

千禾味业 (603027.SH)

Q2 酱油等主品类增长压力较大， 业务结构、费用抬升影响盈利表现

事件：公司披露 2024 年半年度业绩：24 年 H1 公司实现营收 15.89 亿元，同比+3.78%；归母净利润 2.51 亿元，同比-2.38%；扣非归母净利润 2.46 亿元，同比-3.73%。其中，24Q2 营收 6.94 亿元，同比-2.53%；归母净利润 0.96 亿元，同比-14.16%；扣非归母净利润 0.95 亿元，同比-14.73%。整体而言，H1 需求压力、竞争加剧影响公司业务增长。

➤ 行业供需压力加剧，酱油等主品类在弱需求、高基数下压力较大

分产品看，公司 Q2 酱油、食醋产品营收分别同比-3.07%/-10.17%；其中，即便在零添加品类红利与公司全渠道扩张下，公司酱油主品类出现小幅下滑；而同期食醋业务出现双位数下滑，预计受需求不足、竞争加剧等影响。分渠道看，Q2 经销、直销渠道营收分别同比-4.80%/+2.92%，其中经销渠道在弱需求、高基数下压力较大。分区域看，Q2 东部、南部、中部、北部、西部地区营收同比-7.65%/+1.35%/-15.63%/+17.57%/-5.10%。报告期内，H1 公司东部、南部、中部、北部、西部地区经销商分别变动+60/+28/+64/+91/+67 家。

➤ 费用抬升、业务结构调整影响公司 Q2 盈利表现

盈利方面，Q2 公司毛利率为 35.16%，同比-2.28pct，预计主要系行业竞争加剧以及公司促销活动增加等所致。费用端有所抬升，Q2 四项费率合计同比+2.09ct，同期销售/管理/研发/财务费用率分别同比+2.48/-0.80/+0.06/+0.35pct；其中，销售费用率上升预计主要系职工薪酬增加较多。此外，Q2 公司归母净利率为 13.77%，同比-1.87pct，而 Q2 公司扣非归母净利率为 13.63%，同比-1.95pct。

➤ 产品扩充、渠道补能叠加新产能投产强化未来增长抓手

首先，24H1 受需求疲软、消费降级、竞争加剧等影响，公司酱油、食醋等主业均面临较大增长压力；具体而言，调味品市场存量竞争更加激烈，企业进一步调整产品价格带，打折促销力度加大、频次增多；对此，公司一方面保持高端、健康化品牌定位，推出千禾松茸酱油等高品质新品；另一方面，持续以快速开拓网点为着力点，不断强化营销网络建设。此外，产能端，H1 年产 60 万吨调味品产线项目二期中的部分产能已进入试生产，剩余产能将在本年度内适时投产。

➤ **盈利预测与投资建议：**由于公司 Q2 业绩承压，故下调公司 2024-26 年归母净利润分别为 5.59/6.51/7.52 亿元（前值为 6.45/7.86/9.48），分别同比+5%/+16%/+15%。考虑到公司零添加品类红利与全渠道扩张势能，维持“买入”评级。

➤ 风险提示：

食品安全、大单品增长不及预期、主要原材料价格波动等

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2,436	3,207	3,502	4,001	4,519
增长率	27%	32%	9%	14%	13%
净利润（百万元）	344	530	559	651	752
增长率	55%	54%	5%	16%	15%
EPS（元/股）	0.36	0.55	0.58	0.68	0.78
市盈率（P/E）	37.6	24.4	23.2	19.9	17.2
市净率（P/B）	5.5	3.5	3.1	2.8	2.5

数据来源：公司公告、华福证券研究所

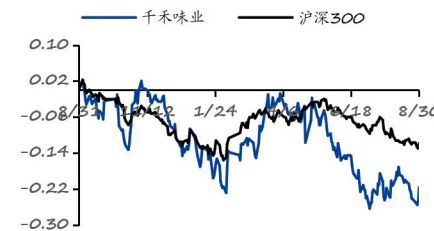
买入（维持评级）

当前价格：13.47 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,027.73/961.24
流通 A 股市值(百万元)	12,947.94
每股净资产(元)	3.31
资产负债率(%)	19.42
一年内最高/最低价(元)	18.41/12.61

一年内股价相对走势



团队成员

分析师： 刘畅(S0210523050001)
lc30103@hfzq.com.cn
分析师： 童杰(S0210523050002)
tj30105@hfzq.com.cn
联系人： 周翔(S0210123070087)
zx30222@hfzq.com.cn

相关报告

1. 全年顺利收官，全国化扩张稳步推进——2024.04.30
2. 千禾味业：抢占身位领跑高端赛道，乘风破浪提振扩张动能——2024.02.06



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,594	2,012	2,285	2,761
应收票据及账款	137	4	4	4
预付账款	17	22	28	32
存货	749	876	1,060	1,127
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	40	49	50	55
流动资产合计	2,536	2,962	3,427	3,979
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,297	1,255	1,403	1,404
在建工程	221	334	278	302
无形资产	124	121	120	125
商誉	0	0	0	0
其他非流动资产	90	90	90	90
非流动资产合计	1,731	1,799	1,891	1,920
资产合计	4,268	4,762	5,318	5,899
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	192	225	282	325
预收款项	0	0	0	0
合同负债	96	-35	-40	-46
其他应付款	69	79	89	89
其他流动负债	206	230	257	287
流动负债合计	563	498	588	656
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	52	52	52	52
非流动负债合计	52	52	52	52
负债合计	615	550	640	708
归属母公司所有者权益	3,652	4,211	4,677	5,191
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	3,652	4,211	4,677	5,191
负债和股东权益	4,268	4,762	5,318	5,899

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	470	607	667	872
现金收益	627	690	776	888
存货影响	-153	-127	-184	-67
经营性应收影响	72	128	-6	-4
经营性应付影响	-36	42	67	43
其他影响	-39	-126	14	11
投资活动现金流	63	-220	-241	-196
资本支出	-442	-230	-249	-204
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	505	10	8	8
融资活动现金流	627	31	-153	-200
借款增加	-65	0	0	0
股利及利息支付	-104	-185	-238	-267
股东融资	798	0	0	0
其他影响	-2	216	85	67

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,207	3,502	4,001	4,519
营业成本	2,016	2,245	2,560	2,888
税金及附加	25	28	32	36
销售费用	392	440	499	560
管理费用	124	105	103	104
研发费用	86	90	101	113
财务费用	-27	-31	-32	-38
信用减值损失	-3	-1	-1	0
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	9	10	8	8
其他收益	29	28	20	20
营业利润	626	662	764	884
营业外收入	1	3	4	3
营业外支出	3	2	2	2
利润总额	624	663	766	885
所得税	99	104	115	133
净利润	525	559	651	752
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	525	559	651	752
EPS (按最新股本摊薄)	0.55	0.58	0.68	0.78

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	31.6%	9.2%	14.2%	13.0%
EBIT 增长率	38.0%	6.0%	16.0%	15.5%
归母公司净利润增长率	54.2%	5.4%	16.4%	15.5%
获利能力				
毛利率	37.1%	35.9%	36.0%	36.1%
净利率	16.4%	16.0%	16.3%	16.6%
ROE	14.4%	13.3%	13.9%	14.5%
ROIC	16.6%	15.1%	15.8%	16.4%
偿债能力				
资产负债率	14.4%	11.6%	12.0%	12.0%
流动比率	4.5	5.9	5.8	6.1
速动比率	3.2	4.2	4.0	4.3
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.8
应收账款周转天数	19	7	0	0
存货周转天数	120	130	136	136
每股指标 (元)				
每股收益	0.55	0.58	0.68	0.78
每股经营现金流	0.49	0.63	0.69	0.91
每股净资产	3.80	4.38	4.87	5.40
估值比率				
P/E	24	23	20	17
P/B	4	3	3	2
EV/EBITDA	38	35	31	27

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

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注册为证券分析师，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn