

23 年顺利收官，预计年份系列维持良性增长

核心观点

- 公司发布 2023 年年报、2024 年一季报，23 年全年实现营业收入 59.6 亿元，同比 +16.1%；实现归母净利润 17.2 亿元，同比 +11.0%。24Q1 实现营业收入 17.7 亿元，同比 +11.1%；实现归母净利润 5.9 亿元，同比 +10.0%，业绩稳健增长。
- **省内维持较高增速，预计年份系列良性增长。**分产品，23 年高档/中档/低档实现收入 56.8/0.8/0.9 亿元，分别同比 +16.6%/-19.8%/+0.7%，高档在白酒中收入占比同比提升 0.8pct 至 97.1%，产品结构继续提升；高档酒量、价分别同比 +13.4%、+2.8%，预计受益于口子 5/6/10 年维持较高销售额增速。24Q1，高档/中档/低档实现收入 16.7/0.2/0.4 亿元，分别同比 +10.6%/-12.2%/+85.6%，预计春节期间安徽返乡潮提升宴席景气度，口子 5/6/10 年动销受益。分地区，23 年省内/省外实现收入 49.0/9.5 亿元，分别同比 +17.5%/+6.6%，预计省内合肥、阜阳等成熟市场增速较高，省外仍处于开拓初期。分渠道，24 年直销（含团购）/批发代理分别同比 +50.2%/+15.0%，直销渠道快速发展，公司对市场掌控力有望持续增强。24Q1 末，公司合同负债为 3.8 亿元，同比、环比分别 -15.8%、-5.5%。
- **23 年股权激励费用导致管理费用率提升，盈利暂时承压。**23 年，公司毛利率为 75.2%（yoy+1.0pct），预计受益于产品结构提升；销售/管理费用率分别同比 +0.3pct/+1.6pct，股权激励费用导致管理费用率提升；销售净利率为 28.9%（yoy-1.3pct）。24Q1，公司毛利率同比 -0.2pct，销售/管理费用率同比 -0.6pct/+0.1pct，销售净利率同比 -0.3pct。
- **省内加快渠道扁平化，有利于提升竞争力。**公司强化省内精耕细作，加强县区、乡镇市场下沉，加快渠道扁平化，提升产品竞争力；省外，公司聚焦长三角、珠三角、京津冀等重点区域，做深做实营销基础，提升品牌影响力。公司坚持品牌营销，持续提升作为兼香第一品牌的品牌影响力，有利于长远发展。

盈利预测与投资建议

- 根据 23 年年报，对 24-25 年略下调收入、上调费用率。我们预测公司 2024-2026 年每股收益分别为 3.31、3.80、4.28 元（原预测 24-25 年为 3.66、4.13 元）。结合可比公司，我们认为目前公司的合理估值水平为 2024 年的 19 倍市盈率，对应目标价为 62.89 元，维持买入评级。

风险提示：新品推广不及预期、省内竞争加剧、渠道变革不及预期风险。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,135	5,962	6,800	7,671	8,552
同比增长(%)	2.1%	16.1%	14.1%	12.8%	11.5%
营业利润(百万元)	2,101	2,326	2,692	3,087	3,478
同比增长(%)	-11.0%	10.7%	15.7%	14.7%	12.7%
归属母公司净利润(百万元)	1,550	1,721	1,988	2,280	2,568
同比增长(%)	-10.2%	11.0%	15.5%	14.7%	12.7%
每股收益(元)	2.58	2.87	3.31	3.80	4.28
毛利率(%)	74.2%	75.2%	75.6%	75.9%	76.3%
净利率(%)	30.2%	28.9%	29.2%	29.7%	30.0%
净资产收益率(%)	18.1%	18.5%	18.4%	18.3%	18.6%
市盈率	16.6	15.0	13.0	11.3	10.0
市净率	2.9	2.6	2.2	2.0	1.8

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2024年05月10日）	42.92 元
目标价格	62.89 元
52 周最高价/最低价	64.18/36.65 元
总股本/流通 A 股（万股）	60,000/59,687
A 股市值（百万元）	25,752
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2024 年 05 月 13 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	2.63	10.08	0.19	-22.85
相对表现%	0.91	5.47	-8.77	-14.58
沪深 300%	1.72	4.61	8.96	-8.27



证券分析师

叶书怀	yeshuhuai@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517090002
蔡琪	021-63325888*6079 caiqi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860519080001

联系人

姚晔	yaoye@orientsec.com.cn
燕斯娟	yansixian1@orientsec.com.cn

相关报告

双节动销放缓，收入有所承压	2023-10-27
省内营销改革加速渠道转型，省外加强招商有望贡献增量	2023-04-28
股权激励计划推出，改革有望加速推进	2023-03-17

投资建议

根据 23 年年报，对 24-25 年略下调收入、上调费用率。我们预测公司 2024-2026 年每股收益分别为 3.31、3.80、4.28 元（原预测 24-25 年为 3.66、4.13 元）。结合可比公司，我们认为目前公司的合理估值水平为 2024 年的 19 倍市盈率，对应目标价为 62.89 元，维持买入评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格（元）	每股收益（元）				市盈率			
		2024/5/10	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
古井贡酒	000596	275.32	8.68	11.12	13.87	16.97	31.71	24.76	19.85	16.22
迎驾贡酒	603198	74.30	2.86	3.62	4.49	5.42	25.98	20.52	16.53	13.72
伊力特	600197	21.04	0.72	0.92	1.16	1.41	29.22	22.93	18.10	14.94
洋河股份	002304	96.56	6.65	7.16	7.87	8.68	14.52	13.50	12.26	11.13
今世缘	603369	56.88	2.50	3.06	3.73	4.45	22.75	18.60	15.25	12.79
水井坊	600779	46.41	2.60	2.95	3.37	3.79	17.86	15.73	13.76	12.23
	调整后平均							19	16	13

数据来源：Wind、东方证券研究所

风险提示

- **新品推广不及预期风险。**兼系列被公司寄予厚望，是未来重要的营收增长点；若推广不及预期，将影响增长空间。
- **省内竞争加剧风险。**安徽市场强势酒企较多，省内市场竞争较为激烈。公司目前拥有一定市场基础和品牌力，但若省内竞品加大推广货折力度，可能对公司业绩造成不利影响。
- **渠道变革不及预期风险。**公司推进大商模式变革，若变革不及预期，可能对公司下沉市场开拓产生不利影响；此外，目前公司主要发力团购以助力中高端产品放量，若团购渠道开拓不及预期，可能对公司产品结构提升造成不利影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,680	1,515	2,686	3,394	4,226	营业收入	5,135	5,962	6,800	7,671	8,552
应收票据、账款及款项融资	343	446	516	582	649	营业成本	1,327	1,479	1,662	1,846	2,029
预付账款	34	26	24	28	31	营业税金及附加	782	901	1,034	1,166	1,300
存货	4,211	5,067	5,696	6,326	6,951	营业费用	700	827	942	1,063	1,185
其他	475	525	527	527	528	管理费用及研发费用	293	441	506	541	588
流动资产合计	6,743	7,578	9,448	10,856	12,385	财务费用	(41)	(12)	(2)	(3)	(4)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	1	29	7	8	10
固定资产	2,547	2,960	3,573	3,896	4,033	公允价值变动收益	1	7	10	9	7
在建工程	1,244	1,134	734	512	381	投资净收益	23	20	29	24	24
无形资产	516	513	499	485	470	其他	2	2	3	5	3
其他	460	347	406	389	381	营业利润	2,101	2,326	2,692	3,087	3,478
非流动资产合计	4,766	4,954	5,212	5,282	5,265	营业外收入	2	3	3	3	3
资产总计	11,508	12,532	14,660	16,138	17,650	营业外支出	0	1	1	1	1
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	2,102	2,328	2,694	3,089	3,480
应付票据及应付账款	806	848	954	1,059	1,164	所得税	552	606	706	809	912
其他	1,646	1,740	1,655	1,781	1,806	净利润	1,550	1,721	1,988	2,280	2,568
流动负债合计	2,452	2,588	2,608	2,840	2,969	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1,550	1,721	1,988	2,280	2,568
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	2.58	2.87	3.31	3.80	4.28
其他	152	195	195	195	195						
非流动负债合计	152	195	195	195	195	主要财务比率					
负债合计	2,604	2,783	2,803	3,035	3,164		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	600	600	600	600	600	营业收入	2.1%	16.1%	14.1%	12.8%	11.5%
资本公积	828	852	972	972	972	营业利润	-11.0%	10.7%	15.7%	14.7%	12.7%
留存收益	7,476	8,298	10,285	11,531	12,914	归属于母公司净利润	-10.2%	11.0%	15.5%	14.7%	12.7%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	8,904	9,749	11,857	13,103	14,486	毛利率	74.2%	75.2%	75.6%	75.9%	76.3%
负债和股东权益总计	11,508	12,532	14,660	16,138	17,650	净利率	30.2%	28.9%	29.2%	29.7%	30.0%
						ROE	18.1%	18.5%	18.4%	18.3%	18.6%
						ROIC	17.7%	18.3%	18.4%	18.2%	18.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	22.6%	22.2%	19.1%	18.8%	17.9%
净利润	1,550	1,721	1,988	2,280	2,568	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	188	260	276	334	378	流动比率	2.75	2.93	3.62	3.82	4.17
财务费用	(41)	(12)	(2)	(3)	(4)	速动比率	1.03	0.97	1.44	1.60	1.83
投资损失	(23)	(20)	(29)	(24)	(24)	营运能力					
营运资金变动	(558)	(809)	(674)	(468)	(567)	应收账款周转率	1,847.6	1,362.3	713.5	530.1	527.2
其它	(287)	(230)	(69)	8	2	存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
经营活动现金流	829	911	1,490	2,126	2,353	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
资本支出	(754)	(504)	(475)	(420)	(370)	每股指标(元)					
长期投资	(26)	7	0	0	0	每股收益	2.58	2.87	3.31	3.80	4.28
其他	689	199	39	33	31	每股经营现金流	1.38	1.52	2.48	3.54	3.92
投资活动现金流	(90)	(298)	(436)	(388)	(339)	每股净资产	14.84	16.25	19.76	21.84	24.14
债权融资	(2)	6	(5)	0	0	估值比率					
股权融资	0	24	120	0	0	市盈率	16.6	15.0	13.0	11.3	10.0
其他	(897)	(830)	2	(1,031)	(1,182)	市净率	2.9	2.6	2.2	2.0	1.8
筹资活动现金流	(899)	(800)	117	(1,031)	(1,182)	EV/EBITDA	10.6	9.2	8.0	7.0	6.2
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	11.6	10.3	8.8	7.7	6.8
现金净增加额	(160)	(188)	1,171	708	833						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。