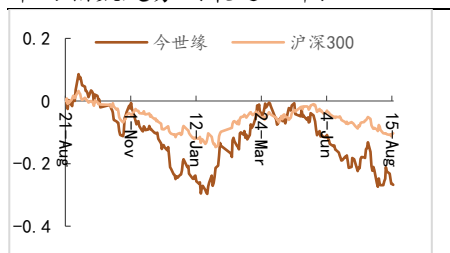


评级： 买入

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)	42.99
一年内最高/最低价(元)	64.69/40.33
市盈率(当前)	15.20
市净率(当前)	3.72
总股本(亿股)	12.54
总市值(亿元)	539.31

资料来源：聚源数据

相关研究

- 国缘开系适时提价，全年目标实现可期
- 三季度营收净利优质增长，全年百亿营收目标可期

核心观点

- **事件：**公司发布 2024 年半年报，24H1 营业总收入 73.05 亿元，同比增长 22.35%；归母净利润 24.61 亿元，同比增长 20.08%。对应 24Q2 营业总收入 26.34 亿元，同比增长 21.52%；归母净利润 9.29 亿元，同比增长 16.86%。
- **中高档产品延续较快增长，苏中及省外市场表现亮眼。**1) 分产品：24Q2 特 A+类/特 A 类/A 类/B 类/CD 类产品营收分别为 16.82/8.10/0.80/0.23/0.13 亿元，同比+21.07%/+25.30%/+10.04%/-5.93%/-15.87%。特 A+类、特 A 类产品实现较快增长，预计主要由于国缘四开、对开稳健增长，V 系列在低基数下增速较为明显，以及淡雅等百元价位带产品市场表现较好。2) 分区域：24Q2 淮安/南京/苏南/苏中/盐城/淮海/省外营收分别为 4.38/6.42/3.46/4.97/2.94/1.60/2.32 亿元，同比+19.47%/+14.07%/+19.60%/+32.54%/+21.34%/+10.98%/+36.78%。省内市场持续精耕，苏中大区延续高增趋势，淮安、盐城、苏南大区增速稳健，省外市场拓展稳步推进。经销商数量方面，截至 24Q2 末公司经销商数量 1050 个，较上年末净减少 11 个，其中，24Q2 末省内、省外经销商数量分别为 534、516 个，较上年末分别增加 35 个、减少 46 个。
- **毛利率同比相对平稳，净利率小幅回落。**24Q2 毛利率 73.02%，同比+0.15pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 12.23%/3.94%/0.48%/-1.69%，同比-0.91/+0.07/+0.01/+0.37pct。归母净利率 35.27%，同比-1.41pct，主要由于公司投资净收益及公允价值变动净收益波动影响。现金流方面，24Q2 销售收现 24.96 亿元，同比+7.13%，经营活动产生的现金净额 2.45 亿元，同比转正。24Q2 末合同负债 6.27 亿元，环比 24Q1 末减少 3.46 亿元。
- **经营韧性较好，未来增长势能有望持续。**公司此前 24 年报披露全年经营目标为总营收 122 亿元左右，净利润 37 亿元左右，对应营收、净利分别同比增长 21%、18%。上半年公司营收、净利润同比增速超出全年增速目标，为全年业绩目标的实现打下坚实基础。中长期看，公司持续推进产品全价位带布局，省内加强渠道精耕，省外市场拓展稳步推进，市占率仍有较大提升空间。公司在步入后百亿时代，有望延续良好的经营韧性及增长势能。
- **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 38.1 亿元、45.8 亿元、55.0 亿元，同比分别增长 21%、20%、20%，当前股价对应 PE 分别为 14、11、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)	101.0	123.3	149.3	177.9
营收增速 (%)	28.0	22.1	21.0	19.2
归母净利润 (亿元)	31.4	38.1	45.8	55.0
归母净利润增速 (%)	25.5	21.4	20.3	20.1
EPS(元/股)	2.50	3.04	3.65	4.39
PE	16.7	13.7	11.4	9.5

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	12914	15705	19673	24159	经营活动现金流	2800	3579	4277	5161
现金	6457	8356	11251	14577	净利润	3138	3809	4583	5502
应收账款	49	42	51	61	折旧摊销	149	175	180	187
其它应收款	47	57	69	82	财务费用	13	-200	-220	-240
预付账款	9	11	12	15	投资损失	-109	0	0	0
存货	4996	5870	6904	8023	营运资金变动	-287	-205	-273	-296
其他	60	73	88	105	其它	-103	0	7	7
非流动资产	8717	8767	8831	8908	投资活动现金流	-1198	-226	-246	-266
长期投资	41	41	41	41	资本支出	-2194	-225	-245	-265
固定资产	1254	1340	1437	1543	长期投资	1686	0	0	0
无形资产	409	373	340	311	其他	-689	-1	-1	-1
其他	2546	2546	2546	2546	筹资活动现金流	-623	-1455	-1136	-1570
资产总计	21631	24472	28503	33067	短期借款	900	500	667	689
流动负债	8142	8429	9400	10293	长期借款	0	0	0	0
短期借款	900	500	667	689	其他	8	-1255	-1523	-1832
应付账款	847	996	1172	1362	现金净增加额	979	1899	2895	3326
其他	312	367	431	501					
非流动负债	201	201	201	201	<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	3	3	3	3	营业收入	28.0%	22.1%	21.0%	19.2%
负债合计	8344	8630	9602	10494	营业利润	25.2%	22.6%	20.3%	20.0%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	25.5%	21.4%	20.3%	20.1%
归属母公司股东权益	13287	15841	18902	22572	获利能力				
负债和股东权益	21631	24472	28503	33067	毛利率	78.3%	79.1%	79.7%	80.2%
					净利率	31.1%	30.9%	30.7%	30.9%
					ROE	23.6%	24.0%	24.2%	24.4%
					ROIC	21.0%	22.5%	22.6%	22.9%
<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	10100	12334	14926	17791	资产负债率	38.6%	35.3%	33.7%	31.7%
营业成本	2187	2574	3027	3518	净负债比率	4.2%	2.0%	2.3%	2.1%
营业税金及附加	1497	1828	2213	2637	流动比率	1.59	1.86	2.09	2.35
营业费用	2097	2380	2955	3523	速动比率	0.97	1.17	1.36	1.57
研发费用	43	62	75	107	营运能力				
管理费用	428	567	716	854	总资产周转率	0.47	0.50	0.52	0.54
财务费用	-183	-200	-220	-240	应收账款周转率	212.08	272.31	321.22	319.01
资产减值损失	2	2	2	2	应付账款周转率	1.94	2.02	2.02	2.01
公允价值变动收益	17	0	0	0	每股指标(元)				
投资净收益	128	0	0	0	每股收益	2.50	3.04	3.65	4.39
营业利润	4181	5124	6162	7395	每股经营现金	2.23	2.85	3.41	4.11
营业外收入	4	4	4	4	每股净资产	10.59	12.63	15.07	17.99
营业外支出	21	21	21	21	估值比率				
利润总额	4164	5107	6145	7378	P/E	16.7	13.7	11.4	9.5
所得税	1026	1298	1562	1875	P/B	3.9	3.3	2.8	2.3
净利润	3138	3809	4583	5502					
少数股东损益	0	0	0	0					
归属母公司净利润	3138	3809	4583	5502					
EBITDA	4129	5099	6122	7342					
EPS (元)	2.50	3.04	3.65	4.39					

## 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
1. 投资建议的比较标准 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	股票投资评级	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
2. 投资建议的评级标准 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	行业投资评级	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