

Q4 高基数下平稳收官，关注流通渠道扩张进度

2024 年 01 月 27 日

► **事件：**公司发布 23 年业绩预增公告，23 年公司预计实现归母净利润 5.09-5.78 亿元（同比增长 48.0%-68.0%）；扣非归母净利润 1.22-1.91 亿元（同比增长 50.0%-70.0%）。其中，单 23Q4 公司预计实现归母净利润 1.22-1.91 亿元（同比减少 22.1%至增长 21.8%）；扣非归母净利润 1.21-1.89 亿元（同比减少 22.2%至增加 21.2%）。

► **Q4 高基数下平稳收官，流通渠道稳步扩张。**基数层面，受添加剂事件催化，22 年 10 月开始公司步入成长快车道，叠加 22 年 12 月开始春节备货，22Q4 整体基数偏高（22Q4 收入 yoy+54.92%）。我们预计 23Q4 公司营收端微增，主要系（i）零添加品类红利仍存，目前国内仍处于低渗透率&高成长阶段（ii）公司加速流通渠道招商&铺货，经销商/网点数/单店卖力持续提升。22Q4/23Q1/23Q2/23Q3 公司经销商数量分别环比新增 197/198/358/277 家，我们预计 23Q4 公司经销商数量持续增长。

► **包材&运杂成本下降，费效比增强，24 年净利率有望提升。**公司包材采购价格同比下降、产品运杂费率持续降低，但基于拓宽消费人群&渠道&市场，公司零添加系列中，高性价比产品比例升高。两者影响对冲下，我们预计 23Q4 毛利率同比下行/环比持平。费用方面，我们预计 23Q4 销售费用率同比/环比均下降，主要系流通渠道占比提升（费效比高于 KA 和电商）；管理费用率略有提升，主要系股权激励相关费用增加。综合来看，我们预计 23 年归母净利率同比显著提升，单 23Q4 净利率同比承压（去年同期费用投入投放力度偏低），但随期间费用率稳步收缩，24 年开始公司净利率有望持续提升。

► **投资建议：股权激励彰显发展决心，省外市场&流通渠道拓张驱动成长。**短期来看，受春节备货错期扰动，23Q4 收入增速承压，近期公司已积极筹备春节档备货，我们预计 24Q1 收入同比增长提速。中长期来看，公司股权激励彰显管理层发展决心（22-25 年收入 CAGR 约为 20%，净利润 CAGR 约为 31%）。相较海外成熟市场，目前国内零添加产品渗透率尚低，健康化趋势下品类加速成长，公司深耕零添加赛道，已在西南地区具备较强品牌&渠道优势，建议持续关注公司在流通渠道&外埠市场扩张进度。我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 32.40/38.65/46.21 亿元，同比增长 33.0%/19.3%/19.6%，归母净利润分别为 5.36/6.48/7.96 亿元，同比增长 55.7%/21.0%/22.9%，当前市值对应 PE 分别为 29/24/19X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**行业竞争加剧、食品安全问题、省外拓张进度不及预期、流通渠道招商&铺货进度不及预期、原材料价格大幅波动等

推荐

维持评级

当前价格：

15.04 元

**分析师 王言海**

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 杜山

执业证书：S0100523100003

邮箱：dushan@mszq.com

相关研究

1. 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

2. 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

3. 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

4. 干禾味业 (603027.SH) 2023 年一季报点评：23Q1 强劲增势延续，外埠市场加速拓展-2023/04/28

5. 干禾味业 (603027.SH) 2022 年年报点评：零添加风头正盛，借势加速全国化布局-2023/04/11

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2436	3240	3865	4621
增长率 (%)	26.6	33.0	19.3	19.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	344	536	648	796
增长率 (%)	55.4	55.7	21.0	22.9
每股收益 (元)	0.33	0.52	0.63	0.77
PE	45	29	24	19
PB	6.6	4.3	3.8	3.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 01 月 26 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2436	3240	3865	4621
营业成本	1546	2023	2410	2861
营业税金及附加	21	29	35	42
销售费用	331	389	475	564
管理费用	73	133	135	162
研发费用	65	84	100	120
EBIT	403	603	737	906
财务费用	-8	-30	-27	-33
资产减值损失	-14	-1	-1	-1
投资收益	3	1	1	1
营业利润	400	633	764	938
营业外收支	1	-2	0	0
利润总额	402	632	764	939
所得税	58	96	116	143
净利润	344	536	648	796
归属于母公司净利润	344	536	648	796
EBITDA	510	717	878	1075

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	409	1466	1748	2172
应收账款及票据	201	248	298	357
预付款项	25	42	50	59
存货	595	692	824	979
其他流动资产	572	423	424	425
流动资产合计	1802	2872	3345	3992
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	883	1005	1119	1211
无形资产	98	101	100	100
非流动资产合计	1369	1479	1592	1664
资产合计	3172	4351	4937	5655
短期借款	65	65	65	65
应付账款及票据	193	241	287	341
其他流动负债	518	414	468	533
流动负债合计	776	720	821	939
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	42	51	51	51
非流动负债合计	42	51	51	51
负债合计	819	771	872	990
股本	965	1028	1028	1028
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2353	3580	4065	4665
负债和股东权益合计	3172	4351	4937	5655

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	26.55	32.98	19.30	19.56
EBIT 增长率	55.65	49.61	22.24	22.95
净利润增长率	55.35	55.70	20.99	22.87
盈利能力 (%)				
毛利率	36.56	37.55	37.66	38.10
净利润率	14.12	16.53	16.76	17.23
总资产收益率 ROA	10.84	12.31	13.12	14.08
净资产收益率 ROE	14.62	14.96	15.94	17.07
偿债能力				
流动比率	2.32	3.99	4.08	4.25
速动比率	1.33	2.97	3.01	3.14
现金比率	0.53	2.04	2.13	2.31
资产负债率 (%)	25.81	17.72	17.66	17.51
经营效率				
应收账款周转天数	29.99	28.10	28.10	28.10
存货周转天数	140.57	125.00	125.00	125.00
总资产周转率	0.87	0.86	0.83	0.87
每股指标 (元)				
每股收益	0.33	0.52	0.63	0.77
每股净资产	2.29	3.48	3.96	4.54
每股经营现金流	0.75	0.57	0.68	0.84
每股股利	0.11	0.16	0.19	0.23
估值分析				
PE	45	29	24	19
PB	6.6	4.3	3.8	3.3
EV/EBITDA	27.64	19.65	16.05	13.10
股息收益率 (%)	0.72	1.05	1.27	1.56

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	344	536	648	796
折旧和摊销	107	114	141	169
营运资金变动	311	-71	-90	-106
经营活动现金流	773	584	700	861
资本开支	-215	-221	-253	-240
投资	-400	0	0	0
投资活动现金流	-613	-224	-253	-240
股权募资	56	795	0	0
债务募资	64	0	0	0
筹资活动现金流	52	697	-165	-199
现金净流量	212	1056	283	423

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