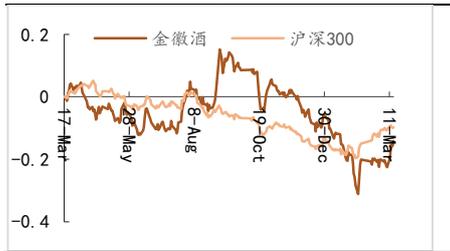


评级： 买入

赵瑞
食品饮料分析师
SAC 执证编号：S0110522120001
zhaorui2022@sczq.com.cn

易嘉豪
联系人
yijiahao@sczq.com.cn

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

核心观点

事件:2023 年 3 月 16 日,公司发布 2023 年年报,23 年营业总收入 25.48 亿元,同比增长 26.64%;归母净利润 3.29 亿元,同比增长 17.35%。对应 23 年第四季度营业总收入 5.29 亿元,同比增长 17.35%;归母净利润 5625.8 万元,同比减少 15.44%。

- **产品升级优化持续推进,100 元以上产品营收占比持续提升。**23 年 300 元以上产品营业收入 4.01 亿元,同比增长 37.13%。100-300 元产品营业收入 12.88 亿元,同比增长 32.28%。100 元以下产品营业收入 8.16 亿元,同比增长 14.22%。分产品结构来看,公司 100+ 以上产品,尤其是 300+ 以上产品的营业收入增速明显快于 100 元以下产品,公司产品结构升级明显,我们推测系伴随公司在西北和华东 49 个重点城市联动开展一场一站广告投放、高铁专列冠名等活动,公司金徽年份系列、金徽老窖系列等产品动销加速所致。
- **省内省外齐头并进,直销营收低速增长。**23 年公司省内营收 19.21 亿元,同比增长 26.67%。省外营收 5.85 亿元,同比增长 25.87%。省内省外齐头并进,我们认为公司甘肃省内市场一县一策精准运营实现纵深突破,省外陕西、宁夏、青海、新疆等西北大本营市场也在逐步成熟,为销售额的稳步增长提供了助力。23 年公司直销实现营收 6998 万元,同比增长 9.78%,代销实现营收 23.77 亿元,同比增长 25.67%,互联网销售实现营业收入 5859 万元,同比增长 128.15%。批发代理收入仍是公司收入的主要来源。
- **23 年毛利率净利率同比略有下滑,24 年营收目标合理。**公司全年毛利率 62.44%,同比减少 0.34pct,其中 23 年第四季度毛利率为 58.42%,相比于三季度 62.65%的毛利率环比下滑 4.23pct。2023 年全年净利率为 12.66%,同比降 1.22pct。公司 2024 年营业收入目标为 30.00 亿元、净利润目标为 4.00 亿元,相较于 23 年年初目标,整体目标设定更为科学。我们推测伴随公司省内外持续品牌打造和广告宣传,同时辅以 C 端运营层面红包扫码投入,预计公司全年实现年初既定营收目标确定性较高。
- **投资建议:**根据年报,我们调整盈利预测,预计 2024-2026 年营业总收入 30.12/35.56/42.09 亿元,归母净利润 4.04/4.79/5.55 亿元,对应 PE28.2/23.8/20.5 倍。维持“买入”评级。
- **风险提示:**宏观经济波动加大、行业政策风险、食品安全风险等

盈利预测

| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营收(亿元) | 25.48 | 30.12 | 35.56 | 42.09 |
| 营收增速(%) | 26.6 | 18.2 | 18.1 | 18.4 |
| 归母净利润(亿元) | 3.28 | 4.04 | 4.79 | 5.55 |
| 归母净利润增速(%) | 17.4 | 23.2 | 18.6 | 15.8 |
| EPS(元/股) | 0.65 | 0.80 | 0.94 | 1.09 |
| PE | 34.7 | 28.2 | 23.8 | 20.5 |

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) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|---------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流动资产 | 2739 | 3162 | 3645 | 4181 | 经营活动现金流 | 450 | 309 | 339 | 394 |
| 现金 | 1042 | 1193 | 1349 | 1497 | 净利润 | 328 | 404 | 479 | 555 |
| 应收账款 | 7 | 2 | 3 | 3 | 折旧摊销 | 113 | 126 | 117 | 110 |
| 其它应收款 | 36 | 42 | 50 | 59 | 财务费用 | -8 | -20 | -20 | 0 |
| 预付账款 | 11 | 13 | 15 | 17 | 投资损失 | 0 | -60 | -60 | -60 |
| 存货 | 1620 | 1884 | 2196 | 2566 | 营运资金变动 | 33 | -120 | -170 | -202 |
| 其他 | 23 | 27 | 32 | 38 | 其它 | -9 | -13 | 2 | 2 |
| 非流动资产 | 1663 | 1564 | 1472 | 1388 | 投资活动现金流 | -65 | 35 | 35 | 35 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资本支出 | -66 | -25 | -25 | -25 |
| 固定资产 | 1364 | 1285 | 1212 | 1144 | 长期投资 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 214 | 198 | 183 | 170 | 其他 | 0 | 60 | 60 | 60 |
| 其他 | 24 | 24 | 24 | 24 | 筹资活动现金流 | -162 | -192 | -217 | -282 |
| 资产总计 | 4402 | 4725 | 5118 | 5569 | 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 流动负债 | 1029 | 1148 | 1308 | 1498 | 长期借款 | -2 | -20 | 0 | 0 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他 | -143 | -193 | -237 | -282 |
| 应付账款 | 175 | 205 | 239 | 279 | 现金净增加额 | 223 | 151 | 156 | 148 |
| 其他 | 74 | 87 | 101 | 118 | | | | | |
| 非流动负债 | 51 | 51 | 51 | 51 | 主要财务比率 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 成长能力 | | | | |
| 其他 | 32 | 32 | 32 | 32 | 营业收入 | 26.6% | 18.2% | 18.1% | 18.4% |
| 负债合计 | 1080 | 1199 | 1359 | 1548 | 营业利润 | 26.5% | 19.9% | 18.5% | 15.7% |
| 少数股东权益 | -3 | -11 | -20 | -31 | 归属母公司净利润 | 17.4% | 23.2% | 18.6% | 15.8% |
| 归属母公司股东权益 | 3326 | 3537 | 3779 | 4052 | 获利能力 | | | | |
| 负债和股东权益 | 4402 | 4725 | 5118 | 5569 | 毛利率 | 62.4% | 62.9% | 63.3% | 63.8% |
| | | | | | 净利率 | 12.9% | 13.4% | 13.5% | 13.2% |
| | | | | | ROE | 9.9% | 11.4% | 12.7% | 13.7% |
| | | | | | ROIC | 9.4% | 10.8% | 12.1% | 13.6% |
| 利润表 (百万元) | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 偿债能力 | | | | |
| 营业收入 | 2548 | 3012 | 3556 | 4209 | 资产负债率 | 24.5% | 25.4% | 26.6% | 27.8% |
| 营业成本 | 957 | 1118 | 1304 | 1523 | 净负债比率 | 0.4% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 营业税金及附加 | 375 | 444 | 524 | 620 | 流动比率 | 2.66 | 2.75 | 2.79 | 2.79 |
| 营业费用 | 535 | 663 | 782 | 926 | 速动比率 | 1.09 | 1.11 | 1.11 | 1.08 |
| 研发费用 | 51 | 61 | 72 | 85 | 营运能力 | | | | |
| 管理费用 | 275 | 331 | 391 | 463 | 总资产周转率 | 0.58 | 0.64 | 0.69 | 0.76 |
| 财务费用 | -20 | -20 | -20 | 0 | 应收账款周转率 | 229.32 | 638.21 | 1446.21 | 1447.89 |
| 资产减值损失 | -1 | -1 | -1 | -1 | 应付账款周转率 | 5.99 | 5.88 | 5.88 | 5.88 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股指标(元) | | | | |
| 投资净收益 | 24 | 60 | 60 | 60 | 每股收益 | 0.65 | 0.80 | 0.94 | 1.09 |
| 营业利润 | 396 | 474 | 562 | 650 | 每股经营现金 | 0.89 | 0.61 | 0.67 | 0.78 |
| 营业外收入 | 2 | 5 | 5 | 5 | 每股净资产 | 6.56 | 6.97 | 7.45 | 7.99 |
| 营业外支出 | 19 | 19 | 19 | 19 | 估值比率 | | | | |
| 利润总额 | 379 | 461 | 548 | 637 | P/E | 34.7 | 28.2 | 23.8 | 20.5 |
| 所得税 | 57 | 64 | 79 | 93 | P/B | 3.42 | 3.22 | 3.01 | 2.81 |
| 净利润 | 322 | 396 | 470 | 544 | | | | | |
| 少数股东损益 | -6 | -8 | -9 | -11 | | | | | |
| 归属母公司净利润 | 328 | 404 | 479 | 555 | | | | | |
| EBITDA | 478 | 580 | 659 | 760 | | | | | |
| EPS (元) | 0.65 | 0.80 | 0.94 | 1.09 | | | | | |

分析师简介

赵瑞：农业及食品饮料行业分析师，复旦大学金融硕士，2022年11月加入首创证券研究发展部。

易嘉豪：南开大学金融硕士，首席研究员，主要覆盖白酒行业，五年行业产业研究经验，一年食品饮料买方研究经历，四年头部白酒企业市场研究及一线运营经历，2023年5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 |