

预计 Q2 主动控速，期待中秋旺季表现

核心观点

- 公司发布 2024 年半年报，上半年实现营业收入 227.5 亿元，同比+19.6%；实现归母净利润 84.1 亿元，同比+24.3%。单二季度来看，公司实现营业收入 74.1 亿元（+17.1%），实现归母净利润 21.5 亿元（+10.2%）。
- **预计青花 20 主动控速以迎接中秋旺季，非青花阶段性放量。**分产品，中高价位类 24H1 实现收入 164 亿元（yoy+17%），其中 24Q2 实现收入 46 亿（yoy+2%），Q2 增速放缓，预计因公司主动对青花 20 控量，稳价去库以迎接中秋旺季；其他酒类 24H1 实现收入 62 亿（yoy+27%），其中 24Q2 实现收入 28 亿（yoy+58%），预计非青花系列放量，阶段性承担增量任务。分区域，省内 24H1 实现收入 84 亿（yoy+11%），其中 24Q2 实现收入 28 亿（yoy+11%）；省外 24H1 实现收入 143 亿（yoy+26%），其中 24Q2 实现收入 46 亿（yoy+22%），省外维持高增，长江以南市场稳步突破。24H1 末，公司经销商数量为 4196 家，环比 Q1 末增加 478 家，预计省外加速招商。24H1 末，公司合同负债为 57 亿，同比减少 0.2 亿，环比 Q1 末增加 1.4 亿，较稳定。
- **24Q2 产品结构下移导致毛利率下滑。**24H1，公司毛利率为 76.7%（yoy+0.4pct），销售/管理费用率分别为 8.8%/2.7%，分别同比-0.2pct/-0.3pct，营业税金及附加占收入比重为 15.4%(yoy-0.9pct)，24H1 销售净利率为 37.0%（yoy+1.3pct）。24Q2，公司毛利率为 75.1%（yoy-2.7pct），预计因产品结构下移；24Q2 销售净利率为 29.1%（yoy-1.8pct）。
- **多重优势叠加，抗风险能力较强。**市场端，公司将坚持聚焦三大市场，持续深耕长江以南市场，优化长三角/珠三角等潜力市场方案，预计省外将承担主要增量任务。渠道端，公司将进一步完善汾享礼遇内涵、扩大覆盖范围，有望进一步提高渠道积极性，巩固渠道优势。品牌力、渠道力、产品力等多重优势下，预计将展现较强抗风险能力。

盈利预测与投资建议

- 根据中报，对 24-25 年下调收入、毛利率，下调费用率。我们预测公司 24-26 年 EPS 分别为 10.55、12.86、15.18 元（原预测 24-26 年为 10.80、13.15、15.53 元）。可比公司 24 年 PE 为 18 倍，考虑到公司业绩确定性较强，维持 25%估值溢价，对应 24 年 PE 为 23 倍，对应目标价 237.38 元，维持买入评级。

风险提示：宏观经济不及预期、省外拓张进度不及预期、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)	26,214	31,928	38,096	45,538	52,994
同比增长(%)	31.3%	21.8%	19.3%	19.5%	16.4%
营业利润(百万元)	10,873	14,224	17,191	20,973	24,755
同比增长(%)	54.7%	30.8%	20.9%	22.0%	18.0%
归属母公司净利润(百万元)	8,096	10,438	12,867	15,695	18,523
同比增长(%)	52.4%	28.9%	23.3%	22.0%	18.0%
每股收益(元)	6.64	8.56	10.55	12.86	15.18
毛利率(%)	75.4%	75.3%	76.6%	77.6%	78.2%
净利率(%)	30.9%	32.7%	33.8%	34.5%	35.0%
净资产收益率(%)	44.3%	42.5%	37.5%	34.1%	32.3%
市盈率	25.0	19.4	15.7	12.9	10.9
市净率	9.5	7.3	5.0	3.9	3.2

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。

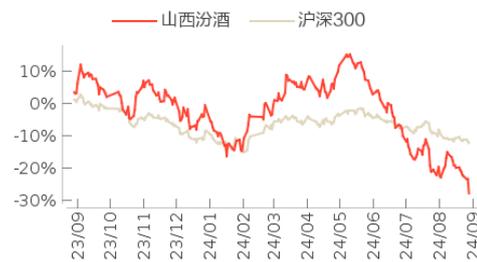
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2024年08月28日）	165.6元
目标价格	237.38元
52周最高价/最低价	267.74/158.18元
总股本/流通A股（万股）	121,996/121,996
A股市值（百万元）	202,026
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2024年08月29日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-8.41	-9.19	-31.74	-27.97
相对表现%	-7.35	-5.59	-22.8	-15.55
沪深300%	-1.06	-3.6	-8.94	-12.42



证券分析师

叶书怀	yeshuhuai@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517090002
燕斯娴	yansixian1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524080004

联系人

姚晔	yaoye@orientsec.com.cn
----	------------------------

相关报告

青花系列高端化亮点突出，长江以南收入增长强劲	2024-04-26
青20旺销驱动业绩高增，盈利水平向好	2023-10-27
省内高增招商恢复，合同负债亮眼	2023-08-24

投资建议

根据中报，对24-25年下调收入、毛利率，下调费用率。我们预测公司24-26年EPS分别为10.55、12.86、15.18元（原预测24-26年为10.80、13.15、15.53元）。可比公司24年PE为18倍，考虑到公司业绩确定性较强，维持25%估值溢价，对应24年PE为23倍，对应目标价237.38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
贵州茅台	600519	1389.00	69.25	79.25	89.96	20.06	17.53	15.44
古井贡酒	000596	159.79	11.17	13.96	16.97	14.31	11.45	9.41
泸州老窖	000568	112.94	10.97	13.21	15.67	10.29	8.55	7.21
重庆啤酒	600132	53.60	2.92	3.14	3.35	18.37	17.06	15.98
酒鬼酒	000799	34.52	1.51	1.79	2.10	22.79	19.26	16.45
调整后平均						18.00	15.00	14.00

数据来源：Wind、东方证券研究所（注：最新价格为2024年8月28日收盘价）

风险提示

- **宏观经济不及预期风险。**若疫情反复、外贸、消费走弱等因素导致宏观经济不及预期，可能将对白酒终端消费造成不利影响。
- **省外拓张进度不及预期风险。**公司作为全国化酒企，省外贡献规模营收，若省外市场拓张进度停滞或放缓，可能对公司业绩增速带来影响。
- **食品安全事件风险。**若白酒行业发生食品安全黑天鹅事件，将会对公司白酒销量和业绩造成不利影响。

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	11,201	3,775	16,256	26,139	38,030	营业收入	26,214	31,928	38,096	45,538	52,994
应收票据、账款及款项融资	1,013	1,601	1,698	2,161	2,439	营业成本	6,460	7,884	8,911	10,218	11,537
预付账款	133	114	136	162	189	销售费用	3,404	3,217	4,168	4,982	5,798
存货	9,650	11,573	13,079	14,999	16,934	管理费用	1,214	1,202	1,361	1,627	1,894
其他	7,205	17,546	17,553	17,562	17,570	研发费用	58	88	105	126	146
流动资产合计	29,202	34,608	48,722	61,022	75,162	财务费用	(37)	(8)	(79)	(191)	(300)
长期股权投资	80	94	94	94	94	资产、信用减值损失	(17)	3	0	0	0
固定资产	2,125	1,926	2,233	2,510	2,736	公允价值变动收益	3	0	10	5	5
在建工程	355	829	1,031	992	887	投资净收益	330	499	499	499	499
无形资产	1,076	1,247	1,414	1,577	1,735	其他	(4,592)	(5,817)	(6,949)	(8,306)	(9,668)
其他	3,852	5,392	5,047	5,218	5,132	营业利润	10,873	14,224	17,191	20,973	24,755
非流动资产合计	7,489	9,488	9,819	10,391	10,584	营业外收入	6	5	10	7	7
资产总计	36,691	44,096	58,541	71,413	85,745	营业外支出	3	24	12	13	16
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	10,876	14,205	17,189	20,967	24,746
应付票据及应付账款	2,948	2,893	3,270	3,750	4,234	所得税	2,719	3,747	4,297	5,242	6,187
其他	11,898	12,254	13,453	15,268	16,826	净利润	8,157	10,459	12,892	15,725	18,560
流动负债合计	14,846	15,147	16,722	19,017	21,059	少数股东损益	61	20	25	31	36
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	8,096	10,438	12,867	15,695	18,523
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	6.64	8.56	10.55	12.86	15.18
其他	99	674	652	650	659						
非流动负债合计	99	674	652	650	659	主要财务比率					
负债合计	14,945	15,821	17,374	19,667	21,718		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	425	438	463	494	530	成长能力					
实收资本(或股本)	1,220	1,220	1,220	1,220	1,220	营业收入	31.3%	21.8%	19.3%	19.5%	16.4%
资本公积	567	704	704	704	704	营业利润	54.7%	30.8%	20.9%	22.0%	18.0%
留存收益	19,399	25,787	38,654	49,202	61,448	归属于母公司净利润	52.4%	28.9%	23.3%	22.0%	18.0%
其他	135	126	126	126	126	获利能力					
股东权益合计	21,746	28,275	41,167	51,746	64,028	毛利率	75.4%	75.3%	76.6%	77.6%	78.2%
负债和股东权益总计	36,691	44,096	58,541	71,413	85,745	净利率	30.9%	32.7%	33.8%	34.5%	35.0%
						ROE	44.3%	42.5%	37.5%	34.1%	32.3%
						ROIC	43.5%	41.6%	36.6%	33.3%	31.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	40.7%	35.9%	29.7%	27.5%	25.3%
净利润	8,157	10,459	12,892	15,725	18,560	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	188	193	122	144	164	流动比率	1.97	2.28	2.91	3.21	3.57
财务费用	(37)	(8)	(79)	(191)	(300)	速动比率	1.32	1.52	2.13	2.42	2.76
投资损失	(330)	(499)	(499)	(499)	(499)	营运能力					
营运资金变动	(3,247)	(13,874)	(57)	(122)	(206)	应收账款周转率	29,182.9	82,505.9	9,705.6	5,444.9	5,378.3
其它	5,579	10,955	312	(178)	90	存货周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
经营活动现金流	10,310	7,225	12,690	14,878	17,808	总资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
资本支出	(872)	(612)	(798)	(544)	(444)	每股指标(元)					
长期投资	(4)	(13)	0	1	0	每股收益	6.64	8.56	10.55	12.86	15.18
其他	(2,018)	(9,595)	510	504	504	每股经营现金流	8.45	5.92	10.40	12.20	14.60
投资活动现金流	(2,894)	(10,220)	(288)	(39)	61	每股净资产	17.48	22.82	33.36	42.01	52.05
债权融资	(5)	337	0	0	0	估值比率					
股权融资	174	137	0	0	0	市盈率	25.0	19.4	15.7	12.9	10.9
其他	(2,377)	(4,906)	79	(4,955)	(5,978)	市净率	9.5	7.3	5.0	3.9	3.2
筹资活动现金流	(2,208)	(4,432)	79	(4,955)	(5,978)	EV/EBITDA	17.8	13.6	11.4	9.4	8.0
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	18.1	13.8	11.5	9.5	8.0
现金净增加额	5,209	(7,426)	12,481	9,883	11,891						

资料来源：东方证券研究所

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。

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。