

短期经营承压，期待后续改善

2024 年 09 月 01 日

► **事件：**公司发布 2024 年半年报，24H1 公司实现营业收入 15.89 亿元，同比+3.78%；实现归母净利润 2.51 亿元，同比-2.38%；实现扣非净利润 2.46 亿元，同比-3.73%。单季度看，24Q2 公司实现营业收入 6.94 亿元，同比-2.53%；实现归母净利润 0.96 亿元，同比-14.16%；实现扣非净利润 0.95 亿元，同比-14.73%。

► **需求偏弱叠加主动控货，Q2 收入同比-2.5%。分产品看，**24Q2 酱油/食醋/其他产品分别实现收入 4.33/0.89/1.59 亿元，同比-3.07%/-10.17%/+2.24%，酱油、食醋同比下滑除需求偏弱影响外，预计主要系公司主动控货及基数影响，其他产品相对稳健；新品方面公司上半年陆续推出干禾浓香酱油、干禾醇香醋、干禾松茸酱油等产品，引领高品质调味品升级。**分渠道看，**24Q2 经销/直销分别实现收入 5.02/1.78 亿元，同比-4.80%/+2.92%，公司持续强化营销网络建设，加快渠道开发，招商、流通铺货持续推进。**分区域看，**24Q2 东部/南部/中部/北部/西部分别实现收入 1.43/0.47/0.82/1.38/2.70 亿元，同比-7.65%/+1.35%/-15.63%/+17.57%/-5.10%，截至 24H1 末公司经销商数量共 3560 家，环比 24Q1 末净增 204 家（东部/南部/中部/北部/西部分别净增 37/15/39/56/57 家）。

► **产品结构变动影响毛利，费投增加，Q2 盈利承压。**24H1/24Q2 公司实现毛利率 35.61%/35.16%，同比-2.68/-2.28pcts，成本端相关原料、包材等价格下行，毛利率有所下滑预计主要系公司调整产品价格带，打折促销力度加大、频次增多。费用方面，24Q2 销售费用率为 15.96%，同比+2.48pcts，主要系市场人员等相关费用增加；管理费用率为 3.37%，同比-0.80pcts，主要系股权激励费用减少；研发/财务费用率分别为 2.43%/-1.42%，同比+0.06/+0.35pcts。24Q2 实现归母净利率 13.77%，同比-1.87pcts；实现扣非净利率 13.63%，同比-1.95pcts。

► **投资建议：**产品端，公司坚守产品品质护城河，深度梳理产品体系，精准匹配产品与营销场景，适时推新；渠道端，公司继续强化营销网络建设，加强经销商赋能，资源精准投放。预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 34.5/38.4/43.1 亿元，同比+7.7%/11.2%/12.2%，归母净利润分别为 5.7/6.3/7.1 亿元，同比+6.5%/+11.5%/+12.7%，当前市值对应 PE 分别为 25/22/20X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**行业竞争加剧、渠道拓展不及预期、原材料价格大幅波动、食品安全问题等。

推荐

维持评级

当前价格：

13.47 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 张玲玉

执业证书：S0100522090002

邮箱：zhanglingyu@mszq.com

相关研究

1. 干禾味业 (603027.SH) 2023 年业绩预告点评：Q4 高基数下平稳收官，关注流通渠道扩张进度-2024/01/27

2. 干禾味业 (603027.SH) 2023 年三季报点评：收入增长提速，关注省外&渠道扩张进度-2023/10/31

3. 干禾味业 (603027.SH) 2023 年半年报点评：零添加势能延续，全国化进展顺利-2023/08/29

4. 干禾味业 (603027.SH) 2023 年 H1 业绩预告点评：Q2 高增势能延续，产品&渠道双维拓展-2023/07/17

5. 干禾味业 (603027.SH) 2023 年一季报点评：23Q1 强劲增势延续，外埠市场加速拓展-2023/04/28

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	3,207	3,454	3,842	4,312
增长率 (%)	31.6	7.7	11.2	12.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	530	565	630	710
增长率 (%)	54.2	6.5	11.5	12.7
每股收益 (元)	0.52	0.55	0.61	0.69
PE	26	25	22	20
PB	3.8	3.7	3.7	3.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 8 月 30 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3,207	3,454	3,842	4,312
营业成本	2,016	2,204	2,444	2,740
营业税金及附加	25	28	31	34
销售费用	392	456	507	565
管理费用	124	97	108	121
研发费用	86	90	100	108
EBIT	595	608	687	783
财务费用	-27	-33	-33	-31
资产减值损失	0	-1	-1	0
投资收益	9	14	15	13
营业利润	631	654	734	827
营业外收支	-2	3	-2	-2
利润总额	629	657	732	825
所得税	99	92	102	116
净利润	530	565	630	710
归属于母公司净利润	530	565	630	710
EBITDA	724	743	834	940

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,594	1,555	1,487	1,523
应收账款及票据	137	163	181	204
预付款项	17	22	24	27
存货	749	826	916	1,028
其他流动资产	40	43	43	45
流动资产合计	2,536	2,608	2,652	2,827
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,297	1,417	1,537	1,608
无形资产	124	124	124	124
非流动资产合计	1,731	1,818	1,918	1,918
资产合计	4,268	4,426	4,570	4,744
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	192	275	306	343
其他流动负债	371	401	433	471
流动负债合计	563	677	738	813
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	52	47	47	47
非流动负债合计	52	47	47	47
负债合计	615	723	785	860
股本	1,028	1,028	1,028	1,028
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3,652	3,702	3,785	3,885
负债和股东权益合计	4,268	4,426	4,570	4,744

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	31.62	7.70	11.24	12.23
EBIT 增长率	47.77	2.09	13.05	13.96
净利润增长率	54.22	6.45	11.49	12.70
盈利能力 (%)				
毛利率	37.15	36.19	36.38	36.46
净利润率	16.54	16.35	16.39	16.45
总资产收益率 ROA	12.43	12.76	13.78	14.95
净资产收益率 ROE	14.52	15.25	16.63	18.26
偿债能力				
流动比率	4.50	3.85	3.59	3.48
速动比率	3.11	2.57	2.29	2.15
现金比率	2.83	2.30	2.02	1.87
资产负债率 (%)	14.42	16.34	17.17	18.12
经营效率				
应收账款周转天数	18.92	15.63	16.14	16.07
存货周转天数	120.02	128.59	128.23	127.65
总资产周转率	0.86	0.79	0.85	0.93
每股指标 (元)				
每股收益	0.52	0.55	0.61	0.69
每股净资产	3.55	3.60	3.68	3.78
每股经营现金流	0.46	0.67	0.69	0.77
每股股利	0.50	0.53	0.59	0.67
估值分析				
PE	26	25	22	20
PB	3.8	3.7	3.7	3.6
EV/EBITDA	17.42	16.98	15.12	13.43
股息收益率 (%)	3.71	3.95	4.41	4.96

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	530	565	630	710
折旧和摊销	129	135	147	157
营运资金变动	-143	1	-51	-64
经营活动现金流	470	686	714	792
资本开支	-497	-232	-249	-158
投资	550	0	0	0
投资活动现金流	63	-205	-234	-146
股权募资	798	0	0	0
债务募资	-64	0	0	0
筹资活动现金流	627	-520	-547	-610
现金净流量	1,160	-39	-67	36

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026