

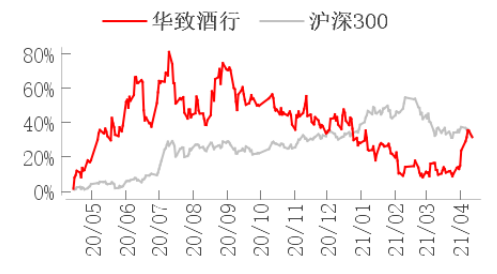
年报圆满收官，21Q1 业绩高增盈利改善



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月12日)	26.89元
目标价格	31.25元
52周最高价/最低价	37.66/20.27元
总股本/流通A股(万股)	41,680/11,961
A股市值(百万元)	11,208
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2021年04月13日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	1.85	19.94	7.56	31.6
相对表现	3.53	20.94	6.79	14.51
沪深300	-1.68	-1	0.77	17.09



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

需求复苏营收快速增长,线上线下渠道齐发力 2020-10-29

- **20Q4 加速增长, 21Q1 盈利超预期。**公司公布 20 年年报和 21 年一季度业绩预告, 20 年实现营业收入 49.41 亿元, 同比增长 32.2%, 归母净利润 3.73 亿元, 同比增长 16.8%; 其中 20Q4 实现收入 12.61 亿元, 同比增长 42.4%, 归母净利润 0.53 亿元, 同增 85.9%, 业绩环比加速。21Q1 预计实现归母净利润 1.86 亿元~2.06 亿元, 同比增长 90.2%~110.7%, 业绩超市市场预期。

核心观点

- **白酒量价齐升结构改善, 渠道营销网络持续优化。**公司 20 年白酒收入 42.96 亿元, 同比增长 28.0%。公司在省会城市以及经济发达的地县级市推动优质客户转型为连锁门店, 连锁门店数量增加迅速。年内, 公司推出钓鱼台精品酒(铁盖)、荷花酒、大规格四开国缘等产品, 并首发汾酒青 30 复兴版, 产品结构进一步优化。公司加大团购渠道以及直接消费者开发, 20 年销售人员同比增长 38%至 723 人, 适应当下白酒渠道变革趋势。公司加强物流合作, 推出异地航空、同城极速达等服务, 并在全国范围增加前置仓, 提升配送服务质量。公司 20 年进口烈性酒收入 2.0 亿元, 同比增长 79%; 国内洋酒市场快速增长, 进口烈性酒业务有望成为新的重要增长点。
- **毛利率小幅下降, 期间费用率管控严格。**20 年公司毛利率 19.07%(-2.31pct), 其中白酒毛利率 20.1%(-1.6pct), 葡萄酒毛利率 16.0%(-10.0pct), 预计主要因为购酒成本提升所致。20 年销售费用率 7.61%(-0.31pct), 管理费用率 2.07%(-0.51pct), 财务费用率 0.31%(-0.31pct), 受益于银行贷款规模减小, 期间费用有效控制。综合影响, 20 年销售净利率同比下降 0.89pct 至 7.69%。
- **白酒需求旺盛景气度延续, 看好公司盈利改善。**从成都春糖的情况来看, 白酒需求增长明显, 推动公司一季报业绩高增; 高收入人群社交名片升级背景下, 终端景气度有望延续。批价上行后, 茅台、五粮液等名酒的渠道利润明显提升, 公司有望充分受益; 汾酒等区域次高端酒保持高增, 公司产品结构优化贡献增量。渠道扁平化趋势下, 公司加码团购, 市占率有望提升。

财务预测与投资建议: 我们上调营收, 下调费用率, 预测公司 21-23 年每股收益分别为 1.25、1.58、1.92 元(原 21-22 预测为 1.11、1.38), 结合可比公司估值, 给予公司 21 年 25 倍 PE, 对应目标价 31.25 元, 维持买入评级。

风险提示: 供应商合作关系不稳定、下游渠道管理不当、食品安全事件风险。

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,738	4,941	6,497	8,174	9,718
同比增长(%)	37.4%	32.2%	31.5%	25.8%	18.9%
营业利润(百万元)	387	475	660	835	1,013
同比增长(%)	34.3%	22.8%	38.9%	26.5%	21.3%
归属母公司净利润(百万元)	319	373	522	660	801
同比增长(%)	42.1%	16.8%	39.8%	26.5%	21.3%
每股收益(元)	0.77	0.90	1.25	1.58	1.92
毛利率(%)	21.4%	19.1%	20.0%	20.2%	20.4%
净利率(%)	8.5%	7.6%	8.0%	8.1%	8.2%
净资产收益率(%)	16.6%	14.0%	17.1%	18.6%	19.2%
市盈率	35.1	30.0	21.5	17.0	14.0
市净率	4.5	4.0	3.4	2.9	2.5

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

我们上调营收，下调费用率，预测公司 21-23 年每股收益分别为 1.25、1.58、1.92 元（原 21-22 预测为 1.11、1.38），结合可比公司估值，给予公司 21 年 25 倍 PE，对应目标价 31.25 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
银座股份	600858	6.91	-0.74	0.08	0.10	-9.31	89.86	66.57
家家悦	603708	19.95	0.93	1.05	1.25	21.45	19.02	15.97
步步高	002251	7.71	0.28	0.37	0.45	27.54	20.84	17.13
三江购物	601116	9.92	0.22	0.29	0.32	44.79	34.21	31.00
永辉超市	601933	6.62	0.24	0.31	0.38	27.58	21.35	17.42
调整后平均							25	22

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 12 日收盘价）

风险提示

- **供应商合作关系不稳定风险。**公司主要销售名优酒品，上游供应商较为集中。若供应商与公司的合作关系出现重大变动，将对公司经营产生不利影响。
- **下游渠道管理不当风险。**公司下游基本实现了酒类全渠道覆盖，门店与客户数量众多。若未来出现管理不当、窜货乱价、假冒伪劣等现象，将损伤公司的品牌、声誉和销售。
- **食品安全事件风险。**若酒水行业出现食品安全黑天鹅事件，可能会影响下游需求和公司业绩的增长。

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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,356	1,225	1,610	2,026	2,409	营业收入	3,738	4,941	6,497	8,174	9,718
应收票据、账款及款项融资	64	123	162	204	242	营业成本	2,938	3,999	5,199	6,526	7,735
预付账款	729	747	983	1,236	1,470	营业税金及附加	13	15	19	25	29
存货	1,670	1,892	2,408	2,893	3,351	营业费用	296	376	503	601	709
其他	197	153	179	203	216	管理费用及研发费用	96	103	135	170	202
流动资产合计	4,015	4,141	5,342	6,562	7,688	财务费用	23	15	17	50	63
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	11	(6)	0	0	0
固定资产	9	43	78	114	142	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	0	5	7	8	投资净收益	0	2	2	0	0
无形资产	4	7	4	2	0	其他	27	33	35	32	33
其他	109	130	132	120	110	营业利润	387	475	660	835	1,013
非流动资产合计	123	180	218	243	259	营业外收入	3	3	3	3	3
资产总计	4,138	4,320	5,560	6,805	7,947	营业外支出	1	2	3	2	2
短期借款	594	359	1,460	1,995	2,308	利润总额	389	476	661	836	1,014
应付票据及应付账款	426	340	442	555	658	所得税	68	96	133	168	204
其他	561	753	330	352	386	净利润	321	380	528	668	810
流动负债合计	1,580	1,452	2,232	2,902	3,351	少数股东损益	1	7	6	8	9
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	319	373	522	660	801
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.77	0.90	1.25	1.58	1.92
其他	0	0	0	0	0						
非流动负债合计	0	0	0	0	0						
负债合计	1,580	1,452	2,232	2,902	3,351						
少数股东权益	51	52	58	65	75						
实收资本(或股本)	417	417	417	417	417						
资本公积	857	857	857	857	857						
留存收益	1,236	1,542	1,998	2,565	3,249						
其他	(2)	(0)	(1)	(1)	(1)						
股东权益合计	2,558	2,868	3,328	3,903	4,596						
负债和股东权益总计	4,138	4,320	5,560	6,805	7,947						

现金流量表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	321	380	528	668	810
折旧摊销	9	15	10	11	12
财务费用	23	15	17	50	63
投资损失	0	(2)	(2)	0	0
营运资金变动	(333)	(116)	(1,138)	(670)	(607)
其它	88	31	(11)	3	2
经营活动现金流	108	325	(596)	62	280
资本支出	(12)	(72)	(39)	(39)	(29)
长期投资	0	0	0	0	0
其他	(83)	21	2	0	0
投资活动现金流	(95)	(51)	(37)	(39)	(29)
债权融资	3	(3)	1	0	(1)
股权融资	887	0	0	0	0
其他	88	(420)	1,017	392	132
筹资活动现金流	978	(423)	1,018	392	131
汇率变动影响	(0)	(0)	-0	-0	-0
现金净增加额	990	(149)	385	416	383

主要财务比率					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	37.4%	32.2%	31.5%	25.8%	18.9%
营业利润	34.3%	22.8%	38.9%	26.5%	21.3%
归属于母公司净利润	42.1%	16.8%	39.8%	26.5%	21.3%
获利能力					
毛利率	21.4%	19.1%	20.0%	20.2%	20.4%
净利率	8.5%	7.6%	8.0%	8.1%	8.2%
ROE	16.6%	14.0%	17.1%	18.6%	19.2%
ROIC	13.3%	12.3%	13.5%	13.2%	13.4%
偿债能力					
资产负债率	38.2%	33.6%	40.1%	42.6%	42.2%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.54	2.85	2.39	2.26	2.29
速动比率	1.46	1.55	1.31	1.26	1.29
营运能力					
应收账款周转率	38.3	54.2	46.9	46.0	44.8
存货周转率	1.8	2.2	2.4	2.5	2.5
总资产周转率	1.1	1.2	1.3	1.3	1.3
每股指标(元)					
每股收益	0.77	0.90	1.25	1.58	1.92
每股经营现金流	0.26	0.78	-1.43	0.15	0.67
每股净资产	6.02	6.76	7.85	9.21	10.85
估值比率					
市盈率	35.1	30.0	21.5	17.0	14.0
市净率	4.5	4.0	3.4	2.9	2.5
EV/EBITDA	24.7	20.4	15.0	11.5	9.5
EV/EBIT	25.2	21.1	15.3	11.7	9.6

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