

中高档价增亮眼，低档量增强劲，盈利能力提升

核心观点

- 核心业绩：**公司近期发布 2023 年年报、2024 年一季报。23 全年实现营收 302.33 亿元（yoy+20.3%）；实现归母净利润 132.46 亿元（yoy+27.8%）。24Q1 实现营业收入 91.9 亿元（yoy+20.7%）；实现归母净利润 45.74 亿元（yoy+23.2%）。
- 中高档价增亮眼，低档量增强劲。**分产品，23 年公司中高档白酒实现收入 268.41 亿元（yoy+21.3%），其中销量为 3.8 万吨（yoy+1.2%），吨价为 71.4 万元/吨（yoy+19.8%），预计主要受益于国窖系列提价以及国窖等高档结构占比提升。23 年其他酒类实现收入 32.4 亿元（yoy+22.9%），其中销量、吨价分别同比增长 19.6%、2.7%，预计主要系头曲放量增长。截至 23 年末，公司在境内、境外的经销商数量分别为 1710、104 家，境内相较 23H1 末增加 9 家，境外相较减少 7 家。截至 24Q1 末，公司合同负债为 25.35 亿元，同比升高 46.9%。
- 毛利率提升，费用率下降，盈利能力提升。**23 年，公司毛利率为 88.3%（yoy+1.7pct），销售费用率为 13.1%（yoy-0.6pct），管理费用率为 3.8%（yoy-0.9pct）。24Q1，公司毛利率为 88.4%（yoy+0.3pct），销售费用率为 7.8%（yoy-1.2pct），管理费用率为 2.5%（yoy-0.8pct），营业税金及附加占收入比重为 12.4%（yoy+0.2pct）。综合，23 年销售净利率为 44%（yoy+2.5pct），24Q1 净利率为 49.8%（yoy+0.9pct），盈利能力提升。
- 2023 年圆满完成目标，重点销售区域市占率进一步提升。**23 年公司圆满地完成了董事会于年初提出的营收同比增长不低于 15%的目标，并延续设定 24 年营收目标为同比增长不低于 15%。公司的国窖 1573 品牌在国内市场全面覆盖，海外市场全力扩张；泸州老窖品牌在粮仓市场筑垒精耕，机会市场站稳渗透，名酒复兴捷报频传。2023 年泸州老窖重点销售区域不断拓展突破，市占率进一步提升。2023 年公司分红比例为 60%，截止 24 年 4 月 28 日的股息率（近 12 个月）为 2.27%。

盈利预测与投资建议

- 根据 2023 年报基数，下调 24-25 年收入，上调毛利率、费用率。我们预测公司 24-25 年每股收益分别为 10.91、12.94、15.23 元（原预测 24-25 年为 11.41、13.73 元）。参考可比公司估值，给予公司 24 年 20 倍市盈率，对应目标价为 218.20 元，维持买入评级。

风险提示：消费升级不及预期、国窖销售不及预期、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)	25,124	30,233	36,507	43,070	49,975
同比增长(%)	21.7%	20.3%	20.8%	18.0%	16.0%
营业利润(百万元)	13,847	17,842	21,599	25,614	30,140
同比增长(%)	30.7%	28.9%	21.1%	18.6%	17.7%
归属母公司净利润(百万元)	10,365	13,246	16,065	19,045	22,417
同比增长(%)	30.3%	27.8%	21.3%	18.5%	17.7%
每股收益(元)	7.04	9.00	10.91	12.94	15.23
毛利率(%)	86.6%	88.3%	89.1%	89.7%	90.3%
净利率(%)	41.3%	43.8%	44.0%	44.2%	44.9%
净资产收益率(%)	33.3%	35.0%	32.3%	30.3%	30.7%
市盈率	26.5	20.7	17.1	14.4	12.2
市净率	8.0	6.6	4.7	4.1	3.5

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）	186.42 元
目标价格	218.20 元
52 周最高价/最低价	250.16/140.01 元
总股本/流通 A 股（万股）	147,199/146,727
A 股市值（百万元）	274,408
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	6.11	-0.48	20.13	-15.84
相对表现	4.91	-1.62	12.62	-6.37
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	
产品多点开花，业绩维持高增	2023-10-30
产品结构提升盈利向好，提价保障国窖健	2023-08-29
康运作	
盈利能力大幅提升，多元化大单品矩阵渐	2023-05-07
成	

投资建议

根据 2023 年报基数，下调 24-25 年收入，上调毛利率、费用率。我们预测公司 24-25 年每股收益分别为 10.91、12.94、15.23 元（原预测 24-25 年为 11.41、13.73 元）。参考可比公司估值，给予公司 24 年 20 倍市盈率，对应目标价为 218.20 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	81.16	28.73	24.45	21.06
五粮液	000858	152.25	7.78	8.79	9.94	19.56	17.32	15.32
水井坊	600779	46.17	2.60	3.01	3.51	17.77	15.32	13.16
山西汾酒	600809	252.29	8.56	10.76	13.18	29.49	23.45	19.15
酒鬼酒	000799	50.20	1.69	2.37	2.94	29.78	21.19	17.08
舍得酒业	600702	72.53	5.32	6.08	7.08	13.64	11.92	10.24
古井贡酒	000596	264.50	8.68	11.02	13.81	30.47	24.01	19.16
调整后平均						25.00	20.00	17.00

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

- **消费升级不及预期风险。**若经济增长放缓、居民消费升级速度低于预期，将对高档产品销售和公司业绩产生负面影响。
- **国窖销售不及预期风险。**国窖1573 是公司未来业绩增长的核心产品，在高端白酒领域面临茅台和五粮液等产品的竞争，若市场竞争加剧导致国窖1573 销量不及预期将影响公司盈利表现。
- **食品安全事件风险。**若白酒行业发生食品安全事件，则可能对公司产品销售、营业收入以及利润均产生不利影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	17,758	25,952	41,567	48,198	57,705
应收票据、账款及款项融资	4,589	5,956	6,930	8,330	9,576
预付账款	114	202	205	265	294
存货	9,841	11,622	12,404	14,206	15,265
其他	1,250	1,626	1,694	1,778	1,861
流动资产合计	33,552	45,358	62,799	72,777	84,701
长期股权投资	2,668	2,708	2,844	2,986	3,135
固定资产	8,853	8,613	9,180	9,552	9,785
在建工程	809	1,718	1,711	1,423	1,224
无形资产	3,083	3,398	3,347	3,296	3,245
其他	2,421	1,498	1,718	1,602	1,593
非流动资产合计	17,834	17,936	18,799	18,860	18,982
资产总计	51,385	63,294	81,599	91,637	103,683
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2,312	2,357	2,703	2,985	3,266
其他	8,340	7,714	8,865	9,170	9,976
流动负债合计	10,652	10,071	11,568	12,155	13,243
长期借款	3,180	10,000	10,000	10,000	10,000
应付债券	2,996	1,499	1,499	1,499	1,499
其他	229	193	178	198	189
非流动负债合计	6,405	11,692	11,677	11,697	11,688
负债合计	17,057	21,763	23,245	23,852	24,931
少数股东权益	121	140	156	175	198
实收资本（或股本）	1,472	1,472	1,472	1,472	1,472
资本公积	4,161	4,569	5,185	5,185	5,185
留存收益	28,244	35,288	51,353	60,759	71,749
其他	331	63	187	194	148
股东权益合计	34,329	41,532	58,354	67,785	78,752
负债和股东权益总计	51,385	63,294	81,599	91,637	103,683

现金流量表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	10,411	13,289	16,081	19,064	22,440
折旧摊销	461	593	452	490	522
财务费用	(286)	(371)	(247)	(194)	(356)
投资损失	(105)	(85)	(80)	(90)	(85)
营运资金变动	(2,672)	(3,850)	(257)	(2,685)	(1,251)
其它	454	1,073	(199)	108	(94)
经营活动现金流	8,263	10,648	15,750	16,693	21,177
资本支出	(1,171)	(1,494)	(960)	(523)	(505)
长期投资	(80)	(39)	(98)	(142)	(149)
其他	(622)	265	59	49	55
投资活动现金流	(1,874)	(1,268)	(999)	(617)	(599)
债权融资	2,197	5,333	0	0	0
股权融资	413	408	617	0	0
其他	(4,688)	(6,960)	247	(9,445)	(11,071)
筹资活动现金流	(2,078)	(1,218)	864	(9,445)	(11,071)
汇率变动影响	16	2	-0	-0	-0
现金净增加额	4,326	8,164	15,615	6,631	9,507

利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	25,124	30,233	36,507	43,070	49,975
营业成本	3,370	3,537	3,997	4,447	4,848
销售费用	3,449	3,974	4,764	5,621	6,522
管理费用	1,162	1,139	1,376	1,624	1,884
研发费用	206	226	273	322	374
财务费用	(286)	(371)	(247)	(194)	(356)
资产、信用减值损失	1	(1)	(1)	0	0
公允价值变动收益	(12)	63	50	34	49
投资净收益	105	85	80	90	85
其他	(3,468)	(4,034)	(4,874)	(5,760)	(6,697)
营业利润	13,847	17,842	21,599	25,614	30,140
营业外收入	28	36	32	34	33
营业外支出	20	72	46	59	53
利润总额	13,855	17,806	21,585	25,589	30,121
所得税	3,444	4,517	5,504	6,525	7,681
净利润	10,411	13,289	16,081	19,064	22,440
少数股东损益	45	42	16	19	22
归属于母公司净利润	10,365	13,246	16,065	19,045	22,417
每股收益（元）	7.04	9.00	10.91	12.94	15.23

主要财务比率					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	21.7%	20.3%	20.8%	18.0%	16.0%
营业利润	30.7%	28.9%	21.1%	18.6%	17.7%
归属于母公司净利润	30.3%	27.8%	21.3%	18.5%	17.7%
获利能力					
毛利率	86.6%	88.3%	89.1%	89.7%	90.3%
净利率	41.3%	43.8%	44.0%	44.2%	44.9%
ROE	33.3%	35.0%	32.3%	30.3%	30.7%
ROIC	28.0%	27.8%	25.9%	25.4%	26.2%
偿债能力					
资产负债率	33.2%	34.4%	28.5%	26.0%	24.0%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.15	4.50	5.43	5.99	6.40
速动比率	2.23	3.35	4.36	4.82	5.24
营运能力					
应收账款周转率	6,639.7	2,584.0	2,259.2	2,388.8	2,288.7
存货周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
每股指标（元）					
每股收益	7.04	9.00	10.91	12.94	15.23
每股经营现金流	5.61	7.23	10.70	11.34	14.39
每股净资产	23.24	28.12	39.54	45.93	53.37
估值比率					
市盈率	26.5	20.7	17.1	14.4	12.2
市净率	8.0	6.6	4.7	4.1	3.5
EV/EBITDA	18.1	14.1	11.7	9.8	8.4
EV/EBIT	18.8	14.6	11.9	10.0	8.5

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。