

2021 靓丽收官

酒鬼酒 (000799)

评级:	买入	股票代码:	000799
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	276.89/121.0
目标价格:		总市值(亿)	600.79
最新收盘价:	184.9	自由流通市值(亿)	600.79
		自由流通股数(百万)	324.93

事件概述

公司发布业绩预告，预计 2021 年收入 34 亿元左右，同比+86%左右；2021 年归母净利 8.8-9.5 亿元，同比+79%-94%。4Q21 收入 7.6 亿左右，同比+8.8%左右；归母净利 1.6-2.3 亿元，同比-0.6%-43%。

分析判断：

1、**业绩小幅高于我们预期。**此前我们预计 2021 年公司收入 33.3 亿元、归母净利润 9 亿元。从业绩预告情况看，收入略高于我们预期，净利区间中枢略高于我们预期。

2、**2021 年整体销售节奏前移。**按照预告收入，全年 Q1/Q2/Q3/Q4 收入占比分别约为 27%、24%、27%、22%，不同于以往 Q4 收入占比较高的情况。一方面是公司契合行业状况主动调整的结果，另一方面也反映了公司相对渠道客户话语权的提升。对比五粮液、汾酒等季度收入规律，我们判断仍有进一步调整空间。

3、**全年来看高端符合预期，次高端超预期。**尽管公司尚未披露全年分产品收入情况，我们结合上半年和第三季度情况判断全年高端酒内参收入实现了符合预期的快速成长，全年收入预计达到 10 亿元左右体量级别，预计 2022 年将通过“强基地、突破高地、深度全国化”继续推动销量快速增长。**酒鬼酒系列**虽然 2020 收入受到疫情冲击形成低基数，但是 2021 年全年的收入增长仍是超出较早时的市场预期，我们判断 2021 全年收入接近 20 亿元体量级别，其中省外贡献更大。2020 年公司对酒鬼酒系列进行了产品结构梳理、推动产品价格提升从而提高了渠道利润，在 2021 年受到经销商客户追捧，同时公司扎实推进了全国地级市的覆盖，以及 2021 年次高端白酒市场整体受到宴席（因 2020 年疫情推迟至 2021 年举办）等需求拉动，行业整体表现不错，推动酒鬼酒系列实现超预期增长。我们预计 2022 年酒鬼酒系列将回归至合理较快增长区间。

4、**预计 Q4 盈利能力稳中有升。**Q4 归母净利率预计在 21%-30%。由于销售节奏前移，Q3 已将部分相关销售人员奖金等费用同步确认计提，同时预计 Q4 内参收入占比有所提升，预计 Q4 公司整体盈利能力对比去年同期稳中有升。

投资建议

结合业绩预告情况调整盈利预测为 2021-23 年收入 34/46.8/61.2 亿元，归母净利润 9.2/13.5/18.1 亿元，EPS 为 2.83/4.16/5.57 元。此前预计 2021-23 年收入 33.4/46.8/62.6 亿元，归母净利润 9/13.5/18.3 亿元。2022/1/18 收盘价 184.9 元对应 2021-23 年 P/E 分别为 65/44/33 倍，重申买入评级。

风险提示：省外市场拓展不及预期；食品安全问题等。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,512	1,826	3,400	4,683	6,124
YoY (%)	27.4%	20.8%	86.2%	37.8%	30.8%
归母净利润(百万元)	299	492	920	1,351	1,809
YoY (%)	34.5%	64.1%	87.1%	46.9%	33.9%
毛利率 (%)	77.8%	78.9%	79.8%	80.8%	81.2%
每股收益(元)	0.92	1.51	2.83	4.16	5.57
ROE	12.3%	17.2%	24.7%	26.9%	26.6%
市盈率	200.60	122.21	65.32	44.47	33.22

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 寇星

联系人: 刘来珍

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

邮箱: liulz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,826	3,400	4,683	6,124	净利润	492	920	1,351	1,809
YoY (%)	20.8%	86.2%	37.8%	30.8%	折旧和摊销	43	39	44	50
营业成本	386	686	900	1,149	营运资金变动	408	-208	30	16
营业税金及附加	285	544	749	980	经营活动现金流	950	748	1,420	1,866
销售费用	424	741	974	1,255	资本开支	-50	-98	-100	-107
管理费用	146	217	281	367	投资	0	0	0	0
财务费用	-28	-35	-45	-65	投资活动现金流	-50	-93	-95	-102
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	-2	5	5	5	债务募资	0	0	0	0
营业利润	602	1,234	1,809	2,418	筹资活动现金流	-65	-49	-49	-49
营业外收支	53	-3	0	3	现金净流量	836	606	1,276	1,716
利润总额	655	1,231	1,809	2,421	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	163	312	458	613	成长能力				
净利润	492	920	1,351	1,809	营业收入增长率	20.8%	86.2%	37.8%	30.8%
归属于母公司净利润	492	920	1,351	1,809	净利润增长率	64.1%	87.1%	46.9%	33.9%
YoY (%)	64.1%	87.1%	46.9%	33.9%	盈利能力				
每股收益	1.51	2.83	4.16	5.57	毛利率	78.9%	79.8%	80.8%	81.2%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利润率	26.9%	27.1%	28.8%	29.5%
货币资金	2,154	2,760	4,036	5,752	总资产收益率 ROA	11.3%	14.4%	15.8%	16.2%
预付款项	11	21	27	34	净资产收益率 ROE	17.2%	24.7%	26.9%	26.6%
存货	1,027	2,068	2,588	3,147	偿债能力				
其他流动资产	398	740	1,019	1,332	流动比率	2.45	2.11	2.20	2.34
流动资产合计	3,590	5,588	7,670	10,266	速动比率	1.74	1.32	1.45	1.62
长期股权投资	42	42	42	42	现金比率	1.47	1.04	1.16	1.31
固定资产	400	434	464	487	资产负债率	34.1%	41.7%	41.0%	39.3%
无形资产	195	207	224	250	经营效率				
非流动资产合计	747	804	860	920	总资产周转率	0.42	0.53	0.55	0.55
资产合计	4,337	6,392	8,530	11,186	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	1.51	2.83	4.16	5.57
应付账款及票据	158	188	234	283	每股净资产	8.79	11.47	15.48	20.90
其他流动负债	1,308	2,461	3,250	4,097	每股经营现金流	2.92	2.30	4.37	5.74
流动负债合计	1,465	2,649	3,484	4,380	每股股利	0.00	0.15	0.15	0.15
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	15	15	15	15	PE	122.21	65.32	44.47	33.22
非流动负债合计	15	15	15	15	PB	17.80	20.12	14.91	11.05
负债合计	1,480	2,664	3,499	4,395					
股本	325	325	325	325					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	2,857	3,728	5,031	6,791					
负债和股东权益合计	4,337	6,392	8,530	11,186					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师简介

寇星：华西证券食品饮料首席分析师，清华经管MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

任从尧：11年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

刘来珍：华西证券食品饮料行业分析师，4年以上食品饮料和其他消费品行业研究经验，上海交通大学金融学硕士，2020年9月加入华西证券研究所。

王厚：华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%

行业评级标准

以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。