

零添加势能延续，全国化进展顺利

2023 年 08 月 29 日

► **事件：**公司发布 2023 年半年报，23H1 公司实现营业总收入 15.31 亿元 (yoy+50.89%)，归母净利润 2.57 亿元 (yoy+115.94%)，扣非归母净利润 2.56 亿元 (yoy+129.44%)。其中，23Q2 实现营业总收入 7.12 亿元 (yoy+33.76%)，归母净利润 1.11 亿元 (yoy+75.12%)，扣非归母净利润 1.11 亿元 (yoy+82.38%)。

► **核心品类维持高增，招商节奏环比加快。分产品，**23Q2 酱油/食醋/其他产品营收分别为 4.46/0.99/1.55 亿元，分别同比+42.3%/+3.6%/+33.5%。主力品类酱油高增，主要系零添加系列势能延续，以及高鲜系列逐步放量。其他品类增速较快，主要系公司不断丰富产品矩阵，料酒、蚝油、芝麻油、复合调味品等品类带来新增长点。**分渠道，**23Q2 公司经销/直销模式营收分别为 5.27/1.73 亿元，分别同比+51.83%/-1.79%。经销渠道增速较快，主要系公司加快招商节奏。23Q2 末，公司经销商数量合计 2786 家，较 23Q1 末净增 358 家 (22Q2/22Q3/22Q4/23Q1 分别净增 4/130/197/198 家)。公司直营渠道增速承压，主要系 22Q2 受疫情影响，线上渠道基数偏高，叠加传统商超渠道人流恢复节奏较慢。**分区域，**东部/南部/中部/北部/西部区域营收分别为 1.55/0.47/0.97/1.17/2.84 亿元，分别同比+64.10%/+61.05%/+88.54%/+53.04%/+4.59%。西部大本营收入稳健增长，省外市场增速亮眼，主要系经销商数量加速扩张，全国化进展顺利。

► **成本压力趋缓，期间费用率收缩。**23Q2 公司毛利率 37.43% (yoy+1.71pcts)，主要系公司零添加系列占比提升，叠加成本压力趋缓。23Q2 期间费用率 18.25% (yoy-1.22pcts)，其中销售费用率 13.48% (yoy-0.08pcts)；管理费用率 4.17% (yoy+0.98pcts)，主要系股权激励费用增加；研发费用率 2.37% (-0.73pcts)；财务费用率-1.77% (yoy-1.39pcts)，主要系利息收入增加。Q2 归母净利率 15.64% (+3.70pcts)，盈利能力显著提升。

► **投资建议：全国化进程加速，产能制约逐步缓解。**短期，22Q3 公司收入&利润基数仍偏低，零添加产品放量&渠道加速拓展，我们预计 H2 公司仍保持较快增长。长期，(i) 公司股权激励目标彰显管理层发展决心，公司已在西南地区具备较强品牌和渠道优势，建议持续关注公司在外埠市场扩张进度。(ii) 公司实控人全额认购定增落地，持续推进“年产 60 万吨调味品智能生产线建设项目”，有望逐步解决产能对销售端制约，同时推动多品类成长。我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 31.85/39.13/46.82 亿元，同比增长 30.7%/22.9%/19.6%，归母净利润分别为 5.04/6.57/8.02 亿元，同比增长 46.4%/30.5%/22.1%，当前市值对应 PE 分别为 36/27/23X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**行业竞争加剧、食品安全事故、原材料价格大幅波动等

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2436	3185	3913	4682
增长率 (%)	26.6	30.7	22.9	19.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	344	504	657	802
增长率 (%)	55.4	46.4	30.5	22.1
每股收益 (元)	0.33	0.49	0.64	0.78
PE	53	36	27	23
PB	7.7	5.1	4.5	3.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 29 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

17.57 元


分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 李啸

执业证书：S0100521100002

电话：021-80508453

邮箱：lixiao@mszq.com

研究助理 杜山

执业证书：S0100122100005

电话：021-80508452

邮箱：dushan@mszq.com

相关研究

- 1.千禾味业 (603027.SH) 2023 年 H1 业绩预告点评：Q2 高增势能延续，产品&渠道双维拓展-2023/07/17
- 2.千禾味业 (603027.SH) 2023 年一季报点评：23Q1 强劲增势延续，外埠市场加速拓展-2023/04/28
- 3.千禾味业 (603027.SH) 2022 年年报点评：零添加风头正盛，借势加速全国化布局-2023/04/11
- 4.千禾味业公司点评_定增加码产能扩张，股权激励彰显发展信心-2022/02/24
- 5.千禾味业 (603027) 2021 年三季报点评：基本面环比改善，趋势有望延续-2021/10/28

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2436	3185	3913	4682
营业成本	1546	1950	2403	2870
营业税金及附加	21	29	35	42
销售费用	331	420	517	613
管理费用	73	127	117	131
研发费用	65	86	106	126
EBIT	403	584	751	917
财务费用	-8	-3	-15	-18
资产减值损失	-14	-1	-1	-1
投资收益	3	6	8	9
营业利润	400	592	773	943
营业外收支	1	1	0	0
利润总额	402	593	773	944
所得税	58	89	116	142
净利润	344	504	657	802
归属于母公司净利润	344	504	657	802
EBITDA	510	698	892	1086

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	409	1414	1700	2124
应收账款及票据	201	244	302	361
预付款项	25	41	50	60
存货	595	667	822	982
其他流动资产	572	423	424	425
流动资产合计	1802	2789	3298	3952
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	883	1005	1119	1211
无形资产	98	101	100	100
非流动资产合计	1369	1486	1599	1671
资产合计	3172	4275	4898	5623
短期借款	65	65	65	65
应付账款及票据	193	233	287	342
其他流动负债	518	386	450	517
流动负债合计	776	684	802	924
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	42	44	44	44
非流动负债合计	42	44	44	44
负债合计	819	728	846	968
股本	965	1028	1028	1028
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2353	3548	4052	4655
负债和股东权益合计	3172	4275	4898	5623

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	26.55	30.73	22.85	19.63
EBIT 增长率	55.65	44.88	28.67	22.10
净利润增长率	55.35	46.42	30.47	22.09
盈利能力 (%)				
毛利率	36.56	38.77	38.59	38.69
净利率	14.12	15.81	16.79	17.14
总资产收益率 ROA	10.84	11.78	13.42	14.27
净资产收益率 ROE	14.62	14.20	16.22	17.23
偿债能力				
流动比率	2.32	4.08	4.11	4.28
速动比率	1.33	3.04	3.03	3.15
现金比率	0.53	2.07	2.12	2.30
资产负债率 (%)	25.81	17.02	17.26	17.21
经营效率				
应收账款周转天数	29.99	28.10	28.10	28.10
存货周转天数	140.57	125.00	125.00	125.00
总资产周转率	0.87	0.86	0.85	0.89
每股指标 (元)				
每股收益	0.33	0.49	0.64	0.78
每股净资产	2.29	3.45	3.94	4.53
每股经营现金流	0.75	0.52	0.67	0.83
每股股利	0.11	0.15	0.19	0.24
估值分析				
PE	53	36	27	23
PB	7.7	5.1	4.5	3.9
EV/EBITDA	32.83	23.97	18.75	15.40
股息收益率 (%)	0.61	0.85	1.10	1.35

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	344	504	657	802
折旧和摊销	107	114	141	169
营运资金变动	311	-77	-106	-109
经营活动现金流	773	539	687	856
资本开支	-215	-219	-253	-240
投资	-400	0	0	0
投资活动现金流	-613	-224	-246	-231
股权募资	56	795	0	0
债务募资	64	0	0	0
筹资活动现金流	52	690	-155	-202
现金净流量	212	1005	286	423

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026