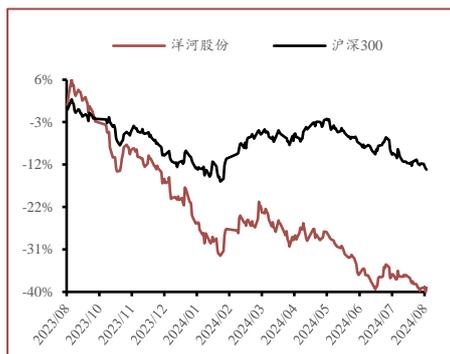


## 降速聚焦长期发展，分红规划注重回报

 证券研究报告

 **投资评级:增持(维持)**
**核心观点**
**基本数据**
**2024-08-29**

收盘价(元)	77.24
流通股本(亿股)	15.03
每股净资产(元)	35.09
总股本(亿股)	15.06

**最近 12 月市场表现**

**分析师 吴文德**

SAC 证书编号: S0160523090004

wuwd01@ctsec.com

**相关报告**

- 《分红比率提升，经营稳健前行》  
2024-04-29
- 《节奏调整，稳健前行》 2023-11-02
- 《省外势能良好，经营稳中求进》  
2023-08-30

- ❖ **事件:** 公司发布 2024 年中报, 24H1 实现营收 228.8 亿元, 同比增长 4.6%; 实现归母净利润 79.5 亿元, 同比增长 1.1%。24Q2 分别实现营收、归母净利润 66.2、18.9 亿元, 同比变化-3.0%、-9.7%。
- ❖ **全国化持续推进, 积极应对省内压力。** 24Q2 公司实现营业总收入 66.2 亿元, Q2 季末合同负债同比/环比减少 13.9/18.8 亿元至 39.4 亿元。①分产品看, 24H1 中高档(蓝色经典、珍宝坊等)/普通档收入 199.6 (+4.8%)/25.3 (5.2%) 亿元, 中高档酒占比同比-0.04pct 至 88.8%。我们预计, 24 年 H1 商务需求修复不及预期且宴席市场高基数背景下, 公司积极调整打法, 一方面针对水晶梦等省内核心价位带进一步加大费用力度, 同时 Q2 以后逐步注意 M6+控货提价及渠道建设。②分区域来看, 24H1 省内/省外分别实现营收 96.0 (+1.4%)/129.0 亿元 (+7.5%), 省外营收占比同比提升 1.0pct 至 57.3%, 我们预计北京、江西等重点市场实现较好增速。经销商数量来看, 24H1 公司省内/省外经销商分别变化-18/62 家, 至 2942/5891 家, 全国化进程稳步推进。
- ❖ **利润率短期承压, 销售费用高举高打。** 24H1 公司实现毛利率 75.4%, 同比下降 0.8pct, 其中 24Q2 毛利率下滑 1.4%至 73.7%, 我们认为主要系结构提升暂缓及随量费用提升导致。销售费用投入加大, 净利率略有下滑。24H1/24Q2 公司净利率分别为 34.7%/28.6%, 同比下滑 1.3pct/2.1pct (24H1/24Q2 公司扣非净利率同比下降 1.55pct/4.88pct)。24H1/24Q2 销售费用率分别为 11.4%/18.5%, 同比上升 1.1pct/1.8pct, 主要系促销力度加大推动广告促销费同比增长 19.6%。
- ❖ **分红承诺注重股东回报:** 公司公告 2024~2026 年年度现金分红总额不低于归母净利润的 70%, 且不低于人民币 70 亿元(含税), 若分红如期落实, 现价股(以 2024 年 8 月 29 日收盘价)息率约 6.0%, 配置性价比凸显。
- ❖ **投资建议:** 24H1 公司推出手工班年份老酒系列, 明确“做高手工班, 做强梦 6+, 做实基本盘”的产品发展体系, 产品结构进一步理顺和渠道改革共振有望助力公司行稳致远。预计 2024-2026 年实现营业收入 349.2/366.8/388.8 亿元, 归母净利润 103.1/108.1/115.2 亿元。对应 PE 分别为 11.3/10.8/10.1 倍, 维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示:** 消费场景增长不及预期风险; 省内竞争加剧风险; 食品安全风险; 品牌升级及渠道改革成效不及预期风险。

**盈利预测:**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	30105	33126	34919	36684	38876
收入增长率(%)	18.76	10.04	5.41	5.05	5.97
归母净利润(百万元)	9378	10016	10313	10814	11521
净利润增长率(%)	24.91	6.80	2.97	4.85	6.54
EPS(元/股)	6.23	6.65	6.85	7.18	7.65
PE	25.78	16.53	11.28	10.76	10.10
ROE(%)	19.75	19.28	18.67	18.43	18.45
PB	5.09	3.19	2.11	1.98	1.86

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所(以 2024 年 08 月 29 日收盘价计算)

**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>30104.90</b>	<b>33126.28</b>	<b>34919.49</b>	<b>36684.29</b>	<b>38875.84</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	7645.53	8200.25	8571.85	8891.72	9337.25	营业收入增长率	18.8%	10.0%	5.4%	5.1%	6.0%
营业税费	4388.31	5269.25	5452.80	5600.30	6063.09	营业利润增长率	25.2%	5.9%	3.4%	4.8%	6.4%
销售费用	4179.14	5386.95	6432.37	6716.83	7018.34	净利润增长率	24.9%	6.8%	3.0%	4.9%	6.5%
管理费用	1935.67	1764.42	1873.16	2023.03	2171.78	EBITDA 增长率	23.1%	3.9%	0.9%	5.9%	6.2%
研发费用	253.57	284.75	316.77	392.41	367.56	EBIT 增长率	25.0%	4.3%	0.7%	6.3%	6.6%
财务费用	-636.47	-754.53	-643.86	-713.61	-738.77	NOPLAT 增长率	24.3%	5.3%	0.2%	6.3%	6.7%
资产减值损失	-2.33	-2.83	-2.83	-2.83	-2.83	投资资本增长率	11.9%	9.6%	6.3%	6.2%	6.4%
加:公允价值变动收益	-318.33	-37.08	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	11.9%	9.5%	6.3%	6.2%	6.4%
投资和汇兑收益	425.87	255.52	698.39	511.86	539.94	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>12509.21</b>	<b>13242.57</b>	<b>13698.96</b>	<b>14360.34</b>	<b>15275.65</b>	毛利率	74.6%	75.2%	75.5%	75.8%	76.0%
加:营业外净收支	-5.92	-24.74	-24.39	-18.35	-22.49	营业利润率	41.6%	40.0%	39.2%	39.1%	39.3%
<b>利润总额</b>	<b>12503.28</b>	<b>13217.83</b>	<b>13674.57</b>	<b>14341.99</b>	<b>15253.15</b>	净利润率	31.2%	30.3%	29.6%	29.5%	29.7%
减:所得税	3113.85	3197.06	3352.96	3519.11	3724.02	EBITDA/营业收入	41.6%	39.3%	37.6%	37.9%	38.0%
<b>净利润</b>	<b>9377.87</b>	<b>10015.93</b>	<b>10313.36</b>	<b>10813.81</b>	<b>11520.98</b>	EBIT/营业收入	39.1%	37.1%	35.4%	35.8%	36.0%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	24375.45	25812.79	28602.99	29609.20	30861.09	固定资产周转天数	70	58	56	49	42
交易性金融资产	7998.15	5851.22	5851.22	5851.22	5851.22	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>87</b>	<b>105</b>	<b>98</b>	<b>111</b>	<b>123</b>
应收账款	45.14	3.53	34.90	16.82	35.57	流动资产周转天数	625	579	602	591	596
应收票据	526.00	526.48	889.90	477.90	942.61	应收账款周转天数	0	0	0	0	0
预付账款	11.02	50.97	26.18	31.75	39.96	存货周转天数	813	805	829	854	880
存货	17729.26	18954.24	20539.15	21654.37	23983.04	总资产周转天数	812	749	749	753	744
其他流动资产	129.69	1016.16	1107.61	1175.20	1241.81	投资资本周转天数	577	574	579	586	588
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	19.8%	19.3%	18.7%	18.4%	18.4%
长期股权投资	32.98	1229.84	2426.70	3623.56	4820.42	ROA	13.8%	14.4%	13.7%	13.9%	13.9%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	18.6%	17.9%	16.8%	16.8%	16.9%
固定资产	5794.77	5305.63	5319.62	4965.34	4426.92	费用率					
在建工程	757.15	1457.32	728.66	364.33	182.16	销售费用率	13.9%	16.3%	18.4%	18.3%	18.1%
无形资产	1714.38	1773.12	1792.98	1830.77	1869.57	管理费用率	6.4%	5.3%	5.4%	5.5%	5.6%
其他非流动资产	183.85	266.03	292.63	321.89	354.08	财务费用率	-2.1%	-2.3%	-1.8%	-1.9%	-1.9%
<b>资产总额</b>	<b>67972.82</b>	<b>69792.29</b>	<b>75540.38</b>	<b>77964.31</b>	<b>82670.62</b>	三费/营业收入	18.2%	19.3%	21.9%	21.9%	21.7%
短期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>偿债能力</b>					
应付账款	1376.21	1425.87	1790.31	1427.91	1929.91	资产负债率	30.1%	25.4%	26.7%	24.6%	24.3%
应付票据	0.00	0.00	24.91	14.60	8.28	负债权益比	43.0%	34.1%	36.5%	32.6%	32.1%
其他流动负债	1312.25	1247.75	1247.75	1247.75	1247.75	流动比率	2.58	3.06	2.94	3.19	3.26
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.69	1.89	1.83	1.97	1.96
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	16942.13	7190.51	8456.76	8989.26	9579.20
<b>负债总额</b>	<b>20448.28</b>	<b>17742.42</b>	<b>20188.94</b>	<b>19161.02</b>	<b>20077.78</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	49.50	111.35	119.60	128.67	136.82	DPS(元)	3.74	4.66	2.25	3.55	3.49
股本	1506.99	1506.45	1506.45	1506.45	1506.45	分红比率	0.60	0.70	0.68	0.68	0.67
留存收益	45117.70	49499.52	52792.85	56235.62	60017.02	股息收益率	2.3%	4.2%	2.9%	4.6%	4.5%
<b>股东权益</b>	<b>47524.54</b>	<b>52049.86</b>	<b>55351.45</b>	<b>58803.29</b>	<b>62592.83</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	EPS(元)	6.23	6.65	6.85	7.18	7.65
净利润	9377.87	10015.93	10313.36	10813.81	11520.98	BVPS(元)	31.50	34.48	36.66	38.95	41.46
加:折旧和摊销	752.92	730.01	767.12	769.79	769.21	PE(X)	25.8	16.5	11.3	10.8	10.1
资产减值准备	3.08	1.95	1.95	1.95	1.95	PB(X)	5.1	3.2	2.1	2.0	1.9
公允价值变动损失	318.33	37.08	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	1.03	2.62	1.46	1.46	1.46	P/S	8.0	5.0	3.3	3.2	3.0
投资收益	-425.87	-255.52	-698.39	-511.86	-539.94	EV/EBITDA	17.4	10.8	6.7	6.2	5.8
少数股东损益	11.57	4.84	8.25	9.07	8.15	CAGR(%)					
营运资金的变动	-6203.61	-4604.30	171.64	-1828.76	-1952.91	PEG	1.0	2.4	3.8	2.2	1.5
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>3647.62</b>	<b>6130.22</b>	<b>10509.77</b>	<b>9267.01</b>	<b>9862.58</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>4016.50</b>	<b>661.03</b>	<b>-692.05</b>	<b>-891.85</b>	<b>-869.29</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-4491.78</b>	<b>-5608.34</b>	<b>-7027.52</b>	<b>-7368.95</b>	<b>-7741.41</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 08 月 29 日收盘价计算)

## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地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，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

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。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。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邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及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价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。