

收入短期承压盈利转正，新品推进圈层营销可期

核心观点

- 公司发布 22 年半年报，22H1 营收 20.74 亿元 (yoy+12.9%)，归母净利润 3.70 亿元 (yoy-2.0%)；其中 22Q2 营收 6.59 亿元 (yoy+10.4%)，归母净利润 0.07 亿元 (yoy+116.9%)，二季度在疫情影响下，公司盈利转正，整体业绩向好。
- 白酒持续量价齐升，合同负债增速较高。22H1，公司白酒销量和吨价分别提升 5.7%和 5.5%，量价齐升。分产品，高档白酒收入 19.84 亿元 (yoy+11.4%)，中档白酒收入 0.61 亿元 (yoy+13.9%)，产品结构与去年同期基本一致。分渠道，22H1 公司批发代理、新渠道及团购收入分别为 19.26 亿元 (yoy+19.4%) 和 1.20 亿元 (yoy-46.1%)，批发代理渠道稳定增长，但预计新渠道及团购受疫情影响较大。22Q2 末合同负债余额 8.57 亿元，同比提升 34.1%，渠道打款积极性仍较高，看好下半年业绩增速恢复。
- 毛利率稳定提升，积极拓展渠道加强品牌塑造。22H1 毛利率 84.8%(yoy+0.3pct)，保持提升趋势；销售费用率为 33.6%(yoy+1.8pct)，主要系广告促销费和销售人员薪酬增加，公司加强品牌塑造和新版典藏和井台等产品的推广；管理费用率为 9.9% (yoy+1.0pct)；税金及附加占营收比重为 17.3%(yoy+1.7pct)。综合，22H1 销售净利率 17.8%(yoy-2.7pct)。其中 22Q2，公司毛利率 84.6%(yoy+1.1pct)，销售费用率 43.3%(yoy-9.4pct)，主要因为去年同期销售费用率较高；22Q2 销售净利率 1.1% (yoy+8.1pct)，盈利同比转正，边际盈利能力改善。
- 新品推进强化圈层营销，渠道变革加速市场拓张。国内疫情好转，宏观经济逐步恢复，各地堂食重新开放，宴席等场景恢复，整体环境利好白酒消费。边际上，典藏、井台和臻酿八号的批价分别为 670 元、440 元和 320 元，环比保持稳定。公司推出升级版典藏、井台，有望逐步替代老版产品，推动批价上行。22H1 新井台铺货数量稳步提升，新典藏团购企业数量增至 2000 多家，预计两款产品有望逐步放量，贡献业绩增量，引领产品结构升级。

盈利预测与投资建议

- 下调营收和毛利率，上调费用率，预测公司 22-24 年每股收益分别为 2.83、3.53 和 4.23 元 (原预测为 2.93、3.68 和 4.49 元)。结合可比公司，维持前次估值，给予 22 年 40 倍 PE，目标价 113.2 元，维持买入评级。

风险提示：产品价格波动、消费需求不及预期、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	5,416	6,511	7,673
同比增长(%)	-15.1%	54.1%	16.9%	20.2%	17.8%
营业利润(百万元)	965	1,669	1,901	2,366	2,840
同比增长(%)	-12.4%	73.0%	13.9%	24.5%	20.0%
归属母公司净利润(百万元)	731	1,199	1,383	1,722	2,066
同比增长(%)	-11.5%	64.0%	15.4%	24.5%	20.0%
每股收益(元)	1.50	2.46	2.83	3.53	4.23
毛利率(%)	84.2%	84.5%	85.2%	85.8%	86.3%
净利率(%)	24.3%	25.9%	25.5%	26.4%	26.9%
净资产收益率(%)	34.4%	50.3%	43.2%	40.1%	38.2%
市盈率	52.9	32.3	28.0	22.5	18.7
市净率	18.1	14.7	10.2	8.1	6.4

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 (2022年07月26日)	79.2 元
目标价格	113.2 元
52 周最高价/最低价	145.95/63.61 元
总股本/流通 A 股 (万股)	48,837/48,836
A 股市值 (百万元)	38,679
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2022 年 07 月 26 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-2.52	-6.29	21.98	-38.12
相对表现	-3.7	-2.55	17.11	-17.94
沪深 300	1.18	-3.74	4.87	-20.18



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

相关报告

产品渠道积极谋变，水井坊发展有望提速	2022-07-05
22Q1 短期承压，高端战略稳步推进	2022-04-24
核心产品量价齐升，三季度业绩高速增长	2021-11-01

投资建议

下调营收和毛利率，上调费用率，预测公司 22-24 年每股收益分别为 2.83、3.53 和 4.23 元（原预测为 2.93、3.68 和 4.49 元）。结合可比公司，维持前次估值，给予 22 年 40 倍 PE，目标价 113.2 元，维持买入评级。

风险提示

- **产品价格波动风险。**公司体量较少，属于价格跟随者。公司销售情况较佳也部分源自于高端酒提价带来的性价比提升，如果高端酒提价行情结束，公司可能面临价格天花板及性价比下行风险，可能对公司销售造成不利影响。
- **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。
- **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						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,330	1,890	2,828	3,845	4,949	营业收入	3,006	4,632	5,416	6,511	7,673
应收票据、账款及款项融资	9	13	9	10	12	营业成本	475	717	802	923	1,049
预付账款	36	77	90	108	127	营业税金及附加	468	736	861	1,035	1,220
存货	1,879	2,197	2,456	2,826	3,212	营业费用	841	1,227	1,502	1,773	2,082
其他	10	10	6	4	5	管理费用及研发费用	281	325	381	451	532
流动资产合计	3,265	4,187	5,388	6,793	8,305	财务费用	(23)	(37)	(23)	(33)	(44)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	13	5	7	8	7
固定资产	534	501	947	1,214	1,390	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	228	705	365	195	110	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	123	120	109	98	87	其他	14	11	14	13	13
其他	217	379	304	341	322	营业利润	965	1,669	1,901	2,366	2,840
非流动资产合计	1,102	1,704	1,724	1,848	1,909	营业外收入	3	3	3	3	3
资产总计	4,367	5,891	7,113	8,641	10,215	营业外支出	9	36	17	21	24
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	958	1,636	1,887	2,349	2,819
应付票据及应付账款	631	1,015	1,134	1,305	1,483	所得税	227	437	504	627	752
其他	1,585	2,218	2,178	2,506	2,696	净利润	731	1,199	1,383	1,722	2,066
流动负债合计	2,216	3,233	3,312	3,811	4,179	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	731	1,199	1,383	1,722	2,066
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.50	2.46	2.83	3.53	4.23
其他	15	26	26	26	26						
非流动负债合计	15	26	26	26	26	主要财务比率					
负债合计	2,231	3,259	3,339	3,837	4,206		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	488	488	488	488	488	营业收入	-15.1%	54.1%	16.9%	20.2%	17.8%
资本公积	387	270	395	395	395	营业利润	-12.4%	73.0%	13.9%	24.5%	20.0%
留存收益	1,260	1,873	2,890	3,920	5,126	归属于母公司净利润	-11.5%	64.0%	15.4%	24.5%	20.0%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	2,136	2,632	3,774	4,804	6,009	毛利率	84.2%	84.5%	85.2%	85.8%	86.3%
负债和股东权益总计	4,367	5,891	7,113	8,641	10,215	净利率	24.3%	25.9%	25.5%	26.4%	26.9%
						ROE	34.4%	50.3%	43.2%	40.1%	38.2%
						ROIC	33.8%	50.1%	42.9%	39.8%	37.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	51.1%	55.3%	46.9%	44.4%	41.2%
净利润	731	1,199	1,383	1,722	2,066	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	65	73	30	39	45	流动比率	1.47	1.30	1.63	1.78	1.99
财务费用	(23)	(37)	(23)	(33)	(44)	速动比率	0.61	0.62	0.89	1.04	1.22
投资损失	0	0	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	466	555	(116)	77	(23)	应收账款周转率	194.1	987.0	669.3	677.8	671.7
其它	(394)	(161)	75	(37)	19	存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
经营活动现金流	845	1,629	1,349	1,766	2,064	总资产周转率	0.7	0.9	0.8	0.8	0.8
资本支出	(204)	(491)	(125)	(125)	(125)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	(0)	0	0	每股收益	1.50	2.46	2.83	3.53	4.23
其他	(14)	(48)	1	(1)	0	每股经营现金流	1.73	3.34	2.76	3.62	4.23
投资活动现金流	(218)	(538)	(124)	(126)	(125)	每股净资产	4.37	5.39	7.73	9.84	12.30
债权融资	162	143	(69)	34	(17)	估值比率					
股权融资	1	(117)	125	0	0	市盈率	52.9	32.3	28.0	22.5	18.7
其他	(708)	(556)	(343)	(659)	(817)	市净率	18.1	14.7	10.2	8.1	6.4
筹资活动现金流	(545)	(531)	(287)	(624)	(834)	EV/EBITDA	36.5	21.6	19.3	15.5	12.9
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	39.0	22.5	19.6	15.8	13.1
现金净增加额	83	560	938	1,017	1,104						

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