

业绩短期承压，关注后续弹性

核心观点

- 公司发布 22 年年报及 23 年一季报，22 年营收 46.73 亿元(yoy+0.9%)，归母净利润 12.16 亿元(yoy+1.4%)；23Q1 营收 8.53 亿元(yoy-39.7%)，归母净利润约 1.59 亿元(yoy-56.0%)，同比下滑，业绩短期承压。
- **渠道库存去化营收承压，天号陈贡献增量。**22 年白酒收入 46.28 亿元(yoy+0.1%)，销量和吨价变动-2.3%/2.5%，量减价升。分产品，22 年高档酒收入 45.03 亿元(yoy-0.4%)，量价分别变动-3.0%和+2.7%，高档酒占比小幅下滑 0.5pct 至 97.3%；22 年中档酒收入 1.25 亿元(yoy+22.1%)，贡献一定增量。拆分季节来看，22Q4 和 23Q1 公司白酒收入分别同比下滑 25.4%和 39.5%，预计主要因为公司主动推动渠道库存去化，导致次高端核心产品营收承压。23Q1 中档酒收入 0.46 亿元，同比增长 10.8%，预计新品天号陈推出贡献一定增量。23Q1 末合同负债余额 9.98 亿元，同比提升 18.9%，有望支撑公司后续业绩回升。
- **边际盈利能力承压，关注后续改善弹性。**22 年公司毛利率 84.49%(yoy-0.02pct)，其中高档酒毛利率 85.16%(yoy+0.09pct)，整体保持稳定；销售费用率和管理费用率分别为 27.37%和 7.60%，同比增加 0.88pct 和 1.02pct，费用率有所提升；但受益于实际税率同比降低 1.21pct，公司销售净利率提升 0.13pct 至 26.02%。23Q1，公司毛利率 83.17%(yoy-1.75pct)，销售费用率 31.91%(yoy+2.91pct)，管理费用率 10.18%(yoy+3.69pct)；综合，23Q1 销售净利率 18.69%(yoy-6.94pct)；盈利能力承压明显，关注后续改善弹性。
- **次高端酒有望逐步复苏，渠道去化公司轻装上阵。**23 年以来白酒复苏呈现结构分化的趋势，高端酒与中低档酒表现良好，但次高端酒暂时承压；展望未来，我们认为白酒行业有望逐步转向全面复苏，主要受益于政策对宏观经济的支持，以及居民消费信心的恢复等。公司管理层调整后，预计在产品策略方面将在巩固臻酿八号的基础上，强化新井台的渠道推广，并继续培育典藏以推动产品结构的高端化。在渠道库存逐步去化后，公司轻装上阵，有望推动业绩重回增长区间。

盈利预测与投资建议

- 下调营收和毛利率，预测公司 23-25 年每股收益分别为 2.64、3.11 和 3.53 元（原 23-24 年预测为 2.96 和 3.49 元）。结合可比公司，给予 23 年 27 倍 PE，目标价 71.28 元，维持买入评级。

风险提示：产品价格波动、消费需求不及预期、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)	4,632	4,673	4,994	5,763	6,500
同比增长(%)	54.1%	0.9%	6.9%	15.4%	12.8%
营业利润(百万元)	1,669	1,633	1,744	2,051	2,323
同比增长(%)	73.0%	-2.1%	6.8%	17.6%	13.3%
归属母公司净利润(百万元)	1,199	1,216	1,289	1,516	1,723
同比增长(%)	64.0%	1.4%	6.0%	17.6%	13.7%
每股收益(元)	2.46	2.49	2.64	3.11	3.53
毛利率(%)	84.5%	84.5%	83.9%	84.3%	84.6%
净利率(%)	25.9%	26.0%	25.8%	26.3%	26.5%
净资产收益率(%)	50.3%	39.9%	30.8%	28.3%	27.5%
市盈率	25.6	25.3	23.8	20.2	17.8
市净率	11.7	8.9	6.2	5.3	4.5

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)	62.88 元
目标价格	71.28 元
52 周最高价/最低价	92.76/54.55 元
总股本/流通 A 股(万股)	48,836/48,836
A 股市值(百万元)	30,708
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	-4.07	-17.55	-21.69	-10.95
相对表现	-3.77	-15.45	-18.68	-11.12
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

疫情冲击动销短期承压，看好公司业绩弹性	2023-01-30
典藏实现高成长，天号陈丰富产品体系	2022-10-31
主销地疫情下动销暂时承压，期待后续复苏性增长	2022-10-13

投资建议

下调营收和毛利率，预测公司 23-25 年每股收益分别为 2.64、3.11 和 3.53 元（原 23-24 年预测为 2.96 和 3.49 元）。结合可比公司，给予 23 年 27 倍 PE，目标价 71.28 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
酒鬼酒	000799	108.70	3.87	4.82	5.68	28.08	22.57	19.14
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
舍得酒业	600702	176.61	6.41	8.30	10.50	27.57	21.28	16.83
今世缘	603369	61.63	2.50	3.12	3.88	24.65	19.78	15.89
山西汾酒	600809	240.40	8.50	10.71	13.27	28.30	22.45	18.12
调整后平均						27	22	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

- **产品价格波动风险。**公司体量较少，属于价格跟随者。公司销售情况较佳也部分源自于高端酒提价带来的性价比提升，如果高端酒提价行情结束，公司可能面临价格天花板及性价比下行风险，可能对公司销售造成不利影响。
- **消费需求不及预期风险。**严控“三公消费”造成了白酒行业一段时期的萎靡，受此影响白酒终端消费的需求逐渐向商务及大众化转变。若消费需求不及预期，可能对公司造成不利影响。
- **食品安全事件风险。**若白酒行业发生食品安全黑天鹅事件，可能对公司营收和利润造成不利影响。

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	1,890	1,912	3,190	4,008	4,893	营业收入	4,632	4,673	4,994	5,763	6,500
应收票据、账款及款项融资	13	3	10	9	9	营业成本	717	725	802	902	1,001
预付账款	77	16	17	20	23	营业税金及附加	736	735	786	907	1,023
存货	2,197	2,443	2,704	3,042	3,374	营业费用	1,227	1,279	1,300	1,500	1,691
其他	10	36	12	16	14	管理费用及研发费用	325	392	418	482	543
流动资产合计	4,187	4,410	5,933	7,095	8,313	财务费用	(37)	(33)	(25)	(36)	(44)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	5	13	11	11	11
固定资产	501	483	1,382	1,864	2,136	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	705	1,620	823	424	224	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	120	130	117	104	91	其他	11	72	41	54	49
其他	379	404	392	390	384	营业利润	1,669	1,633	1,744	2,051	2,323
非流动资产合计	1,704	2,637	2,714	2,782	2,836	营业外收入	3	2	2	2	2
资产总计	5,891	7,047	8,647	9,877	11,149	营业外支出	36	3	16	18	13
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	1,636	1,632	1,730	2,035	2,313
应付票据及应付账款	1,015	1,166	1,290	1,452	1,610	所得税	437	416	441	518	589
其他	2,218	2,395	2,412	2,608	2,756	净利润	1,199	1,216	1,289	1,516	1,723
流动负债合计	3,233	3,561	3,703	4,059	4,367	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	1,199	1,216	1,289	1,516	1,723
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	2.46	2.49	2.64	3.11	3.53
其他	26	28	24	26	25						
非流动负债合计	26	28	24	26	25	主要财务比率					
负债合计	3,259	3,589	3,727	4,086	4,392		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	488	488	488	488	488	营业收入	54.1%	0.9%	6.9%	15.4%	12.8%
资本公积	270	246	419	419	419	营业利润	73.0%	-2.1%	6.8%	17.6%	13.3%
留存收益	1,873	2,724	4,013	4,885	5,850	归属于母公司净利润	64.0%	1.4%	6.0%	17.6%	13.7%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	2,632	3,458	4,920	5,792	6,757	毛利率	84.5%	84.5%	83.9%	84.3%	84.6%
负债和股东权益总计	5,891	7,047	8,647	9,877	11,149	净利率	25.9%	26.0%	25.8%	26.3%	26.5%
						ROE	50.3%	39.9%	30.8%	28.3%	27.5%
						ROIC	50.1%	39.1%	30.5%	28.0%	27.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1,199	1,216	1,289	1,516	1,723	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	73	85	42	60	69	流动比率	1.30	1.24	1.60	1.75	1.90
财务费用	(37)	(33)	(25)	(36)	(44)	速动比率	0.61	0.55	0.87	1.00	1.13
投资损失	0	0	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	523	69	(59)	(9)	(15)	应收账款周转率	987.0	855.5	1,394.2	1,445.6	1,430.3
其它	(129)	(24)	3	(1)	1	存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
经营活动现金流	1,629	1,314	1,250	1,530	1,735	总资产周转率	0.9	0.7	0.6	0.6	0.6
资本支出	(491)	(987)	(125)	(125)	(125)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	(0)	0	0	每股收益	2.46	2.49	2.64	3.11	3.53
其他	(48)	34	(1)	1	(0)	每股经营现金流	3.34	2.69	2.56	3.13	3.55
投资活动现金流	(538)	(953)	(126)	(124)	(125)	每股净资产	5.39	7.08	10.07	11.86	13.84
债权融资	143	86	(43)	21	(11)	估值比率					
股权融资	(117)	(24)	172	0	0	市盈率	25.6	25.3	23.8	20.2	17.8
其他	(556)	(402)	25	(609)	(714)	市净率	11.7	8.9	6.2	5.3	4.5
筹资活动现金流	(531)	(339)	155	(588)	(725)	EV/EBITDA	17.1	17.3	16.5	14.0	12.4
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	17.9	18.2	17.0	14.5	12.8
现金净增加额	560	21	1,278	818	885						

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。