

盈利能力大幅提升，多元化大单品矩阵渐成

核心观点

- 公司近期发布 2022 年年报、2023 年一季报，全年实现营收 251.2 亿元（yoy+21.7%）；实现归母净利润 103.7 亿元（yoy+30.3%）。23Q1 实现营业收入 76.1 亿元（yoy+20.6%）；实现归母净利润 37.1 亿元（yoy+29.1%），春节动销良好，业绩稳健增长。
- **多品类量价齐升，持续推进招商。**分产品，22 年公司中高档白酒实现收入 221.33 亿元（yoy+20.3%），其中销量为 3.7 万吨（yoy+16.9%），吨价为 59.6 万元/吨（yoy+2.9%），预计受益于国窖 1573 增长和特曲等新兴增长极形成。22 年其他酒类实现收入 26.3 亿元（yoy+30.5%），其中销量、吨价分别同比增长 6.5%、22.5%，预计其他酒类内部结构升级较快。截至 22 年末，公司在国内、国外的经销商数量分别为 1703、126 家，相较 22H1 末分别增加 177、14 家，国内持续推进招商。截至 23Q1 末，公司合同负债为 17.26 亿元，同比降低 2.1%。
- **毛利率提升，费用率下降，盈利能力提升。**22 年，公司毛利率为 86.6%（yoy+0.9pct）；销售费用率为 13.7%（yoy-3.7pct），主要因本期促销费用投入减少；管理费用率为 4.6%（yoy-0.5pct）。23Q1，公司毛利率为 88.1%（yoy+1.7pct），预计受益于产品结构升级；销售费用率为 9.1%（yoy-1.6pct），管理费用率为 3.3%（yoy-1.1pct），预计公司加强费用管控；营业税金及附加占收入比重为 12.3%（yoy+1.9pct）。综合，22 年销售净利率为 41.4%（yoy+3.0pct），23Q1 净利率为 48.9%（yoy+3.1pct），盈利能力提升。
- **多元化大单品矩阵渐成，将推出股权激励调动积极性。**公司低度国窖在华北地区、华东部分地区凭借优异品质、品牌口碑、高渠道推力持续发力，渐成国窖第二增长曲线。泸州老窖系列，特曲发力腰部；泸州老窖 1952 发力次高端，推动品牌定位上移；黑盖发力高线光瓶酒赛道，逐渐形成多元化大单品矩阵。公司正在推进限制性股票激励计划，有望调动内部员工积极性，加速业绩增长。

盈利预测与投资建议

- 上调 23-24 年收入，下调 23、24 年毛利率和费用率。我们预测公司 23-25 年每股收益分别为 8.84、10.88、13.11 元（原预测 23-24 年为 8.71、10.47 元）。结合可比公司，给予公司 23 年 27 倍市盈率，对应目标价为 238.68 元，维持买入评级。

风险提示：消费升级不及预期、国窖销售不及预期、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)	20,642	25,124	31,119	37,650	44,828
同比增长(%)	24.0%	21.7%	23.9%	21.0%	19.1%
营业利润(百万元)	10,590	13,847	17,347	21,343	25,725
同比增长(%)	33.1%	30.7%	25.3%	23.0%	20.5%
归属母公司净利润(百万元)	7,956	10,365	13,009	16,009	19,304
同比增长(%)	32.5%	30.3%	25.5%	23.1%	20.6%
每股收益(元)	5.40	7.04	8.84	10.88	13.11
毛利率(%)	85.7%	86.6%	87.4%	88.1%	88.7%
净利率(%)	38.5%	41.3%	41.8%	42.5%	43.1%
净资产收益率(%)	31.1%	33.3%	31.7%	30.9%	31.7%
市盈率	41.4	31.8	25.3	20.6	17.1
市净率	11.7	9.6	6.9	5.9	5.0

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）	223.79 元
目标价格	238.68 元
52 周最高价/最低价	265.98/155.18 元
总股本/流通 A 股（万股）	147,199/146,450
A 股市值（百万元）	329,416
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	-1.08	-13.67	-4.89	8.17
相对表现	-0.78	-11.57	-1.88	8
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

低度国窖势头良好，次高端产品形成有效补充	2022-10-28
二季度业绩亮眼，股权激励提升经营动力	2022-08-28
一季度维持高增长，看好公司长期价值	2022-04-29

投资建议

考虑到疫情后白酒消费场景逐渐恢复，上调 23-24 年收入；根据 22 年基数，下调 23、24 年毛利率和费用率。我们预测公司 23-25 年每股收益分别为 8.84、10.88、13.11 元（原预测 23-24 年为 8.71、10.47 元）。结合可比公司，给予公司 23 年 27 倍市盈率，对应目标价为 238.68 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
五粮液	000858	173.71	8.02	9.25	10.54	21.67	18.78	16.48
水井坊	600779	62.88	2.77	3.34	3.84	22.68	18.82	16.36
山西汾酒	600809	240.40	8.50	10.71	13.27	28.30	22.45	18.12
酒鬼酒	000799	108.70	3.87	4.82	5.68	28.08	22.57	19.14
舍得酒业	600702	176.61	6.41	8.30	10.50	27.57	21.28	16.83
调整后平均						27	21	18

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。
- **国窖销售不及预期风险。**国窖1573 是公司未来业绩增长的核心产品，在高端白酒领域面临茅台和五粮液等产品的竞争，若市场竞争加剧导致国窖1573 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	13,513	17,758	29,144	34,968	43,209	营业收入	20,642	25,124	31,119	37,650	44,828
应收票据、账款及款项融资	4,759	4,589	6,290	7,725	8,815	营业成本	2,952	3,370	3,928	4,483	5,046
预付账款	178	114	311	377	448	营业税金及附加	2,865	3,524	4,365	5,281	6,288
存货	7,278	9,841	11,473	13,093	14,737	营业费用	3,599	3,449	4,155	5,027	5,985
其他	847	1,250	1,255	1,262	1,268	管理费用及研发费用	1,194	1,369	1,695	2,051	2,442
流动资产合计	26,575	33,552	48,473	57,424	68,477	财务费用	(217)	(286)	(154)	(326)	(467)
长期股权投资	2,627	2,668	2,668	2,668	2,668	资产、信用减值损失	(81)	1	(1)	0	0
固定资产	8,088	8,853	8,926	9,057	9,108	公允价值变动收益	6	(12)	(2)	(3)	(5)
在建工程	1,260	809	450	530	471	投资净收益	202	105	169	159	144
无形资产	2,606	3,083	3,030	2,977	2,924	其他	52	56	49	53	53
其他	2,055	2,421	2,370	2,522	2,424	营业利润	10,590	13,847	17,347	21,343	25,725
非流动资产合计	16,636	17,834	17,443	17,754	17,594	营业外收入	27	28	29	28	28
资产总计	43,212	51,385	65,916	75,178	86,071	营业外支出	67	20	47	44	37
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	10,551	13,855	17,330	21,326	25,716
应付票据及应付账款	2,420	2,312	2,695	3,076	3,462	所得税	2,614	3,444	4,308	5,302	6,393
其他	8,527	8,340	9,000	9,635	10,384	净利润	7,937	10,411	13,022	16,025	19,323
流动负债合计	10,947	10,652	11,695	12,711	13,846	少数股东损益	(18)	45	13	16	19
长期借款	0	3,180	3,180	3,180	3,180	归属于母公司净利润	7,956	10,365	13,009	16,009	19,304
应付债券	3,991	2,996	2,996	2,996	2,996	每股收益(元)	5.40	7.04	8.84	10.88	13.11
其他	137	229	158	171	186						
非流动负债合计	4,128	6,405	6,334	6,346	6,362	主要财务比率					
负债合计	15,075	17,057	18,029	19,057	20,208		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	97	121	134	150	169	成长能力					
实收资本(或股本)	1,465	1,472	1,472	1,472	1,472	营业收入	24.0%	21.7%	23.9%	21.0%	19.1%
资本公积	3,755	4,161	4,800	4,800	4,800	营业利润	33.1%	30.7%	25.3%	23.0%	20.5%
留存收益	22,653	28,244	41,253	49,456	59,155	归属于母公司净利润	32.5%	30.3%	25.5%	23.1%	20.6%
其他	168	331	228	242	267	获利能力					
股东权益合计	28,137	34,329	47,887	56,120	65,864	毛利率	85.7%	86.6%	87.4%	88.1%	88.7%
负债和股东权益总计	43,212	51,385	65,916	75,178	86,071	净利率	38.5%	41.3%	41.8%	42.5%	43.1%
						ROE	31.1%	33.3%	31.7%	30.9%	31.7%
						ROIC	26.3%	28.0%	27.3%	27.1%	28.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	34.9%	33.2%	27.4%	25.3%	23.5%
净利润	7,937	10,411	13,022	16,025	19,323	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	544	461	432	452	473	流动比率	2.43	3.15	4.14	4.52	4.95
财务费用	(217)	(286)	(154)	(326)	(467)	速动比率	1.76	2.23	3.16	3.49	3.88
投资损失	(202)	(105)	(169)	(159)	(144)	营运能力					
营运资金变动	(907)	(2,672)	(2,478)	(2,109)	(1,678)	应收账款周转率	13,164.3	6,639.7	4,680.9	4,631.7	4,598.1
其它	543	454	(162)	(123)	143	存货周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
经营活动现金流	7,699	8,263	10,491	13,760	17,651	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
资本支出	(877)	(1,171)	(90)	(611)	(411)	每股指标(元)					
长期投资	(149)	(80)	39	0	0	每股收益	5.40	7.04	8.84	10.88	13.11
其他	(1,651)	(622)	168	156	139	每股经营现金流	5.26	5.61	7.13	9.35	11.99
投资活动现金流	(2,678)	(1,874)	117	(455)	(272)	每股净资产	19.05	23.24	32.44	38.02	44.63
债权融资	17	2,197	(14)	(1)	1	估值比率					
股权融资	33	413	639	0	0	市盈率	41.4	31.8	25.3	20.6	17.1
其他	(3,232)	(4,688)	154	(7,479)	(9,139)	市净率	11.7	9.6	6.9	5.9	5.0
筹资活动现金流	(3,183)	(2,078)	778	(7,480)	(9,138)	EV/EBITDA	28.9	22.5	17.9	14.7	12.3
汇率变动影响	(4)	16	-0	-0	-0	EV/EBIT	30.4	23.3	18.4	15.0	12.5
现金净增加额	1,834	4,326	11,386	5,825	8,241						

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。