

稳步推进兼系列铺货，业绩符合预期

核心观点

- 公司发布 2024 年半年报，上半年实现营业收入 31.7 亿元，同比+8.7%；实现归母净利润 9.5 亿元，同比+11.9%。单二季度来看，公司实现营业收入 14.0 亿元（+5.9%），实现归母净利润 3.6 亿元（+15.1%）。
- **Q2 淡季增速环比放缓，预计兼 8 铺货稳步推进。**高档产品在 24H1 实现收入 29.7 亿（yoy+7.3%），预计大单品口子 5/10 年稳步增长，预计兼 8 逐步在淮北、合肥等业务单元进行铺货，带来销售增量；高档产品在 24Q2 实现收入 13.0 亿（yoy+3.5%），淡季增速环比放缓，预计兼系列铺货为核心工作之一。分地区，24H1 省内实现收入 26.0 亿（yoy+8.8%），省外实现收入 4.8 亿（yoy+3.1%），省内增势更强。24H1 末，公司省内、省外经销商数量为 499、498 家，较 24Q1 末分别增加 3、32 家。24H1 末，公司合同负债为 3.2 亿，同比下滑 56%，环比 Q1 末下滑 16%，24Q2 营收+Δ 合同负债为 12.9 亿（yoy-18.5%）。
- **毛利率同比高增，盈利水平向好。**24H1，公司毛利率为 75.8%（yoy+2.0pct），销售/管理费用率分别为 15.0%/6.2%，分别同比+1.4pct/+0.2pct，销售净利率为 30.0%（yoy+0.9pct）。24Q2，公司毛利率为 75.0%（yoy+4.5pct），可能因货折力度较去年降低，以及产品结构提升；销售/管理费用率为 18.8%/7.2%，分别同比+3.9pct/+0.3pct，预计因公司加大兼系列推广力度，费用投放增加；24Q2 销售净利率为 25.7%（yoy+2.1pct），盈利能力提升。
- **坚定推广兼系列大单品，渠道结构逐步优化。**公司继续围绕“三个升级”阶段目标，积极推动市场升级、结构升级、品牌升级。公司营销力度不断加大，以打造战略大单品为目标，加强兼系列推广力度；渠道端，公司以分类管理、团购代理、特许经营等多元化方式，经销商结构逐步优化，渠道改革有望加强市场掌控力，加速大单品成型。

盈利预测与投资建议

- 根据 24 年中报，对 24-26 年下调收入、对 24-25 年略上调毛利率。我们预测公司 2024-2026 年每股收益分别为 3.17、3.53、3.94 元（原预测 24-26 年为 3.31、3.80、4.28 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 13 倍市盈率，对应目标价为 41.21 元，维持买入评级。

风险提示：新品推广不及预期、省内竞争加剧风险、渠道变革不及预期风险。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,135	5,962	6,473	7,085	7,852
同比增长(%)	2.1%	16.1%	8.6%	9.5%	10.8%
营业利润(百万元)	2,101	2,326	2,570	2,863	3,195
同比增长(%)	-11.0%	10.7%	10.5%	11.4%	11.6%
归属母公司净利润(百万元)	1,550	1,721	1,904	2,120	2,366
同比增长(%)	-10.2%	11.0%	10.6%	11.4%	11.6%
每股收益(元)	2.58	2.87	3.17	3.53	3.94
毛利率(%)	74.2%	75.2%	75.7%	76.1%	76.3%
净利率(%)	30.2%	28.9%	29.4%	29.9%	30.1%
净资产收益率(%)	18.1%	18.5%	17.7%	17.2%	17.5%
市盈率	13.2	11.9	10.8	9.7	8.7
市净率	2.3	2.1	1.7	1.6	1.4

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）	34.2元
目标价格	41.21元
52周最高价/最低价	59.64/34.1元
总股本/流通A股（万股）	60,000/59,812
A股市值（百万元）	20,520
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%	-7.07	-7.72	-15.69	-39.38
相对表现%	-6.01	-4.12	-6.75	-26.96
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

23年顺利收官，预计年份系列维持良性增长	2024-05-13
双节动销放缓，收入有所承压	2023-10-27
省内营销改革加速渠道转型，省外加强招商有望贡献增量	2023-04-28

投资建议

根据 24 年中报，对 24-26 年下调收入、对 24-25 年略上调毛利率。我们预测公司 2024-2026 年每股收益分别为 3.17、3.53、3.94 元（原预测 24-26 年为 3.31、3.80、4.28 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 13 倍市盈率，对应目标价为 41.21 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			
		2024/8/28	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
古井贡酒	000596	159.79	8.68	11.17	13.96	16.97	18.41	14.31	11.45	9.41	
迎驾贡酒	603198	47.62	2.86	3.63	4.47	5.38	16.65	13.13	10.66	8.86	
伊力特	600197	14.63	0.72	0.88	1.08	1.30	20.32	16.55	13.51	11.27	
洋河股份	002304	76.09	6.65	7.16	7.88	8.70	11.44	10.63	9.65	8.75	
今世缘	603369	37.40	2.50	3.03	3.66	4.36	14.96	12.35	10.21	8.57	
水井坊	600779	31.96	2.60	2.87	3.22	3.66	12.30	11.15	9.91	8.73	
	调整后平均							13	11	9	

数据来源：Wind、东方证券研究所

风险提示

- **新品推广不及预期风险。**兼系列被公司寄予厚望，是未来重要的营收增长点；若推广不及预期，将影响增长空间。
- **省内竞争加剧风险。**安徽市场强势酒企较多，省内市场竞争较为激烈。公司目前拥有一定市场基础和品牌力，但如若省内竞品加大推广货折力度，可能对公司业绩造成不利影响。
- **渠道变革不及预期风险。**公司推进大商模式变革，若变革不及预期，可能对公司下沉市场开拓产生不利影响；此外，目前公司主要发力团购以助力中高端产品放量，若团购渠道开拓不及预期，可能对公司产品结构提升造成不利影响。

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	1,680	1,515	2,859	3,633	4,388	营业收入	5,135	5,962	6,473	7,085	7,852
应收票据、账款及款项融资	343	446	491	538	596	营业成本	1,327	1,479	1,574	1,695	1,863
预付账款	34	26	23	26	28	营业税金及附加	782	901	984	1,077	1,193
存货	4,211	5,067	5,392	5,807	6,384	营业费用	700	827	897	982	1,088
其他	475	525	526	527	527	管理费用及研发费用	293	441	484	501	540
流动资产合计	6,743	7,578	9,291	10,530	11,923	财务费用	(41)	(12)	(2)	(3)	(4)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	1	29	7	8	10
固定资产	2,547	2,960	3,573	3,896	4,033	公允价值变动收益	1	7	10	9	7
在建工程	1,244	1,134	734	512	381	投资净收益	23	20	29	24	24
无形资产	516	513	499	485	470	其他	2	2	3	5	3
其他	460	347	406	389	381	营业利润	2,101	2,326	2,570	2,863	3,195
非流动资产合计	4,766	4,954	5,212	5,282	5,265	营业外收入	2	3	3	3	3
资产总计	11,508	12,532	14,503	15,812	17,189	营业外支出	0	1	1	1	1
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	2,102	2,328	2,572	2,865	3,197
应付票据及应付账款	806	848	903	972	1,069	所得税	552	606	669	745	831
其他	1,646	1,740	1,633	1,742	1,759	净利润	1,550	1,721	1,904	2,120	2,366
流动负债合计	2,452	2,588	2,536	2,714	2,828	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	1,550	1,721	1,904	2,120	2,366
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	2.58	2.87	3.17	3.53	3.94
其他	152	195	195	195	195						
非流动负债合计	152	195	195	195	195	主要财务比率					
负债合计	2,604	2,783	2,730	2,909	3,022		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	600	600	600	600	600	营业收入	2.1%	16.1%	8.6%	9.5%	10.8%
资本公积	828	852	972	972	972	营业利润	-11.0%	10.7%	10.5%	11.4%	11.6%
留存收益	7,476	8,298	10,201	11,331	12,594	归属于母公司净利润	-10.2%	11.0%	10.6%	11.4%	11.6%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	8,904	9,749	11,773	12,903	14,166	毛利率	74.2%	75.2%	75.7%	76.1%	76.3%
负债和股东权益总计	11,508	12,532	14,503	15,812	17,189	净利率	30.2%	28.9%	29.4%	29.9%	30.1%
						ROE	18.1%	18.5%	17.7%	17.2%	17.5%
						ROIC	17.7%	18.3%	17.7%	17.1%	17.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	22.6%	22.2%	18.8%	18.4%	17.6%
净利润	1,550	1,721	1,904	2,120	2,366	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	188	260	276	334	378	流动比率	2.75	2.93	3.66	3.88	4.22
财务费用	(41)	(12)	(2)	(3)	(4)	速动比率	1.03	0.97	1.54	1.74	1.96
投资损失	(23)	(20)	(29)	(24)	(24)	营运能力					
营运资金变动	(558)	(809)	(417)	(286)	(525)	应收账款周转率	1,847.6	1,362.3	703.3	522.6	525.7
其它	(287)	(230)	(69)	8	2	存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
经营活动现金流	829	911	1,663	2,149	2,193	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
资本支出	(754)	(504)	(475)	(420)	(370)	每股指标(元)					
长期投资	(26)	7	0	0	0	每股收益	2.58	2.87	3.17	3.53	3.94
其他	689	199	39	33	31	每股经营现金流	1.38	1.52	2.77	3.58	3.65
投资活动现金流	(90)	(298)	(436)	(388)	(339)	每股净资产	14.84	16.25	19.62	21.51	23.61
债权融资	(2)	6	(5)	0	0	估值比率					
股权融资	0	24	120	0	0	市盈率	13.2	11.9	10.8	9.7	8.7
其他	(897)	(830)	2	(987)	(1,099)	市净率	2.3	2.1	1.7	1.6	1.4
筹资活动现金流	(899)	(800)	118	(987)	(1,099)	EV/EBITDA	8.3	7.2	6.5	5.8	5.2
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	9.0	8.0	7.2	6.5	5.8
现金净增加额	(160)	(188)	1,344	774	755						

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。