

# 白酒稳健地产拖累，一季度业绩符合预期



- **21Q1 盈利实现增长，业绩基本符合预期。**公司公布 21 年一季报，21Q1 实现营业收入 54.86 亿元，同比下降 0.7%，较 19Q1 增长 15.1%，实现归母净利润 3.73 亿元，同比增长 5.7%，较 19Q1 下滑 12.9%，业绩符合预期。

## 核心观点

- **白酒业务小幅增长，全年增速有望提升。**21Q1 白酒收入预计约 40 亿元，同比小个位数增长，1 月份华北地区疫情反复对动销产生了一定影响；预计白酒净利润增速高于营收增速，主要受益于结构升级以及 1、2 月份以来的部分产品提价；综合，预计 21Q1 白酒业务净利率恢复到接近 12% 的水平。受猪价下降影响，预计 21Q1 猪肉业务下滑明显，拖累营收增速。展望 21 年，随着疫情逐步得到控制，下游餐饮、婚宴等白酒消费放开，牛栏山动销恢复正常，全年增速有望提升到双位数。由于珍品主要依靠餐饮渠道进行导入，疫情导致 20 年珍品收入增长略低于预期，21 年放开后产品结构升级有望加速。21Q1 末母公司合同负债余额 32.0 亿元，支撑未来业绩增长。
- **毛利率提升，盈利能力改善。**21Q1 毛利率 28.91%(+0.47pct)，预计主要受益于结构升级及提价推动白酒毛利率提升；销售费用率 4.39%(-2.19pct)，管理费用率 4.18%(+0.51pct)，税金及附加占营收比重 10.39%(+2.61pct)；综合影响，21Q1 销售净利率 6.93%(+0.49pct)，盈利能力有所改善。
- **牛栏山结构升级稳步推进，中长期看好盈利改善空间。**公司积极推动牛栏山结构升级，在白牛二的基础上加大推广 60-70 元的珍 20 和 30-50 元的珍牛两个价格带产品，并布局 200 元价格带产品。格局上，公司继续加大华东、华南等新兴市场开拓，在京津冀等成熟市场加快产品结构调整和渠道下沉。光瓶酒行业扩容趋势不变，牛栏山品牌力、产品力和运营能力行业领先，未来仍将受益于行业红利。地产业务继续去化，20 年海南项目去化完毕，包头剩余尾房在 21H1 有望去化完毕，外埠未开发地块预计出卖给政府或第三方等。中长期，随着地产不确定因素继续减弱，看好公司盈利改善空间。

**财务预测与投资建议：**我们略下调营收，预测公司 21-23 年每股收益分别为 0.97、1.37 和 1.73 元(原 21-23 年预测为 0.99、1.38、1.74 元)。我们维持前次报告估值，给予公司 21 年 58 倍 PE，对应目标价 56.26 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

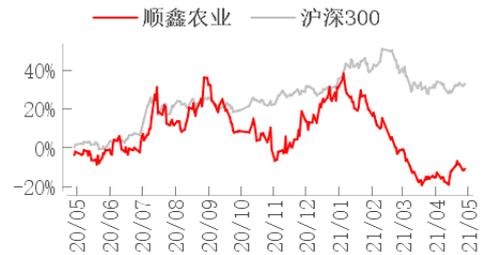
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	14,900	15,511	17,017	18,771	20,633
同比增长(%)	23.4%	4.1%	9.7%	10.3%	9.9%
营业利润(百万元)	1,186	715	1,257	1,649	2,091
同比增长(%)	11.6%	-39.7%	75.7%	31.2%	26.8%
归属母公司净利润(百万元)	809	420	720	1,013	1,287
同比增长(%)	8.7%	-48.1%	71.4%	40.7%	27.0%
每股收益(元)	1.09	0.57	0.97	1.37	1.73
毛利率(%)	36.2%	28.4%	30.9%	32.4%	33.4%
净利率(%)	5.4%	2.7%	4.2%	5.4%	6.2%
净资产收益率(%)	10.7%	5.5%	8.9%	11.5%	13.2%
市盈率	41.2	79.4	46.3	32.9	25.9
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，

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月28日)	49.36 元
目标价格	56.26 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)	36,614
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2021年04月28日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-4.16	5.96	-25.68	-10.83
相对表现	-5.73	3.37	-27.5	-29.12
沪深300	1.57	2.59	1.82	18.29



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

20年白酒平稳地产拖累，21年五五规划仍值得期待	2021-04-14
地产拖累业绩低于预期，重整旗鼓期待明年	2020-11-01
光瓶酒扩容态势形成，外埠扩张+结构升级驱动成长	2020-09-24

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

我们略下调营收，预测公司 21-23 年每股收益分别为 0.97、1.37 和 1.73 元(原 21-23 年预测为 0.99、1.38、1.74 元)。我们维持前次报告估值，给予公司 21 年 58 倍 PE，对应目标价 56.26 元，维持买入评级。

## 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	8,508	9,386	10,316	营业收入	14,900	15,511	17,017	18,771	20,633
应收票据、账款及款项融资	584	425	466	540	590	营业成本	9,507	11,112	11,755	12,681	13,748
预付账款	222	230	253	279	306	营业税金及附加	1,710	1,508	1,654	1,824	2,005
存货	8,160	7,291	7,126	7,052	6,958	营业费用	1,430	979	1,090	1,184	1,301
其他	512	494	496	498	500	管理费用及研发费用	857	816	920	1,015	1,116
<b>流动资产合计</b>	<b>17,557</b>	<b>17,238</b>	<b>16,849</b>	<b>17,755</b>	<b>18,671</b>	财务费用	125	243	262	360	334
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	<b>营业利润</b>	<b>1,186</b>	<b>715</b>	<b>1,257</b>	<b>1,649</b>	<b>2,091</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,465</b>	<b>4,436</b>	<b>4,406</b>	<b>4,344</b>	<b>4,279</b>	营业外收入	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>22,022</b>	<b>21,673</b>	<b>21,254</b>	<b>22,099</b>	<b>22,950</b>	营业外支出	2	14	14	14	14
短期借款	3,200	4,070	7,166	7,819	8,109	<b>利润总额</b>	<b>1,185</b>	<b>701</b>	<b>1,243</b>	<b>1,635</b>	<b>2,076</b>
应付票据及应付账款	269	284	300	324	351	所得税	366	275	512	606	770
其他	8,569	6,868	2,280	1,992	1,769	<b>净利润</b>	<b>818</b>	<b>426</b>	<b>731</b>	<b>1,028</b>	<b>1,306</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>12,038</b>	<b>11,222</b>	<b>9,746</b>	<b>10,135</b>	<b>10,229</b>	少数股东损益	9	6	11	15	19
长期借款	1,856	2,679	2,479	2,279	2,079	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>809</b>	<b>420</b>	<b>720</b>	<b>1,013</b>	<b>1,287</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.09	0.57	0.97	1.37	1.73
其他	668	0	607	425	344						
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,523</b>	<b>2,679</b>	<b>3,087</b>	<b>2,704</b>	<b>2,423</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>14,561</b>	<b>13,901</b>	<b>12,832</b>	<b>12,840</b>	<b>12,653</b>		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	28	31	42	57	77	<b>成长能力</b>					
股本	742	742	742	742	742	营业收入	23.4%	4.1%	9.7%	10.3%	9.9%
资本公积	2,627	2,627	2,627	2,627	2,627	营业利润	11.6%	-39.7%	75.7%	31.2%	26.8%
留存收益	4,094	4,402	5,011	5,833	6,851	归属于母公司净利润	8.7%	-48.1%	71.4%	40.7%	27.0%
其他	(30)	(30)	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>7,460</b>	<b>7,772</b>	<b>8,422</b>	<b>9,260</b>	<b>10,297</b>	毛利率	36.2%	28.4%	30.9%	32.4%	33.4%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>22,022</b>	<b>21,673</b>	<b>21,254</b>	<b>22,099</b>	<b>22,950</b>	净利率	5.4%	2.7%	4.2%	5.4%	6.2%
						ROE	10.7%	5.5%	8.9%	11.5%	13.2%
						ROIC	6.9%	4.0%	5.2%	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%	60.4%	58.1%	55.1%
净利润	818	426	731	1,028	1,306	净负债率	0.0%	0.0%	31.3%	21.2%	8.5%
折旧摊销	209	224	233	243	252	流动比率	1.46	1.54	1.73	1.75	1.83
财务费用	125	243	262	360	334	速动比率	0.77	0.89	1.00	1.06	1.14
投资损失	(11)	(2)	(2)	(2)	(2)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(102)	804	(5,517)	(42)	69	应收账款周转率	213.9	277.4	350.6	351.5	350.9
其它	266	(149)	0	(9)	(15)	存货周转率	1.1	1.4	1.6	1.8	2.0
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,305</b>	<b>1,546</b>	<b>(4,294)</b>	<b>1,578</b>	<b>1,944</b>	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)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	20	1	0	0	0	每股收益	1.09	0.57	0.97	1.37	1.73
其他	(30)	(6)	2	2	2	每股经营现金流	1.76	2.08	-5.79	2.13	2.62
<b>投资活动现金流</b>	<b>(106)</b>	<b>(161)</b>	<b>(171)</b>	<b>(171)</b>	<b>(170)</b>	每股净资产	10.02	10.44	11.30	12.41	13.78
债权融资	922	(1,164)	1,453	(632)	(531)	<b>估值比率</b>					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	41.2	79.4	46.3	32.9	25.9
其他	(215)	445	2,723	103	(312)	市净率	4.5	4.3	4.0	3.6	3.3
<b>筹资活动现金流</b>	<b>707</b>	<b>(719)</b>	<b>4,176</b>	<b>(530)</b>	<b>(843)</b>	EV/EBITDA	20.9	26.8	18.1	14.1	11.8
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	24.2	33.1	20.9	15.8	13.1
<b>现金净增加额</b>	<b>1,906</b>	<b>665</b>	<b>(289)</b>	<b>877</b>	<b>931</b>						

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