


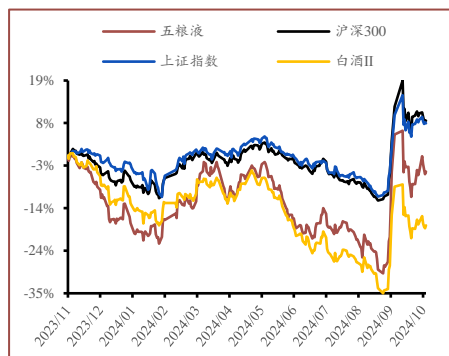
降速保质势能稳固，提高分红彰显信心

 证券研究报告

投资评级:增持(维持)

基本数据	2024-11-01
收盘价(元)	147.92
流通股本(亿股)	38.82
每股净资产(元)	35.13
总股本(亿股)	38.82

最近 12 月市场表现



分析师 吴文德

SAC 证书编号: S0160523090004
wuw01@ctsec.com

分析师 任金星

SAC 证书编号: S0160524010001
renjx@ctsec.com

相关报告

- 《稳健双过半，蓄力新高度》
2024-08-29
- 《稳字当先，远近兼顾》
2024-06-30
- 《改革深化，价值为先》
2024-05-29

核心观点

- ❖ **事件:** 公司发布 2024 三季报, 2024 前三季度实现营收 679 亿元, 同比+8.6%, 归母净利润 249 亿元, 同比+9.2%。3Q2024 营收 173 亿元, 同比+1.4%, 归母净利润 58.7 亿元, 同比+1.3%。
- ❖ **普五控货保质, 1618/低度补齐增量。** 3Q2024 行业整体承压加剧, 公司 Q3 单季收入增速环比较大放缓, 主动降速保质态度坚决, 符合行业整体谨慎务实大趋势。分产品看, 普五同比或下滑, 双节需求偏淡动销承压, 公司在超前回款基础上适度控制发货, 库存得到合理维护, 批价持续稳定, 千元龙头产品势能不减; 1618/低度或同比增长, 主要受益扫码红包促销及高端宴席场景带动, 补足整体增长。
- ❖ **毛销双增对冲, 盈利及预收稳固。** 盈利方面, 3Q2024 归母净利率 34%, 同比持平, 毛利率与销售费用率增长形成对冲, 毛销差 (62%) 同比持平。具体看, 3Q2024 毛利率 76.2%, 同比+2.8pct, 或主因普五提价后的 1019 元出厂价在 Q3 开启执行, 同时 1618 高增拉升产品结构; 3Q2024 销售费用率 14%, 同比+2.8pct, 或主因 1618/低度发力扫码奖励促销, 市场费用投入加大。**收现方面,** 3Q2024 销售商品收现同比+18.7%, 明显高于收入增速, 收现比达 163%, 同比+23.8pct, 主因开门红回款的票据集中到期兑现。预收端, 季末合同负债同比+79.1%, 经销商回款信心仍然充足。
- ❖ **积极呵护渠道利益, 厂商共建长期信心。** 临近开门红关口, 公司出台回款补贴政策 (经销商成本价补贴至 940 元), 保障渠道利润, 有望大大提振经销商信心。短期内或对批价形成一定压力, 但可夯实开门红回款基础, 利好中长期的稳健经营。同时提出更加精细化的渠道支持政策, 常态化季度奖励, 细化考核标准, 对经销商队伍优化提质, 渠道管理更加积极, 为长期稳健增长夯实基础。
- ❖ **投资建议:** 展望来看, 当前渠道利润合理、库存良性基础上, 经销商回款信心足, Q4 仍有望保持稳健增长。公司发布三年分红规划, 提高最低分红率至 70%, 且不低于 200 亿元 (含税), 据此测算对应股价最低股息率为 3.9%。预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 320/349/386 亿元, 对应 PE 分别为 17.9/16.5/14.9 倍, 维持“增持”评级。

❖ **风险提示:** 宏观经济增长不及预期; 批价波动超预期; 食品安全风险

盈利预测:

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	73969	83272	89556	97467	107007
收入增长率(%)	11.72	12.58	7.55	8.83	9.79
归母净利润(百万元)	26690	30211	32017	34893	38606
净利润增长率(%)	14.17	13.19	5.98	8.98	10.64
EPS(元)	6.88	7.78	8.25	8.99	9.95
PE	26.28	18.03	17.93	16.46	14.87
ROE(%)	23.41	23.32	22.32	22.38	22.69
PB	6.15	4.20	4.00	3.68	3.38

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 11 月 01 日收盘价计算)

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	73968.64	83272.07	89556.43	97467.15	107006.50	成长性					
减:营业成本	18178.43	20157.14	21072.38	23031.01	24862.52	营业收入增长率	11.7%	12.6%	7.5%	8.8%	9.8%
营业税费	10748.80	12531.70	13244.41	14415.25	15918.24	营业利润增长率	14.2%	13.0%	6.0%	9.0%	10.6%
销售费用	6844.24	7796.30	8955.64	9551.78	10486.64	净利润增长率	14.2%	13.2%	6.0%	9.0%	10.6%
管理费用	3068.12	3319.45	3427.16	3692.59	3932.37	EBITDA 增长率	13.9%	12.3%	8.3%	9.0%	10.5%
研发费用	235.78	321.85	346.13	376.71	413.58	EBIT 增长率	14.1%	12.5%	8.4%	9.1%	10.8%
财务费用	-2026.35	-2473.17	-1725.37	-1815.05	-1920.78	NOPLAT 增长率	13.9%	12.3%	8.6%	9.1%	10.7%
资产减值损失	-26.21	-3.93	-12.56	-14.23	-10.24	投资资本增长率	14.7%	13.2%	11.9%	9.6%	9.9%
加:公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	15.1%	13.4%	11.6%	9.5%	9.8%
投资和汇兑收益	92.57	57.62	58.87	60.86	63.48	利润率					
营业利润	37174.42	42003.66	44544.53	48538.41	53680.25	毛利率	75.4%	75.8%	76.5%	76.4%	76.8%
加:营业外净收支	-70.90	-90.98	-87.97	-83.28	-87.41	营业利润率	50.3%	50.4%	49.7%	49.8%	50.2%
利润总额	37103.52	41912.68	44456.56	48455.12	53592.84	净利润率	37.8%	37.9%	37.4%	37.4%	37.7%
减:所得税	9133.74	10391.90	10949.40	11958.81	13238.10	EBITDA/营业收入	48.7%	48.6%	48.9%	49.0%	49.3%
净利润	26689.98	30210.59	32016.70	34892.86	38606.26	EBIT/营业收入	47.4%	47.4%	47.8%	47.9%	48.3%
资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	运营效率					
货币资金	92358.43	115456.30	121884.79	129463.12	145914.93	固定资产周转天数	26	23	35	42	43
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	流动营业资本周转天数	47	-4	25	39	30
应收账款	35.69	42.65	72.62	42.36	78.51	流动资产周转天数	679	645	684	666	667
应收票据	119.92	0.00	248.77	21.97	275.27	应收账款周转天数	0	0	0	0	0
预付账款	135.98	169.43	195.80	193.29	216.22	存货周转天数	297	298	307	316	326
存货	15980.66	17387.84	18529.71	21891.32	23058.52	总资产周转天数	702	688	711	718	707
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资资本周转天数	578	581	604	609	610
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	23.4%	23.3%	22.3%	22.4%	22.7%
长期股权投资	1986.39	2020.37	2054.34	2088.32	2122.30	ROA	17.5%	18.3%	17.0%	17.4%	17.6%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	22.6%	22.4%	21.7%	21.6%	21.8%
固定资产	5312.97	5189.92	8591.53	11210.50	12659.86	费用率					
在建工程	3773.16	5623.36	3829.29	2983.13	1705.27	销售费用率	9.3%	9.4%	10.0%	9.8%	9.8%
无形资产	518.52	2056.87	2548.54	3178.10	4040.23	管理费用率	4.1%	4.0%	3.8%	3.8%	3.7%
其他非流动资产	972.50	824.82	907.30	998.03	1097.83	财务费用率	-2.7%	-3.0%	-1.9%	-1.9%	-1.8%
资产总额	152811.93	165432.98	188080.89	200858.02	219643.41	三费/营业收入	10.7%	10.4%	11.9%	11.7%	11.7%
短期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	偿债能力					
应付账款	7246.80	8864.21	8276.87	5901.68	7025.47	资产负债率	23.6%	20.0%	21.5%	19.4%	19.1%
应付票据	887.97	732.43	1216.34	854.05	1323.61	负债权益比	31.0%	25.0%	27.3%	24.1%	23.6%
其他流动负债	1544.72	663.72	663.72	663.72	663.72	流动比率	3.85	4.50	4.22	4.66	4.80
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	3.40	3.97	3.75	4.08	4.23
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	730.63	3397.35	6609.33	3530.26	2442.23
负债总额	36124.90	33083.61	40350.70	39043.20	41898.85	分红指标					
少数股东权益	2659.13	2791.13	4281.60	5885.06	7633.54	DPS(元)	3.78	4.67	4.67	5.77	6.29
股本	3881.61	3881.61	3881.61	3881.61	3881.61	分红比率	0.44	0.49	0.57	0.64	0.63
留存收益	107463.64	122993.99	136884.33	149365.50	163546.76	股息收益率	2.1%	3.3%	3.2%	3.9%	4.3%
股东权益	116687.03	132349.37	147730.19	161814.82	177744.55	业绩和估值指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EPS(元)	6.88	7.78	8.25	8.99	9.95
净利润	26689.98	30210.59	32016.70	34892.86	38606.26	BVPS(元)	29.38	33.38	36.96	40.17	43.82
加:折旧和摊销	965.19	982.12	1045.54	1093.81	1098.52	PE(X)	26.3	18.0	17.9	16.5	14.9
资产减值准备	20.84	-1.25	13.33	15.00	11.01	PB(X)	6.2	4.2	4.0	3.7	3.4
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	47.87	10.99	6.47	13.22	21.17	P/S	9.5	6.5	6.4	5.9	5.4
投资收益	-92.57	-57.62	-58.87	-60.86	-63.48	EV/EBITDA	16.9	10.6	10.3	9.3	8.1
少数股东损益	1279.80	1310.19	1490.47	1603.46	1748.48	CAGR(%)					
营运资金的变动	-4119.41	9401.88	-7877.99	-4661.34	770.95	PEG	1.9	1.4	3.0	1.8	1.4
经营活动产生现金流量	24431.14	41742.48	26943.00	32864.35	42280.30	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-1716.45	-2931.83	-3289.37	-3641.01	-2288.09	REP					
融资活动产生现金流量	-13105.43	-16300.23	-17697.26	-22211.56	-24220.26						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 11 月 01 日收盘价计算)

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰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，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。