

产品结构持续优化，省内外齐发力共增长

核心观点

- 公司发布 2022 年年报、2023 年一季报，全年实现营收 78.8 亿元 (yoy+23.1%)；实现归母净利润 25.0 亿元 (yoy+23.3%)。公司 23Q1 实现营收 38.0 亿元 (yoy+27.3%)；实现归母净利润 12.6 亿元 (yoy+25.2%)，业绩稳步增长。
- **产品结构升级，省内外同步增长。**分产品，22 年公司特 A+类、特 A 类、A 类分别实现收入 52.0 亿元 (yoy+24.8%)、20.9 亿元 (yoy+22.1%)、3.2 亿元 (yoy+22.6%)。特 A+类占收入比重为 66.2% (yoy+0.9pct)，结构有所优化。23Q1，特 A+类、特 A 类、A 类收入分别同比增长 25.0%、34.1%、32.4%，保持高速增长。分地区，22 年淮安、南京、盐城、苏南、苏中、淮海大区收入分别同比增长 24.4%、23.2%、15.6%、18.9%、31.6%、28.6%；23Q1，各地区收入分别同比增长 25.4%、22.0%、22.7%、29.4%、42.3%、24.1%，省内各地区收入快速增长。23Q1，省外收入 2.7 亿元 (yoy+40.3%)，占比增长 0.7pct 至 7.1%，省外布局更进一步。22 年末，淮安、南京、盐城、苏南、苏中、淮海大区经销商数量分别较 22 年末增长 34、9、19、-2、-1、6 家，预计淮安、南京渠道下沉增加招商。
- **毛利率提升费用率增加，盈利保持稳定。**22 年，公司毛利率为 76.6% (yoy+2.0pct)，预计受益于产品结构优化；销售费用率为 17.6% (yoy+2.5pct)，主要因增加消费者培育费用；管理费用率为 4.1% (yoy+0.1pct)。23Q1，公司毛利率为 75.4% (yoy+1.1pct)，销售费用率为 15.9% (yoy+2.9pct)，管理费用率为 2.1% (yoy+0.1pct)。综合，22 年公司销售净利率为 31.7% (yoy+0.1pct)，23Q1 净利率为 33.0% (yoy-0.5pct)。
- **强化消费者培育，加速大单品成长。**公司通过“分区精耕”，省内市场下沉将持续带来增量；省外招商铺货将贡献增量。22 年，公司组建分品牌事业部，加强品牌精细化运营；国缘 V 系营销向 C 端转化，有望提升消费者接受度，将加速 V3、V9 成长。4 月 10 日，定价 1099 元的国缘六开正式上市，开启招商，有望贡献增量。

盈利预测与投资建议

- 对 23-24 年上调收入、毛利率，上调费用率。我们预测公司 23-25 年每股收益分别为 2.57、3.21、3.89 元 (原预测 23-24 年为 2.44、2.95 元)。结合可比公司，给予 23 年 26 倍 PE，对应目标价 66.82 元，维持买入评级。

风险提示：渠道下沉不及预期、省外市场扩张不及预期、省内竞争加剧风险。

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,406	7,885	10,097	12,378	14,853
同比增长(%)	25.1%	23.1%	28.1%	22.6%	20.0%
营业利润(百万元)	2,712	3,341	4,306	5,375	6,523
同比增长(%)	29.6%	23.2%	28.9%	24.8%	21.4%
归属母公司净利润(百万元)	2,029	2,503	3,219	4,021	4,882
同比增长(%)	29.5%	23.3%	28.6%	24.9%	21.4%
每股收益(元)	1.62	2.00	2.57	3.21	3.89
毛利率(%)	74.6%	76.6%	78.3%	79.2%	79.8%
净利率(%)	31.7%	31.7%	31.9%	32.5%	32.9%
净资产收益率(%)	23.1%	24.6%	25.0%	24.1%	23.1%
市盈率	38.1	30.9	24.0	19.2	15.8
市净率	8.3	7.0	5.3	4.1	3.3

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 (2023年05月05日)	61.63 元
目标价格	66.82 元
52 周最高价/最低价	66.7/36.68 元
总股本/流通 A 股 (万股)	125,450/125,450
A 股市值 (百万元)	77,315
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2023 年 05 月 05 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	3.06	-7.11	2.11	37.43
相对表现	3.36	-5.01	5.12	37.26
沪深 300	-0.3	-2.1	-3.01	0.17



证券分析师

叶书怀	yeshuhuai@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517090002
蔡琪	021-63325888*6079 caiqi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860519080001
周翰	021-63325888*7524 zhouhan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521070003

联系人

姚晔	yaoye@orientsec.com.cn
----	------------------------

相关报告

产品结构继续升级，合同负债亮眼看好后续增长	2022-10-30
开系列提价有望推升渠道利润，疫情后招商步伐预计将加快	2022-10-13
中高端增速良好，管理改革提升内生动力：——报告副标题	2022-08-30

投资建议

根据 22 年基数，对 23-24 年上调收入、毛利率，上调费用率。我们预测公司 23-25 年每股收益分别为 2.57、3.21、3.89 元（原预测 23-24 年为 2.44、2.95 元）。结合可比公司，给予 23 年 26 倍 PE，对应目标价 66.82 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		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
洋河股份	002304	147.86	7.52	8.95	10.49	19.67	16.53	14.09
泸州老窖	000568	223.79	8.81	10.82	13.19	25.39	20.68	16.97
古井贡酒	000596	299.25	7.88	9.95	12.61	37.96	30.07	23.74
口子窖	603589	58.76	3.14	3.69	4.26	18.73	15.94	13.80
水井坊	600779	62.88	2.77	3.34	3.84	22.68	18.82	16.36
老白干酒	600559	31.45	0.81	1.11	1.51	39.04	28.32	20.81
调整后平均						26	21	17

数据来源：Wind、东方证券研究所（注：最新价格为 2023 年 5 月 5 日收盘价）

风险提示

- **渠道下沉不及预期风险。**公司在省内仍存在较大空白市场，逐渐从市级下沉至县级。如果渠道下沉未达预期，将对收入增速带来不利影响。
- **省内竞争加剧风险。**江苏省内次高端价格带白酒竞争较为激烈，随着竞品加码布局和推广，若市场竞争加剧，费用投放增加，则会对企业盈利带来负面影响。
- **省外市场拓张不及预期风险。**公司在省外市场的拓张为业绩重要增长点，若省外市场拓张不及预期，可能会对企业收入、盈利带来不利影响。

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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,958	5,381	8,752	12,845	17,906	营业收入	6,406	7,885	10,097	12,378	14,853
应收票据、账款及款项融资	62	47	60	73	88	营业成本	1,626	1,845	2,188	2,576	3,001
预付账款	5	5	7	8	10	营业税金及附加	1,105	1,277	1,636	2,005	2,406
存货	3,194	3,910	4,635	5,457	6,358	营业费用	968	1,390	1,790	2,194	2,633
其他	2,714	2,320	2,328	2,336	2,345	管理费用及研发费用	288	361	464	569	683
流动资产合计	9,933	11,662	15,781	20,719	26,707	财务费用	(65)	(100)	(81)	(144)	(204)
长期股权投资	24	29	0	0	0	资产、信用减值损失	1	2	0	0	0
固定资产	1,294	1,219	1,108	997	887	公允价值变动收益	98	84	84	84	84
在建工程	726	1,761	1,057	634	382	投资净收益	121	122	105	95	85
无形资产	170	343	1,015	1,381	1,563	其他	11	26	17	18	20
其他	2,286	3,170	3,218	3,441	3,525	营业利润	2,712	3,341	4,306	5,375	6,523
非流动资产合计	4,500	6,521	6,398	6,454	6,356	营业外收入	5	2	3	3	3
资产总计	14,434	18,184	22,180	27,173	33,062	营业外支出	17	16	17	17	17
短期借款	0	600	0	0	0	利润总额	2,699	3,328	4,292	5,361	6,509
应付票据及应付账款	570	1,081	1,282	1,509	1,758	所得税	670	825	1,073	1,340	1,627
其他	4,409	5,259	5,832	6,422	7,062	净利润	2,029	2,503	3,219	4,021	4,882
流动负债合计	4,980	6,941	7,113	7,931	8,821	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	200	350	470	归属于母公司净利润	2,029	2,503	3,219	4,021	4,882
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.62	2.00	2.57	3.21	3.89
其他	157	178	167	173	170						
非流动负债合计	157	178	367	523	640	主要财务比率					
负债合计	5,137	7,119	7,481	8,454	9,461		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	1,255	1,255	1,255	1,255	1,255	营业收入	25.1%	23.1%	28.1%	22.6%	20.0%
资本公积	283	285	719	719	719	营业利润	29.6%	23.2%	28.9%	24.8%	21.4%
留存收益	7,739	9,506	12,725	16,746	21,628	归属于母公司净利润	29.5%	23.3%	28.6%	24.9%	21.4%
其他	20	19	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	9,297	11,065	14,699	18,720	23,602	毛利率	74.6%	76.6%	78.3%	79.2%	79.8%
负债和股东权益总计	14,434	18,184	22,180	27,173	33,062	净利率	31.7%	31.7%	31.9%	32.5%	32.9%
						ROE	23.1%	24.6%	25.0%	24.1%	23.1%
						ROIC	22.2%	23.3%	23.9%	23.1%	22.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	35.6%	39.2%	33.7%	31.1%	28.6%
净利润	2,029	2,503	3,219	4,021	4,882	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	118	141	142	168	183	流动比率	1.99	1.68	2.22	2.61	3.03
财务费用	(65)	(100)	(81)	(144)	(204)	速动比率	1.35	1.12	1.57	1.92	2.31
投资损失	(121)	(122)	(105)	(95)	(85)	营运能力					
营运资金变动	1,243	628	25	(28)	(37)	应收账款周转率	185.8	182.2	189.5	185.9	184.1
其它	(180)	(270)	32	(151)	(50)	存货周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
经营活动现金流	3,024	2,780	3,233	3,771	4,689	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
资本支出	(618)	(1,255)	(200)	(151)	(121)	每股指标(元)					
长期投资	27	(5)	29	0	0	每股收益	1.62	2.00	2.57	3.21	3.89
其他	(625)	138	196	179	169	每股经营现金流	2.41	2.22	2.58	3.01	3.74
投资活动现金流	(1,216)	(1,121)	24	28	48	每股净资产	7.41	8.82	11.72	14.92	18.81
债权融资	1	(0)	200	150	120	估值比率					
股权融资	(433)	2	433	0	0	市盈率	38.1	30.9	24.0	19.2	15.8
其他	(928)	(146)	(519)	144	204	市净率	8.3	7.0	5.3	4.1	3.3
筹资活动现金流	(1,361)	(144)	114	294	324	EV/EBITDA	24.3	19.9	15.4	12.5	10.3
汇率变动影响	(0)	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	25.4	20.8	15.9	12.9	10.6
现金净增加额	448	1,514	3,371	4,093	5,061						

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 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

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。