

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

ST 舍得 (600702)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 首席研究员
执业编号: S1500520110001
邮箱: mazheng@cindasc.com

相关研究

ST 舍得 (600702): 名酒基因, 老酒赋能 2021. 4. 21

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

净利润增速亮眼, 公司亟待摘帽

2021年04月29日

事件: 公司 2020 年实现营业收入 27.03 亿元, 同比增长 2.02%; 实现归母净利润 5.81 亿元, 同比增长 14.42%。

点评:

- **收入端小幅增长、利润端表现亮眼。**20Q4 公司实现营业总收入 6.86 亿元, 同比增长 16.56%; 实现归母净利润 2.7 亿元, 同比增长 31.83%, 前大股东爆雷并未影响公司经营, 强大的品牌力韧性支撑公司业绩稳步恢复。公司全年净利润增速亮眼, 主要系下半年老酒战略的实施弥补了舍得单品的下滑, 并给中高档产品的吨价带来较大提升。预计前大股东占用上市公司资金产生年度占用资金利息 4 千余万元, 使得 2020 年非经常性损益大幅增加。公司扣非后归母净利润为 5.48 亿元, 同比增长 8.18%。
- **老酒弥补舍得下滑, 沱牌复兴起势。**为较好的完成降库存、挺批价任务, 公司主动控量, 全年中高档产品仅实现销量 7016 千升, 同比下降 24%。但得益于老酒战略的实施, 舍得系列的销量萎缩由舍得老酒弥补, 中高档产品吨价提升 27.6%至 30.4 万元/千升, 使得在大幅减量情况下全年中高档酒收入仅出现略微下滑。沱牌高端光瓶酒沱牌特级 T68 自 2019 年底推出以来, 终端扫码开瓶率持续提升, 消费者层面反馈良好, 2020 年已经在山东、四川、河北等十余个省份建立样板城市。全年低端酒销量同比增长 155%, 实现销量 8659 千升, 超过中高档销量。
- **积极优化经销商结构, 加快电商渠道发展。**2020 年, 公司与经销商建立“共商”、“共建”、“共享”的命运共同体和长期、稳定的合作伙伴关系, 对经销商进行优化和调整, 新引进了一批有实力的经销商, 在省外缩减 415 家已有经销商, 新增 226 家经销商, 积极寻找优商大商合作, 为省外核心市场的扩展做好准备; 在省内则是聚焦核心县区, 深耕下沉, 加强根据地市场建设, 2020 年省内经销商净增加 174 家。2020 年, 公司成立了互联网营销中心, 通过完善组织、增加专业人才、增加数据引流、增加个性化产品等模式, 积极拓展电商渠道。自 2016 年以来, 公司电商渠道收入实现 4 年连续翻番, 2020 年电商收入占比提升至 7.5%。
- **盈利预测与投资评级: 我们预计公司 2021-2023 年摊薄每股收益分别为 2.40 元、3.24 元、4.18 元。**2021 年是公司老酒战略招商布局的关键一年, 据渠道反馈, 一季度动销形势喜人, 省外核心市场的打造及互联网渠道发展均会给公司带来超预期增长点。我们维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素:** 招商不及预期; 普酒品类冲击; 管理团队变动风险

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	2,650	2,704	3,757	4,918	6,234
增长率 YoY %	19.8%	2.0%	39.0%	30.9%	26.8%
归属母公司净利润 (百万元)	508	581	807	1,089	1,406
增长率 YoY%	48.6%	14.4%	38.9%	34.9%	29.1%
毛利率%	76.2%	75.9%	76.7%	77.7%	78.2%
净资产收益率ROE%	16.7%	16.2%	18.8%	20.6%	21.5%
EPS(摊薄)(元)	1.51	1.73	2.40	3.24	4.18
市盈率 P/E(倍)	19.86	49.43	48.00	35.57	27.55
市净率 P/B(倍)	3.32	8.02	9.00	7.33	5.91

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2021 年 04 月 28 日收盘价

目录

1. 老酒赋能双品牌运作，创新渠道补充新增长点	4
1.1 老酒弥补舍得下滑，沱牌复兴起势	6
1.2 积极优化经销商结构，加快电商渠道发展	7
2. “品质+品牌”驱动，聚焦战略重点打造	9
3. 盈利预测和评级	11
盈利预测及假设	11
投资评级	11
4. 风险提示	12

表目录

表 1: 公司收入预测	11
表 2: 可比公司盈利及估值对比	11

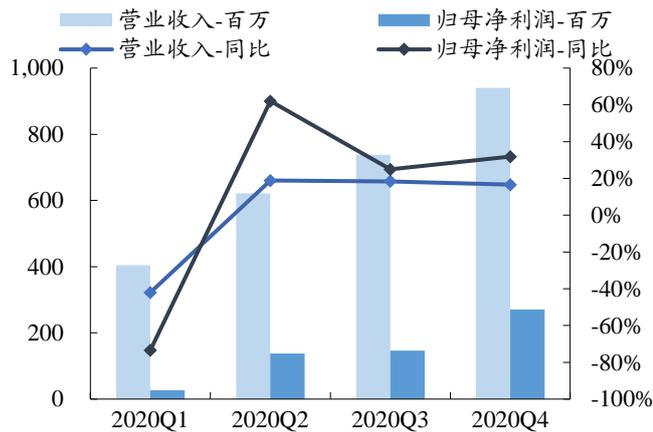
图目录

图 1: 公司业绩稳步恢复，净利润增速亮眼	4
图 2: 2020 年毛利率略微下滑，净利率持续提升	4
图 3: 产品结构变化导致吨价出现下滑	4
图 4: 2020 年酒类吨成本大幅下降	4
图 5: 玻瓶业务毛利率下滑拖累公司整体毛利率水平	5
图 6: 期间费用率呈下行趋势	5
图 7: 2020 年销售费用整体下降	5
图 8: 销售人员精简后待遇提升	5
图 9: 营业收入与销售回款匹配	6
图 10: 2020 年公司经营性净现金流大幅增长	6
图 11: 2020 年中高档产品控货，低档放量增长	6
图 12: 得益于老酒战略，中高档吨价大幅提升	6
图 13: 2020 年各季度低档酒收入增速明显提高	7
图 14: 中高档酒占比出现下滑，低档酒占比提升	7
图 15: 2020 年各季度低档酒收入增速明显提高	7
图 16: 2020 年省外经销商大幅减少，省内经销商大幅增加	7
图 17: 电商渠道连续 4 年实现翻番	7
图 18: 2020 年省内销售低端化	8
图 19: 电商渠道连续 4 年实现翻番	8
图 20: 2020 年电商渠道收入占比达到 7.5%	8

1. 老酒赋能双品牌运作，创新渠道补充新增长点

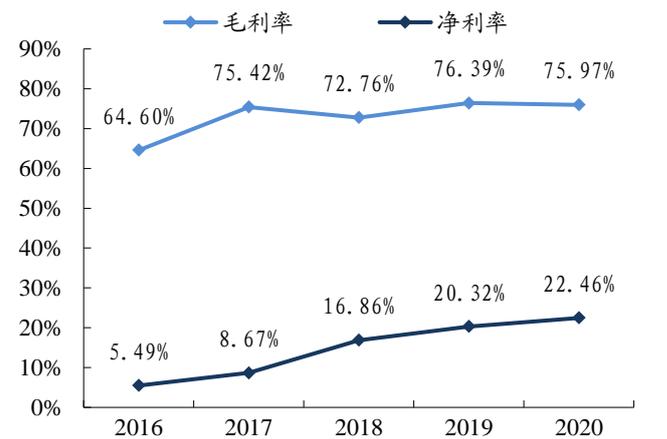
收入端小幅增长、利润端表现亮眼，业绩稳步恢复。20Q4 公司实现营业总收入 6.86 亿元，同比增长 16.56%；实现归母净利润 2.7 亿元，同比增长 31.83%，前大股东爆雷并未直接影响公司经营，强大的品牌力韧性支撑公司业绩稳步恢复。公司全年实现营业收入 27.03 亿元，同比增长 2.02%；实现归母净利润 5.81 亿元，同比增长 14.42%，净利润增速亮眼，主要系下半年老酒战略的实施弥补了舍得单品的下滑，并给中高档产品的吨价带来较大提升。预计前大股东占用上市公司资金产生年度占用资金利息 4 千余万元，使得 2020 年非经常性损益大幅增加。公司扣非后归母净利润为 5.48 亿元，同比增长 8.18%。

图 1：公司业绩稳步恢复，净利润增速亮眼



数据来源：Wind，信达证券研发中心

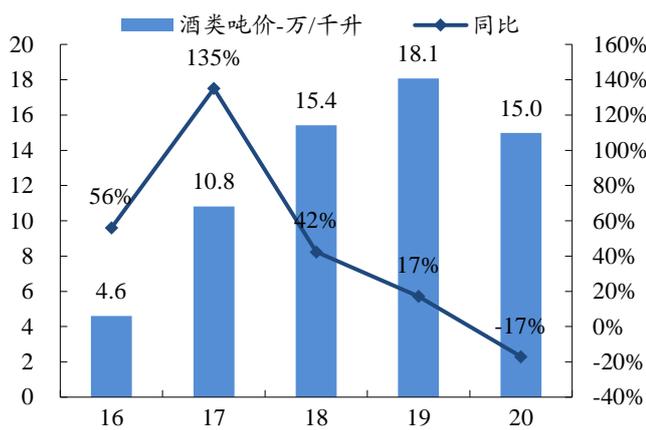
图 2：2020 年毛利率略微下滑，净利率持续提升



数据来源：Wind，信达证券研发中心

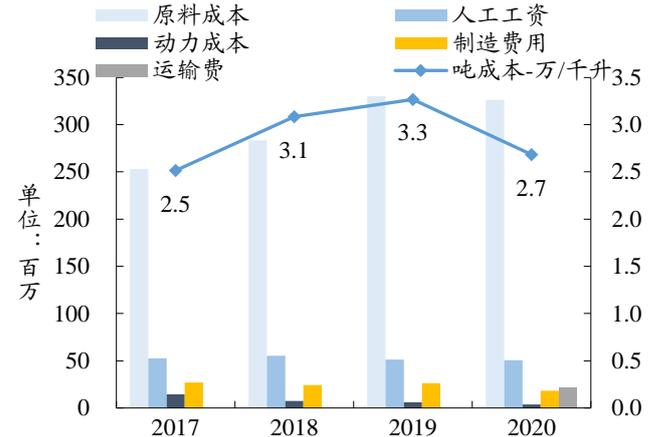
吨价、成本均有下降，酒类毛利率略升，玻瓶业务拖累整体毛利率。2020 年，公司整体毛利率为 75.97%，同比减少 0.42pct。其中，受产品结构变化影响，酒类吨价下滑幅度较大，吨成本同样出现明显下滑，叠加两端影响后，酒类毛利率略微增加 0.18pct。由于本期玻瓶业务成本上行较大，导致毛利率下降明显，同比减少 6.2pct，拖累公司整体毛利率水平。

图 3：产品结构变化导致吨价出现下滑

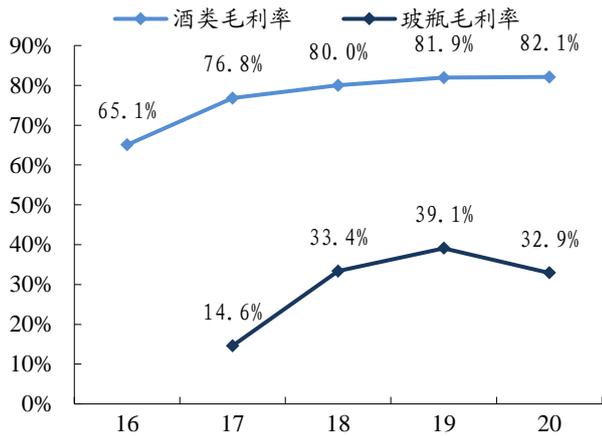


数据来源：Wind，信达证券研发中心

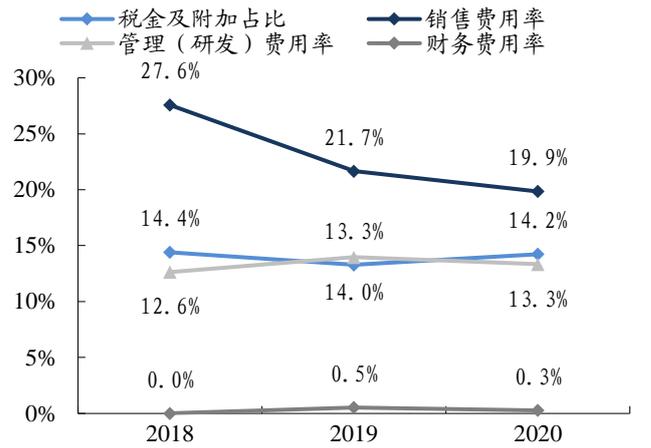
图 4：2020 年酒类吨成本大幅下降



数据来源：Wind，信达证券研发中心

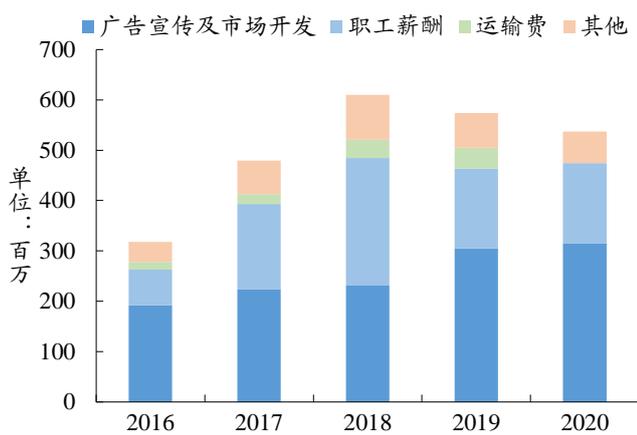
图 5： 玻璃瓶业务毛利率下滑拖累公司整体毛利率水平


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

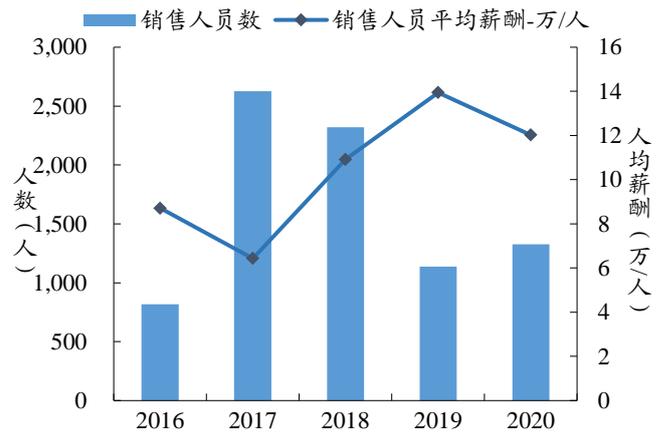
图 6： 期间费用率呈下行趋势


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

期间费用率降低, 带动净利率提升。2020 年公司销售费用率为 19.86%, 同比减少 1.8pct, 主要系运输费转移到营业成本科目。其中, 工资薪酬占比逐年提升, 与公司优化销售团队、提高员工待遇有关。管理(研发)费用率为 13.33%, 同比减少 0.63pct, 主要系职工薪酬减少。税金及附加占比为 14.23%, 同比增加 0.95pct。公司 2020 年整体期间费用率降幅明显, 同比减少 2.7pct, 促进净利率提升至 22.24%, 同比增加 2.32pct。

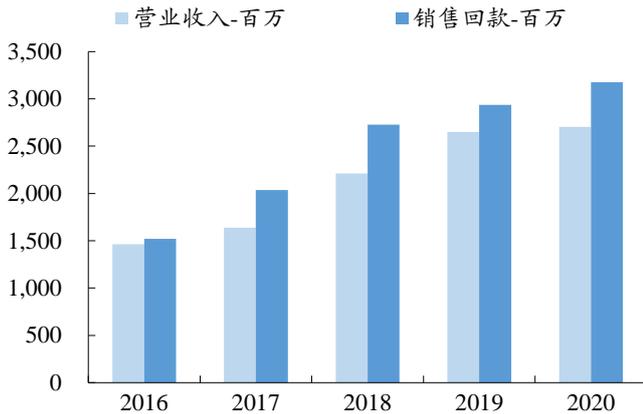
图 7： 2020 年销售费用整体下降


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

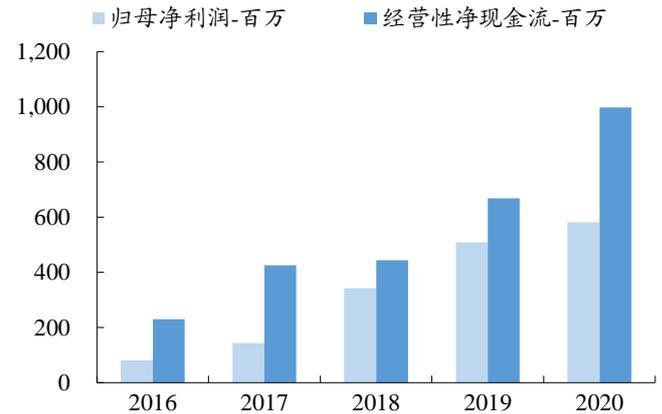
图 8： 销售人员精简后待遇提升


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

销售回款与营收匹配, 经营性现金流表现良好。2020 年, 公司经营现金流情况较好, 销售回款与营收匹配。由于本期公司经营现金支出减少, 叠加销售回款的增长表现, 经营性净现金流大幅提升。

图 9：营业收入与销售回款匹配


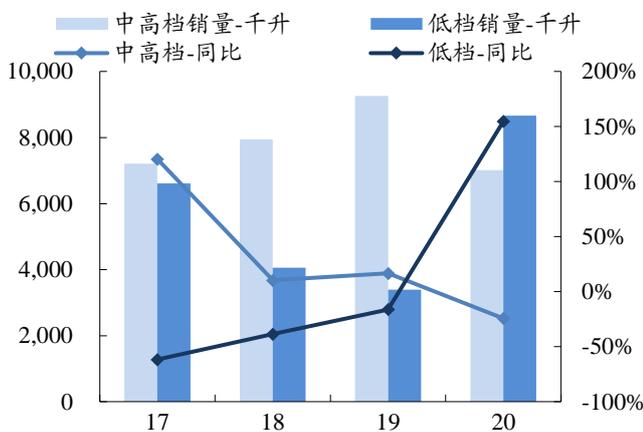
数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 10：2020 年公司经营性净现金流大幅增长


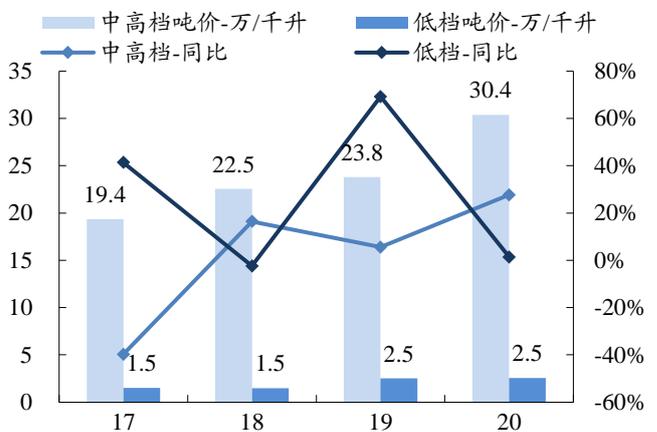
数据来源：Wind，信达证券研发中心

1.1 老酒弥补舍得下滑，沱牌复兴起势

降库存、挺批价任务重，中高档产品主动控量。2020 年，中高端白酒面临着阶段性去库存及竞争更加激烈的问题。公司努力克服新冠肺炎疫情持续导致宴席、商务应酬等消费场景减少等不利影响，通过全面实施老酒战略，积极拓展企业团购，积极布局新市场、新渠道，降低社会库存、拉动终端消费。为较好的完成降库存、挺批价任务，公司主动控量，全年中高档产品仅实现销量 7016 千升，同比下降 24%。但得益于老酒战略的实施，舍得系列的销量萎缩由舍得老酒弥补，中高档产品吨价提升 27.6%至 30.4 万元/千升，使得在大幅减量情况下全年中高档酒收入仅出现略微下滑。

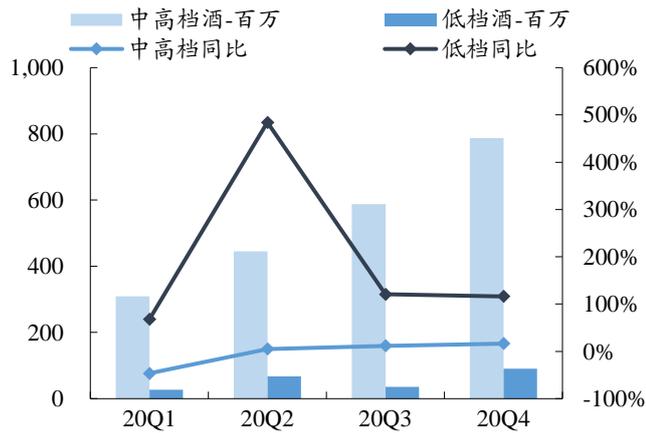
图 11：2020 年中高档产品控货，低档放量增长


数据来源：Wind，信达证券研发中心

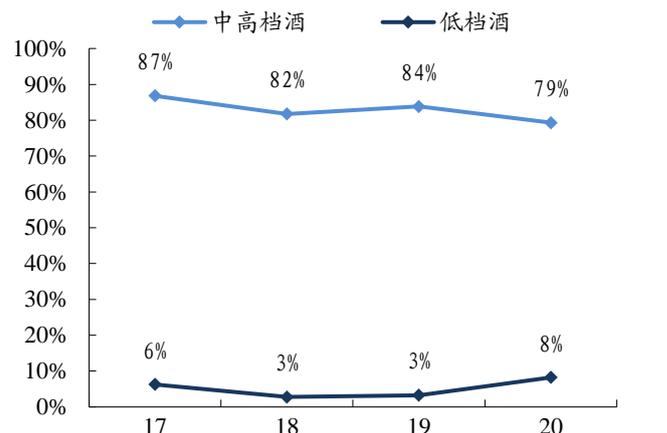
图 12：得益于老酒战略，中高档吨价大幅提升


数据来源：Wind，信达证券研发中心

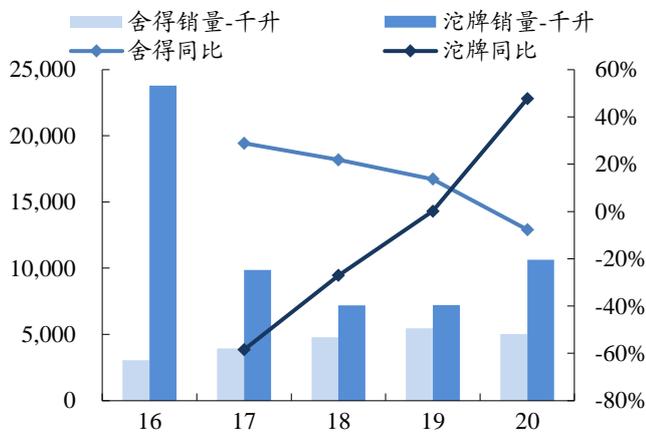
低档酒放量增长，沱牌复兴起势。沱牌高端光瓶酒沱牌特级 T68 自 2019 年底推出以来，终端扫码开瓶率持续提升，消费者层面反馈良好，2020 年已经在山东、四川、河北等十余个省份建立样板城市。全年低端酒销量同比增长 155%，实现销量 8659 千升，超过中高档销量。自 2016 年以来，公司沱牌发展情况不佳，销量连年下滑，得益于 2020 年公司推出沱牌藏品、复刻版及开放部分区域定制开发，沱牌销量全年实现 48% 的增长。公司总经理蒲吉洲在 2021 年 4 月的经销商大会上表示，“公司今年将采取‘唤醒’与‘焕新’的品牌核心策略，将‘悠悠岁月酒，滴滴沱牌情’再次带回大众视线，唤起国民的情感记忆，让沱牌与舍得一起发力，双轮驱动，实现舍得酒业的增量突破。”沱牌复兴已逐渐起势。

图 13: 2020 年各季度低档酒收入增速明显提高


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 14: 中高档酒占比出现下滑, 低档酒占比提升


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 15: 2020 年各季度低档酒收入增速明显提高


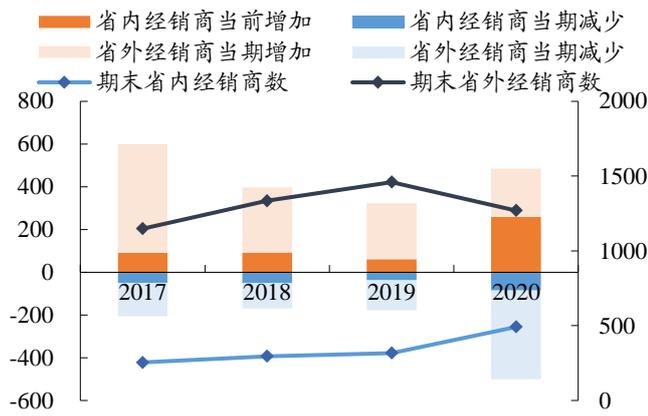
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

1.2 积极优化经销商结构, 加快电商渠道发展

省内加速深耕, 省外聚焦核心市场渗透。由于 2017 年以来公司为匹配规模扩大目标, 以快消品打法, 大量开展招商活动, 提高市场覆盖率, 导致公司目前小商、快商多, 优商、大商少, 不利于公司核心市场的打造及消费者的圈层培育。2020 年, 公司为了巩固与经销商的合作关系, 提出了“将舍得酒打造成为经销商可以传承的事业”, 与经销商建立“共商”、“共建”、“共享”的命运共同体和长期、稳定的合作伙伴关系, 得到了经销商的积极响应。公司对经销商进行优化和调整, 新引进了一批有实力的经销商, 2020 年在省外缩减 415 家已有经销商, 新增 226 家经销商, 积极寻找优商大商合作, 为省外核心市场的扩展做好准备; 在省内则是聚焦核心县区, 深耕下沉, 加强根据地市场建设, 2020 年省内经销商净增加 174 家。

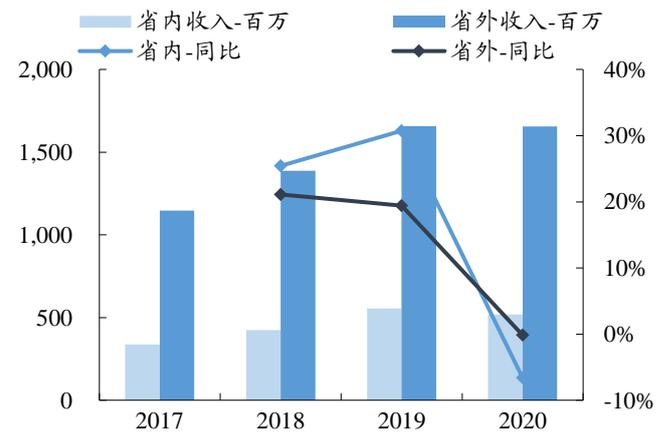
省内低档产品销售增多导致收入下滑, 省外收入保持相对平稳。2020 年公司省内销量同比增长 12.4% 至 5468 千升, 但主要系低档酒销售, 省内酒类吨价由 2019 年的 22 万元/千升下降至 7 万元/千升, 由此导致 2020 年省内销售收入同比减少 7%。公司在省外的销量及吨价均保持相对稳定, 虽然部分区域市场(如河南地区)有所下滑, 但总体收入水平维持不减。

图 16: 2020 年省外经销商大幅减少, 省内经销商大幅增加
图 17: 电商渠道连续 4 年实现翻番

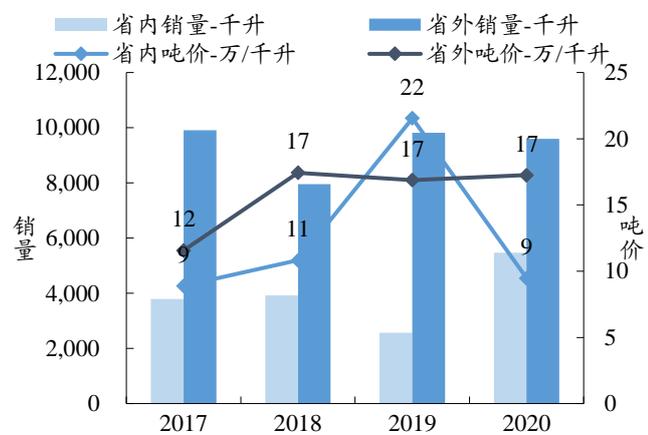


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 18: 2020 年省内销售低端化



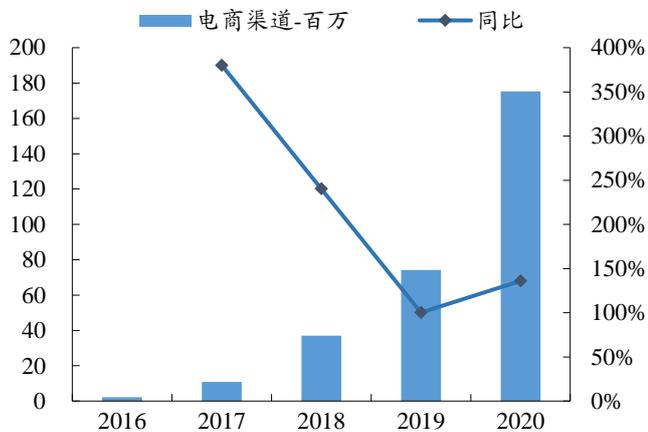
数据来源: Wind, 信达证券研发中心



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

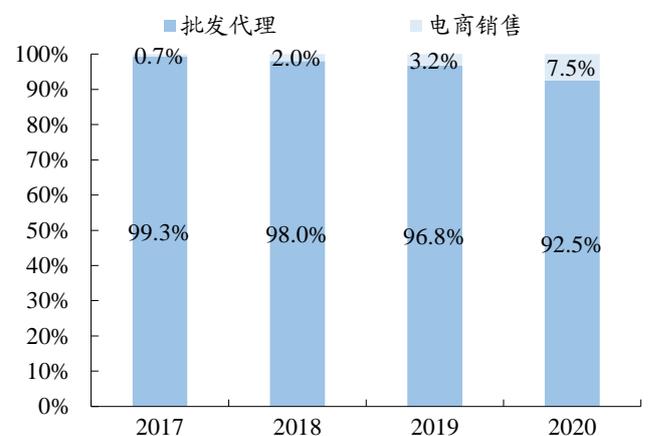
电商渠道连续 4 年实现收入翻番。2020 年, 公司成立了互联网营销中心, 通过完善组织、增加专业人才、增加数据引流、增加个性化产品等模式, 积极拓展电商渠道。公司在京东、天猫、苏宁等开设的旗舰店粉丝人群大幅增长, 在白酒店铺的排名不断上升。与此同时, 公司与 1919、酒仙网、酒便利、歌德盈香、曾品堂等新零售渠道以及老酒交易平台建立了长期合作关系, 新零售渠道布局再上新台阶。自 2016 年以来, 公司电商渠道收入实现 4 年连续翻番, 2020 年电商收入占比提升至 7.5%。

图 19: 电商渠道连续 4 年实现翻番



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 20: 2020 年电商渠道收入占比达到 7.5%



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

2. “品质+品牌”驱动，聚焦战略重点打造

2021年，公司将持续加强品牌建设，优化组织管理体系，聚焦战略产品和重点城市，大力发展优质经销商，加强市场基础建设、加强消费者培育，打造老酒品类第一品牌；公司将实施生产系统的智能化升级改造，持续完善生态产业链，加强老酒储备，提升老酒品质。

打造老酒品类第一品牌。公司将大力开展老酒品牌塑造、老酒价值传播、老酒产品品鉴、老酒产品升级等相关工作，让“舍得酒，每一瓶都是老酒”的产品价值定位深入人心。聚焦“老酒+文化”，持续加强品牌建设。通过舍得智慧人物、舍得艺术中心、舍得老酒论坛等品牌IP的建设，以及央视、各大网络平台、高铁、户外、头条、抖音等传媒手段，提升品牌影响力。让“舍得酒，每一瓶都是老酒”、“悠悠岁月酒、滴滴沱牌情”的品牌口号深入人心。以“美学包装+老酒品质”提升产品力。按照成为生活美学领导品牌的愿景，坚持差异化的形象定位和品牌形象定位，对公司的包装形象持续提升。在坚持战略单品运作的同时，通过产品线的适当丰富，以满足多渠道、多客户布局及互联网营销的需要。

复兴沱牌，唤醒“中国名酒”的品牌认知。2021春糖期间，沱牌六粮、沱牌曲酒复刻版两款新品亮相，一方面卡位30-50元高线光瓶酒赛道，另一方面用复刻版形象唤醒消费者记忆。由于沱牌体量较小，且主要由山东、成都、遂宁贡献收入，市场氛围下滑严重，今年公司计划对沱牌开放区域定制开发，以市场氛围培育为主，收复沱牌原有市场，回归大众白酒第一阵营。

提升客户服务水平，构建新型厂商关系。全面转变思想，持续改进各项工作，提升对经销商及消费者的服务水平。通过全国化的仓库前置、营销战略顾问委员会、经销商表彰活动、经销商联谊会、经销商关爱行动、经销商盈利提升行动等一系列举措，激励经销商，构建新型厂商关系。

聚焦资源打造重点城市。将全国市场分为“重点、发展、培育”三类，聚焦资源打造重点市场，在重点市场形成多品牌、多客户、全渠道布局，重点城市要以成为当地市场第一品牌为目标，聚焦资源精耕细作。发展市场要聚焦培育样板客户、样板渠道、样板区县，逐步形成燎原之势。公司继续按照“聚焦川冀鲁豫、提升东北西北、突破华东华南”的策略，在聚焦核心区域的同时，加快品牌的全国化布局。在川冀鲁豫及东北等传统市场降库存、提价格的同时，环太湖以及湖南市场的经销商数量、产品动销额持续增长。

持续加强互联网营销渠道建设，提升营运能力。公司将按照“一个增加、两个优化、四个加强”的模式，力争通过2-3年时间让舍得酒成为互联网营销渠道最受消费者喜爱的老酒品牌。具体措施为：**一个增加**，持续增加分销渠道建设，让更广泛的人群通过互联网的多种平台接触和购买舍得沱牌系列酒；**两个优化**，持续优化产品结构，构建互联网营销产品矩阵，推出更多具有流量的网红级大单品；持续优化运营模式，对消费者引流及效果投放进行精细化管理，提高市场声量和占有率；**四个加强**，加强人才队伍建设，加强站内营销及平台级合作，加强增量渠道及重点渠道运作，加强私域会员精细化运营。进一步加强电商渠道建设，持续提升C端用户运营能力，持续培育和影响年轻消费人群，以文创赋能品牌，以数字化精准引流提升销量，以粉丝人群的系统运营提升用户粘性，形成线下线上的有效协同及相互赋能。

公司向上海证券交易所提交了关于撤销对公司股票实施其他风险警示的申请。（1）天洋控股集团有限公司非经营性占用公司资金4.4亿元及利息已全部收回。（2）其经由天赢链（深圳）商业保理有限公司给公司造成的实际损失1亿元也已收回。（3）信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）出具《关于舍得酒业股份有限公司控股股东及其关联方非经营性资金占用及清偿情况的专项审核说明》（XYZH/2021CDAA70210）（4）公司独立董事出具《舍得

酒业独立董事关于公司申请撤销股票其他风险警示事项的独立意见》。经公司第十届董事会第三次会议审议批准,公司向上海证券交易所提交了关于撤销对公司股票实施其他风险警示的申请。上海证券交易所将在收到公司申请之后 10 个交易日内,根据实际情况决定是否撤销对公司股票实施的其他风险警示。

3. 盈利预测和评级

盈利预测及假设

收入预测: 我们预计舍得酒业 2021-2023 年的收入将分别达到 37.57 亿元、49.18 亿元和 62.34 亿元, 分别同比增长 39.0%、30.9%和 26.8%。

表 1: 公司收入预测

		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
酒类合计	收入-百万元	2288	2350	3406	4568	5886
	YOY	24%	3%	45%	34%	29%
	毛利率	81.9%	82.1%	81.5%	81.3%	81.0%
中高档酒	收入-百万元	2202	2129	2990	3946	4992
	YOY	23%	-3%	40%	32%	27%
	毛利率	84.1%	86.3%	87.0%	87.5%	88.0%
低档酒	收入-百万元	85	221	416	60	382
	YOY	42%	158%	89%	50%	44%
	毛利率	27.1%	32.9%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

毛利率预测: 我们预计舍得酒业 2021-2023 年的毛利率将分别达到 76.7%、77.7%和 78.2%, 分别同比上升 0.8pct、1.0pct 和 0.5pct。

费用率预测: 我们预计舍得酒业 2021-2023 年期间销售费用率和管理费用率合计分别达到 33%、33%和 33%, 基本保持平稳态势。

净利润预测: 我们预计舍得酒业 2021-2023 年的归母净利润将分别达到 8.07 亿元、10.89 亿元和 14.06 亿元, 分别同比增长 38.9%、34.9%和 29.1%。

投资评级

我们预计 2021-2023 年 EPS 分别为 2.40、3.24、4.18 元, 对应 2021 年 4 月 28 日收盘价 (115.24 元/股) 市盈率 48/36/28 倍, 维持“买入”评级。

表 2: 可比公司盈利及估值对比

2021/04/28	总市值 (亿元)	EPS			CAGR	PE			PEG	PS		
		20A	21E	22E	2020-22	20A	21E	22E		20A	21E	22E
贵州茅台	25,652	37.17	43.11	50.29	16.3%	54.93	47.37	40.60	2.49	26.18	23.16	20.12
五粮液	11,086	5.14	6.22	7.35	19.5%	55.55	45.94	38.87	1.99	19.34	16.51	14.29
泸州老窖	3,823	4.10	5.02	6.13	22.3%	63.65	51.98	42.55	1.91	22.96	18.86	15.90
山西汾酒	3,739	3.53	5.05	6.68	37.5%	121.44	84.93	64.22	1.71	26.73	20.33	16.18
洋河股份	2,622	4.97	5.58	6.46	14.1%	35.05	31.20	26.93	1.91	12.43	10.99	9.71
今世缘	687	1.25	1.54	1.91	23.7%	43.87	35.52	28.69	1.21	13.42	10.83	8.88
酒鬼酒	660	1.51	2.30	3.24	46.3%	134.17	88.09	62.69	1.35	36.12	23.91	17.87
平均					25.7%	72.67	55.00	43.51	1.80	22.45	17.80	14.71
ST 舍得	387	1.73	2.40	3.24	36.9%	66.66	48.01	35.58	0.96	14.33	10.31	7.88

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

4. 风险提示

招商不及预期

公司老酒招商可能出现招商进度缓慢情况，影响下半年旺季销量释放。

酱酒品类冲击

目前酱酒热趋势明显，且与公司产品价格带重合，可能对公司全国基地市场的建立造成一定冲击。

管理团队变动调整

复星入主后，公司董事席位暂未变动，待 2020 年年报披露后，或召开股东大会上进行管理团队变动。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	4,463	4,932	5,683	7,332	9,373	
货币资金	1,601	1,348	1,654	2,396	3,312	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	139	186	257	269	342	
预付账款	41	42	55	69	86	
存货	2,418	2,554	3,352	4,211	5,222	
其他	264	802	364	386	411	
非流动资产	1,314	1,522	1,608	1,722	1,864	
长期股权投资	121	114	119	124	129	
固定资产	687	822	828	840	862	
无形资产	138	275	316	357	398	
其他	368	311	346	401	476	
资产总计	5,777	6,454	7,291	9,054	11,237	
流动负债	2,491	2,628	2,704	3,437	4,285	
短期借款	840	446	0	0	0	
应付票据	218	212	287	361	448	
应付账款	183	192	256	322	399	
其他	1,249	1,778	2,161	2,754	3,439	
非流动负债	45	45	45	45	45	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	45	45	45	45	45	
负债合计	2,536	2,673	2,749	3,481	4,330	
少数股东权益	202	201	239	290	357	
归属母公司	3,038	3,580	4,303	5,282	6,550	
负债和股东权益	5,777	6,454	7,291	9,054	11,237	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	2,650	2,704	3,757	4,918	6,234	
同比	19.8%	2.0%	39.0%	30.9%	26.8%	
归属母公司净利润	508	581	807	1,089	1,406	
同比	48.6%	14.4%	38.9%	34.9%	29.1%	
毛利率(%)	76.2%	75.9%	76.7%	77.7%	78.2%	
ROE%	16.7%	16.2%	18.8%	20.6%	21.5%	
EPS(摊薄)(元)	1.51	1.73	2.40	3.24	4.18	
P/E	19.86	49.43	48.00	35.57	27.55	
P/B	3.32	8.02	9.00	7.33	5.91	
EV/EBITDA	11.81	32.07	30.95	22.95	17.61	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	2,650	2,704	3,757	4,918	6,234	
营业成本	631	653	874	1,098	1,361	
营业税金及附加	352	385	526	689	873	
销售费用	574	537	751	984	1,247	
管理费用	362	340	488	639	810	
研发费用	8	21	19	25	31	
财务费用	14	7	-5	-20	-29	
减值损失合	-10	-10	-8	-8	-8	
投资净收益	5	2	4	5	6	
其他	6	14	19	7	9	
营业利润	712	768	1,118	1,509	1,948	
营业外收支	-5	33	-6	-8	-10	
利润总额	707	801	1,112	1,501	1,938	
所得税	169	194	267	360	465	
净利润	538	607	845	1,140	1,473	
少数股东损	30	26	38	51	66	
归属母公司	508	581	807	1,089	1,406	
EBITDA	791	867	1,198	1,583	2,011	
EPS(当	1.51	1.73	2.40	3.24	4.18	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	668	997	1,035	1,067	1,300	
净利润	538	607	845	1,140	1,473	
折旧摊销	67	98	99	99	99	
财务费用	12	5	10	0	0	
投资损失	-5	-2	-4	-5	-6	
营运资金变	36	313	70	-183	-284	
其它	19	-24	14	16	18	
投资活动现金流	-171	-668	-177	-198	-219	
资本支出	-179	-239	-156	-178	-200	
长期投资	0	0	-5	-5	-5	
其他	7	-429	-16	-15	-14	
筹资活动现金流	77	-484	-551	-127	-165	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	176	-394	-446	0	0	
支付利息或	-94	-121	-103	-127	-165	
现金流净增加额	573	-155	306	742	916	

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，6年证券研究经验，曾在深圳市规划国土委从事房地产税基评估课题（国家社科基金）研究，关注宏观、地产、财税问题。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，聚焦突破行业及个股，对白酒、休闲食品、调味品、速冻食品等板块有深度研究与跟踪，重视估值和安全边际的思考。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。