

**投资评级 优于大市 维持**

## 收入增长稳健，省外扩张加速

### 股票数据

04月26日收盘价(元)	149.55
52周股价波动(元)	126.20-190.66
总股本/流通A股(百万股)	1507/1501
总市值/流通市值(百万元)	225370/224519

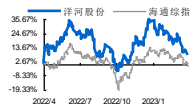
### 相关研究

 《Q3 收入增长稳健，盈利能力显著提升》  
 2022.10.28

 《全国化扩张势头良好，扣非净利率持续提升》  
 2022.08.28

 《渠道改革成效显著，全国化扩张势头良好》  
 2022.04.29

### 市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-8.6	-11.3	-18.3
相对涨幅 (%)	-6.9	-8.8	-13.0

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 301.05 亿元, 同比+18.8%, 归母净利润 93.78 亿元, 同比+24.9%, 其中 Q4 单季公司实现营业总收入 36.22 亿元, 同比+6.3%, 归母净利润 3.06 亿元, 同比+3.7%。同时公布 2022 年利润分配方案, 每 10 股派发现金红利 37.4 元 (含税), 分红率为 60.1%。

公司发布 2023 年一季度报: 23Q1 公司实现营业总收入 150.46 亿元, 同比+15.5%, 归母净利润 57.66 亿元, 同比+15.7%。

- 产品升级提质加速, 全国化扩张持续推进。**分产品: 22 年公司白酒收入同比+20.0% (量+6.2%, 价+13.1%), 其中中高档酒收入同比+21.9%, 我们认为或与公司强化水晶梦消费者培育、M6+ 主体地位稳固, 海之蓝升级后表现良好有关; 普通酒收入同比+5.0%。分地区: 22 年省内/省外酒类收入分别同比+15.3%/+23.7%, 省外收入占比同比+1.74pct 至 54.8%, 全国化扩张持续推进。分渠道: 22 年批发经销/线上直销渠道收入分别同比+19.9%/+7.7%。公司持续深入全国化布局, 优化经销商结构, 22 年经销商净增加 96 个至 8238 个 (省内/省外分别增加 27/69 个)。

- 产品结构、成本上涨致毛利率承压。**22 年/23Q1 毛利率同比-0.72pct/-0.70pct 至 74.6%/76.6%, 我们认为或与成本上涨及海之蓝等产品占比提升有关。22 年白酒吨成本同比+19.8%, 其中吨材料/吨人工/吨燃料动力/吨制造费用成本分别同比+24.2%/+7.7%/+15.7%/+5.7%。22Q4+23Q1 收入/销售回款分别同比+13.6%/-10.7%, 其中 23Q1 销售回款同比+28.9%至 103.17 亿元, 我们预计低基数下 Q2 现金流有望持续改善。22Q4/23Q1 合同负债环比分别+55.69/-67.67 亿元至 137.42/69.75 亿元。

- 期间费用管控良好, 盈利能力持续提升。**22 年归母净利率同比+1.53pct 至 31.2%, 主因: 1) 期间费用率管控良好, 同比-1.61pct 至 19.0%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.10pct/-0.79pct/-0.18pct/-0.54pct, 2) 税金及附加率波动, 同比-1.79pct 至 14.6%。23Q1 期间费用同比+0.09pct 至 10.7%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.81pct/-0.32pct/-0.26pct/-0.15pct 至 7.4%/3.7%/0.4%/0.9%。23Q1 归母净利率同比+0.05pct 至 38.3%。

- 盈利预测与投资建议。**我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 7.63、9.10、10.69 元/股。参考可比公司估值, 给予公司 2023 年 25-30 倍 P/E, 对应合理价值区间为 190.87-229.05 元, 维持“优于大市”评级。

- 风险提示。**产品升级不及预期, 全国化拓展不及预期。

### 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	25350	30105	35489	41588	48521
(+/-)YoY(%)	20.1%	18.8%	17.9%	17.2%	16.7%
净利润 (百万元)	7508	9378	11506	13710	16108
(+/-)YoY(%)	0.3%	24.9%	22.7%	19.2%	17.5%
全面摊薄 EPS(元)	4.98	6.22	7.63	9.10	10.69
毛利率(%)	75.3%	74.6%	75.2%	75.8%	76.3%
净资产收益率(%)	17.7%	19.8%	22.1%	23.8%	25.2%

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)		
				2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
600809	山西汾酒	240.06	2928.65	4.37	6.44	8.35	55.12	37.29	28.74	19.24	13.84	10.08
603369	今世缘	58.53	734.26	1.62	1.98	2.47	36.19	29.51	23.68	7.90	6.55	5.41
000596	古井贡酒	267.78	1415.49	4.45	5.73	7.30	61.60	46.77	36.67	8.56	7.63	6.67
000799	酒鬼酒	111.50	362.30	2.75	3.60	4.60	40.55	30.96	24.25	10.28	8.35	6.61
600779	水井坊	63.69	311.04	2.46	2.59	3.07	25.94	24.62	20.75	11.82	8.98	7.09
600702	舍得酒业	180.00	599.75	3.76	5.09	6.42	48.15	35.64	28.03	12.51	9.49	7.31
603589	口子窖	59.00	354.00	2.88	2.87	3.34	20.50	20.55	17.66	4.29	3.86	3.43
	均值			3.18	4.04	5.08	41.15	32.19	25.68	10.66	8.39	6.66

注：收盘价为 2023 年 4 月 26 日价格，估值为 Wind 一致预期，其中舍得酒业 22 年数据为实际值。

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>30105</b>	<b>35489</b>	<b>41588</b>	<b>48521</b>
每股收益	6.22	7.63	9.10	10.69	营业成本	7646	8795	10063	11498
每股净资产	31.50	34.55	38.18	42.45	毛利率%	74.6%	75.2%	75.8%	76.3%
每股经营现金流	2.42	7.51	8.98	10.58	营业税金及附加	4388	5173	6062	7073
每股股利	3.74	4.59	5.47	6.42	营业税金率%	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	4179	4891	5690	6590
P/E	24.03	19.59	16.44	13.99	营业费用率%	13.9%	13.8%	13.7%	13.6%
P/B	4.75	4.33	3.92	3.52	管理费用	1936	2282	2509	2927
P/S	7.49	6.35	5.42	4.64	管理费用率%	6.4%	6.4%	6.0%	6.0%
EV/EBITDA	17.38	12.39	10.16	8.39	EBIT	11763	15058	17941	21072
股息率%	<b>2.5%</b>	<b>3.1%</b>	<b>3.7%</b>	<b>4.3%</b>	财务费用	-636	-268	-322	-385
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-2.1%	-0.8%	-0.8%	-0.8%
毛利率	74.6%	75.2%	75.8%	76.3%	资产减值损失	-2	0	0	0
净利润率	31.2%	32.4%	33.0%	33.2%	投资收益	426	900	900	900
净资产收益率	19.8%	22.1%	23.8%	25.2%	<b>营业利润</b>	<b>12509</b>	<b>15340</b>	<b>18280</b>	<b>21477</b>
资产回报率	13.8%	15.3%	16.3%	17.1%	营业外收支	-6	0	0	0
投资回报率	18.6%	21.7%	23.4%	24.7%	<b>利润总额</b>	<b>12503</b>	<b>15340</b>	<b>18280</b>	<b>21477</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	12516	15827	18725	21872
营业收入增长率	18.8%	17.9%	17.2%	16.7%	所得税	3114	3820	4552	5349
EBIT 增长率	25.0%	28.0%	19.1%	17.5%	有效所得税率%	24.9%	24.9%	24.9%	24.9%
净利润增长率	24.9%	22.7%	19.2%	17.5%	少数股东损益	12	14	17	20
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>9378</b>	<b>11506</b>	<b>13710</b>	<b>16108</b>
资产负债率	30.1%	30.9%	31.4%	31.8%					
流动比率	2.58	2.61	2.64	2.68	<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	1.69	1.71	1.74	1.77	货币资金	24375	29287	35089	41858
现金比率	1.22	1.29	1.36	1.42	应收账款及应收票据	571	673	789	921
<b>经营效率指标</b>					存货	17729	20395	23335	26664
应收账款周转天数	0.55	0.55	0.55	0.55	其它流动资产	8836	8963	9106	9269
存货周转天数	846.40	846.40	846.40	846.40	流动资产合计	51512	59318	68319	78711
总资产周转率	0.44	0.47	0.50	0.52	长期股权投资	33	33	33	33
固定资产周转率	5.20	6.70	8.65	11.18	固定资产	5795	5293	4811	4340
					在建工程	757	947	1103	1230
					无形资产	1714	1656	1597	1538
					非流动资产合计	16452	16082	15696	15294
<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>67964</b>	<b>75399</b>	<b>84015</b>	<b>94004</b>
净利润	9378	11506	13710	16108	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	12	14	17	20	应付票据及应付账款	1376	1583	1811	2070
非现金支出	756	769	784	800	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-294	-900	-900	-900	其它流动负债	18552	21173	24070	27351
营运资金变动	-6204	-66	-74	-84	流动负债合计	19928	22756	25881	29420
<b>经营活动现金流</b>	<b>3648</b>	<b>11322</b>	<b>13537</b>	<b>15945</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-534	-398	-398	-398	其它长期负债	511	511	511	511
投资	4129	0	0	0	非流动负债合计	511	511	511	511
其他	421	900	900	900	<b>负债总计</b>	<b>20440</b>	<b>23267</b>	<b>26393</b>	<b>29932</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>4017</b>	<b>502</b>	<b>502</b>	<b>502</b>	实收资本	1507	1507	1507	1507
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	47475	52068	57541	63972
股权募资	43	0	0	0	少数股东权益	50	64	81	100
其他	-4535	-6913	-8237	-9678	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>67964</b>	<b>75399</b>	<b>84015</b>	<b>94004</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-4492</b>	<b>-6913</b>	<b>-8237</b>	<b>-9678</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>3172</b>	<b>4912</b>	<b>5802</b>	<b>6769</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 26 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; <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。	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。
	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。