

24H1 业绩维持高增，合同负债降低

核心观点

- 公司近期发布 2024 年半年报，上半年实现营业收入 73.0 亿元，同比+22.4%；实现归母净利润 24.6 亿元，同比+20.1%。单二季度来看，公司实现营业收入 26.3 亿元（+21.5%），实现归母净利润 9.3 亿元（+16.9%）。
- **省内业绩亮眼，预计淡雅、V3 增势良好。**分产品，24H1 特 A+/特 A 类实现收入 46.5 亿/22.2 亿，分别同比增长 22%/26%，预计国缘淡雅、柔雅、V3 增速较快，四开增长稳健；其中 24Q2 特 A+/特 A 类收入分别同比增长 21%/25%，销售淡季仍保持较快增长势能。分地区，24H1 省内/省外分别实现收入 66.6 亿/6.0 亿，分别同比增长 21%/36%，省内增势不减，省外低基数下快速增长。省内分地区：24H1 淮安/南京/盐城/苏南/苏中/淮海大区收入分别同比增长 21%/17%/23%/22%/33%/14%，苏中大区（含扬州、泰州、南通）增速亮眼；南京竞争激烈，增速稍缓。截至 24H1 末，公司经销商省内/省外经销商数量为 499/562 家，分别较 24Q1 末-14/+56 家，省外持续招商拓张。24H1 末，公司合同负债 6.3 亿，同比、环比分别-44%/-36%。
- **毛利率略降，盈利水平同比略降。**24H1，公司毛利率 73.8%（yoy-0.7pct），预计因淡雅放量导致结构略下移；销售/管理费用率 13.5%/2.8%，分别同比-1.5pct/+0.1pct，预计收入基数增大摊薄费用率；营业税金及附加占比同比增加 0.5pct；24H1 销售净利率 33.7%（yoy-0.6pct）。24Q2，公司毛利率 73.0%（yoy+0.2pct）；销售/管理费用率分别同比-0.9pct/+0.1pct；销售净利率 35.3%（yoy-1.4pct）。
- **加强培育 V 系，省外加速发展。**产品端，公司持续投入资源支持 V 系列成长，V 系列目前占收入比重 8-9%，其中 V3 收入占 V 系一半以上，预计 V3 将继续高增贡献业绩增量；对于 V9，继续培养品牌力、提升品牌站位。市场端，省内商务氛围较去年有所恢复，有利于白酒动销提速；省外将围绕长三角布局，加大安徽、浙江、上海投入，加速省外拓张。

盈利预测与投资建议

- 我们维持预测公司 2024-2026 年每股收益分别为 3.05、3.70、4.40 元。结合可比公司，我们认为目前公司的合理估值水平为 2024 年的 17 倍市盈率，对应目标价为 51.85 元，维持买入评级。

风险提示：渠道下沉不及预期、省外市场拓张不及预期、省内竞争加剧风险。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,885	10,098	12,309	14,806	17,529
同比增长(%)	23.1%	28.1%	21.9%	20.3%	18.4%
营业利润(百万元)	3,341	4,179	5,097	6,175	7,339
同比增长(%)	23.2%	25.1%	22.0%	21.2%	18.9%
归属母公司净利润(百万元)	2,503	3,136	3,829	4,641	5,518
同比增长(%)	23.3%	25.3%	22.1%	21.2%	18.9%
每股收益(元)	2.00	2.50	3.05	3.70	4.40
毛利率(%)	76.6%	78.3%	79.1%	79.8%	80.5%
净利率(%)	31.7%	31.1%	31.1%	31.3%	31.5%
净资产收益率(%)	24.6%	25.8%	24.8%	23.4%	22.1%
市盈率	21.5	17.2	14.1	11.6	9.8
市净率	4.9	4.1	3.1	2.4	1.9

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08月16日）	42.99 元
目标价格	51.85 元
52 周最高价/最低价	64.41/40.52 元
总股本/流通 A 股（万股）	125,450/125,450
A 股市值（百万元）	53,931
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2024 年 08 月 19 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-5.6	-10.53	-21.62	-23.49
相对表现%	-6.02	-6.17	-13.52	-11.11
沪深 300%	0.42	-4.36	-8.1	-12.38



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

步伐稳健兼顾速度，持续深化竞争优势	2024-07-05
特 A 延续强势增长，锚定十四五营收目标不动摇	2024-04-30
预计 V3、淡雅收入高增，省内各地区收入保持高增	2023-10-31

投资建议

我们维持预测公司 2024-2026 年每股收益分别为 3.05、3.70、4.40 元。结合可比公司，我们认为目前公司的合理估值水平为 2024 年的 17 倍市盈率，对应目标价为 51.85 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)	每股收益(元)			市盈率		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
洋河股份	002304	78.30	7.16	7.88	8.70	10.94	9.93	9.00
古井贡酒	000596	181.01	11.17	13.96	16.97	16.21	12.97	10.66
金徽酒	603919	18.08	0.81	1.01	1.25	22.37	17.87	14.42
老白干酒	600559	17.31	0.94	1.18	1.44	18.48	14.70	12.01
山西汾酒	600809	183.80	10.78	13.18	15.89	17.05	13.95	11.57
调整后平均						17.00	14.00	11.00

数据来源: Wind、东方证券研究所(注:最新价格为 2024 年 8 月 16 日收盘价)

风险提示

- **渠道下沉不及预期风险。**公司在省内仍存在较大空白市场，逐渐从市级下沉至县级。如果渠道下沉未达预期，将对收入增速带来不利影响。
- **省内竞争加剧风险。**江苏省内次高端价格带白酒竞争较为激烈，随着竞品加码布局和推广，若市场竞争加剧，费用投放增加，则会对企业盈利带来负面影响。
- **省外市场拓张不及预期风险。**公司在省外市场的拓张为业绩重要增长点，若省外市场拓张不及预期，可能会对企业收入、盈利带来不利影响。

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	5,381	6,457	8,861	11,666	15,871	营业收入	7,885	10,098	12,309	14,806	17,529
应收票据、账款及款项融资	47	60	59	71	84	营业成本	1,845	2,187	2,572	2,987	3,418
预付账款	5	9	11	13	16	销售费用	1,390	2,097	2,583	3,107	3,678
存货	3,910	4,996	5,876	6,823	7,807	管理费用	323	428	521	627	743
其他	2,320	1,392	1,445	1,520	1,599	研发费用	38	43	52	63	75
流动资产合计	11,662	12,914	16,252	20,093	25,377	财务费用	(100)	(183)	(152)	(179)	(142)
长期股权投资	29	41	0	0	0	资产、信用减值损失	2	(2)	0	0	0
固定资产	1,219	1,254	1,140	1,026	912	公允价值变动收益	84	17	51	34	42
在建工程	1,761	3,711	2,412	1,568	1,019	投资净收益	122	109	116	113	114
无形资产	343	409	1,716	2,525	3,010	其他	(1,252)	(1,476)	(1,802)	(2,173)	(2,576)
其他	3,170	3,302	5,316	7,325	8,864	营业利润	3,341	4,179	5,097	6,175	7,339
非流动资产合计	6,521	8,717	10,584	12,444	13,805	营业外收入	2	4	3	4	4
资产总计	18,184	21,631	26,835	32,537	39,182	营业外支出	16	21	19	20	19
短期借款	600	900	945	992	1,042	利润总额	3,328	4,162	5,081	6,159	7,323
应付票据及应付账款	1,081	1,170	1,376	1,598	1,829	所得税	825	1,026	1,252	1,518	1,805
其他	5,259	6,072	6,781	7,568	8,418	净利润	2,503	3,136	3,829	4,641	5,518
流动负债合计	6,941	8,142	9,103	10,158	11,288	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	2,503	3,136	3,829	4,641	5,518
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	2.00	2.50	3.05	3.70	4.40
其他	178	201	190	196	193						
非流动负债合计	178	201	190	196	193	主要财务比率					
负债合计	7,119	8,344	9,293	10,354	11,481		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	1,255	1,255	1,255	1,255	1,255	营业收入	23.1%	28.1%	21.9%	20.3%	18.4%
资本公积	285	294	727	727	727	营业利润	23.2%	25.1%	22.0%	21.2%	18.9%
留存收益	9,506	11,732	15,561	20,202	25,720	归属于母公司净利润	23.3%	25.3%	22.1%	21.2%	18.9%
其他	19	6	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	11,065	13,287	17,543	22,183	27,702	毛利率	76.6%	78.3%	79.1%	79.8%	80.5%
负债和股东权益总计	18,184	21,631	26,835	32,537	39,182	净利率	31.7%	31.1%	31.1%	31.3%	31.5%
						ROE	24.6%	25.8%	24.8%	23.4%	22.1%
						ROIC	23.3%	23.3%	22.8%	21.7%	20.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	39.2%	38.6%	34.6%	31.8%	29.3%
净利润	2,503	3,136	3,829	4,641	5,518	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	141	144	156	199	227	流动比率	1.68	1.59	1.79	1.98	2.25
财务费用	(100)	(183)	(152)	(179)	(142)	速动比率	1.12	0.97	1.14	1.31	1.56
投资损失	(122)	(109)	(116)	(113)	(114)	营运能力					
营运资金变动	628	(215)	28	39	73	应收账款周转率	182.2	212.0	228.6	227.2	225.6
其它	(270)	28	(25)	(50)	(34)	存货周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
经营活动现金流	2,780	2,800	3,720	4,538	5,528	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
资本支出	(1,255)	(2,178)	(2,110)	(2,038)	(1,600)	每股指标(元)					
长期投资	(5)	(13)	41	0	0	每股收益	2.00	2.50	3.05	3.70	4.40
其他	138	993	123	78	85	每股经营现金流	2.22	2.23	2.97	3.62	4.41
投资活动现金流	(1,121)	(1,198)	(1,946)	(1,959)	(1,515)	每股净资产	8.82	10.59	13.98	17.68	22.08
债权融资	(0)	(0)	0	0	0	估值比率					
股权融资	2	9	433	0	0	市盈率	21.5	17.2	14.1	11.6	9.8
其他	(146)	(632)	197	226	192	市净率	4.9	4.1	3.1	2.4	1.9
筹资活动现金流	(144)	(623)	630	226	192	EV/EBITDA	13.0	10.7	8.6	7.1	5.9
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	13.6	11.0	8.9	7.4	6.1
现金净增加额	1,514	979	2,404	2,805	4,205						

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。