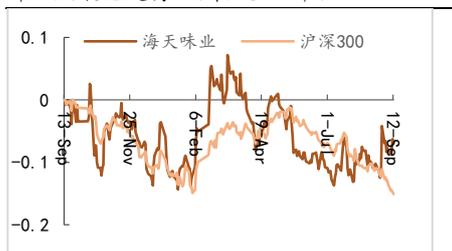


评级： 增持

赵瑞
分析师
SAC 执证编号：S0110522120001
zhaorui@sczq.com.cn

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价（元）	35.93
一年内最高/最低价（元）	41.94/32.36
市盈率（当前）	33.39
市净率（当前）	7.13
总股本（亿股）	55.61
总市值（亿元）	1,997.92

资料来源：聚源数据

相关研究

- Q3 营收增速转正，内部变革持续推进
- 短期经营承压，内部积极变革

核心观点

- 事件：**公司发布 2024 年半年报，24H1 营业收入 141.56 亿元，同比增长 9.18%；归母净利润 34.53 亿元，同比增长 11.52%；扣非归母净利润 33.25 亿元，同比增长 11.95%。对应 24Q2 营业收入 64.62 亿元，同比增长 7.98%；归母净利润 15.34 亿元，同比增长 11.12%；扣非归母净利润 14.65 亿元，同比增长 10.24%。
- 三大品类恢复稳健增长，新品延续快速放量。**1) 分产品：24H1 酱油/调味酱/蚝油/其他产品营收分别为 72.64/14.52/23.22/21.46 亿元，同比 +6.85%/+8.55%/+5.71%/+22.31%。上半年酱油、蚝油、调味酱三大品类重新恢复至稳健增长，主要由于渠道库存调整取得成效，以及上年同期基数较低影响；其他产品实现较快增长，主要由于料酒、醋等细分品类延续快速放量。2) 分渠道：24H1 线下/线上渠道营收分别为 125.78/6.06 亿元，同比 +8.26%/+29.17%。公司加强新兴渠道建设布局，线上营收增速表现较为亮眼。经销商方面，截至 24H1 末经销商数量为 6674 家，较 23 年末净增加 83 家，上半年经销商数量实现净增长，经销商团队调整优化预计已取得良好成效。
- 成本红利持续，盈利能力同比提升。**24H1 毛利率为 36.86%，同比 +0.95pct，毛利率同比上升主要由于大豆等原材料成本同比回落，以及规模效应有所提升。24H1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.00%/1.85%/2.69%/-1.77%，同比 +0.62pct/+0.06pct/-0.08pct/+0.35pct，销售费用率提升主要由于上半年广告及推广支出有所增加。24H1 归母净利率为 24.39%，同比 +0.51pct，盈利能力同比提升。
- 内部变革加快推进，未来有望持续稳健增长。**公司积极应对变动中的外部消费环境，产品、渠道变革持续推进，上半年经营业绩重回稳健增长轨道。产品方面，公司通过提升存量产品品质，丰富产品矩阵，进一步提升产品竞争力，料酒、醋等新品加快拓展，零添加酱油发展较为稳健。渠道方面，公司持续重视调节经销商库存，目前渠道库存去化成效良好，库存保持在相对合理水平，经销商质量也实现进一步优化提升。此外，公司发布 2024 年-2028 年员工持股计划草案，其中 24 年计划授予人员不超过 800 人，董监高持股比例不超过 15%，24 年计划对应业绩考核指标为 24 年归母净利润剔除激励费用等影响下，同比增长不低于 10.8%。本次员工持股计划有助于充分调动内部人员积极性，显示了公司积极寻求变革，实现更高质量发展信心，未来业绩持续稳健增长可期。
- 投资建议：**根据 2024 年上半年公司经营情况，我们调整盈利预测，预计 2024、2025、2026 年公司归母净利润分别为 62.7 亿元、69.3 亿元、76.1 亿元，同比分别增长 11%、11%、10%，当前股价对应 PE 分别为 32、29、26 倍。维持增持评级。
- 风险提示：**宏观经济波动风险，食品安全风险。

盈利预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营收 (亿元)	245.6	272.0	299.7	328.6
营收增速 (%)	-4.1	10.7	10.2	9.6
归母净利润 (亿元)	56.3	62.7	69.3	76.1
归母净利润增速 (%)	-9.2	11.4	10.7	9.7
EPS(元/股)	1.01	1.13	1.25	1.37
PE	35.5	31.9	28.8	26.3

资料来源: Wind, 首创证券

分析师简介

赵瑞，食品饮料及农业行业分析师，复旦大学金融硕士，曾就职于国泰君安证券，2022年11月加入首创证券研究发展部。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。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。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财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、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。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券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，投资者应当考虑到首创证券及/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。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上
		增持 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
		中性 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
		减持 相对沪深300指数跌幅5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
		中性 行业与整体市场表现基本持平
		看淡 行业弱于整体市场表现