

**投资评级 优于大市 维持**

## 23Q1 开门红表现亮眼，看好盈利弹性逐步兑现

### 股票数据

05月05日收盘价(元)	299.25
52周股价波动(元)	186.80-308.00
总股本/流通A股(百万股)	529/409
总市值/流通市值(百万元)	158184/122274

### 相关研究

《收入增长稳健，蓄力来年增长》2022.11.01

《收入延续高质增长，盈利能力稳步提升》

2022.09.01

《22Q2 业绩超预期，盈利能力持续提升》

2022.07.31

### 市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-2.6	0.0	-5.3
相对涨幅 (%)	-3.3	1.0	-1.6

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 167.13 亿元，同比+25.9%，归母净利润 31.43 亿元，同比+36.8%，其中 Q4 单季公司实现营业总收入 39.49 亿元，同比+24.7%，归母净利润 5.20 亿元，同比+58.2%。同时公布 2022 年利润分配方案，每 10 股派发现金红利 30.00 元（含税），分红率为 50.5%。

公司发布 2023 年一季报：23Q1 公司实现营业总收入 65.84 亿元，同比+24.8%，归母净利润 15.70 亿元，同比+42.9%。

● **收入延续快速增长，全国化进程加速推进。**分产品：22 年年份原浆系列实现加速增长，收入同比+30.1%（量+21.8%，价+6.8%），我们认为或与古 8 及以上产品表现良好有关；古井贡酒/黄鹤楼系列收入同比+16.5%/+11.4%（量+9.1%/+5.1%，价+6.7%/+5.9%）。23 年公司将进一步改革薪酬与绩效考核体系，提升运营效率，我们认为有望进一步激发组织活力。分地区：22 年大本营华中市场表现优异，收入同比+26.9%，华北/华南市场分别同比+23.8%/+15.2%。22H2 经销商净增长 306 个至 4399 个（其中华北/华南/华中分别增长 73/47/184 个）。

● **毛利率表现靓丽，Q1 合同负债高增。**22 年毛利率同比+2.07pct 至 77.2%，我们认为受益于产品结构升级（22 年年份原浆收入占比同比+2.30pct 至 72.4%），23Q1 毛利率延续上行趋势，同比+1.78pct 至 79.7%。23Q1 合同负债净增长 39.18 亿元至 47.45 亿元（还原合同负债后收入同比+29.0%），展望未来仍留有余力。现金流表现良好，23Q1 销售回款/经营性净现金流同比+25.8%/+10.9%。展望 2023 年，公司目标实现营业收入 201 亿元，同比+20.3%，利润总额 60 亿元，同比+34.2%（23Q1 营收/利润总额同比+24.8%/+41.7%），我们认为盈利弹性有望逐步兑现。

● **盈利能力增强，费用管控良好。**22 年销售费用率同比-2.27pct 至 27.9%，主因劳务/职工薪酬费用率同比-1.50pct/-0.89pct；管理费用率同比-0.72pct 至 7.0%。22 年归母净利率同比+1.49pct 至 18.8%，主因：1）毛利率上行，同比+2.07pct，2）期间费用率缩减，22 年同比-2.80pct，3）税费扰动有所拖累，22 年有效所得税率/税金及附加率同比+2.13pct/+1.59pct。23Q1 盈利能力持续增强，归母净利率同比+3.01pct 至 23.8%，主要受益于：1）毛利率延续上行，2）销售、管理费用率收缩，23Q1 分别同比-1.33pct/-0.61pct。

● **盈利预测与投资建议。**我们预计 2023-25 年公司 EPS 分别为 8.00、9.98、12.25 元/股，给予公司 2023 年 40-45 倍 P/E，对应合理价值区间为 320.06-360.06 元，维持“优于大市”评级。

● **风险提示。**省外扩张不及预期，行业竞争加剧。

### 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	13270	16713	20319	24221	28700
(+/-)YoY(%)	28.9%	25.9%	21.6%	19.2%	18.5%
净利润(百万元)	2298	3143	4230	5274	6478
(+/-)YoY(%)	23.9%	36.8%	34.6%	24.7%	22.8%
全面摊薄 EPS(元)	4.35	5.95	8.00	9.98	12.25
毛利率(%)	75.1%	77.2%	79.0%	79.9%	80.6%
净资产收益率(%)	13.9%	17.0%	20.5%	22.7%	24.5%

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)		
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
603589	口子窖	58.76	352.56	2.58	3.14	3.69	22.74	18.73	15.94	3.96	3.50	3.10
603198	迎驾贡酒	61.48	491.84	2.13	2.69	3.31	28.84	22.87	18.55	7.10	5.86	4.87
600199	金种子酒	24.59	161.75	-0.28	0.08	0.41	-86.44	321.02	59.63	6.36	6.18	5.59
603369	今世缘	61.63	773.15	2.00	2.50	3.12	30.89	24.60	19.73	6.99	5.72	4.72
002304	洋河股份	147.86	2228.23	6.22	7.52	8.95	23.76	19.67	16.52	4.69	4.10	3.58
600702	舍得酒业	176.61	588.46	5.06	6.41	8.30	34.91	27.57	21.28	9.30	7.21	5.56
600779	水井坊	62.88	307.08	2.49	2.74	3.33	25.26	22.93	18.87	8.88	7.03	5.64
600809	山西汾酒	240.40	2932.79	6.64	8.50	10.71	36.23	28.30	22.45	13.76	9.96	7.47
	均值			3.35	4.20	5.23	14.52	60.71	24.12	7.63	6.20	5.07

注：收盘价为 2023 年 5 月 5 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>16713</b>	<b>20319</b>	<b>24221</b>	<b>28700</b>
每股收益	5.95	8.00	9.98	12.25	营业成本	3816	4276	4876	5572
每股净资产	35.04	39.00	43.94	50.02	毛利率%	77.2%	79.0%	79.9%	80.6%
每股经营现金流	5.88	9.65	11.97	14.61	营业税金及附加	2824	3433	4093	4849
每股股利	3.00	4.04	5.03	6.18	营业税金率%	16.9%	16.9%	16.9%	16.9%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	4668	5472	6402	7471
P/E	46.04	34.21	27.44	22.34	营业费用率%	27.9%	26.9%	26.4%	26.0%
P/B	7.81	7.02	6.23	5.47	管理费用	1167	1378	1618	1889
P/S	8.66	7.12	5.97	5.04	管理费用率%	7.0%	6.8%	6.7%	6.6%
EV/EBITDA	28.13	21.88	17.27	13.79	EBIT	4218	5562	6986	8615
股息率%	1.1%	1.5%	1.8%	2.3%	财务费用	-216	-307	-333	-374
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-1.3%	-1.5%	-1.4%	-1.3%
毛利率	77.2%	79.0%	79.9%	80.6%	资产减值损失	-11	0	0	0
净利润率	18.8%	20.8%	21.8%	22.6%	投资收益	-11	0	0	0
净资产收益率	17.0%	20.5%	22.7%	24.5%	<b>营业利润</b>	<b>4453</b>	<b>5998</b>	<b>7483</b>	<b>9195</b>
资产回报率	10.6%	12.8%	14.1%	15.2%	营业外收支	18	18	18	18
投资回报率	15.7%	18.7%	20.8%	22.5%	<b>利润总额</b>	<b>4470</b>	<b>6016</b>	<b>7501</b>	<b>9213</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	4532	5957	7462	9181
营业收入增长率	25.9%	21.6%	19.2%	18.5%	所得税	1219	1640	2045	2511
EBIT 增长率	46.2%	31.9%	25.6%	23.3%	有效所得税率%	27.3%	27.3%	27.3%	27.3%
净利润增长率	36.8%	34.6%	24.7%	22.8%	少数股东损益	109	146	182	224
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>3143</b>	<b>4230</b>	<b>5274</b>	<b>6478</b>
资产负债率	35.1%	34.9%	34.8%	34.7%					
流动比率	2.23	2.15	2.10	2.09	<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	1.60	1.51	1.46	1.45	货币资金	13773	14462	15934	18197
现金比率	1.38	1.30	1.27	1.27	应收账款及应收票据	63	76	91	108
<b>经营效率指标</b>					存货	6058	6788	7740	8845
应收账款周转天数	1.37	1.37	1.37	1.37	其它流动资产	2435	2526	2631	2752
存货周转天数	579.41	579.41	579.41	579.41	流动资产合计	22328	23852	26396	29902
总资产周转率	0.56	0.61	0.65	0.67	长期股权投资	10	10	10	10
固定资产周转率	6.10	5.71	5.32	5.08	固定资产	2742	3556	4549	5648
					在建工程	2455	3498	4280	4866
					无形资产	1108	1065	1023	980
					非流动资产合计	7462	9276	11008	12651
<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>29790</b>	<b>33128</b>	<b>37404</b>	<b>42553</b>
净利润	3143	4230	5274	6478	短期借款	83	0	0	0
少数股东损益	109	146	182	224	应付票据及应付账款	2750	3081	3513	4015
非现金支出	325	394	477	566	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-204	-14	-16	-16	其它流动负债	7175	8024	9073	10286
营运资金变动	-265	345	409	472	流动负债合计	10009	11105	12586	14301
<b>经营活动现金流</b>	<b>3108</b>	<b>5101</b>	<b>6326</b>	<b>7724</b>	长期借款	45	45	45	45
资产	-1578	-2191	-2191	-2191	其它长期负债	404	404	404	404
投资	6625	0	0	0	非流动负债合计	448	448	448	448
其他	222	0	0	0	<b>负债总计</b>	<b>10457</b>	<b>11553</b>	<b>13034</b>	<b>14749</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>5269</b>	<b>-2191</b>	<b>-2191</b>	<b>-2191</b>	实收资本	529	529	529	529
债权募资	-107	-83	0	0	归属于母公司所有者权益	18521	20616	23229	26439
股权募资	6	0	0	0	少数股东权益	812	958	1141	1365
其他	-1228	-2137	-2662	-3270	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>29790</b>	<b>33128</b>	<b>37404</b>	<b>42553</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-1329</b>	<b>-2221</b>	<b>-2662</b>	<b>-3270</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>7048</b>	<b>689</b>	<b>1472</b>	<b>2263</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 05 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;	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> 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。