

## 半年报业绩预告大幅下降，基本面好转还需等待

### 核心观点

- **半年报业绩预告大幅下降，低于市场预期。**公司发布半年度业绩预告，预计 25 年 1-6 月归母净利润 7300-7500 万/同降 56.16-54.96%，扣非 6,200-6,400 万元/同降 57.07%-55.68%，降幅大于 25Q1 的 42%和市场预期。原因在于收入下降（Q2 收入同比下降幅度较 Q1 的 13.99%放缓但在低基数基础上仍降）、棕榈油等原材料成本上涨和销售管理两费增加。公司处于经营变革期，为推进品牌和产品升级，加强国内外渠道建设，不得不加大了明星代言、广告宣传、新品推广以及线上线下渠道开拓等费用投入；优化了管理团队，引进优秀管理人员，管理费用同比增加。
- **坚持全渠道战略，但强化山姆等强势渠道合作。**公司坚持营销网络全覆盖，与盒马、开市客、麦德龙、Ole、沃尔玛、家乐福、大润发等线下大型商超建立了良好的合作关系，并积极建设了全平台的线上体系，涵盖天猫旗舰店、抖音旗舰店、京东旗舰店、唯品会等多个渠道。此外，积极布局海外市场，出口美国、加拿大、新加坡、马来西亚、泰国、荷兰、越南、韩国、澳大利亚等 23 个国家和地区。以 24 年收入划分，经销/电商/其他模式分别实现营收 19.27/2.39/0.81 亿，同比增长 22.58%/10.75%/65.45%，其中延续到 25 年的看点有三个：1）零食量贩渠道增长快，2）重视山姆会员商超渠道，24 年 10 月新导入产品“黑金蒜香菜味翡翠豆”，25 年 6 月底上新鲜萃冻干臻果（售价 79.9 元/260g，定位高端），3）商超渠道从 2024 年三季度开始进行经销转直营的调整，相关人员调整陆续到位。下半年，公司将重点提升新品及核心单品的销售规模，强化渠道梳理，变革过程中基本面好转还需等待。

### 盈利预测与投资建议

- 2025 年公司处于主动调整期，收入与利润短期承压，我们基于最新中报业绩预告，下调了核心品类销售增速、渠道放量节奏及费用率改善幅度等关键假设，同时维持中长期产品与渠道拓展逻辑不变。据此调整公司盈利预测，预计公司 2025 - 2027 年 EPS 分别为 3.33/4.08/4.68 元（前次预测 2025/2026 年 EPS 为 5.37/6.52 元）。考虑公司多品牌、多渠道布局持续推进，盈利修复具备较强确定性，参考可比公司估值水平，给予公司 2025 年 19 倍 PE，对应目标价 63.27 元，维持“增持”评级。

### 风险提示

居民消费力不及预期；行业竞争加剧风险；渠道拓展不及预期风险；原材料价格波动等风险等。

### 公司主要财务信息

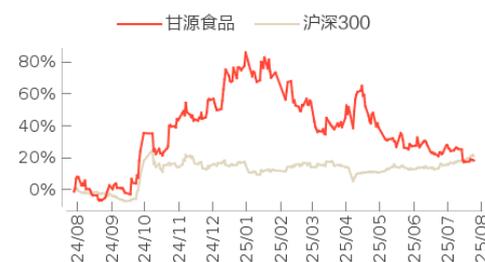
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,848	2,257	2,341	2,668	2,985
同比增长(%)	27.4%	22.2%	3.7%	13.9%	11.9%
营业利润(百万元)	406	441	368	450	516
同比增长(%)	91.7%	8.7%	-16.6%	22.4%	14.6%
归属母公司净利润(百万元)	329	376	310	381	436
同比增长(%)	107.8%	14.3%	-17.5%	22.6%	14.7%
每股收益(元)	3.53	4.04	3.33	4.08	4.68
毛利率(%)	36.2%	35.5%	34.1%	35.1%	35.5%
净利率(%)	17.8%	16.7%	13.3%	14.3%	14.6%
净资产收益率(%)	20.6%	22.1%	17.1%	19.0%	20.0%
市盈率	16.4	14.3	17.4	14.2	12.4
市净率	3.2	3.1	2.8	2.6	2.4

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	增持（维持）
股价（2025年07月25日）	57.91 元
目标价格	63.27 元
52 周最高价/最低价	93.42/45.31 元
总股本/流通 A 股（万股）	9,322/4,969
A 股市值（百万元）	5,398
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2025 年 07 月 28 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	0.75	-4.07	-20.17	18.59
相对表现%	-0.94	-8.29	-29.15	-2.82
沪深 300%	1.69	4.22	8.98	21.41



### 证券分析师

谢宁铃 xieningling@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860520070001

## 投资建议

- 2025 年公司处于主动调整期，收入与利润短期承压，我们基于最新中报业绩预告，下调了核心品类销售增速、渠道放量节奏及费用率改善幅度等关键假设，同时维持中长期产品与渠道拓展逻辑不变。据此调整公司盈利预测，预计公司 2025 - 2027 年 EPS 分别为 3.33/4.08/4.68 元（前次预测 2025/2026 年 EPS 为 5.37/6.52 元）。考虑公司多品牌、多渠道布局持续推进，盈利修复具备较强确定性，参考可比公司估值水平，给予公司 2025 年 19 倍 PE，对应目标价 63.27 元，维持“增持”评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元) 2025/7/25	每股收益 (元)				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
立高食品	300973	46.00	1.58	1.98	2.37	2.74	29.1	23.2	19.4	16.8
盐津铺子	002847	75.03	2.35	3.05	3.80	4.59	32.0	24.6	19.8	16.3
劲仔食品	003000	12.86	0.65	0.73	0.87	1.03	19.9	17.5	14.7	12.5
洽洽食品	002557	22.78	1.68	1.49	1.76	1.91	13.6	15.3	12.9	11.9
天味食品	603317	11.48	0.59	0.65	0.73	0.81	19.6	17.7	15.7	14.1
	<b>调整后平均</b>							<b>19.48</b>	<b>16.64</b>	<b>14.30</b>

数据来源：Wind，东方证券研究所

## 风险提示

居民消费力不及预期；行业竞争加剧风险；渠道拓展不及预期风险；原材料价格波动等风险等。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	648	532	727	811	908	营业收入	1,848	2,257	2,341	2,668	2,985
应收票据、账款及款项融资	29	104	60	68	76	营业成本	1,178	1,457	1,543	1,732	1,925
预付账款	32	79	54	62	69	销售费用	212	286	327	371	413
存货	177	260	243	273	303	管理费用	70	85	92	102	111
其他	376	273	259	260	261	研发费用	23	32	30	35	39
<b>流动资产合计</b>	<b>1,262</b>	<b>1,248</b>	<b>1,343</b>	<b>1,474</b>	<b>1,617</b>	财务费用	(15)	(11)	(5)	(7)	(8)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	6	8	4	1	1
固定资产	525	673	706	750	804	公允价值变动收益	3	5	3	3	3
在建工程	157	169	217	264	310	投资净收益	9	6	8	8	8
无形资产	98	118	115	112	110	其他	20	30	8	5	2
其他	52	63	48	44	44	<b>营业利润</b>	<b>406</b>	<b>441</b>	<b>368</b>	<b>450</b>	<b>516</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>833</b>	<b>1,023</b>	<b>1,086</b>	<b>1,170</b>	<b>1,268</b>	营业外收入	1	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	<b>2,095</b>	<b>2,270</b>	<b>2,429</b>	<b>2,644</b>	<b>2,885</b>	营业外支出	4	2	4	4	4
短期借款	0	40	0	8	31	<b>利润总额</b>	<b>403</b>	<b>440</b>	<b>365</b>	<b>448</b>	<b>513</b>
应付票据及应付账款	111	171	184	206	229	所得税	74	64	55	67	77
其他	186	206	203	211	220	<b>净利润</b>	<b>329</b>	<b>376</b>	<b>310</b>	<b>381</b>	<b>436</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>297</b>	<b>417</b>	<b>387</b>	<b>426</b>	<b>480</b>	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>329</b>	<b>376</b>	<b>310</b>	<b>381</b>	<b>436</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	3.53	4.04	3.33	4.08	4.68
其他	113	138	129	129	129	<b>主要财务比率</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>113</b>	<b>138</b>	<b>129</b>	<b>129</b>	<b>129</b>		<b>2023A</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>负债合计</b>	<b>410</b>	<b>556</b>	<b>516</b>	<b>554</b>	<b>609</b>	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入	27.4%	22.2%	3.7%	13.9%	11.9%
实收资本(或股本)	93	93	93	93	93	营业利润	91.7%	8.7%	-16.6%	22.4%	14.6%
资本公积	853	806	860	860	860	归属于母公司净利润	107.8%	14.3%	-17.5%	22.6%	14.7%
留存收益	739	815	960	1,136	1,323	<b>获利能力</b>					
其他	0	0	0	0	0	毛利率	36.2%	35.5%	34.1%	35.1%	35.5%
<b>股东权益合计</b>	<b>1,685</b>	<b>1,715</b>	<b>1,913</b>	<b>2,090</b>	<b>2,276</b>	净利率	17.8%	16.7%	13.3%	14.3%	14.6%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,095</b>	<b>2,270</b>	<b>2,429</b>	<b>2,644</b>	<b>2,885</b>	ROE	20.6%	22.1%	17.1%	19.0%	20.0%
						ROIC	20.0%	21.3%	16.8%	18.7%	19.6%
<b>现金流量表</b>						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	19.6%	24.5%	21.2%	21.0%	21.1%
净利润	329	376	310	381	436	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	50	64	73	76	81	流动比率	4.25	2.99	3.47	3.46	3.37
财务费用	(15)	(11)	(5)	(7)	(8)	速动比率	3.63	2.37	2.83	2.81	2.73
投资损失	(9)	(6)	(8)	(8)	(8)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(135)	(144)	107	(16)	(16)	应收账款周转率	73.3	34.0	28.6	41.7	41.4
其它	39	48	(3)	(2)	(2)	存货周转率	7.3	6.6	6.1	6.6	6.6
<b>经营活动现金流</b>	<b>258</b>	<b>327</b>	<b>475</b>	<b>423</b>	<b>484</b>	总资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1
资本支出	(131)	(224)	(140)	(160)	(179)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	3.53	4.04	3.33	4.08	4.68
其他	77	57	10	10	10	每股经营现金流	2.77	3.51	5.09	4.54	5.20
<b>投资活动现金流</b>	<b>(54)</b>	<b>(167)</b>	<b>(130)</b>	<b>(150)</b>	<b>(169)</b>	每股净资产	18.07	18.40	20.52	22.42	24.42
债权融资	(1)	4	(2)	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	(50)	(46)	54	0	0	市盈率	16.4	14.3	17.4	14.2	12.4
其他	(111)	(278)	(201)	(189)	(219)	市净率	3.2	3.1	2.8	2.6	2.4
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(162)</b>	<b>(321)</b>	<b>(149)</b>	<b>(189)</b>	<b>(219)</b>	EV/EBITDA	10.6	9.5	10.7	9.0	7.9
汇率变动影响	0	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	12.0	10.9	12.9	10.6	9.2
<b>现金净增加额</b>	<b>42</b>	<b>(161)</b>	<b>195</b>	<b>84</b>	<b>96</b>						

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。