

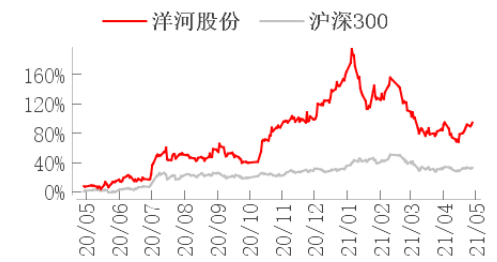
一季度扣非增速高于预期，看好全年盈利增长



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月28日)	174元
目标价格	231.42元
52周最高价/最低价	268.6/92.41元
总股本/流通A股(万股)	150,699/124,752
A股市值(百万元)	262,216
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2021年04月29日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	5.08	6.62	-14.06	94.59
相对表现	3.51	4.03	-15.88	76.3
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

库存去化批价回升，渠道调整基本到位	2020-10-22
调整将至尾声，静待拐点来临	2020-08-29
库存去化成效显著，改革深化静待转机	2020-04-29

● **20年平稳收官，21Q1扣非利润增速高于预期。**公司公告20年年报和21年一季度报，20年实现营收211.01亿元，同比-8.8%，归母净利润74.82亿元，同比+1.3%，与业绩快报基本吻合。21Q1实现营收105.20亿元，同比+13.5%；归母净利润38.63亿元，同比-3.5%，主要受20Q1和21Q1公允价值变动损益分别为7.99亿元和-0.95亿元影响；扣非归母净利润38.11亿元，同比+19.0%；营收和扣非利润增速略高于市场预期。

核心观点

- **结构升级吨价稳步上行，渠道模式持续调整。**20年白酒收入201.5亿元(-8.3%)，销量和吨价分别变动-16.3%和9.6%，吨价上行预计主要受益于梦6+更新换代等推动结构升级。拆分来看，中高档酒收入176.5亿元(-7.2%)，预计主要受海天同比下滑拖累。20年酒类省内外分别实现收入95.6亿元(-7.2%)和107.7亿元(-9.2%)，省外占比53%(-0.5pct)。由于疫情有效控制，21Q1渠道打款发货节奏同比更快，推动收入增速抬升。20年末经销商数量9051家，同比减少1097家，继续对深度分销模式进行调整。21Q1末合同负债余额61.3亿元，支撑后续业绩增长。
- **毛利率提升，盈利能力改善。**受益于产品升级换代等，20年和21Q1毛利率分别达72.27%(+0.92pct)和76.16%(+2.42pct)。21Q1销售费用率6.31%(-0.43pct)，管理费用率4.67%(-0.50pct)，税金及附加占比16.49%(+1.46pct)；综合以上，扣非归母净利率36.22%(+1.68pct)，扣非盈利能力改善。
- **管理与业务变革取得有效进展，看好21年盈利增速。**公司近年来积极变革，管理方面，股份回购已经完成，期待股权激励落地；以张总为首的新管理层已到位，有望推动公司走上发展快车道。业务方面，核心单品梦6+和梦3水晶版逐步完成对老版产品替换，目前批价分别达到590元和420元左右，价盘上挺成效显著。公司设定21年经营目标为营收同比增长10%以上，增速有保障，预计全年营收及盈利将呈现前低后高趋势，看好后势发展。

财务预测与投资建议：根据财报，小幅下调营收和毛利率，预测公司21-23年每股收益分别为5.51、6.46和7.32元(原21-22年预测为5.75、6.62元)。结合可比公司估值，给予21年42倍PE，对应目标价231.42元，维持买入评级。

风险提示：省外拓展进度偏慢、消费需求不及预期、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)	23,126	21,101	23,930	27,235	30,520
同比增长(%)	-4.3%	-8.8%	13.4%	13.8%	12.1%
营业利润(百万元)	9,762	9,895	10,959	12,822	14,515
同比增长(%)	-9.7%	1.4%	10.8%	17.0%	13.2%
归属母公司净利润(百万元)	7,383	7,482	8,303	9,740	11,025
同比增长(%)	-9.0%	1.3%	11.0%	17.3%	13.2%
每股收益(元)	4.90	4.97	5.51	6.46	7.32
毛利率(%)	71.3%	72.3%	74.3%	75.6%	76.6%
净利率(%)	31.9%	35.5%	34.7%	35.8%	36.1%
净资产收益率(%)	21.0%	20.0%	20.3%	21.3%	21.8%
市盈率	35.5	35.0	31.6	26.9	23.8
市净率	7.2	6.8	6.1	5.5	4.9

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

根据财报，小幅下调营收和毛利率，预测公司 21-23 年每股收益分别为 5.51、6.46 和 7.32 元(原 21-22 年预测为 5.75、6.62 元)。结合可比公司估值，给予 21 年 42 倍 PE，对应目标价 231.42 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
贵州茅台	600519	2042.00	37.17	43.16	50.25	54.93	47.32	40.64
五粮液	000858	285.60	5.15	6.21	7.35	55.43	45.98	38.86
泸州老窖	000568	261.00	4.10	5.06	6.25	63.73	51.56	41.74
古井贡酒	000596	250.45	4.17	5.49	6.58	60.04	45.65	38.05
今世缘	603369	54.80	1.25	1.55	1.92	43.88	35.43	28.61
口子窖	603589	62.05	2.39	2.78	3.00	25.96	22.32	20.68
ST 舍得	600702	115.24	1.58	2.17	2.89	73.09	53.00	39.88
迎驾贡酒	603198	39.36	1.19	1.51	1.87	33.03	26.05	21.10
调整后平均							42	35

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 28 日收盘价）

风险提示

- **省外拓展进度偏慢风险。**如果新江苏市场拓展的速度放缓，可能会影响公司收入利润增速。
- **消费需求不及预期风险。**若消费需求不及预期，可能对渠道信心及公司业绩造成不利影响。
- **食品安全事件风险。**若白酒行业发生食品安全黑天鹅事件，则可能对公司的销量及业绩造成不利影响。

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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	4,300	7,243	19,001	24,426	30,242	营业收入	23,126	21,101	23,930	27,235	30,520
应收票据、账款及款项融资	675	618	701	797	893	营业成本	6,626	5,852	6,150	6,644	7,131
预付账款	200	9	11	12	14	营业税金及附加	3,201	3,416	3,874	4,409	4,940
存货	14,433	14,853	15,609	16,864	18,100	营业费用	2,692	2,604	2,803	3,082	3,453
其他	18,197	14,515	14,519	14,524	14,529	管理费用及研发费用	2,016	1,989	2,163	2,385	2,673
流动资产合计	37,806	37,238	49,841	56,623	63,778	财务费用	(78)	(87)	(131)	(217)	(273)
长期股权投资	25	30	30	30	30	资产、信用减值损失	21	6	5	4	3
固定资产	7,257	6,883	6,608	6,350	6,083	公允价值变动收益	159	1,268	800	780	750
在建工程	263	223	312	356	378	投资净收益	851	1,207	1,000	1,019	1,075
无形资产	1,747	1,714	1,663	1,613	1,562	其他	105	99	92	94	98
其他	6,357	7,779	1,304	1,340	1,352	营业利润	9,762	9,895	10,959	12,822	14,515
非流动资产合计	15,649	16,628	9,917	9,688	9,404	营业外收入	22	25	28	25	26
资产总计	53,455	53,866	59,757	66,311	73,182	营业外支出	13	41	22	26	30
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	9,771	9,879	10,965	12,821	14,512
应付票据及应付账款	1,331	1,152	1,211	1,308	1,404	所得税	2,385	2,394	2,659	3,077	3,483
其他	15,206	13,505	14,901	16,516	18,146	净利润	7,386	7,485	8,306	9,744	11,029
流动负债合计	16,537	14,657	16,111	17,824	19,550	少数股东损益	3	2	3	4	4
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	7,383	7,482	8,303	9,740	11,025
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	4.90	4.97	5.51	6.46	7.32
其他	427	739	384	463	423						
非流动负债合计	427	739	384	463	423	主要财务比率					
负债合计	16,963	15,397	16,495	18,287	19,974		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	(17)	(15)	(12)	(8)	(4)	成长能力					
股本	1,507	1,507	1,507	1,507	1,507	营业收入	-4.3%	-8.8%	13.4%	13.8%	12.1%
资本公积	742	(261)	742	742	742	营业利润	-9.7%	1.4%	10.8%	17.0%	13.2%
留存收益	34,264	37,243	41,025	45,784	50,965	归属于母公司净利润	-9.0%	1.3%	11.0%	17.3%	13.2%
其他	(4)	(5)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	36,492	38,470	43,262	48,024	53,209	毛利率	71.3%	72.3%	74.3%	75.6%	76.6%
负债和股东权益总计	53,455	53,866	59,757	66,311	73,182	净利率	31.9%	35.5%	34.7%	35.8%	36.1%
						ROE	21.0%	20.0%	20.3%	21.3%	21.8%
						ROIC	20.9%	19.8%	20.1%	21.0%	21.4%
						偿债能力					
						资产负债率	31.7%	28.6%	27.6%	27.6%	27.3%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	2.29	2.54	3.09	3.18	3.26
						速动比率	1.41	1.53	2.12	2.23	2.34
						营运能力					
						应收账款周转率	2,151.3	2,078.3	5,307.8	5,316.6	5,278.1
						存货周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
						总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
						每股指标(元)					
						每股收益	4.90	4.97	5.51	6.46	7.32
						每股经营现金流	4.51	2.64	9.25	5.83	6.61
						每股净资产	24.23	25.54	28.72	31.87	35.31
						估值比率					
						市盈率	35.5	35.0	31.6	26.9	23.8
						市净率	7.2	6.8	6.1	5.5	4.9
						EV/EBITDA	22.2	21.9	20.2	17.4	15.5
						EV/EBIT	23.9	23.6	21.4	18.4	16.2

资料来源：东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有洋河股份(002304)股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

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