



22Q1 业绩低于预期 U 型底已筑拐点仍需等待

2022 年 04 月 29 日



分析师：王言海

执业证号：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

研究助理：孙冉

执业证号：S01001211100003

电话：021-80508452

邮箱：sunran@mszq.com

➤ **公司 4 月 27 日发布 2021 年年报及 2022 年一季报：**21 全年/21Q4/22Q1 实现营收 50.29/14.00/13.12 亿元，同比+25.37%/+5.72%/+11.80%；实现归母净利润 17.27/5.77/4.85 亿元，同比+35.38%/+39.95%/+15.53%；扣非后归母净利润 14.84/3.79/4.73 亿元，同比+19.45%/-5.48%/17.46%。2021 年公司毛利率 73.9%，同比-1.27pct，或受税收调节与扫码费用兑付影响所致。21 年净利润 34.25%，同比增 2.55pct；22Q1 期末公司合同负债+其他流动负债共计 3.92 亿元，较 21 年期末的 7.21 亿元，预收账款期内减少 3.29 亿元。

➤ **产品矩阵完备 高端吨价上行。分产品看：**2021 年公司高端/中档/低档三类酒分别实现营收：47.77/1.01/0.88 亿，同比+24.48%/+97.94%/+20.13%，高中低三档占比稳定，均呈增长态势。吨价 17.27/3.29/2.36 万元/吨，同比+6%/-26%/-2%。反映年份系列产品结构持续优化。22Q1 年公司高/中档/低档酒分别实现营收：12.39/0.25/0.29 亿，同比+11.29%/+17.37%/+20.19%。我们认为未来年份型产品口子 5 年、6 年将继续深耕百元价格带，稳固基本盘，口子 10 年、20 年在 200-500 元价位具备放量基础，新品 518 卡位 500+ 次高端价位带。**分区域看：**2021 年省内/省外分别实现营收 40.78/8.89 亿，同比+28.47%/+12.76%。省内外均呈现增长趋势，省内占比 82.1%，较去年+2pct。2021 年省内/省外分别实现营收 10.09/2.93 亿，同比+10.15%/+16.98%。**分渠道看：**21 年批发代理/直销（含团购）分别实现营收 0.72/48.95 亿，同比+19.91%/+25.43%。22Q1 年批发代理/直销（含团购）分别实现营收 0.25/12.67 亿，同比+10.01%/+11.61%。**经销商数量：**2021 年末省内外经销商数量分别有 468/297 家，净增加 29/54 家，2021 年末省内外经销商数量分别有 471/307 家，净增加 3/10 家，省外招商加速。

➤ **渠道改革和组织架构调整双轮推进 政府关注度提升扶持考核兼具。渠道层面：**（1）重塑“1+N 利润共享型”厂商关系，以新产品为抓手，招新商拓团购，实现渠道补全；（2）今年起针对销售团队和经销商实施全线产品考核制：一旦某品类下滑则收回重新招商。**组织层面：**（1）合肥营销中心进入装修调试阶段，预计 5 月启用，总部已启动属地招聘工作。华东营销中心筹建中；（2）自上而下优化销售队伍，完善考核机制，对过往考核不达标的省级大力经理降级降薪，内部提拔年轻且经验丰富的经理助理上位，提升团队动能、推进组织年轻化。**政府层面：**公司 2021 年跃升为淮北市纳税额第一，安徽省民营企业第二。省、市各级政府加强重视，未来政策支持和考核压力兼具。

推荐

维持评级

当前价格：

50.44 元

相关研究

1. 口子窖 (603589.SH) 公司深度报告: 充分受益安徽经济高成长，徽酒龙头改革向上

dai

➤ **投资建议：**公司作为徽酒龙头省内市场稳固，将受益域内经济高成长带来的消费扩容，但考虑到：（1）短期省内因疫情多地限制堂食，终端消费能力受损，且疫情后回补空间或有限；（2）长期省酒竞争格局加剧且公司渠道改革、组织调整、员工激励等各项措施成效仍有待观察。基于上述我们预计 22-24 年公司实现收入 60.44/71.82/85.06 亿，同比+20.2%/+18.8%/+18.4%；实现归母净利润 20.98/24.64/29.91 亿元，同比 +21.5%/+17.4%/+21.4%，EPS 分别为 3.5/4.11/4.99，对应 PE 分别为 15X/12X/10X。继续看好公司改革带来困境反转的业绩估值修复机会，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**（1）省内经济增长支撑性不达预期；（2）疫情致消费场景及消费能力受损超预期；（3）省内渠道改革及省外市场开拓不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	5029	6044	7182	8506
增长率（%）	25.4	20.2	18.8	18.4
归属母公司股东净利润（百万元）	1727	2098	2464	2991
增长率（%）	35.4	21.5	17.4	21.4
每股收益（元）	2.88	3.50	4.11	4.99
PE	18	15	12	10
PB	3.7	3.0	2.4	1.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 4 月 29 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	5029	6044	7182	8506
营业成本	1312	1561	1865	2220
营业税金及附加	768	923	1099	1300
销售费用	639	701	908	1048
管理费用	254	313	384	442
研发费用	22	20	29	33
EBIT	2030	2525	2897	3463
财务费用	-11	-96	-150	-212
资产减值损失	-3	0	0	0
投资收益	42	69	79	88
营业利润	2361	2796	3292	4026
营业外收支	4	0	0	0
利润总额	2365	2796	3292	4026
所得税	638	698	829	1034
净利润	1727	2098	2464	2991
归属于母公司净利润	1727	2098	2464	2991
EBITDA	2212	2783	3179	3772

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1881	3603	4988	7127
应收账款及票据	611	878	1059	1174
预付款项	35	43	51	60
存货	3541	3946	5047	5869
其他流动资产	761	762	763	763
流动资产合计	6829	9232	11907	14994
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2033	2190	2322	2446
无形资产	529	551	586	636
非流动资产合计	4202	4605	5100	5597
资产合计	11031	13836	17007	20590
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	738	975	1193	1352
其他流动负债	1882	2353	2841	3275
流动负债合计	2620	3327	4034	4626
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	161	161	161	161
非流动负债合计	161	161	161	161
负债合计	2781	3489	4196	4788
股本	600	600	600	600
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	8249	10348	12811	15803
负债和股东权益合计	11031	13836	17007	20590

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	25.37	20.18	18.83	18.44
EBIT 增长率	26.63	24.39	14.71	19.56
净利润增长率	35.38	21.48	17.42	21.41
盈利能力 (%)				
毛利率	73.90	74.18	74.03	73.90
净利率	34.35	34.72	34.31	35.17
总资产收益率 ROA	15.66	15.16	14.49	14.53
净资产收益率 ROE	20.94	20.28	19.23	18.93
偿债能力				
流动比率	2.61	2.77	2.95	3.24
速动比率	1.24	1.58	1.69	1.96
现金比率	0.72	1.08	1.24	1.54
资产负债率 (%)	25.22	25.21	24.67	23.25
经营效率				
应收账款周转天数	0.16	0.20	0.17	0.18
存货周转天数	984.86	922.77	987.64	965.09
总资产周转率	0.46	0.44	0.42	0.41
每股指标 (元)				
每股收益	2.88	3.50	4.11	4.99
每股净资产	13.75	17.25	21.35	26.34
每股经营现金流	1.31	3.68	3.20	4.33
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	18	15	12	10
PB	3.7	3.0	2.4	1.9
EV/EBITDA	13.05	9.75	8.10	6.26
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1727	2098	2464	2991
折旧和摊销	182	257	282	308
营运资金变动	-824	27	-584	-355
经营活动现金流	786	2209	1918	2596
资本开支	-531	-548	-609	-538
投资	745	-8	-4	-6
投资活动现金流	272	-487	-534	-457
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-720	0	0	0
现金净流量	338	1722	1384	2139

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001