

地产拖累业绩低于预期，重整旗鼓期待明年



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2020年10月30日)	54.94元
目标价格	55.90元
52周最高价/最低价	75.39/44.26元
总股本/流通A股(万股)	74,177/74,177
A股市值(百万元)	40,753
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2020年11月01日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-6.39	-8.68	-11.67	24.13
相对表现	-5.90	-11.03	-12.51	3.47
沪深300	-0.49	2.35	0.84	20.66



资料来源: WIND、东方证券研究所

● **三季度利润亏损，业绩低于预期。**公司公布20年三季报，20年前三季度实现营业收入124.19亿元，同比增长12.27%；实现归母净利润4.34亿元，同比下滑34.78%，基本EPS为0.58元/股。其中20Q3实现营业收入28.99亿元，同比增长9.57%；实现归母净利润-1.15亿元，同比下滑789.81%。受房地产业务亏损和销售费用集中结算拖累，三季度利润出现亏损、表现欠佳。

核心观点

- **Q3北京复苏进度偏慢白酒增速略低，费用投放加大。**三季度白酒收入预计小个位数增长，略低于预期。其中北京地区受疫情反复影响，白酒消费恢复进度偏慢、销售有所下滑；外埠区域稳步复苏、预计双位数以上增长。三季度末母公司合同负债余额29.44亿元，环比变动不大，白酒预收款基本稳定。Q3猪肉市场价格同比大幅提升，猪肉业务收入增速较快。公司三季度加大促销力度、升级产品费用投放较多，此外上半年部分费用在Q3集中结算，故销售费用率同比提升5.02pct至11.67%，对盈利产生一定影响。
- **地产业务拖累盈利，项目去化稳步推进。**公司地产业务资金占用较多，导致Q3财务费用率同比上升0.26pct至1.20%，预计整体亏损1亿元以上。公司积极推动地产项目去化，包头和海南项目有望逐步销售完毕，剩余的两个北京项目不会形成明显拖累。剥离地产业务后，公司战略聚焦酒肉方向不变。
- **多因素致盈利能力下滑，期待恢复重整旗鼓。**20Q3销售毛利率为23.63%(-5.20pct)，预计主要系加大促销推广、高端产品占比下降所致；管理费用率为6.72%(-0.65pct)，税金及附加占营收比重7.56%(-5.15pct)。受毛利率下滑、销售费用率提升、财务费用率上升的综合影响，三季度销售净利率下滑4.54pct至-3.81%。我们认为从全年看三季度利润占比不高，短期调整不改长期趋势。光瓶酒行业持续扩容，公司品牌力、产品品质、性价比遥遥领先，产品端加速布局珍品陈酿带动升级，区域端稳步推进外埠市场扩张、贡献增量。21年是五五规划开局之年，今年低基数下，看好明年业绩恢复潜力。

财务预测与投资建议：疫情影响下白酒销售放缓，毛利率下调，但前三季度公司费用管控较好。我们下调销售费用率、管理费用率，上调财务费用率。调整预测公司20-22年EPS分别为0.84、1.30、1.61元（原20-22年预测分别为1.14、1.56、1.91元）。结合可比公司估值，给予公司21年43倍PE，对应目标价55.90元，维持买入评级。

风险提示：白酒增长不及预期、原材料价格大幅上涨、地产收入低于预期。

证券分析师 叶书怀
021-63325888*3203
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

公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	12,074	14,900	16,575	19,044	21,541
同比增长(%)	2.9%	23.4%	11.2%	14.9%	13.1%
营业利润(百万元)	1,063	1,186	945	1,426	1,774
同比增长(%)	66.7%	11.6%	-20.4%	51.0%	24.4%
归属母公司净利润(百万元)	744	809	626	962	1,197
同比增长(%)	69.8%	8.7%	-22.7%	53.8%	24.4%
每股收益(元)	1.00	1.09	0.84	1.30	1.61
毛利率(%)	40.0%	36.2%	30.0%	32.1%	32.5%
净利率(%)	6.2%	5.4%	3.8%	5.1%	5.6%
净资产收益率(%)	10.1%	10.7%	8.1%	11.4%	12.8%
市盈率	54.8	50.4	65.1	42.3	34.0
市净率	5.3	5.5	5.1	4.6	4.1

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,

相关报告

- 光瓶酒扩容势能形成，外埠扩张+结构升级 2020-09-24 驱动成长；
- 白酒主业环比改善，外埠扩张稳步推进： 2020-08-23
- Q4 利润表现低于预期，看好高线光瓶酒成长空间； 2020-04-26

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

疫情影响下白酒销售放缓，毛利率下调，但前三季度公司费用管控较好。我们下调销售费用率、管理费用率，上调财务费用率。调整预测公司 20-22 年 EPS 分别为 0.84、1.30、1.61 元（原 20-22 年预测分别为 1.14、1.56、1.91 元）。结合可比公司估值，给予公司 21 年 43 倍 PE，对应目标价 55.90 元，维持买入评级。

图表 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		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
酒鬼酒	000799	100.13	1.41	1.89	2.50	71.09	52.87	40.04
老白干酒	600559	12.72	0.38	0.49	0.58	33.47	25.96	21.93
山西汾酒	600809	225.12	3.07	3.92	4.81	73.33	57.47	46.83
青岛啤酒	600600	79.22	1.66	1.99	2.31	47.74	39.91	34.27
百润股份	002568	66.69	0.94	1.21	1.53	71.23	55.16	43.46
迎驾贡酒	603198	23.06	1.18	1.45	1.67	19.54	15.90	13.81
调整后平均						56	43	35

数据来源：wind、东方证券研究所（注：最新价格为 2020 年 10 月 30 日收盘价）

图表 2：盈利预测对比表

	调整前			调整后		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	16,340	19,026	21,318	16,575	19,044	21,541
变动幅度				1.4%	0.1%	1.0%
营业成本（百万元）	10,831	12,384	13,715	11,601	12,925	14,536
变动幅度				7.1%	4.4%	6.0%
销售费用（百万元）	1345	1576	1755	1390	1501	1687
变动幅度				3.3%	-4.8%	-3.9%
管理费用（百万元）	927	1105	1306	875	1001	1147
变动幅度				-5.6%	-9.4%	-12.2%
财务费用（百万元）	90	51	-7	216	195	144
变动幅度				140.0%	282.4%	2157.1%
投资收益（百万元）	11	11	11	11	11	11
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
营业利润（百万元）	1242	1699	2074	945	1426	1774
变动幅度				-23.9%	-16.1%	-14.5%
利润总额（百万元）	1241	1698	2073	943	1425	1773
变动幅度				-24.0%	-16.1%	-14.5%
净利润（百万元）	857	1173	1432	633	973	1211
变动幅度				-26.1%	-17.1%	-15.4%
归属于母公司净利润（百万元）	847	1160	1416	626	962	1197
变动幅度				-26.1%	-17.1%	-15.5%
每股收益（元）	1.14	1.56	1.91	0.84	1.30	1.61
变动幅度				-26.3%	-16.7%	-15.7%
毛利率	33.7%	34.9%	35.7%	30.0%	32.1%	32.5%
变动幅度				-3.7%	-2.8%	-3.2%
净利率	5.2%	6.1%	6.6%	3.8%	5.1%	5.6%
变动幅度				-1.4%	-1.0%	-1.1%

数据来源：wind、东方证券研究所

图表 3：业务预测对比表

	调整前			调整后		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
白酒						
销售收入（百万元）	10,380	12,562	14,486	9,808	12,257	14,305
变动幅度				-5.5%	-2.4%	-1.3%
增长率	0.9%	21.0%	15.3%	-4.7%	25.0%	16.7%
变动幅度				-5.6%	4.0%	1.4%
毛利率	48.2%	49.0%	49.0%	45.1%	45.8%	45.4%
变动幅度				-3.1%	-3.2%	-3.6%
肉类加工						
销售收入（百万元）	4,650	5,221	5,639	5,257	5,494	6,043
变动幅度				13.0%	5.2%	7.2%
增长率	38.0%	12.3%	8.0%	56.0%	4.5%	10.0%
变动幅度				18.0%	-7.8%	2.0%
毛利率	3.0%	4.0%	4.0%	3.0%	4.0%	4.0%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
种猪						
销售收入（百万元）	332	315	315	332	315	315
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
增长率	75.0%	-5.0%	0.0%	75.0%	-5.0%	0.0%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	50.0%	30.0%	30.0%	50.0%	30.0%	30.0%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
房地产						
销售收入（百万元）	800	750	700	1,000	800	700
变动幅度				25.0%	6.7%	0.0%
增长率	-8.4%	-6.3%	-6.7%	14.6%	-20.0%	-12.5%
变动幅度				23.0%	-13.7%	-5.8%
毛利率	41.5%	41.5%	41.5%	15.3%	15.3%	15.3%
变动幅度				-26.2%	-26.2%	-26.2%
其他						
销售收入（百万元）	178	178	178	178	178	178
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
增长率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	41.5%	41.5%	41.5%	41.5%	41.5%	41.5%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
合计						
销售收入（百万元）	16,340	19,027	21,318	16,575	19,044	21,541
变动幅度				1.4%	0.1%	1.0%
增长率	9.7%	16.4%	12.0%	11.2%	14.9%	13.1%
变动幅度				1.5%	-1.5%	1.1%
毛利率	33.7%	34.9%	35.7%	30.0%	32.1%	32.5%
变动幅度				-3.7%	-2.8%	-3.2%

数据来源：wind、东方证券研究所

风险提示

- **白酒增长不及预期风险。**白酒业务是公司主要的收入与利润来源，如果消费升级速度放缓或外埠区域收入增速减缓，将对公司业绩带来不利影响。
- **原材料价格大幅上涨风险。**包装和基酒在白酒生产成本中占比较高，如果玻璃瓶或基酒价格出现持续性上涨，提价幅度无法覆盖成本涨幅，公司盈利能力将会受损。

- **地产收入低于预期风险。**如果地产销售情况未及预期，财务费用维持高位持续拖累公司利润，将对公司整体盈利带来负面影响。

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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	6,172	8,079	8,987	10,325	11,679	营业收入	12,074	14,900	16,575	19,044	21,541
应收票据、账款及款项融资	298	584	650	578	702	营业成本	7,250	9,507	11,601	12,925	14,536
预付账款	181	222	247	284	321	营业税金及附加	1,600	1,710	1,521	1,966	2,224
存货	8,213	8,160	9,281	9,694	10,175	营业费用	1,224	1,430	1,390	1,501	1,687
其他	457	512	516	521	526	管理费用及研发费用	695	857	875	1,001	1,147
流动资产合计	15,321	17,557	19,680	21,401	23,403	财务费用	144	125	216	195	144
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	41	96	40	40	40
固定资产	3,127	3,005	3,027	3,003	2,952	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	235	286	228	199	184	投资净收益	1	11	11	11	11
无形资产	751	731	712	692	673	其他	(59)	(1)	0	0	(0)
其他	417	443	449	465	473	营业利润	1,063	1,186	945	1,426	1,774
非流动资产合计	4,530	4,465	4,415	4,360	4,283	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	19,851	22,022	24,096	25,761	27,685	营业外支出	4	2	2	2	2
短期借款	2,000	3,200	4,383	4,335	4,698	利润总额	1,059	1,185	943	1,425	1,773
应付票据及应付账款	258	269	328	365	411	所得税	331	366	311	452	562
其他	6,497	8,569	9,014	9,864	10,606	净利润	728	818	633	973	1,211
流动负债合计	8,756	12,038	13,725	14,564	15,715	少数股东损益	(16)	9	7	11	14
长期借款	1,113	1,856	1,656	1,456	1,256	归属于母公司净利润	744	809	626	962	1,197
应付债券	1,098	0	0	0	0	每股收益(元)	1.00	1.09	0.84	1.30	1.61
其他	1,155	668	704	842	738						
非流动负债合计	3,366	2,523	2,359	2,298	1,994	主要财务比率					
负债合计	12,122	14,561	16,084	16,862	17,708		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	20	28	35	45	59	成长能力					
股本	571	742	742	742	742	营业收入	2.9%	23.4%	11.2%	14.9%	13.1%
资本公积	2,798	2,627	2,627	2,627	2,627	营业利润	66.7%	11.6%	-20.4%	51.0%	24.4%
留存收益	3,340	4,094	4,608	5,484	6,549	归属于母公司净利润	69.8%	8.7%	-22.7%	53.8%	24.4%
其他	1,000	(30)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	7,729	7,460	8,012	8,899	9,977	毛利率	40.0%	36.2%	30.0%	32.1%	32.5%
负债和股东权益总计	19,851	22,022	24,096	25,761	27,685	净利率	6.2%	5.4%	3.8%	5.1%	5.6%
						ROE	10.1%	10.7%	8.1%	11.4%	12.8%
						ROIC	6.5%	6.9%	5.2%	7.0%	8.0%
						偿债能力					
						资产负债率	61.1%	66.1%	66.8%	65.5%	64.0%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	1.75	1.46	1.43	1.47	1.49
						速动比率	0.81	0.77	0.75	0.79	0.83
						营运能力					
						应收账款周转率	145.2	213.9	239.4	243.0	241.3
						存货周转率	0.9	1.1	1.3	1.3	1.4
						总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8
						每股指标(元)					
						每股收益	1.00	1.09	0.84	1.30	1.61
						每股经营现金流	5.57	1.76	0.87	2.88	2.67
						每股净资产	10.39	10.02	10.75	11.94	13.37
						估值比率					
						市盈率	54.8	50.4	65.1	42.3	34.0
						市净率	5.3	5.5	5.1	4.6	4.1
						EV/EBITDA	28.5	26.4	28.8	21.5	18.4
						EV/EBIT	33.2	30.6	34.5	24.7	20.9

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

