

# Q2 延续高增趋势，竞争力持续提升

## 千禾味业(603027)

评级:	增持	股票代码:	603027
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	26.24/13.6
目标价格:		总市值(亿)	184.49
最新收盘价:	17.95	自由流通市值(亿)	172.06
		自由流通股数(百万)	958.54

### 事件概述

公司上半年实现营收 15.31 亿元，同比+50.89%；归母净利润 2.57 亿元，同比+115.94%；扣非归母净利润 2.56 亿元，同比+122.88%。Q2 实现营收 7.12 亿元，同比+33.76%；归母净利润 1.11 亿元，同比+75.12%；扣非归母净利润 1.11 亿元，同比+82.38%。

### 分析判断:

#### ▶ 上半年零添加持续放量，规模加速扩张

公司上半年继续紧抓零添加行业趋势，强化产品品质，积极开拓市场，优化营销渠道，实现竞争力提升和销售规模扩大，收入高增 50.9%。分产品来看，H1 酱油/醋/其他主营业务分别实现收入 9.67/2.20/3.22 亿元、分别同增 60.1%/26.1%/45.7%，酱油继续享受零添加红利，实现收入高增，同时带动食醋和其他品类快速放量。分区域来看，东部/南部/中部/北部/西部分别实现收入 3.37/0.92/2.02/2.67/6.09 亿元，分别同比+87.8%/+64.9%/+115.0%/+80.1%/+16.8%，多个市场实现高增，千禾加速推进全国化，相应的 H1 净增 556 个经销商，其中东部/南部/中部/北部/西部分别净增 97/53/128/132/146 名经销商，实现全区域扩张，助力千禾规模提升。

#### ▶ 成本端改善+费效比提升，上半年利润高增

成本端来看，公司 H1 毛利率 38.3%，同比+2.9pct，毛利率提升主要受包装材料采购价格同比下降和产品运杂费率下降提振。费用端来看，H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 12.5%/3.9%/2.7%/-0.9%，分别同比-1.75%/+0.63%/-0.15%/-0.62pct，其中销售费用率下降较多主因规模快速扩张使得公司投入产出比提升。综合来看，得益于规模扩张+毛利率提升+费用率下降，公司 H1 经营表现超预期，净利率同比提升 5.1pct 至 16.8%，相应的归母净利润同比+115.9%至 2.57 亿元

#### ▶ 业绩持续超预期，奠定全年高增趋势

公司已连续三个季度实现业绩高增，既验证了消费者对于零添加产品的需求，也证明了千禾市场开拓和盈利能力提升的潜力，为公司业绩高增奠定基础。我们认为随着商超恢复、电商快速发展和餐饮增量，公司收入规模有望继续快速提升，超预期完成股权激励目标；利润端降本增效效用延续，净利率有望持续恢复。长期来看，千禾在行业中具备差异化优势，我们看好伴随行业回暖，经营持续改善，业绩规模和利润率持续提升。

### 投资建议

参考最新业绩预告，我们维持公司 23-25 年收入 32.04/38.47/42.93 亿元的预测；下调 23-25 年 EPS 0.57/0.71/0.83 元的预测至 0.53/0.67/0.78 元；对应 2023 年 8 月 25 日 17.95 元的收盘价，PE 分别为 34/27/23 倍，维持公司“增持”评级。

### 风险提示

行业竞争加剧、产能投产不及预期

### 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,925	2,436	3,204	3,847	4,293

YoY (%)	13.7%	26.6%	31.5%	20.1%	11.6%
归母净利润(百万元)	221	344	516	643	754
YoY (%)	7.6%	55.4%	50.2%	24.5%	17.3%
毛利率(%)	40.4%	36.6%	38.0%	38.3%	39.1%
每股收益(元)	0.23	0.36	0.53	0.67	0.78
ROE	10.7%	14.6%	18.0%	18.3%	17.7%
市盈率	77.71	50.03	33.55	26.96	22.99

资料来源: wind、华西证券研究所

**分析师: 寇星**

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

**分析师: 卢周伟**

邮箱: luzw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520100001

联系电话:

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,436	3,204	3,847	4,293	净利润	344	516	643	754
YoY (%)	26.6%	31.5%	20.1%	11.6%	折旧和摊销	107	51	52	54
营业成本	1,546	1,988	2,374	2,613	营运资金变动	311	-406	173	-193
营业税金及附加	21	27	33	36	经营活动现金流	773	157	864	611
销售费用	331	433	500	550	资本开支	-215	-158	-138	-138
管理费用	73	96	115	129	投资	-400	0	0	0
财务费用	-8	-13	-10	-10	投资活动现金流	-613	-155	-134	-134
研发费用	65	83	100	112	股权募资	56	0	0	0
资产减值损失	-14	0	0	0	债务募资	64	0	0	0
投资收益	3	3	4	4	筹资活动现金流	52	-1	-1	-1
营业利润	400	606	754	885	现金净流量	212	1	728	476
营业外收支	1	2	2	2	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
利润总额	402	608	756	887	<b>成长能力 (%)</b>				
所得税	58	91	113	133	营业收入增长率	26.6%	31.5%	20.1%	11.6%
净利润	344	516	643	754	净利润增长率	55.4%	50.2%	24.5%	17.3%
归属于母公司净利润	344	516	643	754	<b>盈利能力 (%)</b>				
YoY (%)	55.4%	50.2%	24.5%	17.3%	毛利率	36.6%	38.0%	38.3%	39.1%
每股收益	0.36	0.53	0.67	0.78	净利率	14.1%	16.1%	16.7%	17.6%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	10.8%	13.9%	14.2%	14.2%
货币资金	409	411	1,139	1,614	净资产收益率 ROE	14.6%	18.0%	18.3%	17.7%
预付款项	25	30	36	39	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	595	974	930	1,121	流动比率	2.32	2.77	3.04	3.65
其他流动资产	773	829	858	883	速动比率	1.33	1.34	1.89	2.34
流动资产合计	1,802	2,244	2,963	3,658	现金比率	0.53	0.51	1.17	1.61
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	25.8%	22.9%	22.5%	19.7%
固定资产	883	932	960	985	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	98	98	98	98	总资产周转率	0.87	0.93	0.93	0.87
非流动资产合计	1,369	1,478	1,566	1,652	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	3,172	3,722	4,530	5,310	每股收益	0.36	0.53	0.67	0.78
短期借款	65	65	65	65	每股净资产	2.44	2.97	3.64	4.42
应付账款及票据	193	176	252	222	每股经营现金流	0.80	0.16	0.89	0.63
其他流动负债	518	570	658	714	每股股利	0.11	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	776	810	975	1,002	<b>估值分析</b>				
长期借款	0	0	0	0	PE	50.03	33.55	26.96	22.99
其他长期负债	42	42	42	42	PB	8.53	7.64	6.24	5.14
非流动负债合计	42	42	42	42					
负债合计	819	853	1,017	1,044					
股本	965	965	965	965					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	2,353	2,870	3,512	4,266					
负债和股东权益合计	3,172	3,722	4,530	5,310					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

**寇星：**华西证券研究所执行所助、食品饮料行业首席分析师，2021 年新浪金麒麟新锐分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团 7 年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

**郭辉：**10 年白酒产业从业经验，前就任某公募基金消费研究员，现负责白酒板块研究，具备产业、卖方、买方多方面工作经历，对产业趋势与资本市场均有深刻洞察。

**任从尧：**11 年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

**卢周伟：**华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020 年 7 月加入华西证券食品饮料组。

**王厚：**华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020 年加入华西证券研究所。

**吴越：**华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2 年苏酒渠道公司销售工作经历，2022 年加入华西证券研究所。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。