

疫情冲击动销短期承压，看好公司业绩弹性

核心观点

- 公司公布 2022 年业绩预告，实现营收约 46.73 亿元（yoy+0.9%），实现归母净利润约 12.16 亿元（yoy+1.4%），实现扣非归母净利润约 11.63 亿元（yoy-4.3%）；22Q4，公司实现营收约 9.02 亿元（yoy-25.4%），实现归母净利润 1.61 亿元（yoy-19.0%），疫情多点爆发导致公司业绩承压。
- **疫情冲击销量暂时承压，公司专注提升品牌力。**量价拆分来看，2022 年公司实现白酒销量 10776 千升（yoy-2.3%），销量全部来自中高档酒；实现吨价 43 万元/吨（yoy+3.3%）。从 22Q4 来看，公司白酒销量和吨价分别同比-20.6%、-6.1%；疫情冲击下，消费场景萎缩，预计公司动销受到一定影响，销量暂时承压。回顾全年，公司专注于产品焕新升级以及品牌高端化发展。2022 年 4 月，公司推出新一代井台，定价高于老井台，有望推升产品批价；随着疫情影响逐渐减弱，预计新井台将加速招商铺货，有望带来规模业绩增量。2022 年 9 月，公司在老版天号陈的基础上，推出新一代升级版天号陈，抢占大众赛道，进一步完善产品矩阵。此外，公司与 WTT 世界乒乓球职业大联盟达成战略合作，举办“水井坊乒了”主题活动，加强品牌与大型体育赛事关联度，进一步提升品牌力。
- **推进产能建设，夯实发展基础。**公司邛崃一期项目进展顺利，预计将于 2023 年 5 月投产，届时将增加 2 万吨/年原酒生产能力、6 万吨储存能力；公司已与邛崃市政府就邛崃二期项目签订协议，该项目投产后预计将新增 1.3 万吨/年原酒生产能力。
- **消费复苏趋势明显，公司业绩弹性可期。**当前，疫情对日常生活影响逐渐减弱，各地宴席呈现逐步恢复态势，利好公司核心产品臻酿八号动销复苏；新井台、新天号陈针对不同价位带宴席场景，有望加速渗透。春节假期期间，消费复苏势头强劲，次高端白酒景气度随之提升；水井坊作为全国化次高端酒企，有望从中受益。在消费复苏基调下，我们看好公司明年的业绩弹性。

盈利预测与投资建议

- 根据业绩预告，下调营收、费用率，我们预测公司 2022-2024 年每股收益分别为 2.49、2.96 和 3.49 元（原预测为 2.65、3.23 和 3.80 元）。结合可比公司，我们认为目前公司的合理估值水平为 2023 年的 32 倍市盈率，对应目标价为 94.72 元，维持买入评级。

风险提示：消费需求不及预期、产品铺货进度不及预期、食品安全事件风险。

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,006	4,632	4,673	5,548	6,470
同比增长(%)	-15.1%	54.1%	0.9%	18.7%	16.6%
营业利润(百万元)	965	1,669	1,672	1,990	2,345
同比增长(%)	-12.4%	73.0%	0.2%	19.0%	17.8%
归属母公司净利润(百万元)	731	1,199	1,216	1,446	1,703
同比增长(%)	-11.5%	64.0%	1.4%	18.9%	17.8%
每股收益(元)	1.50	2.46	2.49	2.96	3.49
毛利率(%)	84.2%	84.5%	84.4%	84.8%	85.1%
净利率(%)	24.3%	25.9%	26.0%	26.1%	26.3%
净资产收益率(%)	34.4%	50.3%	39.0%	35.9%	34.5%
市盈率	55.4	33.8	33.3	28.0	23.8
市净率	19.0	15.4	11.2	9.1	7.5

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 买入（维持）

股价（2023年01月30日）	83.01 元
目标价格	94.72 元
52 周最高价/最低价	102.05/54.55 元
总股本/流通 A 股（万股）	48,836/48,836
A 股市值（百万元）	40,539
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2023 年 01 月 30 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	0.29	-1.67	49.89	-15.03
相对表现	-0.18	-10.19	31.25	-7.09
沪深 300	0.47	8.52	18.64	-7.94



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

典藏实现高成长，天号陈丰富产品体系	2022-10-31
主销地疫情下动销暂时承压，期待后续复苏性增长	2022-10-13
收入短期承压盈利转正，新品推进圈层营销可期	2022-07-26

投资建议

根据业绩预告，下调营收、费用率，我们预测公司 2022-2024 年每股收益分别为 2.49、2.96 和 3.49 元（原预测为 2.65、3.23 和 3.80 元）。结合可比公司，我们认为目前公司的合理估值水平为 2023 年的 32 倍市盈率，对应目标价为 94.72 元，维持买入评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）			市盈率		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
酒鬼酒	000799	145.10	3.55	4.46	5.61	40.88	32.53	25.86
泸州老窖	000568	249.23	6.94	8.64	10.52	35.90	28.85	23.70
古井贡酒	000596	287.59	5.76	7.37	9.16	49.94	39.02	31.41
舍得酒业	600702	182.50	4.65	5.91	7.67	39.27	30.90	23.79
今世缘	603369	59.46	1.98	2.48	3.00	29.99	24.02	19.83
山西汾酒	600809	296.93	6.44	8.35	10.54	46.11	35.55	28.18
调整后平均						41	32	25

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所（注：最新价格为 2023 年 1 月 30 日收盘价）

风险提示

- **消费需求不及预期风险。**严控“三公消费”造成了白酒行业一段时期的萎靡，受此影响白酒终端消费的需求逐渐向商务及大众化转变。若消费需求不及预期，可能对公司造成不利影响。此外，如果国内疫情出现反复，可能将对白酒终端消费造成不利影响。
- **产品铺货进度不及预期风险。**新一代典藏、井台、天号陈为公司重要增长点，若焕新产品铺货进度不及预期，可能会拖累业绩增速。
- **食品安全事件风险。**若白酒行业发生食品安全黑天鹅事件，可能对公司营收和利润造成不利影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,330	1,890	2,642	3,436	4,280
应收票据、账款及款项融资	9	13	8	9	10
预付账款	36	77	77	92	107
存货	1,879	2,197	2,230	2,579	2,946
其他	10	10	6	4	5
流动资产合计	3,265	4,187	4,963	6,121	7,350
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	534	501	947	1,214	1,390
在建工程	228	705	365	195	110
无形资产	123	120	109	98	87
其他	217	379	304	341	322
非流动资产合计	1,102	1,704	1,724	1,848	1,909
资产总计	4,367	5,891	6,687	7,969	9,259
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	631	1,015	1,030	1,191	1,361
其他	1,585	2,218	2,024	2,307	2,447
流动负债合计	2,216	3,233	3,054	3,498	3,808
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	15	26	26	26	26
非流动负债合计	15	26	26	26	26
负债合计	2,231	3,259	3,081	3,524	3,834
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	488	488	488	488	488
资本公积	387	270	395	395	395
留存收益	1,260	1,873	2,723	3,561	4,541
其他	0	0	0	0	0
股东权益合计	2,136	2,632	3,606	4,444	5,425
负债和股东权益总计	4,367	5,891	6,687	7,969	9,259

现金流量表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	731	1,199	1,216	1,446	1,703
折旧摊销	65	73	30	39	45
财务费用	(23)	(37)	(22)	(30)	(38)
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	466	555	(135)	46	(58)
其它	(394)	(161)	75	(37)	19
经营活动现金流	845	1,629	1,163	1,463	1,671
资本支出	(204)	(491)	(125)	(125)	(125)
长期投资	0	0	(0)	0	0
其他	(14)	(48)	1	(1)	0
投资活动现金流	(218)	(538)	(124)	(126)	(125)
债权融资	162	143	(69)	34	(17)
股权融资	1	(117)	125	0	0
其他	(708)	(556)	(344)	(578)	(685)
筹资活动现金流	(545)	(531)	(288)	(543)	(702)
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0
现金净增加额	83	560	752	794	844

利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,006	4,632	4,673	5,548	6,470
营业成本	475	717	728	842	962
营业税金及附加	468	736	743	882	1,029
营业费用	841	1,227	1,231	1,483	1,730
管理费用及研发费用	281	325	328	384	448
财务费用	(23)	(37)	(22)	(30)	(38)
资产、信用减值损失	13	5	7	8	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
其他	14	11	14	13	13
营业利润	965	1,669	1,672	1,990	2,345
营业外收入	3	3	3	3	3
营业外支出	9	36	17	21	24
利润总额	958	1,636	1,658	1,973	2,324
所得税	227	437	443	527	620
净利润	731	1,199	1,216	1,446	1,703
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	731	1,199	1,216	1,446	1,703
每股收益 (元)	1.50	2.46	2.49	2.96	3.49

主要财务比率					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	-15.1%	54.1%	0.9%	18.7%	16.6%
营业利润	-12.4%	73.0%	0.2%	19.0%	17.8%
归属于母公司净利润	-11.5%	64.0%	1.4%	18.9%	17.8%
获利能力					
毛利率	84.2%	84.5%	84.4%	84.8%	85.1%
净利率	24.3%	25.9%	26.0%	26.1%	26.3%
ROE	34.4%	50.3%	39.0%	35.9%	34.5%
ROIC	33.8%	50.1%	38.7%	35.7%	34.2%
偿债能力					
资产负债率	51.1%	55.3%	46.1%	44.2%	41.4%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.47	1.30	1.62	1.75	1.93
速动比率	0.61	0.62	0.89	1.01	1.16
营运能力					
应收账款周转率	194.1	987.0	623.6	673.9	668.5
存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.3
总资产周转率	0.7	0.9	0.7	0.8	0.8
每股指标 (元)					
每股收益	1.50	2.46	2.49	2.96	3.49
每股经营现金流	1.73	3.34	2.38	3.00	3.42
每股净资产	4.37	5.39	7.38	9.10	11.11
估值比率					
市盈率	55.4	33.8	33.3	28.0	23.8
市净率	19.0	15.4	11.2	9.1	7.5
EV/EBITDA	38.9	23.0	23.3	19.6	16.7
EV/EBIT	41.6	24.0	23.8	20.0	17.0

资料来源：东方证券研究所

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。

本报告仅供本公司的客户使用。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。