

2024年05月03日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩增长势能延续，全国化布局持续推进

—千禾味业（603027.SH）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

2024年4月29日，千禾味业发布2023年年度报告与2024年一季度报告。

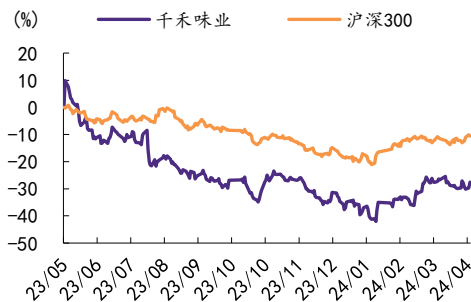
投资要点

基本数据

2024-04-30

当前股价（元）	15.49
总市值（亿元）	159
总股本（百万股）	1028
流通股本（百万股）	959
52周价格范围（元）	13.7-26.1
日均成交额（百万元）	197.26

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《千禾味业（603027）：业绩符合预期，激励目标达成可期》2024-01-26
- 《千禾味业（603027）：零添加势能充足，业绩高增有望延续》2023-10-31
- 《千禾味业（603027）：产品结构持续优化，业绩保持高增态势》2023-08-26

■ 高基数下营收增速边际放缓，盈利能力保持稳健

公司2023/2023Q4/2024Q1总营收分别为32.07/8.75/8.95亿元，分别同比+32%/-1%/+9%，主要系公司积极开拓市场/优化营销渠道带动产品市场竞争力提升所致，其中2023Q4营收同比下降主要系2022Q4受添加剂事件催化，基数较高所致，归母净利润分别为5.30/1.43/1.55亿元，分别同比+54%/-8%/+7%。盈利端，2023年公司毛利率为37.15%（同增1pct），主要受益于原材料价格下行，销售/管理费用率分别为12.22%/3.87%，分别同比-1pct/+1pct，销售费用率在规模效应摊平下有所下降，管理费用率增加主要系股权激励费用增加所致，最终实现净利率16.54%（同增2pct）。2024Q1毛利率为35.96%（同减3pct），预计主要系高毛利直销渠道占比下降所致，销售/管理费用率分别为11.82%/2.66%，分别同比+0.1pct/-1pct，综合导致净利率为17.32%（同减0.4pct），盈利能力基本保持稳定。现金流端，2024Q1公司经营净现金流为1.63亿元（同增5194%）。分红计划，公司向全体股东每10股派发现金红利3元。

■ 酱油品类势能延续，产能释放保障中长期增量

2023年酱油量价齐增，主营产品毛利率提升，2023年公司酱油/醋营收分别为20.40/4.22亿元，分别同增35%/12%，由于大豆/包材价格下行，2023年酱油/醋毛利率分别同增0.4pct/2pct至37.59%/39.07%。拆分量价来看，2023年酱油/醋销量分别为44.76/12.66万吨，分别同增33%/14%，吨价分别为0.46/0.33万元/吨，分别同比+1%/-2%，酱油受益于零添加红利营收同比高增，公司通过推新优化产品结构，实现量价齐增。高基数下酱油延续稳健增长，2024Q1公司酱油/醋营收分别5.68/1.13亿元，分别同比+9%/-6%，在2023Q1同期高基数叠加2024Q1外部需求减弱的情况下，酱油品类仍延续稳健增长，随着“年产60万吨调味品智能生产线建设项目”建设持续推进，未来产能仍可满足中长期增量需求。

■ 经销渠道进入良性扩张，外埠市场持续开发

招商速度边际放缓，经销渠道进入良性扩张，2023/2024Q1 经销渠道营收分别为 23.44/6.81 亿元，分别同增 45%/10%，直销渠道营收分别为 8.22/1.98 亿元，分别同增 6%/4%，公司通过加快招商节奏带动流通渠道收入高增，2023 年末较 2023 年初净增加经销商 1020 家；截至 2024Q1 末，公司经销商数量为 3356 家，较 2024 年初净增加 106 家，招商进度边际降速，后续公司将通过优化经销商结构/推进渠道下沉等方式，拉动经销渠道良性扩张。外埠市场开拓成效显著，公司 2024Q1 东部/南部/中部/北部/西部区域营收分别为 1.90/0.65/1.36/1.66/3.22 亿元，分别同比 +4%/+43%/+28%/+11%/-1%，外埠市场开拓效果良好，全国化布局稳步推进。

■ 盈利预测

我们看好在市场零添加红利释放进入稳态后，公司通过内生渠道/组织策略迭代优化，实现渠道下沉与外埠市场开拓，未来公司规模仍有扩张空间，根据年报与一季报，预计 2024-2026 年 EPS 分别为 0.61/0.74/0.88 元，当前股价对应 PE 分别为 25/21/18 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、消费复苏不及预期、区域扩张不及预期、新品推广不及预期等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	3,207	3,829	4,525	5,228
增长率（%）	31.6%	19.4%	18.2%	15.5%
归母净利润（百万元）	530	627	763	901
增长率（%）	54.2%	18.2%	21.7%	18.0%
摊薄每股收益（元）	0.52	0.61	0.74	0.88
ROE（%）	14.5%	15.1%	16.0%	16.4%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	1,594	2,041	2,615	3,292
应收款	146	174	206	238
存货	749	907	1,063	1,225
其他流动资产	48	5	33	51
流动资产合计	2,536	3,127	3,917	4,806
非流动资产:				
金融类资产	10	-40	-20	-10
固定资产	1,297	1,343	1,306	1,240
在建工程	221	88	35	14
无形资产	124	118	111	106
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	90	90	90	90
非流动资产合计	1,731	1,639	1,543	1,450
资产总计	4,268	4,766	5,460	6,257
流动负债:				
短期借款	0	-65	-45	-35
应付账款、票据	192	233	273	315
其他流动负债	275	275	275	275
流动负债合计	563	557	638	711
非流动负债:				
长期借款	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	610	691	763
所有者权益				
股本	1,028	1,028	1,028	1,028
股东权益	3,652	4,156	4,770	5,493
负债和所有者权益	4,268	4,766	5,460	6,257

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	530	627	763	901
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	129	93	95	93
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-189	-135	-135	-139
经营活动现金净流量	470	585	724	854
投资活动现金净流量	63	136	70	77
筹资活动现金净流量	-86	-188	-130	-167
现金流量净额	447	533	663	764

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,207	3,829	4,525	5,228
营业成本	2,016	2,409	2,824	3,254
营业税金及附加	25	33	38	43
销售费用	392	471	552	633
管理费用	124	149	172	193
财务费用	-27	-60	-75	-94
研发费用	86	103	122	141
费用合计	575	664	771	873
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	9	0	0	0
营业利润	631	745	904	1,066
加:营业外收入	1	1	1	0
减:营业外支出	3	3	2	1
利润总额	629	743	903	1,065
所得税费用	99	116	140	164
净利润	530	627	763	901
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	530	627	763	901

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	31.6%	19.4%	18.2%	15.5%
归母净利润增长率	54.2%	18.2%	21.7%	18.0%
盈利能力				
毛利率	37.1%	37.1%	37.6%	37.8%
四项费用/营收	17.9%	17.3%	17.0%	16.7%
净利率	16.5%	16.4%	16.9%	17.2%
ROE	14.5%	15.1%	16.0%	16.4%
偿债能力				
资产负债率	14.4%	12.8%	12.6%	12.2%
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	21.9	21.9	21.9	21.9
存货周转率	2.7	2.7	2.7	2.7
每股数据(元/股)				
EPS	0.52	0.61	0.74	0.88
P/E	30.0	25.4	20.9	17.7
P/S	5.0	4.2	3.5	3.0
P/B	4.4	3.8	3.3	2.9

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于 2023 年 6 月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3 年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

■ 证券分析师承诺

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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。