

古越龙山 (600059)

饮料制造/食品饮料

发布时间: 2022-04-26

证券研究报告 / 公司点评报告

买入

首次覆盖

## 聚焦高端化，业绩逐渐复苏

— 古越龙山 2021 年报及 2022 年一季报点评

**事件:** 公司发布 2021 年年报及 2022 年一季报, 公司 2021 年实现营收 15.8 亿元, 同比+21.2%; 归母净利润 2.0 亿元, 同比+33.2%。21Q4 营收 4.8 亿元, 同比+8.4%; 归母净利润 0.7 亿元, 同比+12.9%。2022 年一季度公司实现营收 5.6 亿元, 同比+12.5%; 归母净利润 0.7 亿元, 同比+12.4%。

**产品结构优化, 业绩逐渐复苏。**2021 年公司业绩逐渐复苏, 基本符合预期。2021 年公司中高档酒/普通酒/玻璃制品/其他业务分别实现营收 11.0/4.1/0.3/0.3 亿元, 同比+27.4%/+2.4%/+137.0%/+46.2%。其中, 中高档酒对营收增长的贡献度达 85.6%, 占营收比重提升 3.4pct 至 69.5%, 是营收增长的主要驱动力, 主要原因是公司坚持高端化战略, 持续调整优化产品结构, 强化高端产品的运营与管理, 着力开拓“国酿 1959、好酒不上头、青花醉”三大高端系列市场, 聚焦核心大单品, 国酿 1959 青玉版等实现较好销售。

**中高档酒量价齐升, 带动公司盈利能力提升。**作为黄酒行业龙头企业, 公司 2021 年中高档酒均价同比+13.4%, 销售量同比+12.4%, 实现量价齐升, 中高档酒毛利率提升 0.8pct 至 43.7%, 远高于普通酒毛利率(下降 2.2pct 至 15.9%), 带动酒类整体毛利率提升 1.1pct 至 36.1%, 公司整体毛利率提升 0.8pct 至 36.0%, 盈利能力提升。

**全国化布局稳步推进, 江浙沪以外区域销售收入占比提升。**公司持续全国化市场网络布局, 在继续深耕江浙沪核心消费市场的同时, 积极培育和引导外围及北方市场的黄酒消费, 全国化扩张成效初显。2021 年江浙沪区域实现销售收入 9.6 亿元, 同比+15.4%, 占比下降 2.2pct 至 63.3%; 全国江浙沪以外区域实现销售收入 5.2 亿元, 同比+30.3%, 占比提升 2.9pct 至 34.7%。

**盈利预测:** 预计 2022-2024 年 EPS 分别为 0.25、0.29、0.35 元/股, 对应 PE 分别为 37X、32X、27X, 给予“买入”评级。

**风险提示:** 疫情反复风险; 原材料价格波动风险; 食品安全风险。

### 股票数据

2022/04/26

6 个月目标价 (元)	11.63
收盘价 (元)	9.39
12 个月股价区间 (元)	9.26~15.99
总市值 (百万元)	8,559.38
总股本 (百万股)	912
A 股 (百万股)	912
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	20

### 历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-2%	-11%	-21%
相对收益	6%	8%	4%

### 相关报告

《白酒 20 年复盘: 白酒整体周期上行, 关注次高端全国化机会》

--20211229

《食品饮料 2022 年度策略报告: 白酒景气回暖, 关注大众品提价周期利润弹性》

--20211213

财务摘要 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,301	1,577	1,773	2,008	2,312
(+/-)%	-26.06%	21.19%	12.46%	13.25%	15.14%
归属母公司净利润	150	200	231	267	315
(+/-)%	-28.22%	33.21%	14.99%	15.93%	17.90%
每股收益 (元)	0.19	0.23	0.25	0.29	0.35
市盈率	89.53	53.17	37.13	32.03	27.17
市净率	3.23	2.08	1.55	1.50	1.44
净资产收益率 (%)	3.54%	3.74%	4.18%	4.68%	5.29%
股息收益率 (%)	0.53%	0.85%	0.85%	0.85%	0.85%
总股本 (百万股)	809	912	912	912	912

### 证券分析师: 李强

执业证书编号: S0550515060001  
021-61002252 liqiang@nesc.cn

### 研究助理: 范林泉

执业证书编号: S0550122010020  
13122683585 fanlq@nesc.cn

**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,414	1,127	720	512
交易性金融资产	687	910	1,134	1,335
应收款项	120	127	150	171
存货	2,095	2,398	2,752	3,000
其他流动资产	33	35	44	48
<b>流动资产合计</b>	<b>4,349</b>	<b>4,597</b>	<b>4,800</b>	<b>5,066</b>
可供出售金融资产				
长期投资净额	60	63	65	67
固定资产	1,142	1,098	1,063	1,035
无形资产	287	337	397	462
商誉	21	21	21	21
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,870</b>	<b>1,946</b>	<b>2,068</b>	<b>2,150</b>
<b>资产总计</b>	<b>6,219</b>	<b>6,543</b>	<b>6,868</b>	<b>7,216</b>
短期借款	0	0	0	0
应付款项	369	457	506	550
预收款项	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	3	3	3	3
<b>流动负债合计</b>	<b>813</b>	<b>980</b>	<b>1,112</b>	<b>1,219</b>
长期借款	1	1	1	1
其他长期负债	2	2	1	1
<b>长期负债合计</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
<b>负债合计</b>	<b>816</b>	<b>982</b>	<b>1,115</b>	<b>1,221</b>
归属于母公司股东权益合计	5,361	5,519	5,713	5,955
少数股东权益	42	41	40	40
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6,219</b>	<b>6,543</b>	<b>6,868</b>	<b>7,216</b>

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>1,577</b>	<b>1,773</b>	<b>2,008</b>	<b>2,312</b>
营业成本	1,010	1,127	1,249	1,405
营业税金及附加	61	76	86	99
资产减值损失	0	0	0	0
销售费用	169	195	231	277
管理费用	97	110	125	146
财务费用	-16	-25	-18	-12
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	21	21	27	30
<b>营业利润</b>	<b>265</b>	<b>306</b>	<b>353</b>	<b>416</b>
营业外收支净额	-1	-1	-1	-1
<b>利润总额</b>	<b>264</b>	<b>305</b>	<b>353</b>	<b>416</b>
所得税	63	75	86	101
净利润	201	230	266	314
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>200</b>	<b>231</b>	<b>267</b>	<b>315</b>
少数股东损益	0	0	-1	-1

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>净利润</b>	<b>201</b>	<b>230</b>	<b>266</b>	<b>314</b>
资产减值准备	3	0	0	0
折旧及摊销	93	87	91	97
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	1	0	0	0
投资损失	-21	-21	-27	-30
运营资本变动	-79	-145	-254	-166
其他	0	0	0	1
<b>经营活动净现金流量</b>	<b>197</b>	<b>152</b>	<b>77</b>	<b>217</b>
<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-505</b>	<b>-366</b>	<b>-410</b>	<b>-351</b>
<b>融资活动净现金流量</b>	<b>900</b>	<b>-73</b>	<b>-73</b>	<b>-73</b>
<b>企业自由现金流</b>	<b>-331</b>	<b>-262</b>	<b>-382</b>	<b>-184</b>

财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标</b>				
每股收益 (元)	0.23	0.25	0.29	0.35
每股净资产 (元)	5.88	6.05	6.27	6.53
每股经营性现金流量	0.22	0.17	0.08	0.24
<b>成长性指标</b>				
营业收入增长率	21.2%	12.5%	13.2%	15.1%
净利润增长率	33.2%	15.0%	15.9%	17.9%
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	36.0%	36.4%	37.8%	39.2%
净利润率	12.7%	13.0%	13.3%	13.6%
<b>运营效率指标</b>				
应收账款周转天数	27.74	26.13	27.32	27.07
存货周转天数	757.40	776.59	804.04	779.34
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	13.1%	15.0%	16.2%	16.9%
流动比率	5.35	4.69	4.32	4.16
速动比率	2.76	2.24	1.83	1.69
<b>费用率指标</b>				
销售费用率	10.7%	11.0%	11.5%	12.0%
管理费用率	6.1%	6.2%	6.3%	6.3%
财务费用率	-1.0%	-1.4%	-0.9%	-0.5%
<b>分红指标</b>				
分红比例	34.8%	31.6%	27.3%	23.1%
股息收益率	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
<b>估值指标</b>				
P/E (倍)	53.17	37.13	32.03	27.17
P/B (倍)	2.08	1.55	1.50	1.44
P/S (倍)	5.43	4.83	4.26	3.70
净资产收益率	3.7%	4.2%	4.7%	5.3%

资料来源：东北证券

**研究团队简介:**

李强：西南财经大学金融学硕士，电子科技大学金融学本科，现任东北证券食品饮料行业组长分析师。曾任华龙证券有限责任公司研究员，南京证券股份有限公司研究员。具有 10 年证券研究从业经历，荣获 2019 年金牛奖食品饮料行业最佳分析团队第 1 名，2019 年 Wind 资讯金牌分析师第 5 名，2018 年每市食品饮料行业年度组合收益第 4 名，2018 年投研社最受机构欢迎分析师，2018 年进门财经百佳分析师，2018 年食品饮料研究 Wind 平台影响力排行榜第 7 名，2018 年度知丘杯金测奖最佳分析师第 3 名，2017 年卖方分析师水晶球奖食品饮料行业第 2 名，“2016 年 Wind 资讯第四届金牌分析师全民票选”食品饮料行业第 1 名。

范林泉：复旦大学经济学硕士，中南大学经济学本科，现任东北证券食品饮料组研究助理，曾就职于国泰君安证券研究所。

**重要声明**

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**投资评级说明**

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准：  A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区三里河东路五号中商大厦 4 层	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

**机构销售联系方式**

姓名	办公电话	手机	邮箱
<b>公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
阮敏 (总监)	021-61001986	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-61001803	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-61001965	18221628116	qijian@nesc.cn
李流奇	021-61001807	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-61001802	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-61001827	18516728369	zhoujq@nesc.cn
周之斌	021-61002073	18054655039	zhouzb@nesc.cn
陈梓佳	021-61001887	19512360962	chen_zj@nesc.cn
孙乔容若	021-61001986	19921892769	sunqr@nesc.cn
屠诚	021-61001986	13120615210	tucheng@nesc.cn
<b>华北地区机构销售</b>			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
吕奕伟	010-58034553	15533699982	lyyw@nesc.com
孙伟豪	010-58034553	18811582591	sunwh@nesc.cn
闫琳	010-58034555	17863705380	yanlin@nesc.cn
陈思	010-58034553	18388039903	chen_si@nesc.cn
徐鹏程	010-58034553	18210496816	xupc@nesc.cn
<b>华南地区机构销售</b>			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
张翰波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
邓璐璘	0755-33975865	15828528907	dengll@nesc.cn
戴智睿	0755-33975865	15503411110	daizr@nesc.cn
王星羽	0755-33975865	13612914135	wangxy_7550@nesc.cn
王熙然	0755-33975865	13266512936	wangxr_7561@nesc.cn
阳晶晶	0755-33975865	18565707197	yang_jj@nesc.cn
张楠淇	0755-33975865	13823218716	zhangnq@nesc.cn
<b>非公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
李茵茵 (总监)	021-61002151	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-61002136	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-61002152	19512216027	wangtg@nesc.cn
王家豪	021-61002135	18258963370	wangjiahao@nesc.cn
白梅柯	021-20361229	18717982570	baimk@nesc.cn
刘刚	021-61002151	18817570273	liugang@nesc.cn
曹李阳	021-61002151	13506279099	caoly@nesc.cn