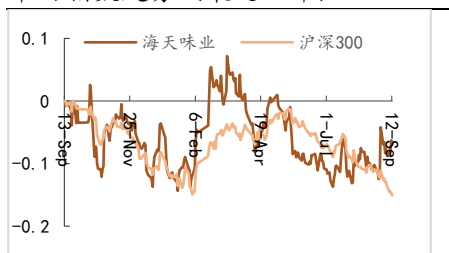


评级： 增持

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

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	30774	33501	36951	40666	经营活动现金流	7356	6696	7485	8172
现金	21689	24190	27288	30639	净利润	5627	6266	6934	7609
应收账款	223	227	250	274	折旧摊销	908	1021	1067	1113
其它应收款	182	201	222	243	财务费用	-597	-500	-550	-600
预付账款	19	21	23	25	投资损失	-17	-374	-374	-374
存货	2619	2799	3082	3376	营运资金变动	1220	264	384	398
其他	201	223	246	269	其它	199	2	4	4
非流动资产	7649	7833	8020	8211	投资活动现金流	-820	-832	-882	-932
长期投资	0	0	0	0	资本支出	-1924	-1205	-1255	-1305
固定资产	4609	4895	5174	5448	长期投资	14463	0	0	0
无形资产	1067	966	874	792	其他	-13359	373	373	373
其他	50	50	50	50	筹资活动现金流	-2851	-3364	-3505	-3890
资产总计	38424	41334	44971	48877	短期借款	363	200	231	265
流动负债	8936	9233	10004	10803	长期借款	-12	-31	0	0
短期借款	363	200	231	265	其他	701	-3670	-4087	-4523
应付账款	1403	1505	1657	1815	现金净增加额	3685	2500	3098	3351
其他	426	456	502	550					
非流动负债	454	454	454	454	主要财务比率				
长期借款	70	70	70	70	成长能力				
其他	352	352	352	352	营业收入	-4.1%	10.7%	10.2%	9.6%
负债合计	9391	9687	10458	11257	营业利润	-8.3%	11.4%	10.7%	9.8%
少数股东权益	502	520	539	560	归属母公司净利润	-9.2%	11.4%	10.7%	9.7%
归属母公司股东权益	28531	31127	33974	37060	获利能力				
负债和股东权益	38424	41334	44971	48877	毛利率	34.7%	36.8%	36.9%	36.9%
					净利率	22.9%	23.0%	23.1%	23.2%
					ROE	19.7%	20.1%	20.4%	20.5%
					ROIC	17.4%	18.3%	18.6%	18.7%
					偿债能力				
					资产负债率	24.4%	23.4%	23.3%	23.0%
					净负债比率	1.2%	0.7%	0.7%	0.7%
					流动比率	3.44	3.63	3.69	3.76
					速动比率	3.15	3.33	3.39	3.45
					营运能力				
					总资产周转率	0.64	0.66	0.67	0.67
					应收账款周转率	119.35	120.86	125.68	125.36
					应付账款周转率	10.14	8.91	9.03	9.00
					每股指标(元)				
					每股收益	1.01	1.13	1.25	1.37
					每股经营现金	1.32	1.20	1.35	1.47
					每股净资产	5.13	5.60	6.11	6.66
					估值比率				
					P/E	35.5	31.9	28.8	26.3
					P/B	7.0	6.4	5.9	5.4
利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E					
营业收入	24559	27198	29975	32858					
营业成本	16029	17184	18922	20724					
营业税金及附加	194	215	237	260					
营业费用	1306	1768	1888	2037					
研发费用	715	789	869	953					
管理费用	526	598	659	723					
财务费用	-585	-500	-550	-600					
资产减值损失	-4	-4	-4	-4					
公允价值变动收益	213	213	213	213					
投资净收益	161	161	161	161					
营业利润	6745	7514	8318	9131					
营业外收入	10	10	10	10					
营业外支出	16	16	16	16					
利润总额	6739	7509	8312	9125					
所得税	1097	1225	1359	1495					
净利润	5642	6283	6953	7630					
少数股东损益	16	17	19	21					
归属母公司净利润	5627	6266	6934	7609					
EBITDA	7033	8035	8835	9644					
EPS (元)	1.01	1.13	1.25	1.37					

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