

经营承压延续，静待调整效果显现

2024 年 11 月 01 日

► **事件：**公司发布 2024 年三季度报，前三季度公司实现营业收入 22.88 亿元，同比-1.85%；实现归母净利润 3.52 亿元，同比-9.19%；实现扣非净利润 3.47 亿元，同比-10.25%。单季度看，24Q3 公司实现营业收入 6.99 亿元，同比-12.63%；实现归母净利润 1.01 亿元，同比-22.58%；实现扣非净利润 1.00 亿元，同比-23.04%。

► **主动控货、渠道调整，Q3 经营延续承压。**分产品，24Q3 酱油/食醋分别实现收入 4.35/0.85 亿元，同比-13.82%/-15.67%，酱油、食醋同比下滑预计主因公司主动控货、行业竞争阶段性加剧，此外去年同期基数偏高仍有一定影响。分渠道，24Q3 经销/直销分别实现收入 4.68/2.18 亿元，同比-17.32%/-0.43%。分区域，24Q3 东部/南部/中部/北部/西部分别实现收入 1.65/0.56/0.92/1.10/2.63 亿元，同比-8.42%/-0.03%/-21.10%/-17.68%/-11.92%。公司聚焦经销商质量提升与优化，截至 24Q3 末公司经销商数量为 3424 家，环比净减少 136 家，其中东部/南部/中部/北部/西部分别-8/+9/-35/-5/-97 家。

► **毛利同比略有提升，费用投放压制盈利。**24Q1-3/24Q3 公司毛利率分别为 36.20%/37.54%，同比-1.60/+0.67pcts，Q3 毛利率同比有所提升预计主因部分原料价格有所回落。费用方面，24Q3 销售费用率为 14.93%，同比+2.98pcts，预计主因收入规模下滑影响费效比，同时行业竞争激励相关市场人员费用亦有增加；24Q3 管理/研发/财务费用率分别为 3.86%/2.77%/-1.18%，同比-0.65/+0.29/-0.14pcts。24Q3 实现归母净利率 14.45%，同比-1.86pcts；实现扣非净利率 14.35%，同比-1.94pcts。

► **投资建议：**短期受市场阶段性竞争加剧、需求疲软等影响，公司经营有所承压，但 Q2 以来公司持续调整主动应对，产品端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；渠道端继续强化营销网络建设，加强经销商赋能，资源精准投放，期待后续调整效果显现。我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 32.4/36.1/40.5 亿元，同比+1.1%/+11.3%/+12.2%，归母净利润分别为 5.0/5.6/6.3 亿元，同比-5.3%/+11.8%/+11.5%，当前市值对应 PE 分别为 25/23/20X，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：

12.33 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

研究助理 范锡蒙

执业证书：S01001230900030

邮箱：fanximeng@mszq.com

相关研究

1. 干禾味业 (603027.SH) 2024 年半年报点评：短期经营承压，期待后续改善-2024/09/01

2. 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

3. 干禾味业 (603027.SH) 2023 年三季度报点评：收入增长提速，关注省外&渠道拓张进度-2023/10/31

4. 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

5. 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

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	3,241	3,609	4,051
增长率 (%)	31.6	1.1	11.3	12.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	530	502	562	626
增长率 (%)	54.2	-5.3	11.8	11.5
每股收益 (元)	0.52	0.49	0.55	0.61
PE	24	25	23	20
PB	3.5	3.5	3.4	3.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 10 月 31 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	3,241	3,609	4,051
营业成本	2,016	2,070	2,297	2,576
营业税金及附加	25	26	29	32
销售费用	392	444	487	547
管理费用	124	104	115	130
研发费用	86	84	94	105
EBIT	595	543	618	697
财务费用	-27	-33	-31	-29
资产减值损失	0	-1	-1	0
投资收益	9	13	14	12
营业利润	631	588	663	739
营业外收支	-2	3	-2	-2
利润总额	629	591	661	737
所得税	99	89	99	111
净利润	530	502	562	626
归属于母公司净利润	530	502	562	626
EBITDA	724	679	768	856

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,594	1,475	1,403	1,426
应收账款及票据	137	153	170	191
预付款项	17	21	23	26
存货	749	775	861	966
其他流动资产	40	42	43	44
流动资产合计	2,536	2,467	2,500	2,653
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,297	1,442	1,562	1,633
无形资产	124	124	124	124
非流动资产合计	1,731	1,862	1,962	1,962
资产合计	4,268	4,329	4,462	4,615
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	192	259	287	322
其他流动负债	371	384	414	450
流动负债合计	563	643	701	772
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	52	46	46	46
非流动负债合计	52	46	46	46
负债合计	615	689	747	818
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	3,640	3,715	3,797
负债和股东权益合计	4,268	4,329	4,462	4,615

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	1.08	11.33	12.25
EBIT 增长率	47.77	-8.81	13.91	12.75
净利润增长率	54.22	-5.31	11.83	11.49
盈利能力 (%)				
毛利率	37.15	36.14	36.33	36.41
净利润率	16.54	15.50	15.57	15.46
总资产收益率 ROA	12.43	11.60	12.59	13.57
净资产收益率 ROE	14.52	13.80	15.12	16.49
偿债能力				
流动比率	4.50	3.84	3.57	3.44
速动比率	3.11	2.57	2.28	2.13
现金比率	2.83	2.29	2.00	1.85
资产负债率 (%)	14.42	15.92	16.75	17.72
经营效率				
应收账款周转天数	18.92	16.10	16.14	16.07
存货周转天数	120.02	132.54	128.18	127.65
总资产周转率	0.86	0.75	0.82	0.89
每股指标 (元)				
每股收益	0.52	0.49	0.55	0.61
每股净资产	3.55	3.54	3.61	3.69
每股经营现金流	0.46	0.64	0.63	0.70
每股股利	0.50	0.47	0.53	0.59
估值分析				
PE	24	25	23	20
PB	3.5	3.5	3.4	3.3
EV/EBITDA	15.76	16.81	14.87	13.33
股息收益率 (%)	4.06	3.84	4.29	4.79

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	530	502	562	626
折旧和摊销	129	136	150	159
营运资金变动	-143	30	-48	-60
经营活动现金流	470	654	652	716
资本开支	-497	-279	-251	-161
投资	550	0	0	0
投资活动现金流	63	-252	-237	-149
股权募资	798	0	0	0
债务募资	-64	0	0	0
筹资活动现金流	627	-521	-487	-544
现金净流量	1,160	-119	-72	23

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