

投资评级 优于大市 维持

Q1 业绩短期承压，费用改革持续推进

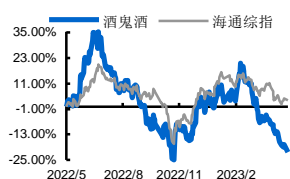
股票数据

05月05日收盘价(元)	108.70
52周股价波动(元)	100.18-188.88
总股本/流通A股(百万股)	325/325
总市值/流通市值(百万元)	35320/35320

相关研究

《内参酒鬼双轮驱动，全国化扩张正加速》
 2022.05.16

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-14.8	-27.5	-24.9
相对涨幅(%)	-12.6	-24.8	-21.9

资料来源：海通证券研究所

分析师: 颜慧菁

Tel: (021) 23154181

Email: yhj12866@haitong.com

证书: S0850520020001

联系人: 张嘉颖

Tel: (021) 23154019

Email: zjy14705@haitong.com

投资要点:

● **事件。**公司发布 2022 年年报：2022 年公司实现营业总收入 40.50 亿元，同比+18.6%，归母净利润 10.49 亿元，同比+17.4%。其中 Q4 单季公司实现营业总收入 5.65 亿元，同比-27.1%，归母净利润 0.77 亿元，同比-55.7%。同时公布 2022 年利润分配方案，每 10 股派发红利 13.0 元（含税），分红率为 40.3%。

公司发布 2023 年一季报：23Q1 公司实现营业总收入 9.65 亿元，同比-42.9%，归母净利润 3.00 亿元，同比-42.4%。

● **22 年收入增长稳健，渠道深耕蓄力业绩修复。**分产品：22 年内参系列收入同比+11.9%（量+15.2%，价-2.8%），我们认为增速放缓或与公司主动控量、优化渠道库存有关；公司强化大单品培育，成立 54 度酒鬼酒、红坛独立业务部，22 年酒鬼酒系列收入同比+18.6%（量+18.1%，价+0.4%），湘泉/其他系列收入同比+25.7%/+39.5%。23Q1 公司营业收入同比-42.9%，我们认为或与上年同期高基数、公司主动控量稳价有关。**分渠道：**公司持续推进专卖店布局与渠道扩张，22 年累计签约客户 1586 家（含专卖店），同比+25%，累计签约核心终端 22348 家，同比+13%；目前省级/市级覆盖率达 100%/72%。23 年公司将继续严抓市场秩序、稳定价格体系，强化消费者培育，精耕区域稳定基本盘。

● **23Q1 毛销差下行，经营性现金流高增。**22 年毛利率保持稳健，同比-0.33pct 至 79.6%，其中内参/酒鬼系列毛利率同比分别-0.46pct/+0.50pct 至 91.6%/80.0%；23Q1 毛利率同比+1.77pct 至 81.5%，我们认为或与公司费用改革下投放方式变化有关（毛销差同比-2.45pct）。23Q1 合同负债环比净减少 0.66 亿元至 3.67 亿元，经营性净现金流同比+286.5%至 1.66 亿元。

● **盈利能力改善，费用改革推进。**22 年销售费用率同比+0.10pct 至 25.3%，主因广宣及市场服务费率同比+0.93pct 至 20.9%，公司推进费用改革，将营销模式从渠道拓展转变为消费者培育，着力突破 C 端运营；管理费用率同比-1.02pct 至 4.3%，主因职工薪酬费用率同比-1.11pct。22 年归母净利率同比-0.27pct 至 25.9%，主因税金及附加率扰动（同比+0.92pct）、毛销差下滑（同比-0.44pct）和营业外支出增长（占营收比重同比+0.40pct）。23Q1 归母净利率同比+0.27pct 至 31.1%，主要受益于：1) 财务费用率同比-4.55pct 至-5.1%，2) 其他收益增长，占营收比重同比+0.11pct。

● **盈利预测与投资建议。**我们预计 2023-25 年 EPS 分别为 3.60、4.57、5.61 元/股，给予公司 2023 年 35-40 倍 P/E，对应合理价值区间为 125.93-143.93 元，维持“优于大市”评级。

● **风险提示。**行业竞争加剧，渠道扩张不及预期，新品销售不及预期。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3414	4050	4661	5819	6996
(+/-)YoY(%)	87.0%	18.6%	15.1%	24.8%	20.2%
净利润(百万元)	893	1049	1169	1483	1822
(+/-)YoY(%)	81.7%	17.4%	11.5%	26.9%	22.8%
全面摊薄 EPS(元)	2.75	3.23	3.60	4.57	5.61
毛利率(%)	80.0%	79.6%	80.2%	80.4%	80.6%
净资产收益率(%)	25.4%	25.3%	24.1%	25.9%	26.7%

资料来源：公司年报（2021-2022），海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 分产品收入预测表 (百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入						
酒鬼系列	1013.61	1915.15	2270.47	2663.26	3406.84	4140.68
YoY	0.8%	88.9%	18.6%	17.3%	27.9%	21.5%
占比	55.5%	56.1%	56.1%	57.1%	58.5%	59.2%
内参系列	572.30	1034.22	1157.10	1272.81	1476.46	1697.93
YoY	72.9%	80.7%	11.9%	10.0%	16.0%	15.0%
占比	31.3%	30.3%	28.6%	27.3%	25.4%	24.3%
湘泉及其他系列	235.43	454.09	609.10	710.02	917.97	1136.28
YoY	38.0%	92.9%	34.1%	16.6%	29.3%	23.8%
占比	12.9%	13.3%	15.0%	15.2%	15.8%	16.2%
其他业务	4.83	10.91	13.74	15.11	17.83	20.68
YoY	-0.8%	125.9%	25.9%	10.0%	18.0%	16.0%
占比	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业总收入	1826.17	3414.37	4050.41	4661.21	5819.11	6995.58
YoY	20.8%	87.0%	18.6%	15.1%	24.8%	20.2%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

代码	简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)		
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
600809	山西汾酒	240.40	2932.79	6.64	8.50	10.71	36.23	28.30	22.45	13.76	9.96	7.47
600702	舍得酒业	176.61	588.46	5.09	6.41	8.30	34.91	27.57	21.28	9.30	7.21	5.56
002304	洋河股份	147.86	2228.23	6.23	7.52	8.95	23.76	19.67	16.52	4.69	4.10	3.58
603369	今世缘	61.63	773.15	2.01	2.50	3.12	30.89	24.60	19.73	6.99	5.72	4.72
000596	古井贡酒	299.25	1581.84	5.95	7.98	10.12	50.33	37.50	29.58	8.54	7.34	6.22
600779	水井坊	62.88	307.08	2.50	2.74	3.33	25.26	22.93	18.87	8.88	7.03	5.64
	均值			4.74	5.94	7.42	33.56	26.76	21.40	8.69	6.89	5.53

注: 收盘价为 2023 年 5 月 5 日价格, 估值为 Wind 一致预期。

资料来源: Wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	4050	4661	5819	6996
每股收益	3.23	3.60	4.57	5.61	营业成本	825	921	1143	1358
每股净资产	12.78	14.93	17.65	21.00	毛利率%	79.6%	80.2%	80.4%	80.6%
每股经营现金流	1.23	3.71	4.65	5.71	营业税金及附加	656	755	942	1133
每股股利	1.30	1.45	1.84	2.26	营业税金率%	16.2%	16.2%	16.2%	16.2%
价值评估 (倍)					营业费用	1024	1272	1558	1839
P/E	34.63	31.07	24.49	19.94	营业费用率%	25.3%	27.3%	26.8%	26.3%
P/B	8.75	7.49	6.33	5.32	管理费用	175	201	251	302
P/S	8.97	7.79	6.24	5.19	管理费用率%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
EV/EBITDA	29.56	21.17	16.36	12.98	EBIT	1366	1493	1900	2336
股息率%	1.2%	1.3%	1.6%	2.0%	财务费用	-54	-67	-79	-95
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-1.3%	-1.4%	-1.4%	-1.4%
毛利率	79.6%	80.2%	80.4%	80.6%	资产减值损失	-4	0	0	0
净利润率	25.9%	25.1%	25.5%	26.0%	投资收益	1	0	0	0
净资产收益率	25.3%	24.1%	25.9%	26.7%	营业利润	1421	1560	1980	2431
资产回报率	18.0%	17.4%	18.5%	19.1%	营业外收支	-22	0	0	0
投资回报率	24.6%	23.0%	24.8%	25.6%	利润总额	1400	1560	1980	2431
盈利增长 (%)					EBITDA	1412	1545	1957	2397
营业收入增长率	18.6%	15.1%	24.8%	20.2%	所得税	351	391	496	609
EBIT 增长率	18.5%	9.3%	27.3%	22.9%	有效所得税率%	25.1%	25.1%	25.1%	25.1%
净利润增长率	17.4%	11.5%	26.9%	22.8%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1049	1169	1483	1822
资产负债率	28.8%	27.8%	28.6%	28.4%					
流动比率	2.89	2.99	2.94	2.99	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	2.01	2.12	2.06	2.11	货币资金	3077	3605	4313	5226
现金比率	1.87	1.97	1.91	1.96	应收账款及应收票据	45	51	64	77
经营效率指标					存货	1417	1582	1964	2333
应收账款周转天数	0.02	0.02	0.02	0.02	其它流动资产	204	234	292	350
存货周转天数	627.14	627.14	627.14	627.14	流动资产合计	4743	5473	6632	7987
总资产周转率	0.69	0.69	0.72	0.73	长期股权投资	31	31	31	31
固定资产周转率	7.83	8.66	10.10	11.17	固定资产	517	539	576	626
					在建工程	246	387	508	611
					无形资产	211	204	196	189
					非流动资产合计	1091	1246	1397	1543
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	5834	6719	8029	9530
净利润	1049	1169	1483	1822	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	442	494	613	728
非现金支出	51	52	56	61	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	12	0	0	0	其它流动负债	1201	1336	1641	1938
营运资金变动	-711	-15	-28	-29	流动负债合计	1644	1831	2255	2667
经营活动现金流	401	1206	1512	1854	长期借款	0	0	0	0
资产	-243	-207	-207	-207	其它长期负债	38	38	38	38
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	38	38	38	38
其他	0	0	0	0	负债总计	1682	1869	2293	2705
投资活动现金流	-243	-207	-207	-207	实收资本	325	325	325	325
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	4152	4850	5736	6824
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-423	-471	-597	-734	负债和所有者权益合计	5834	6719	8029	9530
融资活动现金流	-423	-471	-597	-734					
现金净流量	-266	528	707	913					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 05 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

颜慧菁 食品饮料行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 天润乳业,贵州茅台,洋河股份,山西汾酒,盐津铺子,千禾味业,味知香,千味央厨,东鹏饮料,佳禾食品,紫燕食品,光明乳业,妙可蓝多,农夫山泉,周黑鸭,李子园,汤臣倍健,安琪酵母,中炬高新,伊利股份,酒鬼酒,康师傅控股,中国旺旺,新乳业,立高食品,海天味业,百润股份,今世缘,水井坊,承德露露

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 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 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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客户。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。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。