

## 收入端有所承压，期待后续变革成效

### 投资要点

- 事件：**公司发布2024年报及2025年一季报，24全年实现营收30.7亿元，同比-4.2%；实现归母净利润5.1亿元，同比-3.1%；其中24Q4实现营收7.9亿元，同比-10.3%，实现归母净利润1.6亿元，同比+13.4%；此外，公司拟每10股分配现金5元(含税)。25Q1实现收入8.3亿元，同比-7.2%，实现归母净利润1.6亿元，同比+3.7%。
- 大环境下需求疲软，主业增速有所承压。**分业务看，24年酱油实现收入19.6亿元，同比-3.8%；其中全年量价增速分别为+1.3%/-5%。食醋与其他业务分别实现收入3.7/7.0亿元，同比分别-12.5%/-0.4%。25Q1公司酱油/食醋/其他分别实现收入5.4/1.0/2.4亿元，同比分别-4.7%/-10.6%/+19.6%；酱油受去年同期高基数以及舆论风波影响，Q1增速仍有所承压。分渠道看，25Q1公司线上/线下渠道收入增速分别为-12.3%/-5.9%。分区域看，25Q1公司东部/南部/中部/北部/西部区域收入分别同比-1.3%/-2.4%/-6.1%/-12%/-8.9%。随着公司渠道调整逐步完成，25年渠道拓展与网点扩张仍值得期待。
- 成本红利释放+产品结构提升，盈利能力稳步上行。**2024年公司毛利率为37.2%，同比+0.04pp；25Q1毛利率为38.9%，同比+2.9pp。毛利率提升主要得益于原材料成本下降，以及高毛利零添加产品占比提升。费用率方面，2024/25Q1公司销售费用率同比分别+1.5pp/+0.6pp至13.8%/12.5%，销售费用率提升主要系公司为加大市场投入力度；2024/25Q1管理费用率同比-1.4pp/+0pp至2.4%/2.7%，受股权激励目标未达成冲回费用影响，全年管理费用率有所下行。综合来看，2024/25Q1公司净利率分别为16.7%/19.3%，同比分别+0.2%/+2%。
- 深耕零添加赛道，期待后续调整成效。**产品方面，公司将持续丰富零添加产品线，同时积极拓展食醋及料酒等品类，持续提升高毛利产品占比。渠道方面，公司持续深化渠道结构调整，着力提升现有网点及大商的经营质量，逐步转向高质量健康发展。展望未来，调味品行业健康化大趋势下，零添加渗透率将持续提升，行业受益于此有望维持高景气度。公司作为深耕零添加赛道多年的细分龙头，随着后续战略改革成效逐步显现，公司业绩稳健增长可期。
- 盈利预测与投资建议。**预计2025-2027年EPS分别为0.55元、0.61元、0.67元，对应动态PE分别为21倍、19倍、18倍，维持“持有”评级。
- 风险提示：**原材料成本波动风险，市场竞争加剧风险，食品安全风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	3073.4	3244.9	3421.1	3590.1
增长率	-4.16%	5.58%	5.43%	4.94%
归属母公司净利润(亿元)	514.2	568.8	625.5	686.8
增长率	-3.07%	10.63%	9.97%	9.80%
每股收益EPS(元)	0.50	0.55	0.61	0.67
净资产收益率ROE	14.09%	14.29%	14.45%	14.61%
PE	24	21	19	18
PB	3.32	3.04	2.79	2.57

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究院

分析师: 朱会振  
执业证号: S1250513110001  
电话: 023-63786049  
邮箱: zhz@swsc.com.cn

分析师: 舒尚立  
执业证号: S1250523070009  
电话: 023-63786049  
邮箱: ssl@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	10.28
流通A股(亿股)	9.61
52周内股价区间(元)	9.91-17.23
总市值(亿元)	120.96
总资产(亿元)	45.33
每股净资产(元)	3.71

### 相关研究

- 千禾味业(603027): Q3业绩承压延续, 期待经营改善 (2024-11-07)
- 千禾味业(603027): 高基数下收入承压, 期待后续经营改善 (2024-09-01)
- 千禾味业(603027): 23年顺利收官, 24Q1短期承压 (2024-05-06)

## 盈利预测

### 关键假设：

假设 1：随着调味品行业健康化趋势持续，公司有望借助完备的零添加产品矩阵，持续推进全国化扩张步伐，我们预测 2025-2027 年公司酱油销量增速分别为 5%、4%、3%；吨价增速分别为 1.0%、0%、0.5%。

假设 2：随着公司持续加大对空白网点的铺货力度，叠加零添加消费理念已深入人心，我们预测 2025-2027 年公司食醋销量增速分别为 3%、2%、1%；吨价增速分别为 3%、2%、1%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
酱油业务	收入	1963.9	2082.7	2166.0	2242.1
	增速	-3.8%	6.1%	4.0%	3.5%
	毛利率	38.0%	39.1%	39.5%	40.2%
食醋业务	收入	369.6	392.1	408.0	416.2
	增速	-12.5%	6.1%	4.0%	2.0%
	毛利率	40.3%	41.4%	42.6%	43.1%
其他业务	收入	700.1	770.1	847.1	931.8
	增速	-0.4%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	32.7%	33.0%	33.5%	34.0%
原料及辅料类	收入	39.8	41.8	43.9	46.1
	增速	-2.6%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	47.5%	49.0%	49.0%	49.0%
合计	收入	3073.4	3,244.9	3,421.1	3,590.1
	增速	-4.2%	5.6%	5.4%	4.9%
	毛利率	37.2%	37.9%	38.4%	39.0%

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3073.39	3244.92	3421.08	3590.13	净利润	514.15	568.79	625.50	686.82
营业成本	1930.48	2013.99	2107.45	2191.32	折旧与摊销	153.57	152.59	157.58	160.55
营业税金及附加	22.90	25.96	26.34	26.57	财务费用	-38.22	-4.10	-6.37	-8.03
销售费用	422.97	410.48	424.21	434.41	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	75.03	123.31	126.58	131.04	经营营运资本变动	-58.69	-222.13	-23.45	-27.62
财务费用	-38.22	-4.10	-6.37	-8.03	其他	-232.52	5.45	1.25	-1.16
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>338.29</b>	<b>500.59</b>	<b>754.51</b>	<b>810.57</b>
投资收益	13.13	0.00	0.00	0.00	资本支出	-255.61	-30.00	-20.00	-10.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-103.77	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-359.38</b>	<b>-30.00</b>	<b>-20.00</b>	<b>-10.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>611.34</b>	<b>675.28</b>	<b>742.87</b>	<b>814.82</b>	短期借款	70.05	-70.05	0.00	0.00
其他非经营损益	-3.24	-3.34	-3.14	-2.86	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>608.10</b>	<b>671.94</b>	<b>739.73</b>	<b>811.96</b>	股权融资	-6.49	0.00	0.00	0.00
所得税	93.95	103.15	114.22	125.15	支付股利	-513.87	-237.35	-276.20	-314.66
净利润	514.15	568.79	625.50	686.82	其他	3.55	4.09	6.37	8.03
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-446.76</b>	<b>-303.31</b>	<b>-269.83</b>	<b>-306.63</b>
归属母公司股东净利润	514.15	568.79	625.50	686.82	<b>现金流量净额</b>	<b>-467.31</b>	<b>167.28</b>	<b>464.68</b>	<b>493.94</b>
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1466.06	1633.34	2098.02	2591.96	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	168.77	196.53	196.04	207.79	销售收入增长率	-4.16%	5.58%	5.43%	4.94%
存货	892.53	931.14	972.35	1012.13	营业利润增长率	-3.19%	10.46%	10.01%	9.69%
其他流动资产	44.01	45.91	47.86	49.73	净利润增长率	-3.07%	10.63%	9.97%	9.80%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-0.89%	13.36%	8.53%	8.20%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1744.09	1624.99	1490.89	1343.82	毛利率	37.19%	37.93%	38.40%	38.96%
无形资产和开发支出	118.98	115.49	112.00	108.51	三费率	14.96%	16.32%	15.91%	15.53%
其他非流动资产	45.63	45.63	45.63	45.63	净利率	16.73%	17.53%	18.28%	19.13%
<b>资产总计</b>	<b>4480.08</b>	<b>4593.03</b>	<b>4962.79</b>	<b>5359.57</b>	ROE	14.09%	14.29%	14.45%	14.61%
短期借款	70.05	0.00	0.00	0.00	ROA	11.48%	12.38%	12.60%	12.81%
应付和预收款项	308.97	314.89	326.35	342.88	ROIC	19.01%	20.91%	22.79%	25.85%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	23.64%	25.39%	26.13%	26.94%
其他负债	452.79	298.44	307.44	315.52	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>831.81</b>	<b>613.32</b>	<b>633.78</b>	<b>658.40</b>	总资产周转率	0.70	0.72	0.72	0.70
股本	1027.73	1027.73	1027.73	1027.73	固定资产周转率	2.14	2.09	2.31	2.62
资本公积	871.53	871.53	871.53	871.53	应收账款周转率	21.71	21.29	20.46	21.04
留存收益	1779.58	2111.02	2460.32	2832.49	存货周转率	2.35	2.21	2.21	2.21
归属母公司股东权益	3648.27	3979.71	4329.01	4701.17	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.63%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3648.27</b>	<b>3979.71</b>	<b>4329.01</b>	<b>4701.17</b>	资产负债率	18.57%	13.35%	12.77%	12.28%
负债和股东权益合计	4480.08	4593.03	4962.79	5359.57	带息债务/总负债	8.42%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.54	5.52	6.26	6.97
					速动比率	2.31	3.69	4.42	5.14
					股利支付率	99.94%	41.73%	44.16%	45.81%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	726.68	823.77	894.08	967.35	每股收益	0.50	0.55	0.61	0.67
PE	23.53	21.27	19.34	17.61	每股净资产	3.55	3.87	4.21	4.57
PB	3.32	3.04	2.79	2.57	每股经营现金	0.33	0.49	0.73	0.79
PS	3.94	3.73	3.54	3.37	每股股利	0.50	0.23	0.27	0.31
EV/EBITDA	14.65	12.63	11.12	9.77					
股息率	4.25%	1.96%	2.28%	2.60%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究院

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn	

---

	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn