

食品饮料

2025 年 11 月 04 日

千禾味业 (603027)

——收入好于预期 经营拐点已现

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

投资要点：

- **事件：**公司公布三季报，前三季度公司实现营业收入 19.9 亿，同比下降 13.17%，归母净利润 2.6 亿，同比下降 26.13%，扣非归母净利润 2.57 亿，同比下降 26%；单三季度实现营业收入 6.7 亿，同比下降 4.29%，归母净利润 0.86 亿，同比下降 14.55%，扣非归母净利润 0.85 亿，同比下降 14.82%。我们在业绩前瞻中预测收入下滑 10%，归母净利润下滑 30%，公司经营好于我们预期。
- **投资评级与估值：**由于外部需求承压和年初舆情事件影响，下调盈利预测，假设 25 年主要产品酱油/食醋收入同比下降 9%/13%，26-27 年恢复增长，酱油 26-27 年收入同比增长 11%/9%，食醋同比增长 11%/13%，预测 25-27 年归母净利润分别为 4.06、5.08 和 6.1 亿（前次为 5.4 亿、6.1 亿、6.9 亿）同比变化为-21%、25%和 20%，最新股价对应 25-27 年 PE 估值分别为 31x、25x、21x，维持增持评级。结合外部环境、行业竞争和公司经营三重因素，我们认为今年已是公司经营底部，三季度公司收入恢复情况好于预期，建议积极关注公司后续收入表现。公司品牌定位健康调味品，过去凭借零添加系列取得了收入的大幅提升，未来将聚焦清洁配料表、有机等差异化定位，继续推进全国化，中长期看仍具备良好的成长性。
- **三季度收入降幅收窄，新包装推出上市。**公司三季度收入下降 4.29%，单二季度收入同比下降 30%，收入降幅大幅收窄，公司品牌美誉度和渠道正快速修复。分产品看，前三季度酱油/食醋收入分别为 12.6 亿、2.4 亿，分别同比下降 12.3%和 17.2%，第三季度酱油和食醋实现收入 4.2 亿、0.8 亿，分别同比下降 3.6%和 6.9%，酱油恢复好于食醋。分渠道看，前三季度线上/线下渠道收入 2.7 亿、16.8 亿，同比下降 34%和 9%，单三季度线上/线下收入 0.7 亿、5.8 亿，同比变化-44%和 3.7%，线下已恢复增长。从区域市场看，前三季度，核心市场西部、东部地区收入 7 亿、4.7 亿，同比下降 19%和下降 5%，北部市场收入下降 26.5%，受影响较大，而南部和中部地区同比变化 0.1%和-1.3%，基本稳定。三季度公司已完成线下新包装产品上市，突出清洁配料表的差异化定位，梯媒广告已在全国部分重点城市上线，可积极关注后续动销反馈。
- 三季度公司毛利率为 39%，同比提升 1.5pct，主要受益成本下降。三季度销售费用率、管理费用率分别为 16.9%和 3.7%，分别同比 2pct 和-0.2pct，销售费用率的明显提升主因收入规模下降，同时由于新包装上市和品牌恢复，公司加大营销投入。三季度公司净利率 12.9%，同比下降 1.5pct，主因销售费用率提升。
- **核心假设风险：**食品安全事件。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1-3	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	3,073	1,987	2,806	3,075	3,339
同比增长率 (%)	-4.2	-13.2	-8.7	9.6	8.6
归母净利润 (百万元)	514	260	406	508	610
同比增长率 (%)	-3.1	-26.1	-20.9	24.9	20.0
每股收益 (元/股)	0.50	0.25	0.30	0.38	0.46
毛利率 (%)	37.2	37.4	36.9	37.7	38.4
ROE (%)	14.1	7.6	11.5	13.4	14.9
市盈率	25		31	25	21

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据：2025 年 11 月 03 日

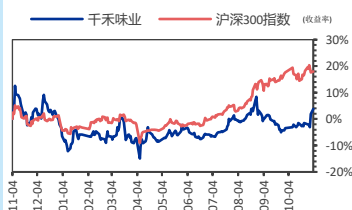
收盘价 (元)	9.47
一年内最高/最低 (元)	14.58/8.76
市净率	3.7
股息率% (分红/股价)	6.34
流通 A 股市值 (百万元)	11,834
上证指数/深证成指	3,976.52/13,404.06

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	3.32
资产负债率%	23.79
总股本/流通 A 股 (百万)	1,333/1,250
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com

联系人

吕昌
(8621)23297818x
lvchang@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,207	3,073	2,806	3,075	3,339
其中：营业收入	3,207	3,073	2,806	3,075	3,339
减：营业成本	2,016	1,930	1,770	1,916	2,056
减：税金及附加	25	23	22	24	26
主营业务利润	1,166	1,120	1,014	1,135	1,257
减：销售费用	392	423	449	446	451
减：管理费用	124	75	70	71	70
减：研发费用	86	83	76	80	83
减：财务费用	-27	-38	-27	-28	-33
经营性利润	591	577	446	566	686
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	3	-1	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	0	0	0	0	0
加：投资收益及其他	38	35	34	34	36
营业利润	631	611	479	601	721
加：营业外净收入	-2	-3	0	0	0
利润总额	629	608	479	601	721
减：所得税	99	94	72	93	111
净利润	530	514	406	508	610
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	530	514	406	508	610

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

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，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。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhyse.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhyse.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。