

投资评级 优于大市 维持

Q1 收入快速增长，渠道改革释放活力

股票数据

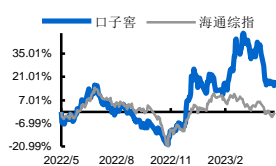
05月04日收盘价(元)	59.19
52周股价波动(元)	39.83-76.23
总股本/流通A股(百万股)	600/600
总市值/流通市值(百万元)	36066/36066

相关研究

《渠道改革持续推进，疫情影响收入承压》
 2022.08.27

《兼香白酒典范，改革驱动成长》2022.02.15

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-13.8	-12.8	5.6
相对涨幅(%)	-14.6	-11.8	9.3

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51.35亿元, 同比+2.1%, 归母净利润15.50亿元, 同比-10.2%, 其中Q4单季公司实现营业总收入13.73亿元, 同比-1.9%, 归母净利润3.49亿元, 同比-39.6%。同时公布2022年利润分配方案, 每10股派发红利15.0元(含税), 分红率为57.8%。

公司发布2023年一季报: 23Q1公司实现营业总收入15.92亿元, 同比+21.3%, 归母净利润5.36亿元, 同比+10.4%。

● **Q1收入快速增长, 省内市场精耕细作。分产品:** 22年高档/中档/低档白酒收入分别同比+1.9%/-5.9%/+6.5%。23Q1公司收入快速增长, 同比+21.3%至15.92亿元, 我们认为或与产品升级换代推动有关; 其中高档/中档/低档白酒收入分别同比+21.8%/+8.4%/-19.9%。23年公司产品全面升级换代, 2月推出兼10、兼20、兼30新品, 我们认为新品推出后渠道利润体系有望进一步优化。**分地区:** 22年省内/省外收入分别同比+2.3%/-0.03%。23Q1省内收入加速增长, 同比+31.5%, 省外市场收入同比-18.3%。23Q1经销商净增长37个至896个, 其中省内/省外分别净增长26/11个。22年公司全面推进营销改革, 启动合肥运营中心, 赋能传统渠道转型与团购渠道建设, 23年将进一步强化渠道扁平化建设, 精耕细作省内渠道, 省外聚焦重点市场。

● **22年毛利率上行, 现金流表现良好。** 22年毛利率同比+0.26pct至74.2%, 其中高档白酒毛利率同比+0.42pct; 23Q1毛利率同比-1.40pct至76.6%, 我们认为或与新品上市赠酒较多有关。合同负债处于历史高位水平, 23Q1环比净减少1.18亿元至4.45亿元(同比+18.1%), 还原合同负债后收入同比+45.7%。现金流表现良好, 22年/23Q1销售回款同比+7.0%/+6.9%至52.17/12.14亿元。

● **期间费用提升, 盈利能力承压。** 22年销售费用率同比+0.92pct至13.6%, 主因公司加强消费者促销投放, 促销及业务费用率同比+1.41pct。受资产处置收益下降拖累(同比-100.0%至-9.06万元)与期间费用率提升(同比+0.55pct), 22年归母净利率同比-4.16pct至30.2%, 扣非归母净利率同比+0.34pct至29.8%。23Q1归母净利率同比-3.35pct至33.7%, 主因: 1) 毛利率下行, 同比-1.40pct, 2) 期间费用率同比+0.93pct至17.9%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-2.28pct/+0.77pct/-0.22pct/+2.66pct, 3) 税金及附加率同比+1.13pct, 4) 公允价值变动收益同比-82.7%。

● **23年发布股权激励计划, 有助于激发员工活力。** 23年公司发布限制性股票激励计划, 拟授予313.42万股限制性股票, 占总股本比例为0.52%, 授予价格为35.16元/股。其中总经理助理詹玉峰获授12.42万股, 占总股本比

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5029	5135	6021	6942	7862
(+/-)YoY(%)	25.4%	2.1%	17.3%	15.3%	13.3%
净利润(百万元)	1727	1550	1827	2152	2498
(+/-)YoY(%)	35.4%	-10.2%	17.9%	17.7%	16.1%
全面摊薄EPS(元)	2.88	2.58	3.05	3.59	4.16
毛利率(%)	73.9%	74.2%	74.8%	75.6%	76.4%
净资产收益率(%)	20.9%	17.4%	18.9%	20.3%	21.5%

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

例为 0.02%，核心管理技术业务人员获授 301 万股，占总股本比例为 0.50%。业绩目标为 23/24/25 年营收较 22 年增长率分别不低于 15%/30%/50% (对应同比增速为 15%/13%/15%)，扣非归母净利 (剔除股权激励费用后) 较 22 年增长率分别不低于 15%/30%/50% (对应同比增速为 15%/13%/15%)，业绩目标二者满足其一即可。我们认为股权激励有助于激发员工活力，强化组织势能。

- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 3.05、3.59、4.16 元/股。参考可比公司估值，我们给予公司 2023 年 20-25xPE，对应合理价值区间为 60.92-76.14 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。

表 1 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
000596	古井贡酒	273.74	1446.99	5.95	7.38	9.18	46.04	37.12	29.82	7.81	6.80	5.89
603198	迎驾贡酒	64.01	512.08	2.13	2.69	3.31	30.03	23.79	19.32	7.39	6.10	5.07
600199	金种子酒	25.06	164.84	-0.28	0.11	0.47	-88.09	221.57	52.89	6.48	6.26	5.66
603369	今世缘	59.80	750.19	2.01	2.48	3.08	29.97	24.10	19.40	6.78	5.55	4.59
002304	洋河股份	149.70	2255.96	6.23	7.54	8.97	24.06	19.86	16.69	4.75	4.17	3.65
	均值			3.21	4.04	5.00	8.40	65.29	27.62	6.64	5.78	4.97

注：收盘价为 2023 年 4 月 28 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	5135	6021	6942	7862
每股收益	2.58	3.05	3.59	4.16	营业成本	1327	1517	1693	1856
每股净资产	14.84	16.13	17.64	19.40	毛利率%	74.2%	74.8%	75.6%	76.4%
每股经营现金流	1.38	2.94	3.58	4.25	营业税金及附加	782	917	1057	1197
每股股利	1.50	1.76	2.07	2.40	营业税金率%	15.2%	15.2%	15.2%	15.2%
价值评估 (倍)					营业费用	700	797	918	1040
P/E	23.27	19.74	16.76	14.44	营业费用率%	13.6%	13.2%	13.2%	13.2%
P/B	4.05	3.73	3.41	3.10	管理费用	268	347	391	422
P/S	7.02	5.99	5.20	4.59	管理费用率%	5.2%	5.8%	5.6%	5.4%
EV/EBITDA	14.68	12.64	10.70	9.15	EBIT	2035	2445	2884	3348
股息率%	2.5%	2.9%	3.4%	4.0%	财务费用	-41	-33	-34	-40
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.8%	-0.6%	-0.5%	-0.5%
毛利率	74.2%	74.8%	75.6%	76.4%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	30.2%	30.4%	31.0%	31.8%	投资收益	23	30	35	39
净资产收益率	17.4%	18.9%	20.3%	21.5%	营业利润	2101	2479	2918	3388
资产回报率	13.4%	14.4%	15.5%	16.3%	营业外收支	2	0	0	0
投资回报率	16.8%	18.6%	20.1%	21.2%	利润总额	2102	2479	2918	3388
盈利增长 (%)					EBITDA	2243	2723	3201	3705
营业收入增长率	2.1%	17.3%	15.3%	13.3%	所得税	552	651	767	890
EBIT 增长率	0.2%	20.2%	17.9%	16.1%	有效所得税率%	26.3%	26.3%	26.3%	26.3%
净利润增长率	-10.2%	17.9%	17.7%	16.1%	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	1550	1827	2152	2498
资产负债率	22.8%	23.6%	23.9%	23.9%					
流动比率	2.75	2.62	2.59	2.63	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	1.02	0.90	0.87	0.91	货币资金	1680	1641	1802	2171
现金比率	0.68	0.58	0.57	0.63	应收账款及应收票据	343	403	464	526
经营效率指标					存货	4211	4813	5372	5890
应收账款周转天数	0.23	0.23	0.23	0.23	其它流动资产	509	514	519	523
存货周转天数	1158	1158	1158	1158	流动资产合计	6743	7370	8157	9111
总资产周转率	0.45	0.48	0.50	0.51	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	2.02	2.00	2.01	2.03	固定资产	2547	3011	3453	3867
					在建工程	1311	1363	1397	1418
					无形资产	516	502	488	475
					非流动资产合计	4792	5294	5756	6178
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	11535	12665	13913	15289
净利润	1550	1827	2152	2498	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	806	921	1028	1127
非现金支出	209	277	317	357	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-2	-30	-35	-39	其它流动负债	1646	1889	2122	2343
营运资金变动	-927	-309	-285	-264	流动负债合计	2452	2810	3150	3470
经营活动现金流	829	1766	2149	2552	长期借款	0	0	0	0
资产	-398	-779	-779	-779	其它长期负债	178	178	178	178
投资	269	0	0	0	非流动负债合计	178	178	178	178
其他	39	30	35	39	负债总计	2630	2988	3328	3648
投资活动现金流	-90	-749	-745	-740	实收资本	600	600	600	600
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	8904	9676	10585	11640
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-899	-1055	-1243	-1443	负债和所有者权益合计	11535	12665	13913	15289
融资活动现金流	-899	-1055	-1243	-1443					
现金净流量	-160	-39	161	369					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 28 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。