

评级：买入（维持）

市场价格：271.24元

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315733

Email: fanjs@zts.com.cn

分析师：何长天

执业证书编号：S0740522030001

Email: hect@zts.com.cn

分析师：赵襄彭

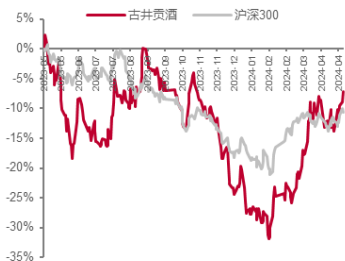
执业证书编号：S0740524010001

E-mail: zhaoxp@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	529
流通股本(百万股)	409
市价(元)	271.24
市值(百万元)	143,377
流通市值(百万元)	110,829

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	16,713	20,254	24,677	29,448	34,216
增长率 yoy%	25.95%	21.18%	21.84%	19.33%	16.19%
净利润(百万元)	3,143	4,589	6,012	7,536	9,114
增长率 yoy%	36.78%	46.01%	31.00%	25.36%	20.93%
每股收益(元)	5.95	8.68	10.86	13.61	16.46
每股现金流量	5.88	8.51	8.60	27.86	3.96
净资产收益率	16.97%	21.32%	24.79%	27.64%	29.92%
P/E	45.62	31.24	24.98	19.92	16.48
PEG	1.36	1.22	0.66	0.59	0.64
P/B	7.74	6.66	6.19	5.51	4.93

备注：股价选取2024年04月30日收盘价

投资要点

- **事件1：公司发布2023年年报，2023年公司实现营业收入202.54亿元，同比增长21.18%，实现归母净利润45.89亿元，同比增长46.01%。**
- **事件2：公司发布2024年一季报，1Q24实现营业收入82.86亿元，同增25.85%，实现归母净利润20.66亿元，同增31.61%。**
- **收入跨越200亿，开门红增长质量较高。**公司4Q23实现营业总收入43.01亿元，同比+8.92%；实现归母净利润7.77亿元，同比+49.20%，圆满完成收入跨越200亿的目标。综合考虑4Q23和1Q24的回款来看，1Q24末合同负债环比23年末环比提升32.16亿元，4Q23和1Q24连续两个季度累计营业收入+△合同负债同增20.62%，反映增长质量较高。
- **产品结构持续提升，利润进入释放期。**23年毛利率同比提升1.9pct至79.07%，而归母净利率同比提升3.85pct至22.66%，主要受益于产品结构升级和费用效率提升。首先看毛利率，23年年份原浆/古井贡酒/黄鹤楼及其他的收入分别同增27.34%/7.56%/0.87%，年份原浆系列多大单品放量拉动结构升级。费用率方面受益于规模效应，23年销售费用率为26.84%，同比降低1.09pct，23年管理费用率为7.10%，同比降低0.22pct。1Q24毛利率继续同升0.68pct至80.35%，归母净利率同升1.09pct至24.93%，观察到销售费用率和管理费用率分别同比下降1.66pct/0.69pct，预计主要受益于规模效应。预计2024年全年有望受益于毛利率提升和费用率优化双重动力，利润持续释放。
- **全国化潜力尚足，期待省外重点市场逐步成熟。**公司23年经销商增加了242家至464家，华北、华南、华中均有增长，反映公司依然具有一定招商势能。从收入上看，2023年公司华北/华中/华南地区分别实现营收18.43/171.07/12.83亿元，分别同比增长39.01%/19.17%/26.89%。2024年在扫码红包返利的消费者培育下，江浙沪皖有望延续势能，河南、山东、河北等市场也在逐步成熟，一方面有助于公司高结构产品的接受度提升，另一方面也将推动公司长期费用率优化。
- **盈利预测：维持“买入”评级。**公司年报及一季报中毛利率持续提升，费用率稳步优化，有望迎来利润释放期，我们调整盈利预测，预计2024-2026年营收分别为247、294、342亿元（2024-2025年原值为249、304亿元），同增22%、19%、16%；预计2024-2026年归母净利润分别为60、75、91亿元（2024-2025年原值为55、69亿元），同增31%、25%、21%，对应2024-2026年EPS分别为10.86、13.61、16.46元（2024-2025年原值为9.94、12.40元），对应PE分别为25、20、16X。
- **风险提示：疫情持续扩散风险、新品推广进程放缓、食品品质事故风险、渠道调研数据误差风险。**

盈利预测表
损益表 (人民币百万元)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	16,713	20,254	24,677	29,448	34,216
增长率	25.9%	21.2%	21.8%	19.3%	16.2%
营业成本	-3,816	-4,240	-4,913	-5,557	-6,207
% 销售收入	22.8%	20.9%	19.9%	18.9%	18.1%
毛利	12,897	16,014	19,764	23,891	28,010
% 销售收入	77.2%	79.1%	80.1%	81.1%	81.9%
营业税金及附加	-2,824	-3,050	-3,716	-4,435	-5,153
% 销售收入	16.9%	15.1%	15.1%	15.1%	15.1%
营业费用	-4,668	-5,437	-6,416	-7,450	-8,451
% 销售收入	27.9%	26.8%	26.0%	25.3%	24.7%
管理费用	-1,167	-1,367	-1,604	-1,855	-2,087
% 销售收入	7.0%	6.8%	6.5%	6.3%	6.1%
息税前利润 (EBIT)	4,238	6,160	8,028	10,151	12,318
% 销售收入	25.4%	30.4%	32.5%	34.5%	36.0%
财务费用	216	162	211	198	197
% 销售收入	-1.3%	-0.8%	-0.9%	-0.7%	-0.6%
资产减值损失	-11	-31	-20	-21	-24
公允价值变动收益	29	20	0	0	0
投资收益	-11	-6	-9	-9	-8
% 税前利润	—	—	—	—	—
营业利润	4,461	6,304	8,210	10,320	12,483
营业利润率	26.7%	31.1%	33.3%	35.0%	36.5%
营业外收支	18	49	46	38	44
税前利润	4,479	6,354	8,256	10,358	12,528
利润率	26.8%	31.4%	33.5%	35.2%	36.6%
所得税	-1,219	-1,606	-2,104	-2,637	-3,189
所得税率	27.2%	25.3%	25.5%	25.5%	25.5%
净利润	3,252	4,726	6,191	7,762	9,386
少数股东损益	109	137	180	225	272
归属于母公司的净利润	3,143	4,589	6,012	7,536	9,114
净利率	18.8%	22.7%	24.36%	25.59%	26.64%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	3,252	4,726	6,191	7,762	9,386
加: 折旧和摊销	300	374	273	276	279
资产减值准备	11	31	0	0	0
公允价值变动损失	-29	-20	0	0	0
财务费用	-136	3	-211	-198	-197
投资收益	11	6	9	9	8
少数股东损益	109	137	180	225	272
营运资金的变动	-398	-1,042	-1,718	6,880	-7,383
经营活动现金净流	3,108	4,496	4,543	14,728	2,093
固定资本投资	-2,148	-2,310	-60	-60	-50
投资活动现金净流	5,269	-1,278	-98	-103	-95
股利分配	-1,586	-2,379	-3,306	-4,522	-5,924
其他	257	731	2,636	-2,310	3,765
筹资活动现金净流	-1,329	-1,647	-671	-6,832	-2,159
现金净流量	7,048	1,571	3,775	7,793	-162

资产负债表 (人民币百万元)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	13,773	15,966	19,741	27,535	27,373
应收款项	136	118	191	178	251
存货	6,058	7,520	8,214	9,581	10,296
其他流动资产	2,362	1,904	2,098	1,954	2,148
流动资产	22,328	25,508	30,245	39,247	40,068
% 总资产	75.0%	72.0%	75.7%	80.5%	81.2%
长期投资	24	57	71	90	112
固定资产	2,742	4,596	4,398	4,198	3,996
% 总资产	9.2%	13.0%	11.0%	8.6%	8.1%
无形资产	1,108	1,123	1,093	1,062	1,031
非流动资产	7,462	9,913	9,698	9,488	9,297
% 总资产	25.0%	28.0%	24.3%	19.5%	18.8%
资产总计	29,790	35,421	39,943	48,735	49,365
短期借款	83	0	2,509	0	3,568
应付款项	6,012	7,435	6,647	14,708	8,308
其他流动负债	3,914	4,974	4,974	4,974	4,974
流动负债	10,009	12,409	14,130	19,682	16,850
长期贷款	45	107	0	0	0
其他长期负债	404	491	491	491	491
负债	10,457	13,007	14,621	20,173	17,341
普通股股东权益	18,521	21,525	24,254	27,269	30,458
少数股东权益	812	889	1,069	1,294	1,566
负债股东权益合计	29,790	35,421	39,943	48,735	49,365

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标					
每股收益 (元)	5.95	8.68	10.86	13.61	16.46
每股净资产 (元)	35.04	40.72	43.81	49.26	55.02
每股经营现金净流 (元)	5.88	8.51	8.60	27.86	3.96
每股股利 (元)	3.00	4.50	5.97	8.17	10.70
回报率					
净资产收益率	16.97%	21.32%	24.79%	27.64%	29.92%
总资产收益率	10.92%	13.34%	15.50%	15.93%	19.01%
投入资本收益率	126.66%	135.86%	115.28%	112.28%	-3103.37%
增长率					
营业总收入增长率	25.95%	21.18%	21.84%	19.33%	16.19%
EBIT增长率	45.53%	45.39%	29.56%	26.43%	21.36%
净利润增长率	36.78%	46.01%	31.00%	25.36%	20.93%
总资产增长率	17.20%	18.90%	12.77%	22.01%	1.29%
资产管理能力					
应收账款周转天数	3.2	2.3	2.3	2.3	2.3
存货周转天数	115.5	120.7	114.8	108.8	104.6
应付账款周转天数	145.0	206.7	175.8	191.3	183.6
固定资产周转天数	50.9	65.2	65.6	52.5	43.1
偿债能力					
净负债/股东权益	-81.71%	-87.24%	-98.51%	-95.55%	-125.00%
EBIT利息保障倍数	-19.7	-38.2	-38.1	-51.2	-62.6
资产负债率	35.10%	36.72%	36.60%	41.39%	35.13%

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。