

## 公司点评报告

千禾味业(603027)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料首席分析师

执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

事件: 公司发布 2023 年一季度报告, 23Q1 营收 8.19 亿元, 同比+69.81%; 归母净利润 1.45 亿元, 同比+162.94%; 归母扣非净利润 1.45 亿元, 同比+168.57%。

点评:

- **势能向上, 外埠市场加速扩张, 23Q1 收入高增。**分产品看, 23Q1 酱油/食醋/其他调味品收入分别为 5.2/1.21/1.66 亿元, 同比增长分别为 79.2%/53.2%/55.8%。受添加剂事件影响, 零添加酱油市场景气延续, 我们认为公司零添加产品持续放量带动收入增长。分区域看, 东部/南部/中部/北部/西部分别为 1.82/0.45/1.06/1.5/3.25 亿元, 同比增长分别为 114.3%/69%/146.8%/109.1%/30%。除西部大本营和基础薄弱的南部区域外, 外埠市场均实现翻倍以上增长。一季度经销渠道延续扩张趋势, 截至 23Q1 末, 公司共有经销商 2428 家, 较年初净增 198 家, 环比增加 8.9%。公司品牌力提升, 经销商及销售网点数量增加也带动收入增长。23Q1 合同负债为 0.65 亿元, 环比下降 1.5 亿元。
- **费用效率增强、产品结构优化, 23Q1 盈利能力明显改善。**23Q1 毛利率为 39.0%, 同比提升 4.0 个百分点, 我们认为主要由于包材价格下降, 运杂费率降低以及零添加产品占比提升所致; 销售费用率为 11.7%, 同比减少 3.4 个百分点, 我们认为主要由于销售规模扩大后, 费用的投入产出比提高; 管理费用率为 3.6%, 同比提升 0.3 个百分点。23Q1 公司归母净利率为 17.7%, 同比提升 6.3 个百分点。
- **盈利预测与投资评级:** 随着家庭消费者更多的关注健康概念, 酱油品类升级的趋势明显。公司主打零添加概念, 具有先发优势, 有望受益于酱油品类升级的红利。22Q4 以来, 公司渠道全国化扩张提速, 有望实现行业份额的持续提升。展望 23 年, 公司产品结构优化的趋势有望延续, 同时费用投入产出比有望提升, 叠加包材等原材料成本也有望边际回落, 盈利能力改善趋势有望延续。我们预计公司 23-25 年 EPS 分别为 0.57/0.73/0.91 元, 对应 PE 分别为 41.38/32.76/26.25 倍, 维持“买入”评级。
- **风险因素:** 竞争加剧风险; 原材料价格上涨超预期; 产能投放不及预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	1,925	2,436	3,271	3,967	4,794
增长率 YoY %	13.7%	26.6%	34.3%	21.3%	20.8%
归属母公司净利润(百万元)	221	344	554	700	874
增长率 YoY%	7.6%	55.4%	61.2%	26.3%	24.8%
毛利率%	40.4%	36.6%	38.6%	39.3%	39.5%
净资产收益率ROE%	10.7%	14.6%	20.3%	21.7%	22.6%
EPS(摊薄)(元)	0.23	0.36	0.57	0.73	0.91
市盈率 P/E(倍)	103.61	66.69	41.38	32.76	26.25
市净率 P/B(倍)	11.06	9.75	8.38	7.11	5.94

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	1,139	1,802	1,902	2,322	2,960	
货币资金	197	409	338	768	1,110	
应收票据	0	1	0	0	0	
应收账款	145	200	254	275	338	
预付账款	27	25	32	39	46	
存货	585	595	855	817	1,036	
其他	185	572	422	422	430	
<b>非流动资产</b>	1,259	1,369	1,565	1,771	1,927	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	843	883	1,103	1,303	1,480	
无形资产	103	98	108	119	129	
其他	313	389	354	349	318	
<b>资产总计</b>	2,398	3,172	3,468	4,093	4,886	
<b>流动负债</b>	276	776	688	823	982	
短期借款	0	65	130	195	260	
应付票据	0	62	60	73	88	
应付账款	86	131	160	175	212	
其他	190	518	338	379	423	
<b>非流动负债</b>	48	42	42	42	42	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	48	42	42	42	42	
<b>负债合计</b>	324	819	730	865	1,025	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司股东权益	2,074	2,353	2,737	3,228	3,862	
<b>负债和股东权益</b>	2,398	3,172	3,468	4,093	4,886	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	1,925	2,436	3,271	3,967	4,794	
同比(%)	13.7%	26.6%	34.3%	21.3%	20.8%	
归属母公司净利润	221	344	554	700	874	
同比(%)	7.6%	55.4%	61.2%	26.3%	24.8%	
毛利率(%)	40.4%	36.6%	38.6%	39.3%	39.5%	
ROE%	10.7%	14.6%	20.3%	21.7%	22.6%	
EPS(摊薄)(元)	0.23	0.36	0.57	0.73	0.91	
P/E	103.61	66.69	41.38	32.76	26.25	
P/B	11.06	9.75	8.38	7.11	5.94	
EV/EBITDA	53.59	38.70	29.79	23.34	18.84	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	1,925	2,436	3,271	3,967	4,794	
营业成本	1,148	1,546	2,009	2,409	2,901	
营业税金及附加	16	21	29	36	43	
销售费用	388	331	409	492	590	
管理费用	65	73	105	123	144	
研发费用	55	65	88	103	120	
财务费用	-3	-8	-6	-2	-10	
减值损失合计	0	-14	0	0	0	
投资净收益	9	3	7	8	10	
其他	6	2	8	10	12	
<b>营业利润</b>	270	400	652	824	1,028	
营业外收支	-9	1	0	0	0	
<b>利润总额</b>	261	402	652	824	1,028	
所得税	40	58	98	124	154	
<b>净利润</b>	221	344	554	700	874	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
<b>归属母公司净利润</b>	221	344	554	700	874	
EBITDA	355	510	763	958	1,173	
EPS(当年)(元)	0.23	0.36	0.57	0.73	0.91	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	178	773	341	924	836	
净利润	221	344	554	700	874	
折旧摊销	96	107	124	144	164	
财务费用	0	1	4	7	9	
投资损失	-9	-3	-7	-8	-10	
营运资金变动	-144	311	-334	81	-202	
其它	13	12	0	0	0	
<b>投资活动现金流</b>	-36	-613	-303	-342	-310	
资本支出	-275	-215	-320	-350	-320	
长期投资	230	-400	10	0	0	
其他	9	3	7	8	10	
<b>筹资活动现金流</b>	-62	52	-109	-152	-184	
吸收投资	0	56	0	0	0	
借款	20	64	65	65	65	
支付利息或股息	-62	-67	-174	-217	-249	
<b>现金流净增加额</b>	79	212	-71	430	341	

## 研究团队简介

**马铮**，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，7年证券研究经验，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队。

**娄青丰**，硕士，毕业于中央财经大学，2年食品饮料研究经验，2年债券研究经验。目前主要覆盖预加工食品（深度研究安井食品、千味央厨、立高食品）、调味品（熟悉海天味业、千禾味业、涪陵榨菜、天味食品、颐海国际等）。

**程丽丽**，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖休闲食品（深度研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、盐津铺子、甘源食品等）、安徽区域白酒（熟悉古井贡酒、迎驾贡酒）等。

**赵丹晨**，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，2年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深度研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）等。

**赵雷**，食品科学硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，1年食品饮料研究经验。目前主要覆盖乳制品（深度研究伊利股份、蒙牛、妙可蓝多、嘉必优等）

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	18513322185
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com



华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准20%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。