

中高档势能持续向上，省内大本营强势增长

——24Q1 季报点评

核心观点

- 核心业绩：**公司发布 2024 年一季报，24Q1 实现营业收入 10.8 亿，同比增长 20.4%；归母净利润 2.2 亿元，同比增长 21.6%。24Q1 季末合同负债 6.3 亿元，同比增长 33.1%。2024Q1，公司毛利率为 65.4%（yoy+0.4pct），赠酒对毛利率的影响减弱；销售费用率为 18.0%（yoy+0.2pct），管理费用率为 7.9%（yoy+0.69pct）；归母净利率为 20.55%（yoy+0.2pct）。
- 年份系列引领产品结构升级，柔和系列势能向上、稳健增长。**分档次，2024Q1 公司 300 元/500ML 以上产品实现收入 1.9 亿元（yoy+86.5%）。年份系列初具规模，口碑不断提升，叠加大客户开拓与核心意见领袖培育，空间值得期待。省内金徽 18 快速增长，金辉 28 塑造品牌势能。100-300 元产品实现收入 5.5 亿元（yoy+24.1%），柔和系列逐步放量，柔和 H3 承接百元内白酒消费升级需求，金徽五星加强宴席渗透。100 元以下产品实现收入 3.24 亿元（yoy-4.2%），公司持续推进产品结构高端化升级。24Q1 公司 300 元以上产品收入占比 17.9%，同比 +6.3pct；100-300 元产品收入占比 51.7%，同比 +1.5pct，100 元以下收入占比 30.4%，同比 -7.8pct。
- 甘肃省内根基稳固、持续渗透，省外环甘肃、华东、北方市场逐步突破。**分地区，2024Q1 省内实现收入 8.48 亿元（yoy+22.6%），占收入的比例为 79.6%，同比 +1.3pct。甘肃省旅游、投资恢复良好，叠加公司一县一策精准运营下市占率持续提升，甘肃省内实现高增速。24Q1 省外实现收入 2.18 亿元（yoy+13.2%）。环甘肃聚焦陕西宝鸡等重点样板市场，以能量系列为主布局宁夏，以柔和系列为主耕耘青海等，持续打造西北五省根据地。华东与复星合作，以金徽老窖系列团购为主，突破华东市场，持续培育北方内蒙等市场。

盈利预测与投资建议

- 公司深耕甘肃市场，打造西北五省根据地，省内持续渗透，省外积极突破。年份系列引领产品结构升级，柔和系列稳健放量。我们维持预测公司 2024-2026 年每股收益分别为 0.89、1.10、1.33 元。结合可比公司，我们认为目前公司的合理估值水平为 24 年的 28 倍市盈率，对应目标价为 24.92 元，维持买入评级。

风险提示

消费升级不及预期、费用投放维持高位、业绩低于目标风险。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,012	2,548	3,058	3,653	4,270
同比增长(%)	12.5%	26.6%	20.0%	19.4%	16.9%
营业利润(百万元)	314	397	538	666	805
同比增长(%)	-21.7%	26.4%	35.5%	23.9%	20.9%
归属母公司净利润(百万元)	280	329	449	558	677
同比增长(%)	-13.7%	17.3%	36.6%	24.3%	21.2%
每股收益(元)	0.55	0.65	0.89	1.10	1.33
毛利率(%)	62.8%	62.4%	62.8%	63.4%	64.0%
净利率(%)	13.9%	12.9%	14.7%	15.3%	15.9%
净资产收益率(%)	9.1%	10.2%	12.7%	14.0%	15.3%
市盈率	38.5	32.8	24.0	19.3	15.9
市净率	3.4	3.2	2.9	2.6	2.3

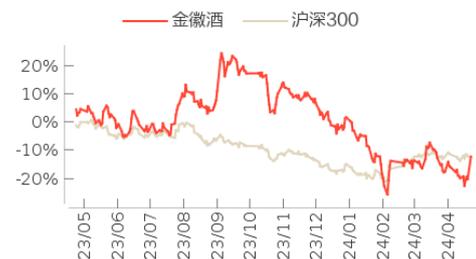
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

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04月22日）	21.26 元
目标价格	24.92 元
52 周最高价/最低价	30.8/17.2 元
总股本/流通 A 股（万股）	50,726/50,726
A 股市值（百万元）	10,784
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2024 年 04 月 23 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	8.75	0.62	0.9	-12.24
相对表现%	9.26	1.02	-8.79	0.2
沪深 300%	-0.51	-0.4	9.69	-12.44



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
燕斯娴	yansixian1@orientsec.com.cn

相关报告

产品结构持续升级，省内外双轮驱动	2024-03-24
产品结构向上，省内外快速拓展	2023-10-25
省内升级省外拓展，公司盈利恢复弹性较高	2023-03-23

投资建议

公司深耕甘肃市场，打造西北五省根据地，省内持续渗透，省外积极突破。年份系列引领产品结构升级，柔和系列稳健放量。我们维持预测公司 2024-2026 年每股收益分别为 0.89、1.10、1.33 元。结合可比公司，我们认为目前公司的合理估值水平为 24 年的 28 倍市盈率，对应目标价为 24.92 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			
		2024/4/22	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
古井贡酒	000596	259.10	5.95	8.43	10.84	13.57	43.57	30.72	23.90	19.09	
山西汾酒	600809	243.70	6.64	8.62	10.73	13.15	36.72	28.29	22.71	18.53	
天佑德酒	002646	10.46	0.16	0.19	0.33	0.47	66.62	56.27	32.01	22.31	
金种子酒	600199	14.96	-0.28	-0.03	0.23	0.55	-52.58	-498.67	65.76	27.14	
伊力特	600197	19.90	0.35	0.68	0.92	1.19	56.78	29.33	21.74	16.76	
	调整后平均							29.00	28.00	20.00	

数据来源：Wind、东方证券研究所

风险提示

消费升级不及预期风险。公司近年高档产品保持了较快增长，高档酒的业绩贡献逐渐增大。若经济增速、居民消费升级恢复速度低于预期，将对高档产品销售和公司业绩产生负面影响。

费用投放维持高位风险。如果公司费用投放保持高位，将对利润产生压力。

业绩低于目标风险。公司对于净利润目标进行多次调整，如果净利润持续低于目标，可能对投资者信心、股价造成负面影响。

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	810	1,042	1,401	1,711	2,123	营业收入	2,012	2,548	3,058	3,653	4,270
应收票据、账款及款项融资	15	7	9	10	12	营业成本	749	957	1,138	1,337	1,535
预付账款	7	11	13	15	18	营业税金及附加	294	375	443	526	618
存货	1,512	1,620	1,926	2,263	2,598	营业费用	420	535	612	731	855
其他	41	59	65	77	84	管理费用及研发费用	268	326	380	454	527
流动资产合计	2,386	2,739	3,414	4,076	4,835	财务费用	(13)	(20)	(29)	(38)	(47)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	1	1	1	1	1
固定资产	1,443	1,364	1,282	1,197	1,113	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	2	2	1	1	1	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	199	213	207	201	195	其他	21	23	25	25	25
其他	66	84	74	73	72	营业利润	314	397	538	666	805
非流动资产合计	1,710	1,663	1,564	1,473	1,381	营业外收入	2	2	3	3	3
资产总计	4,095	4,402	4,978	5,549	6,216	营业外支出	13	19	12	12	12
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	303	380	529	657	796
应付票据及应付账款	144	175	208	245	281	所得税	24	57	79	99	119
其他	761	854	954	1,087	1,234	净利润	279	323	449	558	677
流动负债合计	905	1,029	1,162	1,332	1,516	少数股东损益	(1)	(6)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	280	329	449	558	677
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.55	0.65	0.89	1.10	1.33
其他	39	51	44	44	46						
非流动负债合计	39	51	44	44	46	主要财务比率					
负债合计	944	1,080	1,206	1,376	1,562		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	1	(3)	(3)	(3)	(3)	成长能力					
实收资本(或股本)	507	507	507	507	507	营业收入	12.5%	26.6%	20.0%	19.4%	16.9%
资本公积	871	871	871	871	871	营业利润	-21.7%	26.4%	35.5%	23.9%	20.9%
留存收益	1,772	1,948	2,397	2,798	3,280	归属于母公司净利润	-13.7%	17.3%	36.6%	24.3%	21.2%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	3,151	3,323	3,772	4,173	4,654	毛利率	62.8%	62.4%	62.8%	63.4%	64.0%
负债和股东权益总计	4,095	4,402	4,978	5,549	6,216	净利率	13.9%	12.9%	14.7%	15.3%	15.9%
						ROE	9.1%	10.2%	12.7%	14.0%	15.3%
						ROIC	9.0%	9.8%	12.1%	13.4%	14.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	23.1%	24.5%	24.2%	24.8%	25.1%
净利润	279	323	449	558	677	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	106	107	93	94	94	流动比率	2.64	2.66	2.94	3.06	3.19
财务费用	(13)	(20)	(29)	(38)	(47)	速动比率	0.96	1.09	1.28	1.36	1.48
投资损失	(0)	(0)	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	(53)	4	(182)	(184)	(162)	应收账款周转率	256.5	372.8	386.9	386.0	382.2
其它	0	37	(1)	(1)	1	存货周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
经营活动现金流	319	450	330	429	562	总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7
资本支出	(62)	(43)	(1)	(1)	(1)	每股指标(元)					
长期投资	1	0	0	0	0	每股收益	0.55	0.65	0.89	1.10	1.33
其他	5	(22)	1	0	0	每股经营现金流	0.63	0.89	0.65	0.85	1.11
投资活动现金流	(57)	(65)	(0)	(1)	(1)	每股净资产	6.21	6.56	7.44	8.23	9.18
债权融资	4	(2)	(0)	1	(0)	估值比率					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	38.5	32.8	24.0	19.3	15.9
其他	(125)	(161)	29	(120)	(149)	市净率	3.4	3.2	2.9	2.6	2.3
筹资活动现金流	(121)	(162)	29	(119)	(149)	EV/EBITDA	24.9	21.0	16.8	14.0	11.9
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	33.7	26.9	19.9	16.1	13.4
现金净增加额	142	223	359	309	412						

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。