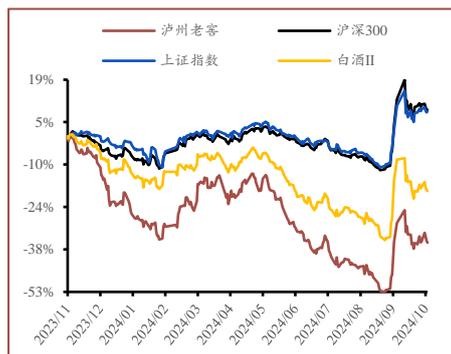



**投资评级:增持(维持)**

<b>基本数据</b>	<b>2024-10-31</b>
收盘价(元)	135.51
流通股本(亿股)	14.67
每股净资产(元)	30.86
总股本(亿股)	14.72

## 最近 12 月市场表现


**分析师** 吴文德

SAC 证书编号: S0160523090004  
wuw01@ctsec.com

**分析师** 任金星

SAC 证书编号: S0160524010001  
renjx@ctsec.com

**相关报告**

- 《Q2 降速提质，锚定长期稳增》  
2024-09-01
- 《开门红表现亮眼，高质量发展可期》  
2024-04-28
- 《业绩亮眼，驰而不息》 2023-10-31

**核心观点**

- ❖ **事件:** 公司发布 2024 三季报, 2024 前三季度实现营收 243 亿元, 同比+10.8%, 归母净利润 116 亿元, 同比+9.7%; 24Q3 营收 74 亿元, 同比+0.7%, 归母净利润 35.7 亿元, 同比+2.6%。
- ❖ **Q3 承压增加, 降速发力去库。** 面对 Q3 外部环境压力增大, 公司主动降速调整, Q3 聚焦促销去库, 持续发力扫码活动做强开瓶氛围。分产品看, 国窖整体或略有下滑, 双节动销承压, 渠道库存相对偏高, 批价相对稳定; 系列酒方面, 特曲 60 版及老字号特曲增速好于整体。分区域看, 西南、华北基地市场根基相对稳健, 华东市场表现偏弱。
- ❖ **降费增利净利率向好, 收现表现有所承压。** 盈利方面, 24Q3 归母净利率 48.2%, 同比+0.9pct, 主要系期间费用率收缩贡献; 环比+3.4%, 主因 Q2 高消费税因素在 Q3 恢复常态。24Q3 毛利率 88.1%, 同比-0.5pct, 整体稳健, 产品结构或略有影响。费用方面, 24Q3 销售/管理费用率 11.8%/3.5%, 同比-1.1pct/-0.6pct, 外部弱环境下公司收紧费投, 营销活动更加聚焦, 同时管理费用严控, 整体降费增利。收现方面, 24Q3 销售商品收现同比-19.4%, 收现比 110%, 同比-27.3pct, 主因高基数因素, 实际 Q3 收现基本匹配收入节奏。预收端, 24Q3 季末合同负债同比-10.4%, Q3 营收+Δ 合同负债同比-8%, 经销商回款进展相对承压。
- ❖ **投资建议:** 展望来看, 当前去库仍是重点, Q4 在开门红关口或面临更大挑战, 关注年底开门红表现, 全年业绩兑现预计理性务实。预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 141/149/162 亿元, 对应 PE 分别为 14.2/13.4/12.3 倍, 维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示:** 宏观经济增长不及预期; 批价波动超预期; 食品安全风险

**盈利预测:**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	25124	30233	32428	34691	37319
收入增长率(%)	21.71	20.34	7.26	6.98	7.57
归母净利润(百万元)	10365	13246	14066	14949	16214
净利润增长率(%)	30.29	27.79	6.19	6.28	8.46
EPS(元)	7.06	9.02	9.56	10.16	11.02
PE	31.77	19.89	14.18	13.34	12.30
ROE(%)	30.30	32.00	29.61	27.67	26.47
PB	9.65	6.38	4.20	3.69	3.26

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 10 月 31 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>25123.56</b>	<b>30233.30</b>	<b>32428.32</b>	<b>34691.14</b>	<b>37318.96</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	3369.53	3537.15	3723.01	3959.68	4229.99	营业收入增长率	21.7%	20.3%	7.3%	7.0%	7.6%
营业税费	3523.95	4133.13	4377.82	4763.93	5088.22	营业利润增长率	30.7%	28.9%	5.9%	6.3%	8.5%
销售费用	3448.77	3974.43	4215.68	4683.30	5075.38	净利润增长率	30.3%	27.8%	6.2%	6.3%	8.5%
管理费用	1162.42	1139.48	1005.28	1075.43	1156.89	EBITDA 增长率	31.3%	27.4%	9.1%	5.6%	7.5%
研发费用	206.25	225.96	242.36	259.27	278.91	EBIT 增长率	32.3%	28.5%	9.4%	5.7%	7.7%
财务费用	-286.38	-371.15	160.34	70.57	-74.47	NOPLAT 增长率	32.1%	27.6%	9.7%	5.7%	7.7%
资产减值损失	0.00	0.00	0.50	0.51	0.20	投资资本增长率	25.9%	30.8%	10.1%	10.7%	11.0%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>-12.02</b>	<b>62.99</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	净资产增长率	22.0%	21.0%	14.8%	13.8%	13.5%
投资和汇兑收益	104.72	84.72	86.33	87.74	89.67	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>13846.88</b>	<b>17841.83</b>	<b>18887.39</b>	<b>20073.33</b>	<b>21773.64</b>	毛利率	86.6%	88.3%	88.5%	88.6%	88.7%
加:营业外净收支	7.87	-35.88	-22.49	-16.83	-25.07	营业利润率	55.1%	59.0%	58.2%	57.9%	58.3%
<b>利润总额</b>	<b>13854.75</b>	<b>17805.96</b>	<b>18864.90</b>	<b>20056.50</b>	<b>21748.57</b>	净利润率	41.4%	44.0%	43.5%	43.2%	43.6%
减:所得税	3444.16	4517.30	4753.95	5054.24	5480.64	EBITDA/营业收入	56.1%	59.4%	60.4%	59.6%	59.6%
<b>净利润</b>	<b>10365.38</b>	<b>13246.39</b>	<b>14066.06</b>	<b>14948.73</b>	<b>16214.09</b>	EBIT/营业收入	53.5%	57.1%	58.3%	57.6%	57.7%
<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	17757.53	25952.03	30438.48	39308.21	42481.25	固定资产周转天数	129	104	100	91	80
交易性金融资产	1073.47	1426.99	1783.74	2229.68	2787.09	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>75</b>	<b>113</b>	<b>115</b>	<b>81</b>	<b>116</b>
应收账款	5.94	17.46	11.33	41.19	22.05	流动资产周转天数	487	548	590	619	658
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转天数	0	0	0	0	0
预付账款	114.26	202.31	191.65	183.45	176.37	存货周转天数	914	1092	1256	1193	1229
存货	9840.74	11622.04	14357.57	11892.50	16990.42	总资产周转天数	678	683	742	763	779
其他流动资产	153.04	176.68	220.86	265.03	318.03	投资资本周转天数	590	641	658	681	703
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	30.3%	32.0%	29.6%	27.7%	26.5%
长期股权投资	2667.50	2708.25	2748.25	2788.25	2828.25	ROA	20.2%	20.9%	20.0%	19.5%	19.1%
投资性房地产	39.15	37.79	37.79	37.79	37.79	ROIC	24.9%	24.3%	24.2%	23.1%	22.4%
固定资产	8856.26	8613.22	8855.32	8656.91	8218.00	费用率					
在建工程	808.92	1718.47	859.23	429.62	214.81	销售费用率	13.7%	13.1%	13.0%	13.5%	13.6%
无形资产	3083.27	3397.87	3644.79	3990.94	4307.68	管理费用率	4.6%	3.8%	3.1%	3.1%	3.1%
其他非流动资产	196.10	358.90	394.79	434.27	477.70	财务费用率	-1.1%	-1.2%	0.5%	0.2%	-0.2%
<b>资产总额</b>	<b>51385.48</b>	<b>63294.46</b>	<b>70392.63</b>	<b>76655.43</b>	<b>84902.61</b>	三费/营业收入	17.2%	15.7%	16.6%	16.8%	16.5%
短期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>偿债能力</b>					
应付账款	2311.67	2357.22	2586.39	2227.20	2989.79	资产负债率	33.2%	34.4%	32.2%	29.2%	27.5%
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	负债权益比	49.7%	52.4%	47.6%	41.3%	37.9%
其他流动负债	333.63	347.49	330.11	313.61	297.93	流动比率	3.15	4.50	4.43	4.98	5.20
长期借款	3179.60	10000.30	9779.90	9779.90	9779.90	速动比率	2.20	3.31	3.19	3.93	3.85
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	58.55	35.41	34.40	37.91	41.78
<b>负债总额</b>	<b>17056.69</b>	<b>21762.75</b>	<b>22699.63</b>	<b>22399.80</b>	<b>23348.30</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	120.92	140.30	185.18	238.70	292.54	DPS(元)	4.23	5.40	6.90	7.33	7.79
股本	1471.90	1471.99	1471.97	1471.97	1471.97	分红比率	0.46	0.47	0.57	0.56	0.55
留存收益	28244.09	35287.55	41405.78	47914.88	55159.73	股息收益率	1.9%	3.0%	5.1%	5.4%	5.7%
<b>股东权益</b>	<b>34328.79</b>	<b>41531.71</b>	<b>47693.00</b>	<b>54255.62</b>	<b>61554.31</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)	7.06	9.02	9.56	10.16	11.02
净利润	10365.38	13246.39	14066.06	14948.73	16214.09	BVPS(元)	23.24	28.12	32.28	36.70	41.62
加:折旧和摊销	643.73	677.48	688.01	701.14	713.72	PE(X)	31.8	19.9	14.2	13.3	12.3
资产减值准备	1.17	-0.93	-16.67	-19.92	-23.49	PB(X)	9.7	6.4	4.2	3.7	3.3
公允价值变动损失	12.02	-62.99	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	114.62	323.77	549.62	527.15	515.16	P/S	13.1	8.7	6.2	5.7	5.3
投资收益	-104.72	-84.72	-86.33	-87.74	-89.67	EV/EBITDA	22.6	13.9	9.2	8.3	7.5
少数股东损益	45.21	42.27	44.88	53.53	53.84	CAGR(%)					
营运资金的变动	-2827.19	-3844.37	-498.78	2885.03	-3563.35	PEG	1.0	0.7	2.3	2.1	1.5
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>8262.65</b>	<b>10648.36</b>	<b>14530.82</b>	<b>19022.38</b>	<b>13854.84</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-1873.85</b>	<b>-1268.12</b>	<b>-746.58</b>	<b>-923.19</b>	<b>-1017.22</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-2078.39</b>	<b>-1218.43</b>	<b>-9315.48</b>	<b>-9267.82</b>	<b>-9664.57</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 10 月 31 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；中国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；中国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。