

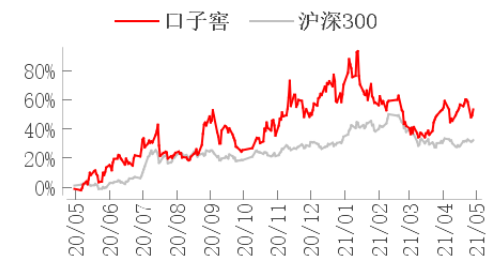
一季度业绩恢复性增长，坚定改革看好长期发展



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月28日)	62.05元
目标价格	81.84元
52周最高价/最低价	79.44/39.01元
总股本/流通A股(万股)	60,000/60,000
A股市值(百万元)	37,230
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	-4.1	0.97	-2.94	53.49
相对表现	-5.2	-1.62	-5.72	35.52
沪深300	1.1	2.59	2.78	17.97



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

高档发力收入增速转正,渠道变革推动费用高增	2020-10-28
短期调整费用加大,营销改革箭在弦上	2020-08-27
坚定改革聚焦升级,徽酒翘楚行稳致远	2020-08-19

- 公司公布 20 年年报和 21 年一季报, 20 年实现营收 40.11 亿元, 同比-14.1%, 归母净利润 12.76 亿元, 同比-25.8%; 其中 20Q4 实现营收 13.24 亿元, 同比+9.8%, 归母净利润 4.12 亿元, 同比-2.9%。21Q1 实现营收 11.73 亿元, 同比+50.9%, 较 19Q1 下滑 13.9%, 归母净利润 4.20 亿元, 同比+72.7%, 较 19Q1 下滑 22.9%; 21Q1 业绩恢复性增长。

核心观点

- **结构升级吨价提升, 期待收入后续改善。** 20 年高档白酒收入 38.38 亿元(-13.2%), 销量和吨价分别变动-15.7%/2.9%, 吨价上行预计主要受益于口 10/口 20 等产品占比提升推动结构升级; 20Q4 收入 12.73 亿元(+10.4%), 增速环比提升, 加速增长。21Q1 高档白酒收入 11.13 亿元(+51.3%), 恢复明显, 较 19Q1 下滑 13.2%, 预计主要因为疫情对白酒消费力仍有影响, 以及春节期间省内限制聚餐。随着居民消费力恢复以及省内聚餐限制放开, 收入有望进一步恢复。20 年省内外收入 31.74 亿元(-17.2%)和 7.88 亿元(+0.8%), 省外恢复增长; 21Q1 省内外收入 9.16 亿元(+56.8%)和 2.42 亿元(+32.6%)。21Q1 未合同负债余额 3.71 亿元, 同比小幅下降 0.84 亿元。
- **公司加大营销投入, 21Q1 盈利能力改善。** 20 年毛利率 75.17%(+0.20pct), 预计主要受益于结构升级; 销售费用率 13.62%(+5.14pct), 其中广告宣传和促销费用同比增长 43.2%至 4.73 亿元, 公司加大营销投入趋势明显。21Q1 毛利率 76.58%(-0.93pct), 预计主要受会计准则变动影响; 销售费用率 12.10%(-4.43pct), 管理费用率 4.28%(-1.21pct), 税金及附加占比 14.57%(-0.34pct); 综合以上, 21Q1 销售净利率 35.81%(+4.53pct), 盈利能力改善。
- **渠道改革稳步推进, 期待股权激励落地。** 公司改革决心坚定, 渠道方面新增团购商、特约经销商等, 提升渠道活力; 在市场操作上, 更多参与费用执行、活动推广等。产品方面, 公司有望推出兼香 518 新品, 完善产品体系。公司股票回购已经完成, 期待股权激励落地提升经营活力, 看好公司长期发展。

财务预测与投资建议: 上调营收, 下调毛利率, 预测公司 21-23 年每股收益分别为 2.64、3.17 和 3.70 元(原 21-22 年预测为 2.75、3.15)。结合可比公司估值, 给予 21 年 31 倍估值, 对应目标价 81.84 元, 维持买入评级。

风险提示: 省内竞争加剧风险、新产品销售及营销体系变革不及预期风险。

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,672	4,011	4,802	5,610	6,442
同比增长(%)	9.4%	-14.1%	19.7%	16.8%	14.8%
营业利润(百万元)	2,278	1,687	2,086	2,504	2,913
同比增长(%)	10.6%	-25.9%	23.6%	20.1%	16.3%
归属母公司净利润(百万元)	1,720	1,276	1,587	1,904	2,218
同比增长(%)	12.2%	-25.8%	24.4%	20.0%	16.5%
每股收益(元)	2.87	2.13	2.64	3.17	3.70
毛利率(%)	75.0%	75.2%	76.3%	77.2%	77.7%
净利率(%)	36.8%	31.8%	33.0%	33.9%	34.4%
净资产收益率(%)	26.1%	17.9%	20.7%	22.1%	22.6%
市盈率	21.6	29.2	23.5	19.6	16.8
市净率	5.3	5.1	4.6	4.1	3.6

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

上调营收，下调毛利率，预测公司 21-23 年每股收益分别为 2.64、3.17 和 3.70 元(原 21-22 年预测为 2.75、3.15)。结合可比公司估值，给予 21 年 31 倍估值，对应目标价 81.84 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
古井贡酒	000596	250.45	4.17	5.49	6.58	60.04	45.65	38.05
迎驾贡酒	603198	39.36	1.19	1.51	1.87	33.03	26.05	21.10
伊力特	600197	27.21	0.73	1.05	1.31	37.37	25.91	20.77
洋河股份	002304	174.00	4.98	5.60	6.46	34.92	31.06	26.96
今世缘	603369	54.80	1.25	1.55	1.92	43.88	35.43	28.61
调整后平均							31	26

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

- **省内竞争加剧风险。**安徽市场竞争格局较为激烈，公司占据较好价位段充分享受省内消费升级带来的销售增量，但如若省内竞品加大推广货折力度，行业竞争持续加剧，或将对企业业绩带来不利影响。
- **新产品销售不及预期风险。**公司推出新产品是未来重要营收增长点，若销售不及预期将影响业绩增长空间。
- **营销体系变革不及预期风险。**公司推动营销体系变革是公司未来业绩实现较高增速的核心因素。如果公司营销费用投放力度以及实际效果上不及预期，将对公司未来业绩带来不利影响。

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	1,533	1,504	3,981	5,093	6,401	营业收入	4,672	4,011	4,802	5,610	6,442
应收票据、账款及款项融资	647	704	682	797	915	营业成本	1,169	996	1,139	1,277	1,434
预付账款	34	28	17	20	23	营业税金及附加	710	616	744	869	998
存货	2,333	2,879	2,163	2,427	2,725	营业费用	396	546	615	713	813
其他	2,340	1,508	1,508	1,508	1,509	管理费用及研发费用	225	251	304	349	400
流动资产合计	6,888	6,623	8,352	9,844	11,572	财务费用	(13)	(16)	(27)	(45)	(57)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	3	0	2	1	1
固定资产	1,589	1,776	2,192	2,407	2,509	公允价值变动收益	35	16	5	5	5
在建工程	379	726	413	256	178	投资净收益	60	53	56	55	56
无形资产	445	435	424	413	402	其他	1	(0)	(1)	(1)	(1)
其他	201	247	231	235	237	营业利润	2,278	1,687	2,086	2,504	2,913
非流动资产合计	2,613	3,183	3,260	3,311	3,327	营业外收入	2	3	2	3	2
资产总计	9,501	9,806	11,611	13,156	14,899	营业外支出	8	20	14	17	16
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	2,272	1,670	2,074	2,489	2,900
应付票据及应付账款	677	728	672	754	846	所得税	552	394	487	585	681
其他	1,687	1,699	2,725	3,076	3,461	净利润	1,720	1,276	1,587	1,904	2,218
流动负债合计	2,365	2,427	3,396	3,830	4,307	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	1,720	1,276	1,587	1,904	2,218
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	2.87	2.13	2.64	3.17	3.70
其他	125	141	141	141	141						
非流动负债合计	125	141	141	141	141	主要财务比率					
负债合计	2,490	2,568	3,537	3,971	4,448		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	600	600	600	600	600	营业收入	9.4%	-14.1%	19.7%	16.8%	14.8%
资本公积	977	828	977	977	977	营业利润	10.6%	-25.9%	23.6%	20.1%	16.3%
留存收益	5,435	5,811	6,497	7,608	8,874	归属于母公司净利润	12.2%	-25.8%	24.4%	20.0%	16.5%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	7,012	7,239	8,074	9,185	10,451	毛利率	75.0%	75.2%	76.3%	77.2%	77.7%
负债和股东权益总计	9,501	9,806	11,611	13,156	14,899	净利率	36.8%	31.8%	33.0%	33.9%	34.4%
						ROE	26.1%	17.9%	20.7%	22.1%	22.6%
						ROIC	26.0%	17.9%	20.6%	21.8%	22.2%
						偿债能力					
						资产负债率	26.2%	26.2%	30.5%	30.2%	29.9%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	2.91	2.73	2.46	2.57	2.69
						速动比率	1.92	1.54	1.82	1.94	2.05
						营运能力					
						应收账款周转率	552.3	1,497.8	859.6	538.8	534.5
						存货周转率	0.5	0.4	0.5	0.6	0.6
						总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
						每股指标(元)					
						每股收益	2.87	2.13	2.64	3.17	3.70
						每股经营现金流	2.16	0.83	5.65	3.40	3.95
						每股净资产	11.69	12.06	13.46	15.31	17.42
						估值比率					
						市盈率	21.6	29.2	23.5	19.6	16.8
						市净率	5.3	5.1	4.6	4.1	3.6
						EV/EBITDA	14.5	19.0	15.6	13.0	11.2
						EV/EBIT	15.2	20.7	16.8	14.0	12.1

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