

24 年低档酒贡献白酒增长，外埠市场拓展补充收入

核心观点

- **公司发布 24 年报及 25 年一季报。**24 全年公司累计营业收入 91.26 亿元，同比-13.85%；归母净利润 2.31 亿元，同比+178.20%。25Q1 实现营业收入 32.58 亿元，同比-19.69%；实现归母净利润 2.82 亿元，同比-37.34%。
- **24 年低档酒支撑白酒增长，外埠市场拓展补充收入。**分产品，24 全年白酒业务实现营业收入 70.41 亿元，同比增长 3.19%，白酒销量 36.94 万千升，其中高档酒、中档酒、低档酒营收分别为 9.7、10.9、49.7 亿，分别同比-0.6%、-1.5%、+5.1%。24 全年猪肉业务实现营业收入 16.90 亿元，同比减少 29.64%，屠宰行业销售量 9.67 万吨，同比-33.82%。分地区来看，24 年北京地区营业收入 27.77 亿元，同比-35.75%；外阜地区营业收入 63.49 亿元，同比 1.25%，外阜地区收入增长得益于市场拓展。
- **24 全年盈利能力改善，25Q1 销售费用率增加。**24 年整体毛利率 36.03%，同比+4.23pct，净利率为 2.53%，同比+5.32pct。24 年销售费用率 9.58%，同比-1.80pct；管理费用率 8.26%，同比+0.17pct；财务费用率 0.12%，同比-1.52pct；累计总费用率为 18.29%，累计-3.10pct。25Q1 公司毛利率 36.81%，同比-0.34pct，归母净利率为 8.67%，同比-2.44pct。费用端，25Q1 销售费用率为 9.03%，同比+3.62pct，主要因春节加大促销力度致促销费用增加；管理费用率为 5.78%，同比+0.34pct；财务费用率为-0.38%，同比-1.15pct；单季总费用率为 14.67%，同比+2.89pct。

盈利预测与投资建议

- 考虑公司中档酒及高档酒放量仍需时间，下调 25-26 年收入、毛利率。我们预测公司 2025-2027 年每股收益分别为 0.27、0.36、0.45 元（原预测 25-26 年为 0.82、1.11 元）。我们延续 FCFF 估值方法，预测公司权益价值为 160 亿元，对应目标价 21.62 元，维持买入评级。

风险提示

白酒消费疲软、金标陈酿销售不及预期、生猪价格波动、消费疲软、减值损失相关风险

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10,593	9,126	8,662	8,897	9,152
同比增长(%)	-9.3%	-13.8%	-5.1%	2.7%	2.9%
营业利润(百万元)	75	528	458	529	604
同比增长(%)	120.0%	604.8%	-13.3%	15.6%	14.2%
归属母公司净利润(百万元)	(296)	231	201	265	330
同比增长(%)	56.1%	178.2%	-13.1%	32.1%	24.5%
每股收益(元)	(0.40)	0.31	0.27	0.36	0.45
毛利率(%)	31.8%	36.0%	36.2%	36.8%	37.5%
净利率(%)	-2.8%	2.5%	2.3%	3.0%	3.6%
净资产收益率(%)	-4.3%	3.4%	2.8%	3.6%	4.3%
市盈率	(40.6)	51.9	59.7	45.2	36.3
市净率	1.8	1.7	1.7	1.6	1.5

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（2025年04月25日）	15.91 元
目标价格	21.62 元
52 周最高价/最低价	22.25/13.9 元
总股本/流通 A 股（万股）	74,177/74,177
A 股市值（百万元）	11,802
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2025 年 04 月 28 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-3.58	-7.18	-7.12	-7.5
相对表现%	-3.96	-3.48	-5.92	-14.77
沪深 300%	0.38	-3.7	-1.2	7.27



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

相关报告

地产剥离猪价回暖，盈利同比大幅提升：	2024-07-17
——顺鑫农业 24 年半年度业绩预告点评	
核心单品提价+剥离房地产业务，盈利改善可期	2024-01-22

投资建议

考虑公司中档酒及高档酒放量仍需时间，下调 25-26 年收入、毛利率。我们预测公司 2025-2027 年每股收益分别为 0.27、0.36、0.45 元（原预测 25-26 年为 0.82、1.11 元）。我们延续 FCFF 估值方法，预测公司权益价值为 160 亿元，对应目标价 21.62 元，维持买入评级。

图 1：估值假设主要参数

估值假设主要参数	
所得税税率T	25.00%
永续增长率Gn(%)	3.00%
无风险利率Rf	1.64%
无杠杆影响的β系数	1.15
考虑杠杆因素的β系数	1.49
市场收益率Rm	8.58%
公司特有风险	0.00%
股权投资成本 (Ke)	11.95%
债务比率D/(D+E)	27.92%
债务利率rd	3.60%
WACC	9.37%

数据来源：WIND、东方证券研究所

表 1：股权价值计算结果

项目	数值
永续增长值率	3%
企业价值（百万元）	13,511.59
权益价值（百万元）	16,036.22
每股权益价值（人民币）	21.62

资料来源：Wind、东方证券研究所

表 2：FCFF 目标价敏感性分析表

FCFF目标价敏感性分析						
	21.62	永续增长率Gn(%)				
		1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
WACC(%)	7.37%	24.33	27.20	31.38	38.04	50.32
	7.87%	22.53	24.87	28.18	33.19	41.69
	8.37%	20.98	22.92	25.58	29.45	35.62
	8.87%	19.64	21.26	23.43	26.49	31.13
	9.37%	18.46	19.82	21.62	24.08	27.68
	9.87%	17.41	18.58	20.08	22.09	24.93
	10.37%	16.48	17.48	18.75	20.42	22.71
	10.87%	15.65	16.51	17.59	18.99	20.86
	11.37%	14.90	15.65	16.58	17.76	19.31

资料来源：Wind、东方证券研究所

风险提示

- **白酒消费疲软风险。**如果白酒行业需求复苏不及预期，可能对公司营收、盈利造成不利影响。

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。

- **金标陈酿销售不及预期。**金标陈酿作为公司战略级潜力单品，若市场销售不及预期，将对公司业绩增速带来不利影响。
- **生猪价格波动风险。**公司猪肉业务受生猪价格波动影响较大，若生猪价格下跌，可能对公司盈利及估值产生不利影响。
- **消费疲软风险。**若消费持续疲软，可能对收入产生不利影响。
- **减值损失相关风险。**若公司减值损失高于预期，将会对盈利、估值产生不利影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	7,271	6,949	7,363	6,658	6,395
应收票据、账款及款项融资	142	249	236	238	241
预付账款	37	168	159	164	168
存货	2,194	2,292	1,895	1,645	1,389
其他	463	457	457	457	457
流动资产合计	10,107	10,115	10,110	9,163	8,651
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	3,275	2,973	3,028	2,995	2,973
在建工程	50	47	122	174	211
无形资产	787	763	747	730	714
其他	1,148	1,096	1,126	1,151	1,151
非流动资产合计	5,260	4,879	5,023	5,050	5,048
资产总计	15,367	14,995	15,132	14,213	13,699
短期借款	2,564	2,789	3,809	3,000	2,500
应付票据及应付账款	907	942	892	964	1,038
其他	3,823	2,719	1,889	1,619	1,380
流动负债合计	7,295	6,450	6,591	5,583	4,918
长期借款	1,235	1,423	1,223	1,023	823
应付债券	0	0	0	0	0
其他	35	67	16	22	24
非流动负债合计	1,270	1,490	1,239	1,044	846
负债合计	8,565	7,940	7,830	6,627	5,765
少数股东权益	19	40	58	76	95
实收资本（或股本）	742	742	742	742	742
资本公积	2,627	2,627	2,627	2,627	2,627
留存收益	3,444	3,675	3,876	4,141	4,471
其他	(30)	(30)	0	0	0
股东权益合计	6,802	7,054	7,303	7,586	7,935
负债和股东权益总计	15,367	14,995	15,132	14,213	13,699

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	(299)	252	218	283	349
折旧摊销	17	229	151	149	154
财务费用	173	11	12	13	15
投资损失	(289)	(3)	(2)	(2)	(2)
营运资金变动	1,888	(621)	(1,576)	294	334
其它	(2,229)	244	(147)	(25)	0
经营活动现金流	(738)	112	(1,343)	713	850
资本支出	(235)	101	(152)	(152)	(152)
长期投资	(102)	37	0	0	0
其他	2,046	(207)	2	2	2
投资活动现金流	1,709	(70)	(150)	(150)	(150)
债权融资	(1,961)	(440)	900	(444)	(448)
股权融资	0	0	0	0	0
其他	(172)	78	1,008	(823)	(515)
筹资活动现金流	(2,132)	(362)	1,907	(1,267)	(963)
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0
现金净增加额	(1,161)	(320)	414	(704)	(263)

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,593	9,126	8,662	8,897	9,152
营业成本	7,224	5,838	5,529	5,622	5,725
销售费用	1,205	874	880	904	930
管理费用	856	754	715	735	756
研发费用	31	30	29	30	30
财务费用	173	11	12	13	15
资产、信用减值损失	173	93	90	90	90
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	289	3	2	2	2
其他	(1,145)	(1,001)	(951)	(976)	(1,004)
营业利润	75	528	458	529	604
营业外收入	0	3	5	5	3
营业外支出	2	18	2	2	2
利润总额	73	514	461	532	605
所得税	371	261	243	249	256
净利润	(299)	252	218	283	349
少数股东损益	(3)	21	17	18	19
归属于母公司净利润	(296)	231	201	265	330
每股收益（元）	-0.40	0.31	0.27	0.36	0.45

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-9.3%	-13.8%	-5.1%	2.7%	2.9%
营业利润	120.0%	604.8%	-13.3%	15.6%	14.2%
归属于母公司净利润	56.1%	178.2%	-13.1%	32.1%	24.5%
获利能力					
毛利率	31.8%	36.0%	36.2%	36.8%	37.5%
净利率	-2.8%	2.5%	2.3%	3.0%	3.6%
ROE	-4.3%	3.4%	2.8%	3.6%	4.3%
ROIC	-8.0%	2.3%	1.7%	2.2%	2.8%
偿债能力					
资产负债率	55.7%	53.0%	51.7%	46.6%	42.1%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.39	1.57	1.53	1.64	1.76
速动比率	1.07	1.21	1.25	1.35	1.48
营运能力					
应收账款周转率	355.3	313.5	440.8	458.7	459.0
存货周转率	1.6	2.5	2.6	3.2	3.8
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
每股指标（元）					
每股收益	-0.40	0.31	0.27	0.36	0.45
每股经营现金流	-1.00	0.15	-1.81	0.96	1.15
每股净资产	9.14	9.46	9.77	10.12	10.57
估值比率					
市盈率	-40.6	51.9	59.7	45.2	36.3
市净率	1.8	1.7	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	35.5	12.3	15.2	13.6	12.2
EV/EBIT	38.0	17.5	20.0	17.4	15.2

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。