

库存去化收效良好，看好业绩环比改善空间



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **库存去化收效良好，价盘稳固四季度增速有望抬升。**20 年一二季度受疫情影响，公司主动控制节奏、进行库存去化。三季度以来随着需求复苏、动销情况逐渐向好，我们认为渠道补库存需求下三四季度出货有望呈现良好趋势。11、12 月井台批价在 395 元~400 元间，臻酿 8 号批价在 285 元~290 元间，典藏批价在 550~560 元间，井台及臻酿 8 号批价保持稳定，典藏批价小幅上行；核心产品盘价稳固，经销商利差有所扩大，中短期内渠道扩张力较强。12 月公司宣布上调 52 度臻酿 8 号市场建议零售价至 498 元/瓶，涨幅 20 元/瓶，有望推动批价进一步上行。分区域看，20Q3 公司北区、东区营收分别同比增长 34.6%和 39.2%，中短期内预计仍将是主要增长点。20 年前三季度营收增速分别为-21.6%、-90.1%和 18.9%，四季度营收增速有望进一步抬升。展望春节白酒消费旺季，产品提价后，看好公司动销改善及低基数下的业绩弹性。
- **新管理层上台后推动变革，未来几年业绩有望实现较快增长。**近期各白酒公司先后出台十四五规划，整体经营目标较为积极。以朱总为核心新管理层上台后，公司打造持续健康的成长能力，在加强核心门店基础上，加强对宴席及团购渠道的投入，推动“名酒进名企”活动，加大对窜货的打击力度。新管理层积极推动变革，公司未来几年营收盈利有望实现较高增速。
- **水井坊品牌竞争力强，长期看好次高端赛道扩容契机。**长期来看，国内消费升级的大趋势保持不变，居民收入和消费水平的提升为次高端扩容奠定基础，茅五泸等高端酒批价上行打开次高端白酒提价空间。白酒高端化趋势下，品牌塑造核心竞争力，水井坊作为中国白酒第一坊，具有全国化的知名度，竞争力较强。公司聚焦井台和臻酿 8 号两大单品，向上以典藏为突破口，梳理典藏的价格体系，推动批价上行，承接进一步的消费升级。

财务预测与投资建议：受新冠疫情对白酒消费的冲击以及 20 年三四季度以来终端动销恢复良好、盘价上行增厚盈利的影响，我们调整预测 20-22 年 EPS 预测为 1.45、2.05、2.83 元（原 20-22 年预测为 1.52、1.97、2.44 元）。结合可比公司估值，给予公司 21 年 60 倍 PE，目标价 123.00 元，维持买入评级。

风险提示：疫情影响久于预期、产品价格波动、消费需求不及预期风险。

公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,819	3,539	3,110	4,264	5,484
同比增长(%)	37.6%	25.5%	-12.1%	37.1%	28.6%
营业利润(百万元)	780	1,102	943	1,333	1,839
同比增长(%)	74.8%	41.2%	-14.4%	41.3%	38.0%
归属母公司净利润(百万元)	579	826	707	1,000	1,381
同比增长(%)	72.7%	42.6%	-14.4%	41.4%	38.1%
每股收益(元)	1.19	1.69	1.45	2.05	2.83
毛利率(%)	81.9%	82.9%	81.3%	82.7%	83.2%
净利率(%)	20.6%	23.3%	22.7%	23.4%	25.2%
净资产收益率(%)	33.7%	41.6%	33.5%	43.7%	50.9%
市盈率	56.5	39.6	46.3	32.7	23.7
市净率	17.6	15.5	15.5	13.2	11.1

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。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年01月05日)	100.45 元
目标价格	123.00 元
52周最高价/最低价	82.39/39.03 元
总股本/流通A股(万股)	48,855/48,830
A股市值(百万元)	35,058
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2021年01月05日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-4.00	3.82	2.69	24.37
相对表现	-4.76	-2.17	-2.58	-4.15
沪深300	0.76	5.99	5.27	28.52



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 叶书怀
021-63325888*3203
yeshuhuai@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517090002

证券分析师 蔡琪
021-63325888*6079
caiqi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519080001

联系人 周翰
021-63325888*7524
zhouhan@orientsec.com.cn

相关报告

渠道补库推动恢复性增长，看好次高端赛道 2020-10-29
持续扩容：
库存去化主动调整，轻装上阵蓄势待发： 2020-07-29
疫情影响短期承压，次高端扩容趋势不改： 2020-04-26

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。

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声明。

投资建议

受新冠疫情对白酒消费的冲击以及 20 年三四季度以来终端动销恢复良好、盘价上行增厚盈利的影响，我们调整预测 20-22 年 EPS 预测为 1.45、2.05、2.83 元（原 20-22 年预测为 1.52、1.97、2.44 元）。结合可比公司估值，给予公司 21 年 60 倍 PE，目标价 123.00 元，维持买入评级。

图表 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		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
酒鬼酒	000799	178.70	1.41	2.03	2.76	127.19	88.07	64.78
山西汾酒	600809	385.65	3.34	4.38	5.63	115.36	88.03	68.49
古井贡酒	000596	291.99	4.16	5.27	6.37	70.21	55.38	45.81
ST 舍得	600702	88.30	1.58	1.98	2.47	55.93	44.57	35.74
今世缘	603369	65.84	1.23	1.54	1.91	53.35	42.79	34.53
泸州老窖	000568	258.30	4.02	4.93	5.95	64.30	52.36	43.43
调整后平均						76	60	47

数据来源：wind、东方证券研究所（注：最新价格为 2021 年 1 月 5 日收盘价）

风险提示

- **疫情影响久于预期风险。**二季度以来新冠疫情仍在部分地区复发，餐饮、宴会、送礼等白酒消费渠道仍受到一定的影响。若疫情持续影响时间过久，将影响公司的产品动销以及全年的业绩表现。
- **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。

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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,026	1,243	1,478	1,576	1,927	营业收入	2,819	3,539	3,110	4,264	5,484
应收票据、账款及款项融资	34	215	25	35	45	营业成本	511	606	583	739	921
预付账款	6	34	30	41	53	营业税金及附加	428	562	466	640	823
存货	1,345	1,520	1,461	1,853	2,309	营业费用	854	1,064	935	1,305	1,580
其他	39	30	27	27	27	管理费用及研发费用	272	252	227	281	351
流动资产合计	2,449	3,043	3,021	3,532	4,361	财务费用	(13)	(23)	(14)	(15)	(12)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	0	5	7	11	12
固定资产	522	531	648	759	866	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	12	81	74	69	66	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	65	123	115	107	99	其他	13	29	38	29	29
其他	150	168	13	12	11	营业利润	780	1,102	943	1,333	1,839
非流动资产合计	749	903	850	947	1,042	营业外收入	1	3	3	3	3
资产总计	3,198	3,946	3,871	4,479	5,403	营业外支出	50	4	4	4	4
短期借款	0	0	0	0	172	利润总额	732	1,100	941	1,331	1,838
应付票据及应付账款	402	478	459	583	726	所得税	153	274	234	331	457
其他	907	1,332	1,287	1,408	1,536	净利润	579	826	707	1,000	1,381
流动负债合计	1,310	1,810	1,747	1,991	2,435	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	579	826	707	1,000	1,381
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.19	1.69	1.45	2.05	2.83
其他	31	24	18	18	18						
非流动负债合计	31	24	18	18	18						
负债合计	1,341	1,834	1,765	2,009	2,452						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
股本	489	489	489	489	489	成长能力					
资本公积	400	386	400	400	400	营业收入	37.6%	25.5%	-12.1%	37.1%	28.6%
留存收益	969	1,237	1,236	1,599	2,079	营业利润	74.8%	41.2%	-14.4%	41.3%	38.0%
其他	0	0	(18)	(18)	(18)	归属于母公司净利润	72.7%	42.6%	-14.4%	41.4%	38.1%
股东权益合计	1,857	2,112	2,107	2,470	2,950	获利能力					
负债和股东权益总计	3,198	3,946	3,871	4,479	5,403	毛利率	81.9%	82.9%	81.3%	82.7%	83.2%
						净利率	20.6%	23.3%	22.7%	23.4%	25.2%
						ROE	33.7%	41.6%	33.5%	43.7%	50.9%
						ROIC	35.3%	40.8%	33.0%	43.2%	49.0%
						偿债能力					
						资产负债率	41.9%	46.5%	45.6%	44.9%	45.4%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	1.87	1.68	1.73	1.77	1.79
						速动比率	0.78	0.82	0.87	0.81	0.81
						营运能力					
						应收账款周转率	46.2	108.8	114.0	140.9	137.1
						存货周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
						总资产周转率	0.9	1.0	0.8	1.0	1.1
						每股指标(元)					
						每股收益	1.19	1.69	1.45	2.05	2.83
						每股经营现金流	0.88	1.78	2.17	1.73	2.44
						每股净资产	3.80	4.32	4.31	5.06	6.04
						估值比率					
						市盈率	56.5	39.6	46.3	32.7	23.7
						市净率	17.6	15.5	15.5	13.2	11.1
						EV/EBITDA	38.7	27.7	33.0	23.4	16.9
						EV/EBIT	41.0	29.2	33.8	23.9	17.2

现金流量表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	579	826	707	1,000	1,381
折旧摊销	46	59	24	28	30
财务费用	(13)	(23)	(14)	(15)	(12)
投资损失	0	(0)	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	(204)	33	185	(179)	(218)
其它	23	(26)	156	11	12
经营活动现金流	431	868	1,058	843	1,192
资本支出	(126)	(184)	(125)	(125)	(125)
长期投资	6	0	(0)	0	0
其他	(12)	(30)	0	0	0
投资活动现金流	(132)	(214)	(125)	(125)	(125)
债权融资	0	135	(0)	0	0
股权融资	0	(13)	14	0	0
其他	(303)	(558)	(713)	(622)	(716)
筹资活动现金流	(303)	(436)	(699)	(622)	(716)
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0
现金净增加额	(4)	217	235	97	351

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