

销售费用控费成效凸显，天号陈强势增长

核心观点

- 事件：**公司近期发布 2024 年三季报，前三季度实现营业收入 37.88 亿元（yoy+5.6%）；实现归母净利润 11.25 亿元（yoy+10%）。24Q3，公司实现营业收入 20.70 亿元（yoy+0.4%），实现归母净利润 8.83 亿元（yoy+7.7%），盈利表现相对稳健。
- 天号陈强势增长，高档酒增速放缓。**分产品，24Q3 前三季度公司高档酒实现收入 34.57 亿元（yoy+1.4%），中档酒实现收入 1.96 亿元（yoy+41.0%）。24Q3 单三季度，高档酒、中档酒收入分别同比-2.0%、+87.2%。截至 24Q3 末，公司合同负债为 10.55 亿元，同比、环比分别-5.9%、-1.5%。
- 销售控费成效凸显，盈利持续向好。**24 前三季度，公司毛利率为 82.94%（yoy-0.25pct），销售费用率为 19.93%（yoy-2.52pct），管理费用率为 8.66%（yoy+1.07pct）；营业税金及附加占收入比重为 14.8%（yoy-0.96pct）。24Q3，公司毛利率为 84.57%（yoy+0.86pct），销售费用率为 8.44%（yoy-3.99pct），管理费用率为 4.02%（yoy+0.53pct），24 前三季度公司净利率为 29.7%（yoy+1.2pct），24Q3 净利率为 42.65%（yoy+2.89pct）。
- 聚焦臻酿 8 号、同步布局天号陈。**公司继续围绕体育营销和文化营销打造 IP，精准聚焦高端圈层消费者。公司营销突破，包括稳定价值链、拓展门店、抢占市场份额、宴席精细化运作、薄弱市场客户赋能培训等。公司在上半年营销战略基础上继续聚焦高端产品线，加大对次高端产品尤其是臻酿八号的曝光和市场支持力度，也对以天号陈帝黄瓶为代表的 300 元以下价格带产品给予更多内容合作、公关传播支持。公司整体渠道运作稳健，稳打稳扎巩固经营基本盘。

盈利预测与投资建议

下调营业收入、上调毛利率，预测 2024-2026 年每股收益分别为 2.89、3.32、3.75 元（此前为 2.96、3.36、3.79 元）。参考可比公司，给予 24 年 20 倍 PE 估值，对应目标价 57.80 元，维持买入评级。

风险提示：

产品价格波动、消费需求不及预期、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)	4,673	4,953	5,345	6,069	6,776
同比增长(%)	0.9%	6.0%	7.9%	13.6%	11.6%
营业利润(百万元)	1,633	1,698	1,918	2,190	2,472
同比增长(%)	-2.1%	4.0%	13.0%	14.2%	12.9%
归属母公司净利润(百万元)	1,216	1,269	1,412	1,623	1,831
同比增长(%)	1.4%	4.4%	11.3%	14.9%	12.8%
每股收益(元)	2.49	2.60	2.89	3.32	3.75
毛利率(%)	84.5%	83.2%	82.9%	83.0%	83.1%
净利率(%)	26.0%	25.6%	26.4%	26.7%	27.0%
净资产收益率(%)	39.9%	32.3%	27.3%	25.3%	24.8%
市盈率	16.2	15.5	13.9	12.1	10.7
市净率	5.7	4.5	3.3	2.9	2.5

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10月31日）	41.62元
目标价格	57.80元
52周最高价/最低价	60.16/30.31元
总股本/流通A股（万股）	48,836/48,836
A股市值（百万元）	20,326
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2024年11月01日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	0.82	-9.38	13.65	-30.25
相对表现%	1.78	-6.22	0.61	-39.17
沪深300%	-0.96	-3.16	13.04	8.92



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

投资建议

下调营业收入、上调毛利率，预测 2024-2026 年每股收益分别为 2.89、3.32、3.75 元（此前为 2.96、3.36、3.79 元）。参考可比公司，给予 24 年 20 倍 PE 估值，对应目标价 57.80 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) 2024/10/31	每股收益(元)				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
酒鬼酒	000799	50.58	1.69	1.10	1.29	1.49	30	46	39	34
古井贡酒	000596	188.41	8.68	11.00	13.38	16.02	22	17	14	12
舍得酒业	600702	63.37	5.32	3.13	3.40	3.89	12	20	19	16
今世缘	603369	43.92	2.50	3.01	3.62	4.31	18	15	12	10
山西汾酒	600809	200.90	8.56	10.50	12.45	14.64	23	19	16	14
老白干酒	600559	20.50	0.73	0.95	1.18	1.43	28	22	17	14
	调整后 平均						23	20	17	14

数据来源：WIND、东方证券研究所

风险提示

- **产品价格波动风险。**白酒行业近期面临批价波动，公司批价可能受行业影响而下行，从而导致动销、回款、库存等表现不及预期。
- **消费需求不及预期风险。**若宏观经济下行，白酒消费疲软，则可能导致公司产品价格体系受到扰动且销量下降。
- **食品安全事件风险。**若白酒行业发生食品安全黑天鹅事件，可能对公司营收和利润造成不利影响。

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	1,912	2,350	3,537	3,906	4,650	营业收入	4,673	4,953	5,345	6,069	6,776
应收票据、账款及款项融资	3	2	2	3	3	营业成本	725	834	912	1,031	1,144
预付账款	16	25	27	30	34	销售费用	1,279	1,308	1,294	1,452	1,600
存货	2,443	2,452	2,679	3,030	3,362	管理费用	355	362	440	500	558
其他	36	75	63	62	63	研发费用	37	37	40	46	51
流动资产合计	4,410	4,904	6,309	7,031	8,111	财务费用	(33)	(26)	(44)	(56)	(64)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	13	20	11	12	12
固定资产	483	721	2,359	2,623	2,894	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	1,620	2,186	1,115	1,292	1,353	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	130	163	148	131	114	其他	(664)	(720)	(773)	(895)	(1,003)
其他	404	451	424	436	428	营业利润	1,633	1,698	1,918	2,190	2,472
非流动资产合计	2,637	3,521	4,045	4,481	4,789	营业外收入	2	7	3	4	5
资产总计	7,047	8,425	10,354	11,512	12,900	营业外支出	3	6	20	10	12
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	1,632	1,699	1,900	2,184	2,464
应付票据及应付账款	1,166	1,092	1,193	1,349	1,497	所得税	416	431	488	561	633
其他	2,395	2,908	3,187	3,273	3,493	净利润	1,216	1,269	1,412	1,623	1,831
流动负债合计	3,561	4,000	4,380	4,622	4,990	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	1,216	1,269	1,412	1,623	1,831
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	2.49	2.60	2.89	3.32	3.75
其他	28	31	31	31	31						
非流动负债合计	28	31	31	31	31	主要财务比率					
负债合计	3,589	4,031	4,411	4,653	5,021		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	488	488	488	488	488	营业收入	0.9%	6.0%	7.9%	13.6%	11.6%
资本公积	246	279	415	415	415	营业利润	-2.1%	4.0%	13.0%	14.2%	12.9%
留存收益	2,724	3,627	5,039	5,956	6,975	归属于母公司净利润	1.4%	4.4%	11.3%	14.9%	12.8%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	3,458	4,394	5,943	6,859	7,879	毛利率	84.5%	83.2%	82.9%	83.0%	83.1%
负债和股东权益总计	7,047	8,425	10,354	11,512	12,900	净利率	26.0%	25.6%	26.4%	26.7%	27.0%
						ROE	39.9%	32.3%	27.3%	25.3%	24.8%
						ROIC	39.1%	31.7%	26.9%	24.8%	24.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	50.9%	47.8%	42.6%	40.4%	38.9%
净利润	1,216	1,269	1,412	1,623	1,831	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	85	100	66	92	101	流动比率	1.24	1.23	1.44	1.52	1.63
财务费用	(33)	(26)	(44)	(56)	(64)	速动比率	0.54	0.61	0.83	0.87	0.95
投资损失	0	0	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	36	362	193	(125)	39	应收账款周转率	855.5	1,749.6	2,338.1	2,395.5	2,376.4
其它	9	29	26	(13)	6	存货周转率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
经营活动现金流	1,314	1,734	1,653	1,520	1,913	总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
资本支出	(987)	(913)	(615)	(515)	(415)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	2.49	2.60	2.89	3.32	3.75
其他	34	(61)	0	0	0	每股经营现金流	2.69	3.55	3.38	3.11	3.92
投资活动现金流	(953)	(974)	(615)	(515)	(415)	每股净资产	7.08	9.00	12.17	14.05	16.13
债权融资	86	55	(30)	14	(7)	估值比率					
股权融资	(24)	33	136	0	0	市盈率	16.2	15.5	13.9	12.1	10.7
其他	(402)	(405)	44	(650)	(747)	市净率	5.7	4.5	3.3	2.9	2.5
筹资活动现金流	(339)	(318)	150	(636)	(754)	EV/EBITDA	10.5	10.0	9.1	7.9	7.1
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	11.1	10.6	9.4	8.3	7.3
现金净增加额	21	442	1,188	369	743						

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。