

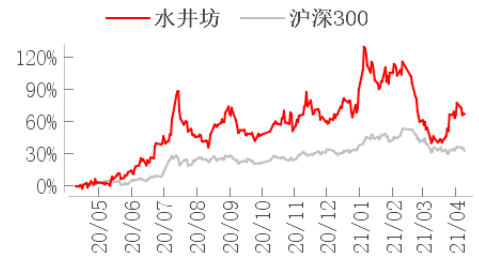
21Q1 业绩高增，持续看好次高端弹性



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月09日)	73.09元
目标价格	115.26元
52周最高价/最低价	107.68/42.35元
总股本/流通A股(万股)	48,844/48,830
A股市值(百万元)	35,700
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2021年04月10日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-5.75	19.17	-21.32	66.69
相对表现	-4.92	19.43	-24.26	48.59
沪深300	-0.83	-0.26	2.94	18.1



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师 叶书怀

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

渠道加库存业绩持续复苏,看好一季度盈利弹性	2021-01-27
库存去化收效良好,看好业绩环比改善空间	2021-01-06
渠道补库推动恢复性增长,看好次高端赛道持续扩容	2020-10-29

- 公司公布20年业绩快报和21年一季度业绩预告,20年实现营业收入30.06亿元(-15.1%),归母净利润7.31亿元(-11.5%),与前期业绩预告保持一致。公司预计21Q1实现营业收入12.40亿元,同比20Q1增长70.2%,较19Q1增长33.4%;归母净利润4.19亿元,同比20Q1增长119.7%,较19Q1增长91.9%,21Q1业绩高增长,超出市场预期。

核心观点

- **21Q1量价齐升,批价上行公司主动提价。**拆分量价,21Q1销量2,928吨,同比增长53.6%,吨价增长10.8%,量价齐升;吨价上行明显,预计主要受益于公司20年12月底主动提价,以及产品结构改善。21年春节以来,受益于经济增长的恢复、居民消费活动的复苏,白酒需求增加明显,次高端及以上白酒的动销情况整体超出市场预期。公司20Q4由于销售情况较好,在部分地区主动控制发货节奏,推动渠道库存进行去化,叠加下游的旺盛需求,推动21Q1业绩大幅增长。4月上旬,典藏、井台、臻酿八号的批价分别达到约580元、415元和305元,整体稳中有升,经销商利润扩大;经销商+终端库存存在1个月左右,渠道保持推力。3月底,公司宣布井台和臻酿八号分别提价20元和10元,开启淡季提价节奏,有望推动批价进一步上行。
- **21Q1盈利能力改善明显,21年业绩弹性值得期待。**21Q1归母净利率达到33.8%,同比增长7.6%,预计主要受益于产品提价和销售结构改善拉动毛利率提升、以及费用率下降;展望21年,公司盈利改善趋势有望延续。新管理层上台以后,公司采取强化核心门店、加强宴席团购投入、重新在央视投放广告等举措,推动基本面改善,叠加低基数,21年业绩弹性预计较高。
- **次高端扩容速度未减,看好业绩增长确定性。**从成都春糖的情况来看,国内消费升级趋势下,次高端扩容速度并未减缓,公司持续受益。品牌和品质仍是名酒业绩增长的核心驱动力;水井坊品牌具备全国知名度,稳步推进全国化,做深做细重点市场;进一步梳理产品价格体系后,未来增长更具确定性。

财务预测与投资建议:我们上调收入和毛利率,下调费用率,预测公司20-22年每股收益分别为1.50/2.26/3.14元(原20-22年预测为1.50/2.05/2.83元)。结合可比公司估值,给予21年51倍PE,目标价115.26元,维持买入评级。

风险提示:产品价格波动、消费需求不及预期、食品安全事件风险。

公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,819	3,539	3,006	4,075	5,281
同比增长(%)	37.6%	25.5%	-15.1%	35.6%	29.6%
营业利润(百万元)	780	1,102	965	1,453	2,017
同比增长(%)	74.8%	41.2%	-12.4%	50.7%	38.8%
归属母公司净利润(百万元)	579	826	731	1,106	1,536
同比增长(%)	72.7%	42.6%	-11.5%	51.3%	38.8%
每股收益(元)	1.19	1.69	1.50	2.26	3.14
毛利率(%)	81.9%	82.9%	83.7%	84.8%	85.5%
净利率(%)	20.6%	23.3%	24.3%	27.1%	29.1%
净资产收益率(%)	33.7%	41.6%	34.5%	47.0%	54.2%
市盈率	56.5	39.6	44.7	29.6	21.3
市净率	17.6	15.5	15.4	12.7	10.6

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,

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

我们上调收入和毛利率，下调费用率，预测公司 20-22 年每股收益分别为 1.50/2.26/3.14 元（原 20-22 年预测为 1.50/2.05/2.83 元）。结合可比公司估值，给予 21 年 51 倍 PE，目标价 115.26 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		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
酒鬼酒	000799	171.25	1.51	2.44	3.44	113.70	70.10	49.74
泸州老窖	000568	223.87	4.10	5.04	6.21	54.64	44.41	36.07
古井贡酒	000596	222.50	4.20	5.42	6.66	52.97	41.07	33.40
ST 舍得	600702	93.57	1.56	2.00	2.66	59.91	46.71	35.18
今世缘	603369	47.43	1.24	1.55	1.91	38.26	30.58	24.81
山西汾酒	600809	348.00	3.56	4.76	6.17	97.87	73.04	56.40
调整后平均							51	39

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所（注：最新价格为 2021 年 4 月 9 日收盘价）

风险提示

- **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。
- **食品安全事件风险。**若白酒行业发生食品安全黑天鹅事件，可能对公司营收和利润造成不利影响。

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	1,654	1,872	2,140	营业收入	2,819	3,539	3,006	4,075	5,281
应收票据、账款及款项融资	34	215	25	33	43	营业成本	511	606	489	621	767
预付账款	6	34	29	39	51	营业税金及附加	428	562	451	611	792
存货	1,345	1,520	1,226	1,556	1,922	营业费用	854	1,064	870	1,121	1,384
其他	39	30	27	27	27	管理费用及研发费用	272	252	284	308	386
流动资产合计	2,449	3,043	2,961	3,528	4,183	财务费用	(13)	(23)	(14)	(17)	(20)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	0	5	(0)	9	10
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	30	54
其他	150	168	13	12	11	营业利润	780	1,102	965	1,453	2,017
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	3,811	4,475	5,225	营业外支出	50	4	9	7	8
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	732	1,100	958	1,449	2,012
应付票据及应付账款	402	478	386	489	605	所得税	153	274	227	343	476
其他	907	1,332	1,276	1,389	1,515	净利润	579	826	731	1,106	1,536
流动负债合计	1,310	1,810	1,662	1,878	2,120	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	731	1,106	1,536
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.19	1.69	1.50	2.26	3.14
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	1,680	1,896	2,137						
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%	-15.1%	35.6%	29.6%
留存收益	969	1,237	1,260	1,708	2,217	营业利润	74.8%	41.2%	-12.4%	50.7%	38.8%
其他	0	0	(18)	(18)	(18)	归属于母公司净利润	72.7%	42.6%	-11.5%	51.3%	38.8%
股东权益合计	1,857	2,112	2,131	2,579	3,088	获利能力					
负债和股东权益总计	3,198	3,946	3,811	4,475	5,225	毛利率	81.9%	82.9%	83.7%	84.8%	85.5%
						净利率	20.6%	23.3%	24.3%	27.1%	29.1%
						ROE	33.7%	41.6%	34.5%	47.0%	54.2%
						ROIC	35.3%	40.8%	34.2%	46.5%	53.7%
						偿债能力					
						资产负债率	41.9%	46.5%	44.1%	42.4%	40.9%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	1.87	1.68	1.78	1.88	1.97
						速动比率	0.78	0.82	1.02	1.02	1.04
						营运能力					
						应收账款周转率	46.2	108.8	111.9	140.2	137.5
						存货周转率	0.4	0.4	0.3	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	1.50	2.26	3.14
						每股经营现金流	0.88	1.78	2.53	2.01	2.87
						每股净资产	3.80	4.32	4.36	5.28	6.32
						估值比率					
						市盈率	56.5	39.6	44.7	29.6	21.3
						市净率	17.6	15.5	15.4	12.7	10.6
						EV/EBITDA	38.7	27.7	32.2	21.5	15.5
						EV/EBIT	41.0	29.2	33.1	21.9	15.7

现金流量表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	579	826	731	1,106	1,536
折旧摊销	46	59	24	28	30
财务费用	(13)	(23)	(14)	(17)	(20)
投资损失	0	(0)	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	(204)	33	345	(142)	(156)
其它	23	(26)	148	9	10
经营活动现金流	431	868	1,234	983	1,400
资本支出	(126)	(184)	(125)	(125)	(125)
长期投资	6	0	(0)	0	0
其他	(12)	(30)	1	0	0
投资活动现金流	(132)	(214)	(124)	(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)	(641)	(1,007)
筹资活动现金流	(303)	(436)	(699)	(641)	(1,007)
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0
现金净增加额	(4)	217	411	218	268

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