

臻酿 8 号贡献增长，24Q2 业绩略超预期

核心观点

- 事件：**公司近期发布 2024 年半年报，上半年实现营业收入 17.19 亿元（yoy+12.57%）；实现归母净利润 2.42 亿元（yoy+19.55%）。24Q2，公司实现营业收入 7.85 亿元（yoy+16.62%），实现归母净利润 0.56 亿元（yoy+29.6%），营收盈利均超预期。
- 臻酿 8 号贡献核心增长动能，带动高档酒收入超预期增长。**分产品，24H1 公司高档酒实现收入 15.2 亿元（yoy+6.1%）；中档酒实现收入 0.97 亿元（yoy+12.78%）。24Q2，高档酒、中档酒收入分别同比+14.7%、-43.6%，臻酿 8 号表现亮眼。截至 24H1 末，公司合同负债为 10.7 亿元，同比、环比分别-1.36%、-12.2%。
- 销售费用率下降，盈利边际向好。**24H1，公司毛利率为 80.96%（yoy-1.5pct），销售费用率为 33.76%（yoy-2.2pct），管理费用率为 14.26%（yoy+1.11pct）；营业税金及附加占收入比重为 14.5%（yoy-0.9pct）。24Q2，公司毛利率为 81.6%（yoy0.0pct），销售费用率为 32.2%（yoy-8.9pct），管理费用率为 21.6%（yoy+2.94pct），24H1 公司净利率为 14.11%（yoy+0.81pct），24Q2 净利率为 7.15%（yoy+0.72pct）。
- 维持全年业绩目标不变，聚焦臻酿 8 号、同步布局天号陈。**公司继续围绕体育营销和文化营销打造 IP，精准聚焦高端圈层消费者。报告期内公司营销突破，包括稳定价值链、拓展门店、抢占市场份额、宴席精细化运作、薄弱市场客户赋能培训等，下半年公司将在上半年营销战略基础上继续聚焦高端产品线，加大对次高端产品尤其是臻酿八号的曝光和市场支持力度，也会对以天号陈帝黄瓶为代表的 300 元以下价格带产品给予更多内容合作、公关传播支持。后续期待公司充分挖掘和利用成都产区的独特资源和优势，推动产区发展，持续提升品牌影响力。

盈利预测与投资建议

- 考虑 24H1 公司高档酒收入增长良好，销售费用率边际改善，上调营业收入、净利率，下调费用率、毛利率，预测 2024-2026 年每股收益分别为 2.96、3.36、3.79 元（此前为 2.89、3.28、3.65 元）。参考可比公司，给予 24 年 16 倍 PE 估值，对应目标价 47.36 元，维持买入评级。
- 风险提示：**产品价格波动、消费需求不及预期、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)	4,673	4,953	5,612	6,368	7,106
同比增长(%)	0.9%	6.0%	13.3%	13.5%	11.6%
营业利润(百万元)	1,633	1,698	1,939	2,209	2,491
同比增长(%)	-2.1%	4.0%	14.2%	13.9%	12.7%
归属母公司净利润(百万元)	1,216	1,269	1,443	1,642	1,852
同比增长(%)	1.4%	4.4%	13.7%	13.8%	12.8%
每股收益(元)	2.49	2.60	2.96	3.36	3.79
毛利率(%)	84.5%	83.2%	82.0%	82.1%	82.2%
净利率(%)	26.0%	25.6%	25.7%	25.8%	26.1%
净资产收益率(%)	39.9%	32.3%	27.8%	25.5%	25.0%
市盈率	14.6	14.0	12.3	10.8	9.6
市净率	5.1	4.0	3.0	2.6	2.2

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07月29日）	36.41元
目标价格	47.36元
52周最高价/最低价	75.67/34.44元
总股本/流通A股（万股）	48,836/48,836
A股市值（百万元）	17,781
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2024年07月30日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-1.75	-3.24	-19.29	-46.53
相对表现%	1.78	-1.19	-12.86	-31.45
沪深300%	-3.53	-2.05	-6.43	-15.08



证券分析师

叶书怀	yeshuhuai@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517090002
蔡琪	021-63325888*6079 caiqi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860519080001

联系人

姚晔	yaoye@orientsec.com.cn
燕斯娟	yansixian1@orientsec.com.cn

相关报告

臻酿八号动销边际向好，积极推新拉升品牌站位	2024-04-30
23年圆满收官，Q4业绩同比改善	2024-01-27
动销向好经营改善，看好水井坊业绩弹性	2023-09-19

投资建议

考虑 24H1 公司高档酒收入增长良好，销售费用率边际改善，上调营业收入、净利率，下调费用率、毛利率，预测 2024-2026 年每股收益分别为 2.96、3.36、3.79 元（此前为 2.89、3.28、3.65 元）。参考可比公司，给予 24 年 16 倍 PE 估值，对应目标价 47.36 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) 2024/7/29	每股收益（元）				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
酒鬼酒	000799	39.90	1.69	1.51	1.79	2.10	24	26	22	19
古井贡酒	000596	180.53	8.68	11.17	13.96	16.97	21	16	13	11
舍得酒业	600702	52.40	5.32	5.99	6.96	8.13	10	9	8	6
今世缘	603369	43.30	2.50	3.05	3.71	4.44	17	14	12	10
山西汾酒	600809	178.65	8.56	10.78	13.19	15.92	21	17	14	11
老白干酒	600559	16.91	0.73	0.94	1.18	1.44	23	18	14	12
调整后平均							21	16	13	11

数据来源：WIND、东方证券研究所

风险提示

- **产品价格波动风险。**白酒行业近期面临批价波动，公司批价可能受行业影响而下行，从而导致动销、回款、库存等表现不及预期。
- **消费需求不及预期风险。**若宏观经济下行，白酒消费疲软，则可能导致公司产品价格体系受到扰动且销量下降。
- **食品安全事件风险。**若白酒行业发生食品安全黑天鹅事件，可能对公司营收和利润造成不利影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,912	2,350	2,556	2,690	2,869	营业收入	4,673	4,953	5,612	6,368	7,106
应收票据、账款及款项融资	3	2	2	3	3	营业成本	725	834	1,011	1,141	1,265
预付账款	16	25	28	32	35	销售费用	1,279	1,308	1,359	1,523	1,678
存货	2,443	2,452	2,971	3,355	3,718	管理费用	355	362	444	504	563
其他	36	75	41	51	46	研发费用	37	37	42	48	54
流动资产合计	4,410	4,904	5,599	6,131	6,672	财务费用	(33)	(26)	(36)	(39)	(41)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	13	20	11	12	12
固定资产	483	721	2,713	3,094	3,553	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	1,620	2,186	1,354	1,803	2,162	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	130	163	148	131	114	其他	(664)	(720)	(841)	(968)	(1,085)
其他	404	451	424	436	428	营业利润	1,633	1,698	1,939	2,209	2,491
非流动资产合计	2,637	3,521	4,639	5,464	6,257	营业外收入	2	7	8	6	7
资产总计	7,047	8,425	10,238	11,595	12,929	营业外支出	3	6	5	5	5
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	1,632	1,699	1,942	2,210	2,493
应付票据及应付账款	1,166	1,092	1,323	1,494	1,655	所得税	416	431	499	568	641
其他	2,395	2,908	2,909	3,176	3,317	净利润	1,216	1,269	1,443	1,642	1,852
流动负债合计	3,561	4,000	4,232	4,670	4,973	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1,216	1,269	1,443	1,642	1,852
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	2.49	2.60	2.96	3.36	3.79
其他	28	31	31	31	31						
非流动负债合计	28	31	31	31	31						
负债合计	3,589	4,031	4,264	4,701	5,004						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
股本	488	488	488	488	488	成长能力					
资本公积	246	279	415	415	415	营业收入	0.9%	6.0%	13.3%	13.5%	11.6%
留存收益	2,724	3,627	5,070	5,991	7,022	营业利润	-2.1%	4.0%	14.2%	13.9%	12.7%
其他	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1.4%	4.4%	13.7%	13.8%	12.8%
股东权益合计	3,458	4,394	5,974	6,894	7,925	获利能力					
负债和股东权益总计	7,047	8,425	10,238	11,595	12,929	毛利率	84.5%	83.2%	82.0%	82.1%	82.2%
						净利率	26.0%	25.6%	25.7%	25.8%	26.1%
						ROE	39.9%	32.3%	27.8%	25.5%	25.0%
						ROIC	39.1%	31.7%	27.2%	25.0%	24.5%
						偿债能力					
						资产负债率	50.9%	47.8%	41.6%	40.5%	38.7%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	1.24	1.23	1.32	1.31	1.34
						速动比率	0.54	0.61	0.62	0.59	0.59
						营运能力					
						应收账款周转率	855.5	1,749.6	2,392.9	2,394.7	2,375.8
						存货周转率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
						总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
						每股指标(元)					
						每股收益	2.49	2.60	2.96	3.36	3.79
						每股经营现金流	2.69	3.55	2.61	3.52	3.85
						每股净资产	7.08	9.00	12.23	14.12	16.23
						估值比率					
						市盈率	14.6	14.0	12.3	10.8	9.6
						市净率	5.1	4.0	3.0	2.6	2.2
						EV/EBITDA	9.4	8.9	8.0	7.0	6.2
						EV/EBIT	9.9	9.5	8.3	7.3	6.5

资料来源：东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，私募、资管业务合计持有水井坊(600779，买入)股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

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。