

费用波动影响短期盈利，看好长期成长空间

- 公司公布 21 年三季报，21 年前三季度实现营收 101.02 亿元(yoy+25.2%)，归母净利润 19.69 亿元(yoy+28.0%); 其中 21Q3 实现营收 30.95 亿元(yoy+21.4%)，归母净利润 5.90 亿元(yoy+15.1%)。

核心观点

- **产品结构稳步升级，合同负债增长亮眼。**21Q3 省内市场：1) 受益于消费升级和价格带上移，300 元以上价格带的古 16/古 20 在合肥等市场放量，实现高增长，预计增速在 50%以上；2) 200 元作为下一阶段的主流价格带，预计古 8 增速在 15%以上；3) 120 元是目前主流价位带，预计古 5 同比持平或略降；4) 80-100 元价格带持续萎缩，预计献礼等同比下滑。综合，省内产品结构保持升级趋势。省外市场中，黄鹤楼预计基数效应减弱，同比实现稳定增长。21Q3 末，合同负债余额 27.93 亿元，环比增长 26.2%，同比增长 229.7%，增长亮眼，渠道打款积极，有望支撑后续业绩释放。
- **毛利率小幅下滑，管理费用增长影响净利率。**21Q3 毛利率 75.25% (yoy-0.27pct)，预计古 20 等对渠道支持较多，毛利率未完全体现；前三季度毛利率 76.05% (yoy+0.06pct)。21Q3 销售费用率 28.27%(yoy-1.10pct)，管理费用率 9.04% (yoy+2.29pct)，税金及附加占营收比重 14.62% (yoy-1.16 pct)。综合，21Q3 销售净利率 19.64% (yoy-0.99pct)，主要因为管理费用率上行。
- **省内巩固优势省外加速拓展，徽酒龙头行稳致远。**安徽省内消费升级趋势加速，公司加快培育古 16/古 20，占据价格带升级前沿；当前公司对古 20 的费用支持较多，预计待产品体量到一定规模，费用占比收缩后，古 20 将在报表端贡献更大增量；市场操作方面，公司加强市场管控，推动古 20 批价和终端售价上行。省外市场，公司稳步推进以古 20 为核心的全国化战略，在地面销售队伍的推进下，稳步发展消费者群体，重点发展河南、河北、江苏、浙江等市场，推动省外收入占比提升。短期费用波动不影响公司长期成长趋势，看好公司未来业绩增长空间。

财务预测与投资建议：下调营收和毛利率，预测公司 21-23 年每股收益分别为 4.50、5.52 和 6.61 元（原 21-23 年预测为 4.54、5.56、6.67）。结合可比公司，给予 22 年 43 倍 PE，对应目标价 237.36 元，维持买入评级。

风险提示：黄鹤楼业绩不及预期、消费升级不及预期、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)	10,417	10,292	12,735	14,939	17,265
同比增长(%)	19.9%	-1.2%	23.7%	17.3%	15.6%
营业利润(百万元)	2,823	2,435	3,200	3,941	4,724
同比增长(%)	20.3%	-13.8%	31.4%	23.2%	19.8%
归属母公司净利润(百万元)	2,098	1,855	2,379	2,920	3,495
同比增长(%)	23.7%	-11.6%	28.3%	22.8%	19.7%
每股收益(元)	3.97	3.51	4.50	5.52	6.61
毛利率(%)	76.7%	75.2%	75.5%	76.3%	77.0%
净利率(%)	20.1%	18.0%	18.7%	19.5%	20.2%
净资产收益率(%)	25.4%	19.5%	17.8%	16.6%	17.7%
市盈率	57.4	64.9	50.6	41.2	34.4
市净率	13.5	12.0	7.2	6.5	5.8

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
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年10月29日)	227.65 元
目标价格	237.36 元
52周最高价/最低价	293.08/177.01 元
总股本/流通A股(万股)	52,860/50,360
A股市值(百万元)	120,336
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2021年10月31日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-3.54	-4.56	22.47	9.01
相对表现	-0.67	-7.82	24.72	3.74
沪深300	-2.87	3.26	-2.25	5.27



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

盈利增速环比提升，徽酒龙头稳健增长	2021-08-29
古 20 提价引领全国化，结构升级推动盈利改善：	2021-07-02
产品结构持续升级，看好全年稳健增长	2021-04-30

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，预测公司 21-23 年每股收益分别为 4.50、5.52 和 6.61 元（原 21-23 年预测为 4.54、5.56、6.67）。结合可比公司，给予 22 年 43 倍 PE，对应目标价 237.36 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	1826.08	41.89	48.65	55.92	43.59	37.53	32.66
山西汾酒	600809	301.50	4.54	6.17	8.05	66.37	48.84	37.43
酒鬼酒	000799	214.91	2.96	4.38	6.02	72.70	49.07	35.72
水井坊	600779	126.66	2.19	2.92	3.80	57.88	43.42	33.37
顺鑫农业	000860	32.58	0.92	1.18	1.30	35.32	27.73	25.09
调整后平均						56	43	34

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 29 日收盘价）

风险提示

- **黄鹤楼业绩不及预期风险。**公司收购黄鹤楼 51% 股权，若由于湖北市场竞争加剧或其他因素导致黄鹤楼业绩不及预期，或将对企业业绩带来负面影响。
- **消费升级不及预期风险。**公司产品结构升级持续进行中，未来核心价位段有望衍生至 200 元以上，若省内消费需求升级不及预期，或将对公司销量造成负面影响。
- **食品安全事件风险。**若白酒行业发生食品安全事件，可能对公司产品销售和经营业绩造成不利影响。

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	5,620	5,971	13,494	15,433	17,767	营业收入	10,417	10,292	12,735	14,939	17,265
应收票据、账款及款项融资	1,045	1,741	1,350	1,285	1,139	营业成本	2,426	2,550	3,124	3,545	3,975
预付账款	197	56	69	81	93	营业税金及附加	1,593	1,625	1,947	2,284	2,640
存货	3,015	3,417	3,124	3,545	3,975	营业费用	3,185	3,121	3,752	4,386	5,069
其他	649	335	496	423	472	管理费用及研发费用	728	843	1,082	1,224	1,380
流动资产合计	10,526	11,520	18,533	20,767	23,447	财务费用	(98)	(261)	(239)	(362)	(415)
长期股权投资	5	5	5	5	5	资产、信用减值损失	2	15	8	6	4
固定资产	1,723	1,798	1,978	2,154	2,313	公允价值变动收益	18	(20)	(1)	(11)	(6)
在建工程	184	279	340	370	385	投资净收益	126	7	67	37	52
无形资产	786	935	906	878	850	其他	98	49	74	61	67
其他	648	650	620	598	582	营业利润	2,823	2,435	3,200	3,941	4,724
非流动资产合计	3,345	3,667	3,849	4,005	4,135	营业外收入	58	67	62	64	63
资产总计	13,871	15,187	22,382	24,772	27,582	营业外支出	8	27	18	23	20
短期借款	0	71	0	0	0	利润总额	2,873	2,474	3,244	3,983	4,767
应付票据及应付账款	1,267	646	953	1,082	1,213	所得税	715	626	805	988	1,182
其他	2,980	3,771	4,108	4,341	4,627	净利润	2,158	1,848	2,440	2,995	3,584
流动负债合计	4,247	4,488	5,061	5,423	5,840	少数股东损益	60	(7)	61	75	90
长期借款	0	60	0	0	0	归属于母公司净利润	2,098	1,855	2,379	2,920	3,495
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	3.97	3.51	4.50	5.52	6.61
其他	192	190	187	190	189						
非流动负债合计	192	250	187	190	189	主要财务比率					
负债合计	4,439	4,738	5,249	5,613	6,029		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	488	406	467	541	631	成长能力					
股本	504	504	529	529	529	营业收入	19.9%	-1.2%	23.7%	17.3%	15.6%
资本公积	1,295	1,295	6,270	6,270	6,270	营业利润	20.3%	-13.8%	31.4%	23.2%	19.8%
留存收益	7,145	8,244	9,868	11,818	14,123	归属于母公司净利润	23.7%	-11.6%	28.3%	22.8%	19.7%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	9,432	10,449	17,133	19,159	21,553	毛利率	76.7%	75.2%	75.5%	76.3%	77.0%
负债和股东权益总计	13,871	15,187	22,382	24,772	27,582	净利率	20.1%	18.0%	18.7%	19.5%	20.2%
						ROE	25.4%	19.5%	17.8%	16.6%	17.7%
						ROIC	23.4%	16.2%	16.1%	14.8%	15.9%
现金流量表											
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	偿债能力					
净利润	2,158	1,848	2,440	2,995	3,584	资产负债率	32.0%	31.2%	23.5%	22.7%	21.9%
折旧摊销	225	227	216	246	271	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(98)	(261)	(239)	(362)	(415)	流动比率	2.48	2.57	3.66	3.83	4.02
投资损失	(126)	(7)	(67)	(37)	(52)	速动比率	1.76	1.81	3.04	3.18	3.33
营运资金变动	2,548	(762)	1,156	66	70	营运能力					
其它	(4,514)	2,579	(0)	11	5	应收账款周转率	295.4	189.3	176.5	179.9	178.7
经营活动现金流	192	3,625	3,506	2,921	3,463	存货周转率	0.9	0.8	1.0	1.1	1.1
资本支出	(248)	(483)	(400)	(400)	(400)	总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.6	0.7
长期投资	207	0	0	(0)	0	每股指标(元)					
其他	2,713	252	64	27	46	每股收益	3.97	3.51	4.50	5.52	6.61
投资活动现金流	2,672	(231)	(336)	(373)	(354)	每股经营现金流	0.38	7.20	6.63	5.53	6.55
债权融资	0	60	(60)	0	0	每股净资产	16.92	19.00	31.53	35.22	39.58
股权融资	0	0	5,000	0	0	估值比率					
其他	(755)	(761)	(587)	(608)	(775)	市盈率	57.4	64.9	50.6	41.2	34.4
筹资活动现金流	(755)	(701)	4,353	(608)	(775)	市净率	13.5	12.0	7.2	6.5	5.8
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBITDA	38.6	47.5	35.9	29.8	24.9
现金净增加额	2,109	2,692	7,523	1,939	2,333	EV/EBIT	41.8	52.4	38.5	31.8	26.4

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