

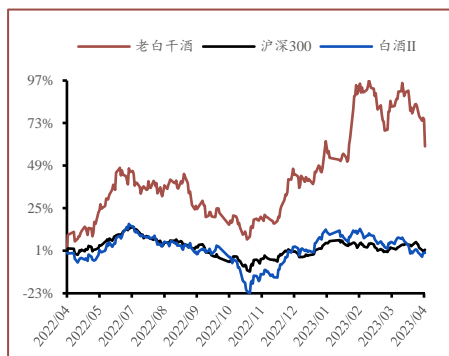
Q1 主动控货优化，净利率增幅亮眼

■ 证券研究报告

投资评级:增持(维持)
核心观点
基本数据
2023-04-27

收盘价(元)	31.10
流通股本(亿股)	8.97
每股净资产(元)	4.89
总股本(亿股)	9.15

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

- 《双轮驱动，共振向前》 2023-02-02
- 《改革动能持续释放，业绩增长凯歌高奏》 2023-01-16

❖ **事件:** 公司发布 2022 年年报以及 2023 年一季报, 2022 年实现营收 46.5 亿元, 同比增长 15.5%; 实现归母净利润 7.1 亿元, 同比增长 81.8%; 实现扣非归母净利 4.8 亿, 同比增长 37.5%。对应 22Q4 分别实现营收、归母净利、扣非归母净利 12.0、1.7、1.6 亿元, 同比-4.8%、+24.6%、+29.9%。23Q1 分别实现营收、归母净利、扣非归母净利 10.0、1.0、0.9 亿元, 同比+10.4%、-61.5%、+33.2%。

❖ **老白干主动控货优化, 高端酒模式改革 Q2 逐步落地。** 22 年老白干本部收入完成 21.4 亿元 (同比+1.6%), 增速低于预期, 主因 Q4 河北受疫情影响以及产品货折计提波动。23Q1 预计本部收入表现偏弱 (Q1 高档酒同比下滑 9.5%, 主要系本部影响), 1 是衡水、石家庄仍处于库存调整阶段, 公司发货严格根据经销商出库执行, 进度短期偏慢; 2 是 23 年甲等 15/20 股份平台模式在河北各地市全面推开, Q1 处于平台筹备阶段, 回款相对滞后。

❖ **武陵酒 Q1 进展相对顺利, 增速偏低主因基数扰动。** 22 年武陵酒实现营收 7.6 亿元 (YoY+42.3%), 预计表现高增与收入错期确认有一定关系。23Q1 武陵实现营收 1.6 亿元 (YoY+4.0%), 报表增速偏低, 1 则源于去年同期基数偏高 (22Q1 武陵酒收入占比达 20%, 高于此前两年 15~18% 水平), 2 则与公司适当控货去库有关。全年看, 武陵省内城市突破与全国招商稳步推进, 预计新进店回款增量将自 Q2 起有所显现, 仍然维持全年 35~40% 增速预期。

❖ **净利率提升亮眼, 销售费率优化显现。** 1) 22 年公司扣非净利率同比提升 1.6pct 至 8.6%, 利润弹性主要来自毛销差贡献 (YoY+1.4pct)。2) 23Q1 公司扣非净利率同比+1.6pct 至 9.4%, 若加回股权激励费用, 扣非净利率实际提升 3.0pct, 考虑 Q1 毛利率基数偏高、税率基数偏低, 净利率增幅表现积极。利润弹性主要来自销售费率 (大幅下降 10.9pct 至 25.9%), 1 是 Q1 费投因疫情影响未完全体现, 2 则说明伴随本部加强费用精细化及核销管理, 费用投放效率有所提升。

❖ **投资建议:** 短期看, 老白干、武陵酒库存优化有望在上半年完成调整, 伴随省内高档酒模式改革落地, 预计 2023 年后续季度收入增速有望逐步抬升。中期看, 伴随老白干次高端产品扩张以及武陵酒区域布局加速, 公司增长空间有望不断打开。我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 54.74/65.04/76.86 亿元, 归母净利润 7.45/10.50/14.78 亿元, 对应 PE 分别为 38.18/27.09/19.25 倍, 维持“增持”评级。

❖ **风险提示:** 经济向好节奏不确定性; 老白干渠道扩张不及预期; 直销模式下武陵酒省外招商进程偏慢。

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	4027	4653	5474	6504	7686
收入增长率(%)	11.93	15.54	17.64	18.81	18.17
归母净利润(百万元)	389	708	745	1050	1478
净利润增长率(%)	24.50	81.81	5.30	40.92	40.73
EPS(元/股)	0.43	0.78	0.81	1.15	1.62
PE	64.98	35.29	38.18	27.09	19.25
ROE(%)	10.45	16.28	15.21	18.48	21.79
PB	6.73	5.79	5.81	5.01	4.19

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	4027.15	4653.10	5473.89	6503.67	7685.65	成长性					
减:营业成本	1316.07	1472.44	1693.07	1942.14	2215.93	营业收入增长率	11.9%	15.5%	17.6%	18.8%	18.2%
营业税费	626.54	746.91	865.06	1038.94	1221.18	营业利润增长率	17.2%	83.6%	6.3%	40.7%	40.4%
销售费用	1237.70	1411.05	1524.15	1713.04	1835.22	净利润增长率	24.5%	81.8%	5.3%	40.9%	40.7%
管理费用	367.85	395.85	456.51	491.26	522.52	EBITDA 增长率	5.4%	30.7%	26.2%	36.1%	46.8%
研发费用	15.77	14.42	16.58	18.24	20.07	EBIT 增长率	6.6%	32.9%	46.6%	41.3%	42.8%
财务费用	4.59	-9.07	-23.33	-22.78	-6.82	NOPLAT 增长率	11.2%	32.7%	45.2%	41.4%	43.1%
资产减值损失	-2.66	-1.88	-3.04	-3.04	-3.04	投资资本增长率	1.9%	11.0%	11.4%	15.9%	19.4%
加:公允价值变动收益	0.60	2.78	0.60	0.60	0.60	净资产增长率	7.3%	16.7%	12.7%	15.9%	19.4%
投资和汇兑收益	21.37	25.30	22.22	31.83	34.40	利润率					
营业利润	509.12	934.69	993.33	1397.71	1962.97	毛利率	67.3%	68.4%	69.1%	70.1%	71.2%
加:营业外净收支	3.62	0.34	0.63	1.15	1.11	营业利润率	12.6%	20.1%	18.1%	21.5%	25.5%
利润总额	512.74	935.04	993.95	1398.86	1964.09	净利润率	9.6%	15.2%	13.6%	16.1%	19.2%
减:所得税	124.16	227.44	248.85	348.87	486.44	EBITDA/营业收入	15.4%	17.4%	18.7%	21.4%	26.6%
净利润	389.21	707.60	745.11	1049.99	1477.65	EBIT/营业收入	12.2%	14.0%	17.5%	20.8%	25.1%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	1006.42	1094.76	1035.57	310.11	886.63	固定资产周转天数	119	138	145	132	153
交易性金融资产	467.10	832.80	1223.91	1602.62	1795.37	流动营业资本周转天数	-24	-15	-5	57	58
应收账款	22.31	43.16	0.00	0.00	12.57	流动资产周转天数	382	413	334	296	284
应收票据	217.38	139.06	332.30	173.54	398.61	应收帐款周转天数	3	3	2	2	1
预付帐款	132.23	69.89	76.19	81.57	88.64	存货周转天数	558	653	570	500	475
存货	2298.15	3046.00	2312.36	3076.39	2765.14	总资产周转天数	629	639	593	523	483
其他流动资产	43.81	1.13	1.13	1.13	1.13	投资资本周转天数	359	345	327	319	322
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	10.4%	16.3%	15.2%	18.5%	21.8%
长期股权投资	81.52	88.21	88.21	88.21	88.21	ROA	5.1%	7.9%	8.2%	10.7%	13.7%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	9.4%	11.2%	14.7%	17.9%	21.4%
固定资产	1310.93	1755.23	2178.09	2351.83	3216.53	费用率					
在建工程	403.94	139.05	126.00	324.10	-244.13	销售费用率	30.7%	30.3%	27.8%	26.3%	23.9%
无形资产	863.79	858.49	894.09	945.68	962.34	管理费用率	9.1%	8.5%	8.3%	7.6%	6.8%
其他非流动资产	7.76	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用率	0.1%	-0.2%	-0.4%	-0.4%	-0.1%
资产总额	7605.09	8917.64	9109.61	9795.77	10811.02	三费/营业收入	40.0%	38.6%	35.8%	33.5%	30.6%
短期债务	235.00	50.00	0.00	0.00	0.00	偿债能力					
应付帐款	416.13	466.15	537.98	612.33	705.83	资产负债率	51.0%	51.3%	46.2%	42.0%	37.3%
应付票据	0.29	0.00	0.94	0.14	1.09	负债权益比	104.2%	105.2%	85.9%	72.4%	59.4%
其他流动负债	171.42	193.83	193.83	193.83	193.83	流动比率	1.14	1.19	1.24	1.33	1.54
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.47	0.49	0.65	0.53	0.81
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	46.91	185.79	1277.28	—	—
负债总额	3880.57	4571.13	4210.09	4115.20	4029.30	分红指标					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	DPS(元)	0.15	0.30	0.21	0.29	0.41
股本	897.29	914.75	914.75	914.75	914.75	分红比率					
留存收益	1510.89	2081.27	2634.28	3415.33	4516.47	股息收益率	0.5%	1.1%	0.7%	0.9%	1.3%
股东权益	3724.51	4346.51	4899.52	5680.58	6781.72	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)	0.43	0.78	0.81	1.15	1.62
净利润	389.21	707.60	745.11	1049.99	1477.65	BVPS(元)	4.15	4.75	5.36	6.21	7.41
加:折旧和摊销	128.51	157.24	65.21	39.51	112.10	PE(X)	65.0	35.3	38.2	27.1	19.3
资产减值准备	7.87	-2.34	6.91	6.91	6.91	PB(X)	6.7	5.8	5.8	5.0	4.2
公允价值变动损失	-0.60	-2.78	-0.60	-0.60	-0.60	P/FCF					
财务费用	10.48	3.52	0.75	0.00	0.00	P/S	6.2	5.4	5.2	4.4	3.7
投资收益	-21.37	-25.30	-22.22	-31.83	-34.40	EV/EBITDA	39.2	29.8	26.8	20.2	13.5
少数股东损益	-0.62	0.00	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	655.10	119.52	264.20	-713.09	-27.93	PEG	2.7	0.4	7.2	0.7	0.5
经营活动产生现金流量	1126.26	621.40	1058.73	349.75	1532.62	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-874.35	-387.88	-875.07	-806.27	-579.60	REP					
融资活动产生现金流量	-388.17	-145.18	-242.85	-268.94	-376.51						

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。