

# 千禾味业 (603027.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 零添加风潮起,期待23年增长势能延续

### 业绩简评

4月7日公司发布年报,22年实现营收24.4亿元,同比+26.6%;实现归母净利润3.4亿元,同比+55.4%;扣非归母净利润3.4亿元,同比+55.3%。其中,22Q4实现营收8.8亿元,同比+54.9%;实现归母净利润1.6亿元,同比+75.0%;扣非归母净利润1.6亿元,同比+80.8%,贴近此前业绩预告上线,符合预期。

### 经营分析

**Q4 终端动销提速,收入增长亮眼。**主要系添加剂事件加速“零添加”教育,全品类、全渠道终端动销加快。1)分产品来看,22Q4 酱油/食醋分别实现收入5.9/1.1亿元,同比+71.3%/+26.2%。2)分渠道来看,22年线上/线下分别实现收入6.3/18.1亿元,同比+64.2%/+17.2%。3)分地区来看,外埠市场迅速扩张,22Q4 东/南/北部收入实现翻倍以上增长,中部+57%。4)经销网点同步扩张,22Q4 新增经销商197家,全国化路径扩张加速。

**22Q4 公司净利率为17.7%,同比提升2.0pct,环比提升5.0pct。**Q4净利率环比提升主要系,1)产能利用率提升,对冲成本压力,规模效应增强,22Q4 公司毛利率为39.8%,同比+1.9pct。2)优化费投结构,提升使用效率。21年电视广告支出较多,22年促销及广宣费同比-37%,22Q4 销售/管理/研发费率因收入增加而摊薄,分别-0.3pct/-0.7pct/-0.5pct。展望23年,包材、豆粕价格有望回落。随着中高端零添加占比提升,利润结构存在优化空间。

**公司为“零添加”酱油龙头,将受益于消费力修复+健康意识崛起,**产能储备充足,市占率有望稳步提升。渠道方面,立足KA大盘,预计在传统、电商渠道实现快速扩张;产品方面,新增御藏蚝油、海鲜酱油、蒸鱼豉油等品类,不断丰富产品矩阵,满足消费者多元化需求。产能方面,“60万吨调味品智能制造项目”一期20万吨酱油+10万吨料酒已于23年2月底转固投入使用,预计缓解前期产能紧张。中长期视角看,零添加产品渗透率偏低,在C端市场仍有较大成长空间。

### 盈利预测、估值与评级

考虑到公司“零添加”产品动销加快,净利率明显改善,结合股权激励目标,我们分别上调23-24年归母净利润13%/17%。预计公司23-25年公司收入分别为31.4/37.7/44.3亿元,分别同比+29%/20%/18%;归母净利润分别为5.1/6.4/7.6亿元,分别同比+47%/26%/19%。对应PE分别为46x/34x/29x,维持“买入”评级。

### 风险提示

食品安全风险;新品放量不及预期;市场竞争加剧等风险。

食品饮料组

分析师:刘宸倩(执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

市价(人民币):22.71元

相关报告:

- 《千禾味业公司点评:业绩略超预期,23年弹性仍存》, 2023.1.30
- 《激励目标上修,树立长期信心-千禾味业点评》, 2022.12.1
- 《逆势前行,费效比提升-千禾味业22Q3点评》, 2022.10.29



### 公司基本情况(人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,925	2,436	3,136	3,772	4,434
营业收入增长率	13.70%	26.55%	28.70%	20.27%	17.57%
归母净利润(百万元)	221	344	507	639	763
归母净利润增长率	7.58%	55.35%	47.44%	26.02%	19.46%
摊薄每股收益(元)	0.277	0.356	0.525	0.662	0.791
每股经营性现金流净额	0.22	0.80	0.35	0.64	0.72
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.67%	14.62%	18.54%	19.80%	19.98%
P/E	86.88	58.33	45.58	34.31	28.72
P/B	9.27	8.53	8.45	6.79	5.74

来源:公司年报、国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,693</b>	<b>1,925</b>	<b>2,436</b>	<b>3,136</b>	<b>3,772</b>	<b>4,434</b>
增长率		13.7%	26.6%	28.7%	20.3%	17.6%
主营业务成本	-951	-1,148	-1,546	-1,928	-2,292	-2,681
%销售收入	56.2%	59.6%	63.4%	61.5%	60.8%	60.5%
毛利	742	777	891	1,208	1,480	1,753
%销售收入	43.8%	40.4%	36.6%	38.5%	39.2%	39.5%
营业税金及附加	-16	-16	-21	-27	-32	-38
%销售收入	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-287	-388	-331	-426	-509	-599
%销售收入	16.9%	20.2%	13.6%	13.6%	13.5%	13.5%
管理费用	-61	-65	-73	-97	-113	-133
%销售收入	3.6%	3.4%	3.0%	3.1%	3.0%	3.0%
研发费用	-45	-55	-65	-82	-98	-115
%销售收入	2.7%	2.9%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
息税前利润 (EBIT)	333	253	401	576	727	868
%销售收入	19.7%	13.1%	16.5%	18.4%	19.3%	19.6%
财务费用	3	3	8	5	8	15
%销售收入	-0.2%	-0.1%	-0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.3%
资产减值损失	-88	-1	-19	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	9	9	3	5	5	5
%税前利润	3.4%	3.3%	0.6%	0.8%	0.7%	0.6%
营业利润	262	270	400	594	747	895
营业利润率	15.5%	14.0%	16.4%	18.9%	19.8%	20.2%
营业外收支	-5	-9	1	3	5	3
税前利润	257	261	402	597	752	898
利润率	15.2%	13.6%	16.5%	19.0%	19.9%	20.3%
所得税	-51	-40	-58	-89	-113	-135
所得税率	19.9%	15.3%	14.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	206	221	344	507	639	763
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>206</b>	<b>221</b>	<b>344</b>	<b>507</b>	<b>639</b>	<b>763</b>
净利率	12.2%	11.5%	14.1%	16.2%	16.9%	17.2%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	206	221	344	507	639	763
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	171	98	126	104	116	133
非经营收益	-14	3	-8	-1	-4	-2
营运资金变动	15	-144	311	-214	-32	-75
<b>经营活动现金净流</b>	<b>378</b>	<b>178</b>	<b>773</b>	<b>395</b>	<b>719</b>	<b>820</b>
资本开支	-211	-275	-215	-267	-278	-300
投资	-77	230	-400	-150	0	-50
其他	9	9	3	5	5	5
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-279</b>	<b>-36</b>	<b>-613</b>	<b>-412</b>	<b>-273</b>	<b>-345</b>
股权募资	0	0	56	0	0	0
债权募资	-6	0	64	246	-189	50
其他	-62	-62	-68	-130	-154	-176
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-68</b>	<b>-62</b>	<b>52</b>	<b>117</b>	<b>-342</b>	<b>-126</b>
<b>现金净流量</b>	<b>31</b>	<b>79</b>	<b>212</b>	<b>100</b>	<b>103</b>	<b>349</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	117	197	409	509	613	961
应收款项	136	156	213	233	275	317
存货	395	585	595	634	691	808
其他流动资产	414	201	585	599	608	666
流动资产	1,062	1,139	1,802	1,974	2,186	2,753
%总资产	48.6%	47.5%	56.8%	56.3%	56.2%	59.5%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	967	1,127	1,234	1,402	1,568	1,737
%总资产	44.2%	47.0%	38.9%	40.0%	40.3%	37.5%
无形资产	105	103	98	98	99	101
非流动资产	1,124	1,259	1,369	1,535	1,702	1,873
%总资产	51.4%	52.5%	43.2%	43.7%	43.8%	40.5%
<b>资产总计</b>	<b>2,185</b>	<b>2,398</b>	<b>3,172</b>	<b>3,509</b>	<b>3,889</b>	<b>4,625</b>
短期借款	0	1	65	247	0	0
应付款项	117	113	298	264	318	372
其他流动负债	122	162	413	154	177	216
流动负债	239	276	776	665	495	588
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	49	48	42	108	166	216
负债	288	324	819	773	661	804
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,898</b>	<b>2,074</b>	<b>2,353</b>	<b>2,736</b>	<b>3,228</b>	<b>3,822</b>
其中：股本	666	799	965	1,131	1,131	1,131
未分配利润	804	943	1,186	1,569	2,061	2,655
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,185</b>	<b>2,398</b>	<b>3,172</b>	<b>3,509</b>	<b>3,889</b>	<b>4,625</b>

**比率分析**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.309	0.277	0.356	0.525	0.662	0.791
每股净资产	2.851	2.597	2.437	2.834	3.343	3.958
每股经营现金净流	0.568	0.223	0.801	0.349	0.636	0.725
每股股利	0.110	0.150	0.200	0.110	0.130	0.150
<b>回报率</b>						
净资产收益率	10.84%	10.67%	14.62%	18.54%	19.80%	19.98%
总资产收益率	9.42%	9.23%	10.84%	14.45%	16.43%	16.51%
投入资本收益率	14.01%	10.29%	14.17%	16.05%	18.46%	18.50%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	24.95%	13.70%	26.55%	28.70%	20.27%	17.57%
EBIT 增长率	57.93%	-24.14%	58.79%	43.56%	26.14%	19.46%
净利润增长率	3.81%	7.58%	55.35%	47.44%	26.02%	19.46%
总资产增长率	6.32%	9.72%	32.26%	10.65%	10.82%	18.94%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	31.1	25.5	25.9	25.0	24.5	24.0
存货周转天数	137.0	155.9	139.4	120.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	29.7	25.0	25.5	26.0	26.5	26.5
固定资产周转天数	178.2	159.7	132.2	101.3	85.8	77.0
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-26.74%	-17.18%	-32.04%	-24.21%	-31.37%	-35.63%
EBIT 利息保障倍数	-103.6	-93.5	-48.3	-105.4	-90	-57.8
资产负债率	13.16%	13.50%	25.81%	22.04%	17.00%	17.38%

来源：公司年报、国金证券研究所

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402