

预计品味控量稳价，Q2 业绩承压

核心观点

- 公司发布 2024 年半年报，上半年实现营业收入 32.7 亿元，同比-7.3%；实现归母净利润 5.9 亿元，同比-35.7%。单二季度来看，公司实现营业收入 11.7 亿元（-22.6%），实现归母净利润 0.4 亿元（-88.4%）。
- **预计品味控量稳价逐步去库，24Q2 回款明显放缓。**分产品，中高档酒于 24H1 实现收入 26.0 亿（yoy-5.7%），其中 24Q2 收入同比下滑 19.4%，预计 24H1 品味舍得控量稳价致收入明显下滑，预计舍之道仍维持 20%左右收入同比增速。普通酒 24H1 实现收入 3.8 亿（yoy-25.2%），预计沱牌 T68 以外产品下滑明显，T68 仍保持较快增速。分地区，24H1 省内实现收入 9.1 亿（yoy-2.5%），省内情况好于省外，预计品味在川内表现较坚挺；省外实现收入 20.8 亿（yoy-11.2%），预计河南等省份动销较慢，且公司加强费用控制或导致部分首府战役城市计划放缓。24H1 末，公司合同负债 1.6 亿，同比、环比分别-68.2%、-31.1%，意味着经销商回款进度放缓，有利于渠道库存消化。
- **结构下移致毛利率承压，收入基数降低致费用率高企。**24H1，公司毛利率为 69.4%（yoy-6.2pct），预计主要因品味占比下滑致产品结构下移；销售/管理费用率为 20.1%/9.4%，分别同比+2.6pct/+0.8pct；24H1 销售净利率为 18.1%（yoy-8.0pct）。24Q2，毛利率为 60.9%（yoy-11.0pct）；销售/管理费用率分别同比提升 11.8pct/2.8pct，主要因收入基数下滑；销售净利率为 3.6%（yoy-19.7pct）。
- **积极践行老酒战略，省内外市场同步推进。**下半年，公司将积极践行老酒战略，有望多维度提升“品牌力、渠道力、产品力、组织力”，逐步提升高端占比，拉升品牌站位。公司坚定推进全国化布局与区域深耕并举，省内外同步推进，省外贡献业绩增量，有利于平滑业绩波动。

盈利预测与投资建议

- 根据 24 年半年报，下调收入、毛利率，上调费用率。我们预测公司 24-26 年每股收益分别为 3.60、3.81、4.36 元（原预测 24-26 年为 5.88、6.86、8.14 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 61.20 元，维持买入评级。

风险提示

消费需求不及预期、夜郎古业绩增速不及预期、市场竞争加剧风险。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,056	7,081	6,565	6,906	7,510
同比增长(%)	21.9%	16.9%	-7.3%	5.2%	8.7%
营业利润(百万元)	2,236	2,304	1,607	1,699	1,945
同比增长(%)	33.5%	3.1%	-30.3%	5.8%	14.5%
归属母公司净利润(百万元)	1,685	1,771	1,200	1,269	1,452
同比增长(%)	35.3%	5.1%	-32.2%	5.7%	14.4%
每股收益(元)	5.06	5.32	3.60	3.81	4.36
毛利率(%)	77.7%	74.5%	69.2%	69.2%	69.6%
净利率(%)	27.8%	25.0%	18.3%	18.4%	19.3%
净资产收益率(%)	30.3%	26.1%	15.6%	14.9%	15.5%
市盈率	8.7	8.2	12.2	11.5	10.0
市净率	2.3	2.0	1.8	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（2024年08月23日）	43.78元
目标价格	61.20元
52周最高价/最低价	147.16/43.76元
总股本/流通A股（万股）	33,317/33,227
A股市值（百万元）	14,586
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2024年08月24日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-16.03	-18.08	-41.44	-66.06
相对表现%	-15.48	-14.8	-32.8	-56.07
沪深300%	-0.55	-3.28	-8.64	-9.99



证券分析师

叶书怀 yeshuhuai@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517090002

联系人

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

相关报告

动销良性量价齐升，费用增投盈利承压	2024-03-20
核心单品动销放缓，毛利率有所承压	2023-10-25
增速环比提升，毛利率暂时承压	2023-08-19

投资建议

根据 24 年半年报，下调收入、毛利率，上调费用率。我们预测公司 24-26 年每股收益分别为 3.60、3.81、4.36 元（原预测 24-26 年为 5.88、6.86、8.14 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 61.20 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			
		2024/8/23	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
洋河股份	002304	77.07	6.65	7.16	7.88	8.70	11.59	10.76	9.78	8.86	
古井贡酒	000596	171.27	8.68	11.17	13.96	16.97	19.73	15.34	12.27	10.09	
水井坊	600779	32.71	2.60	2.87	3.22	3.66	12.59	11.41	10.14	8.93	
酒鬼酒	000799	35.56	1.69	1.51	1.79	2.10	21.09	23.48	19.84	16.94	
山西汾酒	600809	177.78	8.56	10.78	13.18	15.89	20.78	16.49	13.49	11.19	
老白干酒	600559	16.87	0.73	0.94	1.18	1.44	23.17	18.00	14.33	11.71	
顺鑫农业	000860	15.58	-0.40	0.71	0.94	1.18	-39.10	21.81	16.64	13.25	
	调整后平均							17	13	11	

数据来源：Wind、东方证券研究所

风险提示

消费需求不及预期风险。公司的收入增长来源主要是定位次高端的舍得系列酒，若白酒消费持续疲软，或对品味舍得需求造成冲击，将对公司收入、盈利和估值带来不利影响。

夜郎古业绩增速不及预期风险。如果夜郎古业绩增速低于预期，可能会影响舍得酒业的报表端业绩增速。

市场竞争加剧风险。目前次高端及川酒市场竞争仍较为强烈，酒企销售费用较高，若公司增加费用支出，加大广告投放和促销力度，盈利水平将承受压力。

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	2,448	2,422	2,462	2,590	3,073	营业收入	6,056	7,081	6,565	6,906	7,510
应收票据、账款及款项融资	323	531	575	605	658	营业成本	1,349	1,806	2,022	2,130	2,284
预付账款	19	26	24	25	27	营业税金及附加	903	1,015	985	1,036	1,127
存货	3,583	4,424	5,054	5,111	5,254	营业费用	1,016	1,290	1,293	1,319	1,389
其他	1,395	692	941	917	866	管理费用及研发费用	663	744	741	766	833
流动资产合计	7,767	8,094	9,056	9,248	9,879	财务费用	(41)	(28)	(26)	(22)	(45)
长期股权投资	14	19	19	19	19	资产、信用减值损失	(3)	(0)	(35)	0	0
固定资产	1,057	1,600	2,250	2,695	2,941	公允价值变动收益	41	22	3	8	8
在建工程	419	698	749	625	462	投资净收益	3	8	(5)	2	(2)
无形资产	303	417	399	382	365	其他	24	20	24	13	18
其他	237	288	238	247	227	营业利润	2,236	2,304	1,607	1,699	1,945
非流动资产合计	2,030	3,022	3,656	3,968	4,015	营业外收入	17	34	20	20	20
资产总计	9,798	11,116	12,713	13,216	13,893	营业外支出	6	8	15	15	15
短期借款	0	0	685	332	0	利润总额	2,246	2,330	1,612	1,704	1,950
应付票据及应付账款	899	968	1,083	1,141	1,224	所得税	546	558	411	435	497
其他	2,233	2,434	2,343	2,350	2,337	净利润	1,701	1,772	1,201	1,270	1,453
流动负债合计	3,133	3,401	4,112	3,824	3,561	少数股东损益	15	1	1	1	1
长期借款	25	39	39	39	39	归属于母公司净利润	1,685	1,771	1,200	1,269	1,452
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	5.06	5.32	3.60	3.81	4.36
其他	103	114	103	108	106						
非流动负债合计	128	153	142	148	145	主要财务比率					
负债合计	3,260	3,554	4,255	3,971	3,706		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	208	328	329	330	330	成长能力					
实收资本(或股本)	333	333	333	333	333	营业收入	21.9%	16.9%	-7.3%	5.2%	8.7%
资本公积	780	412	838	838	838	营业利润	33.5%	3.1%	-30.3%	5.8%	14.5%
留存收益	5,204	6,474	6,958	7,744	8,686	归属于母公司净利润	35.3%	5.1%	-32.2%	5.7%	14.4%
其他	12	13	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	6,538	7,561	8,458	9,245	10,188	毛利率	77.7%	74.5%	69.2%	69.2%	69.6%
负债和股东权益总计	9,798	11,116	12,713	13,216	13,893	净利率	27.8%	25.0%	18.3%	18.4%	19.3%
						ROE	30.3%	26.1%	15.6%	14.9%	15.5%
						ROIC	28.7%	24.3%	13.9%	13.2%	14.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	33.3%	32.0%	33.5%	30.0%	26.7%
净利润	1,701	1,772	1,201	1,270	1,453	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	113	148	162	208	244	流动比率	2.48	2.38	2.20	2.42	2.77
财务费用	(41)	(28)	(26)	(22)	(45)	速动比率	1.33	1.08	0.97	1.08	1.30
投资损失	(3)	(8)	5	(2)	2	营运能力					
营运资金变动	(697)	(869)	(896)	42	(58)	应收账款周转率	32.8	29.3	25.8	27.5	27.9
其它	(32)	(301)	(23)	(22)	(0)	存货周转率	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
经营活动现金流	1,041	716	422	1,475	1,596	总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.5	0.6
资本支出	(610)	(1,041)	(800)	(500)	(300)	每股指标(元)					
长期投资	1	(7)	0	0	0	每股收益	5.06	5.32	3.60	3.81	4.36
其他	181	713	(2)	9	6	每股经营现金流	3.12	2.15	1.27	4.43	4.79
投资活动现金流	(428)	(335)	(802)	(491)	(294)	每股净资产	19.00	21.71	24.40	26.76	29.59
债权融资	37	95	(0)	(42)	(20)	估值比率					
股权融资	110	(368)	426	0	0	市盈率	8.7	8.2	12.2	11.5	10.0
其他	(241)	(303)	(5)	(814)	(798)	市净率	2.3	2.0	1.8	1.6	1.5
筹资活动现金流	(95)	(576)	421	(856)	(818)	EV/EBITDA	5.1	4.8	6.7	6.2	5.4
汇率变动影响	(0)	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	5.3	5.1	7.4	6.9	6.1
现金净增加额	518	(196)	40	128	483						

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。