

公司研究

控费释放利润，业绩略超预期

——千禾味业（603027.SH）2022年半年度业绩预告点评

要点

事件：公司发布2022年半年度业绩预告，预计22H1实现归母净利润1.09-1.22亿元，同比增长66%-86%；预计实现扣非归母净利润1.05-1.19亿元，同比增长60%-80%。

低基数叠加控制费用支出，22Q2利润高速增长。

根据公司业绩预告，预计22Q2归母净利润为5402-6717万元，同比增长108%-159%；预计扣非归母净利润5153-6463万元，同比增长119%-175%。**二季度利润实现较快增长，原因在于：**1) **收入端：**由于公司积极开拓市场、优化营销渠道，带来销售规模逐步扩大，上海等华东地区物流从4月下旬起逐步恢复，疫情影响也在逐步减少。2) **费用端：**21Q2公司支出较多广告费用，单季度销售费用率为近3年最高水平，随着公司控制费用投放，提升费效比，22Q2销售费用同比减少，释放一定利润。3) **同期低基数：**21Q2公司归母净利润基数较低，21Q2实现归母净利润2593万元，同比下滑70%，低基数下提供更高利润弹性。

市场拓展稳步推进，需密切关注动销变化。

今年公司将加大在外埠流通市场的开拓，并通过低价版零添加酱油+高鲜酱油抢占市场。上海是公司从省内进军全国的标杆性市场，从渠道跟踪来看，受疫情影响，4月华东地区存在一定发货问题，该地区二季度收入预计略有下滑；今年公司产品矩阵有所丰富，推出低端零添加酱油、蚝油、蒸鱼豉油等新品，帮助公司进一步拓展市场。千禾在华东地区的渗透率仍较低，未来还有较大提升空间。后续需重点关注公司流通渠道的开拓情况，以及低价版零添加酱油的推广情况。

展望22年下半年，预计收入利润保持较同步增长。

由于公司酱油发酵周期长，黄豆价格上行带来的压力后置，叠加今年以来包装物价格上行较多，预计成本端短期内仍存在一定压力。21年销售费用较高，22年费用收缩确定性较高，一定程度上能缓解成本端压力。考虑到22H2净利润基数恢复正常，预计收入利润保持较同步增长。

盈利预测、估值与评级：考虑到疫情形势逐步好转，公司逐步收紧费用，我们上调公司2022-24年归母净利润预测至2.99/3.87/4.83亿元（分别较前次上调22.2%/29.1%/30.9%），折合2022-24年EPS分别为0.31/0.40/0.50元。当前股价对应2022/23/24年PE为50x/38x/31x，维持“增持”评级。

风险提示：食品安全风险、原材料价格上涨风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,693	1,925	2,283	2,777	3,323
营业收入增长率	24.95%	13.70%	18.56%	21.64%	19.68%
净利润（百万元）	206	221	299	387	483
净利润增长率	3.81%	7.58%	35.06%	29.28%	24.83%
EPS（元）	0.31	0.28	0.31	0.40	0.50
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.84%	10.67%	12.97%	14.85%	16.25%
P/E	50	56	50	38	31
P/B	5.4	6.0	6.5	5.7	5.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-07-14（注：2020-2022年股本分别为6.66/7.99/9.59亿股）

增持（维持）

当前价：15.52元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

联系人：汪航宇

wanghangyu@ebsecn.com

联系人：李嘉祺

lijq@ebsecn.com

联系人：杨哲

yangz@ebsecn.com

联系人：董博文

dongbowen@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	9.59
总市值(亿元)	148.77
一年最低/最高(元)	13.16/23.39
近3月换手率	103.19%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-15.42	-14.29	-27.38
绝对	3.20	7.16	-31.86

资料来源：Wind

相关研报

费用收缩释放利润，渠道拓展稳步推进——千禾味业（603027.SH）2021年与2022年一季度业绩点评（2022-04-27）
股权激励激发活力，定增扩产布局长远——千禾味业（603027.SH）非公开发行股票及股权激励计划公告点评（2022-02-24）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,693	1,925	2,283	2,777	3,323
营业成本	951	1,148	1,397	1,681	2,003
折旧和摊销	82	96	99	103	109
税金及附加	16	16	19	24	28
销售费用	287	388	387	455	535
管理费用	61	65	80	97	115
研发费用	45	55	59	71	85
财务费用	-3	-3	1	10	9
投资收益	9	9	12	13	14
营业利润	262	270	357	460	573
利润总额	257	261	353	456	569
所得税	51	40	54	70	87
净利润	206	221	299	387	483
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	206	221	299	387	483
EPS(元)	0.31	0.28	0.31	0.40	0.50

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	378	178	341	278	408
净利润	206	221	299	387	483
折旧摊销	82	96	99	103	109
净营运资金增加	133	238	133	307	288
其他	-43	-377	-190	-518	-471
投资活动产生现金流	-279	-36	-255	-87	-86
净资本支出	-211	-275	-170	-100	-100
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-68	239	-85	13	14
融资活动现金流	-68	-62	174	-92	-213
股本变化	200	133	160	0	0
债务净变化	-158	1	242	9	-87
无息负债变化	-17	35	137	25	82
净现金流	31	79	260	99	109

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	43.8%	40.4%	38.8%	39.4%	39.7%
EBITDA 率	30.2%	18.5%	19.6%	20.2%	20.4%
EBIT 率	25.3%	13.5%	15.3%	16.5%	17.1%
税前净利润率	15.2%	13.6%	15.5%	16.4%	17.1%
归母净利润率	12.2%	11.5%	13.1%	13.9%	14.5%
ROA	9.4%	9.2%	9.9%	11.6%	13.0%
ROE (摊薄)	10.8%	10.7%	13.0%	14.9%	16.2%
经营性 ROIC	19.8%	10.5%	12.9%	14.9%	16.7%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	13%	13%	23%	22%	20%
流动比率	4.45	4.13	2.60	2.95	3.51
速动比率	2.79	2.01	1.48	1.67	1.96
归母权益/有息债务	-	3393.54	9.49	10.35	18.04
有形资产/有息债务	-	3724.56	11.73	12.65	21.54

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	2,185	2,398	3,010	3,341	3,702
货币资金	117	197	457	555	665
交易性金融资产	390	160	250	250	250
应收账款	124	145	161	182	202
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	11	11	11	14	16
存货	395	585	719	874	1,051
其他流动资产	2	14	50	99	154
流动资产合计	1,062	1,139	1,680	2,014	2,385
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	827	843	1,099	1,115	1,101
在建工程	130	276	31	6	4
无形资产	105	103	151	148	145
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	33	11	18	18	18
非流动资产合计	1,124	1,259	1,330	1,327	1,317
总负债	288	324	703	737	733
短期借款	0	0	243	252	165
应付账款	72	86	168	202	240
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	54	61	78	103	130
流动负债合计	239	276	647	683	679
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	41	41	40	39	38
非流动负债合计	49	48	56	55	54
股东权益	1,898	2,074	2,306	2,603	2,970
股本	666	799	959	959	959
公积金	444	332	203	241	290
未分配利润	804	943	1,145	1,403	1,722
归属母公司权益	1,898	2,074	2,306	2,603	2,970
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	16.94%	20.15%	16.95%	16.39%	16.09%
管理费用率	3.63%	3.38%	3.52%	3.50%	3.47%
财务费用率	-0.19%	-0.14%	0.04%	0.35%	0.27%
研发费用率	2.67%	2.88%	2.60%	2.56%	2.56%
所得税率	20%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.09	0.08	0.09	0.12	0.15
每股经营现金流	0.57	0.22	0.36	0.29	0.43
每股净资产	2.85	2.60	2.41	2.72	3.10
每股销售收入	2.54	2.41	2.38	2.90	3.47

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	50	56	50	38	31
PB	5.4	6.0	6.5	5.7	5.0
EV/EBITDA	19.9	34.9	33.2	26.5	21.8
股息率	0.6%	0.5%	0.6%	0.8%	1.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE