

二季度盈利高增长，徽酒龙头拾级而上

核心观点

- 公司发布 2022 年半年度业绩快报。2022H1，公司预计实现营业收入 90.02 亿元 (yoy+28.5%)，实现归母净利润 19.19 亿元 (yoy+39.2%)，EPS 为 3.63 元；其中 22Q2 预计实现营业收入 37.28 亿元 (yoy+29.5%)，实现归母净利润 8.20 亿元 (yoy+45.3%)，业绩超出市场预期，盈利能力持续提升。
- **产品结构持续升级，合同负债亮眼有望支撑业绩增长。**分产品，目前古 8 贡献主要收入来源，省内消费升级趋势下预计古 8 稳步增长；公司重点培育产品古 16、古 20 在低基数下预计增速较高，产品结构预计升级。22H1，省内结构升级+渠道下沉，预计稳步增长；公司持续推进省外市场拓张，预计贡献较大增量。22H1 末，公司合同负债 34.28 亿元 (yoy+54.9%)；在经调整营收 (营业收入+合同负债增减) 的口径下，22H1 公司经调整营收同比增长 48.1%；渠道打款较为积极，看好下半年增速。
- **22H1 盈利能力提升明显，未来仍有较大提升空间。**22H1 公司归母净利率 21.3% (yoy+1.6pct)，其中 22Q2 归母净利率 22.0% (yoy+2.4pct)，盈利能力改善明显。2021 年公司毛利率 75.1%，盈利能力较强；同期销售费用率为 30.2%，在白酒板块中处于较高水平。公司投入较高销售费用，致力于提升品牌知名度，加速省内外渠道扩张；中长期看，公司销售费用率存在优化空间，利润率有望进一步提升。
- **消费升级引领结构优化，省内外市场协同发力。**边际上，随着疫情缓解，省内堂食、宴席等白酒消费场景逐渐复苏，有利于白酒消费升级，看好下半年省内白酒动销情况。中长期，安徽省内半导体、新能源等新兴产业快速发展，推动省内宏观经济稳步向上，进而引领省内白酒产业消费升级；公司作为徽酒龙头，有望充分受益，古 8 及以上产品占比有望提升。省外，公司继续推进以古 20 为核心的全国化战略，打造次高端大单品，省外占比有望进一步提升。公司计划 22 年实现营收 153 亿元 (yoy+15.3%) 和利润总额 35.5 亿元 (yoy+11.9%)，目前营收、利润总额分别达成目标的 59%、75%，22 年计划有望顺利实现。

盈利预测与投资建议

- 略上调营收和毛利率，预测公司 22-24 年每股收益分别为 5.60、6.90 和 8.29 元 (原预测为 5.60、6.80 和 8.08 元)。参考可比公司估值，维持 22 年 43 倍 PE，对应目标价 240.80 元，维持买入评级。

风险提示：黄鹤楼业绩不及预期、消费升级不及预期、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)	10,292	13,270	16,251	19,340	22,707
同比增长(%)	-1.2%	28.9%	22.5%	19.0%	17.4%
营业利润(百万元)	2,435	3,102	4,003	4,938	5,947
同比增长(%)	-13.8%	27.4%	29.1%	23.4%	20.4%
归属母公司净利润(百万元)	1,855	2,298	2,962	3,650	4,383
同比增长(%)	-11.6%	23.9%	28.9%	23.2%	20.1%
每股收益(元)	3.51	4.35	5.60	6.90	8.29
毛利率(%)	75.2%	75.1%	76.4%	77.5%	78.3%
净利率(%)	18.0%	17.3%	18.2%	18.9%	19.3%
净资产收益率(%)	19.5%	17.3%	17.0%	18.8%	20.1%
市盈率	60.8	49.1	38.1	30.9	25.7
市净率	11.2	6.8	6.1	5.5	4.9

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29日)	213.34 元
目标价格	240.80 元
52 周最高价/最低价	275.26/158.99 元
总股本/流通 A 股 (万股)	52,860/52,860
A 股市值 (百万元)	112,772
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2022 年 08 月 01 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-8.39	-10.51	10.21	8.64
相对表现	-6.19	-2.14	14.63	32.04
沪深 300	-2.2	-8.37	-4.42	-23.4



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

一季度合同负债亮眼，结构升级驱动盈利改善	2022-05-05
费用波动影响短期盈利，看好长期成长空间	2021-11-01
盈利增速环比提升，徽酒龙头稳健增长	2021-08-29

投资建议

略上调营收和毛利率，预测公司 22-24 年每股收益分别为 5.60、6.90 和 8.29 元（原预测为 5.60、6.80 和 8.08 元）。参考可比公司估值，维持 22 年 43 倍 PE，对应目标价 240.80 元，维持买入评级。

风险提示

- **黄鹤楼业绩不及预期风险。**公司收购黄鹤楼 51% 股权，若由于湖北市场竞争加剧或其他因素导致黄鹤楼业绩不及预期，或将对企业业绩带来负面影响。
- **消费升级不及预期风险。**公司产品结构升级持续进行中，未来核心价位段有望衍生至 200 元以上，若省内消费需求升级不及预期，或将对公司销量造成负面影响。
- **食品安全事件风险。**若白酒行业发生食品安全事件，可能对公司产品销售和经营业绩造成不利影响。

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	5,971	11,925	14,604	17,379	20,405	营业收入	10,292	13,270	16,251	19,340	22,707
应收票据、账款及款项融资	1,741	634	765	911	1,069	营业成本	2,550	3,304	3,834	4,360	4,935
预付账款	56	157	192	228	268	营业税金及附加	1,625	2,032	2,488	2,961	3,477
存货	3,417	4,663	3,834	4,360	4,935	营业费用	3,121	4,008	4,899	5,830	6,845
其他	335	2,911	2,858	2,898	2,909	管理费用及研发费用	843	1,074	1,315	1,565	1,837
流动资产合计	11,520	20,290	22,254	25,777	29,586	财务费用	(261)	(204)	(240)	(267)	(290)
长期股权投资	5	5	5	5	5	资产、信用减值损失	15	23	13	17	18
固定资产	1,798	1,984	2,507	2,800	2,963	公允价值变动收益	(20)	7	(6)	0	(3)
在建工程	279	1,064	732	566	483	投资净收益	7	5	6	5	5
无形资产	935	1,063	1,027	990	953	其他	49	57	61	59	60
其他	650	1,011	850	850	877	营业利润	2,435	3,102	4,003	4,938	5,947
非流动资产合计	3,667	5,128	5,121	5,212	5,282	营业外收入	67	80	73	77	75
资产总计	15,187	25,418	27,375	30,989	34,868	营业外支出	27	11	19	15	17
短期借款	71	30	558	966	1,681	利润总额	2,474	3,171	4,057	5,000	6,005
应付票据及应付账款	646	1,148	1,106	1,258	1,424	所得税	626	797	1,020	1,256	1,509
其他	3,771	6,502	6,217	6,983	7,276	净利润	1,848	2,374	3,038	3,743	4,496
流动负债合计	4,488	7,680	7,882	9,207	10,380	少数股东损益	(7)	76	76	94	112
长期借款	60	172	112	112	112	归属于母公司净利润	1,855	2,298	2,962	3,650	4,383
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	3.51	4.35	5.60	6.90	8.29
其他	190	313	250	261	275						
非流动负债合计	250	486	363	373	387	主要财务比率					
负债合计	4,738	8,165	8,244	9,580	10,767		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	406	715	791	885	997	成长能力					
股本	504	529	529	529	529	营业收入	-1.2%	28.9%	22.5%	19.0%	17.4%
资本公积	1,295	6,225	6,225	6,225	6,225	营业利润	-13.8%	27.4%	29.1%	23.4%	20.4%
留存收益	8,244	9,787	11,586	13,771	16,350	归属于母公司净利润	-11.6%	23.9%	28.9%	23.2%	20.1%
其他	0	(3)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	10,449	17,253	19,130	21,409	24,101	毛利率	75.2%	75.1%	76.4%	77.5%	78.3%
负债和股东权益总计	15,187	25,418	27,375	30,989	34,868	净利率	18.0%	17.3%	18.2%	18.9%	19.3%
						ROE	19.5%	17.3%	17.0%	18.8%	20.1%
						ROIC	16.2%	15.5%	15.1%	16.5%	17.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	31.2%	32.1%	30.1%	30.9%	30.9%
净利润	1,848	2,374	3,038	3,743	4,496	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	227	276	284	332	358	流动比率	2.57	2.64	2.82	2.80	2.85
财务费用	(261)	(204)	(240)	(267)	(290)	速动比率	1.80	2.03	2.34	2.33	2.37
投资损失	(7)	(5)	(6)	(5)	(5)	营运能力					
营运资金变动	(785)	2,884	403	169	(325)	应收账款周转率	189.3	169.1	174.3	181.1	180.0
其它	2,602	(71)	69	(13)	(10)	存货周转率	0.8	0.8	0.9	1.1	1.1
经营活动现金流	3,625	5,254	3,548	3,959	4,223	总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.7	0.7
资本支出	(483)	(1,291)	(400)	(400)	(400)	每股指标(元)					
长期投资	0	(0)	0	(0)	0	每股收益	3.51	4.35	5.60	6.90	8.29
其他	252	(7,571)	(1)	6	3	每股经营现金流	7.20	9.94	6.71	7.49	7.99
投资活动现金流	(231)	(8,861)	(401)	(395)	(398)	每股净资产	19.00	31.29	34.69	38.83	43.71
债权融资	60	125	(73)	0	0	估值比率					
股权融资	0	4,954	0	0	0	市盈率	60.8	49.1	38.1	30.9	25.7
其他	(761)	(1,052)	(394)	(790)	(800)	市净率	11.2	6.8	6.1	5.5	4.9
筹资活动现金流	(701)	4,028	(468)	(790)	(800)	EV/EBITDA	39.9	30.2	23.7	19.2	15.9
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	44.1	33.1	25.5	20.5	17.0
现金净增加额	2,692	421	2,679	2,775	3,026						

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