

公司研究

Q2 经营承压，盈利能力下滑

——千禾味业（603027.SH）2025 年中报点评

增持（维持）

当前价：12.33 元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebscn.com

分析师：汪航宇

执业证书编号：S0930523070002

021-52523877

wanghangyu@ebscn.com

分析师：聂博雅

执业证书编号：S0930522030003

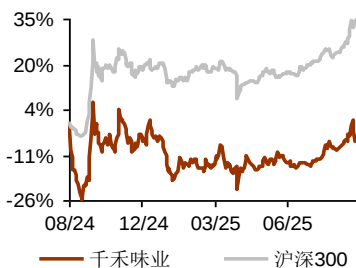
021-52523808

nieboya@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	10.25
总市值(亿元):	126.44
一年最低/最高(元):	9.46/14.79
近 3 月换手率:	75.94%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-6.25	-8.89	-40.03
绝对	2.07	8.21	-4.65

资料来源：Wind

相关研报

24 年营收承压，盈利能力有所改善——千禾味业（603027.SH）2024 年年报与 25 年一季报点评（2025-04-19）

Q3 业绩依旧承压，盈利能力下滑——千禾味业（603027.SH）2024 年三季报点评（2024-10-31）

24Q2 公司业绩承压，战略调整期待下半年改善——千禾味业（603027.SH）2024 年中报点评（2024-09-02）

要点

事件：千禾味业发布 25 年半年报，25H1 实现营收 13.18 亿元，同比-17.07%；归母净利润 1.73 亿元，同比-30.81%。25Q2 公司实现营收 4.87 亿元，同比-29.86%；归母净利润 0.13 亿元，同比-86.66%。

负面舆情冲击业绩，核心品类增长承压。25H1 行业竞争加剧，叠加公司受外部负面舆情事件影响，整体经营节奏受到扰动，收入端出现明显下滑。**分产品：**25H1 公司核心品类酱油实现营收 8.39 亿元，同比-16.09%；食醋实现营收 1.59 亿元，同比-21.51%，两大核心品类均承受较大压力。25Q2 酱油/食醋营收分别同比-31.06%/-35.40%，同比降幅环比 Q1 扩大（25Q1 酱油/食醋营收分别同比-4.69%/-10.64%）。

分地区：25H1，东/南/中/北/西部营收分别同比-4.22%/-5.21%/-4.03%/-30.47%/-23.71%，北部和西部市场表现较差。25Q2 东/南/中/北/西部营收分别同比-8.17%/-9.12%/-0.60%/-52.59%/-41.38%。

分渠道：25H1，线上/线下营收分别同比-29.2%/-14.06%；25Q2 线上/线下营收分别同比-47.1%/-25.1%。

25Q2 末公司经销商总数为 3307 家，较 25Q1 年末净增加 25 家，东/南/中/北/西部的经销商分别净+20/+12/-1/-2/-4 家，持续优化经销商团队。

成本红利释放提升毛利率，营收规模负效应导致期间费用率提升。25 年上半年公司毛利率为 36.58%，同比+0.97pcts，主要系原材料成本下行。然而，由于收入规模效应减弱，期间费用率有所上升。25H1，公司期间费用率为 21.46%，同比+3.57pcts，其中，销售费用率/管理费用率分别为 16.13%/3.45%，分别同比+2.50/0.48pcts，公司在应对舆情、稳定渠道方面仍保持了必要的费用投放。综合影响下，25H1 公司归母净利率为 13.16%，同比-2.61pcts。

25Q2 公司毛利率为 32.64%，同比-2.52pcts。销售/管理费用率分别为 22.38%/4.80%，分别同比+6.42/+1.43pcts，归母净利率为 2.62%，同比-11.15pcts。

产能升级奠定长远基础，积极回报股东稳定市场信心。尽管短期业绩承压，公司仍在稳步推进长期战略。25H1 公司“年产 60 万吨调味品智能生产线建设项目”已按计划完成并正式投产，整体自动化率突破 80%，推动公司总产能跃升至 120 万吨，为未来规模扩张和效率提升奠定了坚实基础。产品端，公司持续聚焦“高品质、健康、美味”定位，推出松茸生抽、松露生抽等高端新品，优化产品矩阵。此外，公司延续分红策略，2025 年半年度利润分配方案为“每 10 股分配现金 1 元(含税)”，回报股东，彰显了管理层对公司长期发展的信心。

盈利预测、估值与评级：考虑行业竞争压力较大，我们下调公司 25-27 年归母净利润分别为 4.31/5.36/6.23 亿元（较前次预测分别下调 24.4%/15.3%/10.9%），当前股价对应 25-27 年 PE 为 29x/24x/20x。公司产品符合行业健康化发展趋势，看好公司未来发展前景，维持“增持”评级。

风险提示：流通渠道拓展不及预期，市场竞争加剧，食品安全风险。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,207	3,073	2,851	3,110	3,369
营业收入增长率	31.62%	-4.16%	-7.22%	9.07%	8.33%
归母净利润（百万元）	530	514	431	536	623
归母净利润增长率	54.22%	-3.07%	-16.09%	24.21%	16.17%
EPS（元）	0.52	0.50	0.42	0.52	0.61
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.52%	14.09%	12.10%	14.57%	16.49%
P/E	24	25	29	24	20
P/B	3.5	3.5	3.5	3.4	3.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-08-29。注：公司 23/24 年总股本为 10.28 亿股，假设 25-27 年总股本为 10.25 亿股。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,207	3,073	2,851	3,110	3,369
营业成本	2,016	1,930	1,767	1,908	2,054
折旧和摊销	129	154	161	165	172
税金及附加	25	23	24	26	29
销售费用	392	423	461	448	448
管理费用	124	75	78	75	77
研发费用	86	83	77	84	91
财务费用	-27	-38	-40	-43	-43
投资收益	9	13	6	6	6
营业利润	631	611	509	633	735
利润总额	629	608	510	634	736
所得税	99	94	79	98	114
净利润	530	514	431	536	623
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	530	514	431	536	623
EPS(元)	0.52	0.50	0.42	0.52	0.61

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	470	338	685	525	661
净利润	530	514	431	536	623
折旧摊销	129	154	161	165	172
净营运资金增加	251	42	-170	178	136
其他	-440	-371	263	-354	-270
投资活动产生现金流	63	-359	-162	-94	-94
净资本支出	-497	-352	-170	-100	-100
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	560	-7	8	6	6
融资活动现金流	627	-447	-544	-380	-482
股本变化	62	0	-2	0	0
债务净变化	-65	70	-70	0	0
无息负债变化	-138	146	43	5	54
净现金流	1,160	-467	-21	51	85

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	37.1%	37.2%	38.0%	38.7%	39.0%
EBITDA 率	22.5%	23.2%	21.8%	24.1%	25.5%
EBIT 率	18.5%	18.2%	16.2%	18.8%	20.4%
税前净利润率	19.6%	19.8%	17.9%	20.4%	21.9%
归母净利润率	16.5%	16.7%	15.1%	17.2%	18.5%
ROA	12.4%	11.5%	9.9%	11.9%	13.4%
ROE (摊薄)	14.5%	14.1%	12.1%	14.6%	16.5%
经营性 ROIC	18.6%	16.6%	14.5%	17.7%	20.3%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	14%	19%	18%	18%	19%
流动比率	4.50	3.54	3.53	3.77	3.80
速动比率	3.17	2.31	2.35	2.49	2.50
归母权益/有息债务	93071.62	52.07	-	-	-
有形资产/有息债务	104691.72	61.75	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	4,268	4,480	4,370	4,488	4,639
货币资金	1,594	1,466	1,445	1,496	1,581
交易性金融资产	10	10	10	10	10
应收账款	137	136	142	170	200
应收票据	0	3	2	3	3
其他应收款 (合计)	9	10	9	10	11
存货	749	893	826	901	981
其他流动资产	21	34	12	38	64
流动资产合计	2,536	2,571	2,465	2,648	2,871
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,297	1,577	1,552	1,502	1,438
在建工程	221	167	142	120	105
无形资产	124	119	166	163	160
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	28	4	2	2	2
非流动资产合计	1,731	1,909	1,905	1,840	1,769
总负债	615	832	805	809	863
短期借款	0	70	0	0	0
应付账款	192	218	212	229	246
应付票据	0	30	27	29	32
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	119	124	113	125	138
流动负债合计	563	727	697	702	756
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	43	91	91	91	91
非流动负债合计	52	104	107	107	107
股东权益	3,652	3,648	3,566	3,679	3,776
股本	1,028	1,028	1,025	1,025	1,025
公积金	1,098	1,143	1,188	1,242	1,304
未分配利润	1,559	1,508	1,383	1,442	1,477
归属母公司权益	3,652	3,648	3,566	3,679	3,776
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	12.22%	13.76%	16.17%	14.40%	13.30%
管理费用率	3.87%	2.44%	2.75%	2.40%	2.28%
财务费用率	-0.85%	-1.24%	-1.39%	-1.39%	-1.29%
研发费用率	2.70%	2.72%	2.70%	2.70%	2.70%
所得税率	16%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.50	0.50	0.41	0.51	0.59
每股经营现金流	0.46	0.33	0.67	0.51	0.64
每股净资产	3.55	3.55	3.48	3.59	3.68
每股销售收入	3.12	2.99	2.78	3.03	3.29

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	24	25	29	24	20
PB	3.5	3.5	3.5	3.4	3.3
EV/EBITDA	16.2	16.6	18.9	15.7	13.6
股息率	4.1%	4.1%	3.3%	4.2%	4.8%

行业及公司评级体系

评级	说明
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。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP