿造酱油、食醋生产线扩建项目。根据公司2018年年报，截至2018年12月31日，本期债券募集资金专项账户余额为1,161.66万元。

## 二、发行主体概况

2018年9月11日公司回购注销了离职员工获授的限制性股票40,000股，注销完成后，公司股本由32,598.52万股减少为32,594.52万股。2018年10月19日，公司2017年限制性股票激励计划预留授予股份254,800股登记完成，公司股本变更为32,620万股。千禾转债自2018年12月26日至2019年03月31日期间，转股金额为15.30万元，因转股形成的股份数量为5,856股。截至2019年3月末，公司股本32,616.59万股。

2018年，公司控股股东及实际控制人未发生变更，截至2019年3月底，公司第一大股东及实际控制人仍为伍超群，伍超群是公司第四大股东伍学明的弟弟、第六大股东潘华军的妻弟；伍学明是公司第二大股东伍建勇的父亲，潘华军的妻兄。截至2019年3月末，伍超群直接持有公司43.50%的股份，伍建勇持有公司12.79%的股份，潘华军持有公司0.98%的股份，前十大股东共计持有公司65.88%的股份；其中，股东伍超群、伍建勇分别质押2,554.26万股、2,161.00万股，分别占其持有股份的18.00%、51.81%。

**表1 截至2019年3月31日公司前十大股东情况表**

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)
伍超群	141,893,116	43.50
伍建勇	41,711,196	12.79
北京宽街博华投资中心(有限合伙)	7,566,970	2.32
伍学明	5,094,420	1.56
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	1.03
潘华军	3,205,416	0.98
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	0.98
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	0.96
全国社保基金六零二组合	2,946,454	0.90
瑞士信贷(香港)有限公司	2,802,177	0.86
<b>合计</b>	<b>214,918,833</b>	<b>65.88</b>

资料来源：Wind

2018年公司主营业务亦未发生变动，公司仍主要从事酱油、食醋等调味品和焦糖色的研发、生产与销售，产品包括千禾零添加酱油、头道原香酱油、有机酱油、有机窖醋、糯米醋及酿造焦糖系列等。2018年公司合并范围未发生变化，纳入合并范围子公司仍为4家。

### 三、运营环境

**受益于人民生活水平的不断提高，我国调味品行业快速发展，在经历了粗放式增长后，近年来行业增速有所放缓**

随着我国居民消费水平的逐步提高，食品消费意愿的不断增强，消费者对食品健康、安全消费理念也不断提升。我国城镇居民人均可支配收入由2006年11,759.50元上升至2017年39,251.00元，伴随居民膳食结构的改变和户外活动的增加，加大在外用餐支出，我国酱油、食醋及类似制品制造业收入保持高速增长。根据《中国工业统计年鉴》数据，我国调味品规模以上工业企业实现主营收入由2013年的2,098亿元增加至2017年的3,085.79亿元，2017年酱油、食醋/味精/其他类别占比分别为34%/15%/51%。

根据中国调味品行业数据显示，我国调味品百强企业总产量由2013年的699.60万吨增加至2017年的1,247.1万吨，年均复合增长率达15.55%；销售收入由2013年的466.00亿元增加至2017年的820.30亿元，同比增速由16.20%下降至9.5%。调味品产业的总产量和销售收入在多年两位数增长的情况下略有下滑，但依然保持着平稳发展的态势。

**酱油、食醋等行业市场较分散，未来渠道扩张和产品结构升级将驱动行业持续增长**

我国调味必需品行业集中度仍较低，主要是子行业众多，市场格局较分散。以酱油为例，我国形成了不少酱油品牌，老字号酱油品牌如致美斋、珠江桥、金狮；也有新兴发展的品牌，如富氏、欣和。全国性品牌如海天、厨邦、李锦记；也有地方特色品牌，如川渝地区的千禾、湖南区域的加加、广东地区的致美斋等。从单个企业规模来看，酱油品类已经诞生海天、厨邦、李锦记等知名品牌，但是行业整体仍然比较分散。根据调味品协会2017年数据，海天一家独大，但产量占比也仅为18%，行业CR3占比仅为31%。相对应的，日本调味品巨头龟甲万在其国内市占率超过30%，日本酱油行业CR3也达到48%。随着渠道不断精细化、产品细分化，大型龙头企业通过全国性的广告宣传、全渠道营销策略及开始多元化经营后，行业集中度仍将不断提高。未来渠道扩张和产品结构升级，尤其是提高高端产品的销售占比将驱动行业持续增长。

食醋行业竞争格局同样较分散，部分产品同质化现象较严重。目前我国主要食醋品牌包括镇江香醋、山西老陈醋、永春老醋和四川保宁醋等，形成了较高的品牌知名度；

区域性品牌包括天津天立独流、北京龙门、河北珍极、青岛灯塔等。根据中国调味品行业百强统计，2017年中国食醋行业CR3仅为10.1%，行业排名第一的恒顺占比仅为4.8%，品牌集中度低。我国食醋行业尚未出现全国性的主导品牌，市场竞争日趋激烈。食醋行业产品趋向更加细分化将成为行业主流，部分食醋品牌开始追求产品的创新，在细分市场的基础上进行精准市场定位，通过不添加任何防腐剂、增色剂、冰醋酸等物质，保证100%优质大米酿造原料，定位天然与健康的中高端食醋等系列产品，企业更加重视产品结构升级及差异化经营。

调味品的分销渠道包括餐饮渠道、零售渠道和工业渠道。根据调味品协会数据，餐饮渠道面向各类餐饮经营主体，2018年占比约40%；零售渠道主要面向家庭消费者，2018年占比约30%；工业渠道主要面向食品加工企业，2018年占比约30%。调味品具备宽渠道销售特征，而上述渠道在运营上存在着一定的差异，每种渠道对品牌、品质、配送服务的要求有所不同。大型调味品企业在该等领域占据优势，未来渠道运营将不断多元化，向覆盖面广、市场能力强的渠道渗透。

**表2 调味品行业主要公司渠道模式对比**

项目	海天味业	李锦记	千禾味业	加加食品
渠道模式	采用不直接向终端销售的模式。拥有两万多家家经销商、1万2千多家分销商。地级、县级经销商开发率分别为90%、50%	在上海、广州、北京、成都设立销售部，对经销商要求高	主要采取经销商模式，经销商数量从2015年底的354家增加至887家；此外，公司直营比例有所上升	主要采取经销商代理模式，陆续在全国发展一千多家总经销商，直营比例不高。以传统渠道为主，正在拓展餐饮、KA等渠道
终端网点模式	拥有50万家直控终端，覆盖全国90%地级市，50%县，部分深入乡镇；出口100多个国家和地区	从高端餐饮渠道扩展到商超	正加强餐饮渠道和工业渠道建设，强化电商业务	初期主要集中在二三线城市的农贸市场、商超，目前通过KA等事业部运作陆续纳入一线城市商超
定位	全国化布局，逐步布局县级城市	主攻南部沿海地区和一线城市	精耕西南，全力突破上海、北京、深圳等一线城市	定位二、三线城市以及县级市场
重点区域	华北、华东、华南、销售网络覆盖全国	华南地区以及一线城市	西南、华东、京津	湖南、河南、江西、湖北、安徽

注：1.加加食品系加加食品集团股份有限公司（SZ. 002650）；2.KA为Key Account，指重点连锁超市和大卖场等。

资料来源：公开资料

**调味品的原材料主要为农产品和包材，当前调味品行业短期内成本压力不大，但需关注中美贸易战对豆粕价格的影响**

调味品行业原材料包括豆粕、黄豆、小麦、大米、白砂糖等，焦糖色原材料包括大米、葡萄糖浆、葡萄糖母液、白砂糖、果葡糖浆及葡萄糖粉，上述原材料主要为农产品，



是调味品及焦糖色主要成本构成要素。另外，包装材料成本占生产成本的比例近40%，主要包括纸箱、玻璃瓶、塑料瓶等。

2016-2017年，受环保政策和废纸国外进口政策影响，包材的价格大幅上涨，塑料瓶上涨约15%、玻璃瓶上涨约19%、纸箱上涨约57%。生产原料方面，2017年东南亚甘蔗减产，造成国内白砂糖价格走高，上涨约5%，原材料价格的全面上涨导致行业内企业毛利率下行。但龙头类企业凭借一定的上游议价能力和下游定价能力实现提价，成本涨价传导有助于实现毛利率和净利率的提升，表3为2016年以来国内调味品上市企业提价情况。从当前原材料价格来看，企业短期在成本端压力不大。2019年，大豆和豆粕价格持续下降，但受中美贸易战影响，近期国内大豆价格上升幅度较大；白砂糖、瓦楞纸和玻璃瓶价格走势来看，2019年均呈现下降趋势。

图1 2014-2019年5月我国豆粕价格走势

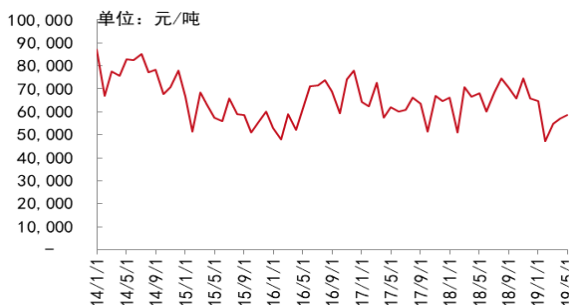


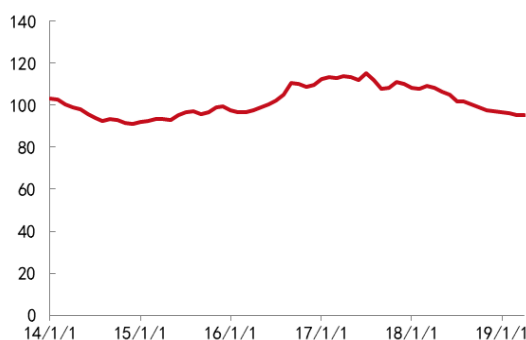
图2 2014-2019年5月白砂糖价格



图3 2014-2019年5月我国瓦楞纸价格走势



图4 2014-2019年5月我国玻璃制造PPI价格走势



资料来源：Wind，中证鹏元整理

表3 近年国内A股调味品企业提价情况

公司名称	提价产品	提价幅度	提价时间
恒顺醋业	经典醋系列19个单品	9%	2016年6月
涪陵榨菜	11个单品	8%-12%	2016年7月
海天味业	收入占比70%以上的单品	5%	2016年7月
涪陵榨菜	80g和88g榨菜主力9个单品	15%-17%	2017年2月
中炬高新	全线产品	5%-6%	2017年3月
千禾味业	全线产品	8%	2017年3月

资料来源：公开信息

### 国家食品安全监督力度提高，有利于推动食品工业持续健康发展

国家高度重视食品工业发展和食品质量安全，并将食品安全上升到国家安全的高度，进一步完善了食品安全法律法规体系。目前我国已基本形成了以《食品安全法》为核心的食品安全法律法规体系，发布了《产业结构调整指导目录（2011年本）》，提出了食品产业结构调整的指导方向，有利于推动食品工业持续健康发展，其中食品行业中“天然食品添加剂”属于国家鼓励类产业。

国家努力推动区域经济协调发展，对中西部开发持续投入及支持东部地区率先发展的政策，给食品工业的发展和消费提升提供了良好的契机，促进食品工业区域产业布局调整发生适应性变化。国务院出台了相关政策，多省市亦将食品工业作为地方支柱产业，食品工业发展的宏观环境逐渐改善。2017年底出台的《食品药品安全监管信息公开管理办法》从企业自律和行业监管的角度分别进一步对食品制造业进行了规范。

**表4 近年来国家颁布食品加工业重要法律法规**

法律法规	主要内容	发布单位	实施日期
《中华人民共和国食品安全法》	新修订的《食品安全法》共十章，包括总则、食品安全风险监测和评估、安全标准、生产经营、检验等。由原来 104 条增至 154 条，字数由 1.5 万字增至 3 万字，建立了严格覆盖全过程食品监管制度，建立了统一权威的食品安全监管体制。	国家主席令第 21 号	2015 年 10 月 1 日
《食品生产许可管理办法》	通过事先审查方式提高食品安全保障水平；另外明确了食品添加剂生产许可的管理原则、程序、监督检查和法律责任，适用有关食品生产许可的规定。	国家食品药品监督管理总局令 16 号	2015 年 10 月 1 日
《食品安全国家标准管理办法》	明确食品安全国家标准。	卫生部令第 77 号	2010 年 12 月 1 日
《食品生产许可审查通则》	较 2010 年版进一步优化许可流程，提高许可效率，配套了许可和监管法规。	国家食品药品监管总局 2016 年第 103 号公告	2016 年 10 月 1 日
《食品添加剂生产监督管理规定》	在生产许可、监督管理及法律责任等方面加强对食品添加剂生产的监督管理	国家质检总局令第 127 号	2010 年 6 月 1 日
《食品药品安全监管信息公开管理办法》	保障公众的知情权、参与权、表达权和监督权，推进食品药品安全社会共治	食药监法（2017）125 号	2017 年 12 月 22 日

资料来源：公开资料

## 四、经营与竞争

千禾味业主营业务为调味品及食品添加剂的研发、生产及销售，主要产品包括千禾零添加酱油、有机酱油、有机醋、头道原香酱油、千禾窖醋等系列。2018年公司营业收入保持快速增长，2018年实现营业收入106,544.58万元，同比增长12.37%。公司重心专注于调味品，其中酱油为公司收入最主要收入来源，2018年实现酱油产品收入60,868.90万元，同比增长20.40%；2018年实现食醋产品收入17,803.74万元，同比增长17.04%。；2018年焦糖色收入合计18,537.64万元，同比下降15.50%，主要系对主要客户焦糖色销售减少所致。其他收入主要为料酒、芝麻油等收入，该产品主要在试生产及销售阶段，受益于公司渠道优势，2018年实现其他收入9,334.30万元，同比增长31.28%。

毛利率方面，受益于公司产品结构升级、中高端产品占比上升，酱油、食醋、其他业务毛利率均有所上升，2018年公司综合毛利率为45.75%，同比增长2.41个百分点。

**表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
酱油	60,868.90	50.17%	50,557.62	48.83%
食醋	17,803.74	52.36%	15,211.72	50.97%
焦糖色	18,537.64	25.29%	21,937.24	25.38%
其他收入	9,334.30	44.89%	7,110.13	43.32%
<b>合计</b>	<b>106,544.58</b>	<b>45.74%</b>	<b>94,816.71</b>	<b>43.34%</b>

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

**公司专注调味品行业，随着调味品扩建项目完工，产能将逐步释放，但新增产能能否消化并实现销售存在一定不确定性**

公司的“千禾”牌酱油主要选用非转基因黄豆、有机黄豆、小麦/有机小麦为原料，采用种曲机、管道连续蒸煮、圆盘制曲机等生产设备和工艺，按照高盐稀态发酵工艺，经过长时间发酵而制成纯酿造酱油。公司的“千禾”牌食醋主要采用传统酿造工艺，采用糯米、荞麦、小麦等粮食生产的纯酿造食醋，并结合窖藏工艺生产窖醋。公司酱油产品生产周期按照发酵周期的不同，分为180天、280天和380天左右；食醋产品生产周期按照窖藏周期的不同分为3年、5年、6年、10年。

面对竞争激烈的调味品市场，公司专注酱油、食醋等细分领域，实施做大做强调味品的发展战略。公司采取贴近原料供应地、贴近销售市场的思路全国布局了四大生产基地，分别位于山东潍坊、四川眉山、广西柳州和江西丰城。生产基地分工明确，眉山工厂（位于公司总部）负责酱油及食醋等调味品产品生产、研发及销售，潍坊恒泰、柳州恒泰及丰城恒泰分别负责各自片区的焦糖色产品生产及销售。眉山工厂和各子公司下设生产部、品质管理部、供应部、仓储部、环保站等部门。公司眉山工厂和各子公司主要根据销售部门

制定的销售计划、公司仓储情况，编制具体的生产计划，由生产部门组织实施。

公司产品均采取以销定产的生产模式，产销率保持在较高水平，产能利用率受市场销售情况影响较大。2018年酱油、食醋产能利用率分别为95.22%和56.49%，分别同比提高14.97和3.86个百分点。公司生产的焦糖色目前仍以外销为主、自用比例较低，受主要客户采购量下降的影响，2018年公司焦糖色产能利用率继续下降。

**表6 2017-2018年公司产品产能利用情况（单位：万吨）**

项目	2018年			2017年		
	产量	年产能	产能利用率	产量	年产能	产能利用率
酱油	11.43	12.00	95.22%	9.63	12.00	80.25%
食醋	4.52	8.00	56.49%	4.21	8.00	52.63%
焦糖色	7.67	14.00	54.79%	8.52	14.00	60.86%
合计	23.62	34.00	69.46%	22.36	34.00	65.76%

注：上表中的产量包括了已经酿造完成、处于存储或窖藏中的原油、原醋，以及自产自用的焦糖色。  
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**表7 2017-2018年公司产品产销率情况（单位：万吨）**

项目	2018年			2017年		
	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	98.65%
食醋	4.52	4.48	99.04%	4.21	4.15	98.57%
焦糖色	7.16	7.39	103.26%	8.07	8.08	100.12%
合计	23.11	22.97	99.42%	21.91	21.73	99.18%

注：1、上表中的焦糖色产量、销量均不含自产自用量。2、上表中的产量不含半成品产量。  
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

本期债券募投项目将新增设备建设高品质酿造酱油、食醋 25 万吨/年的生产线，其中酿造酱油 20 万吨/年、酿造食醋 5 万吨/年的产能建设，建设期为 4 年，项目回收期为 7.73 年。根据可研报告，该项目自建设期第二年起产能达产率分别将达 12.52%、28.00%、40.80%、63.00%、80.60%及 100.00%。待项目投产后，公司酱油及食醋年产能将进一步上升至 32 万吨及 13 万吨。但是，公司近年来高速扩张新增产能能否得到充分消化以实现预期收益尚需时间检验，需持续关注。截至 2018 年末，公司在建年产 25 万吨酿造酱油、食醋生产线扩建项目预计总投资 53,870.20 万元，已投资 33,438.53 万元，尚需投资 20,431.67 万元。

**公司重视食品安全及产品质量，采购评估体系严格，2018年主要原材料成本出现上涨，公司主要供应商集中度有所上升**

作为食品制造类企业，公司对产品食品安全及质量高度重视，针对原材料采购环节建立了供应商准入和考评体系，同时公司制定了《千禾味业采购管理制度》、《千禾味业供应商管理制度》，经评估合格的供应商方能进入供货商名录。公司的日常采购计划包括月

度采购计划和临时申购。总部眉山工厂、子公司下设的生产部于每月月末根据当月的生产状况、下月的生产计划、物料存货数量等情况，制定下月的《月度采购计划》。为尽量规避原材料价格上涨带来的风险，公司设专人跟踪主要原材料的市场行情变化，以判断价格走势，在需要进行大宗采购。在原材料采购上，通常是公司预付一定比例的原材料款项后货到付款，包装材料采购则通常采取月度 30 天结算的方式。

公司调味品直接材料为豆粕、小麦、麦麸、大米等农产品及玻璃瓶、塑料瓶、纸箱等包装材料，2018年原材料及包装材料合计占酱油及食醋产品生产成本比重均在71%以上，同比变动不大。

**表8 2017-2018年公司产品生产成本情况表（单位：万元）**

酱油	2018 年		2017 年	
	成本构成金额	占比	成本构成金额	占比
直接材料	23,463.07	77.36%	20,014.05	77.37%
人工	2,177.06	7.18%	1,940.33	7.50%
制造费用	4,690.70	15.47%	3,913.86	15.13%
<b>合计</b>	<b>30,330.83</b>	<b>100%</b>	<b>25,868.24</b>	<b>100.00%</b>
食醋	2018 年		2017 年	
	成本构成金额	占比	成本构成金额	占比
直接材料	6,052.42	71.35%	5,334.74	71.53%
人工	849.51	10.02%	770.18	10.33%
制造费用	1,580.41	18.63%	1,353.30	18.15%
<b>合计</b>	<b>8,482.34</b>	<b>100%</b>	<b>7,458.22</b>	<b>100.00%</b>
焦糖色	2018 年		2017 年	
	成本构成金额	占比	成本构成金额	成本构成金额
直接材料	10,856.14	78.39%	13,621.76	83.21%
人工	676.70	4.89%	640.79	3.91%
制造费用	2,316.05	16.72%	2,107.24	12.87%
<b>合计</b>	<b>13,848.89</b>	<b>100%</b>	<b>16,369.79</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从表9主要原材料采购数据来看，公司采购的调味品原材料豆粕、小麦、麦麸及包装材料玻璃瓶、塑料瓶等均出现整体上涨，2018年分别同比上涨2.83%、0.31%、2.06%及5.08%、14.10%。食盐主要用于酱油产品中，2018年食盐价格有所下降，但食盐占原材料比重较小，对调味品影响不大。

公司焦糖色原材料以大米、葡萄糖浆、葡萄糖母液、白砂糖、甘蔗糖蜜、果葡糖浆为主，以上原材料均可单独作为生产焦糖色的原材料。公司一般根据客户需求及出于采购成本的考虑进行原材料的选购，各原材料之间可替代性较高。公司在选用不同原材料生产焦

糖色产品时采用的生产流程和生产设备相同，仅在一些生产控制参数上存在差异，因此公司自行选择使用原材料能够降低原料价格波动带来的风险。

**表9 公司主要原材料的采购价格变动趋势（单位：万元）**

项目	2018年			2017年		
	单价	单价同比	采购金额	单价	单价同比	采购金额
豆粕（元/吨）	3,772.80	2.83%	5,574.00	3,668.98	-0.12%	4,570.00
小麦（元/吨）	2,360.06	0.31%	1,799.00	2,352.83	11.78%	1,430.00
麦麸（元/吨）	1,656.34	2.06%	938.00	1,622.84	18.63%	912.00
大米（元/吨）	2,481.82	-11.96%	1,096.00	2,818.84	3.86%	1,902.00
葡萄糖浆（元/吨）	2,654.92	9.65%	3,223.00	2,421.21	1.74%	2,907.00
葡萄糖母液（元/吨）	1,698.73	2.07%	3,807.00	1,664.27	-5.52%	4,447.00
果葡糖浆（元/吨）	2,384.87	-3.18%	49.00	2,463.14	11.63%	1,095.00
甘蔗糖蜜（元/吨）	746.81	1.58%	1,585.00	735.16	-10.38%	1,297.00
白砂糖（元/吨）	4,770.59	-15.90%	2,077.00	5,672.61	10.47%	3,675.00
食盐（元/吨）	308.38	-6.67%	511.00	330.43	-54.71%	561.00
玻璃瓶（元/个）	0.62	5.08%	5,925.00	0.59	3.51%	4,913.00
塑料瓶（元/个）	0.89	14.10%	5,306.00	0.78	16.42%	3,683.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2018年公司前五名供应商发生一定变化，整体较为稳定。其中，九三集团哈尔滨惠康食品有限公司北安分公司（以下简称“九三集团”）一直占据公司第一大供应商位置，公司主要向其采购豆粕、黄豆等调味品原材料。贵州华兴玻璃有限公司（以下简称“华兴玻璃”）向公司供应玻璃瓶，山东西王糖业有限公司向公司供应葡萄糖母液等焦糖色原材料，上述企业近两年均保持在前五名之列。2018年公司向前五名供应商采购比例有所上升，前五名企业采购占比由2017年的27.46%上升至36.77%，具体明细见下表，主要系公司对九三集团和华兴玻璃采购占比上升所致。公司对单一供应商的依赖程度有所提高，供应商集中度有所提高。

**表10 2017-2018年公司前五名供应商采购情况（单位：万元）**

2018年供应商全称	采购内容	金额	占采购额比重
九三集团哈尔滨惠康食品有限公司北安分公司	豆粕、黄豆	5,623.30	10.85%
贵州华兴玻璃有限公司	玻瓶	5,139.25	9.91%
成都紫江包装有限公司眉山分公司	聚脂瓶	2,599.22	5.01%
山东西王糖业有限公司	母液	2,544.51	4.91%
山东天泽源生物科技有限公司	糖浆	3,157.11	6.09%
合计	-	19,063.39	36.77%

2017年供应商全称	采购内容	金额	占采购额比重
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%
<b>合计</b>	-	<b>12,894.75</b>	<b>27.46%</b>

资料来源：公司提供

整体来看，公司建立了较严格的供应商采购制度，2018年主要原材料成本出现上涨，一定程度影响盈利能力，供应商集中度有所提高。

公司品牌知名度较好，在西南地区具有较强竞争优势；受益于销售网络拓展、产品结构升级，公司调味品业务收入保持增长、毛利率水平继续提高；受同业竞争及主要客户采购量下降的因素影响，焦糖色收入、盈利能力继续下降

公司调味品“千禾”商标被认定为四川省著名商标，焦糖色“恒泰”商标是中国驰名商标，经过多年市场培育及积累，公司逐步建立了较高的品牌美誉度和知名度。公司销售渠道包含零售渠道、电商渠道、餐饮渠道、特通渠道等，目前仍以零售渠道为主。公司零售渠道主要由零售事业部和子公司四川吉恒<sup>1</sup>负责，主要消费对象为家庭消费者，主要购物场所为KA超市、中小连锁超市、农贸副食干杂店等，西南地区由四川吉恒负责，直销为主，全国其他地区以经销为主。餐饮渠道、特通渠道由餐饮事业部、特通部负责，为2018年新增渠道，以直销为主。其中，餐饮渠道以餐饮用户需求为导向，深度强化餐饮业务；特通渠道利用成熟业务渠道快速切入，以下游大、中型食品加工企业为销售对象，根据客户需求量身定制产品，精准服务。另外，公司积极探索新零售、新模式，充分结合电商渠道，近年公司天猫旗舰店、京东超市销售额快速增长。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。

公司产品主要结算方式为先款后货，对部分大型商（场）超（市）的商品销售，结算周期则为30-60天左右。公司业务收现能力强，应收账款规模不大，但近年直销收入占比有所上升，直销客户账期相对较长，导致应收账款增加较快。

表11 公司主营业务收入按销售模式划分情况（单位：万元）

区域	2018年			2017年		
	主营业务收入	占比	毛利率	主营业务收入	占比	毛利率
经销	62,432.22	59.10%	41.96%	57,507.36	60.93%	43.69%

<sup>1</sup> 公司于2012年2月收购四川吉恒100%股权，股权转让价格为475.39万元。

直销	43,206.53	40.90%	51.71%	36,879.91	39.07%	42.86%
<b>合计</b>	<b>105,638.75</b>	<b>100.00%</b>	<b>45.95%</b>	<b>94,385.27</b>	<b>100.00%</b>	<b>43.37%</b>

资料来源：公司2018年年度报告，中证鹏元整理

公司品牌在西南地区具有较强竞争优势，西南地区为公司贡献超过一半营业额，近年来在巩固西南地区市场份额同时，公司不断加强营销网络建设、拓展销售区域。近年公司华北、华中、西北、东北地区调味品市场开拓情况良好，但西北、华中及东北地区目前收入规模均不大。此外，公司在电商领域的销售收入增幅较大，2018年营业收入同比增长86.67%；公司在华南地区的市场份额受到挤压，主要系焦糖色客户销量下降所致。

**表12 公司产品销售区域分布情况（单位：万元）**

区域	2018年			2017年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
西南	56,940.62	53.90%	51.02%	51,544.49	54.61%	49.29%
华东	16,220.76	15.35%	38.99%	15,043.03	15.94%	39.45%
华南	8,206.00	7.77%	27.08%	11,445.51	12.13%	27.74%
华北	8,076.61	7.65%	39.01%	6,096.52	6.46%	36.30%
华中	4,505.78	4.27%	31.80%	3,075.12	3.26%	31.54%
西北	2,626.89	2.49%	34.81%	1,844.03	1.95%	31.87%
东北	1,664.57	1.58%	37.06%	1,373.59	1.46%	35.23%
电商	7,397.52	7.00%	65.26%	3,962.97	4.20%	67.60%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

产品价格方面，2018年公司对调味品产品的出厂价、零售价未作较大调整，受产品结构升级、中高端产品占比上升影响，公司调味品产品单价有所上升；受同业竞争、主要客户采购量下降的影响，公司焦糖色客户结构出现变化，中小客户销售额占比上升，中小客户对产品品质要求不一，故焦糖色产品单价同比有所下降。

**表13 公司主要产品销售单价情况（单位：万元；元/吨）**

项目	2018年		2017年	
	金额	单价	金额	单价
酱油	60,868.90	5,483.68	50,557.62	5,321.85
食醋	17,803.74	3,974.05	15,211.72	3,665.47
焦糖色	18,537.64	2,508.48	21,937.24	2,715.01

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

整体来看，调味品业务方面，受益于销售网络拓展、产品结构升级，调味品收入保持增长、盈利能力继续提高。2018年酱油、食醋分别实现收入60,868.90万元、17,803.74万元，分别同比增长20.40%、17.04%；2018年酱油、食醋毛利率分别为50.17%、52.36%，分别同比增长1.34、1.39个百分点。食品添加剂方面，受同业竞争、主要客户采购量下降



的因素影响，2018年公司焦糖色实现收入18,537.64万元，同比下降15.50%，毛利率为25.29%，同比下降0.09个百分点。预计未来公司产品重心将继续向调味品倾斜，焦糖色收入占比将继续下降。

客户集中度方面，2013年公司开始与上海汇鲜堂食品销售有限公司（以下简称“汇鲜堂”）进行产品经销合作，授权该客户作为华东地区（上海、江苏、浙江、安徽）KA系统、连锁超市渠道千禾零添加酱油、头道原香酱油、千禾有机酱油、千禾窖醋、千禾有机醋产品独家区域经销商。2018年公司对汇鲜堂销售金额为7,556.82万元，仍是公司调味品第一大客户，2018年公司调味品前五名客户销售金额合计占比16.37%，同比下降3.09个百分点，公司调味品客户集中度进一步下降。

**表14 2017-2018年公司前五名客户销售情况（单位：万元）**

2018年前五名客户	销售金额	销售金额占比
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	2.38%
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%
<b>合计</b>	<b>17,445.40</b>	<b>16.37%</b>
2017年前五名客户	销售金额	销售金额占比
上海汇鲜堂食品销售有限公司	7,482.97	7.89%
李锦记（新会）食品有限公司	5,665.43	5.98%
永辉物流有限公司	2,284.02	2.41%
沃尔玛（中国）投资有限公司	1,575.18	1.66%
成都红旗连锁批发有限公司	1,443.42	1.52%
<b>合计</b>	<b>18,451.02</b>	<b>19.46%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 五、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2018年审计报告及2019年一季度未经审计的财务报表，报告均采用新会计准则编制。2018年度公司合并范围没有变化。截至2018年末，公司纳入合并范围子公司共4家，明细见附录二。

## 资产结构与质量

### 2018年公司资产规模持续增长，资产整体流动性仍较好

截至2018年末，公司资产规模合计193,114.34万元，同比增长61.45%，公司资产的增长主要集中在货币资金、在建工程以及其他流动资产；截至2019年3月末，资产规模合计187,517.67万元，较2018年末略有下降。资产结构方面，截至2018年末流动资产占比59.10%，公司资产较为均衡。

公司流动资产主要以货币资金、应收账款、存货和其他流动资产为主。2018年末货币资金余额45,448.51万元，较2017年末增加37,357.61万元，主要系本期债券募集资金到账所致；受限货币资金12,000.00万元，系结构性存款。随着公司销售规模的扩大、直销客户占比上升，近年公司应收账款规模有所上升，2018年末应收账款账面价值8,436.89万元，同比增长25.32%，但整体规模不大，占营业收入规模的7.92%，较为稳定。截至2018年末，公司应收账款前五名金额合计为5,050.50万元，占比为56.77%，应收账款客户结构相对较集中，但账龄主要分布在一年以内，回款风险可控。公司存货以在产品、原材料、库存商品为主，其中在产品主要为生产酱油、食醋等产品的半成品及自制的酱油原油、原醋，由于公司的中高端酱油、食醋产品的生产周期长，因此存货中在产品的占比较大。截至2018年末，公司存货账面价值26,847.32万元，同比增长11.53%，增速基本与公司营业收入增速保持一致。公司存货规模较大，且未对存货计提跌价准备，需关注公司存货的跌价风险。公司其他流动资产主要系短期理财产品。

公司非流动资产主要是固定资产、在建工程及无形资产。公司固定资产主要系办公楼、生产车间及仓库等。2018年末固定资产账面价值合计41,411.12万元，同比下降4.41%。公司在建工程主要系本期债券募投项目，2018年期末余额30,581.04万元，同比增加207.95%。无形资产主要是土地使用权。

总体而言，2018年公司资产规模继续快速增长，资产结构合理，资产流动性较好。

**表15 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2019年03月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	58,827.94	31.37%	45,448.51	23.53%	8,090.90	6.76%
应收账款	8,533.57	4.55%	8,436.89	4.37%	6,732.24	5.63%
存货	27,215.37	14.51%	26,847.32	13.90%	24,072.39	20.13%
其他流动资产	9,335.74	4.98%	30,406.33	15.75%	16,754.74	14.01%
<b>流动资产合计</b>	<b>107,134.62</b>	<b>57.13%</b>	<b>114,124.12</b>	<b>59.10%</b>	<b>58,275.93</b>	<b>48.72%</b>
固定资产	43,501.49	23.20%	41,411.12	21.44%	43,322.64	36.22%

在建工程	30,487.36	16.26%	30,581.04	15.84%	9,930.50	8.30%
无形资产	5,224.29	2.79%	5,282.66	2.74%	5,761.73	4.82%
<b>非流动资产合计</b>	<b>80,383.05</b>	<b>42.87%</b>	<b>78,990.22</b>	<b>40.90%</b>	<b>61,336.76</b>	<b>51.28%</b>
<b>资产总计</b>	<b>187,517.67</b>	<b>100.00%</b>	<b>193,114.34</b>	<b>100.00%</b>	<b>119,612.68</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度财务报表

## 资产运营效率

公司净营业周期有所下降，但受流动资产、在建工程增加较多的影响，公司总资产周转天数同比有所上升

公司应收账款、应付账款周转效率和同行业上市公司相比处于中游水平，2018年公司应收账款周转天数为25.63天，应收账款周转效率有所弱化；应付账款周转天数为48.58天，同比有所上升，表明公司能较好地开发利用供应商的商业信用。由于公司产品发酵周期整体较长，存货周转天数远高于同业上市公司；同时随着公司产品结构持续升级，公司存货周转效率继续下降。整体来看，2018年公司净营业周期同比有所下降，但受存货周转效率较慢影响，公司净营业周期仍高于同业上市公司。2018年公司资产周转效率有所下降，与同行业上市公司总资产周转率相比，公司处于中游水平。

**表16 公司资产运营效率指标（单位：天）**

项目	2018年	2017年
应收账款周转天数	25.63	23.50
存货周转天数	158.56	151.49
应付账款周转天数	48.58	35.94
净营业周期	135.61	139.05
流动资产周转天数	291.26	209.01
固定资产周转天数	143.15	165.99
总资产周转天数	528.33	421.97

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度财务报表

**表17 主要上市公司运营指标对比**

净营业周期指标（单位：天）	2018年	2017年
海天味业	20.03	20.04
加加食品	72.48	55.02
恒顺醋业	76.09	84.31
爱普股份	92.48	81.82
千禾味业	<b>135.61</b>	<b>139.05</b>
总资产周转率	2018年	2017年
恒顺醋业	0.63	0.64
加加食品	0.65	0.66

千禾味业	0.68	0.85
海天味业	0.93	0.98
爱普股份	1.09	1.07

资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 盈利能力

**公司调味品业务继续快速增长，盈利能力持续增强，期间费用率较高，对营业利润有所侵蚀**

公司成立初主要从事焦糖色等食品添加剂的研发、生产和销售，自2001年向下游拓展，开始从事酱油、食醋等调味品的研发、生产和销售，目前公司形成了以酱油、食醋为主的调味品产品系列和以焦糖色为辅的食品添加剂产品系列两大板块，其中酱油类产品销售收入占比较高，2018年酱油类产品销售收入为60,868.90万元，同比增长20.40%，此外，2018年食醋类产品实现业务收入17,803.74万元，同比增长17.04%，上述系列产品增长迅速主要系公司稳固西南地区市场占有率，大力开拓全国调味品市场，全面铺开省会城市及重要地级城市的营销网络建设所致。此外，公司的焦糖色食品添加剂主要是直接面向下游大、中型食品生产企业销售，供调味品及其它食品生产企业使用。2018年公司焦糖色系列实现收入18,537.64万元，同比有所下滑主要系对主要客户焦糖色销售减少所致。总体来看，2018年公司营业收入增长率为12.37%，增速有所放缓，我们预计公司未来收入仍将发力于调味品产品系列。

受益于公司产品结构升级、中高端产品占比上升，酱油、食醋、其他业务毛利率均有所上升；2018年公司综合毛利率继续提高至45.74%，同比提高2.41个百分点。

期间费用率方面，2018年公司期间费用率为27.27%。由于公司近年大力开拓全国调味品市场，公司销售人员增加、用于品牌建设及媒体广告等大量投入，公司销售费用率较同行业其他上市公司相比处于较高水平。2018年公司销售费用率为20.30%，同比继续提高。2018年公司取得投资净收益、资产处置收益分别为1,240.50万元、8,130.03万元，投资收益主要为来自购买银行理财产品取得收益，资产处置收益系公司转让眉山大地龙盛电子商务有限公司100%股权所致。

总体来看，公司调味品业务持续增长，经营状况良好，盈利能力较强，收入和利润逐年提高；考虑到公司业务处于扩张阶段，销售费用上涨过快导致期间费用率较高，对营业利润有所侵蚀。

**表18 同行业主要上市公司销售费用率对比**

销售费用率	2018年	2017年
恒顺醋业	5.64%	5.68%
加加食品	9.67%	8.88%
海天味业	13.13%	13.42%
爱普股份	14.90%	15.16%
千禾味业	<b>20.30%</b>	<b>18.52%</b>

资料来源：Wind，中证鹏元整理

**表19 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2019年1-3月	2018年	2017年
营业收入	29,064.37	106,544.58	94,816.71
投资净收益	333.52	1,240.50	739.03
资产处置收益	0.00	8,130.03	0.00
营业利润	6,064.93	28,517.53	16,919.68
利润总额	5,997.79	28,515.43	17,081.69
扣除非经常性损益的利润总额	5,499.38	20,050.09	15,689.45
净利润	5,052.52	24,002.36	14,405.94
综合毛利率	48.26%	45.74%	43.34%
期间费用率	28.84%	27.27%	25.65%
营业利润率	20.87%	26.77%	17.84%
总资产回报率	-	18.38%	15.52%
净资产收益率	-	20.26%	14.75%
营业收入增长率	18.46%	12.37%	23.00%
净利润增长率	-54.05%	66.61%	43.93%

注：2019年一季度公司净利润同比减少主要系上年同期取得资产处置净收益 6,910.52 万元

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度财务报表

## 现金流

**2018年公司经营活动现金流表现仍较好，后续投资项目资金需求不大，公司资金压力不大**

2017-2018年公司主业收现能力较强，收现比分别为1.13及1.14，公司经营活动现金流表现为持续净流入。随着公司业务规模的扩张，公司经营所得现金继续增长，2018年公司FFO（经营所得现金）为21,358.72万元，同比增加2,717.25万元。尽管随着公司业务规模增长，公司存货、应收账款有所增长，但由于应付账款大幅增长，2018年公司营运资本投入相应整体有所下降。2018年公司经营活动现金净流入24,341.27万元，同比大幅提升。

2018年公司投资活动主要系购买、赎回短期理财产品，处置子公司股权以及本期债券募投项目投资建设。2018年，公司处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额7,720.97万元，理财产品投资净额为25,500.00万元，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金22,974.73万元，公司投资活动净流出39,303.81万元。

2018年公司筹资活动流入主要来源于银行借款20,000.00万元和本期债券发行收到的资金34,926.32万元，筹资活动流出主要用于偿还银行借款和分配股利、利润或偿付利息支付的现金，筹资活动现金净流入40,320.14万元，同比增加38,000.19万元。

**表20 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2018年	2017年
收现比	1.14	1.13
净利润	24,002.36	14,405.94
非付现费用	5,119.77	4,766.73
非经营损益	-7,763.41	-531.21
FFO（经营所得现金）	21,358.72	18,641.47
营运资本变化	1,854.96	-1,070.50
其中：存货减少（减：增加）	-2,774.93	-2,927.88
经营性应收项目的减少（减：增加）	-2,316.55	947.51
经营性应付项目的增加（减：减少）	6,946.44	909.87
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>24,341.27</b>	<b>17,484.37</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-39,303.81</b>	<b>-20,918.17</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>40,320.14</b>	<b>2,319.95</b>
现金及现金等价物净增加额	25,357.61	-1,113.85

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告

## 资本结构与财务安全性

**2018年公司有息债务规模大幅增加，但整体负债水平尚可，偿债压力不大**

2018年公司负债规模大幅上升，截至2018年末，公司负债总额为62,463.47万元。2018年末，公司所有者权益由106,298.70万元增至130,650.88万元，所有者权益增长得益于未分配利润的积累。随着公司负债规模的大幅增长，2018年末负债与所有者权益比率同比提高35.28个百分点至47.81%，所有者权益对负债保障程度有所下降。

**表21 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2019年03月	2018年	2017年
负债总额	51,640.31	62,463.47	13,313.98
所有者权益	135,877.36	130,650.88	106,298.70
产权比率	38.01%	47.81%	12.53%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度财务报表

公司流动负债主要由短期借款、应付账款、预收款项、应付职工薪酬、应交税费、其他应付款及其他流动负债等构成。2018年末短期借款余额为10,000.00万元，系信用借款，主要用于补充流动资金。应付账款主要为应付材料款、工程及设备款、市场推广费用等，2018年末应付账款余额为10,130.28万元，同比增加4,660.16万元，系应付25万吨项目工程及设备款增加、以及为春节前增加原辅料采购所致。公司预收款项主要为预收客户及经销商预支款项，预收款项余额较小。应付职工薪酬为应付短期薪酬，应交税费主要系应交企业所得税、增值税和个人所得税。公司其他应付款主要系限制性股票回购款、工程项目保证金及押金、广告费等款项，2018年其他应付款余额为5,728.80万元，同比增加4,531.83万元，主要系限制性股票回购款增加4,047.49万元所致。公司其他流动负债为预计商品销售折扣，预计商品销售折扣系公司根据与经销商签订的销售合同，经销商在销售目标完成情况下预计的应给予经销商的销售折扣，2018年末余额为2,066.39万元。

公司非流动负债均为应付债券和递延收益。应付债券为本期债券，发行总额35,600万元，其中负债公允价值27,751.81万元，计入其他权益工具金额7,028.05万元。公司取得资产相关的政府补助确认为递延收益，截至2018年末，递延收益主要包括年产10万吨酿造酱油及食醋生产线项目1,001.94万元、丰城恒泰建设一期项目423.95万元、千禾二期酱油及食醋改扩建项目273.19万元等政府补助。

**表22 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2019年03月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	980.00	1.90%	10,000.00	16.01%	0.00	0.00%
应付票据及应付账款	8,712.01	16.87%	10,130.28	16.22%	5,470.12	41.09%
预收款项	815.74	1.58%	894.81	1.43%	792.21	5.95%
应付职工薪酬	1,246.48	2.41%	1,775.70	2.84%	1,291.13	9.70%
应交税费	1,737.77	3.37%	1,340.53	2.15%	1,052.66	7.91%
其他应付款	5,766.55	11.17%	5,728.80	9.17%	1,196.97	8.99%
其他流动负债	1,280.57	2.48%	2,066.39	3.31%	1,245.45	9.35%
<b>流动负债合计</b>	<b>20,539.12</b>	<b>39.77%</b>	<b>31,936.50</b>	<b>51.13%</b>	<b>11,048.54</b>	<b>82.98%</b>
应付债券	29,078.27	56.31%	28,652.52	45.87%	0.00	0.00%
递延收益-非流动负债	2,022.92	3.92%	1,874.44	3.00%	2,265.44	17.02%
<b>非流动负债合计</b>	<b>31,101.19</b>	<b>60.23%</b>	<b>30,526.96</b>	<b>48.87%</b>	<b>2,265.44</b>	<b>17.02%</b>
<b>负债合计</b>	<b>51,640.31</b>	<b>100.00%</b>	<b>62,463.47</b>	<b>100.00%</b>	<b>13,313.98</b>	<b>100.00%</b>
有息负债	30,058.27	58.21%	38,652.52	61.88%	0.00	0.00%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度财务报表

2018年末公司资产负债率为32.35%，同比增长21.21个百分点，但财务杠杆水平仍处较低水平。2019年3月末资产负债率为27.54%，较2018年末下降4.81个百分点。截至2018年末，公司有息债务余额为38,652.52万元，系新增应付债券和短期借款。截至2018年末，流动比率和速动比率分别为3.57和2.73，公司短期债务保障程度较2017年有所下降，但仍处于较高水平。受有息债务规模增加的影响，2018年公司EBITDA利息保障倍数有所下降，但仍处于较高水平。

总体来看，公司负债水平不高，短期债务保障能力较好，利息保障程度较高。此外，公司资产不存在抵质押的情况，资产变现能力较强，作为上市公司，融资渠道丰富，具有较好的财务弹性。

**表23 公司偿债能力指标**

指标名称	2019年03月	2018年	2017年
资产负债率	27.54%	32.35%	11.13%
流动比率	5.22	3.57	5.27
速动比率	3.89	2.73	3.10
EBITDA（万元）	-	33,765.68	21,934.80
EBITDA 利息保障倍数	-	35.84	134.35
有息债务/EBITDA	-	1.14	0.00
债务总额/EBITDA	-	1.85	0.61
经营性净现金流/流动负债	0.21	0.76	1.58
经营性净现金流/负债总额	0.08	0.39	1.31

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度财务报表

## 六、债券偿还保障分析

**公司实际控制人为本期债券提供的股份质押担保，可在一定程度上保障本期债券的安全性**

本期债券由公司控股股东、实际控制人伍超群先生将其合法拥有的千禾味业股票作为质押资产进行质押担保，2018年5月22日，出质人伍超群先生以其合法持有的千禾味业25,542,601股A股股票在中国证券登记结算有限公司完成质押登记。出质人伍超群与本期债券保荐机构招商证券签署《千禾味业食品股份有限公司公开发行A股可转换公司债券之股份质押合同》。

### 1、质押担保的主债权及法律关系

质押担保的主债权为公司本次发行的总额人民币35,600.00万元（含35,600.00万元）的可转债。质押担保的范围包括主债权（本金及利息，利息包括法定利息、约定利息、罚息



等)、违约金、损害赔偿金、质押物保管费用、为实现债权而产生的合理费用(包括但不限于诉讼费用、律师费用、公证费用、执行费用等)、因债务人违约而给质权代理人造成的损失和其他所有应付费用,担保的受益人为全体债券持有人,以保障本期债券的本息按照约定如期足额兑付。全体债券持有人为募集说明书项下的债权人及股份质押担保合同项下质押权益的受益人,本期债券保荐机构招商证券以质权人代理人的身份代表全体债券持有人行使相关质押权益。

股份质押合同所述的质权,是指在债务人不按募集说明书约定的期限支付本期债券的利息或兑付本期债券的本金时,债券持有人享有就股份质押担保合同项下的质押股票按合同约定的方式进行处置并优先受偿的权利。

## 2、质押数量

### (1) 初始质押数量

初始质押的公司股票数量=(本期债券发行规模×160%)/首次质押登记日前1个交易日收盘价。不足一股按一股计算。

### (2) 后续质押数量

#### ① 质押物市场价值下降,追加质押的情形

在质权存续期内,如连续30个交易日内,质押股票的市场价值(以每一交易日收盘价计算)持续低于本期债券尚未偿还本息总额的120%,质权人代理人有权要求出质人在30个工作日内追加质押物,追加的资产限于千禾味业人民币普通股,追加质押后质押股票的市场价值(以办理质押登记日前1个交易日收盘价计算)不得低于当期未偿还债券本息总额的160%,追加质押的具体股份数量计算如下:

追加质押的股份数量=(当期未偿还本息总额×160%)/办理质押登记日前1个交易日收盘价-追加质押前质押的股份数量。不足一股按一股计算。

在出现上述须追加质押物情形时,出质人伍超群保证追加提供相应数量的千禾味业人民币普通股作为质押标的,以使质押资产的价值符合上述规定。

#### ② 质押物市场价值上升,解除质押的情形

在质权存续期内,如连续30个交易日内,质押股票的市场价值(以每一交易日收盘价计算)持续超过本期债券尚未偿还本息总额的200%,出质人有权请求对部分质押股票通过解除质押方式释放,但释放后的质押股票的市场价值(以办理解除质押登记日前1个交易日收盘价计算)不得低于当期尚未偿还债券本息总额的160%,具体解除质押的股份数量计算如下:

解除质押的股份数量=解除质押前质押的股份数量-(当期未偿还本息总额×160%)/

办理解除质押登记日前1个交易日收盘价。

出质人伍超群保证在股份质押合同签署后，不再在质押股权上设置其他质押权、优先权或者其他第三方权利，未经质权人代理人书面同意，不得采取转让该质押股权或作出其他损害质权人权利的行为。

在股份质押合同签订后及本期债券有效存续期间，如千禾味业进行权益分派（包括但不限于送股、资本公积金转增股本等）导致出质人所持千禾味业的股份增加的，出质人应当同比例增加质押股票数量。

在股份质押合同签订后及本期债券有效存续期间，如千禾味业实施现金分红的，上述质押股票所分配的现金红利不作为股份质押担保合同项下的质押财产，出质人有权领取并自由支配。

## （2）质押期间

质押期间为自2018年5月22日至以下两个时点中的较早者：（1）本期债券持有人全部行使换股权；（2）本期债券本息全额付清。

根据公司2019年05月17日发布的公告“千禾味业食品股份有限公司2018年年度权益分派实施公告”（公告编号：2019-042），以资本公积金向全体股东每股转增0.4股，本期债券质押担保股数变更为3,575.96万股。截至2019年6月4日，公司近30个交易日股票最低价为18.04元/股，对应质押股票市场价值为62,686.65万元，对本期债券未偿还本息的覆盖率为164.41%；且质权存续期内，不存在连续30个交易日质押股票的市场价值（以每一交易日收盘价计算）持续低于本期债券尚未偿还本息总额的120%，无需追加担保物，公司第一大股东为本期债券提供的股份质押担保，仍可在一定程度上保障本期债券的安全性。

## 七、其他事项分析

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年04月16日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

## 八、评级结论

公司在我国西南地区生产及销售调味品及食品添加剂具有较强的竞争优势，积累了较

高的品牌知名度；公司销售网络向全国重点市场铺开，调味品收入规模持续增长，2018年调味品实现营业收入78,672.64万元，同比增长19.62%，毛利率持续提升，盈利能力不断提高；此外，实际控制人为本期债券提供股份质押担保，可在一定程度上保障本期债券的安全性；同时中证鹏元也关注到，我国调味品行业集中度较低，酱油等产品市场竞争较为激烈；公司存货、应收账款周转效率持续下降；未来新增产能能否有效释放并实现预期收益尚需时间检验等风险因素

基于以上情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为AA-，维持公司主体长期信用等级为AA-，评级展望维持为稳定。

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标

财务数据（单位：万元）	2019年3月	2018年	2017年	2016年
货币资金	58,827.94	45,448.51	8,090.90	9,204.75
应收账款	8,533.57	8,436.89	6,732.24	5,645.81
存货	27,215.37	26,847.32	24,072.39	21,144.52
其他流动资产	9,335.74	30,406.33	16,754.74	11,703.75
<b>流动资产合计</b>	<b>107,134.62</b>	<b>114,124.12</b>	<b>58,275.93</b>	<b>51,821.76</b>
固定资产	43,501.49	41,411.12	43,322.64	44,112.29
在建工程	30,487.36	30,581.04	9,930.50	38.40
无形资产	5,224.29	5,282.66	5,761.73	5,253.80
<b>非流动资产合计</b>	<b>80,383.05</b>	<b>78,990.22</b>	<b>61,336.76</b>	<b>50,843.82</b>
<b>资产总计</b>	<b>187,517.67</b>	<b>193,114.34</b>	<b>119,612.68</b>	<b>102,665.58</b>
短期借款	980.00	10,000.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	8,712.01	10,130.28	5,470.12	5,257.42
预收款项	815.74	894.81	792.21	1,664.94
应付职工薪酬	1,246.48	1,775.70	1,291.13	1,339.84
应交税费	1,737.77	1,340.53	1,052.66	891.99
其他应付款	5,766.55	5,728.80	1,196.97	1,055.45
其他流动负债	1,280.57	2,066.39	1,245.45	1,420.36
<b>流动负债合计</b>	<b>20,539.12</b>	<b>31,936.50</b>	<b>11,048.54</b>	<b>11,630.00</b>
应付债券	29,078.27	28,652.52	0.00	0.00
递延收益-非流动负债	2,022.92	1,874.44	2,265.44	1,993.50
<b>非流动负债合计</b>	<b>31,101.19</b>	<b>30,526.96</b>	<b>2,265.44</b>	<b>1,993.50</b>
<b>负债合计</b>	<b>51,640.31</b>	<b>62,463.47</b>	<b>13,313.98</b>	<b>13,623.50</b>
有息负债	30,058.27	38,652.52	0.00	0.00
所有者权益合计	135,877.36	130,650.88	106,298.70	89,042.08
营业收入	29,064.37	106,544.58	94,816.71	77,086.10
营业利润	6,064.93	28,517.53	16,919.68	10,980.51
净利润	5,052.52	24,002.36	14,405.94	10,008.86
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>4,340.86</b>	<b>24,341.27</b>	<b>17,484.37</b>	<b>6,949.20</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>18,109.41</b>	<b>-39,303.81</b>	<b>-20,918.17</b>	<b>-21,797.00</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-9,070.85</b>	<b>40,320.14</b>	<b>2,319.95</b>	<b>20,900.77</b>
<b>财务指标</b>	<b>2019年3月</b>	<b>2018年</b>	<b>2017年</b>	<b>2016年</b>
应收账款周转天数	-	25.63	23.50	21.43
存货周转天数	-	158.56	151.49	151.25
应付账款周转天数	-	48.58	35.94	44.69

净营业周期	-	135.61	139.05	127.99
流动资产周转天数	-	291.26	209.01	184.22
固定资产周转天数	-	143.15	165.99	172.29
总资产周转天数	-	528.33	421.97	408.82
综合毛利率	48.26%	45.74%	43.34%	40.97%
期间费用率	28.84%	27.27%	25.65%	25.49%
营业利润率	20.87%	26.77%	17.84%	14.24%
总资产回报率	-	18.38%	15.52%	14.09%
净资产收益率	-	20.26%	14.75%	14.74%
营业收入增长率	18.46%	12.37%	23.00%	23.62%
净利润增长率	-54.05%	66.61%	43.93%	50.44%
资产负债率	27.54%	32.35%	11.13%	13.27%
流动比率	5.22	3.57	5.27	4.46
速动比率	3.89	2.73	3.10	2.64
EBITDA（万元）	-	33,765.68	21,934.80	15,464.48
EBITDA 利息保障倍数	-	35.84	134.35	113.44
有息债务/EBITDA	-	1.14	0.00	0.00
债务总额/EBITDA	-	1.85	0.61	0.88
经营性净现金流/流动负债	0.21	0.76	1.58	0.60
经营性净现金流/负债总额	0.08	0.39	1.31	0.51

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度财务报表

## 附录二 截至2018年末公司合并范围子公司情况（单位：万元）

公司名称	公司简称	注册资本	持股比例	主营业务
柳州恒泰食品有限公司	柳州恒泰	800.00	100%	食品添加剂生产、销售
潍坊恒泰食品有限公司	潍坊恒泰	800.00	100%	食品添加剂生产、销售
四川吉恒食品有限公司	四川吉恒	2,000.00	100%	调味品及预包装食品的销售
丰城恒泰食品有限公司	丰城恒泰	4,370.00	100%	食品添加剂生产、销售

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2 ] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2 ] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2 ] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2 ] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2 ] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用} + \text{研发费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ( (\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2 ) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ( (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付债券

## 附录四 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。