

疫情冲击核心品暂时承压，静待场景渐次复苏

核心观点

- 公司近期发布 2022 年年报、2023 年一季报，22 年实现营业收入 40.5 亿元（yoy+18.6%）；实现归母净利润 10.5 亿元（yoy+17.4%）。23Q1 实现营业收入 9.6 亿元（yoy-42.9%）；实现归母净利润 3.0 亿元（yoy-42.4%）。
- **疫情导致核心品暂时承压，公司加速非核心地区招商。**分产品，22 年公司内参、酒鬼、湘泉分别实现收入 11.6 亿元（yoy+11.9%）、22.7 亿元（yoy+18.6%）、2.2 亿元（yoy+25.7%）。内参实现销量 1147 吨（yoy+15.2%），吨价为 100.9 万元/吨（yoy-2.8%）；酒鬼销量、吨价分别同比+18.1%、+0.4%；湘泉销量、吨价分别同比+22.4%、+2.7%。23Q1 公司营收同比下滑 42.9%，主要因酒鬼、内参系列收入同比下降，预计疫情高峰期导致次高端酒动销暂时承压。22 年末，公司在华北、华东、华南、华中、其他地区经销商数量分别为 201、323、89、580、393 家，相较 22H1 末分别-34、-4、-12、-4、+161 家，预计主要市场加强经销商筛选，其他地区加速招商。截至 23Q1 末，公司合同负债为 3.67 亿元，环比下滑 15.2%。
- **23Q1 毛利率提升，费用率增加，盈利水平略升。**22 年毛利率为 79.6%（yoy-0.3pct），管理/销售费用率分别为 4.3%/25.3%，同比变动-1.0pct/+0.1pct，净利率为 25.9%（yoy-0.3pct）。23Q1 毛利率为 81.5%（yoy+1.8pct），预计因酒鬼占比下降导致产品结构上移；管理/销售/财务费用率分别为 3.6%/26.0%/-5.1%，同比变动+1.9pct/+4.2pct/-4.6pct。23Q1 净利率为 31.1%（yoy+0.3pct）。
- **持续推进渠道建设，静待场景渐次复苏。**公司推进产能建设，生产三区一期预计于 23 年投产，生产三区一期、二期工程完工后共将释放 1.08 万吨产能，为公司拓张提供坚实基础。渠道端，公司持续扩大经销商覆盖面，已实现省级市场全覆盖、市级市场覆盖 72%、省内县级市场覆盖 99%；公司加大经销商开发力度，推进核心终端建设，22 年累计签约核心终端 22348 家，同比增长 13%。当前疫情冲击趋弱，公司作为全国化次高端酒企，有望受益于商宴等消费场景恢复，展现业绩弹性。

盈利预测与投资建议

- 下调 23-24 年收入、毛利率，下调费用率。我们预测公司 23-25 年每股收益分别为 3.81、4.85、5.89 元（原预测 23-24 年为 4.39、5.36 元）。结合部分高端、次高端、区域酒企等可比公司，给予公司 23 年 33 倍 PE，目标价 125.73 元，维持买入评级。

风险提示：消费升级不及预期、内参销售不及预期、食品安全事件风险。

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,414	4,050	4,657	5,740	6,861
同比增长(%)	87.0%	18.6%	15.0%	23.2%	19.5%
营业利润(百万元)	1,194	1,421	1,645	2,096	2,546
同比增长(%)	98.4%	19.1%	15.7%	27.4%	21.5%
归属母公司净利润(百万元)	893	1,049	1,239	1,576	1,915
同比增长(%)	81.7%	17.4%	18.1%	27.3%	21.5%
每股收益(元)	2.75	3.23	3.81	4.85	5.89
毛利率(%)	80.0%	79.6%	79.6%	80.7%	81.4%
净利率(%)	26.2%	25.9%	26.6%	27.5%	27.9%
净资产收益率(%)	28.0%	27.3%	26.0%	26.9%	27.7%
市盈率	38.9	33.1	28.1	22.1	18.2
市净率	9.9	8.4	6.4	5.5	4.7

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）	108.7 元
目标价格	125.73 元
52 周最高价/最低价	187.3/100.18 元
总股本/流通 A 股（万股）	32,493/32,493
A 股市值（百万元）	35,320
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2023 年 05 月 07 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-2.76	-14.75	-24.89	-25.84
相对表现	-2.46	-12.65	-21.88	-26.01
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

三季度盈利稳定增长，库存去化持续推进	2022-11-01
二季度业绩承压，全国化布局继续推进	2022-08-30
一季度增速亮眼，全国化扩张步伐加速	2022-04-30

投资建议

根据 22 年基数，下调 23-24 年收入、毛利率，下调费用率。我们预测公司 23-25 年每股收益分别为 3.81、4.85、5.89 元（原预测 23-24 年为 4.39、5.36 元）。结合部分高端、次高端、区域酒企等可比公司，给予公司 23 年 33 倍 PE，目标价 125.73 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
贵州茅台	600519	1750.00	58.75	68.44	79.23	29.79	25.57	22.09
舍得酒业	600702	176.61	6.41	8.30	10.50	27.57	21.28	16.83
山西汾酒	600809	240.40	8.50	10.71	13.27	28.30	22.45	18.12
古井贡酒	000596	299.25	7.88	9.95	12.61	37.96	30.07	23.74
老白干酒	600559	31.45	0.81	1.11	1.51	39.04	28.32	20.81
顺鑫农业	000860	36.95	0.82	1.12	1.62	45.24	32.86	22.74
水井坊	600779	62.88	2.77	3.34	3.84	22.68	18.82	16.36
调整后平均						33	26	20

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

- **消费升级不及预期风险。**若经济增长放缓、居民消费升级速度低于预期，将对高档产品销售和公司业绩产生负面影响。
- **内参销售不及预期风险。**内参是公司未来业绩增长的核心产品，若市场竞争加剧导致内参销量不及预期将影响公司盈利表现。
- **食品安全事件风险。**若白酒行业发生食品安全事件，则可能对公司产品销售、营业收入以及利润均产生不利影响。

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	3,343	3,077	3,335	4,688	5,451	营业收入	3,414	4,050	4,657	5,740	6,861
应收票据、账款及款项融资	500	224	983	531	821	营业成本	684	825	948	1,110	1,273
预付账款	21	13	15	19	23	营业税金及附加	521	656	713	878	1,050
存货	1,269	1,417	1,628	1,907	2,187	营业费用	860	1,024	1,156	1,419	1,696
其他	8	11	10	12	15	管理费用及研发费用	192	192	232	286	341
流动资产合计	5,141	4,743	5,972	7,157	8,496	财务费用	(33)	(54)	(16)	(20)	(25)
长期股权投资	30	31	31	31	31	资产、信用减值损失	12	5	6	8	6
固定资产	474	517	650	716	753	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	81	246	148	99	74	投资净收益	3	1	5	16	7
无形资产	195	211	205	198	191	其他	13	17	21	20	19
其他	91	87	88	88	87	营业利润	1,194	1,421	1,645	2,096	2,546
非流动资产合计	870	1,091	1,121	1,131	1,137	营业外收入	3	5	5	2	2
资产总计	6,011	5,834	7,093	8,288	9,633	营业外支出	9	27	3	2	2
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	1,189	1,400	1,647	2,096	2,547
应付票据及应付账款	298	442	508	595	683	所得税	295	351	408	520	632
其他	2,161	1,201	1,168	1,317	1,447	净利润	893	1,049	1,239	1,576	1,915
流动负债合计	2,459	1,644	1,676	1,912	2,130	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	893	1,049	1,239	1,576	1,915
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	2.75	3.23	3.81	4.85	5.89
其他	28	38	26	28	28						
非流动负债合计	28	38	26	28	28	主要财务比率					
负债合计	2,487	1,682	1,702	1,940	2,158		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
实收资本(或股本)	325	325	325	325	325	营业收入	87.0%	18.6%	15.0%	23.2%	19.5%
资本公积	1,161	1,161	1,161	1,161	1,161	营业利润	98.4%	19.1%	15.7%	27.4%	21.5%
留存收益	2,038	2,666	3,905	4,862	5,989	归属于母公司净利润	81.7%	17.4%	18.1%	27.3%	21.5%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	3,524	4,152	5,391	6,348	7,475	毛利率	80.0%	79.6%	79.6%	80.7%	81.4%
负债和股东权益总计	6,011	5,834	7,093	8,288	9,633	净利率	26.2%	25.9%	26.6%	27.5%	27.9%
						ROE	28.0%	27.3%	26.0%	26.9%	27.7%
						ROIC	27.4%	26.7%	25.7%	26.6%	27.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	41.4%	28.8%	24.0%	23.4%	22.4%
净利润	893	1,049	1,239	1,576	1,915	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	23	22	34	40	44	流动比率	2.09	2.89	3.56	3.74	3.99
财务费用	(33)	(54)	(16)	(20)	(25)	速动比率	1.57	2.02	2.59	2.75	2.96
投资损失	(3)	(1)	(5)	(16)	(7)	营运能力					
营运资金变动	629	(670)	(939)	403	(359)	应收账款周转率	1,979.6	22,858.0	16,992.0	17,538.9	17,298.7
其它	55	55	(26)	2	0	存货周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
经营活动现金流	1,565	401	287	1,986	1,569	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
资本支出	(146)	(240)	(50)	(50)	(50)	每股指标(元)					
长期投资	14	1	0	0	0	每股收益	2.75	3.23	3.81	4.85	5.89
其他	(8)	(5)	7	16	7	每股经营现金流	4.82	1.23	0.88	6.11	4.83
投资活动现金流	(140)	(243)	(43)	(34)	(43)	每股净资产	10.85	12.78	16.59	19.54	23.01
债权融资	2	0	(2)	0	0	估值比率					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	38.9	33.1	28.1	22.1	18.2
其他	(236)	(424)	16	(599)	(763)	市净率	9.9	8.4	6.4	5.5	4.7
筹资活动现金流	(235)	(423)	14	(599)	(763)	EV/EBITDA	26.5	22.6	18.9	14.8	12.2
汇率变动影响	0	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	27.0	23.0	19.3	15.1	12.5
现金净增加额	1,190	(266)	258	1,353	763						

资料来源：东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管、私募业务合计持有酒鬼酒(000799，买入)股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

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。