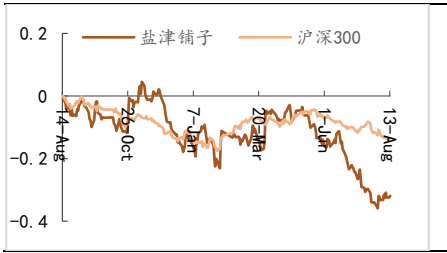


评级： 买入

赵瑞  
分析师  
SAC 执证编号：S0110522120001  
zhaorui@sczq.com.cn

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价（元）	38.00
一年内最高/最低价（元）	59.32/35.53
市盈率（当前）	17.99
市净率（当前）	6.57
总股本（亿股）	2.74
总市值（亿元）	104.27

资料来源：聚源数据

相关研究

- 产品渠道势能向上，未来持续高增可期
- 产品渠道加速变革，向上趋势有望持续

核心观点

- **事件：**公司发布 2024 年半年报，24H1 公司营业收入 24.59 亿元，同比增长 29.84%；归母净利润 3.19 亿元，同比增长 30.00%；扣非归母净利润 2.73 亿元，同比增长 17.96%。对应 24Q2 公司营业收入 12.36 亿元，同比增长 23.44%；归母净利润 1.60 亿元，同比增长 19.11%；扣非归母净利润 1.35 亿元，同比增长 1.58%。
- **两大战略子品牌引领增长，全渠道布局持续推进。**1) 分产品：24H1 辣卤零食/休闲烘焙/深海零食/蛋类零食/薯类零食/果干坚果/蒟蒻果冻布丁营业收入分别为 8.98/3.42/3.24/2.39/2.21/2.10/1.83 亿元，同比 +25.81%/+12.60%/+11.83%/+150.54%/+39.34%/+95.98%/+44.01%。上半年，公司战略子品牌“大魔王”联名六必居创新推出麻酱味魔芋素毛肚，“蛋皇”鹤鹑蛋进驻全国山姆会员商店并获得“山姆新品榜 TOP1”，有效提升了公司品牌势能，助推休闲魔芋、蛋类零食品类持续快速增长。2) 分渠道：24H1 直营商超/经销（含新零售和其他渠道）/电商渠道营业收入分别为 1.08/17.70/5.80 亿元，同比 -43.59%/+35.07%/+48.40%，营收占比分别为 4.41%/72.00%/23.59%。经销渠道营收同比快速增长，预计主要受益于零食量贩门店扩张及新增 SKU 推动下，零食量贩渠道营收延续高增；传统货架电商营收提升以及抖音平台重点打造，带动电商渠道营收同比实现高增；直营商超渠道营收同比下降预计主要由于公司主动进行渠道结构调整。
- **毛利率有所回落，净利率保持稳定。**24H1 公司毛利率 32.53%，同比 -2.81pct，毛利率同比下滑预计主要由于渠道结构调整影响，上半年高毛利的直营商超渠道营收占比继续收缩。24H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 13.27%/4.51%/1.56%/0.28%，同比 +0.71/+0.27/-0.84/-0.13pct，销售费用率同比提升主要由于淡季期间品牌推广费用有所增加。24H1 归母净利率 12.99%，同比 +0.02pct，净利率水平保持稳定。
- **公司从渠道型向产品型转变，中长期盈利水平有望持续提升。**1) 渠道方面，公司在保持原有 KA、AB 类超市优势外，持续发展新渠道。其中，零食量贩渠道与零食很忙、赵一鸣、零食有鸣等热门品牌深度合作；电商渠道重点打造抖音平台，通过开拓直播达人渠道，推出爆款大单品及高毛利产品，持续增强渠道势能及品牌影响力。2) 产品方面，公司持续聚焦七大核心品类以及精进升级产品力，产品推进全规格布局，除优势散装外，定量装、小商品、量贩装全力发展，满足不同渠道场景下的消费需求；鹤鹑蛋、魔芋新品延续快速增长，大单品战略持续稳步推进，近一个月“大魔王”麻酱味魔芋素毛肚月销占休闲魔芋收入约 40%，“蛋皇”月销占鹤鹑蛋收入约 60%。公司正逐步从渠道型向产品型零食公司进行转变，未来产品端对业绩增长贡献有望更加明显。此外，公司向上游产业链延伸和布局，增强原材料成本优势，以及供应链管理持续优化和规模效应的逐步显现，中长期盈利水平有望进一步提升。

- **投资建议：**我们对盈利预测进行调整，预计 2024、2025、2026 年公司归母净利润分别为 6.4 亿元、8.2 亿元、10.3 亿元，同比分别增长 32%、27%、26%，当前股价对应 PE 分别为 16、13、10 倍。维持买入评级。
- **风险提示：**宏观经济波动风险，食品安全风险。

#### 盈利预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营收 (亿元)	41.2	53.0	66.1	80.0
营收增速 (%)	42.2	28.8	24.8	20.9
归母净利润 (亿元)	4.9	6.4	8.2	10.3
归母净利润增速 (%)	62.2	31.5	26.5	26.3
EPS(元/股)	2.50	2.35	2.97	3.76
PE	15.2	16.2	12.8	10.1

资料来源: Wind, 首创证券

## 财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1304	1683	2195	2817	经营活动现金流	664	682	821	1042
现金	310	430	637	949	净利润	490	645	815	1030
应收账款	211	248	309	374	折旧摊销	154	189	192	197
其它应收款	17	21	27	32	财务费用	19	15	16	18
预付账款	145	188	233	279	投资损失	-2	-46	-46	-46
存货	594	761	945	1130	营运资金变动	-3	-137	-177	-182
其他	27	35	44	53	其它	-3	6	9	10
非流动资产	1566	1582	1615	1663	投资活动现金流	-296	-159	-179	-199
长期投资	0	0	0	0	资本支出	-347	-205	-225	-245
固定资产	1135	1169	1217	1278	长期投资	2	0	0	0
无形资产	199	185	171	159	其他	49	46	46	46
其他	145	145	145	145	筹资活动现金流	-255	-403	-434	-530
资产总计	2870	3265	3811	4480	短期借款	300	433	402	378
流动负债	1376	1411	1516	1629	长期借款	79	-227	0	0
短期借款	300	433	402	378	其他	4	-294	-387	-489
应付账款	289	375	465	556	现金净增加额	113	119	207	312
其他	13	17	21	25					
非流动负债	32	32	32	32	<b>主要财务比率</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	32	32	32	32	营业收入	42.2%	28.8%	24.8%	20.9%
负债合计	1408	1443	1548	1661	营业利润	66.1%	31.3%	26.3%	26.2%
少数股东权益	15	25	37	53	归属母公司净利润	62.2%	31.5%	26.5%	26.3%
归属母公司股东权益	1447	1797	2226	2766	获利能力				
负债和股东权益	2870	3265	3811	4480	毛利率	33.5%	33.0%	33.4%	34.1%
					净利率	11.9%	12.2%	12.3%	12.9%
					ROE	33.9%	35.9%	36.6%	37.2%
					ROIC	25.9%	29.7%	31.7%	33.3%
<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	偿债能力				
营业收入	4115	5300	6614	7998	资产负债率	49.1%	44.2%	40.6%	37.1%
营业成本	2735	3551	4408	5268	净负债比率	18.4%	13.3%	10.5%	8.4%
营业税金及附加	33	42	52	63	流动比率	0.95	1.19	1.45	1.73
营业费用	516	647	807	976	速动比率	0.52	0.65	0.82	1.04
研发费用	80	103	128	155	营运能力				
管理费用	183	228	291	360	总资产周转率	1.43	1.62	1.74	1.79
财务费用	16	15	16	18	应收账款周转率	21.68	23.13	23.75	23.42
资产减值损失	-16	-16	-16	-16	应付账款周转率	9.16	9.65	9.46	9.30
公允价值变动收益	0	0	0	0	每股指标(元)				
投资净收益	46	46	46	46	每股收益	2.50	2.35	2.97	3.76
营业利润	568	746	942	1189	每股经营现金	3.39	2.49	3.00	3.80
营业外收入	1	1	1	1	每股净资产	7.38	6.56	8.12	10.10
营业外支出	11	11	11	11	估值比率				
利润总额	558	736	933	1180	P/E	15.2	16.2	12.8	10.1
所得税	61	82	105	134	P/B	5.1	5.8	4.7	3.8
净利润	498	654	828	1045					
少数股东损益	8	10	12	16					
归属母公司净利润	490	645	815	1030					
EBITDA	736	949	1150	1404					
EPS (元)	2.50	2.35	2.97	3.76					

## 分析师简介

赵瑞，食品饮料及农业行业分析师，复旦大学金融硕士，曾就职于国泰君安证券，2022年11月加入首创证券研究发展部。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b>		
投资评级分为股票评级和行业评级		
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	<b>股票投资评级</b>	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上 增持 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间 中性 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间 减持 相对沪深300指数跌幅5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b>	<b>行业投资评级</b>	看好 行业超越整体市场表现 中性 行业与整体市场表现基本持平 看淡 行业弱于整体市场表现
报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准		