

投资评级 优于大市 维持

省外市场持续发力，新一轮股权激励推进

股票数据

03月20日收盘价(元)	84.05
52周股价波动(元)	68.00-204.55
总股本/流通A股(百万股)	333/332
总市值/流通市值(百万元)	28003/27927

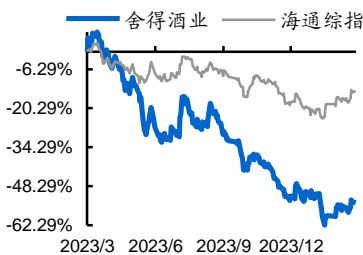
相关研究

《Q3收入稳健增长，激励落地释放经营活力》
2023.10.26

《拟推动员工持股计划，加速全国化市场布局》
2023.08.22

《盈利能力表现稳健，省外市场持续扩张》
2023.04.28

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	12.0	-6.9	-1.8
相对涨幅(%)	6.9	-16.6	-10.5

资料来源: 海通证券研究所

投资要点:

- 事件。**公司发布2023年年报: 公司2023年实现营业总收入70.81亿元, 同比+16.9%, 归母净利润17.71亿元, 同比+5.1%, 其中Q4单季实现营业总收入18.36亿元, 同比+27.6%, 归母净利润4.76亿元, 同比-1.9%。同时公告2023年利润分配方案: 每10股派发现金红利21.50元(含税), 分红率为40.2%。
- 23Q4中高档酒快速增长, 省外市场持续拓展。**分产品: 23年中高档酒收入同比+16.0%(量+27.9%, 价-9.3%), 我们认为或与品味舍得增长稳健, 中档舍之道等表现良好有关; 普通酒收入同比+16.1%(量-7.6%, 价+25.7%)。23年本部/夜郎古酒分别实现收入69.02/1.79亿元, 其中本部收入同比+14.0%。23Q4中高档酒收入同比+33.8%, 我们认为或与提价预期促进经销商回款有关; 低档酒收入同比-1.7%。根据酒说微信公众号, 24年春节舍得、沱牌酒开瓶率高速增长。分地区: 23年省内/省外酒类收入分别同比+16.8%/+15.6%, 其中Q4单季分别同比+11.1%/+36.8%。23年经销商净增加497个至2655个, 其中省内/省外分别增长72/425个。24年公司将进一步挖掘存量市场增长潜力; 持续深化首府战役, 推动强化消费者培育。
- 结构扰动毛利率承压, 费投增长拖累盈利。**23年归母净利率同比-2.82pct至25.0%, 我们认为主因: 1) 产品结构及夜郎古并表影响下毛利率承压, 23年同比-3.22pct至74.5%, 2) 销售费用率同比+1.43pct至18.2%, 主因职工薪酬费用率同比+1.25pct, 3) 税金及附加与所得税率降低(同比-0.58pct/-0.35pct)、管理费用率下滑(同比-0.72pct)冲抵部分影响。23Q4归母净利率同比-7.80pct至25.9%, 主因毛利率下行(-3.48pct)与期间费用率增长(同比+5.66pct)。
- 24年开展股份回购计划, 拟推动新一轮员工激励。**24年公司推动新一轮回购计划, 拟回购金额为1-2亿元, 拟用于员工持股计划或股权激励, 对应股本比例为0.2-0.5%(以回购股份价格上限131.00元/股计算)。截至2月29日, 公司已累计回购股份130.24万股, 占公司总股本比例的0.4%。我们认为激励计划有助于进一步激发团队活力。
- 盈利预测与投资建议。**我们预计公司2024-2026年EPS分别为6.08、7.16、8.25元/股。参考可比公司估值, 我们给予公司2024年16-20倍PE, 对应合理价值区间为97.34-121.67元, 维持“优于大市”评级。
- 风险提示。**行业竞争加剧, 渠道扩张不及预期, 新品销售不及预期。

分析师: 颜慧菁

Tel: (021)23154181

Email: yhj12866@haitong.com

证书: S0850520020001

联系人: 张嘉颖

Tel: (021)23154019

Email: zjy14705@haitong.com

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6056	7081	8163	9379	10714
(+/-)YoY(%)	21.9%	16.9%	15.3%	14.9%	14.2%
净利润(百万元)	1685	1771	2027	2384	2750
(+/-)YoY(%)	35.3%	5.1%	14.4%	17.6%	15.3%
全面摊薄EPS(元)	5.06	5.32	6.08	7.16	8.25
毛利率(%)	77.7%	74.5%	74.8%	75.0%	75.1%
净资产收益率(%)	26.6%	24.5%	24.0%	24.2%	23.9%

资料来源: 公司年报(2022-2023), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 可比公司估值表

代码	简称	收盘价(元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)		
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
600809	山西汾酒	248.80	3035.27	6.64	8.61	10.72	37.49	28.91	23.21	14.24	10.58	8.00
002304	洋河股份	103.36	1557.06	6.23	7.10	8.24	16.60	14.56	12.54	3.28	2.93	2.59
603369	今世缘	58.40	732.63	2.01	2.51	3.12	29.27	23.24	18.74	6.62	5.45	4.48
000596	古井贡酒	257.19	1359.51	5.95	8.42	10.82	43.25	30.55	23.76	7.34	6.29	5.31
000799	酒鬼酒	62.24	202.24	3.23	1.98	2.56	19.28	31.43	24.27	4.87	4.43	3.91
600779	水井坊	50.08	244.57	2.50	2.59	3.07	20.12	19.37	16.29	7.07	5.62	4.55
	均值			4.43	5.20	6.42	27.67	24.68	19.80	7.24	5.88	4.81

注: 收盘价为 2024 年 3 月 20 日价格, 估值为 Wind 一致预期。

资料来源: Wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标 (元)					营业总收入	7081	8163	9379	10714
每股收益	5.32	6.08	7.16	8.25	营业成本	1806	2058	2343	2665
每股净资产	21.71	25.35	29.63	34.57	毛利率%	74.5%	74.8%	75.0%	75.1%
每股经营现金流	2.15	5.91	6.94	8.06	营业税金及附加	1015	1170	1344	1535
每股股利	2.15	2.44	2.88	3.32	营业税金率%	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%
价值评估 (倍)					营业费用	1290	1505	1714	1943
P/E	15.81	13.82	11.74	10.18	营业费用率%	18.2%	18.4%	18.3%	18.1%
P/B	3.87	3.32	2.84	2.43	管理费用	636	714	806	906
P/S	3.95	3.43	2.99	2.61	管理费用率%	9.0%	8.8%	8.6%	8.5%
EV/EBITDA	12.38	8.82	7.33	6.17	EBIT	2245	2647	3119	3593
股息率%	2.6%	2.9%	3.4%	3.9%	财务费用	-28	-18	-16	-23
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.4%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
毛利率	74.5%	74.8%	75.0%	75.1%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	25.0%	24.8%	25.4%	25.7%	投资收益	8	40	40	40
净资产收益率	24.5%	24.0%	24.2%	23.9%	营业利润	2304	2654	3095	3575
资产回报率	15.9%	15.4%	15.8%	15.8%	营业外收支	26	12	42	42
投资回报率	22.2%	21.6%	22.1%	22.1%	利润总额	2330	2666	3137	3617
盈利增长 (%)					EBITDA	2418	2881	3395	3911
营业收入增长率	16.9%	15.3%	14.9%	14.2%	所得税	558	638	751	866
EBIT 增长率	4.7%	17.9%	17.8%	15.2%	有效所得税率%	23.9%	23.9%	23.9%	23.9%
净利润增长率	5.1%	14.4%	17.6%	15.3%	少数股东损益	1	1	1	2
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1771	2027	2384	2750
资产负债率	32.0%	33.5%	32.6%	31.8%					
流动比率	2.38	2.23	2.27	2.33	资产负债表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
速动比率	1.07	1.04	1.06	1.10	货币资金	2422	3125	3652	4403
现金比率	0.71	0.73	0.76	0.82	应收账款及应收票据	479	552	634	725
经营效率指标					存货	4424	5042	5740	6528
应收账款周转天数	13.61	13.61	13.61	13.61	其它流动资产	770	789	811	835
存货周转天数	894.30	894.30	894.30	894.30	流动资产合计	8094	9508	10837	12491
总资产周转率	0.64	0.62	0.62	0.62	长期股权投资	19	19	19	19
固定资产周转率	4.43	3.83	3.49	3.30	固定资产	1600	2133	2691	3243
					在建工程	726	870	948	989
					无形资产	417	398	380	362
					非流动资产合计	3022	3681	4298	4873
现金流量表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	资产总计	11116	13189	15135	17365
净利润	1771	2027	2384	2750	短期借款	0	400	400	400
少数股东损益	1	1	1	2	应付票据及应付账款	968	1103	1256	1428
非现金支出	173	234	276	318	预收账款	2	2	3	3
非经营收益	-39	-42	-64	-64	其它流动负债	2432	2756	3122	3531
营运资金变动	-1191	-251	-283	-320	流动负债合计	3401	4261	4780	5363
经营活动现金流	716	1968	2314	2685	长期借款	39	39	39	39
资产	-870	-881	-851	-851	其它长期负债	114	114	114	114
投资	693	0	0	0	非流动负债合计	153	153	153	153
其他	-158	40	40	40	负债总计	3554	4414	4933	5516
投资活动现金流	-335	-841	-811	-811	实收资本	333	333	333	333
债权募资	96	400	0	0	归属于母公司所有者权益	7233	8445	9871	11516
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	328	329	331	332
其他	-672	-824	-976	-1123	负债和所有者权益合计	11116	13189	15135	17365
融资活动现金流	-576	-424	-976	-1123					
现金净流量	-196	703	527	751					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 20 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2023A), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

颜慧菁 食品饮料行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 天润乳业,贵州茅台,洋河股份,山西汾酒,达利食品(退市),盐津铺子,千禾味业,味知香,千味央厨,东鹏饮料,佳禾食品,珍酒李渡,紫燕食品,康比特,光明乳业,妙可蓝多,农夫山泉,海融科技,周黑鸭,均瑶健康,李子园,汤臣倍健,安琪酵母,中炬高新,伊利股份,酒鬼酒,康师傅控股,华润啤酒,中国旺旺,迎驾贡酒

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 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 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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客户。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。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。