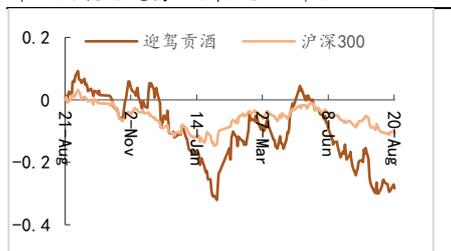


评级： 买入

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)	50.93
一年内最高/最低价(元)	81.69/46.96
市盈率(当前)	15.66
市净率(当前)	4.70
总股本(亿股)	8.00
总市值(亿元)	407.44

资料来源：聚源数据

#### 相关研究

#### 核心观点

- **事件：**公司发布 2024 年半年报，24H1 营业收入 37.85 亿元，同比增长 20.44%；归母净利润 13.79 亿元，同比增长 29.59%。对应 24Q2 营业收入 14.61 亿元，同比增长 19.04%；归母净利润 4.66 亿元，同比增长 27.96%。
- **产品结构持续升级，省内市场增长较快。**1) 分产品：24Q2 中高档白酒/普通白酒营收分别为 10.69/3.13 亿元，同比+24.95%/+6.50%。预计洞藏系列占比持续提升，洞 6/9/16 引领高增长，普通白酒增速保持平稳。2) 分区域：24Q2 省内/省外营收分别为 9.16/4.65 亿元，同比+22.88%/+15.34%。省内市场持续精耕，延续较快增长，省外市场表现稳健。经销商数量方面，截至 24Q2 末公司经销商数量 1423 个，其中省内、省外经销商数量分别 779、644 个，环比 Q1 末分别净增加 29 个、4 个。
- **结构升级叠加费用率优化，盈利水平提升较为显著。**24Q2 毛利率 71.15%，同比+0.59pct，洞藏系列占比提升带动产品结构持续升级。销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.00%/3.42%/1.18%/-0.56%，同比-1.99/-0.60/-0.44/-0.34pct，费用率整体同比下降较为明显。归母净利率 31.88%，同比+2.22pct，盈利水平提升较为明显。现金流方面，24Q2 销售收现 15.56 亿元，同比+12.69%；24Q2 末合同负债 4.62 亿元，环比 Q1 末减少 0.53 亿元。
- **洞藏品牌势能向上，产品升级路径清晰。**公司单二季度营收、净利表现超市场预期，在去年高基数基础上依然实现快速增长，体现了自身的品牌优势及良好的增长势能。公司聚焦洞藏系列产品，持续扩大洞藏市场份额，其中，洞 6/9/16 等主销产品有望延续快速增长，洞 20 拉升产品结构，洞藏系列内部产品结构持续优化。省内市场进一步精耕细作，不断提升网点数量，推动网点提质升级，省外以江苏、上海等长三角城市群为核心持续拓展，中长期看，公司在省内省外市场仍有较大的增量空间。
- **投资建议：**预计 2024、2025、2026 年公司归母净利润分别为 29.1 亿元、36.2 亿元、44.3 亿元，同比分别增长 27%、24%、22%，当前股价对应 PE 分别为 14、11、9 倍。首次覆盖，给予买入评级。
- **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)	67.2	81.3	97.9	116.5
营收增速 (%)	22.1	21.0	20.4	19.1
归母净利润 (亿元)	22.9	29.1	36.2	44.3
归母净利润增速 (%)	34.2	27.4	24.1	22.4
EPS(元/股)	2.86	3.64	4.52	5.54
PE	17.8	14.0	11.3	9.2

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)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	9022	10950	13437	16408	经营活动现金流	2198	2865	3260	4042
现金	2239	3825	5513	7646	净利润	2289	2915	3618	4429
应收账款	39	31	37	44	折旧摊销	220	227	230	234
其它应收款	11	13	16	19	财务费用	0	-16	-18	-20
预付账款	12	13	14	16	投资损失	-74	0	0	0
存货	4451	4653	5271	5906	营运资金变动	-196	-264	-582	-616
其他	691	836	1007	1198	其它	-46	-3	5	5
非流动资产	2667	2695	2730	2781	投资活动现金流	-247	-256	-266	-286
长期投资	22	22	22	22	资本支出	-575	-255	-265	-285
固定资产	1768	1819	1874	1942	长期投资	8354	0	0	0
无形资产	244	225	207	192	其他	-8026	-1	-1	-1
其他	82	82	82	82	筹资活动现金流	-857	-1024	-1307	-1624
资产总计	11689	13645	16167	19189	短期借款	0	0	0	0
流动负债	3146	3221	3442	3669	长期借款	25	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	19	-1040	-1325	-1644
应付账款	555	582	659	738	现金净增加额	1094	1585	1688	2133
其他	51	53	60	68					
非流动负债	165	165	165	165	<b>主要财务比率</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
长期借款	25	25	25	25	成长能力				
其他	74	74	74	74	营业收入	22.1%	21.0%	20.4%	19.1%
负债合计	3311	3386	3607	3834	营业利润	32.2%	28.7%	24.0%	22.4%
少数股东权益	41	48	56	65	归属母公司净利润	34.2%	27.4%	24.1%	22.4%
归属母公司股东权益	8337	10211	12505	15290	获利能力				
负债和股东权益	11689	13645	16167	19189	毛利率	71.4%	75.2%	76.7%	78.1%
					净利率	34.1%	35.8%	37.0%	38.0%
					ROE	27.5%	28.5%	28.9%	29.0%
					ROIC	27.0%	28.4%	28.8%	28.8%
					偿债能力				
					资产负债率	28.3%	24.8%	22.3%	20.0%
					净负债比率	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%
					流动比率	2.87	3.40	3.90	4.47
					速动比率	1.45	1.95	2.37	2.86
					营运能力				
					总资产周转率	0.57	0.60	0.61	0.61
					应收账款周转率	160.85	232.86	286.17	284.74
					应付账款周转率	2.26	2.45	2.54	2.53
					每股指标(元)				
					每股收益	2.86	3.64	4.52	5.54
					每股经营现金	2.75	3.58	4.08	5.05
					每股净资产	10.42	12.76	15.63	19.11
					估值比率				
					P/E	17.8	14.0	11.3	9.2
					P/B	4.9	4.0	3.3	2.7
<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>					
营业收入	6720	8131	9788	11654					
营业成本	1924	2015	2282	2557					
营业税金及附加	1035	1252	1507	1794					
营业费用	581	691	832	991					
研发费用	77	81	98	117					
管理费用	209	228	274	326					
财务费用	-8	-16	-18	-20					
资产减值损失	1	1	1	1					
公允价值变动收益	2	0	0	0					
投资净收益	109	0	0	0					
营业利润	3015	3881	4813	5890					
营业外收入	4	4	4	4					
营业外支出	19	19	19	19					
利润总额	3000	3866	4798	5875					
所得税	706	945	1173	1436					
净利润	2294	2921	3626	4439					
少数股东损益	5	6	8	10					
归属母公司净利润	2289	2915	3618	4429					
EBITDA	3204	4092	5025	6104					
EPS (元)	2.86	3.64	4.52	5.54					

## 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
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级  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	股票投资评级	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上
		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
2. 投资建议的评级标准 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	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
		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