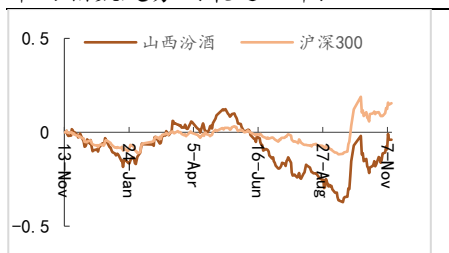


评级： 买入

核心观点

赵瑞  
分析师  
SAC 执证编号：S0110522120001  
zhaorui@sczq.com.cn

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价(元)	226.00
一年内最高/最低价(元)	269.31/147.01
市盈率(当前)	69.85
市净率(当前)	8.14
总股本(亿股)	12.20
总市值(亿元)	2,757.12

资料来源：聚源数据

相关研究

- 产品节奏调整，全国化持续拓展
- 三季度业绩增长基本符合预期，全年高质量收官可期
- 营收净利同比较快增长，全年高质量收官确定性较高

- 事件：**公司发布2024年三季报，24Q1-3营业收入313.58亿元，同比增长17.25%；归母净利润113.50亿元，同比增长20.34%。24Q3营业收入86.11亿元，同比增长11.35%；归母净利润29.40亿元，同比增长10.36%。
- 大众价位产品表现较好，全国化布局持续推进。**1)分产品：24Q3中高价酒/其他酒类营收分别为61.88/24.05亿元，同比+6.73%/+25.62%。24Q3中高价酒增速环比提升（24Q2同比+1.51%），预计青花系列环比恢复增长，老白汾、巴拿马等腰部产品稳步增长；其他酒类增速较快，预计玻汾延续快速放量。2)分区域：24Q3省内市场/省外市场营收分别为35.06/50.87亿元，同比+12.12%/+10.95%。省内省外均实现双位数稳健增长，省内增长略高于省外。经销商数量方面，截至24Q3末公司经销商数量4368个，较23年末净增加428个，其中省内/省外分别为825/3543个，较23年末分别净增加5/423个，省外经销商数量增长显著，全国化扩张持续推进。
- 盈利水平略有下降，现金流表现良好。**24Q3毛利率74.29%，同比-0.75pct，预计产品结构整体略有下移。销售/管理/研发/财务费用率分别为10.54%/4.43%/0.54%/-0.12%，同比-0.07/+0.61/+0.36/-0.11pct，归母净利率34.14%，同比-0.31pct。现金流方面，24Q3销售收现85.60亿元，同比+30.77%，经营活动现金流量净额35.05亿元，同比+67.22%。24Q3末合同负债54.81亿元，同比+5.96%，环比-4.38%，合同负债表现相对稳健。
- 经营韧性较强，增长势能良好。**在行业调整期下，公司保持较强的经营韧性，前三季度营收、归母净利润均实现双位数较快增长，体现了自身深厚的品牌积淀及良好的增长势能。产品方面，公司坚持“抓青花、强腰部、稳玻汾”的产品策略，青花系列深耕渠道管理和强化消费培育，老白汾和巴拿马等腰部产品加强市场推广，老白汾包装已进行焕新升级，玻汾在大众市场稳固地位，丰富的产品矩阵也有效提升了整体抗风险能力。市场方面，中秋期间通过“与花与酒醉中秋”活动开展消费者互动，推动产品终端动销。此外，公司持续省外清香消费者培育，通过精耕长江以南核心市场，优化长三角、珠三角等潜力市场战略方案，提升整体布局水平，省外市场拓展成效显著，上海等客户、终端培育较好的地区实现快速增长。
- 投资建议：**根据2024年前三季度公司经营情况，我们调整盈利预测，预计2024、2025、2026年公司归母净利润分别为123.5亿元、142.9亿元、164.5亿元，同比分别增长18%、16%、15%，当前股价对应PE分别为22、19、17倍。维持买入评级。
- 风险提示：**宏观经济波动风险，食品安全风险。

### 盈利预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营收 (亿元)	319.3	371.5	426.3	486.9
营收增速 (%)	21.8	16.4	14.7	14.2
归母净利润 (亿元)	104.4	123.5	142.9	164.5
归母净利润增速 (%)	28.9	18.3	15.7	15.1
EPS(元/股)	8.56	10.12	11.71	13.49
PE	26.4	22.3	19.3	16.8

资料来源: Wind, 首创证券

## 财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	34608	43298	53085	64200	经营活动现金流	7225	8810	10627	12420
现金	3775	7073	11550	16812	净利润	10438	12347	14289	16451
应收账款	0	0	0	0	折旧摊销	253	340	343	347
其它应收款	36	42	49	56	财务费用	39	-6	-8	-10
预付账款	114	136	155	177	投资损失	-499	-514	-514	-514
存货	11573	13817	15833	18038	营运资金变动	-2517	-3365	-3513	-3888
其他	19060	22180	25447	29067	其它	-510	-17	3	3
非流动资产	9488	9502	9524	9561	投资活动现金流	-10220	159	149	129
长期投资	94	94	94	94	资本支出	-485	-355	-365	-385
固定资产	1926	2060	2188	2322	长期投资	27820	0	0	0
无形资产	1247	1127	1019	922	其他	-37555	514	514	514
其他	2830	2830	2830	2830	筹资活动现金流	-4432	-5670	-6298	-7288
资产总计	44096	52800	62609	73761	短期借款	0	0	0	0
流动负债	15147	16811	18609	20576	长期借款	337	-345	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	765	-5331	-6306	-7298
应付账款	2279	2723	3120	3555	现金净增加额	-7427	3298	4478	5261
其他	392	469	537	612					
非流动负债	674	674	674	674	<b>主要财务比率</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	674	674	674	674	营业收入	21.8%	16.4%	14.7%	14.2%
负债合计	15821	17485	19283	21250	营业利润	30.8%	18.5%	15.9%	15.3%
少数股东权益	438	462	490	522	归属母公司净利润	28.9%	18.3%	15.7%	15.1%
归属母公司股东权益	27837	34853	42835	51989	获利能力				
负债和股东权益	44096	52800	62609	73761	毛利率	75.3%	74.6%	74.7%	74.7%
					净利率	32.7%	33.2%	33.5%	33.8%
					ROE	37.5%	35.4%	33.4%	31.6%
					ROIC	36.1%	34.7%	32.7%	31.1%
					偿债能力				
					资产负债率	35.9%	33.1%	30.8%	28.8%
					净负债比率	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
					流动比率	2.28	2.58	2.85	3.12
					速动比率	1.52	1.75	2.00	2.24
					营运能力				
					总资产周转率	0.72	0.70	0.68	0.66
					应收账款周转率	82506	317284	12844791	12818355
					应付账款周转率	2.70	2.97	2.91	2.90
					每股指标(元)				
					每股收益	8.56	10.12	11.71	13.49
					每股经营现金	5.92	7.22	8.71	10.18
					每股净资产	22.82	28.57	35.11	42.61
					估值比率				
					P/E	26.4	22.3	19.3	16.8
					P/B	9.9	7.9	6.4	5.3
<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>					
营业收入	31928	37154	42628	48692					
营业成本	7884	9420	10795	12298					
营业税金及附加	5832	6787	7786	8894					
营业费用	3217	3344	3623	3895					
研发费用	88	111	128	146					
管理费用	1202	1152	1279	1461					
财务费用	-8	-6	-8	-10					
资产减值损失	-3	-3	-3	-3					
公允价值变动收益	0	0	0	0					
投资净收益	514	514	514	514					
营业利润	14224	16858	19536	22519					
营业外收入	5	5	5	5					
营业外支出	24	24	24	24					
利润总额	14205	16839	19517	22500					
所得税	3747	4467	5200	6016					
净利润	10459	12372	14317	16483					
少数股东损益	20	24	28	32					
归属母公司净利润	10438	12347	14289	16451					
EBITDA	14443	17192	19871	22856					
EPS (元)	8.56	10.12	11.71	13.49					

## 分析师简介

赵瑞，食品饮料及农业行业分析师，复旦大学金融硕士，曾就职于国泰君安证券，2022年11月加入首创证券研究发展部。

## 分析师声明

本报告清晰准确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，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b>		
投资评级分为股票评级和行业评级	<b>股票投资评级</b>	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b>	<b>行业投资评级</b>	看好 行业超越整体市场表现
报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现