

投资评级:增持(首次)

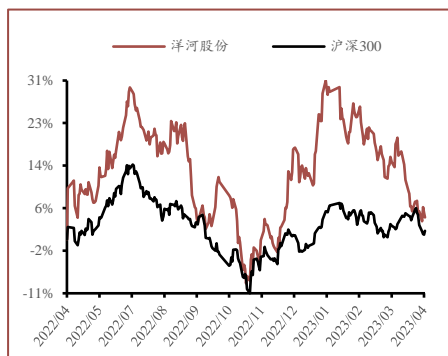
核心观点

基本数据

2023-04-27

收盘价(元)	148.29
流通股本(亿股)	15.01
每股净资产(元)	35.35
总股本(亿股)	15.07

最近 12 月市场表现



分析师 孙瑜

SAC 证书编号: S0160523010003
sunyu02@ctsec.com

相关报告

- 《单季度增速回正，梦 6+ 拓展曙光已现》 2020-10-23
- 《理性看待增速放缓，品牌仍然是最强护城河》 2019-09-02
- 《业绩符合预期，全年稳定增长》 2018-10-28

❖ **事件：**公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报，22 年公司实现营收 301.1 亿元，同比增长 18.8%；实现归母净利润 93.8 亿元，同比增长 24.9%。23Q1 实现营收、归母净利 150.5、57.7 亿元，分别同比增长 15.5%、15.7%。

❖ **22 年产品升级推动省外持续修复。**1) 22Q4 公司实现营收、归母净利润 36.22、3.06 亿元，分别同比增长 6.3%、3.7%，公司主业稳健增长，全年营收顺利突破 300 亿元。产品端：22 年公司中高档酒/普通酒分别实现收入 262.3/32.7 亿元，同比增长 21.9%/5.0%，中高档酒占比提升 1.6pct 至 88.9%。22 年公司白酒销量同比增长 6.2%至 19.5 万吨，吨价大幅提升 13.1%至 15.1 万元/吨。蓝色系列升级后势能强劲，大单品战略助力公司价格体系理顺。海之蓝升级完成，省外销售认可度修复，带动蓝色系列销售占比持续提升。市场端：2022 年省外收入占比持续提升，22 年省内/省外分别实现收入 133.2/161.8 亿元，同比增长 15.3%/23.7%，省外市场占比提升 1.4pct 至 54.8%。公司优化经销商结构和深入全国化布局，对经销商体系作进一步调整。经销商数量略增 96 家至 8238 家。2) 盈利端：公司 22 年实现扣非净利润 92.8 亿元 (25.8%)。22 年公司非经常性损益持续下滑，公允价值变动-3.9 亿元 (其中中银国际证券-2.3 亿元、民生信托-2.5 亿元)。22 年受疫情扰动公司差旅费等相关费用大幅下滑，费用率稳中有降推动公司盈利能力提升。

❖ **23Q1 盈利能力稳健高质量开局。**1) 23Q1 公司实现营收 150 亿元，同比增长 15.51%，考虑 22Q1 高基数及库存压力，业绩实际完成度较高，回款进度良好。公司一月份底开展“大干 60 天”专项行动推动 Q1 顺利开局。2) 利润端：23Q1 公司毛利率为 76.6%(-0.7pct)，主要系春节动销重量及产品结构调整所致。23Q1 税金占比、销售费用率、管理费用率分别为 15.7%、7.4%、3.7%，同比-1.11pct、0.82pct、-0.31pct。净利率同比小幅提升 0.11pct 至 38.4%。23Q1 公司销售回款达 103.2 亿元，同比增长 28.9%，合同负债期末余额比期初下降 49.24%，主要系确认收入后正常下降。

❖ **改革红利持续释放，全年业绩确定性强。**短期来看，公司业绩确定性较强。随着宴席市场修复回补，公司开展“大干 60 天”、“决胜上半年”等专项行动，我们预计未来季度增速或有亮眼表现。长期来看，公司渠道改革红利持续释放。公司产品矩阵持续优化，凭借全国化品牌及渠道优化，梦 6+ 等产品将充分受益全国次高端扩容趋势。

❖ **投资建议：**随着全国化战略持续推进，公司改革势能有望持续释放。我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 356.4/419.4/479.1 亿元，归母净利润 113.6/135.7/157.5 亿元，对应 PE 为 20.1/16.8/14.5 倍，首次覆盖，予以“增持”评级。

❖ **风险提示：**宏观经济修复不及预期风险；次高端市场扩容不及预期风险；消费场景修复不及预期风险。

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	25350	30105	35637	41943	47914
收入增长率(%)	20.14	18.76	18.38	17.70	14.24
归母净利润(百万元)	7508	9378	11361	13570	15754
净利润增长率(%)	0.34	24.91	21.15	19.45	16.09
EPS(元/股)	5.01	6.23	7.54	9.00	10.45
PE	32.85	25.78	20.05	16.78	14.46
ROE(%)	17.67	19.75	21.48	22.43	22.71
PB	5.84	5.09	4.31	3.77	3.28

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	25350.18	30104.90	35636.72	41943.31	47914.40	成长性					
减:营业成本	6255.40	7645.53	8229.82	9655.93	10746.90	营业收入增长率	20.1%	18.8%	18.4%	17.7%	14.2%
营业税费	4147.98	4388.31	5831.14	6846.43	7821.09	营业利润增长率	0.9%	25.2%	20.6%	19.6%	16.1%
销售费用	3544.36	4179.14	4863.85	5637.97	6353.16	净利润增长率	0.3%	24.9%	21.1%	19.4%	16.1%
管理费用	1830.08	1935.67	2699.29	3054.92	3439.49	EBITDA 增长率	25.3%	23.1%	16.2%	18.0%	16.4%
研发费用	258.46	253.57	367.59	488.41	485.25	EBIT 增长率	28.3%	25.0%	17.1%	19.0%	17.2%
财务费用	-399.15	-636.47	-609.27	-686.30	-836.69	NOPLAT 增长率	27.9%	24.3%	17.6%	18.9%	17.1%
资产减值损失	-7.18	-2.33	-2.33	-2.33	-2.33	投资资本增长率	10.5%	11.9%	11.4%	14.4%	14.7%
加:公允价值变动收益	-721.21	-318.33	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	10.4%	11.9%	11.4%	14.4%	14.7%
投资和汇兑收益	900.61	425.87	712.73	974.10	916.29	利润率					
营业利润	9988.93	12509.21	15087.41	18045.14	20956.37	毛利率	75.3%	74.6%	76.9%	77.0%	77.6%
加:营业外净收支	-42.50	-5.92	-21.57	-23.33	-16.94	营业利润率	39.4%	41.6%	42.3%	43.0%	43.7%
利润总额	9946.43	12503.28	15065.84	18021.81	20939.43	净利率	29.6%	31.2%	31.9%	32.4%	32.9%
减:所得税	2433.61	3113.89	3696.56	4439.84	5170.40	EBITDA/营业收入	40.1%	41.6%	40.8%	40.9%	41.7%
净利润	7507.68	9377.83	11360.81	13569.93	15753.98	EBIT/营业收入	37.1%	39.1%	38.6%	39.1%	40.1%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	20955.83	24375.45	27456.65	33472.25	41385.44	固定资产周转天数	90	70	56	43	33
交易性金融资产	10953.89	7998.15	7998.15	7998.15	7998.15	流动营业资本周转天数	59	87	107	110	109
应收账款	1.25	45.14	-13.59	49.33	2.44	流动资产周转天数	717	625	595	596	606
应收票据	663.85	526.00	1258.55	698.63	1477.68	应收帐款周转天数	0	0	0	0	0
预付帐款	9.41	11.02	12.47	14.36	15.92	存货周转天数	911	813	837	863	888
存货	16803.09	17729.26	20554.92	25709.07	27327.47	总资产周转天数	864	812	715	674	666
其他流动资产	143.01	129.69	141.36	167.67	167.67	投资资本周转天数	612	577	543	527	529
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	17.7%	19.8%	21.5%	22.4%	22.7%
长期股权投资	32.74	32.98	33.22	33.45	33.69	ROA	11.1%	13.8%	15.4%	16.2%	16.8%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	16.7%	18.6%	19.6%	20.4%	20.8%
固定资产	6276.47	5794.77	5457.54	4927.67	4301.49	费用率					
在建工程	525.50	757.15	378.57	189.29	94.64	销售费用率	14.0%	13.9%	13.6%	13.4%	13.3%
无形资产	1679.60	1714.38	1703.46	1700.11	1706.95	管理费用率	7.2%	6.4%	7.6%	7.3%	7.2%
其他非流动资产	186.14	183.85	202.23	222.46	244.70	财务费用率	-1.6%	-2.1%	-1.7%	-1.6%	-1.7%
资产总额	67798.70	67964.25	73643.94	83517.11	93817.67	三费/营业收入	19.6%	18.2%	19.5%	19.1%	18.7%
短期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	偿债能力					
应付帐款	1444.18	1376.21	1938.01	1881.27	2299.78	资产负债率	37.3%	30.1%	28.1%	27.5%	26.0%
应付票据	30.00	0.00	23.92	13.50	24.85	负债权益比	59.6%	43.0%	39.1%	37.9%	35.1%
其他流动负债	2039.26	1312.25	1312.25	1312.25	1312.25	流动比率	2.01	2.58	2.88	3.05	3.33
长期借款	0.04	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.33	1.69	1.85	1.90	2.18
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	15586.11	16942.13	123536.19	147036.57	172325.29
负债总额	25317.39	20439.80	20690.86	22958.88	24363.76	分红指标					
少数股东权益	-4.90	49.50	57.96	70.00	85.05	DPS(元)	3.00	3.74	2.00	2.91	2.88
股本	1506.99	1506.99	1506.99	1506.99	1506.99	分红比率					
留存收益	40259.11	45117.61	50537.77	58130.88	67011.52	股息收益率	1.8%	2.3%	1.3%	1.9%	1.9%
股东权益	42481.31	47524.45	52953.08	60558.23	69453.91	业绩和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	5.01	6.23	7.54	9.00	10.45
净利润	7507.68	9377.83	11360.81	13569.93	15753.98	BVPS(元)	28.19	31.50	35.10	40.14	46.03
加:折旧和摊销	759.25	752.92	772.57	776.45	778.46	PE(X)	32.9	25.8	20.0	16.8	14.5
资产减值准备	-5.45	3.08	3.08	3.08	3.08	PB(X)	5.8	5.1	4.3	3.8	3.3
公允价值变动损失	721.21	318.33	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	3.80	1.03	0.11	0.11	0.11	P/S	9.8	8.0	6.4	5.4	4.8
投资收益	-900.61	-425.87	-712.73	-974.10	-916.29	EV/EBITDA	22.4	17.4	13.8	11.3	9.3
少数股东损益	5.13	11.57	8.46	12.04	15.05	CAGR(%)					
营运资金的变动	7833.45	-6203.61	-3250.06	-2159.86	-1655.76	PEG	96.6	1.0	0.9	0.9	0.9
经营活动产生现金流量	15318.17	3647.62	8431.94	11136.28	13995.99	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	1836.66	4016.50	603.01	852.68	788.71	REP					
融资活动产生现金流量	-3547.82	-4491.78	-5953.74	-5973.37	-6871.50						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。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邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均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。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。