

2024年01月25日  
千禾味业(603027.SH)

SDIC

公司快报

证券研究报告

调味品

投资评级

**买入-A**  
**维持评级**

12个月目标价

23.07元

股价(2024-01-25)

14.89元

交易数据

总市值(百万元) 15,304.26

流通市值(百万元) 14,272.64

总股本(百万股) 1,027.82

流通股本(百万股) 958.54

12个月价格区间 14.28/26.1元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.0	-2.7	-13.4
绝对收益	-4.1	-7.3	-33.4

赵国防

分析师

SAC 执业证书编号: S1450521120008

zhaogf1@essence.com.cn

侯雅楠

联系人

SAC 执业证书编号: S1450122070028

houyn2@essence.com.cn

相关报告

23Q3 业绩超预期, 成长动能 2023-10-31

延续

销售规模继续扩大, 盈利能 2023-09-27

力再度向上

经销商开拓再度加速, 盈利 2023-08-26

能力稳步向好

23Q2 业绩增长亮眼, 向上动 2023-07-15

能充足

23Q1 表现靓丽, 全年势能延 2023-04-29

## 2023 年动能强劲, 流通渠道进展顺畅

### 事件:

公司发布 2023 年业绩预告, 2023 年预计实现归母净利润 5.09-5.78 亿元, 同比增长 48%-68%; 扣非归母净利润 5.08-5.75 亿元, 同比增长 50%-70%。其中 23Q4 预计实现归母净利润 1.22-1.91 亿元, 同比-22.14%至+21.80%; 扣非归母净利润 1.21-1.89 亿元, 同比-22.22%至+21.15%。

### 流通渠道进展顺畅, 净利率稳步提升

按中枢计算, 我们预计 23Q4 归母净利润同比基本持平, 考虑到原材料成本走势及费用投放政策延续, 我们预计 23Q4 净利率环比 23Q3 有望保持平稳, 23Q4 收入有望实现高单位数增长。据萝卜及久谦数据, 千禾 23Q4 线上销售承压, 由于基数较高出现下滑。线下渠道随着开商铺货延续反馈较为积极, 整体高基数下取得增长体现公司产品力坚实, 流通渠道铺设切实有效, 成长动能延续。由此计算 2023 年收入预计同比增长 35%以上, 净利润同比增长约 58%, 净利率稳步提升, 主要系: 1) 公司产品品质不断强化, 同时借助零添加消费的热潮积极开拓流通渠道等增量市场, 加大消费者教育, 优化营销渠道, 促进市场竞争力进一步提升, 销售规模扩大进而带动业绩提升; 2) 公司包材采购价同比下行、产品运杂费率降低进而促进毛利率增长, 同时费效比提升带动净利率提升。

### 成长动能延续, 股权激励目标有望顺利完成

作为零添加赛道龙头, 公司 23 年以来加速开商铺货, 拓展流通渠道和下沉市场, 发力全国化、空白市场持续推进, 目前开商成果显著, 回转逐步抬升, 成长动能延续。产品端, 推出零添加减盐 35%生抽, 完善产品矩阵, 满足更多细分需求。

### 投资建议

我们预计公司 2023-2025 年的收入分别为 32.9/38.4/44.3 亿元, 净利润分别为 5.4/6.8/7.8 亿元, 维持买入-A 的投资评级, 12 个月目标价为 23.07 元, 相当于 2024 年 35x 的动态市盈率。

### 风险提示: 原材料价格上涨, 食品安全, 行业竞争加剧等

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	1,925.3	2,436.5	3,293.6	3,844.7	4,430.7
净利润	221.4	344.0	544.4	677.4	783.2
每股收益(元)	0.22	0.33	0.53	0.66	0.76
每股净资产(元)	2.02	2.29	3.49	3.95	4.48

续

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	69.1	44.5	28.1	22.6	19.5
市净率(倍)	7.4	6.5	4.3	3.8	3.3
净利润率	11.5%	14.1%	16.5%	17.6%	17.7%
净资产收益率	10.7%	14.6%	15.2%	16.7%	17.0%
股息收益率	0.4%	0.7%	1.1%	1.3%	1.5%
ROIC	16.9%	19.9%	33.9%	28.2%	34.2%

数据来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	1,925.3	2,436.5	3,293.6	3,844.7	4,430.7	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	1,147.9	1,545.8	2,049.3	2,388.5	2,739.1	营业收入增长率	13.7%	26.6%	35.2%	16.7%	15.2%
营业税费	16.3	20.9	29.6	34.6	39.9	营业利润增长率	3.1%	48.3%	60.0%	24.4%	15.6%
销售费用	387.9	331.0	387.4	455.0	554.4	净利润增长率	7.6%	55.4%	58.3%	24.4%	15.6%
管理费用	65.0	73.0	126.5	113.3	114.5	EBITDA 增长率	-30.5%	46.5%	44.5%	22.8%	14.8%
研发费用	55.4	64.5	80.7	96.8	111.3	EBIT 增长率	-39.5%	59.7%	49.8%	21.8%	15.1%
财务费用	-2.7	-8.3	-17.6	-35.4	-44.9	NOPLAT 增长率	9.3%	48.2%	57.7%	22.3%	15.1%
资产减值损失	-	-13.5	-	-	-	投资资本增长率	26.2%	-7.6%	47.1%	-5.3%	24.7%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	9.3%	13.4%	52.4%	13.2%	13.5%
投资和汇兑收益	8.6	2.5	5.0	5.0	5.0						
<b>营业利润</b>	270.0	400.3	640.5	796.9	921.5	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	-8.8	1.3	-	-	-	毛利率	40.4%	36.6%	37.8%	37.9%	38.2%
<b>利润总额</b>	261.2	401.7	640.5	796.9	921.5	营业利润率	14.0%	16.4%	19.4%	20.7%	20.8%
减: 所得税	39.8	57.7	96.1	119.5	138.2	净利润率	11.5%	14.1%	16.5%	17.6%	17.7%
<b>净利润</b>	221.4	344.0	544.4	677.4	783.2	EBITDA/营业收入	18.6%	21.5%	23.0%	24.2%	24.1%
						EBIT/营业收入	13.6%	17.1%	19.0%	19.8%	19.8%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	156	127	109	117	117
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	77	58	58	62	65
货币资金	197.0	409.3	848.7	1,437.6	1,447.8	流动资产周转天数	206	217	246	276	279
交易性金融资产	160.0	410.0	410.0	410.0	410.0	应收帐款周转天数	27	27	27	27	27
应收帐款	155.9	211.7	285.3	294.9	373.7	存货周转天数	92	87	86	85	85
应收票据	-	1.0	0.4	1.2	0.6	总资产周转天数	429	411	408	431	419
预付帐款	26.8	25.0	43.7	36.3	55.4	投资资本周转天数	283	240	211	209	199
存货	585.3	595.3	969.9	854.4	1,237.7						
其他流动资产	14.2	150.1	150.1	150.1	150.1	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	10.7%	14.6%	15.2%	16.7%	17.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	9.2%	10.8%	12.7%	13.8%	14.5%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	16.9%	19.9%	33.9%	28.2%	34.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	842.5	882.6	1,104.0	1,389.5	1,482.2	销售费用率	20.2%	13.6%	11.8%	11.8%	12.5%
在建工程	276.1	348.0	348.6	199.4	119.8	管理费用率	3.4%	3.0%	3.8%	2.9%	2.6%
无形资产	103.3	97.7	95.0	92.3	89.6	研发费用率	2.9%	2.6%	2.4%	2.5%	2.5%
其他非流动资产	36.7	41.0	39.9	38.4	37.8	财务费用率	-0.1%	-0.3%	-0.5%	-0.9%	-1.0%
<b>资产总额</b>	2,397.9	3,171.6	4,295.4	4,904.1	5,404.7	四费/营业收入	26.3%	18.9%	17.5%	16.4%	16.6%
短期债务	-	65.0	-	-	-	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	113.5	235.8	227.2	312.5	306.5	资产负债率	13.5%	25.8%	16.5%	17.2%	14.7%
应付票据	-	62.4	20.3	76.1	34.5	负债权益比	15.6%	34.8%	19.8%	20.8%	17.3%
其他流动负债	162.2	412.9	412.9	413.0	413.0	流动比率	4.13	2.32	4.10	3.97	4.87
长期借款	-	-	6.6	-	-	速动比率	2.01	1.56	2.63	2.91	3.23
其他非流动负债	47.9	42.4	42.4	42.4	42.4	利息保障倍数	-96.64	-50.23	-35.46	-21.49	-19.50
<b>负债总额</b>	323.6	818.6	709.5	844.0	796.4	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	0.07	0.10	0.16	0.20	0.23
股本	798.8	965.5	1,027.8	1,027.8	1,027.8	分红比率	30.3%	30.3%	30.0%	30.0%	30.0%
留存收益	1,275.5	1,443.6	2,558.1	3,032.2	3,580.5	股息收益率	0.4%	0.7%	1.1%	1.3%	1.5%
<b>股东权益</b>	2,074.3	2,353.0	3,585.9	4,060.1	4,608.3						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>						EPS(元)	0.22	0.33	0.53	0.66	0.76
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	BVPS(元)	2.02	2.29	3.49	3.95	4.48
净利润	221.4	344.0	544.4	677.4	783.2	PE(X)	69.1	44.5	28.1	22.6	19.5
加: 折旧和摊销	96.1	106.2	131.8	167.8	190.3	PB(X)	7.4	6.5	4.3	3.8	3.3
资产减值准备	-	13.5	-	-	-	P/FCF	-119.4	28.5	-61.4	19.3	62.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	7.9	6.3	4.6	4.0	3.5
财务费用	-	1.4	-17.6	-35.4	-44.9	EV/EBITDA	52.7	36.8	18.5	14.4	12.6
投资收益	-8.6	-2.5	-5.0	-5.0	-5.0	CAGR(%)	45.2%	31.6%	38.3%	45.2%	31.6%
少数股东损益	-	-	-	-	-	PEG	1.5	1.4	0.7	0.5	0.6
营运资金的变动	-93.5	415.5	-516.9	253.4	-528.3	ROIC/WACC	1.6	1.9	3.2	2.7	3.3
<b>经营活动产生现金流量</b>	178.2	773.4	136.7	1,058.2	395.3	REP	6.9	6.5	1.9	2.3	1.5
<b>投资活动产生现金流量</b>	-36.4	-612.8	-345.0	-295.0	-195.0						
<b>融资活动产生现金流量</b>	-62.3	51.7	647.7	-174.2	-190.1						

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034