

**投资评级 优于大市 维持**

## 产品结构优化，Q1 实现开门红

**股票数据**

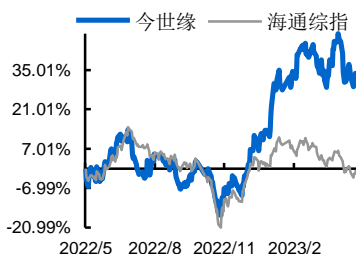
|               |             |
|---------------|-------------|
| 05月05日收盘价(元)  | 61.63       |
| 52周股价波动(元)    | 36.68-66.70 |
| 总股本/流通A股(百万股) | 1255/1255   |
| 总市值/流通市值(百万元) | 75019/75019 |

**相关研究**

 《Q3 收入加速增长，产品结构持续升级》  
 2022.10.31

 《Q2 收入增速超预期，持续加强省外扩张》  
 2022.09.01

 《产品结构持续升级，22Q1 实现开门红》  
 2022.05.01

**市场表现**


| 沪深 300 对比 | 1M   | 2M   | 3M  |
|-----------|------|------|-----|
| 绝对涨幅 (%)  | -6.4 | -6.7 | 4.2 |
| 相对涨幅 (%)  | -7.2 | -5.7 | 7.8 |

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 78.88 亿元，同比+23.1%，归母净利润 25.03 亿元，同比+23.3%，其中 Q4 单季公司实现营业总收入 13.70 亿元，同比+27.6%，归母净利润 4.21 亿元，同比+27.5%。同时公布 2022 年利润分配方案，每 10 股派发现金红利 7.3 元（含税），分红率为 36.4%。

公司发布 2023 年一季报：23Q1 公司实现营业总收入 38.03 亿元，同比+27.3%，归母净利润 12.55 亿元，同比+25.2%。

● **产品结构持续优化，特 A 类产品收入加速增长。分产品：**22 年特 A+ 类产品收入同比+24.8%（量+28.4%，价-2.8%），我们认为或与 K 系销售表现良好，V 系延续高增有关；特 A 类/A 类/B 类/C 类/D 类产品收入分别同比+22.1%/+22.6%/+5.5%/-2.0%/-28.6%。22 年公司组建分品牌事业部，进一步提升组织活力。23Q1 特 A+ 类/特 A 类产品收入同比+25.0%/+34.1%，我们认为或与国缘 V3、对开、四开表现良好，100-200 元价格带淡雅、单开放量增长有关；A 类/B 类/C+D 类产品收入分别同比+32.4%/+8.7%/-5.0%。

● **核心市场增长稳健，省外扩张持续推进。分地区：**22 年省内/省外收入分别同比+23.6%/+16.1%。23Q1 省外市场加速增长，收入同比+40.3%；核心市场淮安/南京增长稳健，收入同比+25.4%/+22.0%，苏中/苏南/淮海/盐城市场收入分别同比+42.3%/+29.4%/+24.1%/+22.7%。23 年公司将进一步精耕省内渠道，发力省外重点市场，同时优化营销组织体系、提升管理效率。23Q1 经销商数量净增加 31 个至 1045 个。

● **毛利率延续上行，现金流表现亮眼。**22 年/23Q1 公司毛利率同比+1.98pct/+1.09pct 至 76.6%/75.4%，我们认为受益于产品提价、结构升级（特 A 类及以上产品营收占比分别同比+0.68pct/+0.35pct）与单位成本回落（22 年同比-6.9%）。现金流表现亮眼，23Q1 经营性净现金流/销售回款同比+46.6%/+33.7% 至 8.97/34.27 亿元。

● **费用投放、公允价值变动收益扰动拖累利润率。**22 年/23Q1 销售费用率同比+2.53pct/+2.88pct 至 17.6%/15.9%，我们认为主因公司加强消费者培育投入（22 年促销兑奖费用率同比+3.66pct）。22 年/23Q1 税金及附加率同比-1.05pct/-0.95pct。受累于公允价值变动损益扰动（22 年/23Q1 同比-14.0%/-101.4%）与销售费用投放加强，22 年/23Q1 归母净利率分别同比+0.07pct/-0.54pct。

● **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 2.52、3.18、3.93 元/股。参考可比公司估值，我们给予公司 2023 年 25-30 倍 PE，对应合理价值区间为 63.04-75.65 元，维持“优于大市”评级。

● **风险提示。**省内市场竞争加剧，省外扩张低于预期。

**主要财务数据及预测**

|             | 2021  | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)   | 6408  | 7888  | 10038 | 12409 | 15174 |
| (+/-)YoY(%) | 25.1% | 23.1% | 27.3% | 23.6% | 22.3% |
| 净利润(百万元)    | 2029  | 2503  | 3163  | 3986  | 4934  |
| (+/-)YoY(%) | 29.5% | 23.3% | 26.4% | 26.0% | 23.8% |
| 全面摊薄 EPS(元) | 1.62  | 2.00  | 2.52  | 3.18  | 3.93  |
| 毛利率(%)      | 74.6% | 76.6% | 77.2% | 77.6% | 78.0% |
| 净资产收益率(%)   | 21.8% | 22.6% | 24.2% | 25.5% | 26.3% |

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<br>(亿元) | EPS (元) |       |       | PE (倍) |       |       | PB (倍) |       |       |
|--------|------|--------|-------------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|
|        |      |        |             | 2022    | 2023E | 2024E | 2022   | 2023E | 2024E | 2022   | 2023E | 2024E |
| 600809 | 山西汾酒 | 248.46 | 3031.12     | 6.64    | 8.45  | 10.64 | 37.44  | 29.41 | 23.35 | 14.22  | 10.32 | 7.74  |
| 000799 | 酒鬼酒  | 111.79 | 363.24      | 3.23    | 4.54  | 5.75  | 34.63  | 24.63 | 19.44 | 8.75   | 6.69  | 5.32  |
| 603198 | 迎驾贡酒 | 64.01  | 512.08      | 2.13    | 2.69  | 3.31  | 30.03  | 23.79 | 19.32 | 7.39   | 6.10  | 5.07  |
|        | 均值   |        |             | 4.00    | 5.23  | 6.57  | 34.04  | 25.95 | 20.70 | 10.12  | 7.70  | 6.04  |

注：收盘价为 2023 年 4 月 28 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>7888</b>  | <b>10038</b> | <b>12409</b> | <b>15174</b> |
| 每股收益               | 2.00         | 2.52         | 3.18         | 3.93         | 营业成本               | 1845         | 2293         | 2777         | 3343         |
| 每股净资产              | 8.82         | 10.42        | 12.45        | 14.95        | 毛利率%               | 76.6%        | 77.2%        | 77.6%        | 78.0%        |
| 每股经营现金流            | 2.22         | 2.92         | 3.61         | 4.45         | 营业税金及附加            | 1277         | 1626         | 2010         | 2457         |
| 每股股利               | 0.73         | 0.92         | 1.16         | 1.43         | 营业税金率%             | 16.2%        | 16.2%        | 16.2%        | 16.2%        |
| <b>价值评估 (倍)</b>    |              |              |              |              | 营业费用               | 1390         | 1762         | 2126         | 2564         |
| P/E                | 29.97        | 23.72        | 18.82        | 15.21        | 营业费用率%             | 17.6%        | 17.6%        | 17.1%        | 16.9%        |
| P/B                | 6.78         | 5.74         | 4.80         | 4.00         | 管理费用               | 323          | 412          | 509          | 621          |
| P/S                | 9.51         | 7.47         | 6.05         | 4.94         | 管理费用率%             | 4.1%         | 4.1%         | 4.1%         | 4.1%         |
| EV/EBITDA          | 18.58        | 15.95        | 12.32        | 9.56         | EBIT               | 3035         | 4130         | 5189         | 6410         |
| 股息率%               | <b>1.2%</b>  | <b>1.5%</b>  | <b>1.9%</b>  | <b>2.4%</b>  | 财务费用               | -100         | -76          | -111         | -150         |
| <b>盈利能力指标 (%)</b>  |              |              |              |              | 财务费用率%             | -1.3%        | -0.8%        | -0.9%        | -1.0%        |
| 毛利率                | 76.6%        | 77.2%        | 77.6%        | 78.0%        | 资产减值损失             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 净利润率               | 31.7%        | 31.5%        | 32.1%        | 32.5%        | 投资收益               | 122          | 100          | 124          | 152          |
| 净资产收益率             | 22.6%        | 24.2%        | 25.5%        | 26.3%        | <b>营业利润</b>        | <b>3341</b>  | <b>4206</b>  | <b>5300</b>  | <b>6560</b>  |
| 资产回报率              | 13.8%        | 15.0%        | 15.8%        | 16.3%        | 营业外收支              | -14          | 0            | 0            | 0            |
| 投资回报率              | 19.6%        | 23.8%        | 25.0%        | 25.7%        | <b>利润总额</b>        | <b>3328</b>  | <b>4206</b>  | <b>5300</b>  | <b>6560</b>  |
| <b>盈利增长 (%)</b>    |              |              |              |              | EBITDA             | 3179         | 4305         | 5397         | 6655         |
| 营业收入增长率            | 23.1%        | 27.3%        | 23.6%        | 22.3%        | 所得税                | 825          | 1043         | 1314         | 1626         |
| EBIT 增长率           | 25.0%        | 36.1%        | 25.6%        | 23.5%        | 有效所得税率%            | 24.8%        | 24.8%        | 24.8%        | 24.8%        |
| 净利润增长率             | 23.3%        | 26.4%        | 26.0%        | 23.8%        | 少数股东损益             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>偿债能力指标</b>      |              |              |              |              | <b>归属母公司所有者净利润</b> | <b>2503</b>  | <b>3163</b>  | <b>3986</b>  | <b>4934</b>  |
| 资产负债率              | 39.2%        | 38.0%        | 38.2%        | 38.1%        |                    |              |              |              |              |
| 流动比率               | 1.68         | 1.75         | 1.80         | 1.87         | <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               | 1.12         | 1.13         | 1.18         | 1.25         | 货币资金               | 5381         | 6346         | 8515         | 11419        |
| 现金比率               | 0.78         | 0.81         | 0.90         | 1.01         | 应收账款及应收票据          | 47           | 59           | 73           | 90           |
| <b>经营效率指标</b>      |              |              |              |              | 存货                 | 3910         | 4857         | 5883         | 7082         |
| 应收账款周转天数           | 2.16         | 2.16         | 2.16         | 2.16         | 其它流动资产             | 2325         | 2444         | 2564         | 2685         |
| 存货周转天数             | 773.26       | 773.26       | 773.26       | 773.26       | 流动资产合计             | 11662        | 13706        | 17035        | 21276        |
| 总资产周转率             | 0.43         | 0.48         | 0.49         | 0.50         | 长期股权投资             | 29           | 29           | 29           | 29           |
| 固定资产周转率            | 6.47         | 6.98         | 7.23         | 7.46         | 固定资产               | 1219         | 1439         | 1715         | 2033         |
|                    |              |              |              |              | 在建工程               | 1761         | 2414         | 2978         | 3464         |
|                    |              |              |              |              | 无形资产               | 343          | 333          | 323          | 313          |
|                    |              |              |              |              | 非流动资产合计            | 6521         | 7385         | 8215         | 9009         |
| <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>18184</b> | <b>21091</b> | <b>25250</b> | <b>30284</b> |
| 净利润                | 2503         | 3163         | 3986         | 4934         | 短期借款               | 600          | 0            | 0            | 0            |
| 少数股东损益             | 0            | 0            | 0            | 0            | 应付票据及应付账款          | 1081         | 1343         | 1627         | 1959         |
| 非现金支出              | 145          | 176          | 208          | 245          | 预收账款               | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 非经营收益              | -425         | -198         | -234         | -261         | 其它流动负债             | 5259         | 6492         | 7831         | 9394         |
| 营运资金变动             | 557          | 525          | 572          | 668          | 流动负债合计             | 6941         | 7835         | 9458         | 11352        |
| <b>经营活动现金流</b>     | <b>2780</b>  | <b>3666</b>  | <b>4533</b>  | <b>5585</b>  | 长期借款               | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 资产                 | -1147        | -1039        | -1039        | -1039        | 其它长期负债             | 178          | 178          | 178          | 178          |
| 投资                 | -195         | -110         | -110         | -110         | 非流动负债合计            | 178          | 178          | 178          | 178          |
| 其他                 | 221          | 210          | 234          | 261          | <b>负债总计</b>        | <b>7119</b>  | <b>8013</b>  | <b>9636</b>  | <b>11531</b> |
| <b>投资活动现金流</b>     | <b>-1121</b> | <b>-938</b>  | <b>-915</b>  | <b>-887</b>  | 实收资本               | 1255         | 1255         | 1255         | 1255         |
| 债权募资               | 592          | -600         | 0            | 0            | 归属于母公司所有者权益        | 11065        | 13078        | 15614        | 18754        |
| 股权募资               | 0            | 0            | 0            | 0            | 少数股东权益             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他                 | -736         | -1162        | -1450        | -1794        | <b>负债和所有者权益合计</b>  | <b>18184</b> | <b>21091</b> | <b>25250</b> | <b>30284</b> |
| <b>融资活动现金流</b>     | <b>-144</b>  | <b>-1762</b> | <b>-1450</b> | <b>-1794</b> |                    |              |              |              |              |
| <b>现金净流量</b>       | <b>1514</b>  | <b>965</b>   | <b>2169</b>  | <b>2904</b>  |                    |              |              |              |              |

备注: (1)表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 28 日; (2)以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022A), 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><br>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><br>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。