

评级：买入（维持）

市场价格：42.99 元

分析师：何长天

执业证书编号：S0740522030001

Email: hect@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

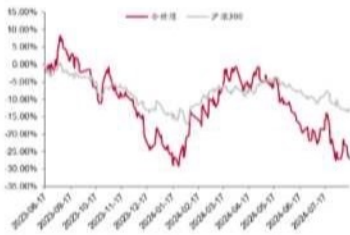
指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	7,888	10,100	12,437	15,059	17,496
增长率 yoy%	23.09%	28.05%	23.14%	21.08%	16.18%
净利润 (百万元)	2,503	3,136	3,895	4,865	5,833
增长率 yoy%	23.34%	25.30%	24.21%	24.88%	19.91%
每股收益 (元)	2.00	2.50	3.11	3.88	4.65
每股现金流量	2.22	2.23	3.09	3.42	4.54
净资产收益率	22.62%	23.60%	23.69%	24.51%	24.38%
P/E	21.55	17.20	13.84	11.09	9.25
PEG	0.87	0.75	0.57	0.45	0.40
P/B	4.87	4.06	3.28	2.72	2.25

备注：股价数据更新截止 2024 年 8 月 16 日。

基本状况

总股本(亿股)	12.55
流通股本(亿股)	12.55
市价(元)	42.99
市值(亿元)	539.31
流通市值(亿元)	539.31

股价与行业-市场走势对比



相关报告

投资要点

- **事件：公司发布 2024 年半年度报告，2024 年 H1 公司实现营业收入 73.05 亿元，同增 22.35%，实现归母净利润 24.61 亿元，同增 20.08%，实现扣非归母净利润 24.46 亿元，同增 19.23%；单二季度实现营业收入 26.34 亿元，同增 21.52%，实现归母净利润 9.29 亿元，同增 16.86%，实现扣非归母净利润 9.21 亿元，同增 14.79%。**
- **营收整体符合预期，季节性波动收窄合同负债。**上半年公司收入增速符合预期，上半年公司实现营业收入 73.05 亿元，同增 22.35%，其中单二季度实现营业收入 26.34 亿元，同增 21.52%；结合合同负债来看，公司上半年营业收入+△合同负债总计 55.32 亿元，同增 9.35%，单二季度公司营业收入+△合同负债总计 23.24 亿元，同增 7.94%；我们认为主要系季节性因素以及公司给予经销商更宽松的回款政策所致。从销售收现的角度来看，2024H1 公司实现销售收现 62.25 亿元，同增 8.15%，单二季度实现销售收现 24.95 亿元，同增 7.13%。
- **四开对开配额制下稳定增长，单开淡雅持续贡献增量。**从产品结构的角度来看，公司上半年产品结构持续提升，其中 300 元以上的特 A+类产品实现营业收入 46.54 亿元，同增 21.91%，实现销售占比 64.13%，同减 0.17pcts；100-300 元价格带特 A 类产品实现营业收入 22.16 亿元，同增 26.05%，实现销售占比 30.53%，同增 0.93pcts；我们认为主要系公司主力产品四开在今年上半年换代后实行配额制运行以及 100-300 元价位带大单品淡雅今年以来收入表现较好所致。全年来看我们预计公司四开对开在配额制下实现稳定增长，单开淡雅持续贡献增量，全年产品结构有望持续提升。
- **省内实现稳定增长，省外有望贡献更多增量。**从区域的角度来看，公司上半年省内实现营业收入 66.58 亿元，同增 21.10%，其中苏中、盐城、苏南、淮安大区实现较快增长，苏中大区实现销售收入 11.19 亿元，同增 32.91%，南京市场实现营业收入 19.05 亿元，在高基数下仍实现同比 16.62%增长。省外市场增速较快，2024 年 H1 省外市场实现营业收入 5.99 亿元，同增 36.39%，我们认为主要系公司在省外市场加强培育，省外市场有望贡献更多增量。
- **二季度毛利率重回上行通道，金融类资产波动影响净利率。**从利润率的角度来看，公司上半年实现销售毛利率 73.79%，同减 0.68pcts，单二季度实现销售毛利率 73.02%，同增 0.15pcts，我们认为主要系一季度毛利率受到货折影响导致毛利率有所下滑，二季度公司控货挺价措施带动毛利率重回上行通道。公司上半年实现销售净利率 33.70%，同减 0.64pcts，单二季度实现销售净利率 35.27%，同减 1.41pcts，我们认为主要系二季度公允价值变动净亏损 1.34 亿元所致，去年同期净收益 0.17 亿元。2024 年上半年公司实现销售/管理/税金及附加占比费用率分别为 13.47%/2.82%/13.52%，同增-1.44%/0.09%/0.46%，上半年销售费用同比提升 10.46%至 9.83 亿元，我们认为主要是今年在费用投入方面有计入货折/费用口径变动有关。单二季度实现销售/管理/税金及附加占比费用率分别为 12.23%/3.94%/9.96%，同增-0.91%/0.07%/0.23%。
- **盈利预测及投资建议：**根据公司 2024 年经营目标及 2025 年规划，同时考虑到江苏省内竞争烈度变大，行业增速放缓，我们维持盈利预测，预计公司 2024-2026 年营业总收入为 124、151、175 亿元，同比增长 23%、21%、16%；预计公司 2024-2026 年净利润

为 39、49、58 亿元，同比增长 24%、25%、20%；对应 EPS 为 3.11、3.88、4.65 元，对应 PE 分别为 14、11、9X。维持“买入”评级。重点推荐。

- 风险提示：省内消费升级不及预期；食品安全问题。

损益表 (人民币百万元)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7,888	10,100	12,437	15,059	17,496
增长率	23.09%	28.05%	23.14%	21.08%	16.18%
营业成本	-1,845	-2,187	-2,550	-3,031	-3,466
% 销售收入	23.4%	21.7%	20.5%	20.1%	19.8%
毛利	6,043	7,913	9,887	12,028	14,030
% 销售收入	76.6%	78.3%	79.5%	79.9%	80.2%
营业税金及附加	-1,277	-1,497	-1,929	-2,336	-2,713
% 销售收入	16.2%	14.8%	15.5%	15.5%	15.5%
营业费用	-1,390	-2,097	-2,487	-2,861	-3,149
% 销售收入	17.6%	20.8%	20.0%	19.0%	18.0%
管理费用	-323	-428	-497	-587	-647
% 销售收入	4.1%	4.2%	4.0%	3.9%	3.7%
息税前利润 (EBIT)	3,052	3,891	4,973	6,244	7,520
% 销售收入	38.7%	38.5%	40.0%	41.5%	43.0%
财务费用	100	183	92	110	121
% 销售收入	-1.3%	-1.8%	-0.7%	-0.7%	-0.7%
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	84	17	0	0	0
投资收益	122	109	118	116	114
% 税前利润	3.7%	2.6%	2.3%	1.8%	1.5%
营业利润	3,358	4,200	5,183	6,470	7,756
营业利润率	42.6%	41.6%	41.7%	43.0%	44.3%
营业外收支	-14	-17	-14	-14	-14
税前利润	3,345	4,184	5,170	6,456	7,741
利润率	42.4%	41.4%	41.6%	42.9%	44.2%
所得税	-825	-1,026	-1,274	-1,591	-1,908
所得税率	24.7%	24.5%	24.6%	24.6%	24.6%
净利润	2,503	3,136	3,895	4,865	5,833
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	2,503	3,136	3,895	4,865	5,833
净利率	31.7%	31.0%	31.3%	32.3%	33.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	2,503	3,136	3,895	4,865	5,833
加:折旧和摊销	142	149	148	153	157
资产减值准备	0	0	0	0	0
公允价值变动损失	-84	-17	0	0	0
财务费用	8	13	-92	-110	-121
投资收益	-122	-109	-118	-116	-114
少数股东损益	0	0	0	0	0
营运资金的变动	-306	4	37	-499	-61
经营活动现金净流	2,780	2,800	3,870	4,292	5,693
固定资本投资	-959	-1,985	-60	-60	-50
投资活动现金净流	-1,121	-1,198	-13	-8	-1
股利分配	-910	-910	-1,169	-1,459	-1,750
其他	766	287	803	-727	-225
筹资活动现金净流	-144	-623	-365	-2,187	-1,975
现金净流量	1,514	979	3,492	2,097	3,717

资产负债表 (人民币百万元)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,381	6,457	9,950	12,047	15,764
应收账款	76	77	111	117	148
存货	3,910	4,996	5,388	6,954	7,158
其他流动资产	2,296	1,383	1,382	1,387	1,385
流动资产	11,662	12,914	16,831	20,505	24,456
% 总资产	64.1%	59.7%	65.9%	70.3%	73.9%
长期投资	29	41	41	41	41
固定资产	1,219	1,254	1,152	1,049	942
% 总资产	6.7%	5.8%	4.5%	3.6%	2.8%
无形资产	343	409	458	505	550
非流动资产	6,521	8,717	8,693	8,664	8,623
% 总资产	35.9%	40.3%	34.1%	29.7%	26.1%
资产总计	18,184	21,631	25,523	29,169	33,078
短期借款	600	900	1,184	346	0
应付款项	3,088	3,566	4,021	5,099	5,271
其他流动负债	3,252	3,676	3,676	3,676	3,676
流动负债	6,941	8,142	8,881	9,121	8,948
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	178	201	201	201	201
负债	7,119	8,344	9,083	9,323	9,149
普通股股东权益	11,065	13,287	16,441	19,846	23,929
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	18,184	21,631	25,523	29,169	33,078

比率分析

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标					
每股收益(元)	2.00	2.50	3.11	3.88	4.65
每股净资产(元)	8.82	10.59	13.11	15.82	19.07
每股经营现金净流(元)	2.22	2.23	3.09	3.42	4.54
每股股利(元)	0.73	0.73	0.93	1.16	1.39
回报率					
净资产收益率	22.62%	23.60%	23.69%	24.51%	24.38%
总资产收益率	13.76%	14.50%	15.26%	16.68%	17.63%
投入资本收益率	658.90%	351.16%	122.54%	155.71%	162.04%
增长率					
营业总收入增长率	23.09%	28.05%	23.14%	21.08%	16.18%
EBIT增长率	22.01%	23.29%	26.72%	24.93%	20.03%
净利润增长率	23.34%	25.30%	24.21%	24.88%	19.91%
总资产增长率	25.98%	18.96%	18.00%	14.28%	13.40%
资产管理能力					
应收账款周转天数	3.0	2.7	2.7	2.7	2.7
存货周转天数	162.1	158.7	150.3	147.5	145.2
应付账款周转天数	121.5	136.4	129.0	132.7	130.8
固定资产周转天数	57.3	44.1	34.8	26.3	20.5
偿债能力					
净负债/股东权益	-52.93%	-68.11%	-66.07%	-77.69%	-125.00%
EBIT利息保障倍数	-32.6	-21.9	-55.1	-57.7	-62.9
资产负债率	39.15%	38.57%	35.59%	31.96%	27.66%

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。