

# 高端稳健结构优化，缴税节奏影响利润增速



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月29日)	262.98元
目标价格	295.83元
52周最高价/最低价	327.66/77.21元
总股本/流通A股(万股)	146,475/146,431
A股市值(百万元)	385,201
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2021年04月30日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	9.4	17.15	2.05	236.69
相对表现	7.49	13.74	-1.55	217.78
沪深300	1.91	3.41	3.6	18.91



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

20Q4 盈利高增圆满收官, 看好 21Q1 开门红	2021-03-30
红机遇	
国窖发力量价齐升, 费用下行增厚盈利	2020-10-29
国窖发力品牌复兴, 结构升级盈利改善	2020-08-28

● **21Q1 动销亮眼营收高增, 税费占比提升拖累盈利。**公司公布 20 年年报和 21 年一季报, 20 年实现营收 166.53 亿元, 同比+5.3%, 归母净利润 60.06 亿元, 同比+29.4%, 与业绩快报基本吻合。21Q1 实现营收 50.04 亿元, 同比+40.9%, 归母净利润 21.67 亿元, 同比+26.9%; 盈利增速低于营收增速, 主要由于税金及附加占营收比重同比提升较多所致。

## 核心观点

- **国窖持续稳定增长, 回款良好后劲十足。**20 年中高档酒收入 142.37 亿元(+15.3%), 占比提升 7.5pct 至 86.6%, 结构持续升级; 销量和吨价分别同比变动-1.5%/+17.1%, 吨价上行明显; 其中预计高档酒全年稳定增长, 国窖增速约 20%, 收入约 100 亿元, 中档酒窖龄和特曲酒小幅下滑。低档酒收入 22.11 亿元(-32.4%), 销量和吨价分别下滑 18.3%/17.3%, 头曲和二曲受疫情影响较大。21Q1 营收增速较高, 预计其中国窖实现 20%以上较快增长, 中档酒和低档酒由于低基数恢复弹性较大。21Q1 合同负债余额 16.9 亿元, 同比+10.7 亿元, 环比+0.1 亿元, 现金回款良好, 蓄力后续增长。
- **缴税节奏影响盈利, 期待后续改善。**受益于结构升级和提价, 20 年毛利率 83.05%(+2.43pct); 21Q1 毛利率 86.04%(-0.81pct), 预计受中低档酒快速反弹占比提升拖累。税金及附加占营收比重在 20 年前低后高, 主要受疫情影响 20H1 缴税节奏放缓; 21Q1 恢复到 12%~13%水平, 同比+7.05pct, 造成盈利增速低于营收增速。21Q1 销售费用率 13.48%(-0.19pct), 管理费用率 3.95%(-0.62pct); 综合影响, 净利率 43.56%(-5.03pct), 后期有望回升。
- **国窖批价上行渠道利润改善, 看好 21 年盈利表现。**春节后国窖批价稳中有升, 目前达到 920 元左右, 未来继续上行有望实现顺价销售, 渠道利润改善, 提升经销商信心和渠道扩张力。公司 21 年经营目标营收增速不低于 15%, 增速有保障, 看好盈利表现。中长期看, 消费升级趋势下千元价格带持续扩容, 国窖品牌力不断增强, 未来有望充分受益。

**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 5.19、6.32 和 7.54 元(原 21-22 年预测为 5.05、6.10 元)。结合可比公司估值, 给予公司 21 年 57 倍 PE, 对应目标价 295.83 元, 维持买入评级。

**风险提示:** 消费升级不及预期、国窖销售不及预期、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)	15,817	16,653	20,725	24,364	28,333
同比增长(%)	21.2%	5.3%	24.5%	17.6%	16.3%
营业利润(百万元)	6,119	7,959	9,988	12,164	14,495
同比增长(%)	30.8%	30.1%	25.5%	21.8%	19.2%
归属母公司净利润(百万元)	4,642	6,006	7,602	9,261	11,038
同比增长(%)	33.2%	29.4%	26.6%	21.8%	19.2%
每股收益(元)	3.17	4.10	5.19	6.32	7.54
毛利率(%)	80.6%	83.0%	84.8%	86.2%	87.3%
净利率(%)	29.3%	36.1%	36.7%	38.0%	39.0%
净资产收益率(%)	25.5%	28.3%	29.6%	29.4%	28.8%
市盈率	83.0	64.1	50.7	41.6	34.9
市净率	19.8	16.7	13.6	11.1	9.1

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 5.19、6.32 和 7.54 元(原 21-22 年预测为 5.05、6.10 元)。结合可比公司估值，给予公司 21 年 57 倍 PE，对应目标价 295.83 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	2026.36	37.17	42.97	49.96	54.51	47.16	40.56
五粮液	000858	289.50	5.14	6.25	7.43	56.31	46.33	38.97
水井坊	600779	100.96	1.49	2.26	2.97	67.61	44.72	34.01
山西汾酒	600809	416.00	3.53	5.26	7.04	117.74	79.02	59.08
酒鬼酒	000799	197.91	1.51	2.37	3.34	130.81	83.65	59.31
ST 舍得	600702	121.00	1.58	2.17	2.89	76.74	55.64	41.87
调整后平均							57	45

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 29 日收盘价）

## 风险提示

- **消费升级不及预期风险。**若经济增长放缓、居民消费升级速度低于预期，将对高档产品销售和公司业绩产生负面影响。
- **国窖销售不及预期风险。**国窖 1573 是公司未来业绩增长的核心产品，在高端白酒领域面临茅台和五粮液等产品的竞争，若市场竞争加剧导致国窖 1573 销量不及预期将影响公司盈利表现。
- **食品安全事件风险。**若白酒行业发生食品安全事件，则可能对公司产品销售、营业收入以及利润均产生不利影响。

**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	9,754	11,625	16,483	22,096	29,023	营业收入	15,817	16,653	20,725	24,364	28,333
应收票据、账款及款项融资	2,412	3,211	3,996	4,698	5,463	营业成本	3,065	2,823	3,148	3,374	3,597
预付账款	152	75	207	244	283	营业税金及附加	1,976	2,224	2,767	3,253	3,783
存货	3,641	4,696	5,235	5,610	5,981	营业费用	4,186	3,091	3,846	4,522	5,258
其他	355	284	156	184	214	管理费用及研发费用	901	930	1,158	1,361	1,583
<b>流动资产合计</b>	<b>16,314</b>	<b>19,890</b>	<b>26,077</b>	<b>32,831</b>	<b>40,964</b>	财务费用	(205)	(132)	(38)	(106)	(188)
长期股权投资	2,231	2,478	2,478	2,478	2,478	资产、信用减值损失	1	(0)	1	1	1
固定资产	1,517	6,886	7,521	7,880	7,988	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	7,257	2,012	1,046	823	612	投资净收益	155	201	100	152	151
无形资产	332	2,657	2,606	2,555	2,504	其他	71	40	45	52	46
其他	1,269	1,087	1,061	1,137	1,094	<b>营业利润</b>	<b>6,119</b>	<b>7,959</b>	<b>9,988</b>	<b>12,164</b>	<b>14,495</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>12,606</b>	<b>15,120</b>	<b>14,712</b>	<b>14,873</b>	<b>14,676</b>	营业外收入	44	33	36	38	35
<b>资产总计</b>	<b>28,920</b>	<b>35,009</b>	<b>40,789</b>	<b>47,704</b>	<b>55,640</b>	营业外支出	60	53	54	56	54
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>6,104</b>	<b>7,939</b>	<b>9,970</b>	<b>12,146</b>	<b>14,477</b>
应付票据及应付账款	1,869	2,726	3,039	3,257	3,472	所得税	1,462	1,981	2,428	2,958	3,525
其他	4,918	5,022	5,287	5,727	6,091	<b>净利润</b>	<b>4,642</b>	<b>5,959</b>	<b>7,542</b>	<b>9,188</b>	<b>10,952</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>6,787</b>	<b>7,748</b>	<b>8,326</b>	<b>8,983</b>	<b>9,562</b>	少数股东损益	0	(47)	(60)	(73)	(87)
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4,642</b>	<b>6,006</b>	<b>7,602</b>	<b>9,261</b>	<b>11,038</b>
应付债券	2,491	3,988	4,000	4,000	4,000	每股收益(元)	3.17	4.10	5.19	6.32	7.54
其他	87	92	81	87	87						
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,578</b>	<b>4,080</b>	<b>4,081</b>	<b>4,087</b>	<b>4,087</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>9,365</b>	<b>11,827</b>	<b>12,407</b>	<b>13,070</b>	<b>13,649</b>		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	148	107	47	(26)	(112)	成长能力					
实收资本(或股本)	1,465	1,465	1,465	1,465	1,465	营业收入	21.2%	5.3%	24.5%	17.6%	16.3%
资本公积	3,723	3,723	3,723	3,723	3,723	营业利润	30.8%	30.1%	25.5%	21.8%	19.2%
留存收益	14,024	17,701	22,974	29,287	36,734	归属于母公司净利润	33.2%	29.4%	26.6%	21.8%	19.2%
其他	195	186	172	184	181	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>19,555</b>	<b>23,182</b>	<b>28,381</b>	<b>34,634</b>	<b>41,990</b>	毛利率	80.6%	83.0%	84.8%	86.2%	87.3%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>28,920</b>	<b>35,009</b>	<b>40,789</b>	<b>47,704</b>	<b>55,640</b>	净利率	29.3%	36.1%	36.7%	38.0%	39.0%
						ROE	25.5%	28.3%	29.6%	29.4%	28.8%
						ROIC	23.0%	23.8%	25.2%	25.7%	25.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	32.4%	33.8%	30.4%	27.4%	24.5%
净利润	4,642	5,959	7,542	9,188	10,952	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	95	216	463	515	555	流动比率	2.40	2.57	3.13	3.65	4.28
财务费用	(205)	(132)	(38)	(106)	(188)	速动比率	1.87	1.96	2.50	3.03	3.66
投资损失	(155)	(201)	(100)	(152)	(151)	营运能力					
营运资金变动	924	(830)	(717)	(502)	(618)	应收账款周转率	1,105.0	1,682.0	12,247.3	11,935.3	11,876.0
其它	(459)	(94)	1	(59)	39	存货周转率	0.9	0.7	0.6	0.6	0.6
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,842</b>	<b>4,916</b>	<b>7,151</b>	<b>8,884</b>	<b>10,589</b>	总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.5
资本支出	(4,931)	(2,643)	(80)	(600)	(400)	每股指标(元)					
长期投资	136	(247)	0	0	0	每股收益	3.17	4.10	5.19	6.32	7.54
其他	244	715	101	152	151	每股经营现金流	3.31	3.36	4.88	6.07	7.23
<b>投资活动现金流</b>	<b>(4,551)</b>	<b>(2,174)</b>	<b>21</b>	<b>(448)</b>	<b>(249)</b>	每股净资产	13.25	15.75	19.34	23.66	28.74
债权融资	2,522	1,539	(24)	18	(9)	估值比率					
股权融资	6	0	0	0	0	市盈率	83.0	64.1	50.7	41.6	34.9
其他	(2,434)	(2,455)	(2,291)	(2,842)	(3,404)	市净率	19.8	16.7	13.6	11.1	9.1
<b>筹资活动现金流</b>	<b>93</b>	<b>(917)</b>	<b>(2,315)</b>	<b>(2,824)</b>	<b>(3,413)</b>	EV/EBITDA	62.7	46.8	36.2	30.0	25.4
汇率变动影响	2	(9)	-0	-0	-0	EV/EBIT	63.7	48.1	37.9	31.2	26.3
<b>现金净增加额</b>	<b>386</b>	<b>1,816</b>	<b>4,858</b>	<b>5,613</b>	<b>6,927</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)