

库存去化批价回升，渠道调整基本到位



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2020年10月21日)	158.26元
目标价格	187.59元
52周最高价/最低价	158.26/80.91元
总股本/流通A股(万股)	150,699/124,894
A股市值(百万元)	238,496
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2020年10月22日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	3.57	20.09	18.58	54.48
相对表现	3.87	17.93	16.41	30.98
沪深300	-0.30	2.16	2.17	23.50



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

调整将至尾声，静待拐点来临:	2020-08-29
库存去化成效显著，改革深化静待转机:	2020-04-29
主动调整梳理渠道，改革深化危中存机:	2020-03-14

- **库存去化调整到位，三季度增速转正、业绩略超市场预期。**公司公布20年三季报，20年前三季度实现营收189.14亿元，同比下滑10.35%；实现扣非后归母净利润56.34亿元，同比下降13.94%，基本EPS为4.78元/股。其中20Q3实现营收54.85亿元，同增7.57%；实现扣非后归母净利润13.68亿元，同增2.25%，调整已基本到位，单季度收入利润增速双双转正。

核心观点

- **梦系列增长结构持续升级，省内销售稳步恢复。**受益于：1) 经较长时间调整，渠道库存水平下降，价盘企稳回升，渠道动力增强；2) M6+省内推广成功，动销情况较好；3) 去年同期基数较低等原因，三季度环比改善明显。**分产品看**，预计海天销售基本恢复，梦系列增长较好。**分区域看**，由于省外M3停货，预计三季度省内增速快于省外。**从预收款看**，三季度末合同负债余额为38.69亿元，环比下降0.79亿元，渠道政策宽松、厂商关系柔化。
- **研发支出大幅增加，公允价值变动收益增厚利润。**公司20Q3销售毛利率为73.16%，同降0.78pct，推测系天之蓝占比下降和M3停货致产品结构变化所致；销售费用率为17.96%，同升0.31pct；管理费用率为8.21%，同降0.05pct；研发费用率为2.55%，同增2.38pct，研发项目投入增加；营业税金及附加比例为13.17%，同降0.07pct。受益于投资收益和公允价值变动收益的大幅增长，20Q3销售净利率同比提升1.84pct至32.58%。
- **转型调整卓有成效，稳步复苏拐点出现。**公司自进入调整期后一直积极推动渠道调整，库存去化挺价为先，目前大单品批价稳步提升。M6+销售顺利，渠道利润更为丰厚，高品质+强推力助力其快速增长。中秋过后M3不再开票，预计公司将顺势推出升级产品，拔高产品定位。随着股份回购接近尾声，业绩企稳、激励强化值得期待。从长逻辑看，江苏经济富庶，省内消费升级推动次高端扩容，公司推进渠道下沉、省外稳步扩张，看好长期增长空间。

财务预测与投资建议：考虑到公司动销转好、恢复正增长，公允价值变动收益增厚利润，我们调整预测20-22年每股收益分别为5.07、5.75、6.62元（原20-22年预测为4.83、5.65、6.34元）。结合可比公司估值，给予公司20年37倍PE，对应目标价187.59元，维持买入评级。

风险提示：疫情冲击消费风险、省外拓展进度偏慢、消费需求不及预期风险。

公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	24,160	23,126	21,508	24,324	27,339
同比增长(%)	21.3%	-4.3%	-7.0%	13.1%	12.4%
营业利润(百万元)	10,814	9,762	10,108	11,464	13,201
同比增长(%)	22.4%	-9.7%	3.5%	13.4%	15.1%
归属母公司净利润(百万元)	8,115	7,383	7,644	8,669	9,981
同比增长(%)	22.5%	-9.0%	3.5%	13.4%	15.1%
每股收益(元)	5.39	4.90	5.07	5.75	6.62
毛利率(%)	73.7%	71.3%	72.3%	74.4%	76.3%
净利率(%)	33.6%	31.9%	35.5%	35.6%	36.5%
净资产收益率(%)	25.7%	21.0%	20.1%	21.0%	21.9%
市盈率	29.4	32.3	31.2	27.5	23.9
市净率	7.1	6.5	6.0	5.5	5.0

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

考虑到公司动销转好、恢复正增长，公允价值变动收益增厚利润，我们调整预测 20-22 年每股收益分别为 5.07、5.75、6.62 元（原 20-22 年预测为 4.83、5.65、6.34 元）。结合可比公司估值，给予公司 20 年 37 倍 PE，对应目标价 187.59 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		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
贵州茅台	600519	1733.33	37.33	44.88	52.56	46.43	38.62	32.98
五粮液	000858	241.77	5.26	6.37	7.53	45.93	37.93	32.12
泸州老窖	000568	157.90	3.69	4.51	5.41	42.81	35.00	29.17
古井贡酒	000596	209.30	4.45	5.61	6.78	47.06	37.32	30.86
今世缘	603369	51.96	1.30	1.59	1.95	40.06	32.76	26.65
口子窖	603589	56.11	2.60	3.05	3.54	21.60	18.42	15.85
舍得酒业	600702	38.80	1.57	1.96	2.37	24.71	19.80	16.36
迎驾贡酒	603198	23.04	1.18	1.45	1.67	19.53	15.89	13.80
调整后平均						37	30	25

资料来源：wind、东方证券研究所（最新价格为 2020 年 10 月 21 日收盘价）

风险提示

- **疫情冲击消费风险：**今年受新冠肺炎疫情影响，餐饮、宴会、送礼等消费渠道遭受冲击。目前仍有部分地区疫情出现反复，若疫情影响扩大，将影响公司产品动销及全年的业绩表现。
- **省外拓展进度偏慢风险：**如果新江苏市场拓展的速度放缓，可能会影响公司收入利润增速。
- **消费需求不及预期风险：**若消费需求不及预期，可能对渠道信心及公司业绩造成不利影响。

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	3,615	4,300	14,541	18,694	24,275	营业收入	24,160	23,126	21,508	24,324	27,339
应收票据、账款及款项融资	248	675	628	710	798	营业成本	6,353	6,626	5,959	6,229	6,492
预付账款	19	200	186	210	237	营业税金及附加	3,770	3,201	2,977	3,367	3,785
存货	13,892	14,433	12,980	13,567	14,140	营业费用	2,561	2,692	2,690	2,799	3,201
其他	18,100	18,197	18,195	18,199	18,204	管理费用及研发费用	1,732	2,016	2,114	1,977	2,222
流动资产合计	35,875	37,806	46,530	51,382	57,654	财务费用	(65)	(78)	(94)	(166)	(215)
长期股权投资	9	25	25	25	25	资产、信用减值损失	1	21	4	4	4
固定资产	7,834	7,257	6,970	6,688	6,392	公允价值变动收益	0	159	1,400	500	500
在建工程	154	263	332	366	383	投资净收益	918	851	851	851	851
无形资产	1,782	1,747	1,691	1,634	1,578	其他	88	105	0	0	0
其他	3,910	6,357	276	276	276	营业利润	10,814	9,762	10,108	11,464	13,201
非流动资产合计	13,689	15,649	9,293	8,989	8,654	营业外收入	38	22	22	22	22
资产总计	49,564	53,455	55,824	60,371	66,308	营业外支出	12	13	13	13	13
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	10,839	9,771	10,117	11,473	13,210
应付票据及应付账款	1,261	1,331	1,197	1,251	1,304	所得税	2,724	2,385	2,469	2,800	3,224
其他	14,367	15,206	14,915	15,937	17,037	净利润	8,115	7,386	7,648	8,673	9,986
流动负债合计	15,628	16,537	16,112	17,188	18,341	少数股东损益	0	3	3	4	4
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	8,115	7,383	7,644	8,669	9,981
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	5.39	4.90	5.07	5.75	6.62
其他	311	427	90	90	90						
非流动负债合计	311	427	90	90	90	主要财务比率					
负债合计	15,939	16,963	16,202	17,278	18,430		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	(20)	(17)	(14)	(10)	(6)	成长能力					
股本	1,507	1,507	1,507	1,507	1,507	营业收入	21.3%	-4.3%	-7.0%	13.1%	12.4%
资本公积	742	742	742	742	742	营业利润	22.4%	-9.7%	3.5%	13.4%	15.1%
留存收益	31,538	34,264	37,387	40,855	45,635	归属于母公司净利润	22.5%	-9.0%	3.5%	13.4%	15.1%
其他	(142)	(4)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	33,625	36,492	39,622	43,094	47,878	毛利率	73.7%	71.3%	72.3%	74.4%	76.3%
负债和股东权益总计	49,564	53,455	55,824	60,371	66,308	净利率	33.6%	31.9%	35.5%	35.6%	36.5%
						ROE	25.7%	21.0%	20.1%	21.0%	21.9%
						ROIC	25.5%	20.9%	19.9%	20.7%	21.6%
						偿债能力					
						资产负债率	32.2%	31.7%	29.0%	28.6%	27.8%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	2.30	2.29	2.89	2.99	3.14
						速动比率	1.41	1.41	2.08	2.20	2.37
						营运能力					
						应收账款周转率	3,475.1	2,151.3	1,386.0	1,526.5	1,522.1
						存货周转率	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5
						总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
						每股指标(元)					
						每股收益	5.39	4.90	5.07	5.75	6.62
						每股经营现金流	6.01	4.51	8.64	5.47	6.38
						每股净资产	22.33	24.23	26.30	28.60	31.77
						估值比率					
						市盈率	29.4	32.3	31.2	27.5	23.9
						市净率	7.1	6.5	6.0	5.5	5.0
						EV/EBITDA	18.9	20.8	20.3	18.1	15.8
						EV/EBIT	20.2	22.4	21.7	19.2	16.7

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

