

Q3 复苏增速亮眼，结构升级助力盈利提升



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2020年10月30日)	51.85元
目标价格	60.50元
52周最高价/最低价	54.48/25元
总股本/流通A股(万股)	125,450/125,450
A股市值(百万元)	65,046
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2020年10月31日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	4.12	16.73	17.95	59.10
相对表现	4.61	14.38	17.11	38.44
沪深300	-0.49	2.35	0.84	20.66



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

国缘放量结构优化, Q2 环比改善经营稳健: 2020-08-09
团购发力国缘放量, 省外扩张值得期待: 2020-05-27

- 三季度需求恢复收入快速增长，业绩表现靓丽。公司公布 20 年三季报，20 年前三季度实现营收 41.95 亿元，同比增长 1.93%；实现归母净利润 13.13 亿元，同比增长 1.52%，基本 EPS 为 1.05 元/股。其中 20Q3 实现营收 12.81 亿元，同增 20.99%，收入增速环比逐季改善；实现归母净利润 2.94 亿元，同比增长 32.70%。

核心观点

- 国缘高增势能形成，预收款及现金流快速增长。20Q3 公司特 A+类、特 A 类产品分别实现收入 8.69 亿元(+37.6%)、2.99 亿元(-5.1%)；特 A+类产品实现高增，三季度营收占比同比提升 8.2pct 至 67.9%，产品结构进一步改善，国缘四开增速亮眼。此外，公司持续加码 V 系列，V9 延续上半年以来的高增速。其余 A、B、C、D 类产品 Q3 合计收入 1.08 亿元，同比微降 0.06%，趋势稳定。三季度省内实现收入 11.96 亿元(+22.2%)，其中南京、淮安、盐城大区收入分别为 3.32 亿元(+36.6%)、2.83 亿元(+26.3%)、1.64 亿元(+11.4%)，其余苏南、苏中、淮海大区增速分别为 11.1%、15.2%、20.4%；省外实现收入 0.84 亿元(+6.7%)，环比有所降速。三季度末合同负债环比大幅增加 2.82 亿元至 6.34 亿元，渠道打款积极，蓄力 Q4 增长。Q3 经营性现金流净额同比大幅提升 168.6%至 6.77 亿元，现金流表现亮眼。
- 盈利能力同比改善，费用投放增加助推国缘增长。受益于产品提价及结构升级，三季度销售毛利率同升 2.83pct 达 76.78%。Q3 销售费用率同增 7.27pct 至 24.66%，公司加大费用投放，助推国缘增长；管理费用率 4.06%(-1.36pct)，税金及附加占营收比重为 22.49%(-3.89pct)。受益于毛利率提升和税金比重降低，20Q3 销售净利率同增 2.01pct 至 22.96%。
- 顺应升级加码团购，强化激励开启成长新篇章。江苏经济发达，消费升级及次高端扩容趋势明显，国缘系列性价比突出有望充分受益。公司省内大力发展团购渠道、捆绑核心意见领袖，市占率有望持续提升。股权激励推动下，公司焕发经营活力，21 年开启三年翻番计划，看好未来加速成长空间。

财务预测与投资建议：疫情对宴会、餐饮、送礼等白酒消费渠道造成负面影响，我们下调产品销量、收入及毛利率预测，调整预测公司 20-22 年 EPS 分别为 1.21、1.50、1.84 元（原 20-22 年预测分别为 1.31、1.60、1.94 元）。结合可比公司估值，给予公司 20 年 50 倍 PE，对应目标价 60.50 元，维持买入评级。

风险提示：疫情持续时间过长、渠道下沉不及预期、省内竞争加剧风险。

公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,736	4,870	5,111	6,322	7,737
同比增长(%)	26.6%	30.3%	5.0%	23.7%	22.4%
营业利润(百万元)	1,516	1,951	2,028	2,503	3,069
同比增长(%)	25.5%	28.7%	3.9%	23.4%	22.6%
归属母公司净利润(百万元)	1,151	1,458	1,519	1,877	2,303
同比增长(%)	28.4%	26.7%	4.2%	23.6%	22.7%
每股收益(元)	0.92	1.16	1.21	1.50	1.84
毛利率(%)	72.9%	72.8%	72.3%	73.0%	73.7%
净利率(%)	30.8%	29.9%	29.7%	29.7%	29.8%
净资产收益率(%)	20.3%	21.9%	19.7%	21.2%	22.2%
市盈率	46.2	36.5	35.0	28.3	23.1
市净率	8.7	7.4	6.5	5.6	4.8

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

疫情对宴会、餐饮、送礼等白酒消费渠道造成负面影响，我们下调产品销量、收入及毛利率预测，调整预测公司 20-22 年 EPS 分别为 1.21、1.50、1.84 元（原 20-22 年预测分别为 1.31、1.60、1.94 元）。结合可比公司估值，给予公司 20 年 50 倍 PE，对应目标价 60.50 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
洋河股份	002304	168.06	5.03	5.75	6.53	33.42	29.22	25.72
泸州老窖	000568	172.50	3.94	4.81	5.73	43.75	35.84	30.08
古井贡酒	000596	210.20	4.22	5.31	6.38	49.85	39.60	32.93
山西汾酒	600809	225.12	2.84	3.58	4.39	79.40	62.88	51.23
水井坊	600779	66.23	1.37	1.92	2.28	48.33	34.54	29.02
口子窖	603589	54.78	2.41	2.93	3.46	22.69	18.71	15.81
酒鬼酒	000799	100.13	1.37	1.88	2.49	72.95	53.37	40.29
调整后平均						50	39	32

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

风险提示

- **疫情持续时间过长风险。**受新冠肺炎疫情影响，今年白酒在餐饮、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。
- **渠道下沉不及预期风险。**公司省内销售集中于淮安、南京、盐城三地，仍存在较大空白市场，公司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。

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	1,887	1,607	6,531	7,820	9,421	营业收入	3,736	4,870	5,111	6,322	7,737
应收票据、账款及款项融资	59	95	34	42	51	营业成本	1,014	1,325	1,415	1,706	2,033
预付账款	7	24	25	31	37	营业税金及附加	632	881	899	1,112	1,361
存货	1,968	2,151	2,643	3,090	3,593	营业费用	586	853	921	1,119	1,358
其他	2,300	2,615	24	27	31	管理费用及研发费用	187	221	229	277	331
流动资产合计	6,222	6,491	9,256	11,009	13,133	财务费用	(25)	(50)	(35)	(61)	(73)
长期股权投资	11	15	15	15	15	资产、信用减值损失	25	27	11	11	10
固定资产	764	1,026	1,044	1,033	1,005	公允价值变动收益	9	144	144	144	144
在建工程	296	97	148	124	112	投资净收益	174	173	200	187	193
无形资产	107	129	143	149	150	其他	16	21	11	13	14
其他	1,189	2,304	452	449	449	营业利润	1,516	1,951	2,028	2,503	3,069
非流动资产合计	2,366	3,571	1,803	1,770	1,731	营业外收入	14	3	5	5	5
资产总计	8,588	10,062	11,059	12,780	14,864	营业外支出	5	13	15	15	15
短期借款	20	0	0	0	0	利润总额	1,525	1,942	2,018	2,493	3,059
应付票据及应付账款	251	276	295	356	424	所得税	374	484	499	616	756
其他	2,191	2,501	2,566	2,890	3,269	净利润	1,151	1,458	1,519	1,877	2,303
流动负债合计	2,462	2,778	2,861	3,246	3,693	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1,151	1,458	1,519	1,877	2,303
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.92	1.16	1.21	1.50	1.84
其他	17	78	0	0	0						
非流动负债合计	17	78	0	0	0	主要财务比率					
负债合计	2,479	2,856	2,861	3,246	3,693		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	14	0	0	0	0	成长能力					
股本	1,255	1,255	1,255	1,255	1,255	营业收入	26.6%	30.3%	5.0%	23.7%	22.4%
资本公积	718	717	717	717	717	营业利润	25.5%	28.7%	3.9%	23.4%	22.6%
留存收益	4,104	5,222	6,227	7,562	9,200	归属于母公司净利润	28.4%	26.7%	4.2%	23.6%	22.7%
其他	19	13	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	6,109	7,206	8,198	9,534	11,171	毛利率	72.9%	72.8%	72.3%	73.0%	73.7%
负债和股东权益总计	8,588	10,062	11,059	12,780	14,864	净利率	30.8%	29.9%	29.7%	29.7%	29.8%
						ROE	20.3%	21.9%	19.7%	21.2%	22.2%
						ROIC	19.7%	21.4%	19.5%	20.7%	21.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	28.9%	28.4%	25.9%	25.4%	24.8%
净利润	1,151	1,458	1,519	1,877	2,303	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	85	101	114	122	129	流动比率	2.53	2.34	3.24	3.39	3.56
财务费用	(25)	(50)	(35)	(61)	(73)	速动比率	1.73	1.56	2.31	2.44	2.58
投资损失	(174)	(173)	(200)	(187)	(193)	营运能力					
营运资金变动	97	1,892	(350)	(79)	(76)	应收账款周转率	111.2	117.2	155.1	167.5	166.7
其它	(13)	(1,920)	1,618	(134)	(134)	存货周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
经营活动现金流	1,121	1,307	2,667	1,538	1,956	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
资本支出	(125)	(164)	(200)	(100)	(100)	每股指标(元)					
长期投资	(67)	229	0	0	0	每股收益	0.92	1.16	1.21	1.50	1.84
其他	(36)	(1,228)	2,936	331	338	每股经营现金流	0.89	1.04	2.13	1.23	1.56
投资活动现金流	(229)	(1,163)	2,736	231	238	每股净资产	4.86	5.74	6.53	7.60	8.91
债权融资	(1)	(0)	0	0	0	估值比率					
股权融资	0	(1)	0	0	0	市盈率	46.2	36.5	35.0	28.3	23.1
其他	(294)	(435)	(480)	(480)	(592)	市净率	8.7	7.4	6.5	5.6	4.8
筹资活动现金流	(295)	(436)	(480)	(480)	(592)	EV/EBITDA	30.2	23.8	22.6	18.6	15.2
汇率变动影响	0	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	32.0	25.1	23.9	19.5	15.9
现金净增加额	598	(292)	4,923	1,289	1,601						

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

