

千禾味业 (603027.SH) 买入 (维持评级)

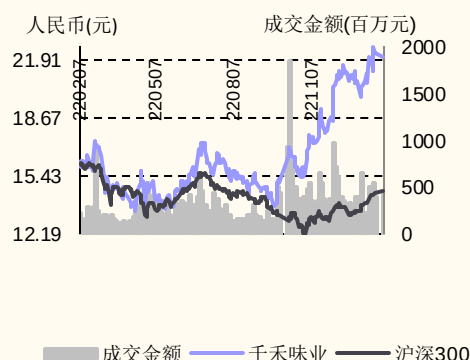
公司点评

市场价格 (人民币): 22.05 元

业绩略超预期, 23 年弹性仍存

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	9.65
已上市流通 A 股(亿股)	9.59
总市值(亿元)	212.89
年内股价最高最低(元)	22.66/13.48
沪深 300 指数	4201
上证指数	3269



公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,693	1,925	2,350	3,087	3,685
营业收入增长率	24.95%	13.70%	22.05%	31.36%	19.38%
归母净利润(百万元)	206	221	326	449	548
归母净利润增长率	3.81%	7.58%	47.24%	37.66%	22.11%
摊薄每股收益(元)	0.309	0.277	0.338	0.465	0.568
每股经营性现金流净额	0.57	0.22	0.43	0.42	0.59
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.84%	10.67%	14.21%	17.14%	18.14%
P/E	120.91	86.88	65.30	47.44	38.85
P/B	13.11	9.27	9.28	8.13	7.05

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司于 1 月 30 日发布业绩预告, 预计 22 年归母净利润约 3.10~3.54 亿元, 同比增长 40%~60%; 扣非净利润约 3.05~3.49 亿元, 同比增长 40%~60%。单 Q4 来看, 预计归母净利润为 1.23~1.67 亿元, 同比增长 37%~86%, 略超预期。

主要内容

- 收入增长驱动, 费用投放优化。1) 添加剂事件加速消费者教育, 终端动销加快, 预计 22Q4 公司收入增速超 40%。据线下渠道反馈, 22Q4 收入增速在 30%以上; 线上渠道 GMV 口径同比增速约 80%。2) 22 年公司缩减大额广告支出, 前三季度销售费用率显示下降 9pct, 预计带动 22 年净利率同比提升 2~4pct。
- 春节备货期间, 公司出货端延续高增, 终端动销旺盛, 我们认为回购率已经形成, 且随着品牌效应发酵, 股权激励目标有望达成 (预计 23 年收入 +30%)。成本端来看, 巴西大豆投产后有望改善, 结合酿造周期约半年, 我们认为 23 年压力仍存。但无需过度担忧, 1) 随着销量大幅提升, 配合“年产 60 万吨调味品”项目一期逐步落地, 规模效应增强。2) 商超渠道人流修复, 将有效带动高端零添加占比提升, 改善毛利率结构。
- 公司为“零添加”酱油龙头, 精耕 C 端市场, 在 KA 渠道具备显著优势, 预计疫后消费力修复+健康意识崛起, 市占率稳步提升。公司近期补齐传统渠道短板, 加速平价零添加下沉, 品牌和渠道优势日渐巩固。长期视角看, 零添加产品目前渗透率较低, 且品类有望进一步扩充至料酒和蚝油等, 未来成长空间可期。

盈利预测

- 考虑到 22Q4 及春节期间动销较快, 预计产能投放带动规模效应释放, 叠加费用优化精准投入, 我们分别上调 23-24 年归母净利润 5%/8%。预计 22-24 年归母净利润分别为 3.26/4.49/5.48 亿元, 对应增速分别为 +47%/38%/22%, EPS 分别为 0.34/0.47/0.57 元, PE 分别为 65/47/39 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 食品安全风险、原材料价格上涨风险、疫情反复风险、市场竞争加剧风险

相关报告

- 《激励目标上修, 树立长期信心-千禾味业点评》, 2022.12.1
- 《逆势前行, 费效比提升-千禾味业 22Q3 点评》, 2022.10.29
- 《业绩符合预期, 利润弹性逐步释放-千禾味业 22H1 业绩点评》, 2022.8.30
- 《费率优化叠加低基数, 利润弹性如约而至-千禾味业中报业绩预增点...》, 2022.7.14

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchengqian@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	1,355	1,693	1,925	2,350	3,087	3,685
增长率		25.0%	13.7%	22.1%	31.4%	19.4%
主营业务成本	-729	-951	-1,148	-1,505	-1,939	-2,295
%销售收入	53.8%	56.2%	59.6%	64.1%	62.8%	62.3%
毛利	626	742	777	845	1,148	1,390
%销售收入	46.2%	43.8%	40.4%	35.9%	37.2%	37.7%
营业税金及附加	-13	-16	-16	-20	-27	-32
%销售收入	1.0%	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-309	-287	-388	-327	-432	-516
%销售收入	22.8%	16.9%	20.2%	13.9%	14.0%	14.0%
管理费用	-54	-61	-65	-80	-102	-122
%销售收入	4.0%	3.6%	3.4%	3.4%	3.3%	3.3%
研发费用	-39	-45	-55	-61	-80	-96
%销售收入	2.9%	2.7%	2.9%	2.6%	2.6%	2.6%
息税前利润 (EBIT)	211	333	253	357	507	625
%销售收入	15.6%	19.7%	13.1%	15.2%	16.4%	17.0%
财务费用	8	3	3	4	4	4
%销售收入	-0.6%	-0.2%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-4	-88	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	5	9	9	8	5	5
%税前利润	2.2%	3.4%	3.3%	2.1%	0.9%	0.8%
营业利润	232	262	270	374	523	642
营业利润率	17.1%	15.5%	14.0%	15.9%	16.9%	17.4%
营业外收支	0	-5	-9	10	5	3
税前利润	232	257	261	384	528	645
利润率	17.1%	15.2%	13.6%	16.3%	17.1%	17.5%
所得税	-34	-51	-40	-58	-79	-97
所得税率	14.5%	19.9%	15.3%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	198	206	221	326	449	548
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	198	206	221	326	449	548
净利率	14.6%	12.2%	11.5%	13.9%	14.5%	14.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	198	206	221	326	449	548
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	71	171	98	99	112	129
非经营收益	-11	-14	3	-21	-6	-1
营运资金变动	-66	15	-144	9	-151	-106
经营活动现金净流	192	378	178	414	403	569
资本开支	-236	-211	-275	-263	-278	-300
投资	-40	-77	230	-51	-50	-50
其他	10	9	9	8	5	5
投资活动现金净流	-266	-279	-36	-306	-323	-345
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-100	-6	0	59	99	9
其他	-75	-62	-62	-107	-130	-151
筹资活动现金净流	-175	-68	-62	-48	-30	-142
现金净流量	-248	31	79	59	50	82

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	86	117	197	256	306	387
应收款项	171	136	156	155	225	253
存货	319	395	585	619	776	912
其他流动资产	378	414	201	244	302	359
流动资产	954	1,062	1,139	1,274	1,608	1,912
%总资产	46.4%	48.6%	47.5%	47.0%	50.0%	51.7%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	891	967	1,127	1,299	1,469	1,642
%总资产	43.3%	44.2%	47.0%	47.9%	45.7%	44.4%
无形资产	183	105	103	104	105	106
非流动资产	1,101	1,124	1,259	1,438	1,610	1,784
%总资产	53.6%	51.4%	52.5%	53.0%	50.0%	48.3%
资产总计	2,056	2,185	2,398	2,712	3,218	3,696
短期借款	0	0	1	0	41	0
应付款项	168	117	113	178	227	268
其他流动负债	107	122	162	131	166	190
流动负债	275	239	276	309	433	458
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	188	49	48	108	167	217
负债	463	288	324	417	600	675
普通股股东权益	1,593	1,898	2,074	2,294	2,618	3,021
其中：股本	466	666	799	965	965	965
未分配利润	680	804	943	1,163	1,486	1,890
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,056	2,185	2,398	2,712	3,218	3,696

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.426	0.309	0.277	0.338	0.465	0.568
每股净资产	3.419	2.851	2.597	2.376	2.711	3.129
每股经营现金净流	0.412	0.568	0.223	0.429	0.418	0.590
每股股利	0.110	0.150	0.200	0.110	0.130	0.150
回报率						
净资产收益率	12.45%	10.84%	10.67%	14.21%	17.14%	18.14%
总资产收益率	9.64%	9.42%	9.23%	12.02%	13.95%	14.83%
投入资本收益率	10.24%	14.01%	10.29%	12.83%	15.52%	16.67%
增长率						
主营业务收入增长率	27.19%	24.95%	13.70%	22.05%	31.36%	19.38%
EBIT增长率	13.19%	57.93%	-24.14%	41.13%	42.10%	23.37%
净利润增长率	-17.40%	3.81%	7.58%	47.24%	37.66%	22.11%
总资产增长率	6.44%	6.32%	9.72%	13.08%	18.66%	14.85%
资产管理能力						
应收账款周转天数	33.5	31.1	25.5	22.0	24.5	23.0
存货周转天数	147.0	137.0	155.9	150.0	146.0	145.0
应付账款周转天数	46.2	29.7	25.0	23.0	22.0	21.0
固定资产周转天数	186.5	178.2	159.7	129.7	101.1	90.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-17.02%	-26.74%	-17.18%	-17.69%	-15.84%	-17.79%
EBIT利息保障倍数	-28.1	-103.6	-93.5	-93.1	-123	-142.9
资产负债率	22.53%	13.16%	13.50%	15.40%	18.65%	18.26%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	7	26	46	74
增持	1	3	13	26	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.25	1.30	1.33	1.36	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

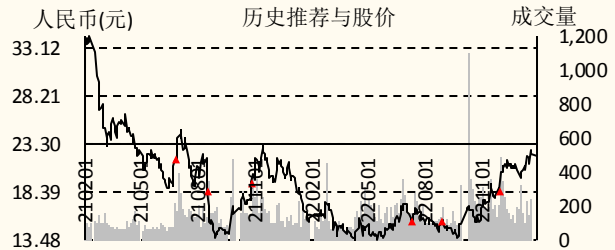
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-06-30	买入	26.15	34.55 ~ 34.55
2	2021-08-18	买入	24.70	N/A
3	2021-10-28	买入	21.28	N/A
4	2022-07-14	买入	15.64	N/A
5	2022-08-30	买入	15.06	N/A
6	2022-10-29	买入	15.38	N/A
7	2022-12-01	买入	18.78	N/A

来源：国金证券研究所


投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的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,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-85950438

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100005

地址: 北京市东城区建内大街26号

新闻大厦8层南侧

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402