

## 上半年稳定增长，看好长期业绩空间



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年08月24日)	42.58元
目标价格	54.72元
52周最高价/最低价	67.41/39.38元
总股本/流通A股(万股)	125,450/125,450
A股市值(百万元)	53,417
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2021年08月24日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-0.16	-19.23	-26.46	-10.58
相对表现	-0.09	-13.4	-17.01	-11.27
沪深300	-0.07	-5.83	-9.45	0.69



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

次高端放量拉动增长，看好全年盈利增速	2021-04-29
20年平稳收官业绩符合预期，势能形成看好未来稳健前行	2021-04-19
结构优化盈利改善，规划清晰志存高远	2021-01-19

- 公司发布21年中报，21H1实现营业收入38.51亿元(yoy+32.2%)，归母净利润13.35亿元(yoy+30.9%)；21Q2营业收入14.55亿元(yoy+27.3%)，归母净利润5.29亿元(yoy+20.5%)。21H1业绩实现稳定增长。

### 核心观点

- **产品结构延续升级趋势，苏南苏中市场拓展卓有成效。**21H1，特A+和特A类分别实现收入25.29亿元(yoy+49.7%)和10.12亿元(yoy+12.8%)，较19H1分别增长+51.1%和4.0%；V系列预计高增长，四开稳定增长；特A+类占比同比+7.8pct至65.9%，产品结构继续升级。分地区，21H1淮安、南京、苏南、苏中、盐城和淮海大区分别实现收入7.14、10.75、4.39、4.79、4.62和3.85亿元，同比分别增长18.9%、29.9%、49.9%、37.1%、18.1%和57.7%；苏南、苏中等增速亮眼，苏南等高消费力市场的拓展卓有成效；21H1省外收入2.83亿元(yoy+42.1%)，其中21Q2增速环比下滑至14.7%，公司品牌在省外影响力较弱，市场开拓压力仍较大。21H1末合同负债余额6.48亿元，环比增加1.66亿元，同比增加2.96亿元，有力支持后续增长。
- **毛利率稳定提升，二季度费用投放加大。**受益于结构升级，21H1公司毛利率70.58%(yoy+1.14pct)，其中21Q2毛利率66.18%(yoy+2.55pct)。21H1销售费用率10.24%(yoy+1.55pct)，其中21Q2为7.60%(+4.78pct)，预计公司加大费用投放加速V系列培育，以及淡季价格波动较大，给予渠道费用支持增加，部分费用前置投放；管理费用率2.65%(yoy-0.31pct)，税金及附加占营收比重14.07%(-0.67pct)。综合，21H1净利率34.66%(-0.34pct)。
- **短期疫情影响预计有限，看好十四五业绩空间。**新四开升级稳步推进，目前成交均价约460元，渠道周转快，库存较低；公司显著加大对V3和V9产品的推广力度，费用投入较大，21年V系列体量有望再上一个台阶，承接消费升级趋势。短期内，目前江苏省内除扬州外，其余地区疫情均已有效控制，预计整体影响有限。中长期，公司十四五规划目标明确，看好业绩增长空间。

**财务预测与投资建议：**略下调营收和毛利率，上调费用率，预测公司21-23年每股收益分别为1.52、1.88和2.28元(原预测为1.60、1.99和2.41元)。结合可比公司，给予21年36倍PE，对应目标价54.72元，维持买入评级。

**风险提示：**渠道下沉不及预期、省内竞争加剧、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)	4,870	5,119	6,383	7,731	9,210
同比增长(%)	30.3%	5.1%	24.7%	21.1%	19.1%
营业利润(百万元)	1,951	2,092	2,544	3,145	3,806
同比增长(%)	28.7%	7.2%	21.6%	23.6%	21.0%
归属母公司净利润(百万元)	1,458	1,567	1,912	2,361	2,859
同比增长(%)	26.7%	7.5%	22.0%	23.5%	21.1%
每股收益(元)	1.16	1.25	1.52	1.88	2.28
毛利率(%)	72.8%	71.1%	73.2%	74.7%	75.9%
净利率(%)	29.9%	30.6%	29.9%	30.5%	31.0%
净资产收益率(%)	21.9%	20.3%	21.3%	22.4%	22.8%
市盈率	36.6	34.1	27.9	22.6	18.7
市净率	7.4	6.5	5.5	4.7	3.9

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

略下调营收和毛利率，上调费用率，预测公司 21-23 年每股收益分别为 1.52、1.88 和 2.28 元 (原预测为 1.60、1.99 和 2.41 元)。结合可比公司，给予 21 年 36 倍 PE，对应目标价 54.72 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
洋河股份	002304	169.65	5.50	6.60	7.76	30.83	25.72	21.87
泸州老窖	000568	174.10	5.18	6.47	7.98	33.63	26.89	21.81
古井贡酒	000596	199.41	4.48	5.54	7.04	44.51	35.99	28.35
口子窖	603589	53.55	2.78	3.21	4.00	19.25	16.67	13.39
水井坊	600779	119.01	2.22	2.94	3.73	53.70	40.42	31.90
<b>调整后平均</b>						<b>36</b>	30	24

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所（注：最新价格为 2021 年 8 月 24 日收盘价）

## 风险提示

- **渠道下沉不及预期风险。**公司在省内仍存在较大空白市场，逐渐从市级下沉至县级。如果渠道下沉未达预期，将对收入增速带来不利影响。
- **省内竞争加剧风险。**江苏省内次高端价格带白酒竞争较为激烈，随着竞品加码布局和推广，若市场竞争加剧，费用投放增加，则会对企业盈利带来负面影响。
- **食品安全事件风险。**如果白酒行业发生食品安全黑天鹅事件，将影响公司的白酒动销以及业绩。

**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	1,607	3,402	5,694	7,428	9,555	营业收入	4,870	5,119	6,383	7,731	9,210
应收票据、账款及款项融资	95	38	48	58	69	营业成本	1,325	1,479	1,709	1,957	2,224
预付账款	24	7	8	10	12	营业税金及附加	881	892	1,080	1,308	1,559
存货	2,151	2,604	3,009	3,446	3,916	营业费用	853	875	1,144	1,375	1,629
其他	2,615	2,367	2,370	2,374	2,379	管理费用及研发费用	221	251	292	349	416
<b>流动资产合计</b>	<b>6,491</b>	<b>8,417</b>	<b>11,130</b>	<b>13,316</b>	<b>15,931</b>	财务费用	(50)	(21)	(27)	(56)	(72)
长期股权投资	15	19	19	19	19	资产、信用减值损失	27	2	0	0	0
固定资产	1,026	1,013	1,184	1,256	1,261	公允价值变动收益	144	147	120	110	115
在建工程	97	489	345	247	184	投资净收益	173	297	220	220	220
无形资产	129	172	225	254	267	其他	21	8	17	18	16
其他	2,304	1,740	296	288	289	<b>营业利润</b>	<b>1,951</b>	<b>2,092</b>	<b>2,544</b>	<b>3,145</b>	<b>3,806</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,571</b>	<b>3,434</b>	<b>2,069</b>	<b>2,065</b>	<b>2,020</b>	营业外收入	3	7	8	6	7
<b>资产总计</b>	<b>10,062</b>	<b>11,851</b>	<b>13,199</b>	<b>15,381</b>	<b>17,951</b>	营业外支出	13	18	12	14	14
短期借款	0	362	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>1,942</b>	<b>2,082</b>	<b>2,540</b>	<b>3,137</b>	<b>3,799</b>
应付票据及应付账款	276	524	606	693	788	所得税	484	515	628	776	940
其他	2,501	2,585	2,855	3,143	3,460	<b>净利润</b>	<b>1,458</b>	<b>1,567</b>	<b>1,912</b>	<b>2,361</b>	<b>2,859</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2,778</b>	<b>3,471</b>	<b>3,461</b>	<b>3,837</b>	<b>4,248</b>	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,458</b>	<b>1,567</b>	<b>1,912</b>	<b>2,361</b>	<b>2,859</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.16	1.25	1.52	1.88	2.28
其他	78	113	96	104	100						
<b>非流动负债合计</b>	<b>78</b>	<b>113</b>	<b>96</b>	<b>104</b>	<b>100</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>2,856</b>	<b>3,584</b>	<b>3,556</b>	<b>3,941</b>	<b>4,348</b>		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	1,255	1,255	1,255	1,255	1,255	营业收入	30.3%	5.1%	24.7%	21.1%	19.1%
资本公积	717	717	717	717	717	营业利润	28.7%	7.2%	21.6%	23.6%	21.0%
留存收益	5,222	6,274	7,672	9,469	11,632	归属于母公司净利润	26.7%	7.5%	22.0%	23.5%	21.1%
其他	13	22	0	0	0	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>7,206</b>	<b>8,267</b>	<b>9,643</b>	<b>11,440</b>	<b>13,603</b>	毛利率	72.8%	71.1%	73.2%	74.7%	75.9%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>10,062</b>	<b>11,851</b>	<b>13,199</b>	<b>15,381</b>	<b>17,951</b>	净利率	29.9%	30.6%	29.9%	30.5%	31.0%
						ROE	21.9%	20.3%	21.3%	22.4%	22.8%
						ROIC	21.4%	19.7%	20.7%	22.1%	22.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	28.4%	30.2%	26.9%	25.6%	24.2%
净利润	1,458	1,567	1,912	2,361	2,859	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	101	98	125	151	167	流动比率	2.34	2.43	3.22	3.47	3.75
财务费用	(50)	(21)	(27)	(56)	(72)	速动比率	1.56	1.67	2.35	2.57	2.83
投资损失	(173)	(297)	(220)	(220)	(220)	营运能力					
营运资金变动	1,892	(41)	(69)	(76)	(77)	应收账款周转率	117.2	167.1	195.2	192.7	191.2
其它	(1,920)	(187)	1,281	(98)	(121)	存货周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,307</b>	<b>1,119</b>	<b>3,001</b>	<b>2,062</b>	<b>2,536</b>	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
资本支出	(164)	(506)	(200)	(150)	(120)	每股指标(元)					
长期投资	229	396	0	0	0	每股收益	1.16	1.25	1.52	1.88	2.28
其他	(1,228)	949	340	330	335	每股经营现金流	1.04	0.89	2.39	1.64	2.02
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,163)</b>	<b>840</b>	<b>140</b>	<b>180</b>	<b>215</b>	每股净资产	5.74	6.59	7.69	9.12	10.84
债权融资	(0)	0	0	0	0	估值比率					
股权融资	(1)	0	0	0	0	市盈率	36.6	34.1	27.9	22.6	18.7
其他	(435)	(159)	(849)	(508)	(624)	市净率	7.4	6.5	5.5	4.7	3.9
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(436)</b>	<b>(159)</b>	<b>(849)</b>	<b>(508)</b>	<b>(624)</b>	EV/EBITDA	23.2	21.5	17.6	14.4	11.9
汇率变动影响	(0)	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	24.5	22.5	18.5	15.1	12.5
<b>现金净增加额</b>	<b>(292)</b>	<b>1,799</b>	<b>2,293</b>	<b>1,734</b>	<b>2,127</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)