



千禾味业 (603027.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

渠道扩张顺利，业绩延续高增

业绩简评

公司于7月14日发布业绩预告，预计23H1实现归母净利润2.4-2.7亿元(中枢为2.6亿元，下同)，同比+105%-125%(115%)；扣非归母净利润2.4-2.7亿元(2.6亿元)，同比+113%-133%(123%)。其中23Q2归母净利润1.0-1.2亿元(1.1亿元)，同比+55%-92%(73%)；扣非归母净利润1.0-1.2亿元(1.1亿元)，同比+64%-101%(83%)，业绩符合预期。

经营分析

外埠扩容顺利，市占率提升，我们预计23Q2营收同比+35%-40%。
1) 零添加占比持续提升，主因商超渠道人流修复具备高增长。高鲜产品受益于流通渠道招商顺利，铺市率大幅提升。新品蚝油预计年销破亿元，白灼汁和蒸鱼豉油有望成为区域性大单品。2) 西南大盘稳健，华北、华东等优势区域持续开拓新经销商，新一轮铺货顺利，预计Q2外埠市场增速超40%。Q2线上增速放缓，主要系传统电商流量下滑，叠加去年同期囤货高基数。

成本下降+规模效应，净利率显著优化。假定收入+35%，采用净利润中枢估算23Q2净利率为15.3%，同比+3.4pct，主要系1) 包材和运杂费成本回落，销量提升加强规模效应。2) 23Q2估计净利率环比略有下降，主要系消费需求较为疲软，零添加行业竞品增加，公司适当增加渠道资源如货架、人员配置等投放。我们预计传统渠道从开发阶段进入维系阶段后，费效比持续优化。

公司作为零添加龙头，顺应健康化趋势，较早树立起品牌力。自22Q4以来业绩持续高增，表明零添加品类具备较强的消费者认可度和复购率。随着品类矩阵完善、流通渠道顺利开拓，收入层面激励目标兑现度高。利润层面受益于产品结构升级和费效比提升，净利率有望持续优化。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司23-25年收入分别为32.8/39.5/46.6亿元，分别同比增长34%/21%/18%。23-25年归母净利润分别为5.3/6.7/8.0亿元，分别同比增长55%/27%/19%，对应PE分别为42x/33x/28x，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

联系人：陈宇君

chenyujun@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：21.65 元

相关报告：

- 《千禾味业公司点评：全国扩张顺利，23Q1业绩超预期》，2023.4.30
- 《千禾味业公司点评：零添加风潮起，期待23年增长势能延续》，2023.4.10
- 《千禾味业公司点评：业绩略超预期，23年弹性仍存》，2023.1.30



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	3,275	3,946	4,659
营业收入增长率	13.70%	26.55%	34.40%	20.51%	18.06%
归母净利润(百万元)	221	344	532	674	802
归母净利润增长率	7.58%	55.35%	54.73%	26.63%	19.07%
摊薄每股收益(元)	0.277	0.356	0.518	0.656	0.781
每股经营性现金流净额	0.22	0.80	0.39	0.73	0.83
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.67%	14.62%	14.90%	16.39%	16.86%
P/E	86.88	58.33	41.82	33.02	27.73
P/B	9.27	8.53	6.23	5.41	4.68

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
主营业务收入	1,693	1,925	2,436	3,275	3,946	4,659
增长率		13.7%	26.6%	34.4%	20.5%	18.1%
主营业务成本	-951	-1,148	-1,546	-2,012	-2,411	-2,837
%销售收入	56.2%	59.6%	63.4%	61.4%	61.1%	60.9%
毛利	742	777	891	1,263	1,535	1,822
%销售收入	43.8%	40.4%	36.6%	38.6%	38.9%	39.1%
营业税金及附加	-16	-16	-21	-28	-34	-40
%销售收入	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-287	-388	-331	-432	-513	-606
%销售收入	16.9%	20.2%	13.6%	13.2%	13.0%	13.0%
管理费用	-61	-65	-73	-111	-126	-149
%销售收入	3.6%	3.4%	3.0%	3.4%	3.2%	3.2%
研发费用	-45	-55	-65	-92	-110	-130
%销售收入	2.7%	2.9%	2.6%	2.8%	2.8%	2.8%
息税前利润 (EBIT)	333	253	401	599	751	897
%销售收入	19.7%	13.1%	16.5%	18.3%	19.0%	19.2%
财务费用	3	3	8	15	27	35
%销售收入	-0.2%	-0.1%	-0.3%	-0.5%	-0.7%	-0.8%
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	2	2	2
%税前利润	3.4%	3.3%	0.6%	0.3%	0.3%	0.2%
营业利润	262	270	400	623	788	941
营业利润率	15.5%	14.0%	16.4%	19.0%	20.0%	20.2%
营业外收支	-5	-9	1	3	5	3
税前利润	257	261	402	626	793	944
利润率	15.2%	13.6%	16.5%	19.1%	20.1%	20.3%
所得税	-51	-40	-58	-94	-119	-142
所得税率	19.9%	15.3%	14.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	206	221	344	532	674	802
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	206	221	344	532	674	802
净利率	12.2%	11.5%	14.1%	16.3%	17.1%	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	532	674	802
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	-3	1
营运资金变动	15	-144	311	-236	-38	-82
经营活动现金净流	378	178	773	399	749	854
资本开支	-211	-275	-215	-267	-278	-300
投资	-77	230	-400	-150	0	-50
其他	9	9	3	2	2	2
投资活动现金净流	-279	-36	-613	-415	-276	-348
股权募资	0	0	56	799	0	0
债权募资	-6	0	64	-1	58	50
其他	-62	-62	-68	-115	-138	-160
筹资活动现金净流	-68	-62	52	683	-79	-110
现金净流量	31	79	212	668	393	396

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	117	197	409	1,077	1,470	1,866
应收款项	136	156	213	243	288	333
存货	395	585	595	662	727	855
其他流动资产	414	201	585	600	611	670
流动资产	1,062	1,139	1,802	2,582	3,095	3,724
%总资产	48.6%	47.5%	56.8%	62.7%	64.5%	66.5%
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%	34.1%	32.7%	31.0%
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%	37.3%	35.5%	33.5%
资产总计	2,185	2,398	3,172	4,117	4,798	5,596
短期借款	0	1	65	0	0	0
应付款项	117	113	298	276	334	393
其他流动负债	122	162	413	161	186	227
流动负债	239	276	776	437	520	620
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	545	686	836
普通股股东权益	1,898	2,074	2,353	3,572	4,112	4,760
其中：股本	666	799	965	1,028	1,028	1,028
未分配利润	804	943	1,186	1,605	2,146	2,794
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,185	2,398	3,172	4,117	4,798	5,596

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.309	0.277	0.356	0.518	0.656	0.781
每股净资产	2.851	2.597	2.437	3.475	4.000	4.631
每股经营现金净流	0.568	0.223	0.801	0.388	0.728	0.830
每股股利	0.110	0.150	0.200	0.110	0.130	0.150
回报率						
净资产收益率	10.84%	10.67%	14.62%	14.90%	16.39%	16.86%
总资产收益率	9.42%	9.23%	10.84%	12.93%	14.05%	14.34%
投入资本收益率	14.01%	10.29%	14.17%	13.99%	15.10%	15.47%
增长率						
主营业务收入增长率	24.95%	13.70%	26.55%	34.40%	20.51%	18.06%
EBIT增长率	57.93%	-24.14%	58.79%	49.29%	25.41%	19.34%
净利润增长率	3.81%	7.58%	55.35%	54.73%	26.63%	19.07%
总资产增长率	6.32%	9.72%	32.26%	29.81%	16.54%	16.64%
资产管理能力						
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	97.0	82.0	73.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-26.74%	-17.18%	-32.04%	-41.35%	-45.49%	-47.61%
EBIT利息保障倍数	-103.6	-93.5	-48.3	-40.1	-27	-25.4
资产负债率	13.16%	13.50%	25.81%	13.25%	14.30%	14.95%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-10-28	买入	21.28	N/A
2	2022-07-14	买入	15.64	N/A
3	2022-08-30	买入	15.06	N/A
4	2022-10-29	买入	15.38	N/A
5	2022-12-01	买入	18.78	N/A
6	2023-01-30	买入	22.36	N/A
7	2023-04-10	买入	22.71	N/A
8	2023-04-30	买入	23.76	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00=买入；1.01~2.0=增持；2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



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。

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：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究