

## 清爽重点发力突破，威士忌将于 Q4 上新

### 核心观点

- 强爽微醺稳中有增，清爽重点发力突破。**公司规划“358”产品矩阵（3度、5度、8度酒精浓度），目标群体定位明晰，目前“微醺”动销较为稳定；“强爽”于24Q1以“龙罐”为抓手，在高基数情况下仍实现5%以上增长，且复购率仍在提升；清爽系列在消费群体中接受度相对较低，今年重点发力突破，加大铺货力度，预计公司会对经销商提高清爽供货比例。公司营销方式丰富，通过流量明星代言、电视剧植入、IP联动等方式强化产品在消费群体间接受度，预计将加速清爽成长。
- 积极探索即饮渠道，渠道下沉加速贡献增量。**渠道端，线上、商超等非即饮渠道动销趋于稳定，公司持续探索餐饮渠道，探索即饮渠道增量。市场端，公司加速推进渠道下沉，预计三线及以下城市贡献较多增量。预计24年收入增量主要来源于清爽推广+餐饮渠道拓展+市场下沉，此外威士忌于年底发布或贡献收入。费用端，公司优化年度广告费用投放节奏，提高Q1投放占比，预计全年费用率同比变化不大。
- 威士忌新品将于Q4发布，有望打造新增长点。**以“重点发展威士忌，占位高品质烈酒，成为中国本土威士忌行业龙头”为战略指引，公司威士忌陈酿系列也已基本完成，威士忌成品酒预计于24Q4发布，预计目前处于预收款环节。公司目前已灌注陈酿威士忌30余万桶，未来将按节奏持续投入，增加威士忌桶陈数量；威士忌系列有望成为公司发展新的增长点。

### 盈利预测与投资建议

- 根据23年年报及24年一季报，对24、25年下调收入。预测公司24-26年每股收益分别为0.86、1.02、1.19元（原预测为24-25年为1.14、1.46元）。我们维持FCFF估值方法，计算公司权益价值为200亿元，对应目标价19.08元，维持增持评级。

#### 风险提示：

营销推广不及预期、费用大幅增加、原材料成本大幅上涨。

### 公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,593	3,264	3,687	4,302	4,932
同比增长(%)	-0.0%	25.9%	12.9%	16.7%	14.6%
营业利润(百万元)	651	1,025	1,154	1,358	1,583
同比增长(%)	-22.3%	57.4%	12.6%	17.7%	16.6%
归属母公司净利润(百万元)	521	809	908	1,068	1,245
同比增长(%)	-21.7%	55.3%	12.2%	17.7%	16.5%
每股收益(元)	0.50	0.77	0.86	1.02	1.19
毛利率(%)	63.8%	66.7%	67.9%	68.2%	68.7%
净利率(%)	20.1%	24.8%	24.6%	24.8%	25.2%
净资产收益率(%)	13.8%	20.7%	21.2%	22.3%	23.2%
市盈率	31.8	20.5	18.3	15.5	13.3
市净率	4.4	4.1	3.7	3.3	2.9

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

增持（维持）

股价（2024年07月23日）	15.8元
目标价格	19.08元
52周最高价/最低价	37.09/15元
总股本/流通A股（万股）	104,969/71,728
A股市值（百万元）	16,585
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2024年07月25日

### 股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-2.47	-12.8	-22.05	-54.9
相对表现%	-0.8	-11.21	-20.16	-44.9
沪深300%	-1.67	-1.59	-1.89	-10



### 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

### 联系人

姚晔	yaoye@orientsec.com.cn
燕斯娟	yansixian1@orientsec.com.cn

### 相关报告

盈利水平明显提升，强爽切入餐饮渠道进一步释放潜力	2023-08-10
强爽势头强劲，疫后业绩快速恢复	2023-05-14
疫情冲击二季度业绩承压，关注公司长期投资价值	2022-08-25

## 投资建议

根据 23 年年报及 24 年一季报，对 24、25 年下调收入。预测公司 24-26 年每股收益分别为 0.86、1.02、1.19 元（原预测为 24-25 年为 1.14、1.46 元）。我们维持 FCFF 估值方法，计算公司权益价值为 200 亿元，对应目标价 19.08 元，维持增持评级。

WACC 计算：以表中参数为基础，我们计算得出公司 WACC 为 10.94%。

表 1：公司 WACC 计算主要参数设定

参数	数值
所得税率	25%
目标债务比率	10%
剔除杠杆调整 Beta	1.26
无风险收益率 Rf	2.26%
市场风险溢价 Rm-Rf	7.03%
市场回报率 Rm	9.29%
债务成本 Kd	3.85%
<b>WACC</b>	<b>10.94%</b>

资料来源：Wind、东方证券研究所

**股权价值计算结果：**我们假设公司永续增长率为 3.0%，计算得出公司每股权益价值为 19.08 元。

表 2：股权价值计算结果

项目	数值
永续增长值率	3.00%
预测期自由现金流现值（百万元）	14,173
永续自由现金流现值（百万元）	5,996
企业价值（百万元）	20,169
<b>权益价值（百万元）</b>	<b>20,023</b>
<b>每股权益价值（人民币）</b>	<b>19.08</b>

资料来源：Wind、东方证券研究所

表 3：FCFF 目标价敏感性分析表

FCFF 目标价敏感性分析		永续增长率 Gn(%)				
		1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
WACC(%)	8.94%	23.79	25.02	26.66	28.97	32.45
	9.44%	22.01	23.01	24.31	26.09	28.67
	9.94%	20.45	21.26	22.30	23.70	25.66
	10.44%	19.07	19.73	20.58	21.68	23.20
	10.94%	17.84	18.39	19.08	19.96	21.15
	11.44%	16.73	17.19	17.76	18.47	19.42
	11.94%	15.74	16.12	16.59	17.18	17.93
	12.44%	14.84	15.16	15.55	16.03	16.65
	12.94%	14.03	14.30	14.62	15.02	15.52

资料来源：Wind、东方证券研究所（目标价单位：元/股）

## 风险提示

- **营销推广不及预期。**RIO 基本主导了国内预调酒行业的发展，公司产品销售主要依赖于自身营销推广，如果营销推广不利可能导致自身产品销售及预调酒行业渗透率提升不及预期。
- **费用大幅增加风险。**公司目前仍处于扩张期，近年来通过营销模式调整成功提升了费效比，但随着 RIO 在沿海、发达城市的渗透率提升，公司在往内陆、三四线城市拓展过程中可能导致费用投放大幅增加，从而对整体盈利产生不利影响。
- **原材料成本大幅上涨风险。**公司基酒、包装材料等成本占比较高，若原材料采购成本大幅提升，公司产销规模扩大带来的规模效应无法完全覆盖成本涨幅，将对毛利率带来负面影响。

**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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,532	1,879	1,843	2,151	2,466	营业收入	2,593	3,264	3,687	4,302	4,932
应收票据、账款及款项融资	127	216	236	267	296	营业成本	939	1,087	1,184	1,366	1,546
预付账款	43	38	43	50	57	销售费用	626	708	825	963	1,099
存货	535	780	845	970	1,091	管理费用	173	193	227	258	291
其他	44	136	141	147	153	研发费用	86	106	120	140	160
<b>流动资产合计</b>	<b>3,282</b>	<b>3,048</b>	<b>3,108</b>	<b>3,584</b>	<b>4,063</b>	财务费用	1	2	9	14	16
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	0	3	1	1	1
固定资产	2,172	2,564	3,077	3,601	3,956	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	328	579	684	737	607	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	404	493	481	469	457	其他	(117)	(140)	(166)	(200)	(235)
其他	272	427	326	342	358	<b>营业利润</b>	<b>651</b>	<b>1,025</b>	<b>1,154</b>	<b>1,358</b>	<b>1,583</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,177</b>	<b>4,063</b>	<b>4,568</b>	<b>5,148</b>	<b>5,377</b>	营业外收入	1	4	4	4	4
<b>资产总计</b>	<b>6,458</b>	<b>7,111</b>	<b>7,675</b>	<b>8,733</b>	<b>9,440</b>	营业外支出	1	1	1	1	1
短期借款	444	891	978	1,360	1,318	<b>利润总额</b>	<b>651</b>	<b>1,028</b>	<b>1,157</b>	<b>1,361</b>	<b>1,586</b>
应付票据及应付账款	487	499	544	627	710	所得税	130	221	249	293	341
其他	754	609	568	636	644	<b>净利润</b>	<b>521</b>	<b>807</b>	<b>908</b>	<b>1,068</b>	<b>1,245</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,685</b>	<b>1,999</b>	<b>2,090</b>	<b>2,624</b>	<b>2,671</b>	少数股东损益	(0)	(3)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>521</b>	<b>809</b>	<b>908</b>	<b>1,068</b>	<b>1,245</b>
应付债券	984	1,020	1,020	1,020	1,020	每股收益(元)	0.50	0.77	0.86	1.02	1.19
其他	22	48	40	39	43						
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,007</b>	<b>1,069</b>	<b>1,060</b>	<b>1,060</b>	<b>1,063</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>2,692</b>	<b>3,068</b>	<b>3,150</b>	<b>3,684</b>	<b>3,734</b>		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	2	(0)	(0)	(0)	(0)	成长能力					
实收资本(或股本)	1,050	1,050	1,050	1,050	1,050	营业收入	-0.0%	25.9%	12.9%	16.7%	14.6%
资本公积	1,478	1,470	1,744	1,744	1,744	营业利润	-22.3%	57.4%	12.6%	17.7%	16.6%
留存收益	1,060	1,349	1,732	2,255	2,913	归属于母公司净利润	-21.7%	55.3%	12.2%	17.7%	16.5%
其他	176	176	0	0	0	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>3,766</b>	<b>4,044</b>	<b>4,525</b>	<b>5,049</b>	<b>5,706</b>	毛利率	63.8%	66.7%	67.9%	68.2%	68.7%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6,458</b>	<b>7,111</b>	<b>7,675</b>	<b>8,733</b>	<b>9,440</b>	净利率	20.1%	24.8%	24.6%	24.8%	25.2%
						ROE	13.8%	20.7%	21.2%	22.3%	23.2%
						ROIC	10.5%	14.4%	14.6%	15.4%	16.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	41.7%	43.1%	41.0%	42.2%	39.6%
净利润	521	807	908	1,068	1,245	净负债率	0.0%	1.0%	3.6%	4.7%	0.0%
折旧摊销	148	181	187	228	268	流动比率	1.95	1.53	1.49	1.37	1.52
财务费用	1	2	9	14	16	速动比率	1.63	1.13	1.08	1.00	1.11
投资损失	0	(0)	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	100	(553)	(89)	(17)	(74)	应收账款周转率	17.8	19.1	16.3	17.1	17.5
其它	133	125	90	(20)	(16)	存货周转率	2.6	1.7	1.5	1.5	1.5
<b>经营活动现金流</b>	<b>903</b>	<b>562</b>	<b>1,105</b>	<b>1,274</b>	<b>1,438</b>	总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
资本支出	(470)	(910)	(789)	(789)	(477)	每股指标(元)					
长期投资	1	1	0	0	0	每股收益	0.50	0.77	0.86	1.02	1.19
其他	(165)	(195)	(176)	0	0	每股经营现金流	0.86	0.54	1.05	1.21	1.37
<b>投资活动现金流</b>	<b>(635)</b>	<b>(1,104)</b>	<b>(965)</b>	<b>(789)</b>	<b>(477)</b>	每股净资产	3.59	3.85	4.31	4.81	5.44
债权融资	40	36	(2)	0	0	估值比率					
股权融资	(174)	(8)	274	0	0	市盈率	31.8	20.5	18.3	15.5	13.3
其他	60	(156)	(447)	(177)	(646)	市净率	4.4	4.1	3.7	3.3	2.9
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(75)</b>	<b>(128)</b>	<b>(175)</b>	<b>(177)</b>	<b>(646)</b>	EV/EBITDA	20.9	13.8	12.4	10.4	9.0
汇率变动影响	2	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	25.6	16.3	14.4	12.2	10.5
<b>现金净增加额</b>	<b>196</b>	<b>(669)</b>	<b>(36)</b>	<b>308</b>	<b>315</b>						

资料来源：东方证券研究所

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。

## 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 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

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

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。