

千禾味业 (603027.SH)

Q3 业绩有所承压，长期增长逻辑清晰

买入 (维持评级)

事件：公司披露 2024 年三季报业绩：24 年前三季度公司实现营收 22.88 亿元，同比-1.85%；归母净利润 3.52 亿元，同比-9.19%；扣非归母净利润 3.47 亿元，同比-10.25%。其中 24Q3 公司实现营收 6.99 亿元，同比-12.63%；归母净利润 1.01 亿元，同比-22.58%；扣非归母净利润 1.0 亿元，同比-23.04%。

➤ 酱油等主品类销售承压，经销渠道表现疲软

分产品看，公司 Q3 酱油、食醋产品营收分别同比-13.82%/-15.67%；其中，受需求疲软、竞争加剧等影响，酱油销售下滑幅度环比有所扩大；同期食醋业务同样承压明显。分渠道看，Q3 经销、直销渠道营收分别同比-17.32%/-0.43%，其中经销渠道在竞争加剧、动销压力下表现疲软。分区域看，Q3 东部、南部、中部、北部、西部地区营收同比-8.42%/-0.03%/-21.10%/-17.68%/-11.92%。报告期内，Q1-3 公司东部、南部、中部、北部、西部地区经销商分别变动+52/+37/+29/+86/-30 家，而经销商总数达 3424 家，新增 628 家，减少 454 家，净增 174 个家，经销商更迭频繁。

➤ 毛利率有所改善，费用抬升影响公司 Q3 净利率表现

盈利方面，公司 Q3 毛利率为 37.54%，同比+0.67pct。而费用端有所抬升，Q3 四项费率合计同比+2.47pct，对应同期销售、管理、研发、财务费用率分别同比+2.98%/-0.65%/+0.29%/-0.14pct；其中，销售费用率上升预计主要系竞争加剧下公司加大促销费用投放力度。最后，Q3 公司归母净利率为 14.45%，同比-1.86pct，扣非归母净利率为 14.35%，同比-1.94pct。

➤ 扩品类、拓渠道、投产能，公司扩张逻辑清晰、增长抓手明确

尽管 Q3 期间公司酱油、食醋等主品类销售下滑幅度环比扩大，但公司积极求变、适应市场发展，包括扩充品类以覆盖更广价格带、持续拓展流通餐饮等 B 端渠道，以及持续投入二期 30 万吨酱油生产线等。总之，公司围绕零添加品类做强调味品业务，未来扩张逻辑清晰、增长抓手明确。

盈利预测与投资建议：由于公司 Q3 业绩低于预期，故下调公司 2024-26 年归母净利润分别为 5.19/6.05/7.02 亿元（前值为 5.59/6.51/7.52），分别同比-2%/+17%/+16%。考虑到公司零添加品类红利与全渠道扩张势能，维持“买入”评级。

➤ 风险提示：

食品质量安全、大单品增长不及预期、主要原材料价格波动等

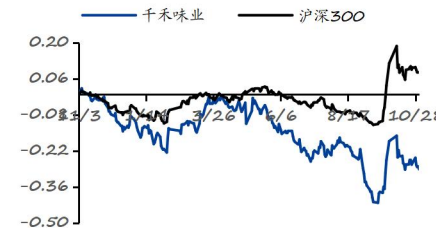
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,436	3,207	3,269	3,678	4,116
增长率	27%	32%	2%	12%	12%
净利润(百万元)	344	530	519	605	702
增长率	55%	54%	-2%	17%	16%
EPS(元/股)	0.36	0.55	0.54	0.63	0.73
市盈率(P/E)	33.9	22.0	22.5	19.3	16.6
市净率(P/B)	5.0	3.2	2.8	2.5	2.3

数据来源：公司公告、华福证券研究所

基本数据

日期	2024-11-01
收盘价:	12.14 元
总股本/流通股本(百万股)	1,027.73/961.24
流通 A 股市值(百万元)	11,669.49
每股净资产(元)	3.41
资产负债率(%)	17.27
一年内最高/最低价(元)	18.14/9.85

一年内股价相对走势



团队成员

分析师： 刘畅(S0210523050001)
lc30103@hfzq.com.cn
分析师： 童杰(S0210523050002)
tj30105@hfzq.com.cn
联系人： 周翔(S0210123070087)
zx30222@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、Q2 酱油等主品类增长压力较大，业务结构、费用抬升影响盈利表现——2024.08.31
- 2、全年顺利收官，全国化扩张稳步推进——2024.04.30
- 3、千禾味业：抢占身位领跑高端赛道，乘风破浪提振扩张动能——2024.02.06

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,594	2,016	2,262	2,698	营业收入	3,207	3,269	3,678	4,116
应收票据及账款	137	4	4	4	营业成本	2,016	2,071	2,325	2,596
预付账款	17	21	26	29	税金及附加	25	26	29	33
存货	749	808	963	1,013	销售费用	392	439	483	527
合同资产	0	0	0	0	管理费用	124	98	97	99
其他流动资产	40	46	47	51	研发费用	86	88	95	103
流动资产合计	2,536	2,894	3,301	3,795	财务费用	-27	-31	-32	-37
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	-3	-1	-1	0
固定资产	1,297	1,255	1,403	1,404	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	221	334	278	302	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	124	121	120	125	投资收益	9	12	10	10
商誉	0	0	0	0	其他收益	29	25	20	20
其他非流动资产	90	90	90	90	营业利润	626	614	710	826
非流动资产合计	1,731	1,799	1,891	1,920	营业外收入	1	4	4	3
资产合计	4,268	4,693	5,192	5,715	营业外支出	3	2	2	2
短期借款	0	0	0	0	利润总额	624	616	712	827
应付票据及账款	192	207	256	292	所得税	99	97	107	125
预收款项	0	0	0	0	净利润	525	519	605	702
合同负债	96	-33	-37	-42	少数股东损益	0	0	0	0
其他应付款	69	79	89	89	归属母公司净利润	525	519	605	702
其他流动负债	206	216	241	268	EPS (按最新股本摊薄)	0.55	0.54	0.63	0.73
流动负债合计	563	470	549	608					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	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	522	601	660					
归属母公司所有者权益	3,652	4,171	4,591	5,055					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	3,652	4,171	4,591	5,055					
负债和股东权益	4,268	4,693	5,192	5,715					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	470	608	639	831
现金收益	627	650	730	839
存货影响	-153	-59	-155	-50
经营性应收影响	72	129	-5	-3
经营性应付影响	-36	25	59	36
其他影响	-39	-137	10	9
投资活动现金流	63	-218	-239	-194
资本支出	-442	-230	-249	-204
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	505	12	10	10
融资活动现金流	627	31	-153	-201
借款增加	-65	0	0	0
股利及利息支付	-104	-185	-238	-267
股东融资	798	0	0	0
其他影响	-2	216	85	66

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	31.6%	2.0%	12.5%	11.9%
EBIT 增长率	38.0%	-2.0%	16.2%	16.2%
归母公司净利润增长率	54.2%	-2.2%	16.6%	16.1%
获利能力				
毛利率	37.1%	36.7%	36.8%	36.9%
净利率	16.4%	15.9%	16.5%	17.1%
ROE	14.4%	12.4%	13.2%	13.9%
ROIC	16.6%	14.1%	14.9%	15.7%
偿债能力				
资产负债率	14.4%	11.1%	11.6%	11.5%
流动比率	4.5	6.2	6.0	6.2
速动比率	3.2	4.4	4.3	4.6
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7
应收账款周转天数	19	8	0	0
存货周转天数	120	135	137	137
每股指标 (元)				
每股收益	0.55	0.54	0.63	0.73
每股经营现金流	0.49	0.63	0.66	0.86
每股净资产	3.80	4.34	4.78	5.26
估值比率				
P/E	22	22	19	17
P/B	3	3	3	2
EV/EBITDA	37	36	32	28

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn