

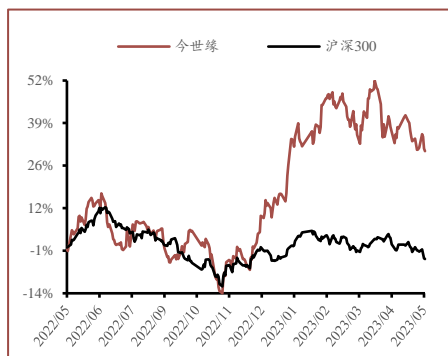
## 投资评级:增持(首次)

### 基本数据

2023-05-25

收盘价(元)	56.76
流通股本(亿股)	12.54
每股净资产(元)	9.82
总股本(亿股)	12.54

### 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

## 核心观点

- ❖ **产品高端化进展顺利，基地市场高速增长。**公司 2022 年实现营收 78.85 亿元，同比增长 23.09%。22Q4 实现营收、归母净利润 13.70 亿元、4.21 亿元，分别同比增长 27.6%、27.5%，基本符合预期。分产品看，A 类以上产品增势喜人，22 年特 A+类/特 A 类销量分别提升 28.4%/29.2%，国缘 V3、四开、对开等核心单品销量表现良好，产品矩阵持续优化。22 年实现归母净利润 25.03 亿元，同比增长 23.34%。23Q1 实现归母净利润 12.55 亿元，同比增长 25.20%。1) 22 年公司净利率同比提升 0.07pct。结构提升叠加规模效应带动毛利率优化。22 年公司酒类销售毛利率同增 1.98pcts 至 76.59%，特 A+/特 A 分别提升 1.46pct/1.88pcts 至 84.1%/68.1%，同时特 A 以上产品占酒水总营收比同比提升 0.69pct 至 92.43%。22 年费用端持续投入推动销售规模放量。22 年销售费率/管理费用率同比增加 2.53pcts/0.07pcts 至 17.62%/4.57%。2) 23Q1 公司维持高费用投放，收益毛利提升净利率水平基本稳定。
- ❖ **核心产品修复活跃，精耕省内扩张省外。**23Q1 实现营收 38.02 亿元，同比增长 27.26%。受益于春节送礼/宴席市场修复，国缘 V3、四开、对开等核心单品动销表现良好。同时 A 类产品淡雅/单开受益返乡消费带动，销量快速增长。Q2 以来随着宴席市场修复，公司持续广告投入。一方面围绕“缘”文化，增强 D20 等产品宣传，积极参与婚宴市场竞争；另一方面国缘系列冠名多场江苏地区大型演唱会，持续增强品牌露出。分区域看，23Q1 淮安、南京作为重点市场，发货回款进度较为理想，苏中、盐城等地增长快于省内平均增速，伴随公司持续全面深耕省内市场，带动和辐射省外市场发展。23Q1 省外通过确立 10 个地级市作为重点板块市场，实现快速突破，营收同增 40.34%达 26.99 亿元，占比达 7.13%。
- ❖ **组织变革激活动能，结构提升潜力可期。**22 年以来，公司推动“四部一司”组织变革，组建分品牌事业部，营销工作针对性更强、专业化程度更高。激励方面，继股权激励落地叠加薪酬激励改革（如 23 年新设总经理特别奖），公司业务骨干及高管积极性进一步提升。管理方面，公司提出“赛马机制，接榜挂帅”，通过选贤任能最大化激活团队。目前公司四开及时控货优化，V3 增长势能重新激活，叠加六开新品贡献，预计年内结构提升积极。
- ❖ **投资建议：**进入 Q2 伴随宴席市场修复叠加公司 22Q2 低基数，公司业绩有望保持高弹性。长期来看，公司激励机制打通，将有力护航公司冲刺百亿目标。预计公司 2023-2025 年实现营业收入 100.5/124.5/153.8 亿元，归母净利润 31.3/38.9/48.2 亿元，对应 PE 为 24.0/19.3/15.6 倍，首次覆盖，予以“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**宏观经济修复不及预期风险；省内竞争加剧风险；食品安全风险；消费场景修复不及预期风险。

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	6408	7888	10047	12447	15383
收入增长率(%)	25.13	23.09	27.37	23.88	23.59
归母净利润(百万元)	2029	2503	3131	3894	4823
净利润增长率(%)	29.50	23.34	25.12	24.35	23.85
EPS(元/股)	1.62	2.01	2.50	3.10	3.84
PE	33.62	25.36	23.96	19.27	15.56
ROE(%)	21.83	22.62	23.52	23.98	24.18
PB	7.34	5.77	5.63	4.62	3.76

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
<b>营业收入</b>	<b>6408.46</b>	<b>7888.03</b>	<b>10046.95</b>	<b>12446.59</b>	<b>15382.64</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1626.41	1845.48	2260.83	2693.59	3229.00	营业收入增长率	25.1%	23.1%	27.4%	23.9%	23.6%
营业税费	1104.92	1277.41	1672.82	2077.99	2560.93	营业利润增长率	29.6%	23.2%	25.1%	24.3%	23.9%
销售费用	967.50	1390.08	1688.30	2116.92	2637.34	净利润增长率	29.5%	23.3%	25.1%	24.4%	23.9%
管理费用	257.96	322.94	421.67	548.32	697.16	EBITDA 增长率	46.0%	24.7%	31.7%	23.5%	23.9%
研发费用	30.41	37.58	50.23	87.13	92.30	EBIT 增长率	48.6%	25.0%	30.7%	24.5%	24.9%
财务费用	-65.05	-100.03	-116.53	-163.91	-274.66	NOPLAT 增长率	48.4%	25.1%	30.7%	24.5%	24.9%
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	7.8%	25.5%	19.3%	21.0%	22.0%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>97.62</b>	<b>84.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	净资产增长率	12.5%	19.0%	20.3%	21.9%	22.8%
投资和汇兑收益	121.27	122.19	100.00	100.00	0.00	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>2712.30</b>	<b>3341.39</b>	<b>4180.98</b>	<b>5198.97</b>	<b>6439.04</b>	毛利率	74.6%	76.6%	77.5%	78.4%	79.0%
加:营业外净收支	-12.87	-13.70	-17.46	-21.63	-26.73	营业利润率	42.3%	42.4%	41.6%	41.8%	41.9%
<b>利润总额</b>	<b>2699.43</b>	<b>3327.69</b>	<b>4163.52</b>	<b>5177.34</b>	<b>6412.32</b>	净利率	31.7%	31.7%	31.2%	31.3%	31.4%
减:所得税	670.30	824.90	1032.09	1283.41	1589.55	EBITDA/营业收入	39.8%	40.3%	41.7%	41.5%	41.6%
<b>净利润</b>	<b>2029.13</b>	<b>2502.79</b>	<b>3131.43</b>	<b>3893.93</b>	<b>4822.77</b>	EBIT/营业收入	37.9%	38.5%	39.5%	39.7%	40.1%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	3957.75	5381.27	7276.59	11706.23	14704.00	固定资产周转天数	74	56	69	62	50
交易性金融资产	2683.85	2256.05	2256.05	2256.05	2256.05	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>57</b>	<b>-3</b>	<b>24</b>	<b>-23</b>	<b>0</b>
应收账款	39.85	46.72	64.66	69.13	98.11	流动资产周转天数	566	540	535	589	588
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转天数	2	2	2	2	2
预付帐款	5.45	5.24	8.06	8.76	10.39	存货周转天数	642	693	714	735	757
存货	3194.22	3909.66	5054.11	5945.88	7636.19	总资产周转天数	739	745	700	681	667
其他流动资产	13.58	34.16	37.23	37.28	37.28	投资资本周转天数	530	540	506	494	487
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	21.8%	22.6%	23.5%	24.0%	24.2%
长期股权投资	24.28	28.81	33.34	37.87	42.40	ROA	14.1%	13.8%	15.0%	14.9%	15.6%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	19.6%	19.6%	21.4%	22.1%	22.6%
固定资产	1293.66	1218.94	1890.07	2109.39	2102.80	费用率					
在建工程	726.45	1760.60	880.30	440.15	220.07	销售费用率	15.1%	17.6%	16.8%	17.0%	17.1%
无形资产	169.90	342.68	413.81	494.45	602.64	管理费用率	4.0%	4.1%	4.2%	4.4%	4.5%
其他非流动资产	25.80	50.64	55.71	61.28	67.41	财务费用率	-1.0%	-1.3%	-1.2%	-1.3%	-1.8%
<b>资产总额</b>	<b>14433.70</b>	<b>18183.71</b>	<b>20900.13</b>	<b>26193.60</b>	<b>30817.10</b>	三费/营业收入	18.1%	20.5%	19.8%	20.1%	19.9%
短期债务	0.00	600.00	600.00	600.00	600.00	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	434.26	811.25	378.32	1154.94	750.48	资产负债率	35.6%	39.2%	36.3%	38.0%	35.3%
应付票据	135.95	270.00	129.75	375.70	253.35	负权益比	55.2%	64.3%	57.0%	61.3%	54.5%
其他流动负债	268.62	265.23	265.23	265.23	265.23	流动比率	1.99	1.68	1.99	2.05	2.32
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.35	1.11	1.30	1.44	1.60
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	2384.66	360.65	220.42	274.34	342.63
<b>负债总额</b>	<b>5136.62</b>	<b>7118.98</b>	<b>7583.97</b>	<b>9956.36</b>	<b>10875.86</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	DPS(元)	0.59	0.73	1.10	0.81	0.88
股本	1254.50	1254.50	1254.50	1254.50	1254.50	分红比率					
留存收益	7739.07	9506.25	11757.67	14678.76	18382.76	股息收益率	1.1%	1.4%	1.8%	1.3%	1.5%
<b>股东权益</b>	<b>9297.08</b>	<b>11064.73</b>	<b>13316.16</b>	<b>16237.25</b>	<b>19941.25</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	EPS(元)	1.62	2.01	2.50	3.10	3.84
净利润	2029.13	2502.79	3131.43	3893.93	4822.77	BVPS(元)	7.41	8.82	10.61	12.94	15.90
加:折旧和摊销	120.35	143.58	218.54	230.48	236.34	PE(X)	33.6	25.4	24.0	19.3	15.6
资产减值准备	0.55	1.52	1.52	1.52	1.52	PB(X)	7.3	5.8	5.6	4.6	3.8
公允价值变动损失	-97.62	-84.00	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	1.06	8.27	18.00	18.00	18.00	P/S	10.6	8.1	7.5	6.0	4.9
投资收益	-121.27	-122.19	-100.00	-100.00	0.00	EV/EBITDA	25.2	18.6	16.3	12.4	9.5
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	1200.68	557.10	-709.09	1438.19	-783.11	PEG	1.1	1.1	1.0	0.8	0.7
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>3024.10</b>	<b>2779.75</b>	<b>2800.30</b>	<b>5441.90</b>	<b>4289.33</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-1215.53</b>	<b>-1121.14</b>	<b>-7.02</b>	<b>-21.50</b>	<b>-154.72</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-1360.84</b>	<b>-144.38</b>	<b>-897.97</b>	<b>-990.75</b>	<b>-1136.84</b>						

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。