

Q2 利润增速放缓，期待旺季表现

核心观点

- 公司发布 2024 年半年报，上半年实现营业收入 169.0 亿元，同比+15.8%；实现归母净利润 80.3 亿元，同比+13.2%。单二季度来看，公司实现营业收入 77.2 亿元（+10.5%），实现归母净利润 34.5 亿元（+2.2%）。
- 预计 Q2 中高档酒增速放缓，结构有所下移。**中高档酒 24H1 实现收入 152 亿（yoy+17.1%），预计收入增速前高后低，Q2 高度、低度国窖增速放缓，特曲 60 版预计仍维持较快增速；拆分量价，24H1 中高档酒销量、吨价分别同比+25.7%、-6.8%，预计主要因产品结构下移。其他酒类 24H1 实现收入 16 亿（yoy+6.9%），预计头曲实现中高个位数增长。24H1 末，公司国内、国外经销商数量分别为 1769、92 家，环比 23Y 末+59、-12 家，预计四川省内深耕增加招商数量。24H1 末，公司合同负债为 23.4 亿，环比 Q1 末降低 7.6%，同比增长 21.1%；24Q2 收入+合同负债变化为 75.2 亿（yoy+4.6%）。
- 毛利率稳定，税率波动导致盈利暂时承压。**24H1，公司毛利率为 88.6%（yoy+0.2pct）；销售/管理费用率分别同比-0.4pct/-0.7pct；营业税金及附加占比为 12.1%（yoy+1.2pct）；销售净利率为 47.6%（yoy-1.2pct）。24Q2，公司毛利率 88.8%（yoy+0.2pct），销售/管理费用率分别同比+0.7pct/-0.6pct，营业税金及附加占比同比+2.2pct，销售净利率为 44.9%（yoy-3.8pct）。
- 产品体系完善、重点市场深耕，强化抗风险能力。**公司坚持聚焦“双品牌、三品系、大单品”战略，完善的产品体系布局强化抗风险能力；高地战略、华东战略、挺进大西北战略下，强化重点市场优势，品牌力进一步凸显。双节即将到来，预计经销商回款稳步推进，期待旺季表现。

盈利预测与投资建议

- 根据 2024 年半年报，下调 24-26 年收入、毛利率。我们预测公司 24-26 年每股收益分别为 10.22、12.28、14.43 元（原预测 24-26 年为 10.91、12.94、15.23 元）。参考可比公司估值，给予公司 24 年 15 倍市盈率，对应目标价为 153.30 元，维持买入评级。

风险提示

消费升级不及预期、国窖销售不及预期、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)	25,124	30,233	35,051	41,017	47,493
同比增长(%)	21.7%	20.3%	15.9%	17.0%	15.8%
营业利润(百万元)	13,847	17,842	20,364	24,320	28,558
同比增长(%)	30.7%	28.9%	14.1%	19.4%	17.4%
归属母公司净利润(百万元)	10,365	13,246	15,044	18,082	21,240
同比增长(%)	30.3%	27.8%	13.6%	20.2%	17.5%
每股收益(元)	7.04	9.00	10.22	12.28	14.43
毛利率(%)	86.6%	88.3%	88.9%	89.4%	90.0%
净利率(%)	41.3%	43.8%	42.9%	44.1%	44.7%
净资产收益率(%)	33.3%	35.0%	30.5%	29.3%	29.7%
市盈率	16.2	12.7	11.2	9.3	7.9
市净率	4.9	4.1	2.9	2.5	2.2

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09月03日）	114.23 元
目标价格	153.30 元
52 周最高价/最低价	231.78/111.25 元
总股本/流通 A 股（万股）	147,197/146,714
A 股市值（百万元）	168,143
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2024 年 09 月 04 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-3.81	-3.12	-31.41	-49.75
相对表现%	-2.84	0.16	-22.62	-36.09
沪深 300%	-0.97	-3.28	-8.79	-13.66



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

中高档价增亮眼，低档量增强劲，盈利能力提升	2024-04-29
产品多点开花，业绩维持高增	2023-10-30
产品结构提升盈利向好，提价保障国窖健康运作	2023-08-29

投资建议

根据 2024 年半年报，下调 24-26 年收入、毛利率。我们预测公司 24-26 年每股收益分别为 10.22、12.28、14.43 元（原预测 24-26 年为 10.91、12.94、15.23 元）。参考可比公司估值，给予公司 24 年 15 倍市盈率，对应目标价为 153.30 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	1410.00	69.25	79.25	89.96	20.36	17.79	15.67
五粮液	000858	120.32	8.71	9.72	10.83	13.81	12.38	11.11
水井坊	600779	32.25	2.87	3.22	3.66	11.25	10.00	8.81
山西汾酒	600809	169.65	10.57	12.63	14.91	16.05	13.43	11.38
酒鬼酒	000799	35.60	1.28	1.51	1.77	27.78	23.59	20.10
舍得酒业	600702	42.79	4.44	4.93	5.69	9.64	8.67	7.52
古井贡酒	000596	168.10	11.08	13.63	16.41	15.16	12.34	10.24
调整后平均						15.00	13.00	11.00

数据来源：Wind、东方证券研究所（注：最新价格为截止 2024 年 9 月 3 日的最新收盘价）

风险提示

- **消费升级不及预期风险。**若经济增长放缓、居民消费升级速度低于预期，将对高档产品销售和公司业绩产生负面影响。
- **国窖销售不及预期风险。**国窖1573 是公司未来业绩增长的核心产品，在高端白酒领域面临茅台和五粮液等产品的竞争，若市场竞争加剧导致国窖1573 销量不及预期将影响公司盈利表现。
- **食品安全事件风险。**若白酒行业发生食品安全事件，则可能对公司产品销售、营业收入以及利润均产生不利影响。

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	17,758	25,952	40,916	47,315	56,281	营业收入	25,124	30,233	35,051	41,017	47,493
应收票据、账款及款项融资	4,589	5,956	6,654	7,933	9,101	营业成本	3,370	3,537	3,905	4,341	4,731
预付账款	114	202	197	252	280	销售费用	3,449	3,974	4,574	5,353	6,198
存货	9,841	11,622	12,116	13,867	14,896	管理费用	1,162	1,139	1,322	1,546	1,791
其他	1,250	1,626	1,693	1,777	1,859	研发费用	206	226	262	307	355
流动资产合计	33,552	45,358	61,576	71,144	82,416	财务费用	(286)	(371)	(247)	(179)	(333)
长期股权投资	2,668	2,708	2,844	2,986	3,135	资产、信用减值损失	1	(1)	(1)	0	0
固定资产	8,853	8,613	9,180	9,552	9,785	公允价值变动收益	(12)	63	50	34	49
在建工程	809	1,718	1,711	1,423	1,224	投资净收益	105	85	80	90	85
无形资产	3,083	3,398	3,347	3,296	3,245	其他	(3,468)	(4,034)	(5,003)	(5,453)	(6,327)
其他	2,421	1,498	1,718	1,602	1,593	营业利润	13,847	17,842	20,364	24,320	28,558
非流动资产合计	17,834	17,936	18,799	18,860	18,982	营业外收入	28	36	32	34	33
资产总计	51,385	63,294	80,375	90,003	101,398	营业外支出	20	72	46	59	53
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	13,855	17,806	20,350	24,295	28,539
应付票据及应付账款	2,312	2,357	2,640	2,914	3,187	所得税	3,444	4,517	5,291	6,195	7,277
其他	8,340	7,714	8,727	8,981	9,744	净利润	10,411	13,289	15,059	18,100	21,261
流动负债合计	10,652	10,071	11,367	11,895	12,931	少数股东损益	45	42	15	18	21
长期借款	3,180	10,000	10,000	10,000	10,000	归属于母公司净利润	10,365	13,246	15,044	18,082	21,240
应付债券	2,996	1,499	1,499	1,499	1,499	每股收益(元)	7.04	9.00	10.22	12.28	14.43
其他	229	193	178	198	189						
非流动负债合计	6,405	11,692	11,677	11,697	11,688	主要财务比率					
负债合计	17,057	21,763	23,044	23,592	24,620		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	121	140	155	173	195	成长能力					
实收资本(或股本)	1,472	1,472	1,472	1,472	1,472	营业收入	21.7%	20.3%	15.9%	17.0%	15.8%
资本公积	4,161	4,569	5,185	5,185	5,185	营业利润	30.7%	28.9%	14.1%	19.4%	17.4%
留存收益	28,244	35,288	50,331	59,387	69,778	归属于母公司净利润	30.3%	27.8%	13.6%	20.2%	17.5%
其他	331	63	187	194	148	获利能力					
股东权益合计	34,329	41,532	57,331	66,412	76,778	毛利率	86.6%	88.3%	88.9%	89.4%	90.0%
负债和股东权益总计	51,385	63,294	80,375	90,003	101,398	净利率	41.3%	43.8%	42.9%	44.1%	44.7%
						ROE	33.3%	35.0%	30.5%	29.3%	29.7%
						ROIC	28.0%	27.8%	24.4%	24.5%	25.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	33.2%	34.4%	28.7%	26.2%	24.3%
净利润	10,411	13,289	15,059	18,100	21,261	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	461	593	452	490	522	流动比率	3.15	4.50	5.42	5.98	6.37
财务费用	(286)	(371)	(247)	(179)	(333)	速动比率	2.23	3.35	4.35	4.82	5.22
投资损失	(105)	(85)	(80)	(90)	(85)	营运能力					
营运资金变动	(2,672)	(3,850)	114	(2,566)	(1,191)	应收账款周转率	6,639.7	2,584.0	2,209.6	2,380.8	2,286.3
其它	454	1,073	(199)	108	(94)	存货周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
经营活动现金流	8,263	10,648	15,100	15,863	20,081	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
资本支出	(1,171)	(1,494)	(960)	(523)	(505)	每股指标(元)					
长期投资	(80)	(39)	(98)	(142)	(149)	每股收益	7.04	9.00	10.22	12.28	14.43
其他	(622)	265	59	49	55	每股经营现金流	5.61	7.23	10.26	10.78	13.64
投资活动现金流	(1,874)	(1,268)	(999)	(617)	(599)	每股净资产	23.24	28.12	38.84	45.00	52.03
债权融资	2,197	5,333	0	0	0	估值比率					
股权融资	413	408	617	0	0	市盈率	16.2	12.7	11.2	9.3	7.9
其他	(4,688)	(6,960)	247	(8,847)	(10,516)	市净率	4.9	4.1	2.9	2.5	2.2
筹资活动现金流	(2,078)	(1,218)	864	(8,847)	(10,516)	EV/EBITDA	10.6	8.2	7.2	6.0	5.2
汇率变动影响	16	2	-0	-0	-0	EV/EBIT	10.9	8.5	7.4	6.1	5.3
现金净增加额	4,326	8,164	14,964	6,399	8,966						

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。