

## 2021Q1 业绩超预期，关注次高端赛道高景气

——2020 年年报及 2021 年一季报点评

公司点评

### ● 事件:

公司发布 2020 年年报及 2021 年一季报, 2020 年营收 211.01 亿, 同降 8.76%, 归母净利润 74.82 亿, 同增 1.33%, 扣非净利润 56.52 亿元, 同降 13.79%, 2020 年利润分配拟 10 派 30 元; 2021Q1 营收 105.20 亿, 同增 13.51%, 归母净利润 38.62 亿元, 同降 3.49%, 扣非净利润 38.11 亿, 同增 19.01%, 经营活动现金流净额 29.20 亿元, 同增 987.75%, 2021Q1 业绩超市场预期。

### ● 问题导向, 有的放矢, 经营拐点确认

**渠道端优化经销商体系, 改善渠道毛利率水平(目标 10%)。**以“一商为主, 多商配称”, 互补协调发展为指导, 构建“厂商一体化”关系, 至 2020 年底经销商数量减少至 9051 家, 其中省内 3116 家/省外 5935 家, 报告期内净减少 1097 家(省内 186 家/省外 911 家), 省内外营收贡献分别为 47.61%/52.39%, 以“一商为主”来恢复成熟产品价格刚性、理顺渠道利益价值链, 同时也增强了过滤市场波动、抵御风险的能力。

**M6+再次引领省内主流价格带, 布局全国性次高端扩容主赛道。**白酒消费价格带出现跃升新特征, 次高端价格下沿有望提升至 500 元, 公司于 2020 年 4 月完成 M6+全国化渠道、团购招商, 布局 650+宽赛道, 后升级 M3 为梦之蓝·水晶版, 以 400+价位对标主竞品, 改革成效已体现在 2020Q3、Q4 公司营收、利润同比转增上, 对比 2020 白酒销量整体下滑 16.27%至 15.58 万吨, 公司中高档白酒及普通白酒收入分别下滑 7.15%、14.86%, 我们估算其中洋河大曲、双沟大曲等普通白酒及中高档海、天系列下滑较为明显, 梦系列在产品切换控货提价中略降, 产品结构继续提升, 吨价达 13.05 万/吨, 同比上升 9.59%。公司毛利率上升 0.92pct, 费用方面, 销售及管理费用分别下滑 3.27%、6.86%, 非经常性损益主要为公司持有的金融资产产生的投资收益及公允价值变动收益, 使得公司 2020 年业绩同比基本持平。

### ● 次高端白酒保持高景气, 2021Q1 扣非净利润超市场预期

2021Q1 公司营收 105.20 元, 同增 13.51%, 扣非净利润 38.11 亿元, 同增 19.01%, 增速超市场预期, 主要归因于基数效应(2020Q1 投资中银证券等公允价值变动及投资收益产生非经常性收益 8 亿, 2021Q1 仅 0.52 亿)和宴席、餐饮等消费场景常态化, 2021 年春节普通白酒恢复性增长, 次高端消费恢复高景气, M6+一季度提价 30 元/瓶(约 5%)也直接促进了渠道回款。

### ● 双名酒战略性落地, 2016 即布局酱酒品类, 维持“强烈推荐”评级

落地洋河+双沟双名酒战略, 独立双沟总部及区域运营团队, 重塑产品线, 与洋河在区域、价位上形成互补互动。公司前瞻布局酱酒赛道, 全资子公司贵州茅台镇贵酒酒业股份有限公司 2021 年公司设立近苏、北部、东南、贵州四个大区, 未来或迎高成长(2016 年投资 1.93 亿收购贵州贵酒, 2017 年收购茅台镇厚工坊迎宾酒业, 现有酱酒产能约 5000 吨-贵州贵酒 3800 吨、厚工坊 1200 吨), 在建约 2700 吨)。

我们始终认为行业竞争的底层逻辑是品牌, 而品牌的内涵在价格、产区、香型品类、文化属性等要素中不断迭代演进, 酱酒热本质上是消费升级背后的品质升级。公司 2021 年营收目标增长 10%以上, 预计公司 2021-2023 年净

## 强烈推荐(维持评级)

王言海(分析师)

wangyanhai@xsdzq.cn

证书编号: S0280520080003

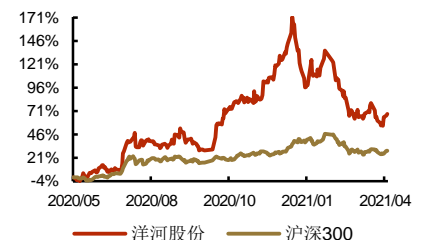
李啸(分析师)

lixiao@xsdzq.cn

证书编号: S0280520080001

市场数据	时间 2021.05.07
收盘价(元):	186.10
一年最低/最高(元):	95.0/268.6
总股本(亿股):	15.07
总市值(亿元):	2,804.53
流通股本(亿股):	12.48
流通市值(亿元):	2,322.53
近 3 月换手率:	35.84%

### 股价一年走势



### 相关报告

《业绩符合预期, 经营拐点已现》  
2021-03-02

《七措并举谋转型, M6+已于 4 月底完成全国渠道、团购招商》  
2020-05-19

《边际改善正在发生》  
2020-04-29

《调整释压, 关注改革深化进程》  
2020-03-01

《不破不立, “二次创业”开启下一个十年》  
2020-02-09

利润分别为 75.01、86.51、99.33 亿，当前股价对应 PE 分别为 35、30、26 倍，维持“强烈推荐”评级。

**风险提示：**食品安全风险，核心区域竞争加剧，新产品培育低于预期

#### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	23,126	21,101	23,230	26,710	30,100
增长率(%)	-4.3	-8.8	10.1	15.0	12.7
净利润(百万元)	7,383	7,482	7,501	8,651	9,933
增长率(%)	-9.0	1.3	0.3	15.3	14.8
毛利率(%)	71.3	72.3	72.9	74.1	75.3
净利率(%)	31.9	35.5	32.3	32.4	33.0
ROE(%)	20.2	19.5	18.1	19.0	19.5
EPS(摊薄/元)	4.90	4.97	4.98	5.74	6.59
P/E(倍)	35.5	35.0	35.0	30.3	26.4
P/B(倍)	7.2	6.8	6.3	5.8	5.1

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>37806</b>	<b>37238</b>	<b>40232</b>	<b>45397</b>	<b>52224</b>	<b>营业收入</b>	<b>23126</b>	<b>21101</b>	<b>23230</b>	<b>26710</b>	<b>30100</b>
现金	4300	7243	8250	12204	17530	营业成本	6626	5852	6290	6910	7430
应收票据及应收账款合计	675	618	605	667	671	营业税金及附加	3201	3416	3368	3873	4365
其他应收款	38	30	44	42	55	营业费用	2692	2604	2671	3205	3612
预付账款	200	9	221	44	255	管理费用	1856	1729	1858	2137	2408
存货	14433	14853	16626	17956	19228	研发费用	160	260	232	267	301
其他流动资产	18160	14485	14485	14485	14485	财务费用	-78	-87	-112	-107	-96
<b>非流动资产</b>	<b>15649</b>	<b>16628</b>	<b>16714</b>	<b>17181</b>	<b>17536</b>	资产减值损失	-2	-6	0	0	0
长期投资	25	30	30	30	31	公允价值变动收益	159	1268	0	0	0
固定资产	7257	6883	7046	7563	7966	其他收益	85	99	73	80	84
无形资产	1747	1714	1666	1626	1586	投资净收益	851	1207	992	1016	1072
其他非流动资产	6620	8002	7972	7962	7953	<b>营业利润</b>	<b>9762</b>	<b>9895</b>	<b>9996</b>	<b>11535</b>	<b>13247</b>
<b>资产总计</b>	<b>53455</b>	<b>53866</b>	<b>56946</b>	<b>62578</b>	<b>69760</b>	营业外收入	22	25	28	25	26
<b>流动负债</b>	<b>16537</b>	<b>14657</b>	<b>14756</b>	<b>16259</b>	<b>18029</b>	营业外支出	13	41	22	26	30
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>9771</b>	<b>9879</b>	<b>10002</b>	<b>11534</b>	<b>13243</b>
应付票据及应付账款合计	1331	1152	1517	1415	1737	所得税	2385	2394	2500	2884	3311
其他流动负债	15206	13505	13240	14844	16292	<b>净利润</b>	<b>7386</b>	<b>7485</b>	<b>7501</b>	<b>8651</b>	<b>9933</b>
<b>非流动负债</b>	<b>427</b>	<b>739</b>	<b>739</b>	<b>739</b>	<b>739</b>	少数股东损益	3	2	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>7383</b>	<b>7482</b>	<b>7501</b>	<b>8651</b>	<b>9933</b>
其他非流动负债	427	739	739	739	739	EBITDA	10418	10444	10396	11929	13589
<b>负债合计</b>	<b>16963</b>	<b>15397</b>	<b>15496</b>	<b>16999</b>	<b>18769</b>	EPS(元)	4.90	4.97	4.98	5.74	6.59
少数股东权益	-17	-15	-15	-15	-15						
股本	1507	1507	1507	1507	1507						
资本公积	742	742	742	742	742						
留存收益	34264	37243	40994	45319	50286						
归属母公司股东权益	36509	38485	41465	45595	51006						
<b>负债和股东权益</b>	<b>53455</b>	<b>53866</b>	<b>56946</b>	<b>62578</b>	<b>69760</b>						

现金流量表(百万元)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>6798</b>	<b>3979</b>	<b>5127</b>	<b>8507</b>	<b>9815</b>
净利润	7386	7485	7501	8651	9933
折旧摊销	776	783	626	701	792
财务费用	-78	-87	-112	-107	-96
投资损失	-851	-1207	-992	-1016	-1072
营运资金变动	-271	-2045	-1887	291	269
其他经营现金流	-164	-950	-9	-13	-11
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1293</b>	<b>4473</b>	<b>289</b>	<b>-139</b>	<b>-64</b>
资本支出	317	353	85	467	353
长期投资	-1828	3623	-0	-1	-1
其他投资现金流	-2804	8449	374	328	288
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-4823</b>	<b>-5505</b>	<b>-4409</b>	<b>-4414</b>	<b>-4425</b>
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-0	-0	-0	-0	-0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-4823	-5505	-4409	-4414	-4425
<b>现金净增加额</b>	<b>685</b>	<b>2943</b>	<b>1007</b>	<b>3954</b>	<b>5326</b>

主要财务比率					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-4.3	-8.8	10.1	15.0	12.7
营业利润(%)	-9.7	1.4	1.0	15.4	14.8
归属于母公司净利润(%)	-9.0	1.3	0.3	15.3	14.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	71.3	72.3	72.9	74.1	75.3
净利率(%)	31.9	35.5	32.3	32.4	33.0
ROE(%)	20.2	19.5	18.1	19.0	19.5
ROIC(%)	78.9	69.0	58.2	66.0	74.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	31.7	28.6	27.2	27.2	26.9
净负债比率(%)	-11.0	-18.1	-19.2	-26.2	-33.8
流动比率	2.3	2.5	2.7	2.8	2.9
速动比率	1.4	1.5	1.6	1.7	1.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	50.1	32.6	38.0	42.0	45.0
应付账款周转率	5.1	4.7	4.7	4.7	4.7
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	4.90	4.97	4.98	5.74	6.59
每股经营现金流(最新摊薄)	16.40	2.57	3.40	5.64	6.51
每股净资产(最新摊薄)	24.23	25.54	27.52	30.26	33.85
<b>估值比率</b>					
P/E	35.5	35.0	35.0	30.3	26.4
P/B	7.2	6.8	6.3	5.8	5.1
EV/EBITDA	23.1	23.1	23.1	19.8	17.0

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**王言海**，现任职于新时代证券，大消费组组长，食品饮料首席分析师，执业证书编号为：S0280520080003。7年酒类消费品专业咨询经验，2018年入职新时代证券，曾深度参与多家酒类上市公司营销管理类咨询，以产业视角全周期思考行业和个股长期价值。

**李啸**，南京大学物理学硕士，2018年加盟新时代证券

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>梁爽</b> 销售总监 固话：010-69004647 邮箱：liangshuang@xsdzq.cn
上海	<b>阎喜蒙</b> 销售副总监 固话：021-68865595 转 255 邮箱：yanximeng@xsdzq.cn
广深	<b>丁培培</b> 销售经理 邮箱：dingpeipei@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>