

开系适时合理提价，渠道推力信心提振

■ 证券研究报告

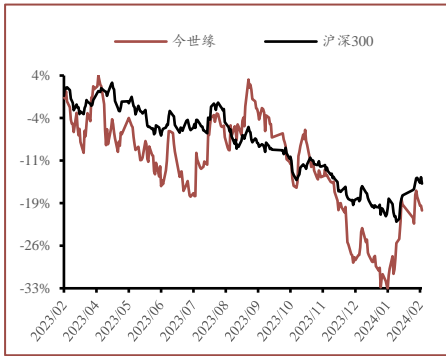
★ 投资评级:增持(维持)

基本数据

收盘价(元)	50.67
流通股本(亿股)	12.54
每股净资产(元)	10.20
总股本(亿股)	12.54

2024-02-28

最近 12 月市场表现



分析师 吴文德

SAC 证书编号: S0160523090004

wuwd01@ctsec.com

相关报告

- 《结构提升稳健增长，百亿在即稳步冲线》 2023-11-02
- 《销售多点提升，营销求变高质冲线》 2023-09-01
- 《多品系齐头并进，变革期步稳蹄疾》 2023-07-28

核心观点

- ❖ **事件:** 公司发布提价通知, ①2月29日起将停止接收四代开系产品销售订单; ②3月1日起五代国缘四开、对开、单开在四代版本基础上分别上调出厂价20元、10元、8元/瓶, 建议区域市场同步上调终端供货价、产品零售价及团购价; ③国缘四开严格执行配额机制, 计划内配额执行当期出厂价, 计划外配额在当期出厂价基础上, 按照上调10元/瓶执行。
- ❖ **“停货提价”彰显信心, 产品升级渠道提振。** 公司节后及时推动开系提价, 提振渠道利润同时彰显公司完成全年任务信心。我们预计本次提价幅度约在4%-5%, 整体涨幅适度合理, 同时辅以停货以及建议同步上调终端价, 如兑现顺利有望维系渠道推力。1 则进入淡季后及时停货提价, 维护提升产品价值; 2 则有效存进渠道价格管理, 维护价格体系; 3 则提振渠道信心, 蓄力后续回款, 推动全年任务稳步完成。
- ❖ **春节动销表现强劲, 全年目标稳步推进。** 公司顺利完成春节“开门红”, 节前回款进度35%, 此外公司积极加码C端营销活动, 一方面提升扫码红包、买赠等活动力度, 另一方面推出“贺新年·送国缘”等线上系列活动推动国缘春节动销。我们预计, 春节期间公司动销实现双位数增长, 节后库存合理回落, 其中四开及雅系强势能持续。同时公司五代国缘上市预热充分, 公司春节期间控货稳价相对顺利, 为五代上新打下良好基础, 目前整体批价稳定, 库存良性。我们预计, 伴随一季度任务顺利完成, 公司有望稳步完成全年股权激励增长目标。展望百亿后, 一方面省内次高端市场挖掘仍有可为, 另一方面品牌势能积累有望推动省外扩展突破。
- ❖ **投资建议:** 新品入市提价彰显信心, 后百亿征程高质启程。公司春节“开门红”亮眼, 动销表现超预期, 激励目标完成确定性持续增强。我们预计公司2023-2025年实现营业收入100.9/126.6/156.4亿元, 归母净利润31.4/39.0/48.4亿元, 对应PE为20.2/16.3/13.1倍, 维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示:** 宏观经济修复不及预期风险; 新品推广不及预期风险; 食品安全风险; 消费场景修复不及预期风险。

盈利预测:

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6406	7885	10094	12662	15642
收入增长率(%)	25.12	23.09	28.02	25.44	23.54
归母净利润(百万元)	2029	2503	3142	3899	4840
净利润增长率(%)	29.50	23.34	25.52	24.10	24.15
EPS(元/股)	1.62	2.01	2.50	3.11	3.86
PE	33.62	25.36	20.23	16.30	13.13
ROE(%)	21.83	22.62	23.57	24.33	24.85
PB	7.34	5.77	4.77	3.97	3.26

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

公司财务报表及指标预测						公司财务报表及指标预测					
利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6405.50	7884.62	10094.15	12661.92	15642.22	成长性					
减:营业成本	1626.41	1845.48	2235.38	2670.79	3137.35	营业收入增长率	25.1%	23.1%	28.0%	25.4%	23.5%
营业税费	1104.92	1277.41	1680.68	2088.62	2593.72	营业利润增长率	29.6%	23.2%	25.5%	24.1%	24.2%
销售费用	967.50	1390.08	1746.29	2279.15	2815.60	净利润增长率	29.5%	23.3%	25.5%	24.1%	24.2%
管理费用	257.96	322.94	423.65	569.79	713.86	EBITDA 增长率	46.0%	24.7%	33.5%	26.1%	25.1%
研发费用	30.41	37.58	50.47	63.31	78.21	EBIT 增长率	48.6%	25.0%	30.9%	26.0%	26.0%
财务费用	-65.05	-100.03	-125.53	-102.93	-160.94	NOPLAT 增长率	48.4%	25.1%	30.9%	26.0%	26.0%
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	7.8%	25.5%	14.2%	20.2%	21.6%
加:公允价值变动收益	97.62	84.00	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	12.5%	19.0%	20.4%	20.2%	21.6%
投资和汇兑收益	121.27	122.19	100.00	100.00	0.00	利润率					
营业利润	2712.30	3341.39	4194.56	5205.62	6462.90	毛利率	74.6%	76.6%	77.9%	78.9%	79.9%
加:营业外净收支	-12.87	-13.70	-17.54	-22.00	-27.18	营业利润率	42.3%	42.4%	41.6%	41.1%	41.3%
利润总额	2699.43	3327.69	4177.02	5183.62	6435.72	净利率	31.7%	31.7%	31.1%	30.8%	30.9%
减:所得税	670.30	824.90	1035.44	1284.97	1595.35	EBITDA/营业收入	39.8%	40.3%	42.0%	42.3%	42.8%
净利润	2029.13	2502.79	3141.58	3898.65	4840.37	EBIT/营业收入	37.9%	38.5%	39.4%	39.5%	40.3%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	3957.75	5381.27	4117.14	6437.41	10259.62	固定资产周转天数	74	56	86	97	91
交易性金融资产	2683.85	2256.05	2256.05	2256.05	2256.05	流动营业资本周转天数	57	-3	10	-5	-7
应收账款	39.85	46.72	65.19	70.97	99.14	流动资产周转天数	566	540	415	428	466
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转天数	2	2	2	2	2
预付帐款	5.45	5.24	7.97	8.69	10.10	存货周转天数	642	693	714	735	757
存货	3194.22	3909.66	4953.21	5953.66	7242.90	总资产周转天数	739	745	691	645	626
其他流动资产	13.58	34.16	37.23	37.28	37.32	投资资本周转天数	530	540	482	462	454
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	21.8%	22.6%	23.6%	24.3%	24.9%
长期股权投资	24.28	28.81	33.34	37.87	42.40	ROA	14.1%	13.8%	15.3%	15.7%	16.3%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	19.6%	19.6%	22.4%	23.5%	24.3%
固定资产	1293.66	1218.94	2385.90	3349.85	3881.97	费用率					
在建工程	726.45	1760.60	3332.42	3032.69	2122.89	销售费用率	15.1%	17.6%	17.3%	18.0%	18.0%
无形资产	169.90	342.68	413.81	494.45	602.64	管理费用率	4.0%	4.1%	4.2%	4.5%	4.6%
其他非流动资产	25.80	50.64	55.71	61.28	67.41	财务费用率	-1.0%	-1.3%	-1.2%	-0.8%	-1.0%
资产总额	14433.70	18183.71	20588.47	24768.60	29662.95	三费/营业收入	18.1%	20.5%	20.3%	21.7%	21.5%
短期债务	0.00	600.00	0.00	0.00	0.00	偿债能力					
应付帐款	434.26	811.25	613.31	709.14	832.34	资产负债率	35.6%	39.2%	35.3%	35.3%	34.3%
应付票据	135.95	270.00	224.60	241.95	262.73	负债权益比	55.2%	64.3%	54.5%	54.6%	52.3%
其他流动负债	268.62	265.23	265.23	265.23	265.23	流动比率	1.99	1.68	1.62	1.73	1.99
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.35	1.11	0.91	1.03	1.27
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	2384.66	360.65	441.34	—	—
负债总额	5136.62	7118.98	7262.15	8747.32	10185.55	分红指标					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	DPS(元)	0.59	0.73	1.10	0.81	0.88
股本	1254.50	1254.50	1254.50	1254.50	1254.50	分红比率					
留存收益	7739.07	9506.25	11767.83	14462.79	17918.91	股息收益率	1.1%	1.4%	2.2%	1.6%	1.7%
股东权益	9297.08	11064.73	13326.31	16021.28	19477.40	业绩和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	1.62	2.01	2.50	3.11	3.86
净利润	2029.13	2502.79	3141.58	3898.65	4840.37	BVPS(元)	7.41	8.82	10.62	12.77	15.53
加:折旧和摊销	120.35	143.58	270.58	345.43	387.37	PE(X)	33.6	25.4	20.2	16.3	13.1
资产减值准备	0.55	1.52	1.52	1.52	1.52	PB(X)	7.3	5.8	4.8	4.0	3.3
公允价值变动损失	-97.62	-84.00	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	1.06	8.27	9.00	0.00	0.00	P/S	10.6	8.1	6.3	5.0	4.1
投资收益	-121.27	-122.19	-100.00	-100.00	0.00	EV/EBITDA	25.2	18.6	14.0	10.7	8.0
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	1200.68	557.10	-330.74	440.00	138.18	PEG	1.1	1.1	0.8	0.7	0.5
经营活动产生现金流量	3024.10	2779.75	3231.94	4545.75	5361.69	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-1215.53	-1121.14	-3007.10	-1021.87	-155.17	REP					
融资活动产生现金流量	-1360.84	-144.38	-1488.97	-1203.60	-1384.32						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

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；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；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。