2021 年 08 月 17 日

证券研究报告•2021 年半年报点评

舍得酒业（600702）食品饮料

买入（首次）

当前价：204.00 元

目标价：265.30 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

舍得、沱牌双轮驱动，盈利能力大幅提升

投资要点

- **事件：**公司发布 2021 年半年报，上半年实现收入 23.9 亿元，同比+133%，归母净利润 7.4 亿元，同比+348%；其中 21Q2 实现收入 13.6 亿元，同比+119%，归母净利润 4.3 亿元，同比+215%，与此前业绩预告基本一致。
- **舍得、沱牌齐高增，招商节奏显著加快。**以未受疫情影响的 19H1、19Q2 为基准，21H1、21Q2 收入分别同比增长 96%、161%，实现爆发式增长。1、分产品看，上半年中高档酒、低档酒实现收入 18.8、3.2 亿元，分别较 19H1 增长 87%、1053%，中高档快速增长主要受益于次高端扩容和渠道快速开拓，低档酒快速增长主要受益于沱牌曲酒、沱牌六粮等高性价比产品快速放量。2、省内、省外分别实现收入 5.8、14.4 亿元，较 19H1 分别增长 113%、97%；电商渠道实现收入 1.8 亿元，较 19H1 增长 522%，占比稳步提升。3、值得重视的是，公司控货挺价理顺渠道价值链，经销商盈利能力实质改善，上半年新增经销商 448 家，净增加经销商 103 家，招商节奏显著提速。
- **费用率大幅下降，盈利能力再创新高。**以 19H1 为基准，公司 21H1 毛利率同比提升 4.3 个百分点至 78.9%，主要受益于结构升级和直接提价；从费用率来看，以 19H1 为基准，21H1 销售费用率、管理费用率、财务费用率分别同比下降 10.9、3.7、1.1 个百分点，整体费用率下降 15.9 个百分点至 24.2%。得益于毛利率提升和费用率下降，净利率提升 14.8 个百分点至 31.4%，盈利能力大幅提升。此外，二季度末预收账款为 4.2 亿元，同比+171%，下半年有望延续高增长。
- **老酒赋能&渠道理顺，尽享次高端扩容红利。**1、受益于消费升级，次高端爆发力和持续性较强，公司主力产品舍得系列是全国性次高端品牌，“文化+老酒”战略成效凸显，舍得将尽享次高端扩容红利。2、公司 12 万吨以上优质基酒储备奠定品质优势，沱牌酒具备名酒基因且性价比突出，品牌和渠道理顺后有望实现爆发式增长。3、公司贯彻老酒“3+6+4”营销策略，充分理顺渠道价值链，以此提升经销商盈利水平，上半年经销商开拓节奏显著提速。4、大股东和管理层变更以来，公司走出低谷拐点向上，在复星集团丰富的管理经验和强大的渠道资源赋能下，中长期发展逻辑不断强化。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 12.75 亿元、18.93 亿元、25.11 亿元，对应 EPS 分别为 3.79 元、5.63 元、7.47 元，对应动态 PE 分别为 60 倍、40 倍、30 倍。公司“文化+老酒”战略成效显著，双品牌齐高增，复星赋能下中长期发展逻辑不断强化，给予公司 2021 年 70 倍估值，对应目标价 265.30 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**经济大幅下滑风险；市场开拓或不及预期。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（亿元）	27.04	46.42	61.80	76.76
增长率	2.02%	71.69%	33.13%	24.21%
归属母公司净利润（亿元）	5.81	12.75	18.93	25.11
增长率	14.42%	119.35%	48.48%	32.68%
每股收益 EPS（元）	1.73	3.79	5.63	7.47
净资产收益率 ROE	16.06%	27.05%	29.95%	29.96%
PE	131	60	40	30
PB	20.15	15.29	11.44	8.63

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：朱会振

执业证号：S1250513110001

电话：023-63786049

邮箱：zhz@swsc.com.cn

联系人：王书龙

电话：023-63786049

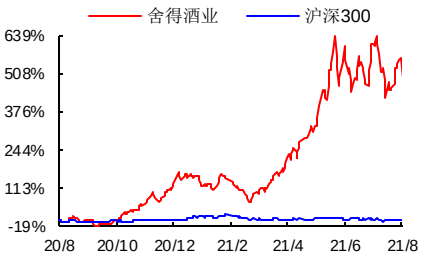
邮箱：wsl@swsc.com.cn

联系人：夏霁

电话：021-58351959

邮箱：xiaji@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.36
流通 A 股(亿股)	3.33
52 周内股价区间(元)	28.09-255.17
总市值(亿元)	685.43
总资产(亿元)	72.21
每股净资产(元)	12.62

相关研究

目 录

1 舍得、沱牌双轮驱动，复星赋能扬帆起航.....1
2 次高端快速扩容，格局尚不明晰.....3
3 坚定老酒战略，发展前景可期.....6
4 盈利预测与估值.....7
4.1 盈利预测.....7
4.2 相对估值.....8
5 风险提示.....9

图 目 录

图 1：公司发展历程 1
图 2：公司股权结构（截至 2021H1 末） 1
图 3：2021H1 公司产品收入结构 2
图 4：2017 年以来公司省内、省外、电商收入结构 2
图 5：公司 2015 年以来营收及增速情况 2
图 6：公司 2015 年以来归母净利润及增速情况 2
图 7：公司 2015 年以来毛利率及净利率情况 3
图 8：公司 2015 年以来费用率情况 3
图 9：2015 年以来次高端代表品牌营收及增速 3
图 10：2015-2020 年次高端和全行业营收增速 3
图 11：2015 年以来“茅五泸”一批价走势 4
图 12：500-800 元高线次高端快速扩容 4
图 13：2012 年、2020 年代表省市白酒主流价格带 4
图 14：次高端参与酒企情况 4
图 15：2015 年以来部分次高端酒企销售费用率 5
图 16：2020 年次高端竞争格局（收入口径） 5
图 17：白酒价格带消费升级情况 5
图 18：光瓶酒市场规模（亿元）及复合增速 6
图 19：光瓶酒主流价格带变迁 6
图 20：2020 年光瓶酒竞争格局（收入口径） 6
图 21：2020 年高端、次高端、光瓶酒 CR3 市占率 6
图 22：2013 年以来老酒市场规模及增速 7
图 23：消费者对老酒品牌认知度 TOP10 7
图 24：2020 年上市酒企存货周转率情况 7
图 25：公司坚定推进老酒战略 7

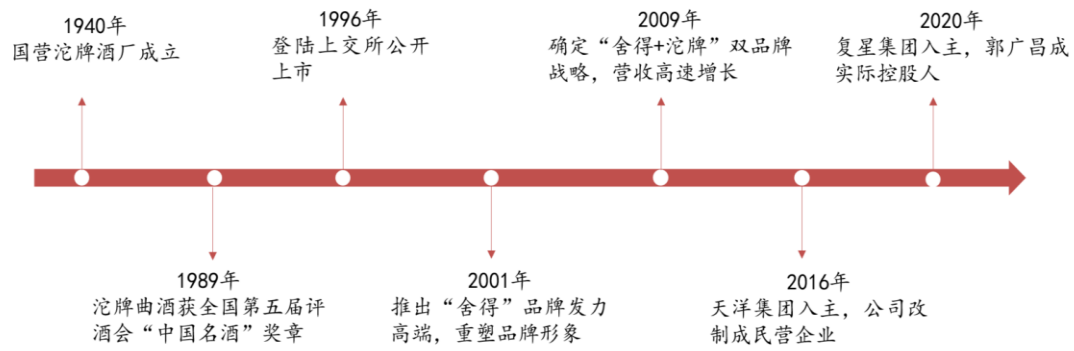
表 目 录

表 1：分业务收入及毛利率 8
表 2：可比公司估值 9
附表：财务预测与估值 10

1 舍得、沱牌双轮驱动，复星赋能扬帆起航

舍得酒业是“中国名酒”企业和“川酒六朵金花”之一，拥有“沱牌”、“舍得”两大中国驰名白酒品牌。公司坚持舍得、沱牌双品牌运作，依托名酒基因和 12 万吨以上老酒储备，着力将舍得打造为次高端价位龙头和老酒品类第一品牌；沱牌天曲、六粮等品质突出性价比高，在产品聚焦和渠道理顺后有望迎来爆发式增长。 2020 年复星集团旗下的豫园股份以 45.3 亿元取得沱牌舍得集团 70%股权，复星集团入主极大提升员工和经销商信心，公司走出低谷拐点向上。公司坚持的“文化+老酒”战略成效显著，双品牌均实现高速增长，未来在复星集团管理和渠道资源赋能下，公司有望延续高增长，中长期发展逻辑不断强化。

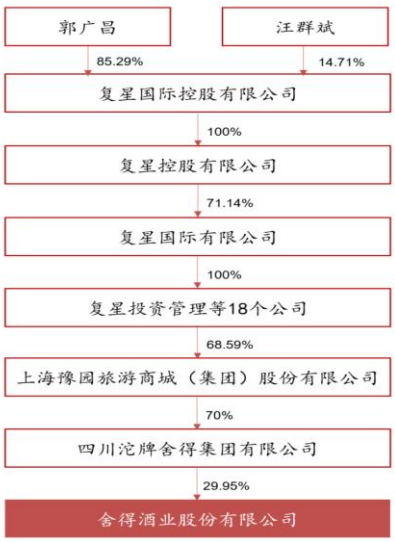
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

股权结构：公司控股股东为沱牌舍得集团公司，2020 年 12 月复星国际旗下豫园股份以 45.3 亿元取得沱牌舍得集团 70%股权，郭广昌成为实际控制人。此外，2018 年 12 月，公司向 362 名激励对象授予了 778.1 万股限制性股票，此次激励覆盖面广，中层管理人员和核心业务骨干获授股票占比近 90%；沱牌舍得集团大股东变更不影响原有股权激励计划，公司核心骨干与股东利益高度一致，发展动力十足。

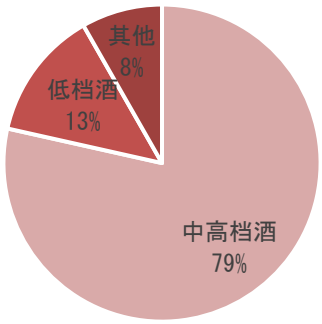
图 2：公司股权结构（截至 2021H1 末）



数据来源：公司官网，西南证券整理

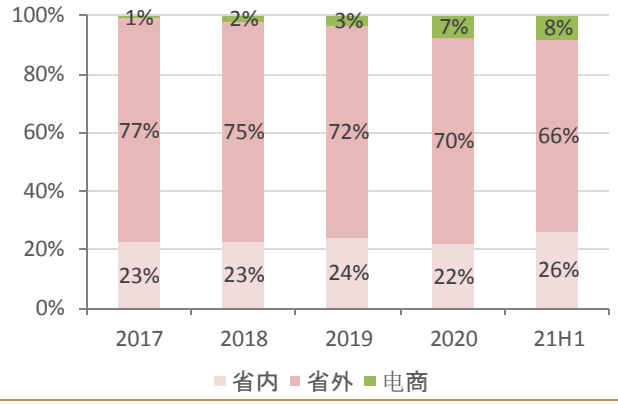
主营业务结构：公司坚持舍得、沱牌双品牌运作，其中舍得系列主打次高端价位，沱牌系列主要面向大众消费。2021H1 公司中高档酒（舍得系列为主）、低档酒（沱牌天曲等）分别实现收入 18.8、3.2 亿元，占比分别为 79%、8%。从渠道结构来看，2021H1 省内、省外、电商渠道占比分别为 26%、66%、8%；值得重视的是，在公司积极发力下，电商渠道呈现爆发式增长，占比稳步提升。

图 3：2021H1 公司产品收入结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

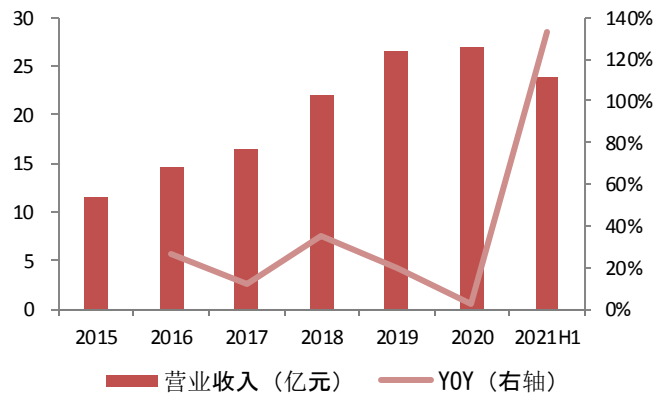
图 4：2017 年以来公司省内、省外、电商收入结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

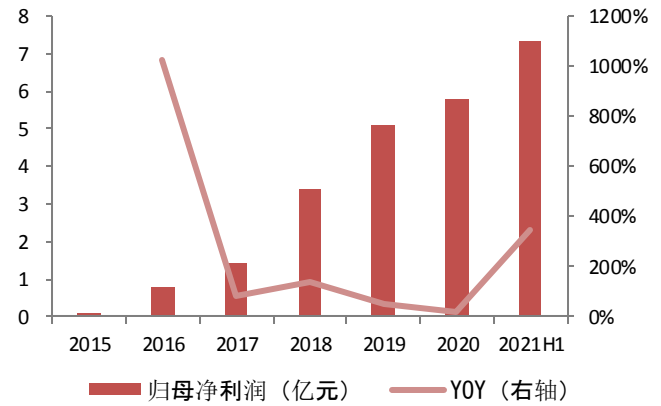
收入靓丽增长，盈利能力持续提升。伴随着居民收入提升和大众消费崛起，2016 年起白酒行业迎来复苏，受益于消费升级和渠道去库存较为理想，公司收入和利润实现连续高增长。2016-2020 年公司收入、归母净利润年化复合增速分别为 16.6%、64.2%，利润增速遥遥领先于收入增速，盈利能力大幅提升。2021H1 受益于需求复苏、基数较低和渠道扩张，公司实现营收 23.9 亿元，同比+133.1%，归母净利润 7.4 亿元，同比+347.9%，呈现爆发式增长。

图 5：公司 2015 年以来营收及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司 2015 年以来归母净利润及增速情况

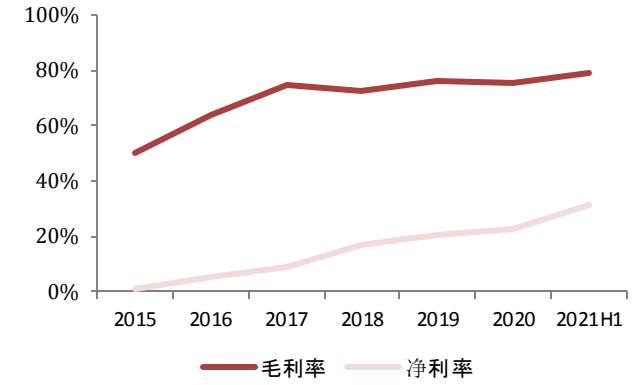


数据来源：公司公告，西南证券整理

费用率下降明显，盈利能力再创新高。得益于产品结构升级和直接提价，公司毛利率从 2015 年的 50.4%提升至 2020 年为 75.9%；与此同时，伴随体量壮大规模效应凸显，公司费用率 2017 年开始步入下行通道，2020 年销售费用率、管理费用率较 2017 年分别下降 9.4、5.2 个百分点，带动整体费用率下降 14.1 个百分点，盈利能力提升。此外，21H1 受益于需求复苏和渠道开拓，公司毛利率同比提升 4.3 个百分点至 78.9%，销售费用率、管理费

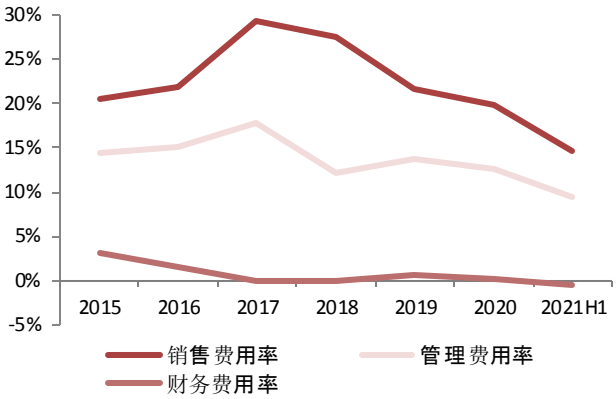
用率、财务费用率分别同比下降 8.3、5.3、1.3 个百分点，净利率同比提升 14.5 个百分点至 31.4%，盈利能力再创新高。

图 7：公司 2015 年以来毛利率及净利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：公司 2015 年以来费用率情况

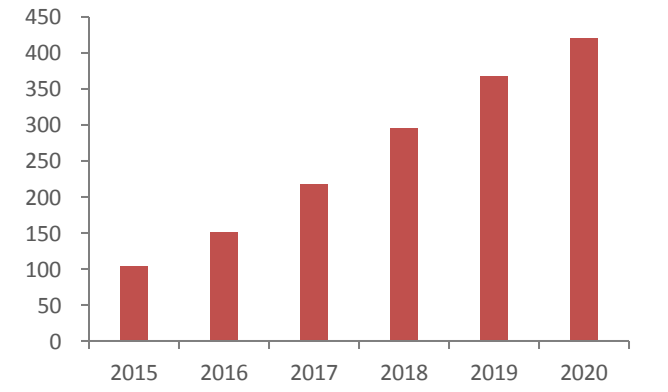


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 次高端快速扩容，格局尚不明晰

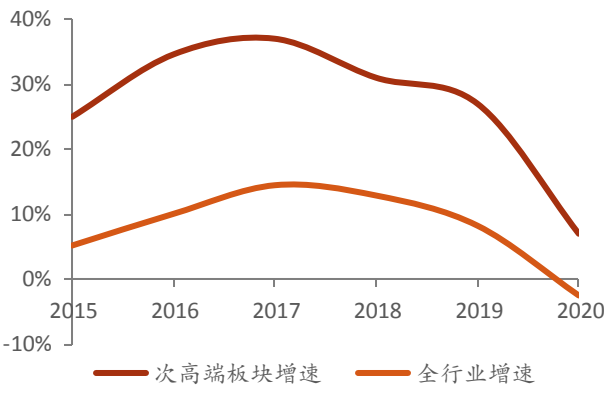
次高端爆发力十足，行业快速扩容。2012 年末开始的“限制三公消费”和“反腐”政策导致白酒行业进入深度调整期，在高端白酒降价、政务消费需求锐减这二者共同挤压下，次高端品牌受到严重冲击，营收端出现锐减。历经三年深度调整，白酒行业于 2015 年开始触底反弹。伴随着居民消费升级&渠道补库存，2016 年开始次高端强势爆发，2015-2020 年次高端板块增速显著高于整个白酒行业，表现出极大的业绩弹性。

图 9：2015 年以来次高端代表品牌营收及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：2015-2020 年次高端和全行业营收增速



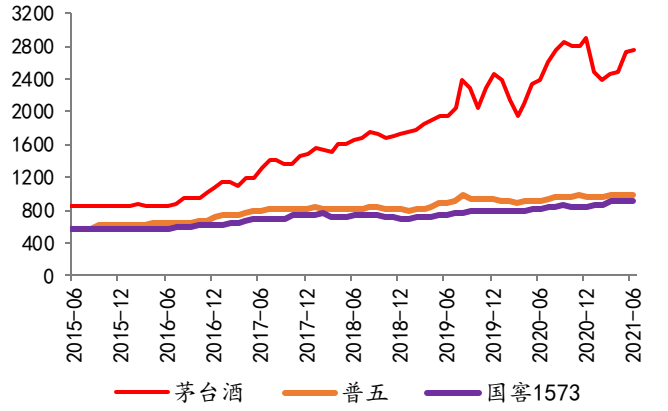
数据来源：公司公告，西南证券整理

次高端未来弹性最大，预计未来五年量价复合增速分别为 15%、5%左右，依旧处在量价齐升的高速扩容期：

1）价格空间打开：500-800 元价格带强势扩容，次高端第二增长极发力。本轮白酒复苏以来，高端酒批价在茅台带动下一路上扬，当前茅台批价站稳 2900 元高位，五粮液和国窖终端零售价也达到千元大关；500-800 元价格带发展空间得以打开，诸如青花 30、古 20、特曲 60 等近两年来均实现高速增长。三个维度看好次高端 500-800 元价格带的爆发力。厂

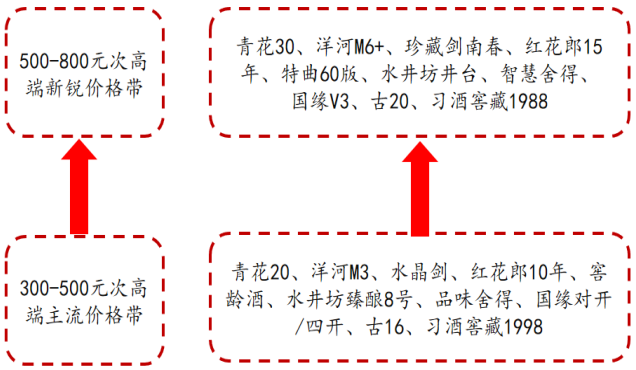
家端：当前次高端优秀酒企均在聚焦资源培育 500-800 元价格带产品，抢占未来升级价格带；**渠道端：**由于 300-500 元价位产品渠道利润逐渐透明，渠道推力明显减弱，而 500-800 元价位产品渠道利润显著较高，如青花 30、洋河 M6+等经销商利润在 100 元左右，经销商和终端积极性更高；**消费端：**随着居民收入的提升和主流价格带上移，更多的消费者会选择向上进一步升级。

图 11：2015 年以来“茅五泸”一批价走势



数据来源：渠道调研，西南证券整理

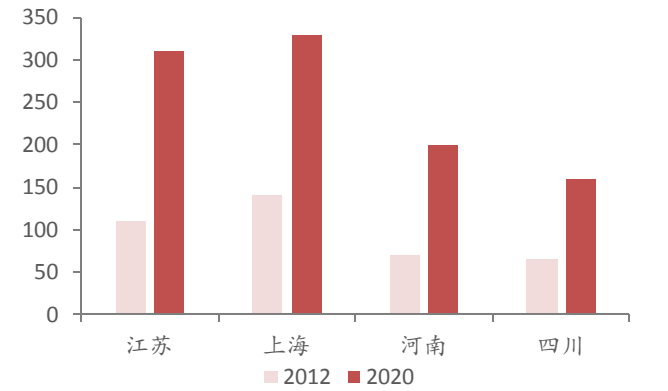
图 12：500-800 元高线次高端快速扩容



数据来源：西南证券

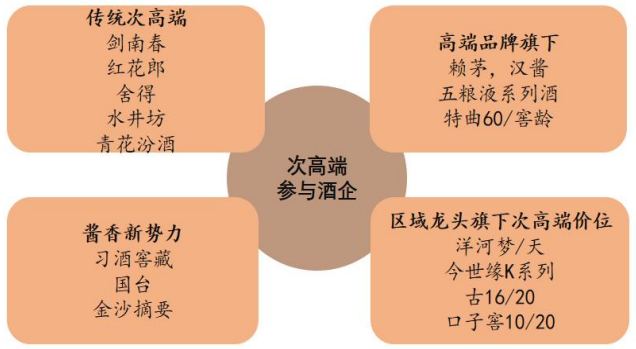
2）消费基础扎实：主流价格带稳步上行，各大酒企加码布局。在居民收入增长的同时，白酒消费档次跟随提升，我们以婚宴、寿宴等主流消费场景为例，上海、江苏等东部经济发达地区主流价格带已经超过 300 元，中部白酒消费大省河南和西部白酒消费大省四川主流价格带已升至 150-200 元之间。江苏白酒消费水平一直领先于全国，可以预见未来五年一定会有更多省份复制江苏市场的升级路径。此外当前各大酒企均在加码布局次高端，特别是在区域名酒聚焦发力叠加主打次高端的酱香新势力崛起的双重推动下，次高端快速扩容根基牢固。

图 13：2012 年、2020 年代表省市白酒主流价格带



数据来源：微酒，中国产业信息网，西南证券整理

图 14：次高端参与酒企情况

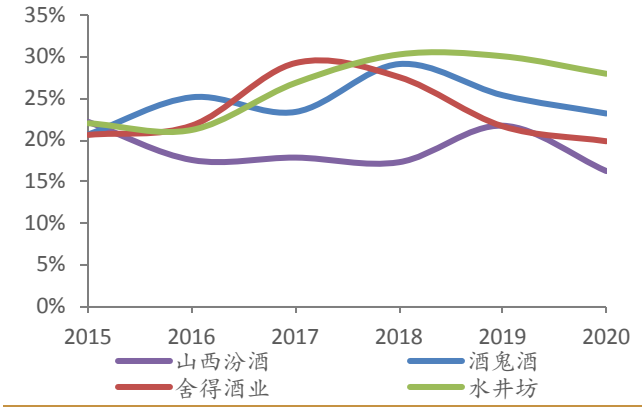


数据来源：西南证券

销售费率居高不下，格局尚不清晰。在 2015 年-2020 年营收基数逐年扩大基础上，次高端酒企销售费用率仍居高不下，行业竞争依然激烈。当前次高端 CR3 市场份额仅 40%，相比于高端酒 CR3 超过 95%的市占率提升空间巨大。从消费属性看，次高端白酒需要满足相当的面子消费需求，具备老名酒基因是必备的准入门槛，但是消费者对次高端品牌的忠诚度弱于高端酒，因而优秀的渠道营销能力也不可或缺。在竞争逐渐激烈的，对次高端

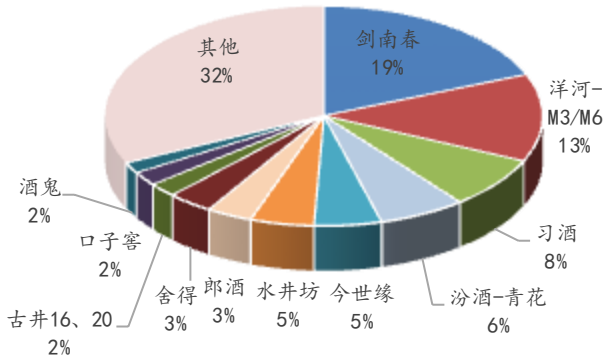
酒企品牌沉淀和渠道运作能力提出更高要求，**未来具备强品牌力和优异渠道力的酒企有望脱颖而出。**

图 15：2015 年以来部分次高端酒企销售费用率



数据来源：公司公告，西南证券整理

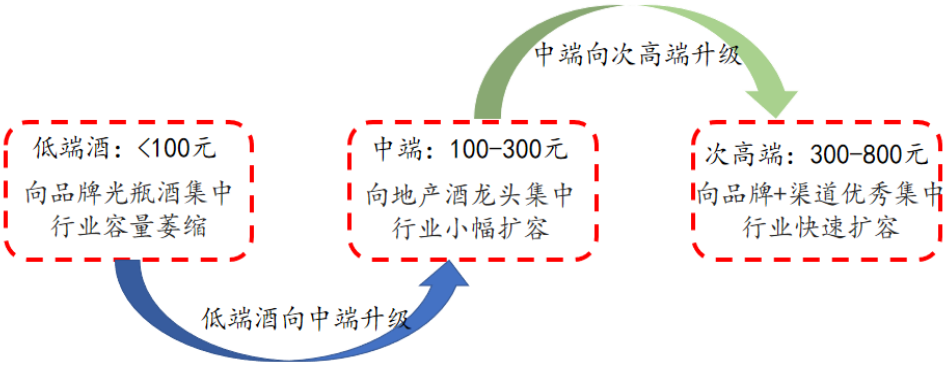
图 16：2020 年次高端竞争格局（收入口径）



数据来源：渠道调研，西南证券整理

中端白酒有限扩容，份额加速集中。从消费升级的角度来看，一方面，部分中端白酒消费会向着次高端价格带升级，另一方面，中端白酒也会承接来自百元以下价格带的消费升级，二者共同决定了中端白酒的增长情况。随着更多的省份白酒主流价格带上移到 150-300 元之间，整体来看中端白酒量价将保持缓慢提升，扩容空间相对有限。目前中端酒主要被地产龙头和全国名酒中端产品所占据，竞争格局较为分散。在行业竞争加剧的背景下，地产酒龙头和全国名酒将依托品牌和渠道优势加速挤占中小酒企市场份额。

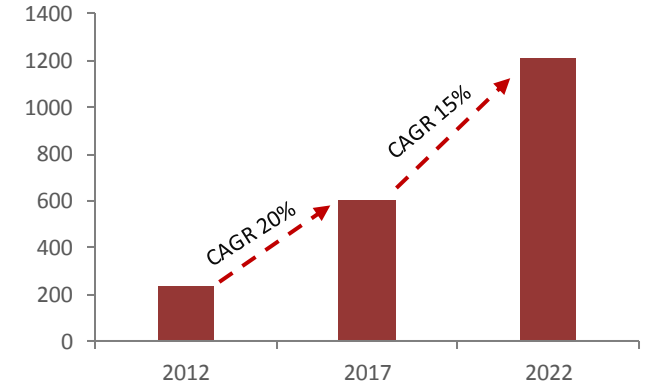
图 17：白酒价格带消费升级情况



数据来源：西南证券

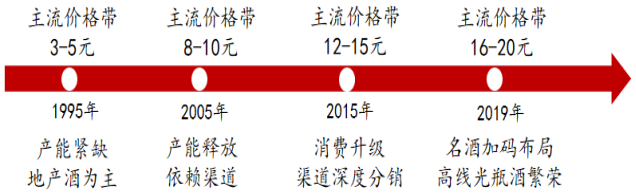
低端容量持续萎缩，光瓶酒逆势扩容。当前低端酒（低于 100 元）市场规模 2000 亿元左右，近年来随着居民需求向上转移和饮酒频次下降，低端酒销量持续下降。与此形成鲜明对比的是，光瓶酒凭借性价比优势呈现出逆势扩容态势，根据《中国光瓶酒营销白皮书 2017》，2017 年光瓶酒市场容量 600 亿元左右，预计 2017-2022 年复合增速保持在 15%左右。在消费者看重性价比和名酒品牌纷纷发力背景下，光瓶酒迎来快速扩容的黄金时代。

图 18：光瓶酒市场规模（亿元）及复合增速



数据来源：《中国光瓶酒营销白皮书》，酒业家，西南证券整理

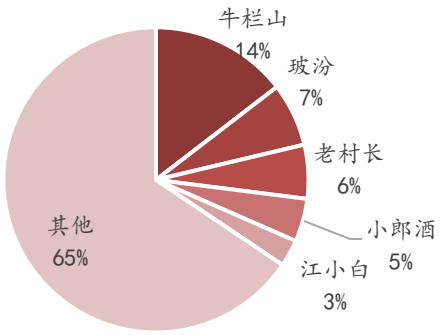
图 19：光瓶酒主流价格带变迁



数据来源：《中国光瓶酒营销白皮书》，酒业家，西南证券整理

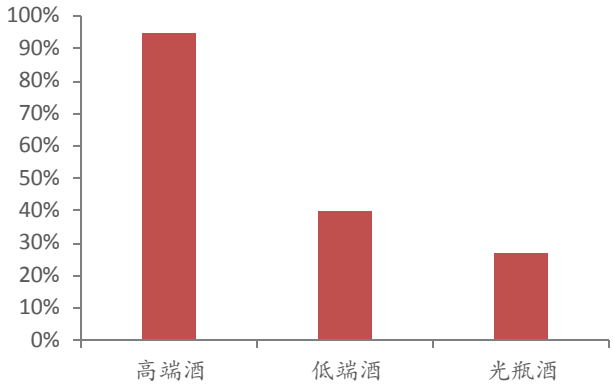
竞争格局：光瓶酒格局分散，高性价比和名酒旗下光瓶酒份额明显提升。光瓶酒行业进入壁垒低，自饮消费下品牌需求弱和过去名酒普遍不重视，多重原因导致光瓶酒竞争格局较为分散。近年来随着消费者品牌意识和品质意识强化，光瓶酒迎来快速增长，其中玻汾、小郎酒、牛栏山等表现十分亮眼。当前光瓶酒 CR3 市场份额仅为 27%，市场集中度较低，份额向高性价比和名酒旗下光瓶酒集中的趋势不改。

图 20：2020 年光瓶酒竞争格局（收入口径）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 21：2020 年高端、次高端、光瓶酒 CR3 市占率

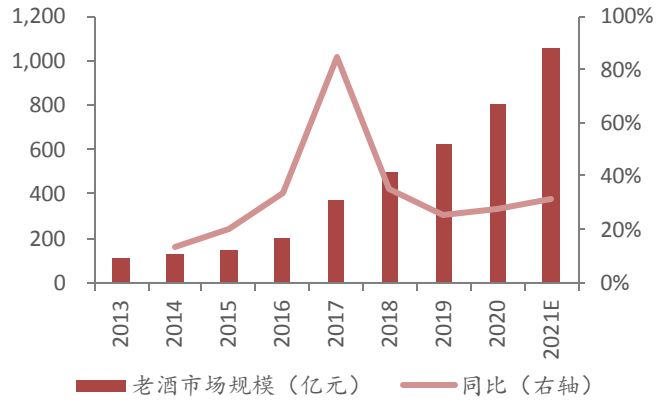


数据来源：公司公告，西南证券整理

3 坚定老酒战略，发展前景可期

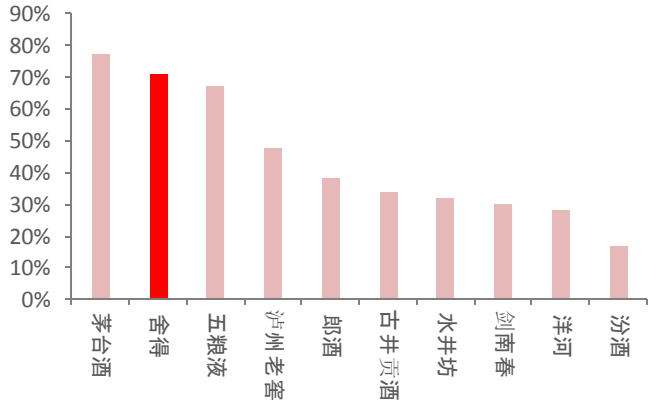
公司坚定老酒战略，构建差异化品牌卖点。伴随着居民消费升级和差异化需求凸显，老酒以其更优异的品质受到消费者追捧，在次高端激烈竞争中，老酒战略和公司资源高度契合，打造差异化的品牌宣传卖点，志在“打造老酒品类第一品牌”。当前公司全线发力老酒战略，“舍得酒，每一瓶都是老酒”的品牌口号深入消费者心智，公司进一步搭建包括藏品产品线、本品产品线、艺术产品线三大产品线相辅相成的产品矩阵。

图 22：2013 年以来老酒市场规模及增速



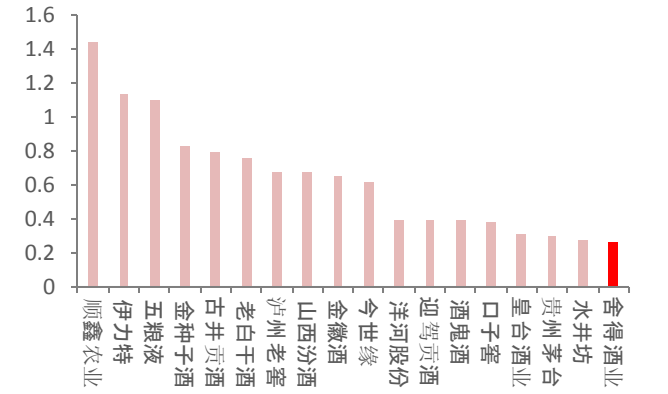
数据来源：《中国老酒市场指数》，西南证券整理

图 23：消费者对老酒品牌认知度 TOP10



数据来源：《中国老酒市场指数》，西南证券整理

图 24：2020 年上市酒企存货周转率情况



数据来源：wind，西南证券整理

图 25：公司坚定推进老酒战略



数据来源：百度，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

1）舍得坚持“文化+老酒”战略成效显著，渠道理顺后经销商信心大增，复星入主后市场开拓节奏提速明显，带动中高档酒快速增长，预计 2021-2023 年中高档酒销量增速分别为 60%、30%、20%，吨价分别提升 8%、6%、6%，毛利率分别为 87%、88%、89%。

2）沱牌系列产品具备名酒基因，性价比优势突出，产品、渠道理顺后实现爆发式增长，有望或将复制玻汾发展路径，实现连续高增长。预计 2021-2023 年低档酒销量增速分别为 130%、15%、10%；单价分别提升 20%、8%、5%；毛利率分别为 50%、52%、54%。

3）2020 年受疫情影响，白酒销量下滑明显，基数较低；伴随体量扩大带来显著规模效应，管理和销售效率持续改善，费用率将边际递减。

表 1：分业务收入及毛利率

分业务情况		2020A	2021E	2022E	2023E
合计	营业收入（亿元）	27.0	46.4	61.8	76.8
	增速	2.0%	71.7%	33.1%	24.2%
	营业成本（亿元）	7	10	12	13
	毛利率	75.9%	78.1%	80.5%	82.5%
中高档酒	销量（吨）	7016	11226	14593	17512
	YOY	-24.2%	60.0%	30.0%	20.0%
	吨单价（万元/吨）	30.3	32.8	34.7	36.8
	YOY	27.6%	8.0%	6.0%	6.0%
	收入（亿元）	21.3	36.8	50.7	64.5
	YOY	-3.3%	72.8%	37.8%	27.2%
	成本（亿元）	2.9	4.8	6.1	7.1
	YOY	-16.9%	63.8%	27.2%	16.6%
	毛利率	86.3%	87.0%	88.0%	89.0%
低档酒	销量（吨）	8659	19916	22903	25193
	YOY	154.8%	130%	15%	10%
	吨单价（万元/吨）	2.5	3.1	3.3	3.5
	YOY	1.3%	20%	8%	5%
	收入（亿元）	2.2	6.1	7.6	8.7
	YOY	158.2%	176.0%	24.2%	15.5%
	成本（亿元）	1.3	3.0	3.6	4.0
	YOY	107.1%	137%	19%	11%
	毛利率	41.7%	50%	52%	54%
其他	收入（亿元）	3.5	3.5	3.5	3.5
	YOY	-2.4%	0%	0%	0%
	成本（亿元）	2.3	2.3	2.3	2.3
	毛利率	34.5%	34.5%	34.5%	34.5%

数据来源：Wind，西南证券

预计 2021-2023 年归母净利润分别为 12.75 亿元、18.93 亿元、25.11 亿元，EPS 分别为 3.79 元、5.63 元、7.47 元，对应动态 PE 分别为 60 倍、40 倍、30 倍。公司“文化+老酒”战略成效显著，双品牌齐高增，复星集团赋能下有望步入发展快车道，给予公司 2021 年 70 倍估值，对应目标价 265.30 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

4.2 相对估值

公司名酒基因深厚，舍得是全国性次高端品牌，此处选取次高端板块山西汾酒、水井坊、酒鬼酒作为可比估值对象，三家次高端酒企 2021-2023 年平均 PE 为 70 倍、51 倍、38 倍。舍得卡位次高端，沱牌酒占据光瓶酒，双品牌协同发力，发展动能充足；复星集团入主后，公司管理、渠道改善空间充足，全国化扩张有望显著提速，给予公司 2021 年 70 倍 PE，对应目标价 265.30 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
600809.SH	山西汾酒	304.61	3.53	4.12	5.59	7.28	86	74	54	42
600779.SH	水井坊	117.40	1.50	2.20	2.89	3.62	78	53	41	32
000799.SZ	酒鬼酒	211.60	1.51	2.60	3.73	5.38	140	81	57	39
平均值							102	70	51	38
600702.SH	舍得酒业	204.00	1.73	3.79	5.63	7.47	118	54	36	27

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

市场开拓或不及预期；经济大幅下滑风险。

附表：财务预测与估值

利润表（亿元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	27.04	46.42	61.80	76.76
营业成本	6.53	10.15	12.03	13.43
营业税金及附加	3.85	6.61	8.80	10.93
销售费用	5.37	8.12	10.51	13.05
管理费用	3.40	4.64	5.56	6.14
财务费用	0.07	-0.63	-1.15	-1.57
资产减值损失	-0.10	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.02	0.30	0.30	0.30
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	7.68	17.83	26.36	35.09
其他非经营损益	0.33	0.14	0.23	0.19
利润总额	8.01	17.97	26.59	35.27
所得税	1.94	4.49	6.65	8.82
净利润	6.07	13.48	19.94	26.45
少数股东损益	0.26	0.73	1.02	1.34
归属母公司股东净利润	5.81	12.75	18.93	25.11

现金流量表（亿元）	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	6.07	13.48	19.94	26.45
折旧与摊销	0.98	1.06	1.09	1.12
财务费用	0.07	-0.63	-1.15	-1.57
资产减值损失	-0.10	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	-2.10	8.44	-6.62	-7.11
其他	5.04	-0.38	-0.30	-0.30
经营活动现金流净额	9.97	21.97	12.96	18.60
资本支出	-0.25	-1.00	-1.00	-1.10
其他	-6.44	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流净额	-6.68	-1.00	-1.00	-1.10
短期借款	-3.94	-4.46	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.14	0.00	0.00	0.00
支付股利	-0.67	-1.45	-3.19	-4.73
其他	-0.37	0.93	1.35	1.77
筹资活动现金流净额	-4.84	-4.99	-1.83	-2.96
现金流量净额	-1.55	15.98	10.13	14.54

资产负债表（亿元）	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	13.48	29.46	39.58	54.12
应收和预付款项	24.11	23.22	34.57	45.50
存货	25.54	13.19	15.04	16.12
其他流动资产	-13.81	0.06	0.08	0.10
长期股权投资	1.14	1.14	1.14	1.14
投资性房地产	1.12	1.12	1.12	1.12
固定资产和在建工程	8.69	8.81	8.89	9.05
无形资产和开发支出	2.75	2.66	2.56	2.47
其他非流动资产	1.52	1.73	1.95	2.17
资产总计	64.54	81.38	104.94	131.78
短期借款	4.46	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	9.67	17.63	21.79	24.89
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	12.60	13.92	16.56	18.58
负债合计	26.73	31.55	38.35	43.47
股本	3.36	3.36	3.36	3.36
资本公积	8.90	8.90	8.90	8.90
留存收益	26.22	37.51	53.25	73.63
归属母公司股东权益	35.80	47.09	62.83	83.21
少数股东权益	2.01	2.74	3.76	5.10
股东权益合计	37.81	49.83	66.59	88.31
负债和股东权益合计	64.54	81.38	104.94	131.78

财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
销售收入增长率	2.02%	71.69%	33.13%	24.21%
营业利润增长率	7.91%	132.12%	47.79%	33.12%
净利润增长率	12.80%	121.96%	47.95%	32.66%
EBITDA 增长率	10.21%	108.94%	44.02%	31.72%
获利能力				
毛利率	75.87%	78.14%	80.53%	82.50%
三费率	32.68%	26.14%	24.13%	22.95%
净利率	22.46%	29.04%	32.27%	34.46%
ROE	16.06%	27.05%	29.95%	29.96%
ROA	9.41%	16.56%	19.00%	20.07%
ROIC	24.49%	59.92%	92.57%	92.72%
EBITDA/销售收入	32.32%	39.33%	42.55%	45.12%
营运能力				
总资产周转率	0.44	0.64	0.66	0.65
固定资产周转率	3.58	5.70	7.68	9.90
应收账款周转率	16.63	19.57	18.28	17.53
存货周转率	0.26	0.52	0.85	0.86
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	117.43%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	41.41%	38.77%	36.55%	32.99%
带息债务/总负债	16.69%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.88	2.14	2.39	2.74
速动比率	0.90	1.71	1.98	2.36
股利支付率	11.46%	11.40%	16.84%	18.84%
每股指标				
每股收益	1.73	3.79	5.63	7.47
每股净资产	11.25	14.82	19.81	26.27
每股经营现金	2.97	6.53	3.85	5.53
每股股利	0.20	0.43	0.95	1.41

业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
EBITDA	8.74	18.26	26.29	34.63
PE	131.12	59.78	40.26	30.34
PB	20.15	15.29	11.44	8.63
PS	28.18	16.42	12.33	9.93
EV/EBITDA	85.71	39.88	27.30	20.30
股息率	0.09%	0.19%	0.42%	0.62%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	15395317859	15395317859	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn