

股权激励有望改善治理，苏酒复苏配置价值显现

核心观点

- **股票期权激励计划变更草案发布，营收增速目标较高体现发展信心。**公司发布 2020 年股票期权激励计划（草案变更），计划拟向激励对象授予 770 万份股票期权，约占公司总股本的 0.614%。本计划股票期权行权的业绩条件主要为：1）以 2021 年营业收入为基数，22/23/24 年营收增长不低于 22%/51.3%/90.6%，对应 22/23/24 年营收增速分别为 22%/24%/26%；2）以 2021 年扣非净利润为基数，22/23/24 年扣非净利润增长不低于 15%/32.3%/52.1%（且不低于同行业平均水平或对标企业的 75 分位值），对应 22/23/24 年扣非净利润增速分别为 15%/15%/15%。对标企业为贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒等 20 家 A 股上市公司。公司变更后的激励计划对营收增速考核要求较高，充分体现了公司对未来业绩增长的信心。
- **激励计划范围较广，公司治理有望改善。**本次计划的激励对象不超过 345 人，包括公司董事、高级管理人员、核心技术人员和管理骨干；其中总经理顾祥悦、董事鲁正波、副总经理方志华等分别占授予总量的 2.73%、2.18%、2.18%等。本计划授予的股票期权的行权价格为 56.24 元/份。除 7 位董事及高级管理人员，其余不超过 338 人有望获授的权益数量 648.2 万份，人均 1.92 万份，对应行权价值约 108 万元。本次激励计划覆盖范围较广，激励对象人数占公司 2021 年末总人数的约 9.2%，有助于自上而下提升公司整体的经营活力，以及改善公司治理。顾总上任后，逐步推动对公司管理、营销等多方面的改革，有望推动公司发展进入快车道。
- **省内白酒消费逐步复苏，回调后长期配置价值显现。**边际上，四开、对开和 V3 的批价分别约为 430 元、255 元和 600 元，环比平稳。随着疫情逐步缓解，江苏省内堂食、宴席等逐步开放，有助于白酒消费复苏与升级，以及公司业绩的改善。7 月，江苏高沟酒业销售有限公司成立，由公司全资持股；作为“三沟一河”之一的高沟酒是江苏历史名酒，未来公司有望推动高沟酒复兴，打造重要增长点。近期，由于市场对白酒板块二季度业绩以及中秋国庆动销的预期有所悲观，白酒板块调整明显，目前公司 22 年一致预期 PE 已经下降至约 22 倍，处于低位，长期配置价值显现。

盈利预测与投资建议

- 受二季度疫情影响，略下调营收和毛利率预测，预测公司 22-24 年每股收益分别为 2.00 和 2.47 和 2.98 元（原预测为 2.01、2.48 和 3.00 元）。结合可比公司，给予 22 年 28 倍 PE，对应目标价 56 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

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,119	6,406	7,863	9,504	11,262
同比增长(%)	5.1%	25.1%	22.8%	20.9%	18.5%
营业利润(百万元)	2,092	2,712	3,356	4,136	4,990
同比增长(%)	7.2%	29.6%	23.7%	23.2%	20.6%
归属母公司净利润(百万元)	1,567	2,029	2,515	3,100	3,742
同比增长(%)	7.5%	29.5%	23.9%	23.3%	20.7%
每股收益(元)	1.25	1.62	2.00	2.47	2.98
毛利率(%)	71.1%	74.6%	75.7%	76.6%	77.4%
净利率(%)	30.6%	31.7%	32.0%	32.6%	33.2%
净资产收益率(%)	20.3%	23.1%	23.4%	22.5%	21.8%
市盈率	35.0	27.1	21.8	17.7	14.7
市净率	6.6	5.9	4.5	3.6	2.9

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。

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。

投资评级	买入（维持）
股价（2022年07月29日）	43.77 元
目标价格	56 元
52 周最高价/最低价	62.56/38.87 元
总股本/流通 A 股（万股）	125,450/125,450
A 股市值（百万元）	54,909
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2022 年 07 月 31 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	1.21	-10.89	-1.2	0.87
相对表现	3.41	-2.52	3.22	24.27
沪深 300	-2.2	-8.37	-4.42	-23.4



证券分析师

叶书怀	yeshuhuai@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517090002
蔡琪	021-63325888*6079 caiqi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860519080001
周翰	021-63325888*7524 zhouhan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521070003

相关报告

21 年产品结构持续升级，22Q1 平稳开局	2022-04-18
结构升级盈利稳定增长，看好十四五增长空间	2021-11-01
上半年稳定增长，看好长期业绩空间	2021-08-24

投资建议

受二季度疫情影响，略下调营收和毛利率预测，预测公司 22-24 年每股收益分别为 2.00 和 2.47 和 2.98 元（原预测为 2.01、2.48 和 3.00 元）。结合可比公司，给予 22 年 28 倍 PE，对应目标价 56 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		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
洋河股份	002304	165.20	6.43	7.82	9.40	25.69	21.12	17.57
泸州老窖	000568	222.20	6.84	8.57	10.63	32.49	25.91	20.91
古井贡酒	000596	213.34	5.55	6.96	8.59	38.45	30.66	24.82
口子窖	603589	50.11	3.22	3.79	4.50	15.55	13.23	11.14
水井坊	600779	71.38	2.84	3.58	4.33	25.16	19.94	16.48
调整后平均						28	22	18

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所（注：最新价格为 2022 年 7 月 29 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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,402	3,958	7,536	10,748	14,684	营业收入	5,119	6,406	7,863	9,504	11,262
应收票据、账款及款项融资	38	62	76	92	108	营业成本	1,479	1,626	1,911	2,226	2,545
预付账款	7	5	7	8	10	营业税金及附加	892	1,105	1,356	1,639	1,943
存货	2,604	3,194	3,754	4,372	4,999	营业费用	875	968	1,183	1,417	1,679
其他	2,367	2,714	2,718	2,722	2,727	管理费用及研发费用	251	288	354	428	501
流动资产合计	8,417	9,933	14,090	17,942	22,528	财务费用	(21)	(65)	(80)	(119)	(164)
长期股权投资	19	24	0	0	0	资产、信用减值损失	2	1	1	1	1
固定资产	1,013	1,294	1,186	1,078	970	公允价值变动收益	147	98	98	110	104
在建工程	489	726	436	262	158	投资净收益	297	121	105	100	115
无形资产	172	170	441	581	644	其他	8	11	15	13	13
其他	1,740	2,286	523	713	813	营业利润	2,092	2,712	3,356	4,136	4,990
非流动资产合计	3,434	4,500	2,586	2,635	2,586	营业外收入	7	5	5	5	5
资产总计	11,851	14,434	16,676	20,577	25,113	营业外支出	18	17	16	17	17
短期借款	362	0	0	0	0	利润总额	2,082	2,699	3,345	4,125	4,978
应付票据及应付账款	524	570	670	780	892	所得税	515	670	831	1,024	1,236
其他	2,585	4,409	3,446	3,975	4,543	净利润	1,567	2,029	2,515	3,100	3,742
流动负债合计	3,471	4,980	4,116	4,756	5,435	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	200	350	470	归属于母公司净利润	1,567	2,029	2,515	3,100	3,742
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.25	1.62	2.00	2.47	2.98
其他	113	157	135	146	141						
非流动负债合计	113	157	335	496	611	主要财务比率					
负债合计	3,584	5,137	4,451	5,252	6,046		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
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	5.1%	25.1%	22.8%	20.9%	18.5%
资本公积	717	283	717	717	717	营业利润	7.2%	29.6%	23.7%	23.2%	20.6%
留存收益	6,274	7,739	10,254	13,354	17,096	归属于母公司净利润	7.5%	29.5%	23.9%	23.3%	20.7%
其他	22	20	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	8,267	9,297	12,225	15,325	19,067	毛利率	71.1%	74.6%	75.7%	76.6%	77.4%
负债和股东权益总计	11,851	14,434	16,676	20,577	25,113	净利率	30.6%	31.7%	32.0%	32.6%	33.2%
						ROE	20.3%	23.1%	23.4%	22.5%	21.8%
						ROIC	19.7%	22.2%	22.7%	21.5%	20.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	30.2%	35.6%	26.7%	25.5%	24.1%
净利润	1,567	2,029	2,515	3,100	3,742	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	98	118	128	142	151	流动比率	2.43	1.99	3.42	3.77	4.14
财务费用	(21)	(65)	(80)	(119)	(164)	速动比率	1.67	1.35	2.51	2.85	3.23
投资损失	(297)	(121)	(105)	(100)	(115)	营运能力					
营运资金变动	(41)	1,243	(1,442)	(0)	30	应收账款周转率	167.1	185.8	177.2	175.9	174.4
其它	(187)	(180)	1,810	(139)	(89)	存货周转率	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
经营活动现金流	1,119	3,024	2,826	2,884	3,554	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
资本支出	(506)	(618)	(200)	(151)	(121)	每股指标(元)					
长期投资	396	27	24	0	0	每股收益	1.25	1.62	2.00	2.47	2.98
其他	949	(625)	216	210	219	每股经营现金流	0.89	2.41	2.25	2.30	2.83
投资活动现金流	840	(1,216)	40	59	97	每股净资产	6.59	7.41	9.74	12.22	15.20
债权融资	0	1	199	150	120	估值比率					
股权融资	0	(433)	433	0	0	市盈率	35.0	27.1	21.8	17.7	14.7
其他	(159)	(928)	80	119	164	市净率	6.6	5.9	4.5	3.6	2.9
筹资活动现金流	(159)	(1,361)	712	269	284	EV/EBITDA	21.4	16.8	13.6	11.2	9.3
汇率变动影响	(0)	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	22.4	17.5	14.2	11.5	9.6
现金净增加额	1,799	448	3,578	3,213	3,936						

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