

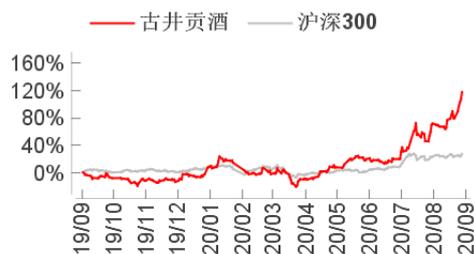
本部表现稳健趋势向好，期待优势强化 改制突破



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2020年08月28日)	270.11元
目标价格	270.81元
52周最高价/最低价	270.11/99.5元
总股本/流通A股(万股)	50,360/38,360
A股市值(百万元)	136,027
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2020年08月30日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	21.26	41.83	82.65	126.81
相对表现	18.60	35.79	57.04	99.42
沪深300	2.66	6.04	25.61	27.39



资料来源: WIND、东方证券研究所

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

相关报告

百亿收官稳健增长，目标积极成长可期: 2020-04-27
控货去化库存回落，机制改善盈利提升: 2019-10-28

- 二季度动销恢复收入企稳，业绩基本符合预期。公司发布中报，20H1 实现营业总收入 55.20 亿元，同比下滑 7.82%，归母净利润 10.25 亿元，同比下滑 17.89%，对于基本 EPS2.04 元/股。其中，20Q2 实现营业总收入 22.38 亿元，同比下降 3.51%，归母净利润 3.88 亿元，同比下滑 16.51%。剔除黄鹤楼并表影响，上半年本部归母净利润 10.43 亿元，同比下滑 14.54%。

核心观点

- 本部影响有限趋势向好，高端产品动销恢复，现金流表现亮眼。上半年白酒收入 54.33 亿元，同比下滑 7.56%。其中黄鹤楼位于疫情中心湖北省，受冲击较大，收入同比下滑 60.39%至 1.81 亿元。据此计算本部白酒收入 52.52 亿元，同比下滑 3.09%，受影响程度有限。分产品看，预计上半年献礼、古 5 收入微增，古 8 有一定程度下滑，古 20 表现亮眼收入增长较快。从预收款和现金流看，上半年未合同负债为 7.27 亿元，环比 Q1 下降 8.06 亿元，系缓解经销商资金压力、公司放松打款所致。由于票据贴现回款增加，H1 经营活动现金流净额 23.42 亿元，同比大幅增长 124.78%。
- 毛利率边际企稳回升，黄鹤楼恢复常态后盈利有望逐步改善。20H1 公司毛利率下降 0.52pct 至 76.20%，产品结构升级带动 Q2 毛利率同比提升 0.20pct 至 74.55%。上半年销售费用率同比下降 1.42pct 至 29.31%，管理费用率(含研发费用)同比上升 2.16pct 至 7.45%，主要因为公司实行工资薪酬调整，并为员工购买企业年金所致，税金及附加占营收比重同比提升 1.57pct。受毛利率下滑及税费占比提升影响，上半年销售净利率同比下降 3.06pct 至 18.23%。我们认为随着疫情缓解，下半年动销有望逐季改善，并期待黄鹤楼经营恢复常态，盈利水平企稳回升。从长逻辑看，公司省内竞争优势明显，受益于消费升级，份额有望进一步提升；省外积极扩张，通过完善渠道及营销推动，品牌势能逐渐增强，看好公司长期成长空间。

财务预测与投资建议: 疫情对于餐饮、宴会、送礼等渠道产生了负面影响，我们下调了产品销量、收入预测。调整预测公司 20-22 年每股收益分别为 4.59、5.49、6.48 元(原 20-22 年预测分别为 4.69、5.80、6.96 元)。结合可比公司估值，给予公司 20 年 59 倍 PE，对应目标价 270.81 元，维持买入评级。

风险提示: 疫情影响久于预期、黄鹤楼业绩不及预期、消费升级偏慢风险。

公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,686	10,417	10,865	12,781	14,675
同比增长(%)	24.7%	19.9%	4.3%	17.6%	14.8%
营业利润(百万元)	2,347	2,823	3,113	3,735	4,423
同比增长(%)	47.2%	20.3%	10.3%	20.0%	18.4%
归属母公司净利润(百万元)	1,695	2,098	2,309	2,763	3,266
同比增长(%)	47.6%	23.7%	10.1%	19.7%	18.2%
每股收益(元)	3.37	4.17	4.59	5.49	6.48
毛利率(%)	77.8%	76.7%	78.7%	78.9%	79.3%
净利率(%)	19.5%	20.1%	21.3%	21.6%	22.3%
净资产收益率(%)	24.1%	25.4%	23.8%	24.1%	24.1%
市盈率	80.2	64.9	58.9	49.2	41.7
市净率	17.9	15.2	13.0	10.9	9.3

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

考虑到疫情对于餐饮、宴会、送礼等渠道的负面影响，我们下调了产品销量、收入预测。调整预测公司 20-22 年每股收益分别为 4.59、5.49、6.48 元（原 20-22 年预测分别为 4.69、5.80、6.96 元）。结合可比公司估值，给予公司 20 年 59 倍 PE，对应目标价 270.81 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
贵州茅台	600519	1757.00	37.31	44.86	52.09	47.09	39.17	33.73
山西汾酒	600809	193.38	2.83	3.55	4.32	68.39	54.47	44.78
酒鬼酒	000799	85.03	1.17	1.53	1.94	72.73	55.42	43.83
水井坊	600779	73.52	1.47	1.97	2.29	50.11	37.24	32.10
顺鑫农业	000860	75.39	1.26	1.67	2.11	59.71	45.10	35.68
调整后平均						59	46	38

数据来源：wind、东方证券研究所（注：最新价格为 2020 年 8 月 28 日收盘价）

风险提示

- **疫情影响久于预期风险。**一季度受新冠肺炎疫情影响，餐饮、宴会、送礼等消费渠道遭受冲击。若疫情持续的时间过长，将影响公司的产品动销及全年的业绩表现。
- **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。
- **消费升级偏慢的风险。**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。

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	1,706	5,620	7,866	9,664	11,833	营业收入	8,686	10,417	10,865	12,781	14,675
应收票据、账款及款项融资	1,377	1,045	1,090	1,282	1,472	营业成本	1,932	2,426	2,313	2,694	3,033
预付账款	183	197	206	242	278	营业税金及附加	1,279	1,593	1,661	1,954	2,244
存货	2,407	3,015	2,888	3,356	3,778	营业费用	2,683	3,185	3,395	3,930	4,440
其他	3,356	649	140	145	149	管理费用及研发费用	669	728	697	794	883
流动资产合计	9,029	10,526	12,191	14,689	17,511	财务费用	(52)	(98)	(67)	(88)	(107)
长期股权投资	5	5	5	5	5	资产、信用减值损失	13	2	(6)	3	2
固定资产	1,764	1,723	1,671	1,567	1,439	公允价值变动收益	(0)	18	18	18	18
在建工程	93	184	105	66	46	投资净收益	148	126	126	126	126
无形资产	742	786	766	746	727	其他	36	98	98	98	98
其他	876	648	526	498	483	营业利润	2,347	2,823	3,113	3,735	4,423
非流动资产合计	3,481	3,345	3,073	2,883	2,700	营业外收入	35	58	58	58	58
资产总计	12,510	13,871	15,264	17,572	20,211	营业外支出	13	8	8	8	8
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	2,369	2,873	3,163	3,785	4,473
应付票据及应付账款	834	1,267	1,208	1,407	1,584	所得税	628	715	787	942	1,113
其他	3,467	2,980	3,003	3,101	3,197	净利润	1,741	2,158	2,375	2,843	3,359
流动负债合计	4,301	4,247	4,211	4,508	4,781	少数股东损益	46	60	66	79	94
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1,695	2,098	2,309	2,763	3,266
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	3.37	4.17	4.59	5.49	6.48
其他	179	192	0	0	0						
非流动负债合计	179	192	0	0	0	主要财务比率					
负债合计	4,480	4,439	4,211	4,508	4,781		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	428	488	554	634	728	成长能力					
股本	504	504	504	504	504	营业收入	24.7%	19.9%	4.3%	17.6%	14.8%
资本公积	1,295	1,295	1,295	1,295	1,295	营业利润	47.2%	20.3%	10.3%	20.0%	18.4%
留存收益	5,798	7,145	8,699	10,632	12,903	归属于母公司净利润	47.6%	23.7%	10.1%	19.7%	18.2%
其他	5	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	8,030	9,432	11,052	13,064	15,430	毛利率	77.8%	76.7%	78.7%	78.9%	79.3%
负债和股东权益总计	12,510	13,871	15,264	17,572	20,211	净利率	19.5%	20.1%	21.3%	21.6%	22.3%
						ROE	24.1%	25.4%	23.8%	24.1%	24.1%
						ROIC	22.7%	23.4%	22.3%	22.7%	22.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	35.8%	32.0%	27.6%	25.7%	23.7%
净利润	1,741	2,158	2,375	2,843	3,359	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	160	225	209	217	210	流动比率	2.10	2.48	2.89	3.26	3.66
财务费用	(52)	(98)	(67)	(88)	(107)	速动比率	1.54	1.76	2.20	2.51	2.87
投资损失	(148)	(126)	(126)	(126)	(126)	营运能力					
营运资金变动	(1,194)	2,548	38	(407)	(382)	应收账款周转率	332.7	295.4	260.8	276.2	273.1
其它	934	(4,514)	(120)	(15)	(15)	存货周转率	0.9	0.9	0.8	0.9	0.8
经营活动现金流	1,441	192	2,308	2,424	2,938	总资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.8	0.8
资本支出	(183)	(248)	(27)	(27)	(27)	每股指标(元)					
长期投资	306	207	0	0	0	每股收益	3.37	4.17	4.59	5.49	6.48
其他	(1,249)	2,713	653	144	144	每股经营现金流	2.86	0.38	4.58	4.81	5.83
投资活动现金流	(1,126)	2,672	626	117	117	每股净资产	15.10	17.76	20.85	24.68	29.19
债权融资	0	0	0	0	0	估值比率					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	80.2	64.9	58.9	49.2	41.7
其他	(504)	(755)	(688)	(743)	(887)	市净率	17.9	15.2	13.0	10.9	9.3
筹资活动现金流	(504)	(755)	(688)	(743)	(887)	EV/EBITDA	52.3	43.5	39.5	33.2	28.4
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	56.0	47.1	42.2	35.2	29.8
现金净增加额	(189)	2,109	2,246	1,798	2,169						

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

