

## 主动改革待成效

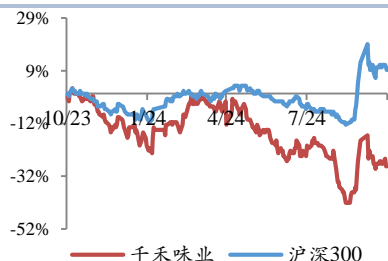
——千禾味业 24Q3 点评

### 投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-10-31

收盘价（元）	12.29
近 12 个月最高/最低（元）	18.14/9.85
总股本（百万股）	1,028
流通股本（百万股）	961
流通股比例（%）	93.53
总市值（亿元）	126
流通市值（亿元）	118

### 公司价格与沪深 300 走势比较



### 分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

### 分析师：罗越文

执业证书号：S0010524020001

邮箱：luoyuewen@hazq.com

### 相关报告

1. 拥抱极致性价比与下沉时代 —— 千禾味业投资探讨 2024-09-10
2. 着眼长期发展 2024-09-01
3. 零添加赛道新征程 2024-01-05

### 主要观点：

#### ● 公司发布 24 年三季报：

- Q3：营收 7.0 亿元（-12.6%），归母 1.0 亿元（-22.6%），扣非 1.0 亿元（-23.0%）；
- Q1-3：营收 22.9 亿元（-1.9%），归母 3.5 亿元（-9.2%），扣非 3.5 亿元（-10.3%）；
- 受基数和产品结构调整影响。

#### ● 收入分析：基数及产品调整影响

- 分品类：Q3 酱油/食醋收入 4.35/0.85 亿元，同比-13.8%/-15.7%，高基数影响同比趋势，同时 7 月零添加产品控货升级，当前产品调整结束，渠道库存低位，9 月起发货恢复正常。
- 分区域：Q3 东/南/中/北/西部收入 1.65/ 0.56/ 0.92/ 1.1/ 2.6 亿元，同比-8.4%/-0%/-21%/-17.7%/-12%，南部具备韧性。

#### ● 利润分析：规模效应减弱影响盈利

- Q3 毛利率同比+0.7pct 至 37.5%，受益原材料成本下行；销售/ 管理/ 研发费率同比+3.0pct/-0.7pct/+0.3pct，销售费率抬升较大与经销商优化调整、收入下滑降低费效比有关，致归母净利率同比-1.9pct 至 14.4%。

#### ● 投资建议：维持“买入”评级

#### ➤ 我们的观点：

公司产品、渠道调整接近尾声，望重回增长趋势，长期零添加更健康的趋势不变，全国化仍有巨大增长空间；盈利端随着成本红利持续释放、规模效应提升，净利率对标同业有较大提升空间。

**盈利预测：**我们预计 2024-26 年公司实现营业收入 32.7/ 36.7/ 40.8 亿元（原预测 33.9/ 38.1/ 42.5 亿元），同比+1.9%/ +12.2%/ +11.2%；实现归母净利润 5.1/ 5.8/ 6.5 亿元（原预测 5.5/ 6.4/ 7.4 亿元），同比-4.1%/ +14.2%/ +12.2%；当前股价对应 PE 分别为 25/22/19 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示:

大单品拓展不及预期；流通渠道拓展不及预期；竞争加剧；消费需求不及预期；食品安全事件。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3207	3268	3667	4077
收入同比（%）	31.6%	1.9%	12.2%	11.2%
归属母公司净利润	530	509	581	652
净利润同比（%）	54.2%	-4.1%	14.2%	12.2%
毛利率（%）	37.1%	36.2%	37.6%	37.9%
ROE（%）	14.5%	12.2%	13.9%	15.3%
每股收益（元）	0.54	0.49	0.57	0.63
P/E	30.21	24.83	21.75	19.38
P/B	4.55	3.04	3.02	2.96
EV/EBITDA	20.74	15.94	13.93	12.45

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至 2024 年 10 月 30 日

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	2536	3207	3333	3553	<b>营业收入</b>	3207	3268	3667	4077
现金	1594	2033	2141	2154	营业成本	2016	2086	2288	2532
应收账款	137	323	211	405	营业税金及附加	25	27	33	41
其他应收款	9	20	12	22	销售费用	392	425	471	518
预付账款	17	42	46	51	管理费用	124	96	128	147
存货	749	757	893	891	财务费用	-27	-16	-20	-17
其他流动资产	31	32	30	32	资产减值损失	0	-1	-1	-1
<b>非流动资产</b>	1731	1665	1629	1592	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	9	13	7	8
固定资产	1297	1206	1116	1027	<b>营业利润</b>	631	601	687	772
无形资产	124	124	124	124	营业外收入	1	4	3	3
其他非流动资产	311	335	389	441	营业外支出	3	3	2	2
<b>资产总计</b>	4268	4873	4962	5145	<b>利润总额</b>	629	602	688	773
<b>流动负债</b>	563	660	729	820	所得税	99	93	107	121
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	530	509	581	652
应付账款	192	109	209	143	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	371	551	520	677	<b>归属母公司净利润</b>	530	509	581	652
<b>非流动负债</b>	52	52	52	52	EBITDA	724	665	753	841
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	0.54	0.49	0.57	0.63
其他非流动负债	52	52	52	52	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	615	712	781	872	<b>会计年度</b>	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
股本	1028	1028	1028	1028	营业收入	31.6%	1.9%	12.2%	11.2%
资本公积	878	877	877	877	营业利润	57.7%	-4.8%	14.3%	12.4%
留存收益	1747	2255	2276	2368	归属于母公司净利	54.2%	-4.1%	14.2%	12.2%
归属母公司股东权	3652	4160	4181	4273	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	4268	4873	4962	5145	毛利率（%）	37.1%	36.2%	37.6%	37.9%
<b>现金流量表</b>					净利率（%）	16.5%	15.6%	15.8%	16.0%
单位:百万元					ROE（%）	14.5%	12.2%	13.9%	15.3%
<b>会计年度</b>	2023A	2024E	2025E	2026E	ROIC（%）	13.7%	11.6%	13.3%	14.7%
<b>经营活动现金流</b>	470	456	720	624	<b>偿债能力</b>				
净利润	530	509	581	652	资产负债率（%）	14.4%	14.6%	15.7%	17.0%
折旧摊销	129	96	97	97	净负债比率（%）	16.9%	17.1%	18.7%	20.4%
财务费用	-25	0	0	0	流动比率	4.50	4.86	4.58	4.33
投资损失	-9	-13	-7	-8	速动比率	3.11	3.62	3.26	3.16
营运资金变动	-143	-134	52	-115	<b>营运能力</b>				
其他经营现金流	661	640	527	765	总资产周转率	0.86	0.72	0.75	0.81
<b>投资活动现金流</b>	63	-16	-52	-51	应收账款周转率	19.03	14.27	13.85	13.33
资本支出	-497	-29	-59	-59	应付账款周转率	12.48	13.85	14.40	14.40
长期投资	550	0	0	0	<b>每股指标（元）</b>				
其他投资现金流	10	13	7	8	每股收益	0.54	0.49	0.57	0.63
<b>筹资活动现金流</b>	627	-1	-560	-560	每股经营现金流	0.46	0.44	0.70	0.61
短期借款	-65	0	0	0	每股净资产	3.55	4.05	4.07	4.16
长期借款	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
普通股增加	62	0	0	0	P/E	30.21	24.83	21.75	19.38
资本公积增加	787	-1	0	0	P/B	4.55	3.04	3.02	2.96
其他筹资现金流	-158	0	-560	-560	EV/EBITDA	20.74	15.94	13.93	12.45
<b>现金净增加额</b>	1160	439	108	13					

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

**分析师：**罗越文，食品饮料资深分析师。北京大学金融硕士，6年食品饮料、餐饮研究经验，曾任职于兴业证券、拾贝投资，新财富团队成员，擅长从买方视角深度挖掘投资机会。

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。