

► **事件：**公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，24 年实现营业收入 30.7 亿元，同比-4.2%；归母净利润 5.1 亿元，同比-3.1%；扣非净利润 5.0 亿元，同比-5.1%。单季度看，24Q4 实现营业收入 7.9 亿元，同比-10.3%；归母净利润 1.6 亿元，同比+13.5%；扣非净利润 1.6 亿元，同比+8.6%。25Q1 实现营业收入 8.3 亿元，同比-7.2%；归母净利润 1.6 亿元，同比+3.7%；扣非净利润 1.6 亿元，同比+4.7%。

► **内部调整在途，25Q1 舆论扰动，收入阶段性承压。**分产品看，24 年酱油实现收入 19.6 亿元，同比-3.8%，量/价分别+1.3%/-5.0%；食醋实现收入 3.7 亿元，同比-12.5%，量/价分别-9.5%/-3.3%，受行业竞争加剧及 23 年高基数影响，24 年公司进入调整阶段，产品、渠道、组织架构能全面梳理，经营阶段性承压；25Q1 酱油/食醋分别实现收入 5.4/1.0 亿元，同比-4.7%/-10.6%，预计主因内部调整+3 月“零添加”舆论扰动。分区域看，24 年除南部实现增长外，其他地区均有下滑，东部/南部/中部/北部/西部增速分别为-1.8%/+14.0%/-7.1%/-1.4%/-8.9%/-4.2%；25Q1 延续承压，东部/南部/中部/北部/西部增速分别为-1.3%/-2.4%/-6.1%/-12.0%/-8.9%；截至 25Q1 末公司共 3282 家经销商，较年初净减少 34 家。

► **成本红利释放，盈利能力优化。**24 年/25Q1 公司毛利率分别为 37.2%/38.9%，同比+0.04/2.9pcts，预计主因大豆等原料价格下降、优化低价格带产品。费用方面，24 年销售费用率 13.8%，同比+1.5pcts，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；管理费用率 2.4%，同比-1.4pcts，主因第二期股权激励目标未达标，冲回计提的股份支付费用；研发/财务费用率分别为 2.7%/-1.2%，同比+0.02/-0.4pcts；25Q1 销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.6/持平/-0.4/+0.2pcts。24 年实现归母/扣非净利率 16.7%/16.4%，同比+0.2/-0.2pcts；25Q1 实现归母/扣非净利率 19.3%/19.1%，同比+2.0/2.2pcts。

► **投资建议：**展望看，公司在经历 24 年集中调整后，产品渠道进一步理顺，调整效果有望显现，具体看：1) 守好卖场基本盘，把握中小型连锁生鲜份额；2) 餐饮推大包装完成渠道品项调整；3) 零添加调价、产品升级，非零降价抢占市场份额。我们预计 2025-2027 年公司营业收入分别为 31.8/33.9/36.6 亿元，同比 +3.6%/6.6%/7.8%；归母净利润分别为 5.5/5.9/6.4 亿元，同比 +7.6%/7.1%/7.7%，当前股价对应当前股价对 P/E 分别为 22/20/19x，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**原材料价格大幅上涨，调整效果不及预期，行业竞争加剧，食品安全风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	3,073	3,184	3,393	3,658
增长率 (%)	-4.2	3.6	6.6	7.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	514	553	592	638
增长率 (%)	-3.1	7.6	7.1	7.7
每股收益 (元)	0.50	0.54	0.58	0.62
PE	24	22	20	19
PB	3.3	3.3	3.2	3.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 16 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

11.77 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：S0100123090030

邮箱：fanximeng@mszq.com

相关研究

1.干禾味业 (603027.SH) 2024 年三季报点评：经营承压延续，静待调整效果显现-2024/11/01

2.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

3.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

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

5.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

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,073	3,184	3,393	3,658
营业成本	1,930	1,979	2,109	2,271
营业税金及附加	23	22	24	26
销售费用	423	430	455	486
管理费用	75	76	81	88
研发费用	83	86	92	99
EBIT	560	616	660	714
财务费用	-38	-28	-29	-29
资产减值损失	0	-1	0	0
投资收益	13	10	10	11
营业利润	611	653	699	754
营业外收支	-3	-2	-2	-2
利润总额	608	651	697	752
所得税	94	98	105	114
净利润	514	553	592	638
归属于母公司净利润	514	553	592	638
EBITDA	714	776	829	890

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,466	1,488	1,498	1,487
应收账款及票据	139	142	151	163
预付款项	20	20	21	23
存货	893	824	879	946
其他流动资产	54	55	56	56
流动资产合计	2,571	2,528	2,605	2,675
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,577	1,698	1,768	1,838
无形资产	119	119	119	119
非流动资产合计	1,909	2,012	2,012	2,012
资产合计	4,480	4,540	4,616	4,686
短期借款	70	70	70	70
应付账款及票据	247	247	264	274
其他流动负债	410	432	452	466
流动负债合计	727	749	786	810
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	104	103	103	103
非流动负债合计	104	103	103	103
负债合计	832	852	889	913
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	3,648	3,688	3,727	3,773
负债和股东权益合计	4,480	4,540	4,616	4,686

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-4.16	3.60	6.57	7.80
EBIT 增长率	-5.92	10.01	7.15	8.19
净利润增长率	-3.07	7.62	7.06	7.65
盈利能力 (%)				
毛利率	37.19	37.85	37.85	37.92
净利率	16.73	17.38	17.46	17.43
总资产收益率 ROA	11.48	12.19	12.83	13.61
净资产收益率 ROE	14.09	15.00	15.89	16.90
偿债能力				
流动比率	3.54	3.38	3.31	3.30
速动比率	2.23	2.20	2.13	2.06
现金比率	2.02	1.99	1.91	1.84
资产负债率 (%)	18.57	18.77	19.26	19.49
经营效率				
应收账款周转天数	15.98	15.69	15.51	15.42
存货周转天数	153.03	156.11	145.31	144.66
总资产周转率	0.70	0.71	0.74	0.79
每股指标 (元)				
每股收益	0.50	0.54	0.58	0.62
每股净资产	3.55	3.59	3.63	3.67
每股经营现金流	0.33	0.77	0.71	0.73
每股股利	0.50	0.54	0.58	0.62
估值分析				
PE	24	22	20	19
PB	3.3	3.3	3.2	3.2
EV/EBITDA	15.13	13.92	13.02	12.12
股息收益率 (%)	4.25	4.57	4.89	5.27

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	514	553	592	638
折旧和摊销	154	160	169	176
营运资金变动	-287	86	-29	-57
经营活动现金流	338	795	727	751
资本开支	-352	-262	-171	-178
投资	-7	0	0	0
投资活动现金流	-359	-255	-161	-167
股权募资	0	0	0	0
债务募资	70	0	0	0
筹资活动现金流	-447	-518	-556	-595
现金净流量	-467	22	10	-11

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
	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获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048