

## 21Q3 扣非利润稳定增长，看好来年收入提速

东方证券  
ORIENT SECURITIES

- 公司公布 21 年三季报，21 年前三季度实现营收 219.42 亿元(yoy+16.0%)，归母净利润 72.13 亿元(yoy+0.4%)，扣非归母净利润 68.50 亿元(yoy+21.6%)；其中 21Q3 实现营收 63.99 亿元(yoy+16.7%)，归母净利润 15.51 亿元(yoy-13.1%)，扣非归母净利润 16.82 亿元(yoy+22.9%)。21Q3 归母净利润下滑，主要因为公允价值变动净收益出现亏损，扣非利润稳定增长。

## 核心观点

- **双产品扩容引领稳健增长，合同负债余额增长亮眼。**公司 21Q3 营收较 20Q3 和 19Q3 分别增长 16.7%和 25.5%，预计主要受益于：1) 6 月，公司发起百日攻坚，推动回款加速，好于去年同期；2) 经历调整之后，目前渠道库存恢复良性，海、天、梦盘价均稳步向上，渠道利润较高，经销商推力较强；3) 省内南京等地疫情及时控制，宴席等消费场景反弹，中秋旺季预计终端动销同比增长；4) 受益于次高端扩容，M6+增速较高，21Q3 预计在 30%以上，M3 水晶版持续替代老 M3，海天预计持平或微增长，整体结构升级，吨价上行；5) 双沟酒业推进名酒复兴，预计贡献增量。分地区，21Q3 省外市场受疫情影响较小，预计增速高于省内。21Q3 末，合同负债余额 65.1 亿元，环比+18.0%，同比+68.3%，有望有效支撑后续业绩释放。
- **毛利率稳定提升，主营业务盈利能力同比改善。**21Q3 毛利率 76.15%(yoy+2.98pct)，预计主要受益于结构升级；前三季度毛利率达 74.93%(yoy+1.73pct)。21Q3 销售费用率 13.48% (yoy-4.49pct)，管理费用率 6.64% (yoy-1.56pct)，税金及附加占营收比重 18.89%(yoy+5.72pct)。综合，21Q3 扣非归母净利率达 26.29% (yoy+1.34pct)，主营业务盈利能力改善。
- **双品牌升级提升盈利弹性，看好 22 年增速提升。**新版天之蓝招商铺货，有望贡献增长，海之蓝升级稳步推进；M6+/M3 水晶版增速较高，盈利弹性加大。渠道调整后，目前库存合理，利润较高，推力加强。股权激励落地后，公司经营活力充足，在次高端快速扩容的推动下，看好公司 22 年业绩增速。

**财务预测与投资建议：**上调营收，下调费用率和公允价值变动净收益，预测 21-23 年每股收益分别为 5.03、6.36、7.71 元（原预测为 5.59、6.71 和 7.72 元）。结合可比公司，给予 22 年 32 倍 PE，目标价 203.52 元，维持买入评级。

**风险提示：**省外拓展进度偏慢、消费需求不及预期、食品安全事件风险。

## 公司主要财务信息

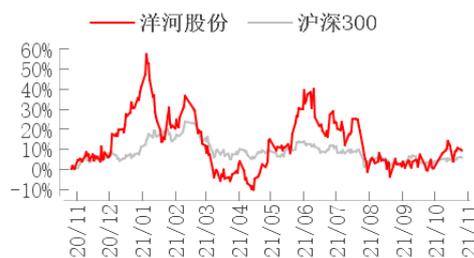
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	23,126	21,101	24,474	29,877	34,796
同比增长(%)	-4.3%	-8.8%	16.0%	22.1%	16.5%
营业利润(百万元)	9,762	9,895	10,096	12,780	15,509
同比增长(%)	-9.7%	1.4%	2.0%	26.6%	21.4%
归属母公司净利润(百万元)	7,383	7,482	7,574	9,581	11,625
同比增长(%)	-9.0%	1.3%	1.2%	26.5%	21.3%
每股收益(元)	4.90	4.97	5.03	6.36	7.71
毛利率(%)	71.3%	72.3%	73.9%	75.2%	76.0%
净利率(%)	31.9%	35.5%	30.9%	32.1%	33.4%
净资产收益率(%)	21.0%	20.0%	18.7%	21.3%	23.0%
市盈率	36.8	36.3	35.9	28.4	23.4
市净率	7.4	7.1	6.4	5.7	5.1

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10月26日)	180.44 元
目标价格	203.52 元
52周最高价/最低价	264.56/147.51 元
总股本/流通A股(万股)	150,699/124,894
A股市值(百万元)	271,921
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2021年10月26日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	2.02	10.02	-1.12	9.37
相对表现	1.05	2.39	-0.53	4.88
沪深300	0.97	7.63	-0.59	4.49



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

深度调整形成拐点向上，激励落地看好加速发展：	2021-10-12
业绩复苏趋势向上，公司改革卓有成效	2021-08-29
员工持股计划草案推出，结构升级盈利加速增长：	2021-07-16

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，下调费用率和公允价值变动净收益，预测 21-23 年每股收益分别为 5.03、6.36、7.71 元（原预测为 5.59、6.71 和 7.72 元）。结合可比公司，给予 22 年 32 倍 PE，目标价 203.52 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
贵州茅台	600519	1861.05	41.92	48.67	55.94	44.39	38.24	33.27
五粮液	000858	220.66	6.28	7.49	8.82	35.14	29.47	25.03
泸州老窖	000568	232.90	5.14	6.41	7.85	45.32	36.35	29.68
古井贡酒	000596	234.10	4.55	5.67	6.88	51.50	41.26	34.03
今世缘	603369	48.19	1.57	1.94	2.35	30.68	24.84	20.50
口子窖	603589	59.27	2.64	3.15	3.75	22.45	18.82	15.80
舍得酒业	600702	198.74	3.97	5.73	7.67	50.05	34.69	25.90
迎驾贡酒	603198	52.08	1.59	1.99	2.42	32.69	26.19	21.50
<b>调整后平均</b>						<b>40</b>	32	26

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 26 日收盘价）

## 风险提示

- **省外拓展进度偏慢风险。**如果新江苏市场拓展的速度放缓，可能会影响公司收入利润增速。
- **消费需求不及预期风险。**若消费需求不及预期，可能对渠道信心及公司业绩造成不利影响。
- **食品安全事件风险。**若白酒行业发生食品安全黑天鹅事件，则可能对公司的销量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	4,300	7,243	17,908	23,183	29,295	营业收入	23,126	21,101	24,474	29,877	34,796
应收票据、账款及款项融资	675	618	716	875	1,019	营业成本	6,626	5,852	6,395	7,418	8,345
预付账款	200	9	11	13	15	营业税金及附加	3,201	3,416	3,962	4,836	5,632
存货	14,433	14,853	16,230	18,828	21,181	营业费用	2,692	2,604	2,749	3,236	3,665
其他	18,197	14,515	14,520	14,528	14,535	管理费用及研发费用	2,016	1,989	1,997	2,319	2,631
<b>流动资产合计</b>	<b>37,806</b>	<b>37,238</b>	<b>49,386</b>	<b>57,426</b>	<b>66,045</b>	财务费用	(78)	(87)	(126)	(205)	(262)
长期股权投资	25	30	30	30	30	资产、信用减值损失	21	6	1	2	2
固定资产	7,257	6,883	6,608	6,350	6,083	公允价值变动收益	159	1,268	(250)	(350)	(100)
在建工程	263	223	312	356	378	投资净收益	851	1,207	800	780	750
无形资产	1,747	1,714	1,663	1,613	1,562	其他	105	99	50	78	76
其他	6,357	7,779	1,304	1,340	1,352	<b>营业利润</b>	<b>9,762</b>	<b>9,895</b>	<b>10,096</b>	<b>12,780</b>	<b>15,509</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>15,649</b>	<b>16,628</b>	<b>9,917</b>	<b>9,688</b>	<b>9,404</b>	营业外收入	22	25	28	25	26
<b>资产总计</b>	<b>53,455</b>	<b>53,866</b>	<b>59,302</b>	<b>67,114</b>	<b>75,449</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>9,771</b>	<b>9,879</b>	<b>10,102</b>	<b>12,779</b>	<b>15,505</b>
应付票据及应付账款	1,331	1,152	1,259	1,460	1,643	所得税	2,385	2,394	2,525	3,195	3,876
其他	15,206	13,505	15,127	17,618	19,930	<b>净利润</b>	<b>7,386</b>	<b>7,485</b>	<b>7,576</b>	<b>9,584</b>	<b>11,629</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>16,537</b>	<b>14,657</b>	<b>16,386</b>	<b>19,078</b>	<b>21,573</b>	少数股东损益	3	2	3	4	4
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>7,383</b>	<b>7,482</b>	<b>7,574</b>	<b>9,581</b>	<b>11,625</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	4.90	4.97	5.03	6.36	7.71
其他	427	739	384	463	423						
<b>非流动负债合计</b>	<b>427</b>	<b>739</b>	<b>384</b>	<b>463</b>	<b>423</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>16,963</b>	<b>15,397</b>	<b>16,770</b>	<b>19,541</b>	<b>21,996</b>		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	(17)	(15)	(12)	(9)	(4)	<b>成长能力</b>					
股本	1,507	1,507	1,507	1,507	1,507	营业收入	-4.3%	-8.8%	16.0%	22.1%	16.5%
资本公积	742	(261)	742	742	742	营业利润	-9.7%	1.4%	2.0%	26.6%	21.4%
留存收益	34,264	37,243	40,296	45,333	51,209	归属于母公司净利润	-9.0%	1.3%	1.2%	26.5%	21.3%
其他	(4)	(5)	0	0	0	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>36,492</b>	<b>38,470</b>	<b>42,533</b>	<b>47,573</b>	<b>53,453</b>	毛利率	71.3%	72.3%	73.9%	75.2%	76.0%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>53,455</b>	<b>53,866</b>	<b>59,302</b>	<b>67,114</b>	<b>75,449</b>	净利率	31.9%	35.5%	30.9%	32.1%	33.4%
						ROE	21.0%	20.0%	18.7%	21.3%	23.0%
						ROIC	20.9%	19.8%	18.5%	20.9%	22.6%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	31.7%	28.6%	28.3%	29.1%	29.2%
净利润	7,386	7,485	7,576	9,584	11,629	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	758	765	637	665	695	流动比率	2.29	2.54	3.01	3.01	3.06
财务费用	(78)	(87)	(126)	(205)	(262)	速动比率	1.41	1.53	2.02	2.02	2.08
投资损失	(851)	(1,207)	(800)	(780)	(750)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	16,474	(2,046)	245	(75)	(14)	应收账款周转率	2,151.3	2,078.3	5,363.6	5,490.6	5,373.8
其它	(16,891)	(931)	6,572	395	50	存货周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
<b>经营活动现金流</b>	<b>6,798</b>	<b>3,979</b>	<b>14,105</b>	<b>9,583</b>	<b>11,348</b>	总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
资本支出	(200)	(262)	(400)	(400)	(400)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	2,698	(4)	0	0	0	每股收益	4.90	4.97	5.03	6.36	7.71
其他	(3,791)	4,739	550	430	650	每股经营现金流	4.51	2.64	9.36	6.36	7.53
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,293)</b>	<b>4,473</b>	<b>150</b>	<b>30</b>	<b>250</b>	每股净资产	24.23	25.54	28.23	31.57	35.47
债权融资	(1)	(1)	(197)	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	(0)	(1,002)	1,002	0	0	市盈率	36.8	36.3	35.9	28.4	23.4
其他	(4,822)	(4,502)	(4,395)	(4,339)	(5,486)	市净率	7.4	7.1	6.4	5.7	5.1
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(4,823)</b>	<b>(5,505)</b>	<b>(3,590)</b>	<b>(4,339)</b>	<b>(5,486)</b>	EV/EBITDA	23.1	22.8	22.8	18.2	15.1
汇率变动影响	3	(4)	-0	-0	-0	EV/EBIT	24.9	24.6	24.2	19.2	15.8
<b>现金净增加额</b>	<b>685</b>	<b>2,943</b>	<b>10,665</b>	<b>5,274</b>	<b>6,112</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东方证券资产管理、私募业务合计持有洋河股份(002304)股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

## 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)