



千禾味业 (603027.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

零添加竞争加剧，业绩短期承压

业绩简评

8月30日公司发布半年报,24H1实现营收15.89亿元,同比+3.78%;实现归母净利润2.51亿元,同比-2.38%;扣非归母净利润2.46亿元,同比-3.73%。其中,24Q2实现营收6.94亿元,同比-2.53%;实现归母净利润0.96亿元,同比-14.16%;扣非归母净利润0.95亿元,同比-14.73%。

经营分析

产品矩阵不断丰富，高基数下增长承压。1) 随着酱油市场趋于饱和且零添加赛道涌现较多玩家,公司Q2收入在高基数下增长承压。分产品看,24Q2酱油/食醋/其他产品分别实现营收4.33/0.89/1.73/亿元,同比-3.1%/-10.2%/3.4%,其他产品增长主要系今年以来上新频次加快,主攻健康低脂方向的SKU逐步完善。2) 24Q2经销/直营分别实现营收5.02/1.78亿元,同比-4.8%/+2.9%。直营增速回暖主要系公司强化特通事业部开拓范围,并且线上直营店增加大包装、组合装等产品投放。流通渠道持续扩大招商范围,24Q2全国经销商净增204家。3) 北部优势持续巩固,其他区域收入承压。24Q2西部/东部/南部/中部/北部同比增速分别为-5.1%/-7.6%/+1.4%/-15.6%/+17.6%。

毛利率受产品结构扰动，子公司处置贡献收益。1) 24Q2毛利率35.16%,同比-2.27pct。一方面是高基数影响,另一方面系产品结构扰动(新品增加、性价比单品占比提升)。2) 24Q2销售/管理费用率同比+2.48%/-0.80pct。其中24H1促销及广告宣传费为0.85亿元,同比+8.51%;管理费用中股份支付同比-62.36%。3) 同期子公司丰城恒泰处置收益为1025万元。综上,24Q2净利率13.77%,同比-1.87pct。

零添加红利仍存，看好公司补齐渠道短板，重拾增长势能。随着线下经销商队伍扩充及公司品牌影响力提升,全国化效果逐步体现,我们预计随着公司产品矩阵完善、终端网点持续渗透下沉,收入有望恢复双位数增长,利润端则持续释放规模效应红利。

盈利预测、估值与评级

考虑到竞争加剧,我们分别下调公司24-26年利润8%/12%/16%,预计公司24-26年归母净利润分别为5.6/6.3/6.9亿元,同比增长6%/11%/11%,对应PE分别为25x/22x/20x,维持“买入”评级。

风险提示

食品安全风险;新品放量不及预期;市场竞争加剧等风险。

食品饮料组

分析师:刘宸倩(执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师:陈宇君(执业S1130524070005)

chenyujun@gjzq.com.cn

市价(人民币):13.47元

相关报告:

- 《千禾味业公司点评:渠道扩张延续, Q1 高基数承压》, 2024.4.30
- 《千禾味业公司点评:全国招商顺利,收入延续高增》, 2023.10.31



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	3,407	3,752	4,163
营业收入增长率	26.55%	31.62%	6.24%	10.12%	10.98%
归母净利润(百万元)	344	530	564	625	693
归母净利润增长率	55.35%	54.22%	6.27%	10.79%	10.91%
摊薄每股收益(元)	0.356	0.516	0.548	0.608	0.674
每股经营性现金流净额	0.80	0.46	0.61	0.74	0.83
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.62%	14.52%	14.35%	14.71%	15.00%
P/E	58.33	31.33	24.56	22.17	19.99
P/B	8.53	4.55	3.52	3.26	3.00

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	3,407	3,752	4,163
增长率		26.6%	31.6%	6.2%	10.1%	11.0%
主营业务成本	-1,148	-1,546	-2,016	-2,176	-2,392	-2,647
%销售收入	59.6%	63.4%	62.9%	63.9%	63.8%	63.6%
毛利	777	891	1,191	1,231	1,360	1,516
%销售收入	40.4%	36.6%	37.1%	36.1%	36.2%	36.4%
营业税金及附加	-16	-21	-25	-27	-30	-33
%销售收入	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-388	-331	-392	-443	-488	-541
%销售收入	20.2%	13.6%	12.2%	13.0%	13.0%	13.0%
管理费用	-65	-73	-124	-92	-98	-108
%销售收入	3.4%	3.0%	3.9%	2.7%	2.6%	2.6%
研发费用	-55	-65	-86	-89	-98	-108
%销售收入	2.9%	2.6%	2.7%	2.6%	2.6%	2.6%
息税前利润 (EBIT)	253	401	563	580	647	725
%销售收入	13.1%	16.5%	17.6%	17.0%	17.2%	17.4%
财务费用	3	8	27	35	38	42
%销售收入	-0.1%	-0.3%	-0.8%	-1.0%	-1.0%	-1.0%
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	15	10	10
%税前利润	3.3%	0.6%	1.4%	2.3%	1.4%	1.2%
营业利润	270	400	631	660	730	812
营业利润率	14.0%	16.4%	19.7%	19.4%	19.5%	19.5%
营业外收支	-9	1	-2	3	5	3
税前利润	261	402	629	663	735	815
利润率	13.6%	16.5%	19.6%	19.5%	19.6%	19.6%
所得税	-40	-58	-99	-99	-110	-122
所得税率	15.3%	14.4%	15.7%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	221	344	530	564	625	693
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	564	625	693
净利率	11.5%	14.1%	16.5%	16.5%	16.6%	16.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	221	344	530	564	625	693
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	98	126	126	150	162	179
非经营收益	3	-8	-44	-5	-11	-7
营运资金变动	-144	311	-143	-84	-12	-10
经营活动现金净流	178	773	470	623	763	855
资本开支	-275	-215	-497	-253	-278	-300
投资	230	-400	550	-150	0	-50
其他	9	3	10	15	10	10
投资活动现金净流	-36	-613	63	-388	-268	-340
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	-289	-312	-325
筹资活动现金净流	-62	52	627	-232	-254	-275
现金净流量	79	212	1,160	4	241	240

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	1,598	1,838	2,078
应收款项	156	213	146	188	196	207
存货	585	595	749	632	675	725
其他流动资产	201	585	48	182	184	236
流动资产	1,139	1,802	2,536	2,599	2,893	3,246
%总资产	47.5%	56.8%	59.4%	58.7%	59.8%	61.1%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	1,127	1,234	1,544	1,667	1,787	1,910
%总资产	47.0%	38.9%	36.2%	37.7%	36.9%	35.9%
无形资产	103	98	124	124	125	126
非流动资产	1,259	1,369	1,731	1,825	1,947	2,071
%总资产	52.5%	43.2%	40.6%	41.3%	40.2%	38.9%
资产总计	2,398	3,172	4,268	4,424	4,840	5,317
短期借款	1	65	0	0	0	0
应付款项	113	298	262	236	252	280
其他流动负债	162	413	301	152	177	203
流动负债	276	776	563	388	429	482
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	496	595	699
普通股股东权益	2,074	2,353	3,652	3,928	4,245	4,619
其中：股本	799	965	1,028	1,028	1,028	1,028
未分配利润	943	1,186	1,559	1,835	2,151	2,526
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	4,424	4,840	5,317

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.277	0.356	0.516	0.548	0.608	0.674
每股净资产	2.597	2.437	3.554	3.822	4.130	4.494
每股经营现金净流	0.223	0.801	0.457	0.606	0.742	0.832
每股股利	0.110	0.200	0.300	0.280	0.300	0.310
回报率						
净资产收益率	10.67%	14.62%	14.52%	14.35%	14.71%	15.00%
总资产收益率	9.23%	10.84%	12.43%	12.74%	12.90%	13.03%
投入资本收益率	10.29%	14.17%	12.97%	12.33%	12.61%	12.87%
增长率						
主营业务收入增长率	13.70%	26.55%	31.62%	6.24%	10.12%	10.98%
EBIT 增长率	-24.14%	58.79%	40.39%	2.91%	11.59%	12.03%
净利润增长率	7.58%	55.35%	54.22%	6.27%	10.79%	10.91%
总资产增长率	9.72%	32.26%	34.56%	3.66%	9.40%	9.86%
资产管理能力						
应收账款周转天数	25.5	25.9	19.2	18.0	17.0	16.0
存货周转天数	155.9	139.4	121.7	106.0	103.0	100.0
应付账款周转天数	25.0	25.5	29.2	18.0	17.0	17.0
固定资产周转天数	159.7	132.2	147.6	132.8	117.7	106.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-17.18%	-32.04%	-43.92%	-40.67%	-43.31%	-44.99%
EBIT 利息保障倍数	-93.5	-48.3	-20.7	-16.4	-17	-17.3
资产负债率	13.50%	25.81%	14.42%	11.21%	12.30%	13.14%

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	1	4	16	26	79
增持	0	1	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.20	1.11	1.07	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-12-01	买入	18.78	N/A
2	2023-01-30	买入	22.36	N/A
3	2023-04-10	买入	22.71	N/A
4	2023-04-30	买入	23.76	N/A
5	2023-07-16	买入	21.65	N/A
6	2023-08-26	买入	17.95	N/A
7	2023-10-31	买入	17.29	N/A
8	2024-04-30	买入	16.91	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

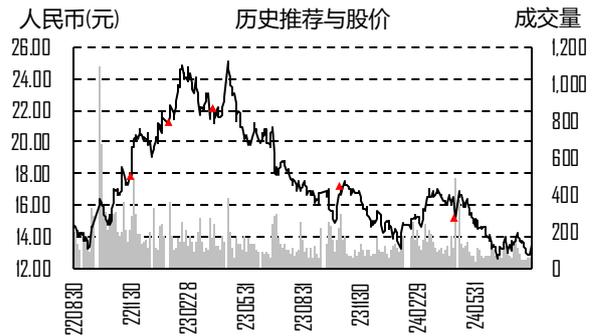
- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

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





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**