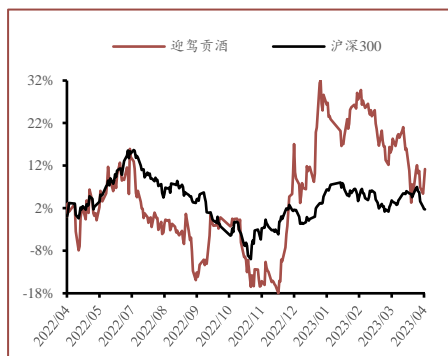



投资评级:增持(首次)
核心观点

基本数据	2023-04-26
收盘价(元)	62.50
流通股本(亿股)	8.00
每股净资产(元)	9.54
总股本(亿股)	8.00

最近12月市场表现


分析师 孙瑜

 SAC证书编号: S0160523010003
 sunyu02@ctsec.com

相关报告

- ❖ **事件:** 公司发布 2022 年年报以及 2023 年一季报, 2022 年实现营收 55.1 亿元, 同比增长 19.6%; 实现归母净利润 17.1 亿元, 同比增长 23.0%。22Q4 实现营收、归母净利润 16.1、5.0 亿元, 分别同比增长 15.4%、18.5%。23Q1 实现营收、归母净利润 19.2、7.0 亿元, 分别同比增长 21.1%、26.6%。
- ❖ **22 年洞藏高增引领, 省内经营持续深化。**分产品看, 洞藏延续高势能增长, 产品结构积极向上。22 年中高档酒/普通酒分别实现营收 39.3 亿元(+27.6%)/12.7 亿元(+3.6%), 销量分别提升 20.0%/2.2%, 吨价分别提升 6.3%/1.3%。其中, 中高档酒量价双升, 主要系洞藏系列高增带动, 估算洞藏系列收入占比由约 40%提升至 45%+。分区域看, 公司稳步开拓空白市场, 省内注重提升终端网点覆盖, 近 2 年逐步实现渠道推力对品牌势能的积极转化; 省外自 22 年下半年开始聚焦江苏部分区域进行市场导入, 增量逐步显现。22 年公司省内/省外分别实现营收 34.4/17.6 亿元, 同比增长 25.7%/12.2%, 其中 22Q4 分别同比增长 15.3%/17.0%。
- ❖ **23Q1 多品类齐驱并进, 洞 9 增势积极。**23Q1 公司多品类产品增长激活, 中高档酒/普通酒营收分别同增 22.3、20.0%, 其中, 中低价位产品受益春节返乡消费带动, 增长显著修复; 中高价位洞藏系列增长保持强势, 折算估计洞 6 增速略快于营收整体, 洞 9 及以上实现中高双位数增长。考虑后续季度基数回落, 预计洞藏系列全年增速有望较 Q1 抬升, 成长性仍然可期。23Q1 公司省内/省外分别实现营收 13.6/4.7 亿元, 同增 30%/3%, 省外增长较慢主要与产品覆盖场景差异有关。
- ❖ **结构升级带动盈利稳步向上, Q1 销售费率显著收缩。**1) 22 年公司净利率同比提升 0.74pct, 主因结构提升及规模效应带动毛利率、费用率优化。22 年公司酒类销售毛利率同增 0.51pct 至 71.0%, 中高档酒/普通酒分别提升 0.54pct/-2.88pcts, 普通酒毛利率下滑主要系成本波动影响。22 年销售费率同比下降 0.56pct 至 9.17%, 主要系受疫情扰动招待费、差旅费增速放缓所致。2) 23Q1 公司净利率在高基数基础上仍有显著提升 (YoY+1.6pcts 至 36.7%), 其中毛利率略下滑 0.19pct 至 71.2%, 主因普通酒增速修复; 费用率大幅收缩, 销售费率/管理费用率同比下降 1.36pcts/0.38pct 至 6.41%/3.56%, 继续看好洞藏放量带来规模效应。23Q1 收现比为 101.6%, 同比基本持平, 季末预收款同比增长 0.33 亿元至 5.01 亿元, 现金流表现稳定。
- ❖ **洞藏系列拔节起势, 市场深耕行稳致远。**洞藏系列精准卡位, 充分受益安徽消费升级红利。公司以“六位一体”的理念打造中国生态白酒领军品牌, 与省内竞品形成差异化竞争。公司产品矩阵通过洞 6、洞 9 持续挖掘安徽省内中高端价格带红利, 同时发力洞 16、洞 20 冲刺次高端, 推动公司盈利能力持续优化。公司聚焦环安徽核心市场, 在六安、合肥等样本市场持续深耕, 围绕“双核工程”加强终端渠道掌控力。同时立足江苏, 推动洞藏省外拓张, 样板市场逐步复制有望推动公司业绩高质量发展。

- ❖ **投资建议：**长期来看，借势安徽省内消费升级，公司持续推进“双核工程”，终端渠道掌控力持续加强；省外招商逐步推进，有望持续贡献增量。预计公司2023-2025年实现营业收入67.3/80.1/93.2亿元，归母净利润21.4/26.1/31.4亿元，对应PE为22.8/18.7/15.5倍，首次覆盖，予以“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**宏观经济修复不及预期风险；省内竞争加剧风险；食品安全风险；消费场景修复不及预期风险。

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	4604	5505	6725	8010	9324
收入增长率(%)	33.36	19.59	22.16	19.10	16.40
归母净利润(百万元)	1387	1705	2137	2611	3140
净利润增长率(%)	45.44	22.97	25.34	22.17	20.27
EPS(元/股)	1.73	2.13	2.67	3.26	3.93
PE	40.14	29.47	22.79	18.65	15.51
ROE(%)	23.00	24.61	26.11	26.52	26.41
PB	9.22	7.25	5.95	4.95	4.10

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4603.53	5505.30	6725.41	8010.08	9323.95	成长性					
减:营业成本	1495.48	1760.37	2029.90	2280.76	2507.42	营业收入增长率	33.4%	19.6%	22.2%	19.1%	16.4%
营业税费	701.61	825.84	1002.52	1205.47	1397.25	营业利润增长率	43.1%	25.3%	24.2%	22.0%	20.4%
销售费用	445.96	504.67	670.17	862.15	1031.18	净利润增长率	45.4%	23.0%	25.3%	22.2%	20.3%
管理费用	201.71	190.96	300.69	394.87	474.27	EBITDA 增长率	42.4%	24.3%	18.9%	18.7%	18.9%
研发费用	55.91	61.18	77.78	92.98	106.56	EBIT 增长率	45.5%	27.1%	22.2%	20.0%	19.9%
财务费用	-2.97	-1.43	-28.41	-105.68	-147.20	NOPLAT 增长率	46.1%	26.6%	22.5%	20.0%	19.8%
资产减值损失	-0.13	-0.12	-0.12	-0.12	-0.12	投资资本增长率	17.7%	14.6%	18.2%	20.3%	20.8%
加:公允价值变动收益	14.45	1.64	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	17.7%	14.6%	18.2%	20.3%	20.8%
投资和汇兑收益	70.77	75.77	114.32	123.18	143.40	利润率					
营业利润	1820.30	2280.51	2832.06	3455.51	4160.90	毛利率	67.5%	68.0%	69.8%	71.5%	73.1%
加:营业外净收支	7.31	-31.15	-12.29	-12.05	-18.50	营业利润率	39.5%	41.4%	42.1%	43.1%	44.6%
利润总额	1827.61	2249.35	2819.77	3443.46	4142.41	净利润率	30.3%	31.0%	31.9%	32.7%	33.8%
减:所得税	433.48	541.03	674.65	822.95	992.48	EBITDA/营业收入	42.2%	43.9%	42.7%	42.6%	43.5%
净利润	1386.65	1705.13	2137.23	2610.98	3140.27	EBIT/营业收入	37.6%	40.0%	40.0%	40.3%	41.5%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	757.08	1136.74	4227.42	5888.14	8017.41	固定资产周转天数	136	116	90	69	54
交易性金融资产	1406.92	2197.11	2197.11	2197.11	2197.11	流动营业资本周转天数	261	243	109	99	88
应收账款	50.92	44.76	113.94	57.36	136.23	流动资产周转天数	520	515	646	639	671
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转天数	4	3	4	4	4
预付帐款	6.09	7.06	12.37	10.78	12.39	存货周转天数	787	770	793	817	841
存货	3519.68	4010.37	4932.99	5416.94	6302.96	总资产周转天数	630	615	645	675	675
其他流动资产	795.72	318.19	346.82	385.73	385.73	投资资本周转天数	482	462	447	451	468
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	23.0%	24.6%	26.1%	26.5%	26.4%
长期股权投资	5.00	0.00	-5.00	-10.00	-15.00	ROA	15.9%	16.9%	15.2%	16.3%	16.6%
投资性房地产	6.64	10.52	10.52	10.52	10.52	ROIC	21.7%	24.0%	24.9%	24.8%	24.6%
固定资产	1716.39	1745.78	1657.02	1524.04	1368.94	费用率					
在建工程	79.79	175.00	87.50	43.75	21.87	销售费用率	9.7%	9.2%	10.0%	10.8%	11.1%
无形资产	124.36	173.62	191.67	217.06	250.17	管理费用率	4.4%	3.5%	4.5%	4.9%	5.1%
其他非流动资产	49.63	8.67	9.53	10.49	11.54	财务费用率	-0.1%	0.0%	-0.4%	-1.3%	-1.6%
资产总额	8735.37	10060.23	14021.84	15999.43	18965.26	三费/营业收入	14.0%	12.6%	14.0%	14.4%	14.6%
短期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	偿债能力					
应付帐款	563.53	643.57	961.75	732.53	1122.46	资产负债率	30.4%	30.8%	41.3%	38.1%	37.0%
应付票据	160.87	256.95	277.08	279.92	342.46	负债权益比	43.7%	44.4%	70.3%	61.6%	58.6%
其他流动负债	44.85	57.18	57.18	57.18	57.18	流动比率	2.61	2.62	2.10	2.35	2.49
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.89	1.16	1.17	1.38	1.52
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	—	—	720064.56	863893.14	1036185.66
负债总额	2658.46	3094.16	5790.64	6099.93	7010.85	分红指标					
少数股东权益	48.16	37.38	45.27	54.81	64.46	DPS(元)	0.90	1.10	1.10	1.03	1.08
股本	800.00	800.00	800.00	800.00	800.00	分红比率					
留存收益	3886.50	4867.31	6124.53	7783.31	9828.55	股息收益率	1.3%	1.8%	1.8%	1.7%	1.8%
股东权益	6076.91	6966.08	8231.19	9899.51	11954.40	业绩和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	1.73	2.13	2.67	3.26	3.93
净利润	1386.65	1705.13	2137.23	2610.98	3140.27	BVPS(元)	7.54	8.66	10.23	12.31	14.86
加:折旧和摊销	211.68	214.73	181.40	181.96	182.45	PE(X)	40.1	29.5	22.8	18.7	15.5
资产减值准备	0.36	0.42	0.42	0.42	0.42	PB(X)	9.2	7.2	5.9	4.9	4.1
公允价值变动损失	-14.45	-1.64	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/S	12.1	9.1	7.2	6.1	5.2
投资收益	-70.77	-75.77	-114.32	-123.18	-143.40	EV/EBITDA	28.2	20.3	15.5	12.6	10.0
少数股东损益	7.48	3.20	7.89	9.54	9.65	CAGR(%)					
营运资金的变动	26.00	-40.54	1659.24	-158.07	-75.58	PEG	0.9	1.3	0.9	0.8	0.8
经营活动产生现金流量	1524.93	1839.97	3888.12	2528.66	3134.35	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-1335.42	-767.13	82.64	84.24	89.95	REP					
融资活动产生现金流量	-565.68	-724.41	-880.07	-952.19	-1095.02						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰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，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。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邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。