

公司研究

26Q1 经营持续修复，线下营收同比增速转正

——千禾味业（603027.SH）2025 年报与 2026 年一季报点评

增持（维持）

当前价：9.15 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

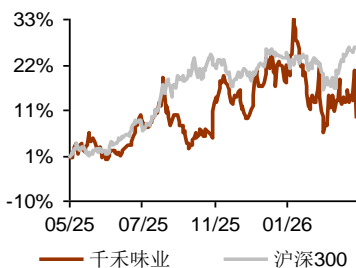
021-52523808

nieboya@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	13.33
总市值(亿元)	121.98
一年最低/最高(元)	8.26/11.33
近3月换手率	79.13%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-9.76	-14.92	-16.74
绝对	-1.51	-11.76	9.48

资料来源：Wind

相关研报

积极修复市场信心，Q3 业绩呈现边际改善——千禾味业（603027.SH）2025 年三季报点评（2025-10-31）

Q2 经营承压，盈利能力下滑——千禾味业（603027.SH）2025 年中报点评（2025-08-31）

要点

事件：千禾味业发布 25 年年报与 26 年一季报，25 年实现营收 25.72 亿元，同比-16.3%；归母净利润 3.48 亿元，同比-32.4%。26Q1 实现营业收入 8.18 亿元，同比-1.6%；归母净利润 1.48 亿元，同比-7.7%。

26Q1 经营企稳，线下渠道恢复增长。分产品：25 年公司核心品类酱油实现营收 16.49 亿元，同比-16.0%；食醋实现营收 2.99 亿元，同比-19.0%，主因负面舆情影响。26Q1 酱油/食醋营收分别同比-2.2%/-6.8%，主要系春节错期，以及公司优化升级包装，召开经销商大会，持续修复经销商、消费者信心。

分地区：25 年，公司的东/南/中/北/西部营收分别同比-10.2%/-6.1%/-5.8%/-31.1%/-18.4%。26Q1 东/南/中/北/西部营收分别同比+6.2%/-6.7%/+5.4%/-16.5%/-0.5%，东部与中部营收同比增速已实现转正。

分渠道：25 年线上/线下营收分别同比-36.5%/-11.1%；26Q1 线上/线下营收分别同比-36.8%/+5.1%。26Q1 线上受负面舆情影响仍然较为疲弱；公司已与沃尔玛、永辉、盒马等推出合作定制产品，线下渠道已逐渐修复。26Q1 末公司经销商总数为 3296 家，较 25 年末净减少 10 家，公司持续进行经销商结构优化，着力提升单点产出。

成本红利助推毛利率提升，持续加大销售投入。25 年公司毛利率为 37.8%，同比+0.6pcts，主要系成本红利延续，产品结构优化。公司期间费用率为 22.0%，同比+4.3pcts；其中，销售费用率/管理费用率分别为 17.3%/2.7%，分别同比+3.5/+0.2pcts，主要系营收规模负效应，广告宣传费、业务招待费等投入增加。综上，25 年公司归母净利率为 13.5%，同比-3.2pcts。

26Q1 公司毛利率为 40.8%，同比+1.9pcts。销售/管理费用率分别为 14.3%/2.5%，分别同比+1.8/-0.1pcts。26Q1 归母净利率为 18.1%，同比-1.2pcts。

26Q2 低基数下，业绩有望进一步修复。2026 年，公司将围绕五大方向推进高质量发展。产品端，聚焦核心品类，坚持“配料干净”理念，打造差异化大单品；同时顺应健康、情绪价值等消费趋势，推进品牌年轻化，完善细分产品矩阵，并深化菌种研究、风味解析等基础技术创新，构建长期竞争力。渠道端，公司将深耕线下基本盘，推进下沉与社区生鲜渠道开发；发力即时零售与品牌定制业务，拓展与沃尔玛、永辉等客户的合作；同时优化线上结构，加大直播电商、内容电商投入。此外，公司持续推进数智化建设，进行精益运营，优化供应链成本与韧性。步入 26Q2，在低基数情况下，公司的业绩有望进一步修复。

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 26-27 年归母净利润预测分别为 4.67/5.26 亿元（较前次预测分别下调 4.7%/6.6%），新增 28 年归母净利润预测为 5.71 亿元。当前股价对应 26-28 年 PE 为 26x/23x/21x。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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	3,073	2,572	2,831	3,096	3,356
营业收入增长率	-4.16%	-16.32%	10.09%	9.36%	8.40%
归母净利润 (百万元)	514	348	467	526	571
归母净利润增长率	-3.07%	-32.40%	34.36%	12.55%	8.67%
EPS (元)	0.50	0.26	0.35	0.39	0.43
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.09%	10.33%	13.50%	14.84%	15.81%
P/E	18	35	26	23	21
P/B	2.6	3.6	3.5	3.4	3.4

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2026-04-30。24/25 年公司股本分别为 10.28/13.33 亿股, 假设 26-28 年股本均为 13.33 亿股。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	3,073	2,572	2,831	3,096	3,356
营业成本	1,930	1,599	1,702	1,848	1,995
折旧和摊销	154	193	199	202	207
税金及附加	23	24	24	26	29
销售费用	423	444	476	514	557
管理费用	75	69	68	75	81
研发费用	83	84	75	82	89
财务费用	-38	-30	-39	-42	-43
投资收益	13	2	6	6	6
营业利润	611	412	547	613	669
利润总额	608	409	549	618	671
所得税	94	61	82	92	100
净利润	514	348	467	526	571
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	514	348	467	526	571
EPS(元)	0.50	0.26	0.35	0.39	0.43

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	338	443	615	612	697
净利润	514	348	467	526	571
折旧摊销	154	193	199	202	207
净营运资金增加	42	-144	68	121	85
其他	-371	46	-119	-237	-167
投资活动产生现金流	-359	-142	-177	-94	-94
净资本支出	-352	-184	-170	-100	-100
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-7	42	-7	6	6
融资活动现金流	-447	-621	-420	-402	-457
股本变化	0	305	0	0	0
债务净变化	70	16	-86	0	0
无息负债变化	146	80	94	72	112
净现金流	-467	-320	18	116	146

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	37.2%	37.8%	39.9%	40.3%	40.6%
EBITDA 率	23.2%	22.4%	24.8%	24.8%	24.7%
EBIT 率	18.2%	14.9%	17.8%	18.3%	18.6%
税前净利润率	19.8%	15.9%	19.4%	20.0%	20.0%
归母净利润率	16.7%	13.5%	16.5%	17.0%	17.0%
ROA	11.5%	8.1%	10.6%	11.6%	12.1%
ROE (摊薄)	14.1%	10.3%	13.5%	14.8%	15.8%
经营性 ROIC	16.6%	12.2%	15.8%	17.7%	19.6%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	19%	22%	21%	22%	24%
流动比率	3.54	2.94	3.08	3.12	3.06
速动比率	2.31	1.76	1.83	1.85	1.84
归母权益/有息债务	52.07	39.01	-	-	-
有形资产/有息债务	61.75	48.01	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	4,480	4,293	4,394	4,548	4,732
货币资金	1,466	1,288	1,306	1,422	1,568
交易性金融资产	10	0	10	10	10
应收账款	136	102	125	151	180
应收票据	3	1	1	1	1
其他应收款 (合计)	10	11	13	14	15
存货	893	971	1,042	1,140	1,241
其他流动资产	34	12	24	35	46
流动资产合计	2,571	2,419	2,556	2,812	3,103
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	1,577	1,673	1,572	1,458	1,341
在建工程	167	41	54	59	62
无形资产	119	116	163	160	157
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	4	5	8	8	8
非流动资产合计	1,909	1,874	1,838	1,736	1,629
总负债	832	928	935	1,007	1,119
短期借款	70	86	0	0	0
应付账款	218	168	204	222	239
应付票据	30	221	236	256	276
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	124	16	72	129	184
流动负债合计	727	823	829	902	1,013
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	91	90	90	90	90
非流动负债合计	104	104	106	106	106
股东权益	3,648	3,366	3,459	3,541	3,613
股本	1,028	1,333	1,333	1,333	1,333
公积金	1,143	840	886	939	996
未分配利润	1,508	1,206	1,253	1,282	1,297
归属母公司权益	3,648	3,366	3,459	3,541	3,613
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	13.76%	17.25%	16.80%	16.60%	16.60%
管理费用率	2.44%	2.67%	2.42%	2.42%	2.42%
财务费用率	-1.24%	-1.18%	-1.39%	-1.34%	-1.27%
研发费用率	2.72%	3.25%	2.65%	2.65%	2.65%
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.50	0.28	0.33	0.37	0.41
每股经营现金流	0.33	0.33	0.46	0.46	0.52
每股净资产	3.55	2.52	2.59	2.66	2.71
每股销售收入	2.99	1.93	2.12	2.32	2.52

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	18	35	26	23	21
PB	2.6	3.6	3.5	3.4	3.4
EV/EBITDA	12.1	20.0	16.3	14.8	13.6
股息率	5.5%	3.1%	3.6%	4.1%	4.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 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
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼