



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 11 月 04 日

基础数据

10 月 30 日收盘价（元）	8.76
总市值（亿元）	116.78
总股本（亿股）	13.33

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证食饮】千禾味业：24 年调整为主，25Q1 事件影响收入承压-2025.04.17
【兴证食饮】千禾味业 24H1 财报点评：Q2 基数压力大，盈利也承压-2024.09.01
【兴证食饮】千禾味业 23 年报&24Q1 季报点评：23 全年高质量收官，季度间高基数下略有承压-2024.04.30

分析师：沈昊

S0190525010006
shenhao@xyzq.com.cn

分析师：林佳雯

S0190522070009
linjiawen95@xyzq.com.cn

千禾味业(603027.SH)

线下渠道转正，盈利能力承压

投资要点：

事件：公司公告 2025 年三季报，2025 年 1-9 月公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 19.87/2.60/2.57 亿元，同比-13.17%/-26.13%/-25.93%。25Q3 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 6.69/0.86/0.85 亿元，同比-4.29%/-14.55%/-14.82%，业绩低于预期。

Q3 经销商数量环比持续增加，线下渠道收入同比转正。2025 年 1-9 月公司收入同比-13.17%，酱油/食醋/其他调味品收入同比-12.30%/-17.20%/-13.48%，线上/线下收入同比-33.84%/-8.65%，收入下滑幅度较大，与去年线上基数较高及舆情事件影响有关。25Q3 收入同比-4.29%，25Q3 酱油/食醋/其他调味品收入同比-3.56%/-6.93%/-7.99%，25Q3 线上/线下同比-44.24%/+3.69%，线上渠道收入仍维持下滑，线下渠道收入增速已环比转正，结合 25Q2 期末经销商数量环比开始出现净增，25Q3 末经销商数量为 3356 家，环比净增 49 家，维持环比净增态势。25Q3 调味品收入同比-5.05%，收现同比-6.23%，降幅略高于收入，但合同负债维持 25Q2 末的环比净增态势，25Q3 末预收款环比+12.46%，综合判断线下渠道的调整基本告一段落，渠道新周期预计开启。

结构企稳下毛利率同比改善，但调整期费投效率不高，盈利能力承压。2025 年 1-9 月归母净利率 13.07%，同比-2.29pct，盈利能力承压拆分如下：1）2025 年 1-9 月毛利率为 37.41%，同比+1.21pct，主要系成本红利；2）2025 年 1-9 月总费率 21.93%，同比+3.28pct，销售/管理/研发/财务费率 16.38%/3.54%/3.20%/-1.19%，同比+2.35pct/+0.29pct/+0.54pct/+0.09pct，销售费率同比提升幅度较大，主要系舆情影响下，费投效率下降所致。25Q3 归母净利率 12.90%，同比-1.55pct，拆分如下：1）25Q3 毛利率为 39.03%，同比+1.49pct，除成本红利外，结合线下调整结束，预计零添加产品动销企稳，结构方向带来正向提振有关；2）25Q3 总费率 22.85%，同比+2.47pct，销售/管理/研发/财务费率 16.88%/3.71%/3.36%/-1.10%，同比+1.95pct/-0.15pct/+0.59pct/+0.08pct，品牌推广、渠道调整等费用投入持续下，销售费率同比维持提升。

盈利预测与投资建议：我们根据公司最新财报，调整了盈利预测，预计 2025-2027 年收入为 28.13/31.12/34.38 亿元，同比-8.5%/+10.6%/+10.5%，归母净利润为 4.01/5.47/6.27 亿元，同比-22.1%/+36.4%/+14.7%，对应 2025 年 10 月 30 日收盘价，2025-2027 年 PE 为 29.1/21.4/18.6x，维持“增持”评级。

风险提示：商超客流持续大幅下滑；流通渠道扩张不及预期；零添加赛道竞争加剧；原材料价格持续攀升。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	3073	2813	3112	3438
同比增长	-4.2%	-8.5%	10.6%	10.5%
归母净利润（百万元）	514	401	547	627
同比增长	-3.1%	-22.1%	36.4%	14.7%
毛利率	37.2%	37.9%	38.8%	39.3%
ROE	14.1%	10.3%	12.7%	13.1%
每股收益（元）	0.39	0.30	0.41	0.47
市盈率	22.7	29.1	21.4	18.6

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

事件

公司公告 2025 年三季报，2025 年 1-9 月公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 19.87/2.60/2.57 亿元，同比-13.17%/-26.13%/-25.93%。25Q3 公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 6.69/0.86/0.85 亿元，同比-4.29%/-14.55%/-14.82%，业绩低于预期。

点评

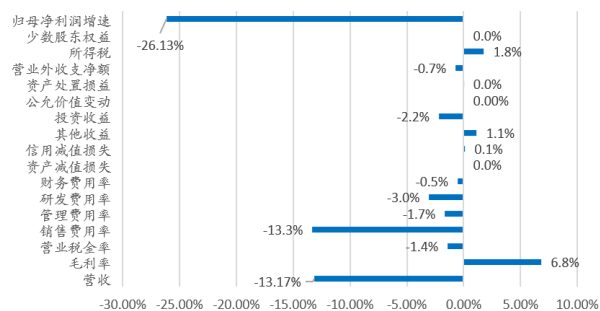
Q3 经销商数量环比持续增加，线下渠道收入同比转正。2025 年 1-9 月公司收入同比-13.17%，酱油/食醋/其他调味品收入同比-12.30%/-17.20%/-13.48%，线上/线下收入同比-33.84%/-8.65%，收入下滑幅度较大，与去年线上基数较高及舆情事件影响有关。25Q3 收入同比-4.29%，25Q3 酱油/食醋/其他调味品收入同比-3.56%/-6.93%/-7.99%，25Q3 线上/线下同比-44.24%/+3.69%，线上渠道收入仍维持下滑，线下渠道收入增速已环比转正，结合 25Q2 期末经销商数量环比开始出现净增，25Q3 末经销商数量为 3356 家，环比净增 49 家，维持环比净增态势。25Q3 调味品收入同比-5.05%，收现同比-6.23%，降幅略高于收入，但合同负债维持 25Q2 末的环比净增态势，25Q3 末预收款环比+12.46%，综合判断线下渠道的调整基本告一段落，渠道新周期预计开启。

结构企稳下毛利率同比改善，但调整期费投效率不高，盈利能力承压。2025 年 1-9 月归母净利率 13.07%，同比-2.29pct，盈利能力承压拆分如下：1) 2025 年 1-9 月毛利率为 37.41%，同比+1.21pct，主要系成本红利；2) 2025 年 1-9 月总费率 21.93%，同比+3.28pct，销售/管理/研发/财务费率 16.38%/3.54%/3.20%/-1.19%，同比+2.35pct/+0.29pct/+0.54pct/+0.09pct，销售费率同比提升幅度较大，主要系舆情影响下，费投效率下降所致。25Q3 归母净利率 12.90%，同比-1.55pct，拆分如下：1) 25Q3 毛利率为 39.03%，同比+1.49pct，除成本红利外，结合线下调整结束，预计零添加产品动销企稳，结构方向带来正向提振有关；2) 25Q3 总费率 22.85%，同比+2.47pct，销售/管理/研发/财务费率 16.88%/3.71%/3.36%/-1.10%，同比+1.95pct/-0.15pct/+0.59pct/+0.08pct，品牌推广、渠道调整等费用投入持续下，销售费率同比维持提升。

盈利预测与投资建议：我们根据公司最新财报，调整了盈利预测，预计 2025-2027 年收入为 28.13/31.12/34.38 亿元，同比-8.5%/+10.6%/+10.5%，归母净利润为 4.01/5.47/6.27 亿元，同比-22.1%/+36.4%/+14.7%，对应 2025 年 10 月 30 日收盘价，2025-2027 年 PE 为 29.1/21.4/18.6x，维持“增持”评级。

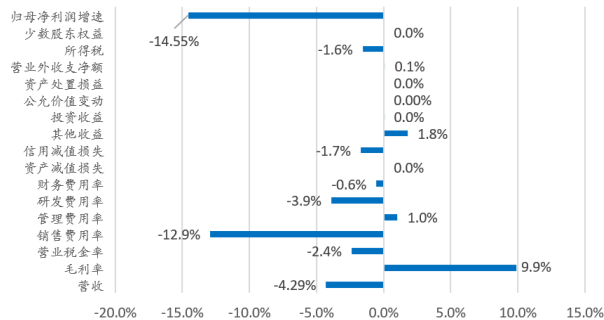
风险提示：商超客流持续大幅下滑；流通渠道扩张不及预期；零添加赛道竞争加剧；原材料价格持续攀升。

图1、2025 年 1-9 月归母净利润增速贡献拆分



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、2025Q3 归母净利润增速贡献拆分



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2571	2704	3136	3657
货币资金	1466	1766	2102	2508
交易性金融资产	10	15	20	25
应收票据及应收账款	139	142	148	165
预付款项	20	19	20	22
存货	893	732	811	896
其他	44	30	35	41
非流动资产	1909	2007	2046	2108
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1577	1740	1850	1886
在建工程	174	102	27	51
无形资产	119	123	127	128
商誉	0	0	0	0
其他	39	43	43	43
资产总计	4480	4711	5182	5765
流动负债	727	716	778	880
短期借款	70	94	119	151
应付票据及应付账款	247	204	223	248
其他	410	418	436	482
非流动负债	104	98	98	113
长期借款	0	0	0	15
其他	104	98	98	98
负债合计	832	814	876	993
股本	1028	1333	1333	1333
未分配利润	1508	1748	2074	2447
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3648	3897	4306	4772
负债及权益合计	4480	4711	5182	5765

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	514	401	547	627
折旧和摊销	154	253	321	386
营运资金的变动	-287	137	-53	-41
经营活动产生现金流量	338	787	810	967
资本支出	-352	-345	-355	-444
长期投资	-7	-5	-5	-5
投资活动产生现金流量	-359	-349	-354	-442
债权融资	70	24	25	47
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-447	-138	-120	-120
现金净变动	-467	300	336	405

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3073	2813	3112	3438
营业成本	1930	1747	1905	2086
税金及附加	23	22	24	27
销售费用	423	453	436	474
管理费用	75	99	102	106
研发费用	83	84	87	98
财务费用	-38	-41	-58	-57
投资收益	13	5	6	7
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-1	-1	-1	0
资产减值损失	0	5	7	7
营业利润	611	474	649	743
营业外收支	-3	-1	-2	-2
利润总额	608	472	647	741
所得税	94	72	100	114
净利润	514	401	547	627
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	514	401	547	627
EPS(元)	0.39	0.30	0.41	0.47

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	-4.2%	-8.5%	10.6%	10.5%
营业利润增长率	-3.2%	-22.5%	36.9%	14.6%
归母净利润增长率	-3.1%	-22.1%	36.4%	14.7%
盈利能力				
毛利率	37.2%	37.9%	38.8%	39.3%
归母净利率	16.7%	14.2%	17.6%	18.2%
ROE	14.1%	10.3%	12.7%	13.1%
偿债能力				
资产负债率	18.6%	17.3%	16.9%	17.2%
流动比率	3.54	3.78	4.03	4.16
速动比率	2.23	2.70	2.93	3.08
营运能力				
资产周转率	70.3%	61.2%	62.9%	62.8%
每股资料(元)				
每股收益	0.39	0.30	0.41	0.47
每股经营现金	0.25	0.59	0.61	0.73
估值比率(倍)				
PE	22.7	29.1	21.4	18.6
PB	3.2	3.0	2.7	2.4

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

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登记为证券分析师，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。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

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn