

## 强爽势头强劲，疫后业绩快速恢复

### 核心观点

- 公司近期发布 2022 年年报、2023 年一季报。22 年实现营业收入 25.9 亿元 (yoy-0.0%)；实现归母净利润 5.2 亿元 (yoy-21.7%)。23Q1，公司实现营业收入 7.6 亿元 (yoy+41.1%)、归母净利润 1.9 亿元 (yoy+104.7%)，疫后业绩快速恢复。
- **22 年华北展现高增速，23Q1 预调酒业绩快速回升。**22 年公司预调酒实现收入 22.57 亿元 (yoy-1.2%)、净利润 3.39 亿元 (yoy-27.9%)，22Q3 以来业绩呈逐月恢复态势。量价拆分，22 年预调酒销量、单价分别同比增长 11.2%、下滑 11.2%。23Q1，预调酒实现收入 6.74 亿元 (yoy+46.7%)、净利润 1.40 亿元 (yoy+128.8%)，受益于疫后消费场景恢复、强爽销售增速较高。分地区，22 年华北、华东、华南、华西地区收入为 4.07 亿元 (yoy+26.6%)、11.08 亿元 (yoy-10.3%)、6.51 亿元 (yoy+9.6%)、3.70 亿元 (yoy-9.2%)，华北、华南增速较高。22 年末，华北、华东、华南、华西经销商数量为 472、548、664、509 家，环比 22 年末增加 68、7、106、49 家，招商稳步推进。
- **23Q1 毛利率提升、费用率收缩，盈利水平大幅提升。**22 年，公司毛利率为 63.8% (yoy-1.7pct)；销售费用率为 24.1% (yoy+2.3pct)，主要因广告投入增加；管理费用率为 6.7% (yoy+1.4pct)；净利率为 20.1% (yoy-5.5pct)。23Q1，公司毛利率为 65.5% (yoy+2.9pct)，预计受益于原材料成本下降等；销售费用率为 20.6% (yoy-4.9pct)，管理费用率为 4.5% (yoy-2.2pct)，收入增长摊薄费用率。23Q1 公司净利率为 24.6% (yoy+7.7pct)，盈利水平大幅提升。
- **强化营销推广，提升消费粘性。**公司加强营销推广，包括 Rio 签约新品牌代言人组合，Rio 全品牌年社交声量增长显著；强爽系列进行话题营销、联名营销等，提升品牌认知度，推动强爽销量强劲增长，产品呈现较高复购率。公司将持续扩大“358”品类矩阵品项组合，通过口味出新、包装升级等强化消费粘性，稳固品类成长。

### 盈利预测与投资建议

- 根据 22 年基数，对 23、24 年下调收入、上调毛利率，上调费用率。预测公司 23-25 年每股收益分别为 0.77、1.11、1.41 元 (原预测 23-24 年为 0.80、0.98 元)。公司现金流充沛，我们改用 FCFF 估值方法，计算公司权益价值为 413 亿元，对应目标价 39.30 元，维持增持评级。

**风险提示：**营销推广不及预期、费用大幅增加、原材料成本大幅上涨、估值下滑。

### 公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,594	2,593	3,442	4,214	5,143
同比增长(%)	34.7%	-0.0%	32.7%	22.4%	22.0%
营业利润(百万元)	838	651	1,012	1,454	1,844
同比增长(%)	24.7%	-22.3%	55.4%	43.8%	26.8%
归属母公司净利润(百万元)	666	521	813	1,164	1,476
同比增长(%)	24.4%	-21.7%	55.9%	43.2%	26.7%
每股收益(元)	0.63	0.50	0.77	1.11	1.41
毛利率(%)	65.4%	63.8%	67.3%	68.2%	69.1%
净利率(%)	25.7%	20.1%	23.6%	27.6%	28.7%
净资产收益率(%)	19.0%	13.8%	19.3%	23.3%	26.0%
市盈率	63.4	81.0	51.9	36.2	28.6
市净率	11.1	11.2	9.0	7.9	7.0

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

### 投资评级

投资评级	增持 (维持)
股价 (2023年05月12日)	38.26 元
目标价格	39.30 元
52 周最高价/最低价	44.96/20.74 元
总股本/流通 A 股 (万股)	105,016/71,728
A 股市值 (百万元)	40,179
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2023 年 05 月 14 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-10.4	-8.01	-6.59	74.28
相对表现	-8.43	-4.12	-2.49	74.81
沪深 300	-1.97	-3.89	-4.1	-0.53



### 证券分析师

叶书怀	yeshuhuai@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517090002
蔡琪	021-63325888*6079 caiqi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860519080001
周翰	021-63325888*7524 zhouhan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521070003

### 联系人

姚晔	yaoye@orientsec.com.cn
----	------------------------

### 相关报告

疫情冲击二季度业绩承压，关注公司长期投资价值	2022-08-25
疫情扰动致业绩低于预期，短期承压不改长期向好	2022-04-26
预调酒业务欣欣向荣，扣非利润表现超预期	2021-11-02

## 投资建议

22 年基数，对 23、24 年下调收入、上调毛利率，上调费用率。预测公司 23-25 年每股收益分别为 0.77、1.11、1.41 元（原预测 23-24 年为 0.80、0.98 元）。公司现金流充沛，我们改用 FCFF 估值方法，计算公司权益价值为 413 亿元，对应目标价 39.30 元，维持增持评级。

WACC 计算：以表中参数为基础，我们计算得出公司 WACC 为 11.86%。

**表 1：公司 WACC 计算主要参数设定**

参数	数值
所得税率	25%
目标债务比率	10%
剔除杠杆调整 Beta	1.29
无风险收益率 Rf	2.74%
市场风险溢价 Rm-Rf	7.22%
市场回报率 Rm	9.96%
债务成本 Kd	4.30%
<b>WACC</b>	<b>11.86%</b>

资料来源：Wind、东方证券研究所

**股权价值计算结果：**我们假设公司永续增长率为 3.0%，计算得出公司每股权益价值为 39.30 元。

**表 2：股权价值计算结果**

项目	数值
永续增长值率	3.00%
预测期自由现金流现值（百万元）	26610
永续自由现金流现值（百万元）	13640
企业价值（百万元）	40250
<b>权益价值（百万元）</b>	<b>41271</b>
<b>每股权益价值（人民币）</b>	<b>39.30</b>

资料来源：Wind、东方证券研究所

**表 3：FCFF 目标价敏感性分析表**

FCFF 目标价敏感性分析		永续增长率 Gn(%)				
		1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
WACC(%)	9.86%	49.68	52.17	55.38	59.69	65.77
	10.36%	45.83	47.87	50.46	53.87	58.55
	10.86%	42.42	44.10	46.22	48.94	52.60
	11.36%	39.40	40.80	42.53	44.73	47.62
	11.86%	36.70	37.87	39.30	41.09	43.41
	12.36%	34.29	35.27	36.45	37.93	39.80
	12.86%	32.11	32.94	33.93	35.15	36.67
	13.36%	30.15	30.85	31.68	32.69	33.95
	13.86%	28.37	28.96	29.67	30.51	31.55

资料来源：Wind、东方证券研究所（目标价单位：元/股）

## 风险提示

- **营销推广不及预期。**RIO 基本主导了国内预调酒行业的发展，公司产品销售主要依赖于自身营销推广，如果营销推广不利可能导致自身产品销售及预调酒行业渗透率提升不及预期。
- **费用大幅增加风险。**公司目前仍处于扩张期，近年来通过营销模式调整成功提升了费效比，但随着 RIO 在沿海、发达城市的渗透率提升，公司在往内陆、三四线城市拓展过程中可能导致费用投放大幅增加，从而对整体盈利产生不利影响。
- **原材料成本大幅上涨风险。**公司基酒、包装材料等成本占比较高，若原材料采购成本大幅提升，公司产销规模扩大带来的规模效应无法完全覆盖成本涨幅，将对毛利率带来负面影响。
- **估值下滑风险。**若公司长期业绩不及预期，可能会带来估值下滑的风险。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,335	2,532	2,554	3,043	3,537	营业收入	2,594	2,593	3,442	4,214	5,143
应收票据、账款及款项融资	165	127	162	190	221	营业成本	897	939	1,126	1,338	1,588
预付账款	47	43	57	70	85	营业税金及附加	145	162	207	232	283
存货	184	535	637	752	886	营业费用	567	626	808	898	1,071
其他	82	44	93	95	100	管理费用及研发费用	210	259	347	355	417
<b>流动资产合计</b>	<b>2,813</b>	<b>3,282</b>	<b>3,503</b>	<b>4,149</b>	<b>4,829</b>	财务费用	(20)	1	(8)	(25)	(30)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	2	0	1	1	1
固定资产	2,120	2,172	2,405	2,636	2,854	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	223	328	364	382	391	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	231	404	395	385	375	其他	44	45	50	40	30
其他	253	272	249	256	257	<b>营业利润</b>	<b>838</b>	<b>651</b>	<b>1,012</b>	<b>1,454</b>	<b>1,844</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,827</b>	<b>3,177</b>	<b>3,413</b>	<b>3,659</b>	<b>3,877</b>	营业外收入	5	1	5	5	5
<b>资产总计</b>	<b>5,640</b>	<b>6,458</b>	<b>6,916</b>	<b>7,808</b>	<b>8,706</b>	营业外支出	0	1	1	4	4
短期借款	0	444	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>842</b>	<b>651</b>	<b>1,016</b>	<b>1,455</b>	<b>1,845</b>
应付票据及应付账款	542	487	585	694	824	所得税	178	130	203	291	369
其他	326	754	650	754	864	<b>净利润</b>	<b>664</b>	<b>521</b>	<b>813</b>	<b>1,164</b>	<b>1,476</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>868</b>	<b>1,685</b>	<b>1,234</b>	<b>1,448</b>	<b>1,688</b>	少数股东损益	(2)	(0)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>666</b>	<b>521</b>	<b>813</b>	<b>1,164</b>	<b>1,476</b>
应付债券	947	984	984	984	984	每股收益(元)	0.63	0.50	0.77	1.11	1.41
其他	35	22	27	28	26						
<b>非流动负债合计</b>	<b>982</b>	<b>1,007</b>	<b>1,011</b>	<b>1,012</b>	<b>1,010</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>1,849</b>	<b>2,692</b>	<b>2,245</b>	<b>2,460</b>	<b>2,698</b>		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	0	2	2	2	2	成长能力					
实收资本(或股本)	750	1,050	1,051	1,051	1,051	营业收入	34.7%	-0.0%	32.7%	22.4%	22.0%
资本公积	1,952	1,478	1,744	1,744	1,744	营业利润	24.7%	-22.3%	55.4%	43.8%	26.8%
留存收益	913	1,060	1,873	2,550	3,211	归属于母公司净利润	24.4%	-21.7%	55.9%	43.2%	26.7%
其他	176	176	0	0	0	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>3,791</b>	<b>3,766</b>	<b>4,671</b>	<b>5,347</b>	<b>6,008</b>	毛利率	65.4%	63.8%	67.3%	68.2%	69.1%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,640</b>	<b>6,458</b>	<b>6,916</b>	<b>7,808</b>	<b>8,706</b>	净利率	25.7%	20.1%	23.6%	27.6%	28.7%
						ROE	19.0%	13.8%	19.3%	23.3%	26.0%
						ROIC	16.2%	10.5%	14.8%	19.1%	21.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	32.8%	41.7%	32.5%	31.5%	31.0%
净利润	664	521	813	1,164	1,476	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	100	148	142	162	184	流动比率	3.24	1.95	2.84	2.86	2.86
财务费用	(20)	1	(8)	(25)	(30)	速动比率	3.03	1.63	2.32	2.35	2.34
投资损失	0	0	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	57	100	(205)	57	54	应收账款周转率	19.1	17.8	23.8	24.0	25.1
其它	69	133	26	(7)	(4)	存货周转率	6.2	2.6	1.9	1.9	1.9
<b>经营活动现金流</b>	<b>869</b>	<b>903</b>	<b>768</b>	<b>1,353</b>	<b>1,680</b>	总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.6	0.6
资本支出	(823)	(470)	(400)	(400)	(400)	每股指标(元)					
长期投资	1	1	0	0	0	每股收益	0.63	0.50	0.77	1.11	1.41
其他	(59)	(165)	(176)	0	0	每股经营现金流	1.16	0.86	0.73	1.29	1.60
<b>投资活动现金流</b>	<b>(881)</b>	<b>(635)</b>	<b>(576)</b>	<b>(400)</b>	<b>(400)</b>	每股净资产	3.61	3.58	4.45	5.09	5.72
债权融资	953	40	(1)	0	0	估值比率					
股权融资	0	(174)	267	0	0	市盈率	63.4	81.0	51.9	36.2	28.6
其他	(112)	60	(436)	(463)	(786)	市净率	11.1	11.2	9.0	7.9	7.0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>841</b>	<b>(75)</b>	<b>(170)</b>	<b>(463)</b>	<b>(786)</b>	EV/EBITDA	44.9	51.5	36.0	25.9	20.6
汇率变动影响	(0)	2	-0	-0	-0	EV/EBIT	50.4	63.2	41.0	28.8	22.7
<b>现金净增加额</b>	<b>829</b>	<b>196</b>	<b>22</b>	<b>489</b>	<b>494</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 信息披露

---

**依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：**

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

**就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：**

截止本报告发布之日，东证资管、私募业务合计持有百润股份(002568，增持)股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

## 信息披露

---

**依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：**

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

**就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：**

截止本报告发布之日，\*\*\*\*业务合计持有\*\*\*\* 股票 \*\*\*\*\*股，达到相关上市公司已发行股份 1%以上，锁定期为\*\*\*\*\*。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。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的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。