

千禾味业 (603027)

2023 年年报&2024 年一季报点评: 23 年高质收官, 24 年开局稳健

增持 (维持)

2024 年 05 月 02 日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

研究助理 周韵

执业证书: S0600122080088

zhouyun@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	2,436	3,207	3,785	4,318	4,881
同比 (%)	26.55	31.62	18.04	14.06	13.06
归母净利润 (百万元)	343.95	530.45	667.48	772.15	866.67
同比 (%)	55.35	54.22	25.83	15.68	12.24
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.33	0.52	0.65	0.75	0.84
P/E (现价&最新摊薄)	46.28	30.01	23.85	20.62	18.37

关键词: #业绩符合预期

投资要点

- **公司发布 2023 年报和 2024 年一季报:** 2023 年公司营业总收入 32.1 亿元, 同比+31.6%; 归母净利润 5.3 亿元, 同比+54.2%。其中, 2023Q4 公司营业总收入 8.8 亿元, 同比-0.8%; 归母净利润 1.43 亿元, 同比-8.5%。2024Q1 公司营业总收入 8.95 亿元, 同比+9.3%; 归母净利润 1.55 亿元, 同比+6.7%。2023 年业绩符合此前预告, 24Q1 利润略低于预期。
- **23 年酱油量价齐升, 24Q1 酱油高基数下增长稳健。** 2023 年公司酱油/醋营收分别为 20.4/4.2 亿元, 同比分别+34.9%/+11.8%, 其中酱油销量/吨价分别同比+33.2%/+1.2%, 零添加产品高增降低了高鲜酱油和低端产品占比, 产品结构升级推动酱油量价齐升。24Q1 酱油/醋营收同比+9.1%/-6.2%, 酱油高基数下增长稳健, 预计主因零添加产品在流通渠道持续放量。
- **经销商数量快速增加, 外埠市场持续高增。** 2023 年公司东/南/中/北/西部地区营收分别同比+31%/+26%/+81%/+27%/+24%; 截至 2023 年末, 公司经销商数量环比 23Q3 增加 187 名至 3250 名。2024Q1 公司东/南/中/北/西部地区营收同比+4.4%/+43%/+28.4%/+10.5%/-0.7%; 24Q1 末经销商数量环比增加 106 家至 3356 家。我们认为 23 年及 24Q1 公司外埠市场高增主因快速开商带来的新网点销量增加。在经销商管理方面, 公司定期根据经销商二次打款、终端动销等情况及时更商, 截至 24 年 3 月中, 公司渠道库存 1.5 个月, 库存较为健康。
- **23 年费率优化, 结构扰动+成本红利滞后致 24Q1 毛利率承压。** 23 年公司毛利率 37%, 同比+0.6pct, 主因原材料价格下行+产品结构优化, 其中, 23 年酱油/醋毛利率分别同比+0.44/+2.1pct。2024Q1 公司毛利率同比-3.1pct, 预计主因低毛利的高性价比产品占比提升+酿造周期较长导致成本红利释放滞后。2023 年销售/管理费用率同比-1.4/+0.9pct, 销售费用率下降预计主因低费用率的流通渠道收入占比提升, 管理费用率提升主因股权激励费用增加。24Q1 销售/管理费用率同比+0.1/-0.9pct, 费用率总体稳定。综合来看, 23 年/24Q1 公司归母净利率分别同比+2.4/-0.4pct, 盈利能力总体稳健。2023 年公司分红率提升至 58%, 股东回报提升。
- **盈利预测与投资评级:** 公司 24Q1 业绩略低于预期, 下调公司 24-26 年收入预期为 37.9/43.2/48.8 亿元 (此前 24-25 年预期为 39/44 亿元), 同比+18%/14%/13%, 调整 24-26 年归母净利润预期为 6.7/7.7/8.7 亿元 (此前 24-25 年预期为 6.71/7.89 亿元), 同比+26%/16%/12%, 对应 24-26 年 PE 分别为 24/21/18x, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 原材料价格大幅上涨、行业竞争加剧、消费复苏不及预期, 食品安全问题

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.49
一年最低/最高价	12.96/26.24
市净率(倍)	4.41
流通 A 股市值(百万元)	14,847.76
总市值(百万元)	15,919.55

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.51
资产负债率(% LF)	13.54
总股本(百万股)	1,027.73
流通 A 股(百万股)	958.54

相关研究

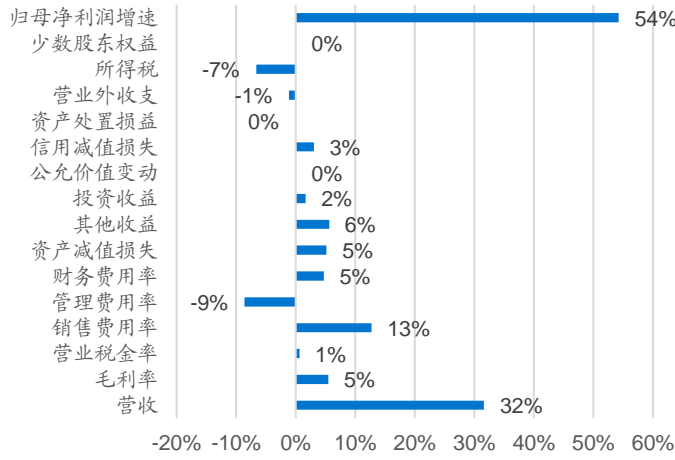
《千禾味业(603027): 2023 年业绩预告点评: 流通渠道持续扩张, 业绩符合预期》

2024-01-26

《千禾味业(603027): 2023 年三季报业绩点评: 零添加势能强劲, 业绩超预期》

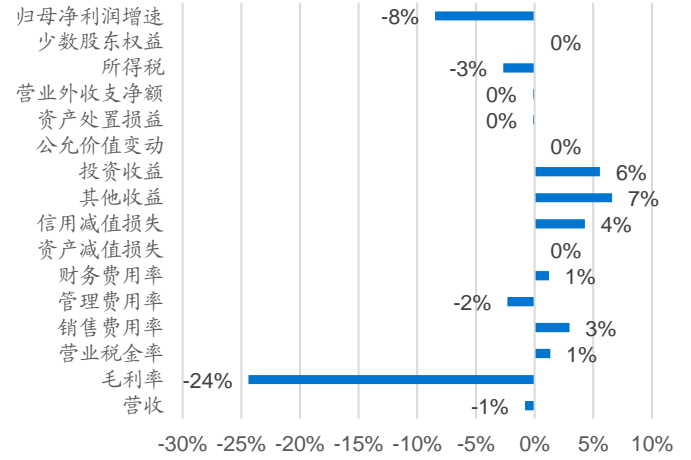
2023-11-02

图1：2023年千禾味业归母净利润增速贡献拆分



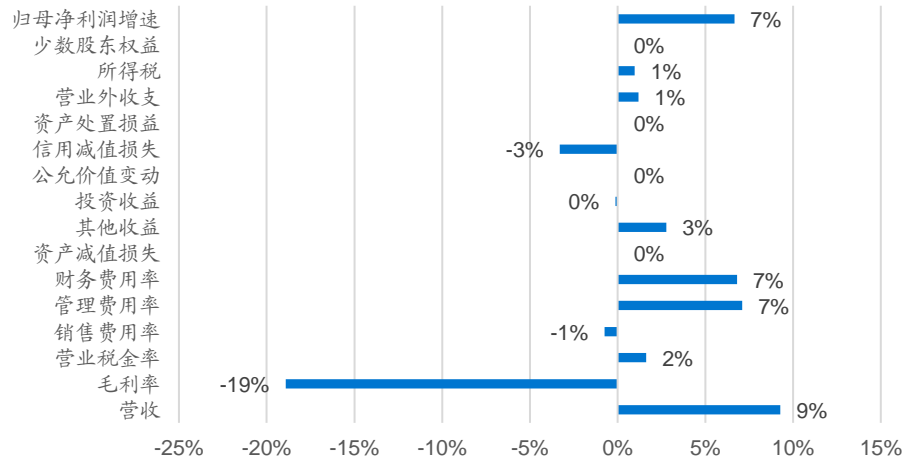
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：2023Q4千禾味业归母净利润增速贡献拆分



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：2024Q1千禾味业归母净利润增速贡献拆分



数据来源：Wind，东吴证券研究所

千禾味业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,536	3,392	4,173	4,986	营业总收入	3,207	3,785	4,318	4,881
货币资金及交易性金融资产	1,604	2,318	2,943	3,590	营业成本(含金融类)	2,016	2,348	2,669	3,015
经营性应收款项	154	183	209	237	税金及附加	25	30	35	39
存货	749	850	968	1,095	销售费用	392	435	497	561
合同资产	0	0	0	0	管理费用	124	139	154	186
其他流动资产	30	41	53	64	研发费用	86	102	117	132
非流动资产	1,731	1,600	1,492	1,429	财务费用	(27)	(16)	(23)	(28)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	29	30	30	34
固定资产及使用权资产	1,297	1,225	1,150	1,110	投资净收益	9	8	9	10
在建工程	248	182	132	95	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	124	139	154	169	减值损失	3	2	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	1	1	1
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	631	787	909	1,022
其他非流动资产	63	55	55	55	营业外净收支	(2)	0	0	0
资产总计	4,268	4,992	5,665	6,415	利润总额	629	787	909	1,022
流动负债	563	619	693	771	减:所得税	99	120	137	155
短期借款及一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	净利润	530	667	772	867
经营性应付款项	192	196	222	251	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	96	114	130	146	归属母公司净利润	530	667	772	867
其他流动负债	275	310	341	373	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.52	0.65	0.75	0.84
非流动负债	52	48	48	48	EBIT	595	771	887	994
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	724	978	1,063	1,111
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	37.15	37.98	38.17	38.23
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	16.54	17.63	17.88	17.76
其他非流动负债	52	48	48	48	收入增长率(%)	31.62	18.04	14.06	13.06
负债合计	615	667	741	819	归母净利润增长率(%)	54.22	25.83	15.68	12.24
归属母公司股东权益	3,652	4,325	4,924	5,596					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	3,652	4,325	4,924	5,596					
负债和股东权益	4,268	4,992	5,665	6,415					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	470	782	858	887	每股净资产(元)	3.55	4.21	4.79	5.45
投资活动现金流	63	(119)	(110)	(96)	最新发行在外股份(百万股)	1,028	1,028	1,028	1,028
筹资活动现金流	627	1	(173)	(194)	ROIC(%)	16.53	16.40	16.28	16.02
现金净增加额	1,160	664	576	597	ROE-摊薄(%)	14.52	15.43	15.68	15.49
折旧和摊销	129	207	176	117	资产负债率(%)	14.42	13.37	13.08	12.77
资本开支	(497)	(85)	(68)	(56)	P/E(现价&最新股本摊薄)	30.01	23.85	20.62	18.37
营运资本变动	(143)	(82)	(80)	(85)	P/B(现价)	4.36	3.68	3.23	2.84

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>