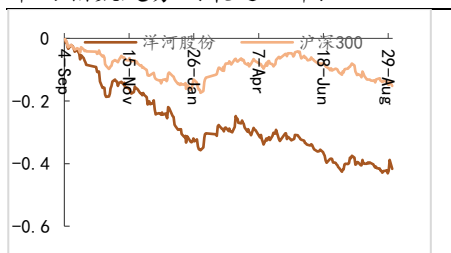


评级： 增持

赵瑞
分析师
SAC 执证编号：S0110522120001
zhaorui@sczq.com.cn

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价（元）	78.00
一年内最高/最低价（元）	137.24/75.39
市盈率（当前）	11.63
市净率（当前）	2.22
总股本（亿股）	15.06
总市值（亿元）	1,175.03

资料来源：聚源数据

相关研究

- 三季度业绩增长较为稳健，年初既定目标有望实现

核心观点

- 事件：**公司发布 2024 年半年报，24H1 营业收入 228.76 亿元，同比增长 4.58%；归母净利润 79.47 亿元，同比增长 1.08%。对应 24Q2 营业收入 66.21 亿元，同比减少 3.02%；归母净利润 18.92 亿元，同比减少 9.75%。
- 产品营收增速放缓，省外平稳较快增长。**1) 分产品：24H1 中高档酒/普通酒营收分别为 199.61/25.30 亿元，同比+4.78%/+5.16%。中高档酒增速有所放缓，预计主要由于今年白酒商务需求面临承压背景下，梦 6+ 等次高端产品略受影响。2) 分区域：24H1 省内/省外营收分别为 95.95/128.96 亿元，同比+1.42%/+7.50%。省内市场竞争较为激烈，营收增速相对较缓，省外实现平稳较快增长。经销商数量方面，截至 24H1 末公司经销商数量为 8833 个，较 23 年末增加 44 个，其中省内、省外分别为 2942、5891 个，较 23 年末分别减少 18 个、增加 62 个。
- 盈利能力略有承压。**24Q2 毛利率 73.67%，同比-1.40pct，主要由于二季度公司次高端产品受到一定影响，产品结构整体略有下移。24Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 18.54%/7.23%/0.42%/-3.17%，同比+1.76%/+0.68%/-0.69%/+0.17pct，销售费用率同比提升，主要由于公司强化省内地位以及全国化持续推进，营销投入有所扩大，广告促销费及电商费用同比增加较为明显。归母净利率 28.58%，同比-2.13pct，盈利能力短期有所承压。现金流方面，24Q2 末合同负债 39.38 亿元，环比 Q1 末减少 18.78 亿元，合同负债环比有所回落，渠道回款面临一定压力。
- 公司经营韧性较强，分红强化股东回报。**公司持续推进“双名酒、多品牌、多品类”协同发展战略，聚焦打造梦 6+、水晶版梦之蓝、天之蓝、海之蓝等大单品，梦之蓝手工班树立高端品牌价值标杆。市场布局方面，公司围绕“深耕大本营、深度全国化”的战略目标，一方面推进市场全国化，强化增点扩面、深化乡镇下沉、优化消费者培育，省外市场进一步延伸；另一方面强化大本营市场运作，梳理海天梦主导产品价格体系，优化调整销售策略，深耕江苏省内主要市场。公司在白酒行业调整期仍表现出较强的经营韧性，中长期有望持续稳健增长。此外，公司发布现金分红回报规划，2024-2026 年公司每年度的现金分红总额不低于当年归母净利润的 70%且不低于 70 亿元（含税），体现了公司对股东回报的重视。对应当前股价，测算 24 年公司股息率为 6%以上，高股息下具有较高的配置价值。
- 投资建议：**根据 2024 年上半年公司经营情况，我们调整盈利预测，预计 2024、2025、2026 年公司归母净利润分别为 102.6 亿元、109.5 亿元、117.1 亿元，同比分别增长 2.4%、6.8%、7.0%，当前股价对应 PE 分别为 12、11、10 倍。维持增持评级。
- 风险提示：**宏观经济波动风险，食品安全风险。

盈利预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营收 (亿元)	331.3	346.9	367.6	391.5
营收增速 (%)	10.0	4.7	6.0	6.5
归母净利润 (亿元)	100.2	102.6	109.5	117.1
归母净利润增速 (%)	6.8	2.4	6.8	7.0
EPS(元/股)	6.65	6.81	7.27	7.77
PE	11.7	11.5	10.7	10.0

资料来源: Wind, 首创证券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	52535	56788	61667	66918	经营活动现金流	6130	9749	10233	10812
现金	25813	29321	33199	37199	净利润	10016	10257	10951	11712
应收账款	4	1	1	1	折旧摊销	702	818	757	706
其它应收款	58	61	64	68	财务费用	3	-800	-850	-900
预付账款	51	53	55	58	投资损失	-256	-269	-269	-269
存货	18954	19613	20495	21608	营运资金变动	-4527	-244	-360	-441
其他	1278	1338	1418	1510	其它	187	-18	0	0
非流动资产	17258	16706	16236	15836	投资活动现金流	661	4	-16	-36
长期投资	1230	1230	1230	1230	资本支出	-1112	-265	-285	-305
固定资产	5306	4955	4665	4429	长期投资	11412	0	0	0
无形资产	2049	1849	1669	1507	其他	-9639	269	269	269
其他	5881	5881	5881	5881	筹资活动现金流	-5608	-6245	-6339	-6775
资产总计	69792	73494	77903	82754	短期借款	0	0	0	0
流动负债	17176	17635	18277	19086	长期借款	1	-25	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	121	-7020	-7189	-7675
应付账款	1426	1476	1542	1626	现金净增加额	1183	3508	3878	4001
其他	1248	1292	1350	1423					
非流动负债	567	567	567	567	主要财务比率				
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	136	136	136	136	营业收入	10.0%	4.7%	6.0%	6.5%
负债合计	17742	18202	18844	19653	营业利润	5.9%	2.4%	6.8%	7.0%
少数股东权益	111	116	122	127	归属母公司净利润	6.8%	2.4%	6.8%	7.0%
归属母公司股东权益	51939	55176	58937	62974	获利能力				
负债和股东权益	69792	73494	77903	82754	毛利率	75.2%	75.5%	75.9%	76.1%
					净利率	30.2%	29.6%	29.8%	29.9%
					ROE	19.3%	18.6%	18.6%	18.6%
					ROIC	18.0%	17.4%	17.4%	17.4%
					偿债能力				
					资产负债率	25.4%	24.8%	24.2%	23.7%
					净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					流动比率	3.06	3.22	3.37	3.51
					速动比率	1.96	2.11	2.25	2.37
					营运能力				
					总资产周转率	0.47	0.47	0.47	0.47
					应收账款周转率	60.17	64.13	64.68	64.83
					应付账款周转率	5.85	5.85	5.88	5.90
					每股指标(元)				
					每股收益	6.65	6.81	7.27	7.77
					每股经营现金	4.07	6.47	6.79	7.18
					每股净资产	34.48	36.63	39.12	41.80
					估值比率				
					P/E	11.7	11.5	10.7	10.0
					P/B	2.3	2.1	2.0	1.9
利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E					
营业收入	33126	34690	36762	39148					
营业成本	8200	8489	8871	9352					
营业税金及附加	5269	5518	5848	6227					
营业费用	5387	5585	5919	6303					
研发费用	285	347	368	391					
管理费用	1764	2255	2390	2545					
财务费用	-755	-800	-850	-900					
资产减值损失	-2	-2	-2	-2					
公允价值变动收益	-37	-37	-37	-37					
投资净收益	306	306	306	306					
营业利润	13243	13564	14485	15497					
营业外收入	39	39	39	39					
营业外支出	64	64	64	64					
利润总额	13218	13539	14461	15473					
所得税	3197	3277	3505	3755					
净利润	10021	10262	10956	11717					
少数股东损益	5	5	5	6					
归属母公司净利润	10016	10257	10951	11712					
EBITDA	13127	13581	14393	15303					
EPS (元)	6.65	6.81	7.27	7.77					

分析师简介

赵瑞，食品饮料及农业行业分析师，复旦大学金融硕士，曾就职于国泰君安证券，2022年11月加入首创证券研究发展部。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上
		增持 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
		中性 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
		减持 相对沪深300指数跌幅5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
		中性 行业与整体市场表现基本持平
		看淡 行业弱于整体市场表现