

业绩增速稳健，经营具备韧性

核心观点

- 事件：**公司发布 2024 年三季报，前三季度实现营业收入 313.6 亿元，同比 +17.2%；实现归母净利润 113.5 亿元，同比+20.3%。单三季度来看，公司实现营业收入 86.1 亿元（+11.4%），实现归母净利润 29.4 亿元（+10.4%）。
- 其他酒类维持高增速，Q3 省内省外增速均衡。**分产品，中高价酒类 24 年前三季度实现收入 226 亿元（yoy+14.3%），其中 24Q3 实现收入 62 亿（yoy+7%）；其他酒类 24 年前三季度实现收入 86 亿（yoy+27%），其中 24Q3 实现收入 24 亿（yoy+26%）。分区域，省内 24 年前三季度实现收入 119 亿（yoy+12%），其中 24Q3 实现收入 35 亿（yoy+12%）；省外 24 年前三季度实现收入 194 亿（yoy+21%），其中 24Q3 实现收入 51 亿（yoy+11%），省内外增速均体现韧性。24Q3 末，公司经销商数量为 4368 家，环比 Q2 末增加 172 家。24Q3 末，公司合同负债为 54.81 亿，同比增加 3.1 亿，环比 Q2 末减少 2.5 亿。
- 盈利结构保持稳定。**24 年前三季度，公司毛利率为 76.0%（yoy+0.1pct），销售/管理费用率分别为 9.3%/3.2%，分别同比-0.2pct/-0.1pct，营业税金及附加占收入比重为 15.2%(yoy-1.0pct)，24 前三季度销售净利率为 36.2%（yoy+0.9pct）。24Q3，公司毛利率为 74.3%（yoy-0.8pct），24Q3 销售净利率为 34.1%（yoy-0.3pct）。
- 持续推动渠道改革，多元价格大单品贡献收入韧性。**市场端，公司将坚持聚焦三大市场，持续精耕长江以南市场，优化长三角/珠三角等潜力市场方案。渠道端，公司将进一步完善汾享礼遇内涵、扩大覆盖范围，有望进一步提高渠道积极性，巩固渠道优势。品牌力、渠道力、产品力等多重优势下，预计将展现较强抗风险能力。

盈利预测与投资建议

- 根据三季报，对 24-26 年下调收入、毛利率。我们预测公司 24-26 年 EPS 分别为 10.35、12.18、14.23 元（原预测 24-26 年为 10.55、12.86、15.18 元）。可比公司 24 年 PE 为 20 倍，考虑到公司业绩确定性较强，维持 25%估值溢价，对应 24 年 PE 为 25 倍，对应目标价 258.75 元，维持买入评级。

风险提示：宏观经济不及预期、省外扩张进度不及预期、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)	26,214	31,928	37,244	43,665	50,690
同比增长(%)	31.3%	21.8%	16.6%	17.2%	16.1%
营业利润(百万元)	10,873	14,224	17,109	20,119	23,513
同比增长(%)	54.7%	30.8%	20.3%	17.6%	16.9%
归属母公司净利润(百万元)	8,096	10,438	12,631	14,853	17,357
同比增长(%)	52.4%	28.9%	21.0%	17.6%	16.9%
每股收益（元）	6.64	8.56	10.35	12.18	14.23
毛利率(%)	75.4%	75.3%	75.8%	76.1%	76.5%
净利率(%)	30.9%	32.7%	33.9%	34.0%	34.2%
净资产收益率(%)	44.3%	42.5%	37.0%	32.7%	31.0%
市盈率	29.7	23.0	19.0	16.2	13.9
市净率	11.3	8.6	5.9	4.8	3.9

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 10 月 30 日）	197.1 元
目标价格	258.75 元
52 周最高价/最低价	267.74/147.01 元
总股本/流通 A 股（万股）	121,996/121,996
A 股市值（百万元）	240,455
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2024 年 10 月 31 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-0.96	-9.95	9.04	-18.03
相对表现%	1.15	-6.75	-6.4	-26.56
沪深 300%	-2.11	-3.2	15.44	8.53



证券分析师

叶书怀	yeshuhuai@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517090002
燕斯娴	yansixian1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524080004

投资建议

根据三季报，对 24-26 年下调收入、毛利率。我们预测公司 24-26 年 EPS 分别为 10.35、12.18、14.23 元（原预测 24-26 年为 10.55、12.86、15.18 元）。可比公司 24 年 PE 为 20 倍，考虑到公司业绩确定性较强，维持 25% 估值溢价，对应 24 年 PE 为 25 倍，对应目标价 258.75 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		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
贵州茅台	600519	1532.00	68.65	77.24	86.41	22.32	19.83	17.73
古井贡酒	000596	186.31	11.06	13.56	16.28	16.84	13.74	11.44
泸州老窖	000568	136.81	10.32	11.85	13.59	13.25	11.55	10.07
重庆啤酒	600132	58.85	2.90	3.12	3.33	20.26	18.85	17.70
酒鬼酒	000799	51.70	1.14	1.33	1.54	45.43	38.95	33.60
调整后平均						20.00	17.00	16.00

数据来源：Wind、东方证券研究所（注：最新价格为 2024 年 10 月 30 日收盘价）

风险提示

- **宏观经济不及预期风险。**若疫情反复、外贸、消费走弱等因素导致宏观经济不及预期，可能将对白酒终端消费造成不利影响。
- **省外拓张进度不及预期风险。**公司作为全国化酒企，省外贡献规模营收，若省外市场拓张进度停滞或放缓，可能对公司业绩增速带来影响。
- **食品安全事件风险。**若白酒行业发生食品安全黑天鹅事件，将会对公司白酒销量和业绩造成不利影响。

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	11,201	3,775	18,186	27,188	38,097
应收票据、账款及款项融资	1,013	1,601	1,660	2,072	2,333
预付账款	133	114	132	155	180
存货	9,650	11,573	13,245	15,346	17,509
其他	7,205	17,546	15,836	15,844	15,852
流动资产合计	29,202	34,608	49,060	60,605	73,971
长期股权投资	80	94	99	99	99
固定资产	2,125	1,926	2,198	2,449	2,658
在建工程	355	829	922	910	826
无形资产	1,076	1,247	1,318	1,483	1,643
其他	3,852	5,392	5,047	5,218	5,132
非流动资产合计	7,489	9,488	9,583	10,159	10,358
资产总计	36,691	44,096	58,644	70,764	84,329
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2,948	2,893	3,311	3,837	4,377
其他	11,898	12,254	13,750	15,517	17,082
流动负债合计	14,846	15,147	17,061	19,354	21,459
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	99	674	652	650	659
非流动负债合计	99	674	652	650	659
负债合计	14,945	15,821	17,713	20,004	22,118
少数股东权益	425	438	463	492	526
实收资本（或股本）	1,220	1,220	1,220	1,220	1,220
资本公积	567	704	704	704	704
留存收益	19,399	25,787	38,418	48,219	59,635
其他	135	126	126	126	126
股东权益合计	21,746	28,275	40,931	50,761	62,211
负债和股东权益总计	36,691	44,096	58,644	70,764	84,329

现金流量表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	8,157	10,459	12,656	14,882	17,391
折旧摊销	188	193	120	139	159
财务费用	(37)	(8)	(25)	(29)	(33)
投资损失	(330)	(499)	(300)	(300)	(300)
营运资金变动	(3,247)	(13,874)	2,009	(250)	(351)
其它	5,579	10,955	312	(178)	90
经营活动现金流	10,310	7,225	14,772	14,264	16,956
资本支出	(872)	(612)	(556)	(544)	(444)
长期投资	(4)	(13)	(5)	1	0
其他	(2,018)	(9,595)	361	305	305
投资活动现金流	(2,894)	(10,220)	(200)	(239)	(138)
债权融资	(5)	337	(186)	0	0
股权融资	174	137	0	0	0
其他	(2,377)	(4,906)	25	(5,024)	(5,908)
筹资活动现金流	(2,208)	(4,432)	(161)	(5,024)	(5,908)
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0
现金净增加额	5,209	(7,426)	14,411	9,002	10,909

利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	26,214	31,928	37,244	43,665	50,690
营业成本	6,460	7,884	9,024	10,455	11,929
销售费用	3,404	3,217	3,669	4,302	4,994
管理费用	1,214	1,202	1,356	1,589	1,845
研发费用	58	88	103	121	140
财务费用	(37)	(8)	(25)	(29)	(33)
资产、信用减值损失	(17)	3	(7)	0	0
公允价值变动收益	3	0	10	5	5
投资净收益	330	499	300	300	300
其他	(4,592)	(5,817)	(6,326)	(7,413)	(8,607)
营业利润	10,873	14,224	17,109	20,119	23,513
营业外收入	6	5	3	5	4
营业外支出	3	24	10	12	15
利润总额	10,876	14,205	17,102	20,111	23,502
所得税	2,719	3,747	4,447	5,229	6,110
净利润	8,157	10,459	12,656	14,882	17,391
少数股东损益	61	20	25	29	34
归属于母公司净利润	8,096	10,438	12,631	14,853	17,357
每股收益（元）	6.64	8.56	10.35	12.18	14.23

主要财务比率					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	31.3%	21.8%	16.6%	17.2%	16.1%
营业利润	54.7%	30.8%	20.3%	17.6%	16.9%
归属于母公司净利润	52.4%	28.9%	21.0%	17.6%	16.9%
获利能力					
毛利率	75.4%	75.3%	75.8%	76.1%	76.5%
净利率	30.9%	32.7%	33.9%	34.0%	34.2%
ROE	44.3%	42.5%	37.0%	32.7%	31.0%
ROIC	43.5%	41.6%	36.3%	32.3%	30.7%
偿债能力					
资产负债率	40.7%	35.9%	30.2%	28.3%	26.2%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.97	2.28	2.88	3.13	3.45
速动比率	1.32	1.52	2.10	2.34	2.63
营运能力					
应收账款周转率	29,182.9	82,505.9	9,699.1	5,396.8	5,372.2
存货周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
总资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
每股指标（元）					
每股收益	6.64	8.56	10.35	12.18	14.23
每股经营现金流	8.45	5.92	12.11	11.69	13.90
每股净资产	17.48	22.82	33.17	41.21	50.56
估值比率					
市盈率	29.7	23.0	19.0	16.2	13.9
市净率	11.3	8.6	5.9	4.8	3.9
EV/EBITDA	21.3	16.3	13.7	11.6	9.9
EV/EBIT	21.7	16.5	13.8	11.7	10.0

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。