



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

费投拖累利润，产品矩阵扩展有望拉动新增长

——2023 年年报&2024 年一季报点评

买入（维持）

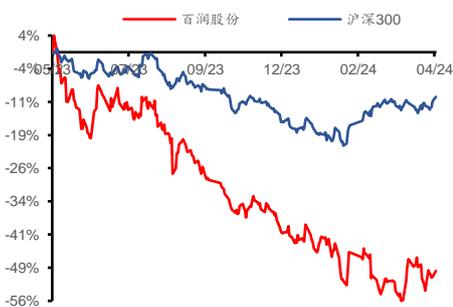
行业：食品饮料
日期：2024年04月30日

分析师：王慧林
Tel: 15951919467
E-mail: wanghuilin@shzq.com
SAC 编号: S0870524040001
联系人：袁家岗
Tel: 02153686249
E-mail: yuanjiagang@shzq.com
SAC 编号: S0870122070024

基本数据

最新收盘价（元）	20.51
12mth A 股价格区间（元）	17.77-42.70
总股本（百万股）	1,049.69
无限售 A 股/总股本	68.33%
流通市值（亿元）	147.11

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

《百味具臻，润心怡情》

——2023 年 11 月 03 日

《百味具臻，润心怡情》

——2023 年 11 月 03 日

■ 投资摘要

事件概述

4月25日，公司发布2023年年报及2024年一季报。2023年公司实现营业收入32.64亿元，同比+25.85%；归母净利润8.09亿元，同比+55.28%；扣非归母净利润7.79亿元，同比+60.08%。其中，单Q4营收8.07亿元，同比-14.90%；归母净利润1.44亿元，同比-33.37%；扣非归母净利润1.29亿元，同比-36.87%。24Q1实现营业收入8.02亿元，同比+5.51%；归母净利润1.69亿元，同比-9.80%；扣非归母净利润1.61亿元，同比-13.79%。

强爽势能趋缓，新品投放扩展产品矩阵。2023年，公司主业预调酒业务营收28.84亿元，同比+27.76%，营收占比提升1.33pct至87.03%；其中23Q4/24Q1分别实现营收7.14/7.12亿元，同比-16.68%/+5.67%，主要系22Q4强爽系列开始爆发致使当期基数较高。2023年，公司系统推进“358”（3度、5度、8度左右酒精含量）品类矩阵建设，通过口味出新、包装升级、季节限定等强化消费粘性，稳固品类成长。24Q1以“龙罐”为品牌营销抓手，进一步扩展强爽系列的消费人群和消费场景，并在此基础上继续打造“358”矩阵，从而带动销售有所改善。23年公司烈酒基地升级项目按计划正常推进，并推出多款新品，24年将继续加快烈酒基地升级项目建设进程，保证高品质烈酒高效供应。

外埠市场加速拓展，线下渠道表现良好。分地区看，23年华北/华东/华南/华西区域分别实现营收6.00/10.89/9.25/5.85亿元，分别同比+47.29%/-1.69%/+42.17%/+58.09%，华东大本营规模略有下降但整体较为稳定，外埠市场呈现加速态势，品牌渗透率获得进一步提升。分渠道看，线下零售作为主要销售渠道，23年全年实现27.52亿元营收，同比增长42.36%表现良好，主要系公司重视终端覆盖，在渠道下沉方面做到精细化管理，积极打造线下渠道终端陈列等；数字零售和即饮渠道略有承压，分别实现3.85/0.64亿元营收，同比-28.67%-0.92%，渠道差异主要系数字零售渠道坚守品牌和价格形象，即饮渠道采取稳步推进的策略。

费用投放拖累利润，产能建设有序推进。2023年，公司毛利率同比提升2.92pct至66.70%，我们推测主要系产品结构优化。销售/管理费用率分别同比-2.44/-0.74pct至21.69%/5.92%，推动净利率提升4.64pct至24.72%。24Q1毛利率继续提升，同比+2.87pct至68.32%，但销售费用率同比+8.77pct至29.41%，拖累净利率同比-3.70pct至20.93%，主因公司优化年度广告费用投放节奏，提高一季度投放占比，增强强爽系列长期成长动力。随着“358”品类矩阵的发展，对产品总量和结构需求均提出更高要求，公司着眼于长期战略，积极开展产业布局和产能改造计划，上海、天津、广东生产基地扩建项目有序推进。

■ 投资建议

目前预调酒行业渗透率较低，市场规模稳步增长，公司市占率常年稳居第一，牢占消费者心智。公司通过持续扩充品类矩阵实现单品生命周期的有效接力，且产品均有清晰的场景和定位，营销端优势持续增强，精细化深耕渠道不断提升终端覆盖率，积极布局烈酒也奠定了公司未来酒饮板块的扩张基础。我们预计公司 24-26 年营业收入 37.82/43.44/49.23 亿元，同比增速分别为 15.87%/14.87%/13.31%；归母净利润分别为 9.59/11.29/13.12 亿元，同比增速分别为 18.48%/17.72%/16.21%。对应 PE 22/19/16 倍。维持“买入”评级。

■ 风险提示

原材料成本上涨、新品发展不及预期。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3264	3782	4344	4923
年增长率	25.9%	15.9%	14.9%	13.3%
归母净利润	809	959	1129	1312
年增长率	55.3%	18.5%	17.7%	16.2%
每股收益（元）	0.77	0.91	1.08	1.25
市盈率（X）	26.60	22.45	19.07	16.41
市净率（X）	5.32	4.89	4.46	4.03

资料来源：Wind，上海证券研究所（2024 年 04 月 29 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1879	2298	2612	3033
应收票据及应收账款	216	227	261	301
存货	780	702	841	935
其他流动资产	174	195	205	216
流动资产合计	3048	3421	3919	4484
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	30	29	28	27
固定资产	2564	2844	3054	3261
在建工程	579	696	856	1017
无形资产	493	594	703	806
其他非流动资产	398	534	537	540
非流动资产合计	4063	4697	5178	5651
资产总计	7111	8118	9098	10136
短期借款	891	1263	1671	2074
应付票据及应付账款	499	606	660	731
合同负债	110	176	211	224
其他流动负债	498	581	637	681
流动负债合计	1999	2626	3180	3710
长期借款	0	0	0	0
应付债券	1020	1020	1020	1020
其他非流动负债	48	70	70	70
非流动负债合计	1069	1091	1091	1091
负债合计	3068	3717	4271	4800
股本	1050	1050	1050	1050
资本公积	1744	1744	1744	1744
留存收益	1349	1708	2137	2649
归属母公司股东权益	4044	4403	4832	5344
少数股东权益	0	-3	-5	-9
股东权益合计	4044	4401	4827	5335
负债和股东权益合计	7111	8118	9098	10136

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流量	562	1489	1372	1609
净利润	807	957	1126	1309
折旧摊销	188	257	283	315
营运资金变动	-515	299	-39	-17
其他	82	-25	2	2
投资活动现金流量	-1104	-864	-765	-788
资本支出	-1104	-759	-765	-788
投资变动	0	0	0	0
其他	1	-106	0	0
筹资活动现金流量	-128	-206	-293	-399
债权融资	450	374	409	403
股权融资	0	0	0	0
其他	-578	-580	-702	-802
现金净流量	-669	419	314	422

利润表 (单位: 百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3264	3782	4344	4923
营业成本	1087	1205	1345	1492
营业税金及附加	177	217	248	279
销售费用	708	852	978	1102
管理费用	193	229	265	298
研发费用	106	121	141	159
财务费用	2	2	2	2
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	1025	1210	1425	1657
营业外收支净额	3	0	0	0
利润总额	1028	1210	1425	1657
所得税	221	253	299	349
净利润	807	957	1126	1309
少数股东损益	-3	-2	-3	-3
归属母公司股东净利润	809	959	1129	1312

主要指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力指标				
毛利率	66.7%	68.1%	69.0%	69.7%
净利率	24.8%	25.4%	26.0%	26.7%
净资产收益率	20.0%	21.8%	23.4%	24.6%
资产回报率	11.4%	11.8%	12.4%	12.9%
投资回报率	13.5%	14.3%	15.0%	15.5%
成长能力指标				
营业收入增长率	25.9%	15.9%	14.9%	13.3%
EBIT 增长率	57.4%	18.1%	17.7%	16.3%
归母净利润增长率	55.3%	18.5%	17.7%	16.2%
每股指标 (元)				
每股收益	0.77	0.91	1.08	1.25
每股净资产	3.85	4.19	4.60	5.09
每股经营现金流	0.54	1.42	1.31	1.53
每股股利	0.50	0.58	0.67	0.77
营运能力指标				
总资产周转率	0.48	0.50	0.50	0.51
应收账款周转率	19.06	17.11	17.81	17.52
存货周转率	1.65	1.63	1.74	1.68
偿债能力指标				
资产负债率	43.1%	45.8%	46.9%	47.4%
流动比率	1.53	1.30	1.23	1.21
速动比率	1.06	0.98	0.92	0.91
估值指标				
P/E	26.60	22.45	19.07	16.41
P/B	5.32	4.89	4.46	4.03
EV/EBITDA	21.30	14.66	12.65	10.94

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“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客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断