

食品饮料组

干禾味业 (603027.SH) 买入 (维持评级)

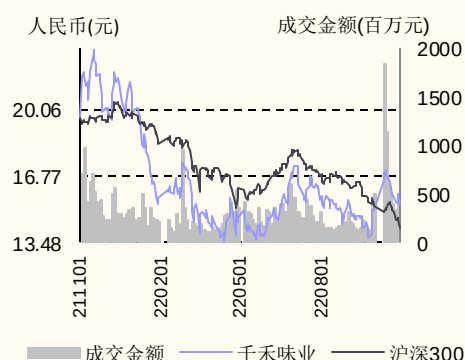
公司点评

市场价格 (人民币): 15.38 元

逆势前行, 费效比提升

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	9.59
已上市流通 A 股(亿股)	9.59
总市值(亿元)	147.42
年内股价最高最低(元)	23.05/13.48
沪深 300 指数	3541
上证指数	2916



公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,693	1,925	2,285	2,733	3,275
营业收入增长率	24.95%	13.70%	18.67%	19.62%	19.82%
归母净利润(百万元)	206	221	290	375	482
归母净利润增长率	3.81%	7.58%	30.79%	29.50%	28.61%
摊薄每股收益(元)	0.309	0.277	0.302	0.391	0.503
每股经营性现金流净额	0.57	0.22	0.40	0.41	0.54
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.84%	10.67%	12.82%	14.95%	16.94%
P/E	120.91	86.88	50.91	39.31	30.57
P/B	13.11	9.27	6.53	5.88	5.18

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司于 10 月 28 日发布 22 年三季报, 22Q1-Q3 公司实现营收 15.54 亿元, 同比+14.63%; 归母净利实现 1.87 亿元, 同比+42.05%; 扣非净利实现 1.82 亿元, 同比+38.57%。其中单 22Q3 实现营收 5.39 亿元, 同比+14.75%; 归母净利 0.69 亿元, 同比+3.7%, 业绩基本符合预期。

经营分析

- 差异化竞争, 增速势头不改。分产品来看, 22Q3 酱油/食醋分别实现收入 3.23/0.89 亿元, 同比+10.13%/4.62%。主要系今年以低价零添加切入流通渠道, 差异开拓 BC 社区店, 抢占存量市场。分渠道来看, 22Q3 经销/直销分别同比+15.32%/5.52%。直销渠道增速较慢, 9 月底疫情影响生产, 电商发货推迟, Q4 或有延迟确认。分地区来看, 大本营增速稳健, 外埠市场持续扩容, 其中东/西/南/中/北分别增长 2.56%/11.25%/13.76%/27.21%/20.08%。
- 费投优化平滑“成本+结构”压力。22Q3 毛利率/净利率分别下滑 6.41pct/1.35 pct, 毛利率大幅下滑主要系 1) 下沉市场消费力弱, 低毛利的高鲜产品占比提升。2) 上半年大豆等原料价格高企, 生产周期长致传导慢。精细费投缓解压力, 22Q3 销售费用率同比-3.11pct, 管理/研发/财务费用分别-0.15pct/-0.95pct/-0.29pct。
- 股权激励指引明确, 长期市占率有望提升。Q4 为传统旺季叠加今年春节前置, 预计实现指引目标较容易。公司有意改善产品结构, 抬升利润空间。10 月以来, 在商超渠道增加基础陈列, 费用资源倾斜带天数零添加系列。在传统渠道增强人员配置, 以社区为节点持续加强消费者教育, 推动平价零添加市场下沉。

投资建议

- 公司作为高端化龙头, 有望享受行业健康升级红利。预计 22-24 年归母净利润为 2.90/3.75/4.82 亿元, 分别增长 31%/30%/29%, 对应 PE 分别为 51x/39x/31x, 维持“买入”评级。

风险提示

- 经济下行风险、疫情反复风险、产能投放不及预期风险、成本上涨风险

相关报告

- 《业绩符合预期, 利润弹性逐步释放-干禾味业 22H1 业绩点评》, 2022.8.30
- 《费率优化叠加低基数, 利润弹性如约而至-干禾味业中报业绩预增点...》, 2022.7.14

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchengqian@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	1,355	1,693	1,925	2,285	2,733	3,275
增长率		25.0%	13.7%	18.7%	19.6%	19.8%
主营业务成本	-729	-951	-1,148	-1,491	-1,723	-2,016
%销售收入	53.8%	56.2%	59.6%	65.3%	63.0%	61.6%
毛利	626	742	777	794	1,010	1,258
%销售收入	46.2%	43.8%	40.4%	34.7%	37.0%	38.4%
营业税金及附加	-13	-16	-16	-20	-24	-28
%销售收入	1.0%	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-309	-287	-388	-322	-396	-475
%销售收入	22.8%	16.9%	20.2%	14.1%	14.5%	14.5%
管理费用	-54	-61	-65	-78	-98	-121
%销售收入	4.0%	3.6%	3.4%	3.4%	3.6%	3.7%
研发费用	-39	-45	-55	-59	-74	-88
%销售收入	2.9%	2.7%	2.9%	2.6%	2.7%	2.7%
息税前利润 (EBIT)	211	333	253	315	418	546
%销售收入	15.6%	19.7%	13.1%	13.8%	15.3%	16.7%
财务费用	8	3	3	3	2	2
%销售收入	-0.6%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-4	-88	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	5	9	9	8	9	10
%税前利润	2.2%	3.4%	3.3%	2.3%	2.0%	1.8%
营业利润	232	262	270	331	436	564
营业利润率	17.1%	15.5%	14.0%	14.5%	16.0%	17.2%
营业外收支	0	-5	-9	10	5	3
税前利润	232	257	261	341	441	567
利润率	17.1%	15.2%	13.6%	14.9%	16.1%	17.3%
所得税	-34	-51	-40	-51	-66	-85
所得税率	14.5%	19.9%	15.3%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	198	206	221	290	375	482
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	198	206	221	290	375	482
净利率	14.6%	12.2%	11.5%	12.7%	13.7%	14.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	198	206	221	290	375	482
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	71	171	98	99	112	129
非经营收益	-11	-14	3	-20	-8	-4
营运资金变动	-66	15	-144	11	-82	-86
经营活动现金净流	192	378	178	380	396	521
资本开支	-236	-211	-275	-313	-278	-300
投资	-40	-77	230	-51	-50	-50
其他	10	9	9	8	9	10
投资活动现金净流	-266	-279	-36	-356	-319	-340
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-100	-6	0	156	103	31
其他	-75	-62	-62	-108	-131	-153
筹资活动现金净流	-175	-68	-62	48	-29	-122
现金净流量	-248	31	79	72	49	58

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	86	117	197	269	318	376
应收款项	171	136	156	153	201	228
存货	319	395	585	613	689	801
其他流动资产	378	414	201	244	297	353
流动资产	954	1,062	1,139	1,278	1,505	1,758
%总资产	46.4%	48.6%	47.5%	46.2%	47.6%	48.9%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	891	967	1,127	1,299	1,469	1,642
%总资产	43.3%	44.2%	47.0%	47.0%	46.4%	45.7%
无形资产	183	105	103	154	155	156
非流动资产	1,101	1,124	1,259	1,488	1,660	1,834
%总资产	53.6%	51.4%	52.5%	53.8%	52.4%	51.1%
资产总计	2,056	2,185	2,398	2,766	3,165	3,592
短期借款	0	0	1	97	141	122
应付款项	168	117	113	176	202	238
其他流动负债	107	122	162	126	146	168
流动负债	275	239	276	399	489	528
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	188	49	48	108	167	217
负债	463	288	324	507	656	745
普通股股东权益	1,593	1,898	2,074	2,258	2,509	2,847
其中：股本	466	666	799	959	959	959
未分配利润	680	804	943	1,127	1,378	1,716
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,056	2,185	2,398	2,766	3,165	3,592

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.426	0.309	0.277	0.302	0.391	0.503
每股净资产	3.419	2.851	2.597	2.356	2.617	2.971
每股经营现金净流	0.412	0.568	0.223	0.397	0.414	0.543
每股股利	0.110	0.150	0.200	0.110	0.130	0.150
回报率						
净资产收益率	12.45%	10.84%	10.67%	12.82%	14.95%	16.94%
总资产收益率	9.64%	9.42%	9.23%	10.47%	11.85%	13.43%
投入资本收益率	10.24%	14.01%	10.29%	11.04%	12.84%	14.78%
增长率						
主营业务收入增长率	27.19%	24.95%	13.70%	18.67%	19.62%	19.82%
EBIT增长率	13.19%	57.93%	-24.14%	24.58%	32.80%	30.50%
净利润增长率	-17.40%	3.81%	7.58%	30.79%	29.50%	28.61%
总资产增长率	6.44%	6.32%	9.72%	15.35%	14.43%	13.49%
资产管理能力						
应收账款周转天数	33.5	31.1	25.5	22.0	24.5	23.0
存货周转天数	147.0	137.0	155.9	150.0	146.0	145.0
应付账款周转天数	46.2	29.7	25.0	23.0	22.0	21.0
固定资产周转天数	186.5	178.2	159.7	133.4	114.2	101.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-17.02%	-26.74%	-17.18%	-14.26%	-13.01%	-14.19%
EBIT利息保障倍数	-28.1	-103.6	-93.5	-111.7	-205	-317.8
资产负债率	22.53%	13.16%	13.50%	18.35%	20.73%	20.73%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	9	21	51
增持	0	3	10	20	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.60	1.53	1.49	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

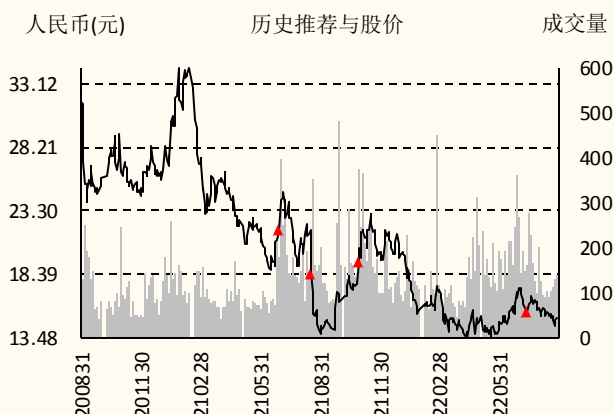
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－15%；

中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；

减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;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,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402