

千禾味业 (603027.SH)

全年顺利收官，全国化扩张稳步推进

事件：公司披露 23 年年报及 24 年一季报：23 年公司营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 32.1/5.3/5.3 亿元，同比+32%/+54%/+57%；其中，23Q4 实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 8.75/1.43/1.44 亿元，同比-1%/-8%/-8%；此外，24Q1 实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 8.95/1.55/1.52 亿元，同比+9%/+7%/+5%。

➤ **在 23 年零添加红利下，酱油主业实现量价齐升；同时，公司加速全国化扩张步伐。**产品端，23 年酱油/食醋/其他主营产品营收分别同比+35%/+12%/+39%；分量、价来看，酱油/食醋 23 年销量分别同比+33%/+14%，吨价分别同比+1%/-2%；新品方面，公司推出零添加特级生抽酱油、海鲜酱油、高蚝汁含量蚝油、零添加减盐酱油等，持续完善品项、规格与各价格带覆盖。分区域看，东部/南部/中部/北部/西部地区营收分别同比+31%/+26%/+81%/+27%/+24%；分销售渠道，经销/直销渠道营收分别同比+45%/+6%，其中公司大力开发新客户、建设新网点，提升营销网络覆盖率，并实现全年东部/南部/中部/北部/西部地区经销商数量同比+200/+113/+256/+192/+259 家，23 年末合计经销商数量达 3250 家；此外，公司线上电商渠道营收同比+0.15%，营收占比约 20%，同比-6.19pcts。

➤ **Q1 主业增长有所放缓，60 万吨产能逐步投产支撑公司持续全国化扩张。**24 年 Q1，公司酱油/食醋营收分别同比+9%/-6%；分区域，东部/南部/中部/北部/西部地区营收分别同比+4%/+43%/+28%/+11%/-1%；分销售模式，经销/直销分别同比+10%/+4%。最后，24 年 Q1 东部/南部/中部/北部/西部地区经销商数量较年初变化+23/+13/+25/+35/+10 家。产能端，公司持续推进 60 万吨调味品智能生产线项目，其中一期年产 20 万吨酱油、10 万吨料酒产线已于 23 年 2 月投产，二期 30 万吨酱油预计今年建成。

➤ **渠道结构变化影响公司毛利率，同时公司精细管控费用。**盈利端，23 年公司毛利率为 37.15%，同比+0.59pct，其中 23 年 Q4 毛利率为 35.40%，同比-4.36pcts；而 24 年 Q1 公司毛利率为 35.96%，同比-3.07pcts，预计系低毛利率的经销渠道占比显著提升等。费用方面，23 年四项费率合计同比-0.95pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-1.36/+0.87/+0.05/-0.51pcts；而 24 年 Q1 四项费率合计同比-2.14pcts，同期销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.12/-0.91/-0.24/-1.1pcts。最后，公司 23 年实现归母净利率/扣非归母净利率 16.54%/16.53%，同比+2.42/+2.64pcts；24 年 Q1 实现归母净利率/扣非归母净利率 17.32%/16.95%，同比-0.42/-0.74pct。

➤ **盈利预测与投资建议：**考虑到 24 年 Q1 业绩增长放缓，我们略下调盈利预测，预计 24-25 年归母净利润为 6.45/7.86 亿元（原 24-25 年为 6.69/8.12 亿元），26 年归母净利润为 9.48 亿元，24-26 年利润分别同增 22%/22%/21%。考虑到零添加品类红利，公司酱油主业或具备较高的增长中枢，业绩有望延续快增，故维持“买入”评级。

➤ **风险提示：**食品质量安全、零添加渗透不及预期、主要原材料价格波动等

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2,436	3,207	3,754	4,365	5,080
增长率	27%	32%	17%	16%	16%
净利润（百万元）	344	530	645	786	948
增长率	55%	54%	22%	22%	21%
EPS（元/股）	0.33	0.52	0.63	0.76	0.92
市盈率（P/E）	50.5	32.8	26.9	22.1	18.3
市净率（P/B）	7.4	4.8	4.4	3.8	3.3

数据来源：公司公告、华福证券研究所

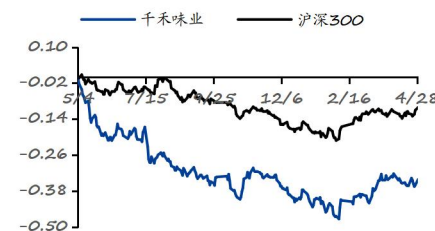
买入（维持评级）

当前价格：16.91 元

基本数据

总股本/流通股(百万股)	1,027.73/958.54
流通 A 股市值(百万元)	16,208.89
每股净资产(元)	3.51
资产负债率(%)	13.54
一年内最高/最低价(元)	26.24/12.96

一年内股价相对走势



团队成员

分析师：刘畅(S0210523050001)
lc30103@hfzq.com.cn
分析师：童杰(S0210523050002)
tj30105@hfzq.com.cn
联系人：周翔(S0210123070087)
zx30222@hfzq.com.cn

相关报告

1、千禾味业：抢占身位领跑高端赛道，乘风破浪提振扩张动能——2024.02.06

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,594	1,760	2,152	2,804	营业收入	3,207	3,754	4,365	5,080
应收票据及账款	137	4	4	4	营业成本	2,016	2,358	2,726	3,153
预付账款	17	24	30	35	税金及附加	25	30	35	41
存货	749	920	1,129	1,230	销售费用	392	462	535	620
合同资产	0	0	0	0	管理费用	124	112	113	117
其他流动资产	40	51	54	61	研发费用	86	97	111	127
流动资产合计	2,536	2,759	3,369	4,133	财务费用	-27	-34	-39	-50
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	3	-1	-1	0
固定资产	1,297	1,255	1,402	1,403	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	221	334	278	302	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	124	121	120	125	投资收益	9	8	8	10
商誉	0	0	0	0	其他收益	29	30	30	30
其他非流动资产	90	90	90	90	营业利润	631	765	922	1,113
非流动资产合计	1,731	1,800	1,891	1,920	营业外收入	1	1	2	2
资产合计	4,268	4,558	5,259	6,054	营业外支出	3	1	1	1
短期借款	0	0	0	0	利润总额	629	765	923	1,114
应付票据及账款	192	236	300	355	所得税	99	120	137	166
预收款项	0	0	0	0	净利润	530	645	786	948
合同负债	96	-38	-44	-51	少数股东损益	0	0	0	0
其他应付款	69	79	89	89	归属母公司净利润	530	645	786	948
其他流动负债	206	240	271	308	EPS (按最新股本摊薄)	0.52	0.63	0.76	0.92
流动负债合计	563	517	617	701					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	52	52	52	52					
非流动负债合计	52	52	52	52					
负债合计	615	569	669	754					
归属母公司所有者权益	3,652	3,989	4,590	5,300					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	3,652	3,989	4,590	5,300					
负债和股东权益	4,268	4,558	5,259	6,054					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	470	663	779	1,034
现金收益	632	774	904	1,072
存货影响	-153	-171	-209	-101
经营性应收影响	72	126	-6	-5
经营性应付影响	-36	53	74	55
其他影响	-45	-119	17	13
投资活动现金流	63	-222	-241	-194
资本支出	-442	-231	-248	-204
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	505	9	7	10
融资活动现金流	627	-275	-146	-188
借款增加	-65	0	0	0
股利及利息支付	-104	-185	-238	-267
股东融资	798	0	0	0
其他影响	-2	-90	92	79

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	31.6%	17.1%	16.3%	16.4%
EBIT 增长率	53.1%	21.5%	20.8%	20.3%
归母公司净利润增长率	54.2%	21.7%	21.8%	20.6%
获利能力				
毛利率	37.1%	37.2%	37.6%	37.9%
净利率	16.5%	17.2%	18.0%	18.7%
ROE	14.5%	16.2%	17.1%	17.9%
ROIC	16.8%	18.6%	19.5%	20.3%
偿债能力				
资产负债率	14.4%	12.5%	12.7%	12.5%
流动比率	4.5	5.3	5.5	5.9
速动比率	3.2	3.6	3.6	4.1
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转天数	19	7	0	0
存货周转天数	120	127	135	135
每股指标 (元)				
每股收益	0.52	0.63	0.76	0.92
每股经营现金流	0.46	0.65	0.76	1.01
每股净资产	3.55	3.88	4.47	5.16
估值比率				
P/E	33	27	22	18
P/B	5	4	4	3
EV/EBITDA	45	37	32	27

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn