



千禾味业 (603027.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

渠道扩张延续，Q1 高基数承压

业绩简评

4月29日公司发布年报和一季报，23年实现营收32.07亿元，同比+31.62%；实现归母净利润5.30亿元，同比+54.22%；扣非归母净利润5.30亿元，同比+56.66%。24Q1实现营收8.95亿元，同比+9.28%；实现归母净利润1.55亿元，同比+6.66%；扣非净利润1.52亿元，同比+4.69%。

经营分析

23年渠道扩张顺利，24Q1高基数增长承压。1) 零添加风潮兴起，酱油实现量价齐升。23年酱油实现营收20.40亿元，同比+34.85%；其中量价分别同比+33.2%/1.2%，系零添加占比提升至50%+。食醋/其他分别实现收入4.22/7.03亿元，同比+11.7%/28.9%。2) 渠道端，23年公司加速流通渠道招商与铺货，年底经销商数量3250家，报告期内净增1020家。24Q1延续扩招趋势，报告期内经销商净增106家。3) Q1高基数下增长承压，24Q1酱油/食醋/其他分别实现收入5.68/1.13/2.14亿元，同比+9.13%/-6.22%/+20.30%。核心品类春节旺季公司动销良好，其他产品稳健增长，但由于23Q1基数较高致增速放缓。我们预计24年公司将加快渠道开发和网点建设，横向拓展与纵向渗透并进，全年有望实现收入双位数增长。

Q1毛利率承压，费用精细化管理。1) 23年/24Q1公司毛利率分别为37.15%/35.96%，同比+0.59pct/-3.07pct。23年毛利率改善主要系公司包材、大豆原材料价格下降、高毛利的零添加产品占比提升所致。24Q1公司毛利率下滑我们推测系产品结构变化、产能投放新增折旧所致。2) 费用端，公司持续精细化费用投向，叠加销量提升后规模效应显现，费率控制得当。24Q1销售/管理/研发费率分别同比+0.12/-0.91/-0.24pct。3) 最终，23年/24Q1净利率分别为16.54%/17.32%，同比+2.42pct/-0.42pct。

零添加渗透率提升可期，公司有望持续受益于高端化升级。公司作为细分赛道龙头，具备较强的先发优势。随着空白网点铺货及渠道下沉，结合产品结构和价格体系不断优化，业绩有望延续双位数增长。

盈利预测、估值与评级

考虑到Q1增长承压，我们分别下调24-25年归母净利润7%/11%。我们预计24-26年公司归母净利润分别为6.15/7.13/8.21亿元，分别同增16%/16%/15%，对应PE分别为28x/24x/21x，维持“买入”评级。

风险提示

食品安全风险；渠道扩张不及预期风险；市场竞争加剧风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

联系人：陈宇君

chenyujun@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：16.42元

相关报告：

- 《千禾味业公司点评：全国招商顺利，收入延续高增》，2023.10.31
- 《千禾味业公司点评：零添加势能延续，业绩符合预期》，2023.8.26
- 《千禾味业公司点评：渠道扩张顺利，业绩延续高增》，2023.7.16



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,436	3,207	3,603	4,040	4,491
营业收入增长率	26.55%	31.62%	12.34%	12.15%	11.15%
归母净利润(百万元)	344	530	615	713	821
归母净利润增长率	55.35%	54.22%	15.88%	16.04%	15.03%
摊薄每股收益(元)	0.356	0.516	0.598	0.694	0.798
每股经营性现金流净额	0.80	0.46	0.75	0.92	0.98
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.62%	14.52%	14.80%	15.07%	15.20%
P/E	58.33	31.33	28.27	24.36	21.18
P/B	8.53	4.55	4.18	3.67	3.22

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	1,925	2,436	3,207	3,603	4,040	4,491
增长率		26.6%	31.6%	12.3%	12.2%	11.2%
主营业务成本	-1,148	-1,546	-2,016	-2,255	-2,521	-2,784
%销售收入	59.6%	63.4%	62.9%	62.6%	62.4%	62.0%
毛利	777	891	1,191	1,347	1,519	1,706
%销售收入	40.4%	36.6%	37.1%	37.4%	37.6%	38.0%
营业税金及附加	-16	-21	-25	-29	-32	-36
%销售收入	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-388	-331	-392	-447	-501	-557
%销售收入	20.2%	13.6%	12.2%	12.4%	12.4%	12.4%
管理费用	-65	-73	-124	-126	-129	-135
%销售收入	3.4%	3.0%	3.9%	3.5%	3.2%	3.0%
研发费用	-55	-65	-86	-97	-105	-117
%销售收入	2.9%	2.6%	2.7%	2.7%	2.6%	2.6%
息税前利润 (EBIT)	253	401	563	648	751	862
%销售收入	13.1%	16.5%	17.6%	18.0%	18.6%	19.2%
财务费用	3	8	27	39	47	57
%销售收入	-0.1%	-0.3%	-0.8%	-1.1%	-1.2%	-1.3%
资产减值损失	-1	-19	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	9	3	9	2	2	2
%税前利润	3.3%	0.6%	1.4%	0.3%	0.2%	0.2%
营业利润	270	400	631	724	840	966
营业利润率	14.0%	16.4%	19.7%	20.1%	20.8%	21.5%
营业外收支	-9	1	-2	-1	-1	-1
税前利润	261	402	629	723	839	965
利润率	13.6%	16.5%	19.6%	20.1%	20.8%	21.5%
所得税	-40	-58	-99	-108	-126	-145
所得税率	15.3%	14.4%	15.7%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	221	344	530	615	713	821
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	221	344	530	615	713	821
净利率	11.5%	14.1%	16.5%	17.1%	17.7%	18.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	221	344	530	615	713	821
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	98	126	126	161	189	208
非经营收益	3	-8	-44	0	3	5
营运资金变动	-144	311	-143	-2	40	-25
经营活动现金净流	178	773	470	773	945	1,008
资本开支	-275	-215	-497	-345	-354	-274
投资	230	-400	550	-75	-75	-50
其他	9	3	10	2	2	2
投资活动现金净流	-36	-613	63	-418	-427	-322
股权募资	0	56	798	0	0	0
债权募资	0	64	-64	57	58	50
其他	-62	-68	-107	-114	-137	-160
筹资活动现金净流	-62	52	627	-57	-79	-110
现金净流量	79	212	1,160	298	439	576

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	197	409	1,594	1,892	2,331	2,907
应收款项	156	213	146	179	189	211
存货	585	595	749	729	760	839
其他流动资产	201	585	48	108	185	238
流动资产	1,139	1,802	2,536	2,907	3,465	4,194
%总资产	47.5%	56.8%	59.4%	60.3%	62.5%	66.2%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	1,127	1,234	1,544	1,735	1,899	1,963
%总资产	47.0%	38.9%	36.2%	36.0%	34.2%	31.0%
无形资产	103	98	124	124	125	126
非流动资产	1,259	1,369	1,731	1,914	2,078	2,143
%总资产	52.5%	43.2%	40.6%	39.7%	37.5%	33.8%
资产总计	2,398	3,172	4,268	4,821	5,544	6,338
短期借款	1	65	0	0	0	0
应付款项	113	298	262	328	373	412
其他流动负债	162	413	301	231	271	309
流动负债	276	776	563	559	643	721
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	48	42	52	108	166	216
负债	324	819	615	667	810	937
普通股股东权益	2,074	2,353	3,652	4,154	4,734	5,400
其中：股本	799	965	1,028	1,028	1,028	1,028
未分配利润	943	1,186	1,559	2,061	2,641	3,307
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,398	3,172	4,268	4,821	5,544	6,338

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.277	0.356	0.516	0.598	0.694	0.798
每股净资产	2.597	2.437	3.554	4.042	4.606	5.254
每股经营现金净流	0.223	0.801	0.457	0.753	0.920	0.981
每股股利	0.110	0.150	0.200	0.110	0.130	0.150
回报率						
净资产收益率	10.67%	14.62%	14.52%	14.80%	15.07%	15.20%
总资产收益率	9.23%	10.84%	12.43%	12.75%	12.87%	12.95%
投入资本收益率	10.29%	14.17%	12.97%	13.05%	13.17%	13.16%
增长率						
主营业务收入增长率	13.70%	26.55%	31.62%	12.34%	12.15%	11.15%
EBIT增长率	-24.14%	58.79%	40.39%	15.09%	15.89%	14.74%
净利润增长率	7.58%	55.35%	54.22%	15.88%	16.04%	15.03%
总资产增长率	9.72%	32.26%	34.56%	12.97%	14.98%	14.32%
资产管理能力						
应收账款周转天数	25.5	25.9	19.2	17.0	16.0	16.0
存货周转天数	155.9	139.4	121.7	118.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	25.0	25.5	29.2	31.0	32.0	32.0
固定资产周转天数	159.7	132.2	147.6	145.7	131.1	113.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-17.18%	-32.04%	-43.92%	-45.54%	-49.24%	-53.83%
EBIT利息保障倍数	-93.5	-48.3	-20.7	-16.7	-16	-15.1
资产负债率	13.50%	25.81%	14.42%	13.84%	14.61%	14.79%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	12	23	36	98
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.03	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究