

上海证券  
SHANGHAI SECURITIES

## 预调酒业务承压，威士忌蓄势待发

—2024年三季度点评

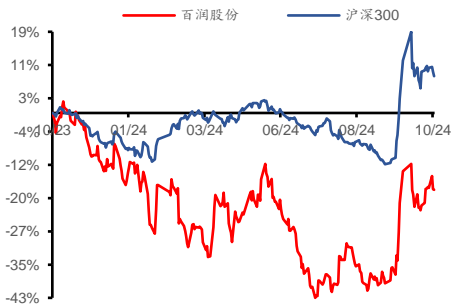
## 买入 (维持)

行业：食品饮料  
日期：2024年11月01日分析师：王慧林  
Tel: 15951919467  
E-mail: wanghuilin@shzq.com  
SAC 编号: S0870524040001  
分析师：袁家岗  
Tel: 02153686249  
E-mail: yuanjiagang@shzq.com  
SAC 编号: S0870524090003

## 基本数据

最新收盘价 (元) 21.90  
12mth A 股价格区间 (元) 15.26-27.35  
总股本 (百万股) 1,049.37  
无限售 A 股/总股本 68.27%  
流通市值 (亿元) 156.89

## 最近一年股票与沪深 300 比较



## 相关报告:

《上半年预调酒业务承压，产品矩阵有望发力》

—2024年08月01日

《费投拖累利润，产品矩阵扩展有望拉动新增长》

—2024年04月30日

《百味具臻，润心怡情》

—2023年11月03日

## ■ 投资摘要

## 事件概述

10月30日，公司发布2024年三季度报告。前三季度公司实现营业收入23.86亿元，同比-2.88%；归母净利润5.74亿元，同比-13.67%；扣非归母净利润5.61亿元，同比-13.57%。其中，单Q3实现营业收入7.58亿元，同比-5.95%；归母净利润1.72亿元，同比-24.01%；扣非归母净利润1.70亿元，同比-22.21%。

预调酒下滑收窄，期待威士忌表现。前三季度公司主业预调酒业务营收21.02亿元，同比-3.13%；其中单Q3实现营收6.71亿元，同比-6.58%，增速环比Q2回升0.97个百分点，考虑到23年下半年基数有所下降，基数效应扰动有望逐步消退。今年以来，公司持续完善“358”（3度、5度、8度左右酒精含量）品类矩阵品项组合，强爽以“龙罐”为品牌营销抓手并推出零糖新品；微醺系列持续扩展消费人群和消费场景，新口味上市表现出色，单店产出跃入口味前三名；清爽系列品牌焕新升级，大罐全新上市，全方位多角度立体化强势进行品牌推广。烈酒业务板块，通过多种形式持续提升崂州品牌知名度及影响力，同时正常推进烈酒基地升级项目，奠定高品质烈酒供应基础，威士忌产品也将在今年Q4发布，有望成为新的增长点。

费用投放拖累利润，产能建设稳步推进。前三季度，公司毛利率同比+3.25个百分点至70.11%，我们推测主要系原材料成本下降所致。销售/管理费用率分别同比+3.94/+1.04个百分点至24.09%/6.16%，拖累净利率同比-3.06个百分点至23.95%，主要系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，公司统筹规划，稳步推进项目建设，强化战略基石，上海生产基地扩建项目已竣工；天津生产基地扩建项目、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，牢牢占据消费者心智。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，渠道谨慎下沉，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32.76/34.18/36.46亿元，同比增速分别为0.37%/4.34%/6.67%；归母净利润分别为8.24/8.78/9.50亿元，同比增速分别为1.84%/6.52%/8.19%。对应PE 28/26/24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	3276	3418	3646
年增长率	25.9%	0.4%	4.3%	6.7%
归母净利润	809	824	878	950
年增长率	55.3%	1.8%	6.5%	8.2%
每股收益 (元)	0.77	0.79	0.84	0.91
市盈率 (X)	28.39	27.88	26.17	24.19
市净率 (X)	5.68	5.39	5.18	5.01

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (2024 年 10 月 30 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	2369	2430	2488
应收票据及应收账款	216	196	206	223
存货	780	582	658	716
其他流动资产	174	181	183	188
流动资产合计	3048	3328	3476	3615
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	320	323	327
非流动资产合计	4063	4483	4965	5438
<b>资产总计</b>	<b>7111</b>	<b>7811</b>	<b>8441</b>	<b>9053</b>
短期借款	891	1263	1671	2074
应付票据及应付账款	499	502	516	560
合同负债	110	153	166	166
其他流动负债	498	538	557	575
流动负债合计	1999	2456	2911	3375
长期借款	0	0	0	0
应付债券	1020	1020	1020	1020
其他非流动负债	48	75	75	75
非流动负债合计	1069	1096	1096	1096
<b>负债合计</b>	<b>3068</b>	<b>3552</b>	<b>4006</b>	<b>4470</b>
股本	1050	1049	1049	1049
资本公积	1744	1738	1738	1738
留存收益	1349	1573	1751	1901
归属母公司股东权益	4044	4262	4440	4590
少数股东权益	0	-2	-5	-7
<b>股东权益合计</b>	<b>4044</b>	<b>4259</b>	<b>4435</b>	<b>4583</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>7111</b>	<b>7811</b>	<b>8441</b>	<b>9053</b>

**现金流量表 (单位: 百万元)**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流量</b>	<b>562</b>	<b>1346</b>	<b>1119</b>	<b>1245</b>
净利润	807	822	876	948
折旧摊销	188	257	283	315
营运资金变动	-515	279	-42	-19
其他	82	-12	2	2
<b>投资活动现金流量</b>	<b>-1104</b>	<b>-663</b>	<b>-765</b>	<b>-788</b>
资本支出	-1104	-759	-765	-788
投资变动	0	0	0	0
其他	1	95	0	0
<b>筹资活动现金流量</b>	<b>-128</b>	<b>-193</b>	<b>-293</b>	<b>-399</b>
债权融资	450	389	409	403
股权融资	0	-6	0	0
其他	-578	-575	-702	-802
<b>现金净流量</b>	<b>-669</b>	<b>490</b>	<b>61</b>	<b>58</b>

**利润表 (单位: 百万元)**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>3264</b>	<b>3276</b>	<b>3418</b>	<b>3646</b>
营业成本	1087	999	1051	1143
营业税金及附加	177	188	195	207
销售费用	708	786	786	802
管理费用	193	203	211	224
研发费用	106	105	111	118
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
<b>营业利润</b>	<b>1025</b>	<b>1040</b>	<b>1108</b>	<b>1200</b>
营业外收支净额	3	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1028</b>	<b>1040</b>	<b>1108</b>	<b>1200</b>
所得税	221	218	232	253
净利润	807	822	876	948
少数股东损益	-3	-2	-2	-2
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>809</b>	<b>824</b>	<b>878</b>	<b>950</b>

**主要指标**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	66.7%	69.5%	69.2%	68.7%
净利率	24.8%	25.2%	25.7%	26.1%
净资产收益率	20.0%	19.3%	19.8%	20.7%
资产回报率	11.4%	10.6%	10.4%	10.5%
投资回报率	13.5%	12.5%	12.3%	12.3%
<b>成长能力指标</b>				
营业收入增长率	25.9%	0.4%	4.3%	6.7%
EBIT 增长率	57.4%	1.5%	6.5%	8.3%
归母净利润增长率	55.3%	1.8%	6.5%	8.2%
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.77	0.79	0.84	0.91
每股净资产	3.85	4.06	4.23	4.37
每股经营现金流	0.54	1.28	1.07	1.19
每股股利	0.50	0.58	0.67	0.77
<b>营运能力指标</b>				
总资产周转率	0.48	0.44	0.42	0.42
应收账款周转率	19.06	15.91	17.01	17.03
存货周转率	1.65	1.47	1.70	1.66
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	43.1%	45.5%	47.5%	49.4%
流动比率	1.53	1.35	1.19	1.07
速动比率	1.06	1.06	0.92	0.81
<b>估值指标</b>				
P/E	28.39	27.88	26.17	24.19
P/B	5.68	5.39	5.18	5.01
EV/EBITDA	21.30	17.65	16.71	15.57

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

<b>股票投资评级：</b>	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
<b>行业投资评级：</b>	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