

食品饮料

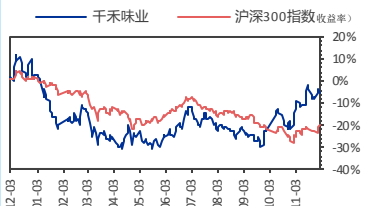
2022 年 12 月 02 日

千禾味业 (603027)

—— 上修激励目标，彰显发展信心

报告原因：有信息公布需要点评
增持 (维持)
市场数据： 2022 年 12 月 01 日
 收盘价 (元) 18.54
 一年内最高/最低 (元) 26.88/13.6
 市净率 8.1
 息率 (分红/股价) 0.45
 流通 A 股市值 (百万元) 17771
 上证指数/深证成指 3165.47/11264.16
 注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2022 年 09 月 30 日
 每股净资产 (元) 2.29
 资产负债率% 18.97
 总股本/流通 A 股 (百万) 959/959
 流通 B 股/H 股 (百万) -/-

一年内股价与大盘对比走势：

相关研究

 《千禾味业 (603027) 点评：22Q2 盈利改善 费用调节应对成本压力》
 2022/08/30

 《千禾味业 (603027) 点评：盈利能力阶段性承压 关注流通渠道拓展进度》
 2022/04/27

证券分析师

 吕昌 A0230516010001
 lvchang@swsresearch.com
 周缘 A0230519090004
 zhouyuan@swsresearch.com

联系人

 曹欣之
 (8621)23297818x
 caoxz@swsresearch.com


申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件：**公司发布 2022 年限制性股票激励计划草案修订稿与 2022 年非公开发行 A 股股票预案修订稿。
- **投资评级与估值：**考虑到 22Q4 公司受益于竞品添加剂舆论事件及 22 年流通渠道的布局成效，上调调味品收入预测，上调 2022-24 年盈利预测，预测 2022-24 年归母净利润分别为 2.95 亿、4.0 亿、5.4 亿 (前次 2.5 亿、3.3 亿、4.2 亿)，分别同比增长 33%、35.5%、34.6%，当前股价对应 2022-24 年 PE 分别为 60x、44x、33x，维持增持评级。短期来看，竞品添加剂舆论事件有望树立加强 2C 消费者对零添加的认知及接受度，作为零添加领头羊，公司收入端表现有望充分受益。中长期来看，22 年公司积极布局西南以外地区及传统流通渠道，有望助力长期规模的扩张，建议关注公司区域、渠道拓展的成效。
- **上调限制性股票激励考核目标。**公司拟对 2022 年限制性股票激励草案进行调整，本次激励对象共 73 人，拟授予 693 万股，授予价格 8.09 元/股。考核期为 2023-25 年三个会计年度，以 2021 年为基准年，2023-25 年营收增长分别较基准年相比不低于 60%、89%、118%，测算 21-25 年复合增速约为 22%；或 2023-25 年扣非归母净利润增长分别不低于 155%、201%、247%，测算 21-25 年复合增速约为 36%，收入利润考核满足其一即可。相较于前次激励草案，2023-24 年收入端及利润端的考核均有显著提高，并新增了 2025 年，彰显出公司对未来发展的强烈信心。继 2017 年股权激励解锁后，本轮激励将加深为核心骨干的利益绑定，继续自上而下激发内部团队的积极性，保障中长期发展的内部动能。叠加公司控股股东、实际控制人伍超群先生将以现金方式全额参与 2022 年非公开发行，其持股比例将再次提升，进一步展现出公司对中长期发展的信心与决心。
- **股价表现的催化剂：**区域拓展加速带来收入超预期
- **核心假设风险：**行业龙头加速高端化布局导致竞争加剧、食品安全问题

财务数据及盈利预测

	2021	22Q1-Q3	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	1,925	1,554	2,387	3,087	3,677
同比增长率 (%)	13.7	14.6	24.0	29.3	19.1
归母净利润 (百万元)	221	187	295	400	539
同比增长率 (%)	7.6	42.1	33.3	35.5	34.6
每股收益 (元/股)	0.28	0.20	0.31	0.42	0.56
毛利率 (%)	40.4	34.7	36.4	37.4	38.4
ROE (%)	10.7	8.5	12.8	15.3	17.8
市盈率	80		60	44	33

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

表 1：公司 2022 年限制性股票激励考核目标修订前后对比及推算

修订前（收入利润，完成其一即可）	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	21-24CAGR
营业收入（亿）	19.25	22.72	26.57	30.80		17%
考核增速（以 21 年为基数）		18.0%	38.0%	60.0%		
YoY		18.0%	16.9%	15.9%		
扣非归母净利润（亿）	2.18	3.27	4.14	5.01		32%
考核增速（以 21 年为基数）		50%	90%	130%		
YoY		50.0%	26.7%	21.1%		
股份支付费用（万元）		2209	1586	623	113	
修订后（收入利润，完成其一即可）	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	21-25CAGR
营业收入（亿）	19.25		30.80	36.39	41.97	22%
考核增速（以 21 年为基数）			60%	89%	118%	
YoY				18.1%	15.3%	
扣非归母净利润（亿）	2.18		5.56	6.56	7.56	36%
考核增速（以 21 年为基数）			155%	201%	247%	
YoY				18.0%	15.3%	
股份支付费用（万元）			4707	1810	724	

资料来源：公司公告，申万宏源研究（注：上述扣非归母净利润及其考核增速均剔除有效期内正在实施的所有股权激励计划及/或员工持股计划所涉股份支付费用影响的数值作为计算依据）

财务摘要

百万元，百万股	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,693	1,925	2,387	3,087	3,677
其中：营业收入	1,693	1,925	2,387	3,087	3,677
减：营业成本	951	1,148	1,517	1,932	2,264
减：税金及附加	16	16	22	28	33
主营业务利润	727	761	848	1,127	1,380
减：销售费用	287	388	370	445	537
减：管理费用	61	65	75	135	119
减：研发费用	45	55	66	80	96
减：财务费用	-3	-3	-2	-2	-2
经营性利润	336	255	339	469	630
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	2	-1	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-90	0	0	0	0
加：投资收益及其他	14	16	17	16	16
营业利润	262	270	355	485	646
加：营业外净收入	-5	-9	0	0	0
利润总额	257	261	355	485	646
减：所得税	51	40	59	85	108
净利润	206	221	295	400	539
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	206	221	295	400	539
全面摊薄总股本	666	799	959	959	959
每股收益（元）	0.26	0.28	0.31	0.42	0.56

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

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，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。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhy.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhy.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhy.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。