

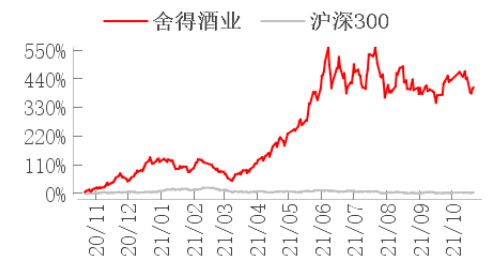
合同负债高增亮眼，老酒战略支撑业绩增长



投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2021年10月21日)	195.71元
目标价格	242.78元
52周最高价/最低价	265.68/38.23元
总股本/流通A股(万股)	33,207/32,958
A股市值(百万元)	64,990
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2021年10月21日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-6.36	6.47	-23.21	406.63
相对表现	-10.59	-0.94	-18.78	401.53
沪深300	4.23	7.41	-4.43	5.1



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

21Q2 延续高增长，看好下半年旺季销售：	2021-08-17
21Q1 业绩开门红，看好全年盈利弹性：	2021-05-07

- 公司公布 21 年三季报，21 年前三季度实现营收 36.07 亿元(yoy+104.5%)，归母净利润 9.70 亿元(yoy+211.9%)；其中 21Q3 实现营收 12.16 亿元(yoy+64.8%)，归母净利润 2.34 亿元(yoy+59.7%)；三季度业绩稳定增长。

核心观点

- **合同负债余额增长亮眼，经销渠道继续扩容。**前三季度，中高档酒和低档酒分别实现收入 28.34 亿元和 4.80 亿元，同比增长 111.2%和 268.2%；其中 21Q3 分别实现收入 9.57 亿元和 1.63 亿元，同比增长 62.7%和 353.9%；舍得品牌稳步增长，沱牌酒受益于定制业务持续高增。分地区，21Q3 单季度省内外分别实现收入 2.36 亿元和 8.11 亿元，同比增长 152.4%和 62.9%，省内市场增速环比提升，省外市场增速环比下降预计与发货节奏有关。21Q3 末，公司经销商数量 2177 家(yoy+ 15.6%)，环比 21H1 末继续增加 133 家，渠道网络继续扩张；单经销商收入 140.6 万元(yoy+ 91.1%)。21Q3 末合同负债余额 8.52 亿元，环比二季度增加 4.82 亿元，增长亮眼；21Q3 单季度白酒收入+合同负债增加值为 16.02 亿元，同比增长 111.1%，实现高增长。
- **沱牌放量拉低 21Q3 毛利率，盈利能力小幅下滑。**21Q3 毛利率 76.75%(yoy-1.91pct)，预计主要受沱牌产品收入占比提升影响。21Q3，公司销售费用率 21.41%(yoy+2.02pct)，三季度费用投放有所增加；管理费用率 12.90%(yoy+0.51pct)，税金及附加占营收比重 15.94%(yoy+1.07pct)。三季度实际所得税率 25.83%(yoy-9.55pct)，主要由于去年同期基数较高。综合，21Q3 销售净利率为 19.79%(yoy-1.14pct)，盈利能力边际下滑，长期仍看好改善。
- **老酒战略支撑业绩增长，看好长期成长空间。**展望 21Q4，公司高合同负债余额将有效支撑业绩增长。中短期内，公司通过开放定制吸引经销商资源，推动渠道网络扩张，加强空白市场布局。中长期，公司拥有 12 余万吨老酒，老酒战略将有效支撑中高端产品放量，推动业绩增长。长期来看，高端酒需求溢出以及消费升级推动次高端扩容趋势不变，看好长期业绩增长空间。

财务预测与投资建议：下调营收和毛利率，上调费用率，预测 21-23 年每股收益分别为 3.98、5.48、7.11 元（原 21-23 年预测为 4.39、6.00、7.77 元）。结合可比公司，给予 21 年 61 倍 PE，对应目标价 242.78 元，维持增持评级。

风险提示：消费升级不及预期、市场竞争加剧、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)	2,650	2,704	4,765	6,237	7,760
同比增长(%)	19.8%	2.0%	76.2%	30.9%	24.4%
营业利润(百万元)	712	768	1,816	2,503	3,250
同比增长(%)	61.0%	7.9%	136.3%	37.9%	29.8%
归属母公司净利润(百万元)	508	581	1,320	1,819	2,361
同比增长(%)	48.6%	14.4%	127.2%	37.8%	29.8%
每股收益(元)	1.53	1.75	3.98	5.48	7.11
毛利率(%)	76.2%	75.9%	77.3%	79.1%	80.3%
净利率(%)	19.2%	21.5%	27.7%	29.2%	30.4%
净资产收益率(%)	18.3%	17.6%	30.4%	30.7%	30.1%
市盈率	128.0	111.8	49.2	35.7	27.5
市净率	21.4	18.2	12.7	9.6	7.3

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

下调营收和毛利率，上调费用率，预测 21-23 年每股收益分别为 3.98、5.48、7.11 元（原 21-23 年预测为 4.39、6.00、7.77 元）。结合可比公司，给予 21 年 61 倍 PE，对应目标价 242.78 元，维持增持评级。

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	180.49	5.51	6.67	7.85	32.74	27.04	23.01
古井贡酒	000596	235.98	4.54	5.66	6.86	52.03	41.72	34.38
水井坊	600779	128.97	2.18	2.88	3.68	59.25	44.82	35.01
酒鬼酒	000799	233.41	2.93	4.35	6.00	79.67	53.60	38.91
山西汾酒	600809	326.62	4.50	6.09	7.94	72.57	53.61	41.13
调整后平均						61	47	36

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所（注：最新价格为 2021 年 10 月 21 日收盘价）

风险提示

- **消费升级不及预期风险。**公司的收入增长来源主要是定位次高端的舍得系列酒，若消费升级低于预期，次高端白酒市场增速放缓，将对公司收入和产品结构升级带来不利影响。
- **市场竞争加剧风险。**目前次高端及川酒市场竞争仍较为强烈，酒企销售费用较高，若公司增加费用支出，加大广告投放和促销力度，盈利水平将承受压力。
- **食品安全事件风险。**若白酒行业发生食品安全黑天鹅事件，可能对公司的动销及业绩造成不利影响。

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	1,601	1,348	1,906	2,495	3,104	营业收入	2,650	2,704	4,765	6,237	7,760
应收票据、账款及款项融资	352	475	506	554	612	营业成本	631	653	1,079	1,305	1,532
预付账款	41	42	75	98	122	营业税金及附加	352	385	667	873	1,086
存货	2,418	2,554	4,101	4,828	5,517	营业费用	574	537	724	941	1,163
其他	50	513	228	253	236	管理费用及研发费用	370	360	487	629	775
流动资产合计	4,463	4,932	6,816	8,228	9,591	财务费用	14	7	(2)	(8)	(39)
长期股权投资	121	114	114	114	114	资产、信用减值损失	12	7	8	7	6
固定资产	687	822	1,318	1,854	2,452	公允价值变动收益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
在建工程	162	47	144	172	176	投资净收益	5	2	4	3	3
无形资产	138	275	264	254	243	其他	9	12	10	10	10
其他	206	264	221	207	179	营业利润	712	768	1,816	2,503	3,250
非流动资产合计	1,314	1,522	2,061	2,601	3,164	营业外收入	6	47	5	5	5
资产总计	5,777	6,454	8,877	10,829	12,754	营业外支出	11	14	1	1	1
短期借款	840	446	949	706	76	利润总额	707	801	1,820	2,507	3,254
应付票据及应付账款	402	404	668	808	949	所得税	169	194	440	606	787
其他	1,249	1,778	1,854	2,159	2,316	净利润	538	607	1,380	1,901	2,467
流动负债合计	2,491	2,628	3,471	3,673	3,341	少数股东损益	30	26	59	82	106
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	508	581	1,320	1,819	2,361
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.53	1.75	3.98	5.48	7.11
其他	45	45	45	45	45						
非流动负债合计	45	45	45	45	45	主要财务比率					
负债合计	2,536	2,673	3,516	3,718	3,386		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	202	201	260	342	448	成长能力					
实收资本(或股本)	337	336	332	332	332	营业收入	19.8%	2.0%	76.2%	30.9%	24.4%
资本公积	594	622	894	894	894	营业利润	61.0%	7.9%	136.3%	37.9%	29.8%
留存收益	2,107	2,622	3,875	5,542	7,694	归属于母公司净利润	48.6%	14.4%	127.2%	37.8%	29.8%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	3,240	3,781	5,361	7,111	9,369	毛利率	76.2%	75.9%	77.3%	79.1%	80.3%
负债和股东权益总计	5,777	6,454	8,877	10,829	12,754	净利率	19.2%	21.5%	27.7%	29.2%	30.4%
						ROE	18.3%	17.6%	30.4%	30.7%	30.1%
						ROIC	14.8%	14.2%	26.1%	26.8%	28.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	43.9%	41.4%	39.6%	34.3%	26.5%
净利润	538	607	1,380	1,901	2,467	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	(1)	86	(277)	(330)	(388)	流动比率	1.79	1.88	1.96	2.24	2.87
财务费用	14	7	(2)	(8)	(39)	速动比率	0.82	0.90	0.78	0.93	1.22
投资损失	(5)	(2)	(4)	(3)	(3)	营运能力					
营运资金变动	68	(184)	(985)	(379)	(455)	应收账款周转率	19.3	16.6	18.5	16.5	16.1
其它	54	483	(22)	(10)	5	存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
经营活动现金流	668	997	89	1,171	1,586	总资产周转率	0.5	0.4	0.6	0.6	0.7
资本支出	(104)	(229)	(240)	(200)	(180)	每股指标(元)					
长期投资	(5)	7	0	0	0	每股收益	1.53	1.75	3.98	5.48	7.11
其他	(63)	(446)	3	3	3	每股经营现金流	1.98	2.97	0.27	3.53	4.78
投资活动现金流	(171)	(668)	(237)	(197)	(177)	每股净资产	9.15	10.78	15.36	20.38	26.86
债权融资	1	1	(0)	0	(0)	估值比率					
股权融资	47	28	268	0	0	市盈率	128.0	111.8	49.2	35.7	27.5
其他	29	(512)	438	(385)	(800)	市净率	21.4	18.2	12.7	9.6	7.3
筹资活动现金流	77	(484)	706	(385)	(800)	EV/EBITDA	88.3	74.3	41.7	29.6	22.7
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	88.2	82.5	35.3	25.6	19.9
现金净增加额	573	(155)	558	589	609						

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