

评级：买入（维持）

市场价格：57.42 元

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

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

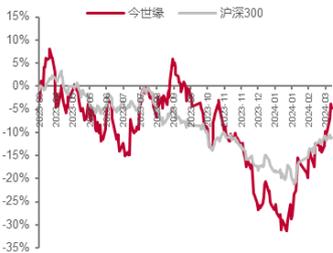
执业证书编号：S0740524010001

E-mail: zhaoxp@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,255
流通股本(百万股)	1,255
市价(元)	57.42
市值(百万元)	72,033
流通市值(百万元)	72,033

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)	7,888	10,100	12,437	15,059	17,496
增长率 yoy%	23.09%	28.05%	23.14%	21.08%	16.18%
净利润(百万元)	2,503	3,136	3,895	4,865	5,833
增长率 yoy%	23.34%	25.30%	24.21%	24.88%	19.91%
每股收益(元)	2.00	2.50	3.11	3.88	4.65
每股现金流量	2.22	2.23	3.09	3.42	4.54
净资产收益率	22.62%	23.60%	23.69%	24.51%	24.38%
P/E	28.78	22.97	18.49	14.81	12.35
PEG	1.16	1.00	0.76	0.60	0.54
P/B	6.51	5.42	4.38	3.63	3.01

备注：股价数据更新截止 2024 年 4 月 30 日。

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 101 亿元，同比增长 28.05%，实现归母净利润 31.36 亿元，同比增长 25.03%。**
- **事件 2：公司发布 2024 年一季度报，1Q24 实现营业收入 46.71 亿元，同增 22.82%，实现归母净利润 15.33 亿元，同增 22.12%。**
- **营收站上百亿，回款表现良性。**公司 4Q23 实现营业总收入 17.35 亿元，同比+26.67%；实现归母净利润 5 亿元，同比+18.75%，2023 年收入端圆满站上百亿。综合考虑 4Q23 和 1Q24 的回款来看，4Q23 和 1Q24 销售收现同增 19.64%，4Q23 和 1Q24 连续两个季度累计营业收入+△合同负债同增 22.75%，反映回款与增长较为匹配。
- **产品结构持续提升，利润进入释放期。**23 年毛利率同比提升 1.75pct 至 78.34%，而归母净利率同比-0.68pct 至 31.05%。分产品收入方面，全年特 A+/特 A/A/B/CD 类/其他酒收入同比+25.1%/+37.1%/+26.7%/+9.7%/+2.5%/-22.0%，较高结构的特 A+/特 A/A 类增长较快拉动结构升级，预计主要受益于四开对开的宴席回补，淡雅也符合价格带趋势，更高结构的 V 系理清价格体系逐步贡献增长。费用率方面，23 年销售费用率同升 3.14pct 至 20.76%，预计主要系新竞争格局的环境下加大市场投入和空白市场拓展，管理费用率保持稳定。1Q24 毛利率同降 1.16pct 至 74.23%，归母净利率基本稳定，特 A+/特 A/A/B/CD 类/其他酒收入同比+22.4%/+26.5%/+16.4%/-0.9%/-4.4%/-26.8%，大众价格带放量使产品结构略有承压，销售费用率同比下降 1.76pct。预计 2024 年全年有望维持盈利能力稳定。
- **苏中表现最为亮眼，各区域稳步增长。**2023 年淮安/南京/苏南/苏中/盐城/淮海/省外分别同增 25.84%/21.17%/28.64%/38.78%/25.98%/24.99%/40.18%，扬州、泰州、南通、盐城为代表苏中表现最为亮眼，大本营淮安、高地市场南京、苏南也有出色表现。1Q24 苏中、苏南、盐城、淮安增速靠前，省外也保持持续增长。公司拥有多个省内次高端价位段主流产品，我们预计公司营收将在宴席趋势带动下实现快速增长。公司锚定“2025 年挑战营收 150 亿”的既定战略目标，2024 年经营目标为总营收 122 亿元左右，净利润 37 亿元左右。
- **盈利预测及投资建议：**根据公司 2024 年经营目标及 2025 年规划，同时考虑到江苏省内竞争烈度变大，行业增速放缓，我们调整盈利预测，预计公司 2024-2026 年营业总收入为 124、151、175 亿元（2024-2025 年前值为 124、155 亿元），同比增长 23%、21%、16%；预计公司 2024-2026 年净利润为 39、49、58 亿元（2024-2025 年前值为 40、51 亿元），同比增长 24%、25%、20%；对应 EPS 为 3.11、3.88、4.65 元（2024-2025 年前值为 3.18、4.08 元），对应 PE 分别为 18、15、12X。维持“买入”评级。重点推荐。
- **风险提示：**全球疫情持续扩散；消费升级不及预期；食品安全问题。

盈利预测表

损益表 (人民币百万元)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7,888	10,100	12,437	15,059	17,496
增长率	23.09%	28.05%	23.14%	21.08%	16.18%
营业成本	-1,845	-2,187	-2,550	-3,031	-3,466
% 销售收入	23.4%	21.7%	20.5%	20.1%	19.8%
毛利	6,043	7,913	9,887	12,028	14,030
% 销售收入	76.6%	78.3%	79.5%	79.9%	80.2%
营业税金及附加	-1,277	-1,497	-1,929	-2,336	-2,713
% 销售收入	16.2%	14.8%	15.5%	15.5%	15.5%
营业费用	-1,390	-2,097	-2,487	-2,861	-3,149
% 销售收入	17.6%	20.8%	20.0%	19.0%	18.0%
管理费用	-323	-428	-497	-587	-647
% 销售收入	4.1%	4.2%	4.0%	3.9%	3.7%
息税前利润 (EBIT)	3,052	3,891	4,973	6,244	7,520
% 销售收入	38.7%	38.5%	40.0%	41.5%	43.0%
财务费用	100	183	92	110	121
% 销售收入	-1.3%	-1.8%	-0.7%	-0.7%	-0.7%
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	84	17	0	0	0
投资收益	122	109	118	116	114
% 税前利润	3.7%	2.6%	2.3%	1.8%	1.5%
营业利润	3,358	4,200	5,183	6,470	7,756
营业利润率	42.6%	41.6%	41.7%	43.0%	44.3%
营业外收支	-14	-17	-14	-14	-14
税前利润	3,345	4,184	5,170	6,456	7,741
利润率	42.4%	41.4%	41.6%	42.9%	44.2%
所得税	-825	-1,026	-1,274	-1,591	-1,908
所得税率	24.7%	24.5%	24.6%	24.6%	24.6%
净利润	2,503	3,136	3,895	4,865	5,833
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	2,503	3,136	3,895	4,865	5,833
净利率	31.7%	31.0%	31.3%	32.3%	33.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	2,503	3,136	3,895	4,865	5,833
加: 折旧和摊销	142	149	148	153	157
资产减值准备	0	0	0	0	0
公允价值变动损失	-84	-17	0	0	0
财务费用	8	13	-92	-110	-121
投资收益	-122	-109	-118	-116	-114
少数股东损益	0	0	0	0	0
营运资金的变动	-306	4	37	-499	-61
经营活动现金净流	2,780	2,800	3,870	4,292	5,693
固定资本投资	-959	-1,985	-60	-60	-50
投资活动现金净流	-1,121	-1,198	-13	-8	-1
股利分配	-910	-910	-1,169	-1,459	-1,750
其他	766	287	803	-727	-225
筹资活动现金净流	-144	-623	-365	-2,187	-1,975
现金净流量	1,514	979	3,492	2,097	3,717

资产负债表 (人民币百万元)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,381	6,457	9,950	12,047	15,764
应收款项	76	77	111	117	148
存货	3,910	4,996	5,388	6,954	7,158
其他流动资产	2,296	1,383	1,382	1,387	1,385
流动资产	11,662	12,914	16,831	20,505	24,456
% 总资产	64.1%	59.7%	65.9%	70.3%	73.9%
长期投资	29	41	41	41	41
固定资产	1,219	1,254	1,152	1,049	942
% 总资产	6.7%	5.8%	4.5%	3.6%	2.8%
无形资产	343	409	458	505	550
非流动资产	6,521	8,717	8,693	8,664	8,623
% 总资产	35.9%	40.3%	34.1%	29.7%	26.1%
资产总计	18,184	21,631	25,523	29,169	33,078
短期借款	600	900	1,184	346	0
应付款项	3,088	3,566	4,021	5,099	5,271
其他流动负债	3,252	3,676	3,676	3,676	3,676
流动负债	6,941	8,142	8,881	9,121	8,948
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	178	201	201	201	201
负债	7,119	8,344	9,083	9,323	9,149
普通股股东权益	11,065	13,287	16,441	19,846	23,929
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	18,184	21,631	25,523	29,169	33,078

比率分析	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标					
每股收益 (元)	2.00	2.50	3.11	3.88	4.65
每股净资产 (元)	8.82	10.59	13.11	15.82	19.07
每股经营现金净流 (元)	2.22	2.23	3.09	3.42	4.54
每股股利 (元)	0.73	0.73	0.93	1.16	1.39
回报率					
净资产收益率	22.62%	23.60%	23.69%	24.51%	24.38%
总资产收益率	13.76%	14.50%	15.26%	16.68%	17.63%
投入资本收益率	658.90%	351.16%	122.54%	155.71%	162.04%
增长率					
营业总收入增长率	23.09%	28.05%	23.14%	21.08%	16.18%
EBIT增长率	22.01%	23.29%	26.72%	24.93%	20.03%
净利润增长率	23.34%	25.30%	24.21%	24.88%	19.91%
总资产增长率	25.98%	18.96%	18.00%	14.28%	13.40%
资产管理能力					
应收账款周转天数	3.0	2.7	2.7	2.7	2.7
存货周转天数	162.1	158.7	150.3	147.5	145.2
应付账款周转天数	121.5	136.4	129.0	132.7	130.8
固定资产周转天数	57.3	44.1	34.8	26.3	20.5
偿债能力					
净负债/股东权益	-52.93%	-68.11%	-66.07%	-77.69%	-125.00%
EBIT利息保障倍数	-32.6	-21.9	-55.1	-57.7	-62.9
资产负债率	39.15%	38.57%	35.59%	31.96%	27.66%

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。