

调味品

千禾味业（603027.SH）

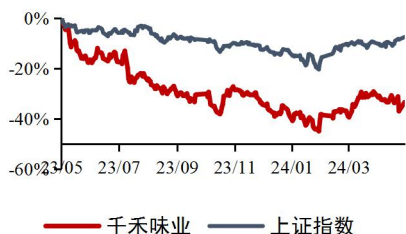
增持-A(维持)

23 年业绩高增收官，24 年渠道拓展延续

2024 年 5 月 7 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



事件描述

➢ **事件：**公司公布 2023 年年报，2023 年公司实现营业收入 32.07 亿元，同比增长 31.62%，实现归母净利润 5.30 亿元，同比增长 54.22%；其中 23Q4 实现营业收入 8.75 亿元，同比减少 0.82%，实现归母净利润 1.43 亿元，同比减少 8.47%。

公司同时公布 2024 年一季报，24Q1 公司实现营业收入 8.95 亿元，同比增长 9.28%，实现归母净利润 1.55 亿元，同比增长 6.66%。

市场数据：2024 年 5 月 6 日

收盘价（元）：	16.36
年内最高/最低（元）：	25.82/12.96
流通 A 股/总股本（亿股）：	9.59/10.28
流通 A 股市值（亿元）：	156.82
总市值（亿元）：	168.14

基础数据：2024 年 3 月 31 日

基本每股收益(元)：	0.15
摊薄每股收益(元)：	0.15
每股净资产(元)：	3.51
净资产收益率(%)：	4.29

资料来源：最闻

分析师：

周蓉

执业登记编码：S0760522080001

邮箱：zhourongl@sxzq.com

陈振志

执业登记编码：S0760522030004

邮箱：chenzhenzhi@sxzq.com

事件点评

➢ **23 业绩实现高增，24 年渠道拓展延续。**23/23Q4 公司实现营收 32.07/8.75 亿元，同比分别+31.6%/-0.8%，分产品来看：23 年公司酱油/食醋营收分别为 20.40/4.22 亿元，同比+34.8%/+11.7%，其中 23Q4 分别-2.9%/-10.9%；分地区来看：23 年东部/南部/中部/北部/西部分别实现营收 7.12/2.08/4.49/5.67/12.29 亿元，同比+30.9%/+26.0%/+81.0%/+27.1%/+23.8%，中部地区增速表现亮眼。23 年零添加调味品热度犹在，公司持续强化产品品质，积极布局渠道拓展，市场份额进一步提高，助力业绩实现高增。

同时公司 24Q1 实现营收 8.95 亿元，同比+9.3%。高基数背景下，一季度收入端表现平稳。分产品来看：24Q1 年公司酱油/食醋营收分别为 5.68/1.13 亿元，同比+9.1%/-6.2%；分地区来看：24Q1 年公司东部/南部/中部/北部/西部分别实现营收 1.90/0.65/1.36/1.66/3.22 亿元，同比+4.4%/+43.3%/+28.4%/+10.5%/-0.7%。从经销商数量上来看，24Q1 末公司经销商较年初净增 106 家至 3356 家，公司积极布局终端网点数量下经销商数量显著增长。24/25 年公司全国终端目标有望实现 100/150 万家，在现有渠道下沉&空白市场覆盖共同发力下，公司渠道拓展势能延续。

➢ **23 年盈利能力稳步提升，24Q1 产品结构扰动毛利率。**23 年公司毛利率为 37.15%，同比+0.59pts，销售费用率/管理费用率分别为 12.22%/3.87%，同比-1.36/+0.87pts，23 年公司净利率为 16.54%，同比+2.42pts；24Q1 公司毛利率为 35.96%，同比-3.07pts，销售费用率/管理费用率分别为 11.82%/2.66%，同比+0.12/-0.91pts，24Q1 公司净利率为 17.32%，同比-0.42pts。23 年公司部分包装材料及运费等同比下行，在其助力公司毛利率稳定提升。24Q1 毛利率有所下滑主要受产品结构调整影响，低毛利产品占比有所提高。23 年公司在渠道拓展方面的费用投放持续，24Q1 公司销售费



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



用率略有增加，未来预计其费效比将不断优化，公司盈利能力稳步提升。

### 投资建议

长期来看，在消费健康化趋势之下，公司零添加品类有望持续强化，同时在渠道扩张&品类结构不断丰富之下，公司业绩向好趋势可期。我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 38.59/45.39/51.86 亿元，同比增长 20.3%/17.6%/14.3%。归母净利润 6.22/7.44/8.66 亿元，同比增长 17.2%/19.6%/16.4%。对应 EPS 0.61/0.72/0.84 元，当前股价对应 PE 分别为 27/23/19 倍，维持“增持-A”投资评级。

### 风险提示

➢ 下游需求不及预期；行业竞争加剧；产品结构升级不及预期；食品安全问题等。

### 财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,436	3,207	3,859	4,539	5,186
YoY(%)	26.6	31.6	20.3	17.6	14.3
净利润(百万元)	344	530	622	744	866
YoY(%)	55.4	54.2	17.2	19.6	16.4
毛利率(%)	36.6	37.1	38.0	38.3	38.6
EPS(摊薄/元)	0.33	0.52	0.61	0.72	0.84
ROE(%)	14.6	14.5	14.5	15.0	15.1
P/E(倍)	48.9	31.7	27.0	22.6	19.4
P/B(倍)	7.1	4.6	3.9	3.4	2.9
净利率(%)	14.1	16.5	16.1	16.4	16.7

资料来源：最闻，山西证券研究所

**财务报表预测和估值数据汇总**
**资产负债表(百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	1802	2536	3234	3553	4500
现金	409	1594	2037	2254	2966
应收票据及应收账款	201	137	270	209	338
预付账款	25	17	34	26	42
存货	595	749	847	1019	1104
其他流动资产	572	40	46	44	50
<b>非流动资产</b>	1369	1731	1981	2190	2350
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	883	1297	1525	1727	1877
无形资产	98	124	134	133	136
其他非流动资产	389	311	322	330	336
<b>资产总计</b>	3172	4268	5216	5743	6850
<b>流动负债</b>	776	563	883	740	1050
短期借款	65	0	0	0	0
应付票据及应付账款	193	192	265	270	339
其他流动负债	518	371	618	470	711
<b>非流动负债</b>	42	52	58	58	57
长期借款	0	0	6	5	4
其他非流动负债	42	52	52	52	52
<b>负债合计</b>	819	615	941	798	1107
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	965	1028	1028	1028	1028
资本公积	90	878	878	878	878
留存收益	1353	1779	2260	2849	3555
归属母公司股东权益	2353	3652	4274	4945	5743
<b>负债和股东权益</b>	3172	4268	5216	5743	6850

**现金流量表(百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	773	470	783	624	1085
净利润	344	530	622	744	866
折旧摊销	106	129	134	166	197
财务费用	-8	-27	-30	-35	-45
投资损失	-3	-9	-7	-7	-6
营运资金变动	314	-205	64	244	73
其他经营现金流	20	52	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-613	63	-376	-368	-351
<b>筹资活动现金流</b>	52	627	37	38	23
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.33	0.52	0.61	0.72	0.84
每股经营现金流(最新摊薄)	0.75	0.46	0.76	0.61	1.06
每股净资产(最新摊薄)	2.29	3.55	4.16	4.81	5.59

**利润表(百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	2436	3207	3859	4539	5186
营业成本	1546	2016	2394	2800	3184
营业税金及附加	21	25	31	36	41
营业费用	331	392	475	558	638
管理费用	73	124	149	176	201
研发费用	65	86	104	122	140
财务费用	-8	-27	-30	-35	-45
资产减值损失	-19	3	3	4	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	3	9	7	7	6
<b>营业利润</b>	400	631	740	885	1030
营业外收入	2	1	1	1	1
营业外支出	1	3	3	3	3
<b>利润总额</b>	402	629	738	883	1027
所得税	58	99	116	139	161
<b>税后利润</b>	344	530	622	744	866
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	344	530	622	744	866
EBITDA	500	710	817	984	1146

**主要财务比率**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	26.6	31.6	20.3	17.6	14.3
营业利润(%)	48.3	57.7	17.2	19.6	16.4
归属于母公司净利润(%)	55.4	54.2	17.2	19.6	16.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	36.6	37.1	38.0	38.3	38.6
净利率(%)	14.1	16.5	16.1	16.4	16.7
ROE(%)	14.6	14.5	14.5	15.0	15.1
ROIC(%)	13.7	13.3	13.3	13.8	13.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	25.8	14.4	18.0	13.9	16.2
流动比率	2.3	4.5	3.7	4.8	4.3
速动比率	1.3	3.1	2.6	3.4	3.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	14.1	19.0	19.0	19.0	19.0
应付账款周转率	11.1	10.5	10.5	10.5	10.5
<b>估值比率</b>					
P/E	48.9	31.7	27.0	22.6	19.4
P/B	7.1	4.6	3.9	3.4	2.9
EV/EBITDA	32.2	21.5	18.1	14.8	12.1

资料来源：最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

