

销量稳增盈利改善，品牌赋能管理优化



事件

- **Q3 收入稳健增长，利润增速超预期。**公司公布 2019 年三季报，19 年 1-9 月实现营收 26.51 亿元，同比增长 23.93%；实现扣非后归母净利润 6.18 亿元，同比增长 25.99%，对应基本 EPS1.31 元/股。其中 19Q3 实现营收 9.61 亿元，同增 19.71%；实现扣非后归母净利润 2.78 亿元，同比增长 42.63%。

核心观点

- **销量增速较快，省外多点开花。分量价看，剔除散酒影响，1-9 月公司白酒销量同增 24%，收入同增 23%，据此计算吨价大约下降 0.8%，推测系高端产品占比下降所致。分产品看，前三季度高、中、低档产品分别实现收入 25.41 亿元（23.2%）、0.65 亿元（+39.4%）、0.44 亿元（+77.7%），19Q3 高档、中档产品收入分别为 9.36 亿元（+19.2%）、0.25 亿元（+85.1%）。分区域看，1-9 月省内外分别实现收入 2.35 亿元（+24.5%）、23.97 亿元（+24.4%）。北区表现亮眼，收入同增 37.1%；南、中、东、西区增速分别达 28.4%、24.9%、17.6%、16.7%，多点开花均衡发展。19Q3 省内外收入分别为 0.75 亿元（+35.6%）、8.78 亿元（+18.9%），省内销售增长喜人。**
- **毛利率提升+期间费用率下行，盈利水平创出新高。**主要受益于产品调价、规模效应发挥等原因，公司 1-9 月销售毛利率同比提升 0.93pct 达 82.50%；销售费用率同比下降 1.68pct 至 28.72%，推测与市场费用的节约及收入较快增长产生的摊薄效应有关；管理费用率同比下降 1.93pct 达 7.28%；税金及附加占营收比重同比提升 2.12pct 至 16.07%，主要系消费税及附加增加所致。受益于毛利率提升、期间费用率下行和营业外支出大幅减少，公司前三季度销售净利率同比提升 2.48pct 达 24.12%，盈利能力明显改善。

财务预测与投资建议

- 由于公司去年计提了较大金额的法律诉讼预计负债，今年无该项支出。我们下调营业外支出预测，调整预测公司 19-21 年 EPS 分别为 1.59、2.00、2.44 元（原 19-21 年 EPS 预测分别为 1.52、1.91、2.35 元）。我们采用 DCF 估值法，给予目标价为 48.99 元，对应 19 年 31 倍 PE，维持买入评级。

风险提示

- 产品价格波动风险、消费需求不及预期风险、市场竞争加剧风险。

公司主要财务信息					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,048	2,819	3,482	4,157	4,927
同比增长(%)	74.1%	37.6%	23.5%	19.4%	18.5%
营业利润(百万元)	446	780	984	1,232	1,506
同比增长(%)	72.7%	74.8%	26.1%	25.2%	22.3%
归属母公司净利润(百万元)	335	579	778	974	1,191
同比增长(%)	49.2%	72.7%	34.2%	25.2%	22.3%
每股收益(元)	0.69	1.19	1.59	2.00	2.44
毛利率(%)	79.1%	81.9%	82.5%	83.3%	84.0%
净利率(%)	16.4%	20.6%	22.3%	23.4%	24.2%
净资产收益率(%)	22.0%	33.7%	39.6%	44.0%	47.5%
市盈率	66.8	38.7	28.8	23.0	18.8
市净率	14.2	12.1	10.8	9.5	8.4

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。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2019年10月25日)	45.94 元
目标价格	48.99 元
52周最高价/最低价	54.28/25.83 元
总股本/流通A股(万股)	48,855/48,830
A股市值(百万元)	22,444
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2019年10月26日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	0.09	-2.67	-4.31	57.01
相对表现	0.62	3.34	5.5	-35.02
沪深300	0.71	0.67	1.19	21.99



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

结构持续改善，费用投放积极：	2019-07-23
业绩符合预期收入快速增长，区域多点开花	2019-04-29
全国化稳步推进：	

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

由于公司去年计提了较大金额的法律诉讼预计负债，今年无该项支出。我们下调营业外支出预测，调整预测公司 19-21 年 EPS 分别为 1.59、2.00、2.44 元（原 19-21 年 EPS 预测分别为 1.52、1.91、2.35 元）。我们采用 DCF 估值法，给予目标价为 48.99 元，对应 19 年 31 倍 PE，维持买入评级。

图表 1: DCF 模型估值假设

估值假设	假设值
所得税税率	20.85%
永续增长率	4.50%
无风险利率	3.24%
无杠杆影响的 β 系数	1.01
市场收益率	10.22%
规模风险因子	0%
股权投资成本	11.71%
债务比率	20.00%
债务利率	4.90%
WACC	10.15%

数据来源：东方证券研究所

图表 2: 永续增长率和 WACC 的敏感性分析

	48.99	永续增长率 Gn(%)				
		2.50%	3.50%	4.50%	5.50%	6.50%
WACC(%)	8.15%	52.81	61.59	75.20	99.07	151.94
	8.65%	48.57	55.70	66.27	83.55	116.94
	9.15%	44.96	50.85	59.26	72.29	95.16
	9.65%	41.87	46.79	53.62	63.75	80.31
	10.15%	39.18	43.35	48.99	57.05	69.53
	10.65%	36.83	40.39	45.10	51.65	61.36
	11.15%	34.75	37.82	41.81	47.21	54.94
	11.65%	32.90	35.57	38.98	43.50	49.78
	12.15%	31.25	33.58	36.52	40.35	45.53

数据来源：东方证券研究所

风险提示

- **产品价格波动风险。**公司体量较少，属于价格跟随者。公司销售情况较佳也部分源自于高端酒提价带来的性价比提升，如果高端酒提价行情结束，公司可能面临价格天花板及性价比下行风险，可能对公司销售造成不利影响。
- **消费需求不及预期风险。**严控“三公消费”造成了白酒行业一段时期的萎靡，受此影响白酒终端消费的需求逐渐向商务及大众化转变。若消费需求不及预期，可能对公司造成不利影响。
- **市场竞争加剧风险。**随着 300 元-600 元次高端白酒市场不断扩容，白酒企业纷纷加大布局和推广力度，公司臻八和井台等产品可能面临市场竞争加剧的风险。

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	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,030	1,026	1,267	1,513	1,793	营业收入	2,048	2,819	3,482	4,157	4,927
应收账款	82	34	42	51	60	营业成本	429	511	608	694	790
预付账款	40	6	7	8	10	营业税金及附加	301	428	522	624	739
存货	920	1,345	1,600	1,826	2,077	营业费用	551	854	1,083	1,280	1,503
其他	32	39	39	40	40	管理费用	226	272	289	324	375
流动资产合计	2,104	2,449	2,955	3,437	3,980	财务费用	(11)	(13)	(6)	3	13
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	107	0	15	13	14
固定资产	417	522	619	716	813	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	28	13	13	22	28	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	64	65	61	57	53	其他	(0)	13	13	13	13
其他	177	149	18	16	16	营业利润	446	780	984	1,232	1,506
非流动资产合计	685	749	710	811	910	营业外收入	1	1	1	1	1
资产总计	2,789	3,198	3,665	4,248	4,890	营业外支出	30	50	3	3	3
短期借款	0	0	165	367	576	利润总额	417	732	983	1,230	1,505
应付账款	276	306	365	416	473	所得税	82	153	205	257	314
其他	915	1,004	1,059	1,114	1,176	净利润	335	579	778	974	1,191
流动负债合计	1,191	1,310	1,589	1,897	2,225	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	335	579	778	974	1,191
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.69	1.19	1.59	2.00	2.44
其他	18	31	0	0	0						
非流动负债合计	18	31	0	0	0						
负债合计	1,209	1,341	1,589	1,897	2,225						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
股本	489	489	489	489	489						
资本公积	400	400	400	400	400						
留存收益	692	969	1,189	1,463	1,777						
其他	0	0	0	0	0						
股东权益合计	1,580	1,857	2,077	2,351	2,665						
负债和股东权益总计	2,789	3,198	3,665	4,248	4,890						

现金流量表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	335	579	778	974	1,191
折旧摊销	(109)	46	20	23	24
财务费用	(11)	(13)	(6)	3	13
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	264	(202)	(166)	(143)	(158)
其它	131	21	141	13	14
经营活动现金流	611	431	767	870	1,085
资本支出	101	(126)	(124)	(124)	(124)
长期投资	1	6	(0)	0	0
其他	37	(12)	0	0	0
投资活动现金流	138	(132)	(124)	(124)	(124)
债权融资	0	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	(225)	(303)	(403)	(500)	(681)
筹资活动现金流	(225)	(303)	(403)	(500)	(681)
汇率变动影响	0	0	0	0	0
现金净增加额	525	(4)	241	246	280

主要财务比率					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	74.1%	37.6%	23.5%	19.4%	18.5%
营业利润	72.7%	74.8%	26.1%	25.2%	22.3%
归属于母公司净利润	49.2%	72.7%	34.2%	25.2%	22.3%
获利能力					
毛利率	79.1%	81.9%	82.5%	83.3%	84.0%
净利率	16.4%	20.6%	22.3%	23.4%	24.2%
ROE	22.0%	33.7%	39.6%	44.0%	47.5%
ROIC	23.0%	35.3%	37.8%	39.4%	40.4%
偿债能力					
资产负债率	43.3%	41.9%	43.3%	44.7%	45.5%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.77	1.87	1.86	1.81	1.79
速动比率	0.91	0.78	0.80	0.79	0.80
营运能力					
应收账款周转率	39.2	46.8	90.9	89.5	89.2
存货周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
总资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.1	1.1
每股指标(元)					
每股收益	0.69	1.19	1.59	2.00	2.44
每股经营现金流	1.25	0.88	1.57	1.78	2.22
每股净资产	3.24	3.80	4.26	4.82	5.46
估值比率					
市盈率	66.8	38.7	28.8	23.0	18.8
市净率	14.2	12.1	10.8	9.5	8.4
EV/EBITDA	64.7	26.0	21.2	16.8	13.7
EV/EBIT	48.6	27.6	21.6	17.1	13.9

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

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

