

# 千禾味业 (603027.SH)

## 费用收缩明显，业绩略超预期

### 核心观点:

- **受益家庭传统渠道扩张，预计收入稳健增长。**公司披露 22 年半年度业绩预增公告，预计 22H1 实现归母净利润 1.09-1.22 亿元（同比增速为 66%-86%）；其中 22Q2 实现归母净利润 0.54-0.67 亿元（同比增速为 108-159%），扣非归母净利润 0.52-0.65 亿元（同比增速为 119-175%）。公司业绩略超市场预期。21Q2 因渠道分流、价盘冲击等影响，公司渠道库存高企，营收同比下滑 7.24%，为今年的发展奠定低基数。22Q2 疫情反复，对家庭传统渠道需求增长有一定拉动作用，我们预计线下零售事业部有望实现较高增长。电商渠道方面，今年公司将社区团购纳入电商业务部管理，我们预计 22Q2 电商增速或更快于线下零售渠道。
- **费用缩减+效率提升，盈利能力明显改善。**回顾历史，19 年/20 年公司净利率为 14.63%/12.15%，在行业竞争加剧、社区团购扰动价盘、费用大幅投放背景下，21Q2 公司净利率一度降至 6.35%。我们认为公司 22Q2 归母净利润实现快速增长，盈利能力环比、同比均明显改善，主要源于 22Q2 没有额外投放广告费用（据公告，21H1 公司签订的广告合同金额为 9800 万元）。广告费用缩减的同时，线下费用投放更精准、费用投放效率提升，在成本压力环比 Q1 略加大的背景下，22Q2 公司盈利能力仍然具备较好的支撑。
- **盈利预测和投资建议。**我们预计 22-24 年收入 22.83/27.41/32.63 亿元，同比增长 18.60%/20.03%/19.05%；归母净利润 2.77/3.75/4.77 亿元，同比增长 25.29%/35.02%/27.38%；对应 PE 估值 56/41/32 倍。参考行业可比公司及公司历史估值中枢水平，考虑到公司所处的高端酱油赛道长期看空间相对较大，我们给予公司 22 年 65 倍 PE 估值，合理价值 18.81 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**疫情持续反复。行业竞争加剧。原材料成本上升。

### 盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1,693	1,925	2,283	2,741	3,263
增长率 (%)	24.95	13.70	18.60	20.03	19.05
EBITDA (百万元)	416	349	369	487	611
归母净利润 (百万元)	206	221	277	375	477
增长率 (%)	3.81	7.58	25.29	35.02	27.38
EPS (元/股)	0.31	0.28	0.29	0.39	0.50
市盈率 (x)	120.91	86.88	55.63	41.20	32.35
ROE (%)	10.84	10.68	12.00	15.38	18.26
EV/EBITDA (x)	59.55	54.52	40.69	30.84	24.54

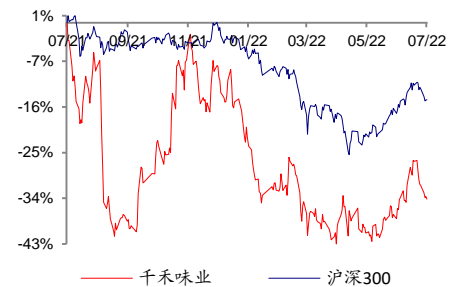
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

当前价格	16.10 元
合理价值	18.81 元
前次评级	买入
报告日期	2022-07-15

### 相对市场表现



### 分析师:

王永锋



SAC 执证号: S0260515030002

SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

### 分析师:

刘景瑜



SAC 执证号: S0260519100001

021-38003630



gfliujingyu@gf.com.cn



### 分析师:

方一苇



SAC 执证号: S0260522030001

021-38003800



fangyiwei@gf.com.cn

请注意，刘景瑜、方一苇并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究:

千禾味业 (603027.SH):成本	2022-04-
压力+产品结构降级，利润端	27
短期承压	
千禾味业 (603027.SH):新一	2022-02-
轮渠道扩张有望推动公司业绩	24
高增长	
千禾味业 (603027.SH):经营	2021-10-
拐点已现，新一轮渠道扩张有	29
望推动业绩持续稳健增长	

公司披露22年半年度业绩预增公告，预计22H1实现归母净利润1.09-1.22亿元（同比增长约66%-86%），扣非归母净利润1.05-1.19亿元（同比增长约60-80%）；其中22Q2实现归母净利润0.54-0.67亿元（同比增长108-159%），扣非归母净利润0.52-0.65亿元（同比增长约119-175%）。公司业绩略超市场预期，点评如下：

## 一、受益家庭传统渠道扩张，预计收入稳健增长

根据公司22年一季报，22Q1公司实现营收4.82亿元，同比微增0.93%（主要系拿货节奏提前及物流受阻等影响）。我们认为22Q2公司营收增速将出现明显回暖，整体有望呈现较为良好的收入增长态势。主要原因系：（1）21Q2由于渠道分流、价盘冲击等影响，公司渠道库存高企，营收同比下滑7.24%，为今年的发展奠定低基数。22Q2疫情持续反复，在一定程度上拉动家庭传统渠道需求增长，叠加低基数的影响，我们预计线下零售事业部有望实现较高增长。（2）同时21Q2电商渠道基数较低，今年公司将社区团购纳入电商事业部管理，且社区团购发展逐步正常化，我们预计22Q2电商增速或更快于线下零售渠道。

## 二、费用缩减+效率提升，盈利能力有望明显改善

据公告，公司预计22Q2归母净利润0.54-0.67亿元，同比增长108-159%，略超市场预期。回顾历史，19年/20年公司净利率为14.63%/12.15%，在行业竞争加剧、社区团购扰动价盘、费用大幅投放背景下，21Q2公司净利率一度降至6.35%。我们认为公司22Q2归母净利润实现快速增长，盈利能力环比、同比均明显改善，主要源于22Q2没有额外投放广告费用（据公告，21H1公司签订的广告合同金额为9800万元）。广告费用缩减的同时，线下费用投放更精准、费用投放效率提升，在成本压力环比Q1略加大的背景下，22Q2公司盈利能力仍然具备较好的支撑。

## 三、盈利预测和投资建议

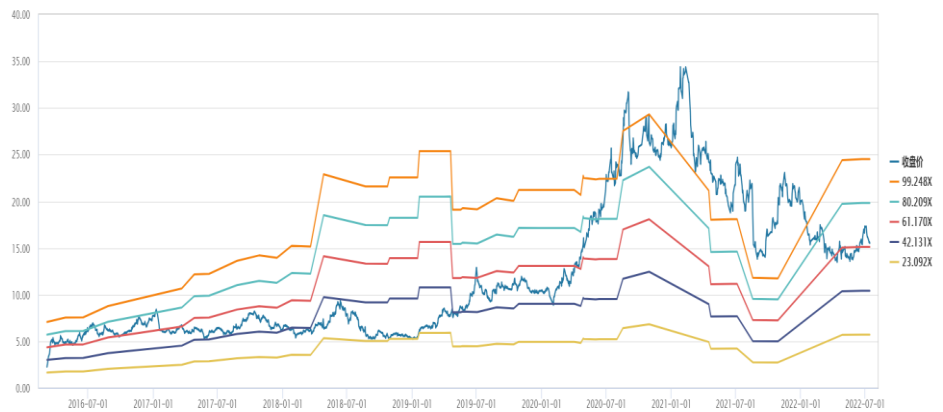
我们预计22-24年收入22.83/27.41/32.63亿元，同比增长18.60%/20.03%/19.05%；归母净利润2.77/3.75/4.77亿元，同比增长25.29%/35.02%/27.38%；对应PE估值56/41/32倍。参考行业可比公司及公司历史估值中枢水平，考虑到公司所处的高端酱油赛道长期看空间相对较大，我们给予公司22年65倍PE估值，合理价值18.81元/股，维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值对比 (截止2022年7月15日收盘价)

公司名称	公司代码	业务类型	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)		PE估值水平	
				2022E	2023E	2022E	2023E
海天味业	603288.SH	调味品	83.49	1.61	1.90	52	44
中炬高新	600872.SH	调味品	30.85	0.95	1.11	33	28
恒顺醋业	600305.SH	调味品	11.66	0.17	0.23	69	50
涪陵榨菜	002507.SZ	调味品	29.70	1.13	1.32	26	22
平均值	--	--	-	0.96	1.14	45	36

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 备注: 盈利预测来自 Wind 一致预测

图 1: 17年以来千禾味业PE (TTM) 平均估值约70倍 (收盘价单位: 元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 四、风险提示

**疫情持续反复。**疫情管控政策不及预期, 影响行业需求恢复。

**行业竞争加剧。**若行业竞争加剧, 可能导致公司销量增长不及预期。

**原材料成本上升。**公司净利润增速不及预期。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>1,062</b>	<b>1,139</b>	<b>1,675</b>	<b>1,800</b>	<b>1,986</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>378</b>	<b>178</b>	<b>359</b>	<b>351</b>	<b>432</b>
货币资金	117	197	702	704	724	净利润	206	221	277	375	477
应收及预付	146	172	210	251	298	折旧摊销	83	96	61	64	66
存货	395	585	577	657	772	营运资金变动	15	-144	26	-85	-110
其他流动资产	403	185	186	189	191	其它	74	5	-6	-1	-1
<b>非流动资产</b>	<b>1,124</b>	<b>1,258</b>	<b>1,303</b>	<b>1,340</b>	<b>1,387</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-279</b>	<b>-36</b>	<b>-96</b>	<b>-91</b>	<b>-103</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-211	-275	-106	-101	-113
固定资产	827	843	802	758	712	投资变动	-77	230	0	0	0
在建工程	140	284	370	451	544	其他	9	9	10	10	10
无形资产	105	103	103	103	103	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-68</b>	<b>-62</b>	<b>242</b>	<b>-259</b>	<b>-309</b>
其他长期资产	51	28	28	28	28	银行借款	-6	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>2,185</b>	<b>2,397</b>	<b>2,978</b>	<b>3,141</b>	<b>3,373</b>	股权融资	0	0	160	0	0
<b>流动负债</b>	<b>239</b>	<b>276</b>	<b>333</b>	<b>371</b>	<b>426</b>	其他	-62	-62	82	-259	-309
短期借款	0	0	0	0	0	<b>现金净增加额</b>	<b>31</b>	<b>79</b>	<b>505</b>	<b>2</b>	<b>21</b>
应付及预收	72	86	104	119	139	<b>期初现金余额</b>	<b>86</b>	<b>117</b>	<b>197</b>	<b>702</b>	<b>704</b>
其他流动负债	167	190	229	252	286	<b>期末现金余额</b>	<b>117</b>	<b>197</b>	<b>702</b>	<b>704</b>	<b>724</b>
<b>非流动负债</b>	<b>49</b>	<b>48</b>	<b>334</b>	<b>334</b>	<b>334</b>						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	287	287	287						
其他非流动负债	49	48	48	48	48						
<b>负债合计</b>	<b>288</b>	<b>323</b>	<b>667</b>	<b>705</b>	<b>760</b>						
股本	666	799	959	959	959						
资本公积	331	199	199	199	199						
留存收益	917	1,076	1,153	1,278	1,455						
归属母公司股东权益	1,898	2,074	2,311	2,436	2,613						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,185</b>	<b>2,397</b>	<b>2,978</b>	<b>3,141</b>	<b>3,373</b>						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>1,693</b>	<b>1,925</b>	<b>2,283</b>	<b>2,741</b>	<b>3,263</b>
营业成本	951	1,148	1,360	1,598	1,878
营业税金及附加	16	16	23	27	33
销售费用	287	388	445	521	604
管理费用	61	65	90	103	122
研发费用	45	55	57	69	82
财务费用	-3	-3	-3	-3	-4
资产减值损失	90	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	9	9	10	10	10
<b>营业利润</b>	<b>262</b>	<b>270</b>	<b>329</b>	<b>444</b>	<b>565</b>
营业外收支	-5	-9	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>257</b>	<b>261</b>	<b>329</b>	<b>444</b>	<b>565</b>
所得税	51	40	51	69	88
<b>净利润</b>	<b>206</b>	<b>221</b>	<b>277</b>	<b>375</b>	<b>477</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>206</b>	<b>221</b>	<b>277</b>	<b>375</b>	<b>477</b>
EBITDA	416	349	369	487	611
EPS (元)	0.31	0.28	0.29	0.39	0.50

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	25.0%	13.7%	18.6%	20.0%	19.1%
营业利润增长	13.0%	3.1%	21.7%	35.0%	27.4%
归母净利润增长	3.8%	7.6%	25.3%	35.0%	27.4%
<b>获利能力</b>					
毛利率	43.8%	40.4%	40.5%	41.7%	42.4%
净利率	12.2%	11.5%	12.1%	13.7%	14.6%
ROE	10.8%	10.7%	12.0%	15.4%	18.3%
ROIC	19.2%	12.5%	15.0%	19.2%	22.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	13.2%	13.5%	22.4%	22.4%	22.5%
净负债比率	0.0%	0.0%	9.6%	9.1%	8.5%
流动比率	4.45	4.13	5.03	4.85	4.66
速动比率	2.70	1.91	3.15	2.93	2.70
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.80	0.84	0.85	0.90	1.00
应收账款周转率	11.72	14.28	14.04	14.04	14.04
存货周转率	2.66	2.34	2.35	2.43	2.43
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.31	0.28	0.29	0.39	0.50
每股经营现金流	0.57	0.22	0.37	0.37	0.45
每股净资产	2.85	2.60	2.41	2.54	2.73
<b>估值比率</b>					
P/E	120.91	86.88	55.63	41.20	32.35
P/B	13.11	9.27	6.68	6.34	5.91
EV/EBITDA	59.55	54.52	40.69	30.84	24.54

## 广发食品饮料研究小组

王永锋：首席分析师，经济学硕士，14年证券行业工作经验。  
刘景瑜：资深分析师，统计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。  
袁少州：资深分析师，经济学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。  
邓周贵：资深分析师，统计学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。  
高鸿：高级分析师，经济学硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。  
方一苇：高级分析师，金融学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。  
李钧馨：高级研究员，经济学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。  
张子健：高级研究员，管理学硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。  
徐锡联：高级研究员，金融学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。  
田荣振：高级研究员，管理学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。  
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。  
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。  
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。