

增持 (维持)

千禾味业 (603027)

业绩超预期，外埠扩张持续加速

2023年4月29日

## 市场数据

日期	2023-4-28
收盘价(元)	23.76
总股本(百万股)	965.47
流通股本(百万股)	958.54
净资产(百万元)	2512.28
总资产(百万元)	3145.13
每股净资产(元)	2.60

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《千禾味业22年年报点评: 全年超预期收官, 事件红利下外埠扩张逐步走顺》2023-04-08

《千禾味业业绩预告点评: 品牌力提升提振零添加动销, 利润增长超预期》2023-01-31

《千禾味业事件点评: 激励目标提速, 定增彰显信心》2022-12-02

## 分析师:

林佳雯

linjiawen95@xyzq.com.cn  
S0190522070009

## 投资要点

- **事件:** 公司公告2023年一季报, 23Q1公司实现营收/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%, 基本EPS为0.15元, 收入、利润均大超预期。
- **外埠扩张突破瓶颈, 事件红利持续。** 23Q1实现收入8.19亿元, 同比+69.81%, 其中调味品收入8.07亿元, 同比+69.65%, 超市场预期, 除低基数外, 与事件红利的持续释放有关。23Q1末合同负债环比-1.50亿元, 剔除合同负债的环比增加值, 调味品收入约6.57亿元, 同比+38%左右, 符合前期跟踪。此外, 收现同比+50.68%, 略低于收入增速, 但整体收入增长质量较高。23Q1酱油/食醋/其他调味品同比+79.21%/+53.23%/+55.80%, 事件红利持续助力外埠扩张的走顺, 酱油同比增速最快可以验证(占比同比+3.44pct至64.44%, 外埠扩张以酱油为主); Q1末经销商2428个, 环比净增198家(22Q4环比净增197家), 延续22Q4增势, 其中除西部外市场经销商环比净增125家, 外埠市场收入同比+113.42%, 占比同比+12.26pct至59.79%。
- **毛利率改善叠加费效比提升, 盈利能力大幅改善。** 23Q1归母净利率17.74%, 同比+6.28pct, 毛利率提升及费用投入收窄为盈利能力大幅改善主因: 1) 23Q1毛利率为39.03%, 同比+4.05pct, 主要系包材价格下降、运杂费下降, 此外毛利较高的酱油占比提升亦有贡献, 其中预计酱油毛利率在零添加占比提升背景下同比提升, 购买商品、接受劳务支付的现金同比+92.89%, 对应存货环比+13.38%, 判断系公司在低价锁定原材料; 2) 23Q1总费率18.13%, 同比-2.59pct, 销售/管理/研发/财务费率为11.70%/3.57%/3.01%/-0.16%, 同比-3.36pct/+0.32pct/+0.42pct/+0.03pct, 销售费率同比大幅下降, 判断主要系事件红利驱动下自然动销好, 相应渠道投入减少, 投入产出比提升。
- **向实控人定增5-8亿元, 产能建设提速, 零添加业务增长可期。** 公司向董事长伍超群先生定向增发, 发行价格为12.92元/股, 募集资金总额为5-8亿元, 资金用于“年产60万吨调味品智能制造项目”, 项目完成后将新增年产50万吨酿造酱油、10万吨料酒产能, 锁价定增彰显实控人对公司在调味品领域的长期发展信心。
- **盈利预测及投资建议:** 短期看, 公司计划拓展流通渠道, 推出10元价位零添加产品, 叠加股权激励加持, 收入高增可期。中长期看, 行业向健康化、高端化发展, 公司产品结构持续优化, 拓品趋势持续, 伴随空白网点覆盖及新渠道扩张, 叠加新产能逐步释放, 发展前景向好。我们维持之前的盈利预测, 预计2023-2025年收入为32.96/39.70/47.95亿元, 同比+35.3%/+20.5%/+20.8%, 归母净利润为4.60/5.65/7.18亿元, 同比+33.8%/+22.7%/+27.1%, 对应2023年4月28日收盘价, 考虑定增摊薄, 2023-2025年PE为52/43/34x, 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; 零添加竞争加剧; 原材料价格持续攀升; 宏观经济增速下滑。

## 主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2436	3296	3970	4795
同比增长	26.6%	35.3%	20.5%	20.8%
归母净利润(百万元)	344	460	565	718
同比增长	55.4%	33.8%	22.7%	27.1%
毛利率	36.6%	38.6%	38.5%	39.1%
ROE	14.6%	16.0%	16.8%	17.9%
每股收益(元)	0.34	0.46	0.56	0.71
市盈率	66.8	52.2	42.5	33.5

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 报告正文

**事件：**公司公告 2023 年一季报，23Q1 公司实现营收/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%，基本 EPS 为 0.15 元，收入、利润均大超预期。

**外埠扩张突破瓶颈，事件红利持续。**23Q1 实现收入 8.19 亿元，同比+69.81%，其中调味品收入 8.07 亿元，同比+69.65%，超市场预期，除低基数外，与事件红利的持续释放有关。23Q1 末合同负债环比-1.50 亿元，剔除合同负债的环比增加值，调味品收入约 6.57 亿元，同比+38%左右，符合前期跟踪。此外，收现同比+50.68%，略低于收入增速，但整体收入增长质量较高。23Q1 酱油/食醋/其他调味品同比+79.21%/+53.23%/+55.80%，事件红利持续助力外埠扩张的走顺，酱油同比增速最快可以验证（占比同比+3.44pct 至 64.44%，外埠扩张以酱油为主）；Q1 末经销商 2428 个，环比净增 198 家（22Q4 环比净增 197 家），延续 22Q4 增势，其中除西部外市场经销商环比净增 125 家，外埠市场收入同比+113.42%，占比同比+12.26pct 至 59.79%。

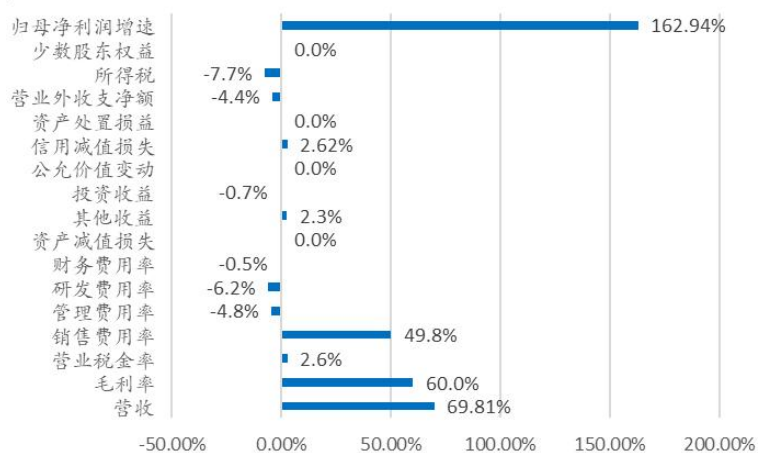
**毛利率改善叠加费效比提升，盈利能力大幅改善。**23Q1 归母净利率 17.74%，同比+6.28pct，毛利率提升及费用投入收窄为盈利能力大幅改善主因：1）23Q1 毛利率为 39.03%，同比+4.05pct，主要系包材价格下降、运杂费下降，此外毛利较高的酱油占比提升亦有贡献，其中预计酱油毛利率在零添加占比提升背景下同比提升，购买商品、接受劳务支付的现金同比+92.89%，对应存货环比+13.38%，判断系公司在低价锁定原材料；2）23Q1 总费率 18.13%，同比-2.59pct，销售/管理/研发/财务费率为 11.70%/3.57%/3.01%/-0.16%，同比-3.36pct/+0.32pct/+0.42pct/+0.03pct，销售费率同比大幅下降，判断主要系事件红利驱动下自然动销好，相应渠道投入减少，投入产出比提升。

**向实控人定增 5-8 亿元，产能建设提速，零添加业务增长可期。**公司向董事长伍超群先生定向增发，发行价格为 12.92 元/股，募集资金总额为 5-8 亿元，资金用于“年产 60 万吨调味品智能制造项目”，项目完成后将新增年产 50 万吨酿造酱油、10 万吨料酒产能，锁价定增彰显实控人对公司在调味品领域的长期发展信心。

**盈利预测与投资建议：**短期看，公司计划拓展流通渠道，推出 10 元价位零添加产品，叠加股权激励加持，收入高增可期。中长期看，行业向健康化、高端化发展，公司产品结构持续优化，拓品趋势持续，伴随空白网点覆盖及新渠道扩张，叠加新产能逐步释放，发展前景向好。我们维持之前的盈利预测，预计 2023-2025 年收入为 32.96/39.70/47.95 亿元，同比+35.3%/+20.5%/+20.8%，归母净利润为 4.60/5.65/7.18 亿元，同比+33.8%/+22.7%/+27.1%，对应 2023 年 4 月 28 日收盘价，考虑定增摊薄，2023-2025 年 PE 为 52/43/34x，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；零添加竞争加剧；原材料价格持续攀升；宏观经济增速下滑。

图 1、2023Q1 归母净利润增速贡献拆分



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1802	2272	2974	3813
货币资金	409	642	1084	1643
交易性金融资产	410	323	325	339
应收票据及应收账款	201	271	330	401
预付款项	25	40	47	55
存货	595	873	1047	1235
其他	162	123	142	141
<b>非流动资产</b>	1369	1268	1143	1012
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	883	967	939	861
在建工程	352	176	88	44
无形资产	98	88	80	71
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	0	-0	-0	-0
其他	37	37	36	36
<b>资产总计</b>	3172	3540	4117	4825
<b>流动负债</b>	776	617	705	765
短期借款	65	33	38	41
应付票据及应付账款	193	201.93	253.65	309.80
其他	518	383	414	415
<b>非流动负债</b>	42	45	45	45
长期借款	0	0	0	0
其他	42	45	45	45
<b>负债合计</b>	819	662	750	810
股本	965	1011	1011	1011
资本公积	90	90	90	90
未分配利润	1186	1602	2043	2620
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	2353	2878	3367	4015
<b>负债及权益合计</b>	3172	3540	4117	4825

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	344	460	565	718
折旧和摊销	106	105	119	126
资产减值准备	14	-26	0	0
资产处置损失	-0	-0	-0	-0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	1	-4	-8	-12
投资损失	-3	-6	-5	-5
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	314	-382	-193	-203
<b>经营活动产生现金流量</b>	773	98	496	617
<b>投资活动产生现金流量</b>	-613	98	9	-3
<b>融资活动产生现金流量</b>	52	36	-63	-54
现金净变动	212	232	442	560
现金的期初余额	197	409	642	1084
现金的期末余额	409	642	1084	1643

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	2436	3296	3970	4795
营业成本	1546	2022	2440	2921
税金及附加	21	29	34	41
销售费用	331	471	611	748
管理费用	73	167	153	168
研发费用	65	74	82	90
财务费用	-8	-4	-8	-12
其他收益	7	7	7	7
投资收益	3	6	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-6	-3	-4	-4
资产减值损失	-14	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	400	546	666	848
营业外收入	2	3	3	3
营业外支出	1	3	3	3
<b>利润总额</b>	402	545	666	848
所得税	58	85	101	130
<b>净利润</b>	344	460	565	718
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	344	460	565	718
<b>EPS(元)</b>	0.34	0.46	0.56	0.71

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	26.6%	35.3%	20.5%	20.8%
营业利润增长率	48.3%	36.3%	22.1%	27.2%
归母净利润增长率	55.4%	33.8%	22.7%	27.1%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	36.6%	38.6%	38.5%	39.1%
归母净利率	14.1%	14.0%	14.2%	15.0%
ROE	14.6%	16.0%	16.8%	17.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	25.8%	18.7%	18.2%	16.8%
流动比率	2.32	3.68	4.22	4.98
速动比率	1.56	2.27	2.73	3.37
<b>营运能力</b>				
资产周转率	87.5%	98.2%	103.7%	107.3%
应收帐款周转率	1357.7%	1363.8%	1327.2%	1318.1%
存货周转率	261.9%	275.4%	254.1%	256.0%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.34	0.46	0.56	0.71
每股经营现金	0.76	0.10	0.49	0.61
每股净资产	2.33	2.85	3.33	3.97
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	67	52	42.5	33.5
PB	9.8	8.3	7.1	6.0

## 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:A股市场以沪深300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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。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SK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