

省内结构升级顺畅，红利性价比凸显

核心观点

- 核心业绩：**公司发布 23 年年报和 24 年一季报，23 年营收 331.26 亿元(yoy+10.04%)，归母净利润 100.16 亿元(yoy+6.8%)，顺利收官。24Q1 营收 162.55 亿元(yoy+8.03%)，归母净利润 60.55 亿元(yoy+5.02%)。
- 蓝色经典系列控货稳健，普通酒放量增长。**23 年白酒收入 323.9 亿元(yoy+10.4%)，销量和吨价分别变动-14.9%和 29.8%，吨价上行明显。拆分来看，23 年中高档酒收入 285.4 亿元(yoy+8.82%)，占比减少 1.1pct 至 87.8%，普通酒收入 39.51 亿元(yoy+20.7%)。23 年酒类省内外分别实现收入 143.93 亿元(yoy+8.1%)和 180.96 亿元(yoy+11.9%)，省外占比 55.7%(yoy+0.9pct)。23 年末加大招商，经销商数量达到 8,789 家，环比 23H1 末增加 328 家。
- 销售费用率增加，毛利率相对保持稳定。**公司 23 年毛利率 75.25%(yoy+0.6pct)，24Q1 毛利率 76.03%(yoy-0.56pct)。23 年公司销售费用率 16.3%(yoy+2.4pct)，管理费用率 5.3%(yoy-1.1pct)；24Q1 销售费用率 8.52%(yoy+1.11pct)，管理费用率 2.85%(yoy-0.89pct)。综合，23 年和 24Q1 归母净利率分别达到 30.2%(yoy-0.9pct)和 37.24%(yoy-1.2pct)。
- 省内消费升级支撑业绩增长，分红率提升红利价值凸显。**23 年公司强化大本营市场运作，梳理海天梦主导产品价格体系，优化调整销售策略，推动江苏省内市场稳步发展，省内结构升级顺利，带动省内毛利率提高 2.37pct 至 74.90%。省外推进市场全国化，强化增点扩面、深化乡镇下沉、优化消费者培育，进一步拓展省外市场。24 年公司梦 6+提价，进一步引导品牌向上升级。同时，公司公告 2023 年度利润分配为每 10 股派发现金红利人民币 46.60 元（含税），分红比率为 70.09%。截止 24 年 4 月 28 日，公司近十二个月股息率达到 3.74%，当前位置投资性价比凸显。

盈利预测与投资建议

- 考虑短期内公司面临的江苏省内竞争加剧，下调营收和毛利率，长期仍看好公司梦 6+在 600 元高线次高端价格带引领升级，以及公司全国化的持续深入。预测 24-26 年每股收益分别为 7.46、8.42 和 9.24 元（原 24-25 年预测为 8.62、10.05 元）。参考可比公司估值，给予公司 24 年 18 倍 PE，目标价 134.28 元，维持买入评级。

风险提示：省外拓展进度偏慢、消费需求不及预期、食品安全事件风险。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	30,105	33,126	36,880	41,054	45,066
同比增长(%)	18.8%	10.0%	11.3%	11.3%	9.8%
营业利润(百万元)	12,509	13,243	15,027	16,942	18,593
同比增长(%)	25.2%	5.9%	13.5%	12.7%	9.7%
归属母公司净利润(百万元)	9,378	10,016	11,244	12,687	13,921
同比增长(%)	24.9%	6.8%	12.3%	12.8%	9.7%
每股收益(元)	6.23	6.65	7.46	8.42	9.24
毛利率(%)	74.6%	75.2%	75.3%	75.5%	75.6%
净利率(%)	31.2%	30.2%	30.5%	30.9%	30.9%
净资产收益率(%)	20.8%	20.2%	19.5%	19.3%	19.7%
市盈率	16.1	15.1	13.4	11.9	10.8
市净率	3.2	2.9	2.4	2.2	2.1

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26日）	100.09元
目标价格	134.28元
52周最高价/最低价	150/88.3元
总股本/流通A股（万股）	150,645/150,216
A股市值（百万元）	150,780
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2024年04月29日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	4.86	-0.33	5.55	-31.26
相对表现	3.66	-1.47	-1.96	-21.79
沪深300	1.2	1.14	7.51	-9.47



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	
省内双节动销良好，看好梦6+收入弹性	2023-10-30
中高档酒增速较高，结构改善毛利率高增	2023-08-30
结构升级渠道扩张，23年顺利开局	2023-04-26

投资建议

考虑短期内公司面临的江苏省内竞争加剧，下调营收和毛利率，长期仍看好公司梦6+在600元高端线次高端价格带引领升级，以及公司全国化的持续深入。预测24-26年每股收益分别为7.46、8.42和9.24元（原24-25年预测为8.62、10.05元）。参考可比公司估值，给予公司24年18倍PE，目标价134.28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		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
贵州茅台	600519	1709.43	59.49	69.92	81.15	28.73	24.45	21.06
五粮液	000858	152.25	7.78	8.79	9.94	19.56	17.32	15.32
泸州老窖	000568	186.42	9.00	11.04	13.33	20.72	16.89	13.98
古井贡酒	000596	264.50	8.68	11.00	13.77	30.47	24.04	19.21
今世缘	603369	59.05	2.51	3.11	3.82	23.50	18.96	15.46
口子窖	603589	40.72	2.99	3.54	4.11	13.60	11.52	9.91
舍得酒业	600702	72.53	5.32	6.08	7.08	13.64	11.92	10.24
迎驾贡酒	603198	68.94	2.86	3.57	4.43	24.11	19.28	15.55
调整后平均						22.00	18.00	15.00

数据来源：Wind、东方证券研究所（注：最新价格为截止2024年4月28日的最新收盘价）

风险提示

- **省外拓展进度偏慢风险。**如果新江苏市场拓展的速度放缓，可能会影响公司收入利润增速。
- **消费需求不及预期风险。**若消费需求不及预期，可能对渠道信心及公司业绩造成不利影响。
- **食品安全事件风险。**若白酒行业发生食品安全黑天鹅事件，则可能对公司的销量及业绩造成不利影响。

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	24,375	25,813	35,953	39,749	43,895	营业收入	30,105	33,126	36,880	41,054	45,066
应收票据、账款及款项融资	1,194	792	881	981	1,077	营业成本	7,646	8,200	9,096	10,062	10,997
预付账款	11	51	57	63	69	销售费用	4,179	5,387	5,095	5,672	6,226
存货	17,729	18,954	21,026	23,256	25,420	管理费用	1,936	1,764	1,876	2,088	2,292
其他	8,202	6,925	6,932	6,939	6,946	研发费用	254	285	317	353	387
流动资产合计	51,512	52,535	64,848	70,989	77,407	财务费用	(636)	(755)	(307)	(377)	(417)
长期股权投资	33	1,230	1,230	1,230	1,230	资产、信用减值损失	3	2	0	0	0
固定资产	5,795	5,306	5,659	5,815	5,796	公允价值变动收益	(318)	(37)	(250)	(178)	(144)
在建工程	757	1,457	1,467	1,219	993	投资净收益	426	256	300	341	278
无形资产	1,714	1,773	1,833	1,889	1,941	其他	(4,323)	(5,218)	(5,826)	(6,478)	(7,121)
其他	8,161	7,492	7,514	7,525	7,506	营业利润	12,509	13,243	15,027	16,942	18,593
非流动资产合计	16,461	17,258	17,703	17,678	17,466	营业外收入	26	39	30	32	34
资产总计	67,973	69,792	82,550	89,051	95,725	营业外支出	32	64	60	52	59
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	12,503	13,218	14,997	16,922	18,568
应付票据及应付账款	1,376	1,426	1,582	1,750	1,912	所得税	3,114	3,197	3,749	4,230	4,642
其他	18,552	15,750	17,109	18,620	20,087	净利润	9,389	10,021	11,248	12,691	13,926
流动负债合计	19,928	17,176	18,691	20,369	21,999	少数股东损益	12	5	4	5	5
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	9,378	10,016	11,244	12,687	13,921
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	6.23	6.65	7.46	8.42	9.24
其他	520	567	563	565	564						
非流动负债合计	520	567	563	565	564	主要财务比率					
负债合计	20,448	17,742	19,254	20,934	22,563		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	50	111	115	120	125	成长能力					
股本	1,507	1,506	1,506	1,506	1,506	营业收入	18.8%	10.0%	11.3%	11.3%	9.8%
资本公积	848	931	931	931	931	营业利润	25.2%	5.9%	13.5%	12.7%	9.7%
留存收益	45,118	49,500	60,743	65,559	70,600	归属于母公司净利润	24.9%	6.8%	12.3%	12.8%	9.7%
其他	2	2	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	47,525	52,050	63,296	68,117	73,162	毛利率	74.6%	75.2%	75.3%	75.5%	75.6%
负债和股东权益总计	67,973	69,792	82,550	89,051	95,725	净利率	31.2%	30.2%	30.5%	30.9%	30.9%
						ROE	20.8%	20.2%	19.5%	19.3%	19.7%
						ROIC	19.8%	19.0%	19.1%	18.9%	19.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	30.1%	25.4%	23.3%	23.5%	23.6%
净利润	9,389	10,021	11,248	12,691	13,926	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	686	681	542	610	662	流动比率	2.58	3.06	3.47	3.49	3.52
财务费用	(636)	(755)	(307)	(377)	(417)	速动比率	1.69	1.96	2.34	2.34	2.36
投资损失	(426)	(256)	(300)	(341)	(278)	营运能力					
营运资金变动	(6,101)	(4,474)	(658)	(666)	(643)	应收账款周转率	1,297.9	1,361.2	9,890.8	9,890.3	9,824.7
其它	735	912	219	164	162	存货周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
经营活动现金流	3,648	6,130	10,743	12,087	13,435	总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
资本支出	(403)	(884)	(961)	(569)	(470)	每股指标(元)					
长期投资	(0)	(1,197)	0	0	0	每股收益	6.23	6.65	7.46	8.42	9.24
其他	4,420	2,742	50	163	134	每股经营现金流	2.42	4.07	7.13	8.03	8.92
投资活动现金流	4,017	661	(911)	(406)	(335)	每股净资产	31.51	34.48	41.94	45.14	48.48
债权融资	15	1	0	0	0	估值比率					
股权融资	122	82	(0)	0	0	市盈率	16.1	15.1	13.4	11.9	10.8
其他	(4,629)	(5,691)	307	(7,494)	(8,464)	市净率	3.2	2.9	2.4	2.2	2.1
筹资活动现金流	(4,492)	(5,608)	307	(7,494)	(8,464)	EV/EBITDA	8.7	8.3	7.2	6.4	5.8
汇率变动影响	(0)	(1)	-0	-0	-0	EV/EBIT	9.2	8.8	7.4	6.6	6.0
现金净增加额	3,172	1,182	10,140	3,796	4,146						

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。