

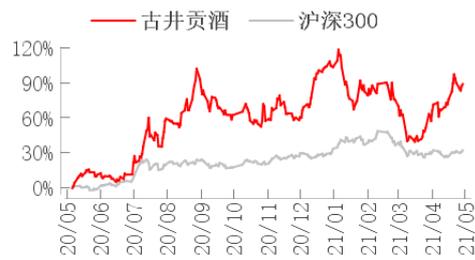
## 产品结构持续升级，看好全年稳健增长



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月29日)	252.59元
目标价格	265.62元
52周最高价/最低价	295/131.83元
总股本/流通A股(万股)	50,360/50,360
A股市值(百万元)	127,204
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	-0.57	17.07	3.52	88.93
相对表现	-1.34	14.53	-0.08	70.02
沪深300	0.77	2.54	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

三季度营收增长亮眼，稳健经营趋势向好	2020-10-28
本部表现稳健趋势向好，期待优势强化改制突破	2020-08-30

- **20Q4 盈利下滑，21Q1 恢复增长。**公司公布 20 年年报和 21 年一季报，20 年实现营收 102.92 亿元，同比-1.2%，归母净利润 18.55 亿元，同比-11.6%；其中 20Q4 营收 22.23 亿元，同比+0.4%，归母净利润 3.17 亿元，同比-11.0%，略低于预期。20Q1 实现营收 41.30 亿元，同比+25.9%，归母净利润 8.14 亿元，同比+27.9%，较 19Q1 分别增长 12.6%/4.0%，符合预期。

#### 核心观点

- **产品结构稳步升级，回款良好支撑增长。**20 年白酒收入 100.74 亿元(-0.9%)，销量和吨价变动-3.8%/+3.0%；其中，年份原浆收入 78.34 亿元(+6.5%)，销量和吨价分别增长 4.0%/2.4%，量价齐升，预计古 8/古 16 及以上产品稳定增长，内部结构升级；古井贡酒收入 13.80 亿元(-4.1%)，量增价减，预计为促进销量加大货折等；黄鹤楼酒收入 4.22 亿元(-53.0%)，湖北受疫情冲击影响严重，公司递延业绩承诺实现年限 1 年，21 年有望快速恢复。结构上，年份原浆占白酒收入比重提升 5.4pct 至 77.8%，整体结构继续升级。分地区，20 年华中、华北、华南分别实现收入 90.16 亿元(-3.3%)、6.93 亿元(+24.4%)和 5.80 亿元(+11.4%)，省外市场保持增长。21Q1 未合同负债余额 19.4 亿元，环比+7.4 亿元，同比+4.1 亿元，有望支撑后续高增。
- **毛利率长期仍向好，看好 21 年盈利能力继续改善。**20 年和 21Q1 毛利率分别为 75.23%(-1.49pct)和 76.99%(-0.33pct)，预计主要受会计准则调整影响，结构升级趋势下长期仍向好。21Q1 销售费用率 29.52%(-0.63pct)，管理费用率 5.62%(-0.30pct)，税金及附加占营收比重 15.63%(-0.22pct)，综合影响，21Q1 销售净利率 20.32%(+1.09pct)，盈利能力改善。
- **经营目标清晰保障增速，稳步推进结构升级与省外扩张。**公司 21 年计划实现营收 120 亿元(+16.5%)，利润总额 28.47 亿元(+15.1%)，全年盈利增速有保障。公司省内竞争地位稳固，持续推动结构升级；省外市场稳健扩张，长期增长空间广阔。黄鹤楼业绩承诺年限递延后有望在今年贡献一定弹性。

**财务预测与投资建议：**根据财报，下调营收和毛利率，预测公司 21-23 年每股收益分别为 4.66、5.68 和 6.81 元(原 21-22 年预测为 4.92、5.81 元)。结合可比公司估值，给予 21 年 57 倍 PE，对应目标价 265.62 元，维持买入评级。

**风险提示：**黄鹤楼业绩不及预期、消费升级不及预期、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)	10,417	10,292	12,477	14,777	17,093
同比增长(%)	19.9%	-1.2%	21.2%	18.4%	15.7%
营业利润(百万元)	2,823	2,435	3,178	3,885	4,669
同比增长(%)	20.3%	-13.8%	30.5%	22.2%	20.2%
归属母公司净利润(百万元)	2,098	1,855	2,347	2,860	3,432
同比增长(%)	23.7%	-11.6%	26.5%	21.9%	20.0%
每股收益(元)	4.17	3.68	4.66	5.68	6.81
毛利率(%)	76.7%	75.2%	77.1%	78.5%	79.3%
净利率(%)	20.1%	18.0%	18.8%	19.4%	20.1%
净资产收益率(%)	25.4%	19.5%	21.7%	22.7%	23.4%
市盈率	60.6	68.6	54.2	44.5	37.1
市净率	14.2	12.7	10.9	9.4	8.0

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，下调营收和毛利率，预测公司 21-23 年每股收益分别为 4.66、5.68 和 6.81 元(原 21-22 年预测为 4.92、5.81 元)。结合可比公司估值，给予 21 年 57 倍 PE，对应目标价 265.62 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	42.92	50.08	54.51	47.21	40.46
山西汾酒	600809	416.00	3.53	5.25	7.03	117.74	79.17	59.20
酒鬼酒	000799	197.91	1.51	2.44	3.43	130.81	81.27	57.62
水井坊	600779	100.96	1.50	2.26	2.97	67.43	44.68	34.02
顺鑫农业	000860	48.43	0.57	1.16	1.49	85.54	41.70	32.60
调整后平均							57	44

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

- **疫情影响久于预期风险。**三季度以来新冠疫情仍在部分地区复发，餐饮、宴会、送礼等白酒消费渠道仍受到一定的影响。若疫情持续影响时间过久，将影响公司的产品动销以及全年的业绩表现。
- **黄鹤楼业绩不及预期风险。**公司收购黄鹤楼 51% 股权，若由于湖北市场竞争加剧或其他因素导致黄鹤楼业绩不及预期，或将对企业业绩带来负面影响。
- **消费升级不及预期风险。**公司产品结构升级持续进行中，未来核心价位段有望衍生至 200 元以上，若省内消费需求升级不及预期，或将对公司销量造成负面影响。

**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	5,620	5,971	7,239	8,573	9,933	营业收入	10,417	10,292	12,477	14,777	17,093
应收票据、账款及款项融资	1,045	1,741	2,111	2,500	2,892	营业成本	2,426	2,550	2,852	3,182	3,534
预付账款	197	56	67	80	92	营业税金及附加	1,593	1,625	1,970	2,333	2,699
存货	3,015	3,417	3,640	4,093	4,597	营业费用	3,185	3,121	3,692	4,373	5,058
其他	649	335	495	422	471	管理费用及研发费用	728	843	968	1,146	1,326
<b>流动资产合计</b>	<b>10,526</b>	<b>11,520</b>	<b>13,553</b>	<b>15,668</b>	<b>17,986</b>	财务费用	(98)	(261)	(52)	(60)	(84)
长期股权投资	5	5	5	5	5	资产、信用减值损失	2	15	8	6	4
固定资产	1,723	1,798	1,978	2,154	2,313	公允价值变动收益	18	(20)	(1)	(11)	(6)
在建工程	184	279	340	370	385	投资净收益	126	7	67	37	52
无形资产	786	935	906	878	850	其他	98	49	74	61	67
其他	648	650	620	598	582	<b>营业利润</b>	<b>2,823</b>	<b>2,435</b>	<b>3,178</b>	<b>3,885</b>	<b>4,669</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,345</b>	<b>3,667</b>	<b>3,849</b>	<b>4,005</b>	<b>4,135</b>	营业外收入	58	67	62	64	63
<b>资产总计</b>	<b>13,871</b>	<b>15,187</b>	<b>17,402</b>	<b>19,673</b>	<b>22,121</b>	营业外支出	8	27	18	23	20
短期借款	0	71	314	278	0	<b>利润总额</b>	<b>2,873</b>	<b>2,474</b>	<b>3,222</b>	<b>3,926</b>	<b>4,712</b>
应付票据及应付账款	1,267	646	722	806	895	所得税	715	626	815	993	1,192
其他	2,980	3,771	4,078	4,322	4,606	<b>净利润</b>	<b>2,158</b>	<b>1,848</b>	<b>2,407</b>	<b>2,933</b>	<b>3,520</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>4,247</b>	<b>4,488</b>	<b>5,115</b>	<b>5,407</b>	<b>5,501</b>	少数股东损益	60	(7)	60	73	88
长期借款	0	60	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,098</b>	<b>1,855</b>	<b>2,347</b>	<b>2,860</b>	<b>3,432</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	4.17	3.68	4.66	5.68	6.81
其他	192	190	187	190	189						
<b>非流动负债合计</b>	<b>192</b>	<b>250</b>	<b>187</b>	<b>190</b>	<b>189</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>4,439</b>	<b>4,738</b>	<b>5,302</b>	<b>5,596</b>	<b>5,690</b>		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	488	406	466	539	627	<b>成长能力</b>					
股本	504	504	504	504	504	营业收入	19.9%	-1.2%	21.2%	18.4%	15.7%
资本公积	1,295	1,295	1,295	1,295	1,295	营业利润	20.3%	-13.8%	30.5%	22.2%	20.2%
留存收益	7,145	8,244	9,836	11,739	14,005	归属于母公司净利润	23.7%	-11.6%	26.5%	21.9%	20.0%
其他	0	0	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>9,432</b>	<b>10,449</b>	<b>12,100</b>	<b>14,077</b>	<b>16,431</b>	毛利率	76.7%	75.2%	77.1%	78.5%	79.3%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>13,871</b>	<b>15,187</b>	<b>17,402</b>	<b>19,673</b>	<b>22,121</b>	净利率	20.1%	18.0%	18.8%	19.4%	20.1%
						ROE	25.4%	19.5%	21.7%	22.7%	23.4%
						ROIC	23.4%	16.2%	20.3%	21.3%	22.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	32.0%	31.2%	30.5%	28.4%	25.7%
净利润	2,158	1,848	2,407	2,933	3,520	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	225	227	216	246	271	流动比率	2.48	2.57	2.65	2.90	3.27
财务费用	(98)	(261)	(52)	(60)	(84)	速动比率	1.76	1.81	1.94	2.14	2.43
投资损失	(126)	(7)	(67)	(37)	(52)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	2,548	(762)	(381)	(454)	(585)	应收账款周转率	295.4	189.3	166.0	164.3	162.5
其它	(4,514)	2,579	(0)	11	5	存货周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
<b>经营活动现金流</b>	<b>192</b>	<b>3,625</b>	<b>2,123</b>	<b>2,639</b>	<b>3,075</b>	总资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8
资本支出	(248)	(483)	(400)	(400)	(400)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	207	0	0	(0)	0	每股收益	4.17	3.68	4.66	5.68	6.81
其他	2,713	252	64	27	46	每股经营现金流	0.38	7.20	4.22	5.24	6.11
<b>投资活动现金流</b>	<b>2,672</b>	<b>(231)</b>	<b>(336)</b>	<b>(373)</b>	<b>(354)</b>	每股净资产	17.76	19.94	23.10	26.88	31.38
债权融资	0	60	(60)	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	60.6	68.6	54.2	44.5	37.1
其他	(755)	(761)	(460)	(932)	(1,360)	市净率	14.2	12.7	10.9	9.4	8.0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(755)</b>	<b>(701)</b>	<b>(520)</b>	<b>(932)</b>	<b>(1,360)</b>	EV/EBITDA	40.9	50.3	36.2	29.7	24.9
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	44.3	55.6	38.7	31.6	26.4
<b>现金净增加额</b>	<b>2,109</b>	<b>2,692</b>	<b>1,268</b>	<b>1,334</b>	<b>1,360</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)