

**投资评级 优于大市 维持**

## 强爽势能强劲，盈利表现亮眼

### 股票数据

05月05日收盘价(元)	42.70
52周股价波动(元)	21.10-44.96
总股本/流通A股(百万股)	1050/717
总市值/流通市值(百万元)	44842/30628

### 相关研究

《预调酒绝对龙头，产品渠道持续升级》  
 2022.07.06

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	0.7	4.4	14.2
相对涨幅(%)	2.8	7.1	17.2

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。** 2022年公司实现营业总收入25.93亿元，同比-0.04%，归母净利润5.21亿元，同比-21.7%。其中Q4单季公司实现营业总收入9.48亿元，同比+39.5%，归母净利润2.16亿元，同比+110.1%。

公司发布2023年一季度报: 23Q1公司实现营业总收入7.60亿元，同比+41.1%，归母净利润1.88亿元，同比+104.7%。

- **业绩持续修复，强爽表现亮眼。分产品:** 22年疫情影响公司业绩承压，预调鸡尾酒(含气泡水)收入同比-1.2%，22Q4起收入持续修复，22Q4/23Q1公司营收分别同比+39.5%/+41.1%。公司强化线上品牌营销与线下场景化推广，着力提升大单品渠道渗透与终端覆盖率，其中强爽系列采取话题、联名营销与热播剧植入等方式，销量实现强劲增长。22年食用香精业务收入同比+2.3%。**分地区:** 华北/华南地区收入增长稳健，22年同比+26.6%/9.6%，华东/华西地区收入同比-10.3%/-9.2%，我们认为或与疫情影响有关。**分渠道:** 22年线下/数字零售/即饮渠道收入分别同比+6.6%/-16.8%/-33.1%。公司持续推进市场开拓与渠道下沉，22年经销商净增长305个至2193个(华北/华东/华南/华西分别净增长146/34/84/41个)。
- **毛利率逐季改善，现金流高速增长。** 22年毛利率同比-1.65pct至63.8%，我们认为或与原材料成本承压、疫情下资产折旧摊销率较高有关(22年总折旧摊销率同比+2.08pct)。目前毛利率持续改善，22Q4/23Q1毛利率分别同比+4.67pct/+2.94pct。23Q1销售回款/经营性净现金流分别同比+40.5%/+773.5%至9.31/0.62亿元，合同负债维持高位，23Q1净增长0.04亿元至2.22亿元(同比+401.9%)。
- **归母净利率显著提升，投资扩产保障长期发展。** 22年归母净利率同比-5.57pct至20.1%，主因: 1) 毛利率下滑(同比-1.65pct)，2) 期间费用率提升(同比+5.00pct)，其中销售费用率同比+2.27pct至24.1%，主因广告/产品费用率同比+1.00pct/+0.81pct，管理/研发/财务费用率分别同比+1.40pct/+0.50pct/+0.83pct至6.7%/3.3%/0.04%。23Q1归母净利率显著提升，同比+7.68pct至24.7%，主要受益于毛利率上行(同比+2.94pct)与期间费用率改善(同比-7.26pct)。公司拟投资6亿元建设天津、广东、上海生产基地扩张项目，有助于保障长期发展。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计2023-25年公司EPS分别为0.76元/股、1.00元/股和1.29元/股，给予公司2023年50-60倍PE，对应合理价值区间为38.14-45.77元，对应PB为8.77-10.53倍，维持“优于大市”评级。
- **风险提示。** 新品推广、渠道扩张不及预期，行业竞争加剧，食品安全问题。

### 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2594	2593	3400	4384	5588
(+/-)YoY(%)	34.7%	0.0%	31.1%	28.9%	27.5%
净利润(百万元)	666	521	801	1048	1358
(+/-)YoY(%)	24.4%	-21.7%	53.7%	30.8%	29.6%
全面摊薄EPS(元)	0.63	0.50	0.76	1.00	1.29
毛利率(%)	65.4%	63.8%	65.3%	65.8%	66.3%
净资产收益率(%)	17.6%	13.8%	17.5%	18.7%	19.5%

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

**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)			PEG (倍)		
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
600600.SH	青岛啤酒	112.15	1529.99	2.73	3.25	3.83	41.23	34.46	29.31	6.00	5.35	4.74	2.25	1.75	1.67
600132.SH	重庆啤酒	102.65	496.80	2.61	3.22	3.84	39.32	31.84	26.70	24.16	16.28	12.14	5.84	1.36	1.39
000729.SZ	燕京啤酒	12.73	358.80	0.13	0.21	0.30	101.85	61.17	42.98	2.67	2.60	2.49	1.56	0.92	1.01
002461.SZ	珠江啤酒	9.28	205.40	0.27	0.32	0.38	34.33	28.58	24.73	2.14	2.04	1.94	-14.01	1.42	1.59
0291.HK	华润啤酒	50.33	1632.66	1.34	1.67	2.03	38.13	30.11	24.80	6.13	5.45	4.77	0.31	1.21	1.16
1876.HK	百威亚太	19.51	2583.13	0.48	0.60	0.70	41.21	32.78	28.33	3.50	3.28	3.08	0.54	1.31	1.81
	均值			1.26	1.55	1.84	49.34	36.49	29.48	7.43	5.83	4.86	-0.59	1.33	1.44

注：收盘价为 2023 年 5 月 5 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
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>2593</b>	<b>3400</b>	<b>4384</b>	<b>5588</b>
每股收益	0.50	0.76	1.00	1.29	营业成本	939	1179	1498	1882
每股净资产	3.58	4.35	5.35	6.64	毛利率%	63.8%	65.3%	65.8%	66.3%
每股经营现金流	0.86	1.06	1.32	1.66	营业税金及附加	162	213	274	350
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	626	749	960	1217
P/E	86.02	55.98	42.79	33.02	营业费用率%	24.1%	22.0%	21.9%	21.8%
P/B	11.91	9.82	7.99	6.43	管理费用	173	217	277	352
P/S	17.29	13.19	10.23	8.02	管理费用率%	6.7%	6.4%	6.3%	6.3%
EV/EBITDA	46.94	36.96	28.32	21.64	EBIT	652	982	1284	1661
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	1	-19	-25	-36
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.0%	-0.6%	-0.6%	-0.6%
毛利率	63.8%	65.3%	65.8%	66.3%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	20.1%	23.6%	23.9%	24.3%	投资收益	0	0	0	0
净资产收益率	13.8%	17.5%	18.7%	19.5%	<b>营业利润</b>	<b>651</b>	<b>1000</b>	<b>1309</b>	<b>1696</b>
资产回报率	8.1%	11.3%	12.3%	13.2%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	10.0%	14.1%	15.5%	16.7%	<b>利润总额</b>	<b>651</b>	<b>1000</b>	<b>1309</b>	<b>1696</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	813	1163	1480	1872
营业收入增长率	0.0%	31.1%	28.9%	27.5%	所得税	130	200	262	339
EBIT 增长率	-20.2%	50.6%	30.8%	29.3%	有效所得税率%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润增长率	-21.7%	53.7%	30.8%	29.6%	少数股东损益	0	-1	-1	-1
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>521</b>	<b>801</b>	<b>1048</b>	<b>1358</b>
资产负债率	41.7%	35.6%	34.0%	32.4%					
流动比率	1.95	2.50	2.71	2.94	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	1.60	2.03	2.23	2.44	货币资金	2532	2861	3922	5330
现金比率	1.50	1.88	2.08	2.29	应收账款及应收票据	127	167	215	274
<b>经营效率指标</b>					存货	535	672	854	1073
应收账款周转天数	17.87	17.87	17.87	17.87	其它流动资产	87	109	136	170
存货周转天数	208.03	208.03	208.03	208.03	流动资产合计	3282	3808	5127	6846
总资产周转率	0.40	0.48	0.52	0.54	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	1.19	1.53	1.92	2.38	固定资产	2172	2224	2286	2348
					在建工程	328	395	437	464
					无形资产	404	396	387	379
					非流动资产合计	3177	3287	3383	3463
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>6458</b>	<b>7095</b>	<b>8509</b>	<b>10309</b>
净利润	521	801	1048	1358	短期借款	444	0	0	0
少数股东损益	0	-1	-1	-1	应付票据及应付账款	487	612	778	977
非现金支出	161	181	195	211	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	24	48	39	39	其它流动负债	754	910	1111	1355
营运资金变动	198	83	109	132	流动负债合计	1685	1522	1889	2332
<b>经营活动现金流</b>	<b>903</b>	<b>1112</b>	<b>1391</b>	<b>1739</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-624	-291	-291	-291	其它长期负债	1007	1007	1007	1007
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	1007	1007	1007	1007
其他	-11	0	0	0	<b>负债总计</b>	<b>2692</b>	<b>2528</b>	<b>2895</b>	<b>3338</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-635</b>	<b>-291</b>	<b>-291</b>	<b>-291</b>	实收资本	1050	1050	1050	1050
债权募资	450	-444	0	0	归属于母公司所有者权益	3764	4565	5613	6971
股权募资	71	0	0	0	少数股东权益	2	2	1	0
其他	-596	-48	-39	-39	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>6458</b>	<b>7095</b>	<b>8509</b>	<b>10309</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-75</b>	<b>-492</b>	<b>-39</b>	<b>-39</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>196</b>	<b>329</b>	<b>1061</b>	<b>1408</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 05 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
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> 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。