

公司研究

延续高增势能，加快流通渠道布局

——千禾味业（603027.SH）2023 年一季报点评

增持（维持）

当前价：23.76 元

作者

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebscn.com

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebscn.com

分析师：杨哲

执业证书编号：S0930522080001

021-52523795

yangz@ebscn.com

联系人：汪航宇

wanghangyu@ebscn.com

联系人：李嘉祺

lijq@ebscn.com

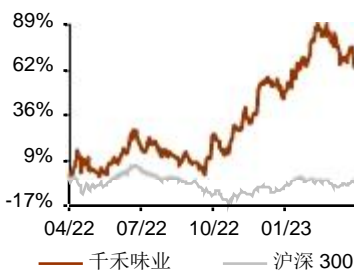
联系人：董博文

dongbowen@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	9.65
总市值(亿元)	229.40
一年最低/最高(元)	13.43/26.12
近 3 月换手率	91.65%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.25	11.86	29.94
绝对	1.02	7.76	57.21

资料来源：Wind

相关研报

流通渠道贡献增量，23 年增长势能强劲——千禾味业（603027.SH）2022 年年报点评（2023-04-07）

业绩表现超预期，0 添加系列支撑业绩高速增长——千禾味业（603027.SH）2022 年年度业绩预增点评（2023-01-31）

要点

事件：4 月 28 日，千禾味业发布 2023 年第一季度报告，23Q1 公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 8.19/ 1.45 / 1.45 亿元，同比+69.81%/ +162.94%/ +168.57%，销售毛利率/销售净利润率为 39.03%/17.74%，同比+4.05pcts/+6.28pcts。Q1 业绩表现超预期。

Q1 酱油收入延续高增，渠道加快拓展。

23Q1 公司营收 8.19 亿元，同比增长 69.81%。1) 分产品看，酱油/食醋实现营收 5.20/1.21 亿元，同比增长 79.21%/53.23%。酱油品类 23Q1 表现亮眼：受益于 22Q4 添加剂事件正面影响延续，公司在 KA 渠道市占率进一步提升；此外流通渠道加快铺货进度，部分先进入区域已能观察到较好动销态势；2) 分渠道看，经销/直销模式实现营收 6.17/1.90 亿元，同比增长 88.71%/27.85%；3) 分地区看，东部区域/南部区域/中部区域/北部区域/西部区域实现营业收入 1.82/ 0.45/1.06 /1.50/3.25 亿元，同比增长 114.29%/69.00%/146.79%/ 109.09%/30.00%。公司在基地市场西部地区继续加快渠道拓展，报告期内净增加 73 家经销商。同时，东部/中部/北部区域市场营收增速迅猛，均实现翻倍增长。

毛利率提升+销售费用率下行提升盈利能力。

Q1 公司销售毛利率为 39.03%，同比+4.05pcts，毛利率提升主要系包材采购价格下降及产品运杂费率降低。费用端来看，23Q1 期间费用率同比下降 2.59pcts 至 18.13%，其中 Q1 销售费用率为 11.70%，同比-3.36pcts，主要由于规模效应下销售费用使用效率提升。Q1 管理费用率为 3.57%，同比+0.32pcts；研发费用率 3.01%，同比+0.41pcts。综合来看，23Q1 销售净利润率为 17.74%，同比+6.28pcts。

看好 23 年流通渠道放量，全年高增可期。

展望 23 年，渠道方面，公司 23 年重点发力流通渠道，以高性价比零添加、高鲜酱油为抓手，依靠大商模式、借助经销商资源迅速抢占流通渠道份额，后续需密切关注流通渠道招商铺货进度及终端动销情况。此外，23 年 KA 渠道修复、定制化业务与流通餐饮开拓亦有望支撑全年收入增长。股权激励下销售团队士气充足，23 年收入目标支撑坚实。成本方面，尽管 23 年以来白糖价格上涨较多，但大豆价格明显下行，整体成本压力有所缓解。

中长期看，22Q4 行业添加剂事件叠加海天等友商加快布局零添加产品，零添加品类渗透率有望加快提升。公司零添加产品矩阵梯队完善，具备“品类即品牌”的先发优势，同时“年产 60 万吨调味品智能制造项目”第一期 20 万吨酱油+10 万吨料酒已于 2 月底投产，产能储备充足，有望支撑公司份额长期提升。

盈利预测、估值与评级：我们维持 2023-2025 年归母净利润预测 4.95/6.40/7.67 亿元，折合 2023-2025 年 EPS 分别为 0.51/0.66/0.79 元，当前股价对应 2023/24/25 年 PE 分别为 46/36/30 倍，维持“增持”评级。

风险提示：食品安全风险、原材料价格上涨风险、流通渠道拓展不及预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1,925	2,436	3,095	3,654	4,203
营业收入增长率	13.70%	26.55%	27.02%	18.08%	15.00%
净利润 (百万元)	221	344	495	640	767
净利润增长率	7.58%	55.35%	44.00%	29.31%	19.75%
EPS (元)	0.28	0.36	0.51	0.66	0.79
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.67%	14.62%	18.05%	19.79%	20.13%
P/E	86	67	46	36	30
P/B	9.1	9.7	8.4	7.1	6.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-04-28；注：2021-2022 年末公司总股本分别为 7.99/9.65 亿股

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,925	2,436	3,095	3,654	4,203
营业成本	1,148	1,546	1,824	2,080	2,353
折旧和摊销	96	106	103	107	114
税金及附加	16	21	26	31	36
销售费用	388	331	495	596	684
管理费用	65	73	96	113	141
研发费用	55	65	82	97	111
财务费用	-3	-8	-4	-1	-6
投资收益	9	3	4	4	4
营业利润	270	400	581	751	898
利润总额	261	402	578	748	895
所得税	40	58	83	107	129
净利润	221	344	495	640	767
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	221	344	495	640	767
EPS(元)	0.28	0.36	0.51	0.66	0.79

现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	178	773	330	602	776
净利润	221	344	495	640	767
折旧摊销	96	106	103	107	114
净营运资金增加	238	-133	414	253	204
其他	-377	456	-683	-399	-309
投资活动产生现金流	-36	-613	-20	-96	-96
净资本支出	-275	-215	-170	-100	-100
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	239	-397	150	4	4
融资活动现金流	-62	52	-100	-224	-192
股本变化	133	167	0	0	0
债务净变化	1	65	6	-71	0
无息负债变化	35	430	-56	52	101
净现金流	79	212	210	281	489

主要指标

盈利能力 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	40.4%	36.6%	41.1%	43.1%	44.0%
EBITDA 率	18.5%	21.7%	22.1%	23.4%	23.9%
EBIT 率	13.5%	17.3%	18.8%	20.5%	21.2%
税前净利润率	13.6%	16.5%	18.7%	20.5%	21.3%
归母净利润率	11.5%	14.1%	16.0%	17.5%	18.2%
ROA	9.2%	10.8%	14.1%	16.1%	16.5%
ROE (摊薄)	10.7%	14.6%	18.0%	19.8%	20.1%
经营性 ROIC	10.5%	17.3%	19.4%	22.7%	25.3%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	13%	26%	22%	19%	18%
流动比率	4.13	2.32	2.87	3.61	3.99
速动比率	2.01	1.56	1.89	2.45	2.83
归母权益/有息债务	3,393.54	36.06	38.62	-	-
有形资产/有息债务	3,724.56	46.75	47.24	-	-

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	2,398	3,172	3,512	3,985	4,660
货币资金	197	409	619	900	1,389
交易性金融资产	160	410	250	250	250
应收账款	145	200	235	260	279
应收票据	0	1	1	1	2
其他应收款 (合计)	11	12	13	16	18
存货	585	595	712	822	942
其他流动资产	14	150	216	272	327
流动资产合计	1,139	1,802	2,075	2,555	3,244
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	843	883	1,200	1,217	1,200
在建工程	276	348	38	7	4
无形资产	103	98	145	142	139
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	10	14	27	27	27
非流动资产合计	1,259	1,369	1,437	1,430	1,416
总负债	324	819	768	749	849
短期借款	0	65	71	0	0
应付账款	86	131	219	250	282
应付票据	0	62	74	84	95
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	61	114	147	175	202
流动负债合计	276	776	723	708	814
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	40	36	29	24	19
非流动负债合计	48	42	45	40	35
股东权益	2,074	2,353	2,744	3,236	3,811
股本	799	965	965	965	965
公积金	332	257	307	371	448
未分配利润	943	1,186	1,528	1,956	2,454
归属母公司权益	2,074	2,353	2,744	3,236	3,811
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	20.15%	13.58%	16.00%	16.31%	16.28%
管理费用率	3.38%	2.99%	3.10%	3.10%	3.35%
财务费用率	-0.14%	-0.34%	-0.14%	-0.02%	-0.13%
研发费用率	2.88%	2.65%	2.65%	2.65%	2.65%
所得税率	15.25%	14.37%	14.37%	14.37%	14.37%

每股指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股红利	0.08	0.11	0.15	0.20	0.24
每股经营现金流	0.22	0.80	0.34	0.62	0.80
每股净资产	2.60	2.44	2.84	3.35	3.95
每股销售收入	2.41	2.52	3.21	3.79	4.35

估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
PE	86	67	46	36	30
PB	9.1	9.7	8.4	7.1	6.0
EV/EBITDA	53.4	42.9	33.3	26.3	22.1
股息率	0.4%	0.5%	0.6%	0.8%	1.0%

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 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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与、不与，也将不会与本报告中的具体的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”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。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

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

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
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE

中庚基金