

## 产品体系持续迭代，苏酒龙头稳中求进

### 核心观点

- 公司公布 2022 年三季报，1-9 月实现营收 264.83 亿元（yoy+20.7%），归母净利润 90.72 亿元（yoy+25.8%）；22Q3 实现营收 75.75 亿元（yoy+18.4%），归母净利润 21.78 亿元（yoy+40.4%），业绩高于预报披露的数字。
- **梦 6+、水晶梦引领结构升级，海之蓝升级产品体系继续迭代。**分产品，预计梦 6+在 Q3 以来增速较高，进一步带动产品结构优化。水晶梦前期主要工作为控货稳价，当前已取得一定进展，批价约 420 元/瓶；水晶梦与国缘四开批价接近，但四开主要场景以商务接待为主，水晶梦以宴席为主，二者本质为错位竞争。公司年内对海之蓝升级换代，同时对老版进行全面停货；当前新版海之蓝铺货已完成，预计伴随旧版库存减少，新版将加速放量，推动产品价位带上移。分区域，梦 6+在省内推广工作已取得阶段性进展，下一步将加速消费者培育和渠道下沉；梦 6+已完成全国市场网络布局，省外规模、增速、开瓶数逐步提升；当前梦之蓝省内销售占比约 60%，省外拓展空间较可观。截至 22Q3 末，公司合同负债为 81.73 亿元（yoy+25.5%），有助于后续业绩增长。
- **费用率有效控制，盈利能力改善。**22 年前三季度，公司毛利率 74.54%（yoy-0.39pct），销售费用率、管理费用率、营业税金及附加分别同比降低 0.44pct、0.31pct 和 1.42pct；22Q3，公司毛利率 76.03%（yoy-0.12pct），销售费用率、管理费用率、财务费用率、税金及附加占比分别同比+0.48pct、+0.52pct、-2.14pct、-2.69pct，整体费用率得到控制。综合，22 年前三季度公司净利率为 34.28%（yoy+1.38pct），22Q3 净利率为 28.76%（yoy+4.48pct），盈利能力提升。
- **聚焦消费端改善终端动销，看好疫情后公司业绩弹性。**公司近年来对资源投放方式有所调整，从聚焦经销商、销售终端转向消费者端，有助于改善终端动销情况。实际上，江苏疫情影响减弱，当前省内餐饮、宴席等消费场景基本恢复正常，公司业务有望出现恢复性增长。江苏省内经济发达，消费升级趋势不变，公司作为省内白酒龙头未来将持受益。

### 盈利预测与投资建议

- 略下调非经常性损益，预测公司 22-24 年每股收益分别为 6.26、7.79 和 9.05 元（原预测为 6.46、7.87 和 9.08 元）。结合可比公司，给予公司 22 年 23 倍 PE 估值，对应目标价为 143.98 元，维持买入评级。

**风险提示：**省外拓展进度偏慢、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)	21,101	25,350	31,197	36,487	41,531
同比增长(%)	-8.8%	20.1%	23.1%	17.0%	13.8%
营业利润(百万元)	9,895	9,989	12,566	15,601	18,124
同比增长(%)	1.4%	0.9%	25.8%	24.2%	16.2%
归属母公司净利润(百万元)	7,482	7,508	9,439	11,735	13,638
同比增长(%)	1.3%	0.3%	25.7%	24.3%	16.2%
每股收益(元)	4.97	4.98	6.26	7.79	9.05
毛利率(%)	72.3%	75.3%	76.6%	77.4%	77.8%
净利率(%)	35.5%	29.6%	30.3%	32.2%	32.8%
净资产收益率(%)	20.0%	18.5%	21.0%	23.2%	24.0%
市盈率	26.2	26.1	20.7	16.7	14.4
市净率	5.1	4.6	4.1	3.7	3.3

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）	129.92 元
目标价格	143.98 元
52 周最高价/最低价	191.81/127.87 元
总股本/流通 A 股（万股）	150,699/150,271
A 股市值（百万元）	195,788
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	-9.01	-17.12	-24.2	-26.3
相对表现	-5.71	-10.41	-10.14	-0.43
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

二季度业绩稳定增长，持续改革强化竞争	2022-08-28
改革进入收获期，一季度业绩亮眼	2022-04-29
21Q3 扣非利润稳定增长，看好来年收入提速	2021-10-26

## 投资建议

略下调非经常性损益，预测公司22-24年每股收益分别为6.26、7.79和9.05元（原预测为6.46、7.87和9.08元）。结合可比公司，给予公司22年23倍PE估值，对应目标价为143.98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
五粮液	000858	137.10	6.96	8.11	9.37	19.71	16.90	14.63
泸州老窖	000568	159.30	6.89	8.60	10.50	23.12	18.51	15.17
古井贡酒	000596	202.61	5.72	7.18	8.83	35.41	28.22	22.95
今世缘	603369	38.23	1.99	2.44	3.00	19.23	15.64	12.73
口子窖	603589	41.03	3.15	3.68	4.30	13.04	11.15	9.53
舍得酒业	600702	124.99	4.74	6.10	7.89	26.37	20.48	15.84
迎驾贡酒	603198	49.01	2.25	2.72	3.28	21.78	18.00	14.94
调整后平均						<b>23</b>	19	16

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

- **省外拓展进度偏慢风险。**如果梦之蓝省外市场拓展的速度不及预期，可能会影响公司收入利润增速。
- **消费需求不及预期风险。**若消费需求不及预期，可能对渠道信心及公司业绩造成不利影响。
- **食品安全事件风险。**若白酒行业发生食品安全黑天鹅事件，则可能对公司的销量及业绩造成不利影响。

**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	7,243	20,956	27,697	35,001	42,834	营业收入	21,101	25,350	31,197	36,487	41,531
应收票据、账款及款项融资	618	888	1,093	1,278	1,455	营业成本	5,852	6,255	7,308	8,264	9,216
预付账款	9	9	12	14	15	营业税金及附加	3,416	4,148	5,105	5,970	6,796
存货	14,853	16,803	19,630	22,198	24,755	营业费用	2,604	3,544	4,082	4,775	5,434
其他	14,515	11,108	11,111	11,113	11,116	管理费用及研发费用	1,989	2,089	2,572	2,948	3,265
<b>流动资产合计</b>	<b>37,238</b>	<b>49,765</b>	<b>59,542</b>	<b>69,604</b>	<b>80,176</b>	财务费用	(87)	(399)	(243)	(313)	(389)
长期股权投资	30	33	33	33	33	资产、信用减值损失	6	(5)	7	3	1
固定资产	6,883	6,276	6,197	6,049	5,850	公允价值变动收益	1,268	(721)	(200)	100	200
在建工程	223	525	463	431	416	投资净收益	1,207	901	350	600	650
无形资产	1,714	1,680	1,627	1,575	1,522	其他	99	91	50	60	67
其他	7,779	9,520	9,189	9,257	9,314	<b>营业利润</b>	<b>9,895</b>	<b>9,989</b>	<b>12,566</b>	<b>15,601</b>	<b>18,124</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>16,628</b>	<b>18,034</b>	<b>17,509</b>	<b>17,345</b>	<b>17,134</b>	营业外收入	25	21	15	20	19
<b>资产总计</b>	<b>53,866</b>	<b>67,799</b>	<b>77,051</b>	<b>86,948</b>	<b>97,309</b>	营业外支出	41	63	80	80	80
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>9,879</b>	<b>9,946</b>	<b>12,501</b>	<b>15,542</b>	<b>18,063</b>
应付票据及应付账款	1,152	1,474	1,722	1,948	2,172	所得税	2,394	2,434	3,059	3,803	4,419
其他	13,505	23,259	27,202	30,837	34,352	<b>净利润</b>	<b>7,485</b>	<b>7,513</b>	<b>9,442</b>	<b>11,739</b>	<b>13,643</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>14,657</b>	<b>24,733</b>	<b>28,924</b>	<b>32,785</b>	<b>36,524</b>	少数股东损益	2	5	3	4	5
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>7,482</b>	<b>7,508</b>	<b>9,439</b>	<b>11,735</b>	<b>13,638</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	4.97	4.98	6.26	7.79	9.05
其他	739	584	663	623	643						
<b>非流动负债合计</b>	<b>739</b>	<b>584</b>	<b>663</b>	<b>623</b>	<b>643</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>15,397</b>	<b>25,317</b>	<b>29,587</b>	<b>33,408</b>	<b>37,166</b>		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	(15)	(5)	(1)	3	8	<b>成长能力</b>					
股本	1,507	1,507	1,507	1,507	1,507	营业收入	-8.8%	20.1%	23.1%	17.0%	13.8%
资本公积	(261)	726	782	782	782	营业利润	1.4%	0.9%	25.8%	24.2%	16.2%
留存收益	37,243	40,259	45,177	51,248	57,846	归属于母公司净利润	1.3%	0.3%	25.7%	24.3%	16.2%
其他	(5)	(6)	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>38,470</b>	<b>42,481</b>	<b>47,465</b>	<b>53,540</b>	<b>60,143</b>	毛利率	72.3%	75.3%	76.6%	77.4%	77.8%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>53,866</b>	<b>67,799</b>	<b>77,051</b>	<b>86,948</b>	<b>97,309</b>	净利率	35.5%	29.6%	30.3%	32.2%	32.8%
						ROE	20.0%	18.5%	21.0%	23.2%	24.0%
						ROIC	19.8%	17.9%	20.7%	22.9%	23.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	28.6%	37.3%	38.4%	38.4%	38.2%
净利润	7,485	7,513	9,442	11,739	13,643	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	765	718	599	636	672	流动比率	2.54	2.01	2.06	2.12	2.20
财务费用	(87)	(399)	(243)	(313)	(389)	速动比率	1.53	1.33	1.38	1.45	1.52
投资损失	(1,207)	(901)	(350)	(600)	(650)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(3,603)	7,663	1,162	1,103	1,001	应收账款周转率	2,078.3	9,263.4	22,413.7	21,901.3	21,626.5
其它	626	724	611	(211)	(241)	存货周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,979</b>	<b>15,318</b>	<b>11,221</b>	<b>12,353</b>	<b>14,035</b>	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
资本支出	(262)	(335)	(400)	(400)	(400)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(4)	(3)	0	0	0	每股收益	4.97	4.98	6.26	7.79	9.05
其他	4,739	2,175	150	700	850	每股经营现金流	2.64	10.16	7.45	8.20	9.31
<b>投资活动现金流</b>	<b>4,473</b>	<b>1,837</b>	<b>(250)</b>	<b>300</b>	<b>450</b>	每股净资产	25.54	28.19	31.50	35.53	39.90
债权融资	(1)	8	(8)	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	(1,002)	987	56	0	0	市盈率	26.2	26.1	20.7	16.7	14.4
其他	(4,502)	(4,542)	(4,278)	(5,350)	(6,652)	市净率	5.1	4.6	4.1	3.7	3.3
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(5,505)</b>	<b>(3,548)</b>	<b>(4,230)</b>	<b>(5,350)</b>	<b>(6,652)</b>	EV/EBITDA	15.9	16.3	13.0	10.5	9.1
汇率变动影响	(4)	(3)	-0	-0	-0	EV/EBIT	17.1	17.5	13.6	11.0	9.5
<b>现金净增加额</b>	<b>2,943</b>	<b>13,604</b>	<b>6,741</b>	<b>7,304</b>	<b>7,834</b>						

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](http://www.dfzq.com.cn)