

缩减费用释放弹性，Q2 业绩回暖

投资要点

- **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%；实现扣非归母净利润 1.05-1.18 亿元，同比增长 60%-80%。预计公司 Q2 单季度实现归母净利润 0.54-0.67 亿元，同比增长 108.3%-159%，Q2 业绩略超市场预期。
- **销售费用缩减叠加低基数效应，Q2 业绩实现高增。**公司二季度利润增速较高，主要得益于：1) 销售费用相比去年同期明显降低：21H1 公司因冠名江苏卫视《新相亲大会》确认近 7893 万元大额费用，当期促销及广告宣传费高达 1.53 亿元。22H1 公司并无大额广告支出，费用控制加强叠加公司精细化管理下费效比提升，凸显公司 Q2 利润弹性。2) 低基数效应：21Q2 受社区团购冲击商超人流下滑严重，当期利润承压严重，低基数下释放 22Q2 业绩弹性。
- **疫情好转释放终端需求，积极开拓省外流通渠道。**公司大本营西南大区 Q2 降低压货力度，叠加去年同期高基数，预计收入将保持平稳增长。华东大区作为公司省外扩张的样板市场，受疫情影响预计 3-4 月终端需求受损严重，收入有所下滑，5 月以来伴随疫情好转物流顺畅，经销商备货积极，终端动销有明显改善，预计华东区域 Q2 表现良好。此外公司借助平价零添加产品以及高鲜产品逐步在华东、华北流通渠道进行渗透，预计下半年流通渠道有望持续放量，拉动收入稳步增长。
- **深耕零添加概念，全国化进程稳步推进。**1) 零添加酱油作为公司深耕多年的核心品类，在消费升级和健康化浪潮中仍具备较大红利，且公司不断推出减盐酱油、性价比大包装产品等，产品矩阵持续丰富；2) 公司加大渠道拓展力度，以西南、华东为基础逐步向华中、华北扩张，并持续加码电商与流通渠道建设，深化与社团电商等平台合作，全国化进程正稳步推进。3) 下半年公司将继续控制广告及渠道费用投放力度，预计后续季度销售费用率保持稳定；叠加 4 月以来大豆价格下行，成本端压力逐渐趋缓下，下半年公司盈利能力有望进一步提升。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2022-2024 年 EPS 分别为 0.32 元、0.41 元、0.51 元，对应动态 PE 分别为 50 倍、39 倍、32 倍，维持“持有”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动风险，新冠疫情反复风险，行业竞争加剧风险。

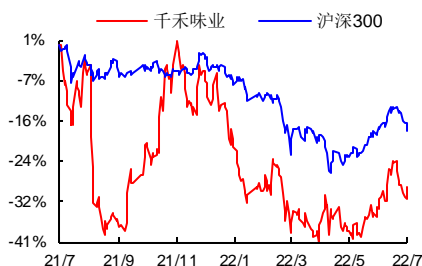
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1925.29	2301.55	2756.68	3265.73
增长率	13.70%	19.54%	19.77%	18.47%
归属母公司净利润(百万元)	221.40	310.35	394.94	488.86
增长率	7.58%	40.18%	27.26%	23.78%
每股收益EPS(元)	0.23	0.32	0.41	0.51
净资产收益率 ROE	10.67%	13.39%	15.25%	16.97%
PE	70	50	39	32
PB	7.44	6.66	5.96	5.36

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：朱会振
执业证号：S1250513110001
电话：023-63786049
邮箱：zhz@swsc.com.cn
联系人：舒尚立
电话：023-63786049
邮箱：ssl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	9.59
流通 A 股(亿股)	9.59
52 周内股价区间(元)	15.38-27.79
总市值(亿元)	154.32
总资产(亿元)	23.06
每股净资产(元)	2.47

相关研究

1. 千禾味业(603027): 22Q1 收入端承压, 降费拉动业绩增长 (2022-04-27)
2. 千禾味业(603027): 定增助力产能扩充, 股权激励彰显信心 (2022-02-27)
3. 千禾味业(603027): 短期业绩持续承压, 全国扩张稳步推进 (2021-10-29)
4. 千禾味业(603027): 成本+费用上行, 业绩短期承压 (2021-08-18)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1925.29	2301.55	2756.68	3265.73	净利润	221.40	310.35	394.94	488.86
营业成本	1147.87	1392.14	1654.37	1952.61	折旧与摊销	96.07	90.79	107.64	120.82
营业税金及附加	16.34	25.32	30.32	35.92	财务费用	-2.70	4.33	9.25	7.78
销售费用	387.95	379.76	468.63	571.50	资产减值损失	0.00	50.00	30.00	10.00
管理费用	65.00	73.65	85.46	97.97	经营营运资本变动	-191.66	-171.80	-126.62	-147.96
财务费用	-2.70	4.33	9.25	7.78	其他	55.09	-50.00	-28.00	-11.00
资产减值损失	0.00	50.00	30.00	10.00	经营活动现金流净额	178.19	233.68	387.21	468.50
投资收益	8.58	0.00	0.00	0.00	资本支出	-178.36	-300.00	-200.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	141.93	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-36.43	-300.00	-200.00	-100.00
营业利润	269.99	376.36	478.64	589.95	短期借款	0.00	285.96	14.45	-86.89
其他非经营损益	-8.75	-3.86	-4.27	-4.66	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	261.24	372.51	474.37	585.28	股权融资	1.11	0.00	0.00	0.00
所得税	39.84	62.15	79.43	96.43	支付股利	-61.91	-66.42	-124.14	-197.47
净利润	221.40	310.35	394.94	488.86	其他	-1.47	-4.94	-9.25	-7.78
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-62.27	214.60	-118.95	-292.14
归属母公司股东净利润	221.40	310.35	394.94	488.86	现金流量净额	79.49	148.28	68.27	76.36
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	196.96	345.23	413.50	489.86	成长能力				
应收和预付款项	182.75	235.25	271.19	323.29	销售收入增长率	13.70%	19.54%	19.77%	18.47%
存货	585.31	709.87	841.58	994.66	营业利润增长率	3.08%	39.40%	27.18%	23.25%
其他流动资产	174.20	176.97	180.33	184.08	净利润增长率	7.58%	40.18%	27.26%	23.78%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	6.43%	29.76%	26.31%	20.66%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1118.64	1330.78	1426.07	1408.19	毛利率	40.38%	39.51%	39.99%	40.21%
无形资产和开发支出	103.32	100.39	97.46	94.52	三费率	23.39%	19.89%	20.44%	20.74%
其他非流动资产	36.75	36.75	36.75	36.75	净利率	11.50%	13.48%	14.33%	14.97%
资产总计	2397.92	2935.24	3266.88	3531.35	ROE	10.67%	13.39%	15.25%	16.97%
短期借款	0.00	285.96	300.40	213.52	ROA	9.23%	10.57%	12.09%	13.84%
应付和预收款项	132.07	175.99	202.20	239.23	ROIC	12.75%	14.49%	15.93%	17.86%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	18.87%	20.49%	21.60%	22.00%
其他负债	191.53	155.04	175.22	198.17	营运能力				
负债合计	323.60	616.98	677.82	650.91	总资产周转率	0.84	0.86	0.89	0.96
股本	798.78	958.54	958.54	958.54	固定资产周转率	2.31	2.44	2.48	2.70
资本公积	199.27	39.52	39.52	39.52	应收账款周转率	14.29	13.74	13.57	13.73
留存收益	1076.26	1320.20	1591.00	1882.39	存货周转率	2.34	2.15	2.13	2.12
归属母公司股东权益	2074.32	2318.26	2589.06	2880.44	销售商品提供劳务收到现金营业收入	111.58%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2074.32	2318.26	2589.06	2880.44	资产负债率	13.50%	21.02%	20.75%	18.43%
负债和股东权益合计	2397.92	2935.24	3266.88	3531.35	带息债务/总负债	0.00%	46.35%	44.32%	32.80%
					流动比率	4.13	2.58	2.71	3.30
					速动比率	2.01	1.33	1.37	1.65
					股利支付率	27.96%	21.40%	31.43%	40.39%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	363.36	471.48	595.53	718.54	每股收益	0.23	0.32	0.41	0.51
PE	69.70	49.73	39.07	31.57	每股净资产	2.16	2.42	2.70	3.01
PB	7.44	6.66	5.96	5.36	每股经营现金	0.19	0.24	0.40	0.49
PS	8.02	6.71	5.60	4.73	每股股利	0.06	0.07	0.13	0.21
EV/EBITDA	34.31	32.19	25.39	20.82					
股息率	0.40%	0.43%	0.80%	1.28%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	黄滢	高级销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn