

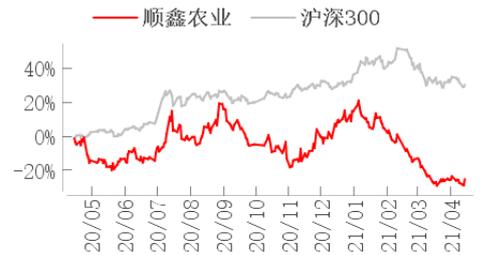
20 年白酒平稳地产拖累，21 年五五规划仍值得期待



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月14日)	47.15 元
目标价格	57.42 元
52 周最高价/最低价	79/43.01 元
总股本/流通 A 股(万股)	74,177/74,177
A 股市值(百万元)	34,974
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2021 年 04 月 14 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	0.38	-2.5	-31.12	-25.45
相对表现	1	-1.66	-31.12	-42.07
沪深 300	-0.62	-0.84	0	16.62



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

地产拖累业绩低于预期，重整旗鼓期待明年	2020-11-01
光瓶酒扩容势能形成，外埠扩张+结构升级驱动成长	2020-09-24
白酒主业环比改善，外埠扩张稳步推进	2020-08-23

- **地产业务拖累，20 年业绩低于预期。**公司发布 20 年年报，20 年实现营业收入 155.11 亿元，同比增长 4.1%，归母净利润 4.20 亿元，同比下滑 48.1%，EPS 为 0.57 元/股；其中 20Q4 实现营业收入 30.92 亿元，同比下降 19.4%，归母净利润-0.14 亿元，同比下滑 109.4%，主要系地产业务亏损拖累。

核心观点

- **白酒业务表现平稳，五五规划仍可期。**20 年白酒收入 101.8 亿元，同比下滑 1.0%，其中 20H2 收入 37.2 亿元，同比增长 2.4%。拆分看，低档酒/中档酒/高档酒收入分别为 76.3 亿元/ 15.4 亿元/ 10.1 亿元，分别同比-1.5%/+11.6%/-12.7%，中档酒正增长预计主要受益于珍品系列增长。20 年白酒销量和吨价分别变动-3.8%/+2.9%，量减价升，陈酿提价及珍品放量助力吨价上行。20 年白酒业务毛利率 39.2% (-8.9pct)，毛利率下滑主要由于将运输费从销售费用调整至营业成本所致。20 年除地产业务以外(白酒为主)实现净利润 9.60 亿元，其中公司促销费用增长 0.92 亿元；综合，预计白酒业务净利率 10%左右，基本符合预期。20 年外埠收入 100 亿元，同比增长 3.92%，预计白酒外埠占比进一步提升，稳步推进全国化。20 年期末母公司合同负债 45.1 亿元，较 20Q3 增长 15.7 亿元，有望支撑 21Q1 业绩增长。
- **地产业务亏损加大，外埠项目去化有望加快。**20 年顺鑫佳宇亏损 5.34 亿元；拆分看，地产业务占用资金导致财务费用增加 1.18 亿元至 2.43 亿元，地产存货计提减值 1.42 亿元。其中，海南和包头项目 20 年期末余额继续下降，21 年有望加快山东曲阜、海南文昌等地块处置，剩余北京项目拖累较小。
- **需求恢复珍品有望加速，盈利恢复值得期待。**公司 20 年业绩受疫情及地产业务亏损影响较大；展望 21 年，成都春糖显示下游白酒需求上行明显，餐饮、宴席等渠道放开后公司下游动销有望明显受益。渠道交流反馈，经过持续推广后，珍品系列的增速有望提升，叠加进一步的提价动作，白酒盈利有望改善。长期来看，光瓶酒的扩张趋势仍将持续，看好公司盈利增长空间。

财务预测与投资建议：我们下调营收和毛利率，预测公司 21-23 年每股收益分别为 0.99、1.38、1.74 元(原 21-22 年预测为 1.30、1.61)。结合可比公司估值，给予公司 21 年 58 倍 PE，对应目标价 57.42 元，维持买入评级。

风险提示：白酒增长不及预期、原材料价格大幅上涨、地产盈利低于预期。

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	14,900	15,511	17,156	18,901	20,763
同比增长(%)	23.4%	4.1%	10.6%	10.2%	9.8%
营业利润(百万元)	1,186	715	1,287	1,661	2,101
同比增长(%)	11.6%	-39.7%	80.0%	29.0%	26.5%
归属母公司净利润(百万元)	809	420	738	1,020	1,293
同比增长(%)	8.7%	-48.1%	75.6%	38.3%	26.7%
每股收益(元)	1.09	0.57	0.99	1.38	1.74
毛利率(%)	36.2%	28.4%	31.0%	32.4%	33.3%
净利率(%)	5.4%	2.7%	4.3%	5.4%	6.2%
净资产收益率(%)	10.7%	5.5%	9.1%	11.6%	13.3%
市盈率	41.2	79.4	45.2	32.7	25.8
市净率	4.5	4.3	4.0	3.6	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,

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

我们下调营收和毛利率，预测公司 21-23 年每股收益分别为 0.99、1.38、1.74 元（原 21-22 年预测为 1.30、1.61）。结合可比公司估值，给予公司 21 年 58 倍 PE，对应目标价 57.42 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	174.97	1.51	2.40	3.36	116.01	73.05	52.09
老白干酒	600559	20.31	0.36	0.51	0.22	55.90	39.53	92.03
山西汾酒	600809	353.02	3.56	4.80	6.28	99.22	73.50	56.21
青岛啤酒	600600	88.36	1.61	1.98	2.39	54.76	44.52	36.91
百润股份	002568	109.58	1.00	1.38	1.82	109.99	79.37	60.10
迎驾贡酒	603198	36.66	1.19	1.53	1.84	30.70	23.96	19.92
调整后平均							58	51

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 14 日收盘价）

表 2：盈利预测调整表

	调整前		调整后	
	2021E	2022E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	19,044	21,541	17,156	18,901
变动幅度			-9.9%	-12.3%
营业成本（百万元）	12,925	14,536	11,845	12,781
变动幅度			-8.4%	-12.1%
销售费用（百万元）	1501	1687	1087	1178
变动幅度			-27.6%	-30.2%
管理费用（百万元）	1001	1147	928	1022
变动幅度			-7.3%	-10.9%
财务费用（百万元）	195	144	263	364
变动幅度			34.9%	152.8%
资产减值损失（百万元）	40	40	80	60
变动幅度			100.0%	50.0%
营业利润（百万元）	1426	1774	1287	1661
变动幅度			-9.7%	-6.4%
利润总额（百万元）	1425	1773	1273	1647
变动幅度			-10.7%	-7.1%
净利润（百万元）	973	1211	749	1036
变动幅度			-23.0%	-14.5%
归属于母公司净利润（百万元）	962	1197	738	1020
变动幅度			-23.3%	-14.8%
每股收益（元）	1.30	1.61	0.99	1.38
变动幅度			-23.8%	-14.3%
毛利率	32.1%	32.5%	31.0%	32.4%
变动幅度			-1.2%	-0.1%
净利率	5.1%	5.6%	4.3%	5.4%
变动幅度			-0.7%	-0.2%

资料来源：公司公告、东方证券研究所预测

表 3：业务预测调整表

	调整前		调整后	
	2021E	2022E	2021E	2022E
白酒				
销售收入（百万元）	12,257	14,305	12,412	14,455
变动幅度			1.3%	1.1%
增长率	25.0%	16.7%	21.9%	16.5%
变动幅度			-3.1%	-0.2%
毛利率	45.8%	45.4%	39.9%	39.9%
变动幅度			-5.9%	-5.5%
肉类加工				
销售收入（百万元）	5,494	6,043	3,704	3,467
变动幅度			-32.6%	-42.6%
增长率	4.5%	10.0%	-12.0%	-6.4%
变动幅度			-16.5%	-16.4%
毛利率	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
变动幅度			0.0%	0.0%
种猪				
销售收入（百万元）	315	315	406	386
变动幅度			28.8%	22.3%
增长率	-5.0%	0.0%	-5.0%	-5.0%
变动幅度			0.0%	-5.0%
毛利率	30.0%	30.0%	20.0%	25.0%
变动幅度			-10.0%	-5.0%
房地产				
销售收入（百万元）	800	700	503	463
变动幅度			-37.1%	-33.9%
增长率	-20.0%	-12.5%	-10.0%	-8.0%
变动幅度			10.0%	4.5%
毛利率	15.3%	15.3%	18.7%	18.7%
变动幅度			3.4%	3.4%
其他				
销售收入（百万元）	178	178	131	131
变动幅度			-26.8%	-26.8%
增长率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
变动幅度			0.0%	0.0%
毛利率	41.5%	41.5%	27.5%	27.5%
变动幅度			-14.0%	-14.0%
合计				
销售收入（百万元）	19,044	21,541	17,156	18,901
变动幅度			-9.9%	-12.3%
增长率	14.9%	13.1%	10.6%	10.2%
变动幅度			-4.3%	-2.9%
毛利率	32.1%	32.5%	31.0%	32.4%
变动幅度			-1.1%	-0.1%

资料来源：公司公告、东方证券研究所预测

风险提示

- **白酒增长不及预期风险。**白酒业务是公司主要的收入与利润来源，如果消费升级速度放缓或外埠区域收入增速减缓，将对公司业绩带来不利影响。
- **原材料价格大幅上涨风险。**包装和基酒在白酒生产成本中占比较高，如果玻璃瓶或基酒价格出现持续性上涨，提价幅度无法覆盖成本涨幅，公司盈利能力将会受损。
- **地产盈利低于预期风险。**如果地产销售情况未及预期，财务费用维持高位持续拖累公司利润，将对公司整体盈利带来负面影响。

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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	8,079	8,797	8,578	9,451	10,381	营业收入	14,900	15,511	17,156	18,901	20,763
应收票据、账款及款项融资	584	425	470	544	594	营业成本	9,507	11,112	11,845	12,781	13,851
预付账款	222	230	255	281	308	营业税金及附加	1,710	1,508	1,667	1,837	2,018
存货	8,160	7,291	7,180	7,108	7,011	营业费用	1,430	979	1,087	1,178	1,294
其他	512	494	496	498	500	管理费用及研发费用	857	816	928	1,022	1,123
流动资产合计	17,557	17,238	16,978	17,881	18,794	财务费用	125	243	263	364	337
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	96	147	80	60	40
固定资产	3,005	2,939	2,981	2,971	2,929	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	286	318	246	209	190	投资净收益	11	2	2	2	2
无形资产	731	723	703	684	664	其他	(1)	6	0	(0)	0
其他	443	456	476	481	496	营业利润	1,186	715	1,287	1,661	2,101
非流动资产合计	4,465	4,436	4,406	4,344	4,279	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	22,022	21,673	21,384	22,226	23,073	营业外支出	2	14	14	14	14
短期借款	3,200	4,070	7,275	7,922	8,204	利润总额	1,185	701	1,273	1,647	2,087
应付票据及应付账款	269	284	302	326	354	所得税	366	275	524	611	774
其他	8,569	6,868	2,280	1,993	1,770	净利润	818	426	749	1,036	1,312
流动负债合计	12,038	11,222	9,857	10,241	10,327	少数股东损益	9	6	11	15	20
长期借款	1,856	2,679	2,479	2,279	2,079	归属于母公司净利润	809	420	738	1,020	1,293
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.09	0.57	0.99	1.38	1.74
其他	668	0	607	425	344						
非流动负债合计	2,523	2,679	3,087	2,704	2,423	主要财务比率					
负债合计	14,561	13,901	12,944	12,945	12,751		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	28	31	42	58	77	成长能力					
股本	742	742	742	742	742	营业收入	23.4%	4.1%	10.6%	10.2%	9.8%
资本公积	2,627	2,627	2,627	2,627	2,627	营业利润	11.6%	-39.7%	80.0%	29.0%	26.5%
留存收益	4,094	4,402	5,029	5,854	6,876	归属于母公司净利润	8.7%	-48.1%	75.6%	38.3%	26.7%
其他	(30)	(30)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	7,460	7,772	8,440	9,280	10,322	毛利率	36.2%	28.4%	31.0%	32.4%	33.3%
负债和股东权益总计	22,022	21,673	21,384	22,226	23,073	净利率	5.4%	2.7%	4.3%	5.4%	6.2%
						ROE	10.7%	5.5%	9.1%	11.6%	13.3%
						ROIC	6.9%	4.0%	5.3%	6.3%	7.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	66.1%	64.1%	60.5%	58.2%	55.3%
净利润	818	426	749	1,036	1,312	净负债率	0.0%	0.0%	31.7%	21.6%	8.7%
折旧摊销	209	224	233	243	252	流动比率	1.46	1.54	1.72	1.75	1.82
财务费用	125	243	263	364	337	速动比率	0.77	0.89	0.99	1.05	1.14
投资损失	(11)	(2)	(2)	(2)	(2)	营运能力					
营运资金变动	(102)	804	(5,575)	(43)	72	应收账款周转率	213.9	277.4	352.0	351.3	350.8
其它	266	(149)	0	(9)	(15)	存货周转率	1.1	1.4	1.6	1.8	2.0
经营活动现金流	1,305	1,546	(4,331)	1,588	1,957	总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9
资本支出	(95)	(156)	(173)	(172)	(172)	每股指标(元)					
长期投资	20	1	0	0	0	每股收益	1.09	0.57	0.99	1.38	1.74
其他	(30)	(6)	2	2	2	每股经营现金流	1.76	2.08	-5.84	2.14	2.64
投资活动现金流	(106)	(161)	(171)	(171)	(170)	每股净资产	10.02	10.44	11.32	12.43	13.81
债权融资	922	(1,164)	1,453	(632)	(531)	估值比率					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	41.2	79.4	45.2	32.7	25.8
其他	(215)	445	2,830	88	(325)	市净率	4.5	4.3	4.0	3.6	3.3
筹资活动现金流	707	(719)	4,283	(544)	(856)	EV/EBITDA	20.9	26.8	17.8	14.0	11.8
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	24.2	33.1	20.4	15.7	13.0
现金净增加额	1,906	665	(220)	873	931						

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