

主动控制节奏加大投放，库存降低蓄力未来增长



东方证券
ORIENT SECURITIES

- **21Q2 营收符合预期，净利润低于预期。**公司公布 21 年中报，21H1 实现营业收入 18.37 亿元(yoy+128.4%)，较 19H1 增长 8.7%，归母净利润 3.77 亿元(yoy+266.0%)，较 19H1 增长 11.1%；其中，21Q2 营业收入 5.97 亿元(yoy+691.5%)，较 19Q2 下滑 21.5%，归母净利润-0.42 亿元，减亏 52.0%。

核心观点

- **白酒吨价稳定提升，主动控制节奏消化库存。**21H1 高档、中档酒分别实现营业收入 17.81 亿元、0.54 亿元，同比增长 128.2%、129.5%，较 19H1 增长 10.9%、33.1%；21H1 吨价较 20H1 和 19H1 分别增长 19.3%、2.5%，核心产品上半年消费者成交价提升 20-40 元。公司 Q2 主动控制发货节奏，6 月底渠道库存为 18 年来最低，为下半年蓄力。分区域，21H1 北区、东区、南区、中区、西区的收入较 19H1 分别增长 16.1%、13.9%、37.8%、-2.4% 和 -8.1%，北区、东区、南区稳定增长，中区和西区收入下滑。21H1 合同负债余额 6.39 亿元，同比 20H1 增加 1.35 亿元，环比 21Q1 下降 0.85 亿元。
- **毛利率稳定提升，销售费用投放加大。**21H1 公司毛利率 84.54%(+2.17pct)，其中高档和中档酒毛利率分别提升 2.1pct 和 5.6pct；21Q2 毛利率 83.49%(+12.40pct)，较 19Q2 提升 1.7pct。21Q2 销售费用率 52.72%，较 19Q2 提升 18.0pct，预计因为公司在淡季仍加大高端化项目的费用投放。21H1 管理费用率 8.96%(-7.39pct)，税金及附加占比 15.61%(-1.36pct)。综合，21H1 净利率 20.54%(+7.72pct)，较 19H1 提升 0.44pct，盈利能力改善。
- **成立事业部加码高端酒运作，新财年开启增速有保障。**公司成立高端事业部独立运作典藏及以上产品，渠道上配合品牌专营公司模式，推动典藏占营收比重提升，预计典藏将逐步贡献业绩。公司通过赞助《国家宝藏》、网球大师赛等，持续推动品牌高端化。公司 F22 新财年正式开始，增长目标明确，有望支撑公司全年业绩增速。中长期，白酒消费升级延续，次高端稳步扩容，公司联合国威酒业布局酱酒，看好未来业绩增长空间。

财务预测与投资建议：上调营收和费用率，下调盈利，预测公司 21-23 年每股收益分别为 2.27、3.08 和 3.92 元（原 21-23 年预测为 2.29、3.16 和 4.00 元），结合可比公司，给予 21 年 53 倍 PE，目标价 120.31 元，维持买入评级。

风险提示：产品价格波动、消费需求不及预期、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)	3,539	3,006	4,289	5,365	6,509
同比增长(%)	25.5%	-15.1%	42.7%	25.1%	21.3%
营业利润(百万元)	1,102	965	1,469	1,980	2,521
同比增长(%)	41.2%	-12.4%	52.3%	34.8%	27.3%
归属母公司净利润(百万元)	826	731	1,107	1,504	1,915
同比增长(%)	42.6%	-11.5%	51.4%	35.9%	27.3%
每股收益(元)	1.69	1.50	2.27	3.08	3.92
毛利率(%)	82.9%	84.2%	85.5%	86.4%	86.9%
净利率(%)	23.3%	24.3%	25.8%	28.0%	29.4%
净资产收益率(%)	41.6%	34.4%	47.3%	51.9%	52.3%
市盈率	66.3	74.9	49.5	36.4	28.6
市净率	25.9	25.7	21.5	16.9	13.4

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。

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年07月28日)	119.81 元
目标价格	120.31 元
52周最高价/最低价	160.57/57.74 元
总股本/流通A股(万股)	48,844/48,830
A股市值(百万元)	58,519
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2021年07月28日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-21.75	-4.43	7.68	86.48
相对表现	-15.32	8.53	20.05	83.65
沪深300	-6.43	-12.96	-12.37	2.83



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

结构升级边际量价齐升，进军酱酒看好长期空间	2021-04-30
21Q1 业绩高增，持续看好次高端弹性	2021-04-10
渠道加库存业绩持续复苏，看好一季度盈利弹性	2021-01-27

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

上调营收和费用率，下调盈利，预测公司 21-23 年每股收益分别为 2.27、3.08 和 3.92 元（原 21-23 年预测为 2.29、3.16 和 4.00 元），结合可比公司，给予 21 年 53 倍 PE，目标价 120.31 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		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
酒鬼酒	000799	212.50	2.72	3.92	5.44	78.17	54.23	39.03
泸州老窖	000568	191.29	5.19	6.50	7.97	36.83	29.45	23.99
古井贡酒	000596	197.00	4.46	5.48	6.59	44.13	35.95	29.88
舍得酒业	600702	214.98	3.71	5.16	6.96	57.96	41.63	30.89
今世缘	603369	45.25	1.54	1.91	2.33	29.29	23.64	19.45
山西汾酒	600809	321.85	4.32	5.91	7.82	74.56	54.48	41.15
调整后平均						53	40	31

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所（注：最新价格为 2021 年 7 月 28 日收盘价）

风险提示

- **产品价格波动风险。**公司体量较少，属于价格跟随者。公司销售情况较佳也部分源自于高端酒提价带来的性价比提升，如果高端酒提价行情结束，公司可能面临价格天花板及性价比下行风险，可能对公司销售造成不利影响。
- **消费需求不及预期风险。**严控“三公消费”造成了白酒行业一段时期的萎靡，受此影响白酒终端消费的需求逐渐向商务及大众化转变。若消费需求不及预期，可能对公司造成不利影响。
- **食品安全事件风险。**若白酒行业发生食品安全黑天鹅事件，可能对公司营收和利润造成不利影响。

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	1,243	1,330	1,433	2,069	2,731	营业收入	3,539	3,006	4,289	5,365	6,509
应收票据、账款及款项融资	215	9	13	17	20	营业成本	606	475	623	731	850
预付账款	34	36	52	64	78	营业税金及附加	562	468	643	805	976
存货	1,520	1,879	2,464	2,890	3,360	营业费用	1,064	841	1,265	1,496	1,744
其他	30	10	18	13	15	管理费用及研发费用	252	281	312	380	454
流动资产合计	3,043	3,265	3,980	5,053	6,204	财务费用	(23)	(23)	(14)	(18)	(24)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	5	13	12	10	8
固定资产	531	534	743	896	1,020	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	81	228	127	76	50	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	123	123	113	104	94	其他	29	14	22	19	20
其他	168	217	190	202	196	营业利润	1,102	965	1,469	1,980	2,521
非流动资产合计	903	1,102	1,173	1,278	1,360	营业外收入	3	3	2	3	2
资产总计	3,946	4,367	5,153	6,331	7,565	营业外支出	4	9	21	12	14
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	1,100	958	1,450	1,971	2,509
应付票据及应付账款	478	631	827	970	1,128	所得税	274	227	343	466	594
其他	1,332	1,585	1,772	2,099	2,348	净利润	826	731	1,107	1,504	1,915
流动负债合计	1,810	2,216	2,599	3,069	3,475	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	826	731	1,107	1,504	1,915
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.69	1.50	2.27	3.08	3.92
其他	24	15	10	12	11						
非流动负债合计	24	15	10	12	11						
负债合计	1,834	2,231	2,609	3,082	3,487						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
股本	489	488	488	488	488						
资本公积	386	387	396	396	396						
留存收益	1,237	1,260	1,659	2,364	3,193						
其他	0	0	0	0	0						
股东权益合计	2,112	2,136	2,544	3,249	4,078						
负债和股东权益总计	3,946	4,367	5,153	6,331	7,565						

现金流量表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	826	731	1,107	1,504	1,915
折旧摊销	59	65	27	32	35
财务费用	(23)	(23)	(14)	(18)	(24)
投资损失	(0)	0	0	0	0
营运资金变动	(331)	466	(156)	(19)	(72)
其它	337	(394)	35	0	16
经营活动现金流	868	845	999	1,500	1,871
资本支出	(184)	(204)	(125)	(125)	(125)
长期投资	0	0	(0)	0	0
其他	(30)	(14)	(2)	1	(1)
投资活动现金流	(214)	(218)	(127)	(124)	(126)
债权融资	135	162	(83)	42	(21)
股权融资	(13)	1	9	0	0
其他	(558)	(708)	(694)	(782)	(1,062)
筹资活动现金流	(436)	(545)	(768)	(740)	(1,083)
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0
现金净增加额	217	83	103	635	662

主要财务比率					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	25.5%	-15.1%	42.7%	25.1%	21.3%
营业利润	41.2%	-12.4%	52.3%	34.8%	27.3%
归属于母公司净利润	42.6%	-11.5%	51.4%	35.9%	27.3%
获利能力					
毛利率	82.9%	84.2%	85.5%	86.4%	86.9%
净利率	23.3%	24.3%	25.8%	28.0%	29.4%
ROE	41.6%	34.4%	47.3%	51.9%	52.3%
ROIC	40.8%	33.8%	47.5%	51.7%	52.0%
偿债能力					
资产负债率	46.5%	51.1%	50.6%	48.7%	46.1%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.68	1.47	1.53	1.65	1.79
速动比率	0.82	0.61	0.56	0.68	0.80
营运能力					
应收账款周转率	108.8	194.1	1,836.0	1,735.5	1,711.9
存货周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
总资产周转率	1.0	0.7	0.9	0.9	0.9
每股指标(元)					
每股收益	1.69	1.50	2.27	3.08	3.92
每股经营现金流	1.78	1.73	2.05	3.07	3.83
每股净资产	4.32	4.37	5.21	6.65	8.35
估值比率					
市盈率	66.3	74.9	49.5	36.4	28.6
市净率	25.9	25.7	21.5	16.9	13.4
EV/EBITDA	46.5	52.6	35.7	26.5	20.9
EV/EBIT	49.1	56.2	36.4	27.0	21.2

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。

收入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