



千禾味业 (603027.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

零添加势能延续，业绩符合预期

业绩简评

8月25日公司发布23年半年报，23H1实现营收15.31亿元，同比+50.9%；实现归母净利润2.57亿元，同比+115.9%；扣非归母净利润2.56亿元，同比+122.9%。其中，23Q2实现营收7.12亿元，同比+33.8%；实现归母净利润1.11亿元，同比+75.1%；扣非归母净利润1.11亿元，同比+82.4%，贴近此前预告中枢。

经营分析

主力单品酱油高增，外埠市场持续扩张。1) 23Q2 酱油/食醋分别实现营收4.46/0.99亿元，同比+42.3%/3.6%，酱油持续享受零添加红利，带动食醋品类增长。其他产品营收1.67亿元，同比+35.3%，料酒、蒸鱼豉油、蚝油逐步起量，有望成为新增长极。2) 23Q2 经销/直营分别实现营收5.27/1.73亿元，同比+51.8%/-1.8%。直营增速放缓系电商大盘流量下滑，叠加商超渠道人流恢复较为缓慢。但流通渠道招商进度加快，经销渠道增长亮眼。3) 23Q2 西部实现营收2.84亿元，同比+4.6%，大本营高基数下稳健增长。23Q2 东部/南部/中部/北部同比增速超50%，系外埠市场经销商加速扩张，23H1 全国地区经销商净增556家（22H1 同增112家），全国化扩张顺利。

成本下行兑现，费效比持续提升。1) 23Q2 毛利率37.4%，同比+1.7pct。成本端包材、运杂费用下降，带动整体毛利率增长。大豆价格年初以来大幅下行，考虑到酿造周期，预计下半年可传导至报表段。2) 23Q2 销售/管理/研发/财务费率同比-0.1/+1.0/-0.7/-1.8pct。管理费率提升系股权激励费用增加，财务费率下降系利息收入增加。3) 综上，23Q2 净利率15.6%，同比+3.7pct。

公司以零添加为核心，持续布局酱油以外品类，加快补齐产品矩阵。目前已顺利切入流通渠道，经销商和销售团队大幅扩张，终端网点加速渗透下沉，经营有望持续改善。我们看好零添加渗透率提升大趋势，多元品类&渠道扩张助力股权激励目标达成。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司23-25年归母净利润分别为5.4/6.8/8.2亿元，同比增长56%/27%/19%，对应PE分别为34x/27x/23x，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)：17.95 元

相关报告：

- 《千禾味业公司点评：渠道扩张顺利，业绩延续高增》，2023.7.16
- 《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



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	537	682	815
归母净利润增长率	7.58%	55.35%	56.21%	26.98%	19.42%
摊薄每股收益(元)	0.277	0.356	0.523	0.664	0.793
每股经营性现金流净额	0.22	0.80	0.48	0.75	0.87
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.67%	14.62%	15.02%	16.54%	17.02%
P/E	86.88	58.33	34.34	27.04	22.64
P/B	9.27	8.53	5.16	4.47	3.86

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	-426	-513	-606
%销售收入	16.9%	20.2%	13.6%	13.0%	13.0%	13.0%
管理费用	-61	-65	-73	-118	-126	-149
%销售收入	3.6%	3.4%	3.0%	3.6%	3.2%	3.2%
研发费用	-45	-55	-65	-88	-103	-121
%销售收入	2.7%	2.9%	2.6%	2.7%	2.6%	2.6%
息税前利润 (EBIT)	333	253	401	602	759	906
%销售收入	19.7%	13.1%	16.5%	18.4%	19.2%	19.4%
财务费用	3	3	8	16	28	36
%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%	0.2%	0.2%
营业利润	262	270	400	630	800	955
营业利润率	15.5%	14.0%	16.4%	19.2%	20.3%	20.5%
营业外收支	-5	-9	1	2	3	4
税前利润	257	261	402	632	803	959
利润率	15.2%	13.6%	16.5%	19.3%	20.3%	20.6%
所得税	-51	-40	-58	-95	-120	-144
所得税率	19.9%	15.3%	14.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	206	221	344	537	682	815
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	537	682	815
净利率	12.2%	11.5%	14.1%	16.4%	17.3%	17.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	206	221	344	537	682	815
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	171	98	126	115	140	157
非经营收益	-14	3	-8	0	-1	0
营运资金变动	15	-144	311	-159	-47	-77
经营活动现金净流	378	178	773	493	773	895
资本开支	-211	-275	-215	-348	-300	-269
投资	-77	230	-400	-100	-50	-50
其他	9	9	3	2	2	2
投资活动现金净流	-279	-36	-613	-446	-348	-317
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	731	346	467

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	117	197	409	1,140	1,486	1,954
应收款项	136	156	213	180	228	269
存货	395	585	595	634	727	855
其他流动资产	414	201	585	542	603	661
流动资产	1,062	1,139	1,802	2,497	3,045	3,739
%总资产	48.6%	47.5%	56.8%	60.9%	63.3%	66.5%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	967	1,127	1,234	1,471	1,632	1,747
%总资产	44.2%	47.0%	38.9%	35.9%	33.9%	31.1%
无形资产	105	103	98	98	99	101
非流动资产	1,124	1,259	1,369	1,603	1,767	1,883
%总资产	51.4%	52.5%	43.2%	39.1%	36.7%	33.5%
资产总计	2,185	2,398	3,172	4,100	4,811	5,623
短期借款	0	1	65	0	0	0
应付款项	117	113	298	271	334	393
其他流动负债	122	162	413	145	186	228
流动负债	239	276	776	416	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	524	686	837
普通股股东权益	1,898	2,074	2,353	3,577	4,125	4,786
其中：股本	666	799	965	1,028	1,028	1,028
未分配利润	804	943	1,186	1,610	2,159	2,819
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	4,100	4,811	5,623

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.309	0.277	0.356	0.523	0.664	0.793
每股净资产	2.851	2.597	2.437	3.480	4.014	4.656
每股经营现金净流	0.568	0.223	0.801	0.480	0.752	0.870
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%	15.02%	16.54%	17.02%
总资产收益率	9.42%	9.23%	10.84%	13.10%	14.18%	14.49%
投入资本收益率	14.01%	10.29%	14.17%	14.05%	15.21%	15.55%
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%	50.11%	26.04%	19.33%
净利润增长率	3.81%	7.58%	55.35%	56.21%	26.98%	19.42%
总资产增长率	6.32%	9.72%	32.26%	29.28%	17.34%	16.86%
资产管理能力						
应收账款周转天数	31.1	25.5	25.9	18.0	19.0	19.0
存货周转天数	137.0	155.9	139.4	115.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	29.7	25.0	25.5	25.0	26.5	26.5
固定资产周转天数	178.2	159.7	132.2	119.2	100.0	84.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-26.74%	-17.18%	-32.04%	-43.07%	-45.73%	-49.19%
EBIT利息保障倍数	-103.6	-93.5	-48.3	-38.4	-27	-24.8
资产负债率	13.16%	13.50%	25.81%	12.77%	14.26%	14.88%

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	2022-07-14	买入	15.64	N/A
2	2022-08-30	买入	15.06	N/A
3	2022-10-29	买入	15.38	N/A
4	2022-12-01	买入	18.78	N/A
5	2023-01-30	买入	22.36	N/A
6	2023-04-10	买入	22.71	N/A
7	2023-04-30	买入	23.76	N/A
8	2023-07-16	买入	21.65	N/A

来源：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。

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





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