

结构升级盈利提升，省内外高增业绩亮眼

核心观点

- 公司公布 2022 年三季报，1-9 月实现营收 221.44 亿元（yoy+28.3%），归母净利润 71.08 亿元（yoy+45.7%）；22Q3，公司实现营收 68.10 亿元（yoy+32.5%），归母净利润 20.96 亿元（yoy+57.0%），高于业绩预告的数字。
- **省内外同步高增，合同负债亮眼助力后期业绩增长。**分产品，汾酒系列在前三季度、22Q3 分别实现收入 206.59 亿元（yoy+31.0%）、64.64 亿元（yoy+36.6%），预计青花汾酒系列实现高增长；前三季度，系列酒实现收入 6.63 亿元（yoy+35.5%），配制酒实现收入 6.87 亿元（yoy+21.2%）。省内，公司在前三季度、22Q3 分别实现收入 85.02 亿元（yoy+24.0%）、28.67 亿元（yoy+34.1%），预计中秋、国庆期间省内动销良好；省外，公司在前三季度、22Q3 分别实现收入 135.08 亿元（yoy+31.5%）、39.15 亿元（yoy+31.5%），省外市场拓张顺利。截至 22Q3 末，公司经销商数量为 3729 家，环比 22Q2 末增加 81 家，招商持续推进。截至 22Q3 末，公司合同负债为 47.25 亿元（yoy+23.7%），有助于后续业绩增长。
- **销售费用投入边际增加，结构升级带动盈利提升。**22 年前三季度和 22Q3，公司毛利率分别为 76.52%（yoy+1.16pct）、77.91%（yoy+1.72pct），预计主要受益于青花汾等产品高增引领的结构升级。22 年前三季度和 22Q3，公司销售费用率为 13.79%（yoy-2.34pct）、16.49%（yoy+1.66pct），预计 Q3 公司加大市场推广投入。综合，22 年前三季度公司净利率为 32.30%（yoy+3.75pct），22Q3 净利率为 30.80%（yoy+4.58pct），盈利能力改善。
- **省内产品体系持续完善，看好公司长期成长性。**公司在省内地位稳固，青花汾酒逐步放量，腰部产品稳定增长，产品体系进一步完善；省外继续加强华东和华南市场拓张，有望持续贡献增量。青花 30 复兴版拓展千元价格带，势能引导次高端产品放量；中长期，次高端扩容趋势不变，公司作为全国化优质酒企，有望持续受益。

盈利预测与投资建议

- 上调营收和毛利率，预测 22-24 年每股收益分别为 6.34、8.25 和 10.25 元（原 22-24 年预测是 6.10、7.97 和 9.81 元）。可比公司 23 年 PE 23 倍，考虑到公司业绩确定性较强，维持给予 25% 的估值溢价，对应 23 年 PE 29 倍，目标价 237.19 元，维持买入评级。

风险提示：疫情反复、省外拓张进度不及预期、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)	13,990	19,971	25,612	32,026	38,436
同比增长(%)	17.6%	42.8%	28.2%	25.0%	20.0%
营业利润(百万元)	4,235	7,029	10,295	13,402	16,654
同比增长(%)	44.6%	66.0%	46.5%	30.2%	24.3%
归属母公司净利润(百万元)	3,079	5,314	7,731	10,065	12,508
同比增长(%)	56.4%	72.6%	45.5%	30.2%	24.3%
每股收益(元)	2.52	4.36	6.34	8.25	10.25
毛利率(%)	72.2%	74.9%	77.3%	78.4%	79.4%
净利率(%)	22.0%	26.6%	30.2%	31.4%	32.5%
净资产收益率(%)	35.4%	42.5%	43.0%	41.5%	39.1%
市盈率	91.0	52.7	36.3	27.8	22.4
市净率	28.7	18.4	13.5	10.1	7.7

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10月27日）	229.7 元
目标价格	237.19 元
52 周最高价/最低价	345.29/227.39 元
总股本/流通 A 股（万股）	122,007/121,771
A 股市值（百万元）	280,251
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2022 年 10 月 28 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-14.83	-25.47	-20	-25.58
相对表现	-11.53	-18.76	-5.94	0.29
沪深 300	-3.3	-6.71	-14.06	-25.87



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

青花高增引领结构升级，省内外市场齐头并进	2022-08-25
业绩强劲回款亮眼，看好汾酒复兴红利	2022-04-28
21 年顺利收官，22Q1 实现开门红	2022-04-11

盈利预测与投资建议

上调营收和毛利率，预测 22-24 年每股收益分别为 6.34、8.25 和 10.25 元（原 22-24 年预测是 6.10、7.97 和 9.81 元）。可比公司 23 年 PE 23 倍，考虑到公司业绩确定性较强，维持给予 25% 的估值溢价，对应 23 年 PE 29 倍，目标价 237.19 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
贵州茅台	600519	1401.00	49.72	58.23	67.60	28.18	24.06	20.72
古井贡酒	000596	202.61	5.72	7.18	8.83	35.41	28.22	22.95
泸州老窖	000568	159.30	6.89	8.60	10.50	23.12	18.51	15.17
酒鬼酒	000799	109.10	3.97	5.35	6.95	27.46	20.40	15.69
重庆啤酒	600132	88.84	2.89	3.64	4.38	30.69	24.43	20.29
调整后平均						29	23	19

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所（注：最新价格为 2022 年 10 月 27 日收盘价）

风险提示

- **疫情反复风险。**国内部分地区疫情仍出现反复，若疫情传播范围扩大，将对白酒终端消费造成不利影响。
- **省外拓张进度不及预期风险。**公司作为全国化酒企，省外贡献规模营收；若省外市场拓张进度停滞或放缓，可能对公司业绩增速带来影响。
- **食品安全事件风险。**若白酒行业发生食品安全黑天鹅事件，将会对公司白酒销量和业绩造成不利影响。

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	4,607	6,146	17,481	25,793	35,771	营业收入	13,990	19,971	25,612	32,026	38,436
应收票据、账款及款项融资	4,282	4,413	2	2	2	营业成本	3,896	5,011	5,810	6,931	7,931
预付账款	117	163	209	261	314	营业税金及附加	2,503	3,730	4,784	5,981	7,179
存货	6,354	8,189	9,495	11,327	12,962	营业费用	2,276	3,160	3,537	4,326	5,077
其他	449	6,375	6,522	6,499	6,530	管理费用及研发费用	1,106	1,190	1,296	1,620	1,944
流动资产合计	15,808	25,286	33,708	43,882	55,579	财务费用	(68)	(33)	(117)	(216)	(307)
长期股权投资	39	76	76	76	76	资产、信用减值损失	(4)	(2)	0	0	0
固定资产	1,761	2,247	2,246	2,201	2,116	公允价值变动收益	0	28	9	12	16
在建工程	527	247	213	187	163	投资净收益	(49)	72	(25)	(0)	16
无形资产	339	363	352	341	330	其他	3	14	6	8	9
其他	1,304	1,736	1,533	1,633	1,582	营业利润	4,235	7,029	10,295	13,402	16,654
非流动资产合计	3,971	4,669	4,421	4,437	4,268	营业外收入	6	71	27	34	44
资产总计	19,779	29,955	38,129	48,319	59,847	营业外支出	4	10	5	6	7
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	4,237	7,091	10,316	13,430	16,690
应付票据及应付账款	2,311	2,812	3,261	3,890	4,451	所得税	1,121	1,701	2,475	3,222	4,004
其他	7,318	11,453	13,534	15,979	18,284	净利润	3,116	5,390	7,842	10,209	12,687
流动负债合计	9,629	14,265	16,795	19,869	22,735	少数股东损益	37	76	111	144	179
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	3,079	5,314	7,731	10,065	12,508
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	2.52	4.36	6.34	8.25	10.25
其他	84	103	102	102	102						
非流动负债合计	84	103	102	102	102	主要财务比率					
负债合计	9,714	14,368	16,897	19,971	22,837		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	288	364	475	619	798	成长能力					
实收资本(或股本)	872	1,220	1,220	1,220	1,220	营业收入	17.6%	42.8%	28.2%	25.0%	20.0%
资本公积	104	392	392	392	392	营业利润	44.6%	66.0%	46.5%	30.2%	24.3%
留存收益	8,708	13,499	19,034	26,006	34,488	归属于母公司净利润	56.4%	72.6%	45.5%	30.2%	24.3%
其他	93	111	111	111	111	获利能力					
股东权益合计	10,065	15,587	21,232	28,349	37,009	毛利率	72.2%	74.9%	77.3%	78.4%	79.4%
负债和股东权益总计	19,779	29,955	38,129	48,319	59,847	净利率	22.0%	26.6%	30.2%	31.4%	32.5%
						ROE	35.4%	42.5%	43.0%	41.5%	39.1%
						ROIC	34.1%	41.4%	42.0%	40.4%	38.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	49.1%	48.0%	44.3%	41.3%	38.2%
净利润	3,116	5,390	7,842	10,209	12,687	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	152	163	225	243	259	流动比率	1.64	1.77	2.01	2.21	2.44
财务费用	(68)	(33)	(117)	(216)	(307)	速动比率	0.98	1.20	1.44	1.64	1.87
投资损失	49	(72)	25	0	(16)	营运能力					
营运资金变动	(1,038)	2,718	5,441	1,213	1,147	应收账款周转率	3,454.3	13,601.1	17,901.5	17,702.7	17,379.3
其它	(201)	(520)	193	(114)	35	存货周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
经营活动现金流	2,010	7,645	13,608	11,336	13,805	总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
资本支出	(322)	(372)	(180)	(160)	(140)	每股指标(元)					
长期投资	(42)	(36)	0	2	0	每股收益	2.52	4.36	6.34	8.25	10.25
其他	(375)	(4,429)	(16)	12	32	每股经营现金流	2.31	6.27	11.15	9.29	11.31
投资活动现金流	(740)	(4,837)	(196)	(146)	(108)	每股净资产	8.01	12.48	17.01	22.73	29.68
债权融资	(4)	13	1	(1)	0	估值比率					
股权融资	(128)	637	0	0	0	市盈率	91.0	52.7	36.3	27.8	22.4
其他	(1,237)	(833)	(2,079)	(2,877)	(3,719)	市净率	28.7	18.4	13.5	10.1	7.7
筹资活动现金流	(1,369)	(183)	(2,077)	(2,878)	(3,719)	EV/EBITDA	61.3	37.0	25.4	19.7	15.9
汇率变动影响	(1)	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	63.5	37.8	26.0	20.1	16.2
现金净增加额	(101)	2,625	11,335	8,312	9,978						

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