

酒鬼酒 (000799.SZ) 买入 (维持评级)

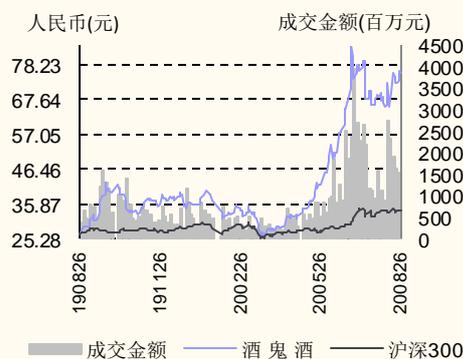
公司点评

市场价格 (人民币): 75.55 元

Q2 业绩基本符合预期, 内参放量延续

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	3.25
已上市流通 A 股(亿股)	3.25
总市值(亿元)	245.48
年内股价最高最低(元)	76.62/65.20
沪深 300 指数	4706
深证成指	13428



公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.69	0.92	1.15	1.59	2.17
每股净资产(元)	6.71	7.48	8.38	9.62	11.34
每股经营性现金流(元)	0.65	1.18	1.16	1.98	2.50
市盈率(倍)	23.32	38.89	65.58	47.46	34.81
净利润增长率(%)	26.45%	34.50%	24.98%	38.19%	36.34%
净资产收益率(%)	10.22%	12.32%	13.74%	16.54%	19.13%
总股本(百万股)	324.93	324.93	324.93	324.93	324.93

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 20H1 收入 7.22 亿元, 同比+1.87%; 归母净利润 1.85 亿元, 同比+18.42%。其中 20Q2 收入 4.10 亿元, 同比+12.89%, 归母净利润 0.88 亿元, 同比+6.35%。

经营分析

- 20Q2 收入同比+12.89%, 略超预期。**20Q2 收入同比+12.89%, 20Q2 预收款项(合同负债+其他流动负债)环增 0.80 亿元, 考虑预收款项, Q2 实际收入增速为 54.11%。分产品看, 20H1 内参/酒鬼/湘泉系列收入分别为 2.79/3.62/0.67 亿元, 同比+75.15%/-22.82%/-2.26%, 内参持续放量, 酒鬼仍处调整期, 疫情对高端酒的影响有限, 但对次高端冲击明显。分地区看, 20H1 华北/华东/华南/华中地区收入分别为 0.79/0.49/0.32/5.37 亿元, 同比-55.65%/+2.89%/-6.77%/+29.50%, 湖南地区消费复苏偏快。
- 产品结构升级提速, 盈利能力持续优化。**20H1 净利率同比+3.57pcts, 其中毛利率同比+2.50pcts, 主要系受疫情影响, 高端产品占比被动提升, 内参/酒鬼毛利率分别同比+1.26pcts/-0.37pct; 销售费用率同比-1.28pcts, 主要系疫情限制营销广告宣传、市场服务费用投放; 管理费用率同比-0.43pct, 营业税金及附加占比同比-0.87pct。
- 产能加码, 蓄势全国化发展。**公司原有 8 个酿酒车间, 随着内参、酒鬼全国化进程加快, 预计 2022 年基酒产销缺口将扩大。公司公告拟投资 7.79 亿元新建三区一期工程项目, 建设周期 32 个月, 项目实施后基酒产能 3000 吨/年, 储酒规模 16000 吨, 优质产能储备进一步提升。
- H2 动销加速改善, 内参高增逻辑未变。**公司规划全年收入增长目标在 20% 左右, 内参翻倍增长。当前渠道打款积极, 酒鬼红坛、紫坛提价提振经销商信心。我们预计宴席恢复带动酒鬼系列 H2 环比回暖; 内参 H1 高增长逻辑继续得到验证, 中秋国庆旺季仍将有不错表现。内参核心逻辑不变, 推动利润端持续释放, 我们坚定看好公司中长期发展。

盈利预测

- 考虑疫情对白酒消费的影响, 我们调整盈利预测, 预计 20-22 年归母净利润分别同比+25.0%/38.2%/36.3%, 对应 EPS 分别为 1.15/1.59/2.17 元(较上次预测调整幅度为-4%/-6%/-5%), 对应 20-22 年 PE 分别为 66X/47X/35X。

风险提示

- 需求下滑; 次高端空间压缩; 省内外销售不达预期; 食品安全风险。

相关报告

- 《Q1 利润大超预期, 内参逻辑有望得到持续验证-酒鬼酒业绩点评》, 2020.4.17
- 《短期事件不改中长期发展逻辑, 上调盈利预测-酒鬼酒“甜蜜素”事...》, 2019.12.22
- 《季度间波动不改公司中长期发展逻辑, 看好内参、酒鬼四季度放量...》, 2019.10.18

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchengqian@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	878	1,187	1,512	1,769	2,400	3,142	货币资金	342	1,007	1,318	1,521	1,969	2,539
增长率		35.1%	27.4%	17.0%	35.7%	30.9%	应收账款	127	257	211	282	382	501
主营业务成本	-194	-251	-336	-363	-425	-520	存货	778	822	933	994	1,106	1,282
%销售收入	22.1%	21.2%	22.2%	20.5%	17.7%	16.5%	其他流动资产	604	10	5	8	9	11
毛利	685	936	1,176	1,406	1,976	2,622	流动资产	1,852	2,095	2,467	2,805	3,467	4,333
%销售收入	77.9%	78.8%	77.8%	79.5%	82.3%	83.5%	%总资产	72.9%	73.0%	76.4%	77.5%	80.2%	82.9%
营业税金及附加	-141	-190	-241	-285	-384	-503	长期投资	50	45	101	108	102	100
%销售收入	16.1%	16.0%	16.0%	16.1%	16.0%	16.0%	固定资产	411	496	427	471	511	544
销售费用	-205	-346	-384	-451	-657	-861	%总资产	16.2%	17.3%	13.2%	13.0%	11.8%	10.4%
%销售收入	23.4%	29.1%	25.4%	25.5%	27.4%	27.4%	无形资产	92	96	200	202	207	213
管理费用	-118	-128	-147	-180	-250	-324	非流动资产	690	776	762	815	854	892
%销售收入	13.5%	10.8%	9.7%	10.2%	10.4%	10.3%	%总资产	27.1%	27.0%	23.6%	22.5%	19.8%	17.1%
研发费用	0	-4	-10	-12	-17	-22	资产总计	2,542	2,870	3,229	3,620	4,322	5,225
%销售收入	0.0%	0.3%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	短期借款	0	0	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	220	268	394	478	668	913	应付款项	241	356	418	442	572	724
%销售收入	25.0%	22.6%	26.1%	27.0%	27.8%	29.1%	其他流动负债	289	325	366	441	601	793
财务费用	1	11	11	26	31	41	流动负债	530	680	784	883	1,172	1,517
%销售收入	-0.1%	-0.9%	-0.7%	-1.4%	-1.3%	-1.3%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-28	-6	-18	-10	-16	-20	其他长期负债	6	10	14	14	22	22
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	536	690	798	897	1,194	1,539
投资收益	35	18	11	8	10	12	普通股股东权益	2,006	2,180	2,430	2,724	3,127	3,686
%税前利润	15.2%	6.1%	2.8%	1.6%	1.4%	1.3%	其中：股本	325	325	325	325	325	325
营业利润	229	295	400	501	693	946	未分配利润	306	467	710	1,003	1,407	1,966
营业利润率	26.1%	24.8%	26.5%	28.3%	28.9%	30.1%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	0	4	1	1	1	1	负债股东权益合计	2,542	2,870	3,229	3,620	4,322	5,225
税前利润	229	299	401	502	694	947	比率分析						
利润率	26.1%	25.2%	26.5%	28.4%	28.9%	30.1%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-55	-76	-101	-128	-177	-241	每股指标						
所得税率	23.9%	25.4%	25.3%	25.5%	25.5%	25.5%	每股收益	0.54	0.69	0.92	1.15	1.59	2.17
净利润	174	223	299	374	517	705	每股净资产	6.17	6.71	7.48	8.38	9.62	11.34
少数股东损益	-2	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.69	0.65	1.18	1.16	1.98	2.50
归属于母公司的净利润	176	223	299	374	517	705	每股股利	0.11	0.15	0.20	0.25	0.35	0.45
净利率	20.0%	18.8%	19.8%	21.2%	21.5%	22.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	8.78%	10.22%	12.32%	13.74%	16.54%	19.13%
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	总资产收益率	6.93%	7.76%	9.28%	10.34%	11.97%	13.50%
净利润	174	223	299	374	517	705	投入资本收益率	8.34%	9.16%	12.08%	13.03%	15.87%	18.41%
少数股东损益	-2	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	70	43	59	49	60	70	主营业务收入增长率	34.13%	35.13%	27.38%	17.00%	35.70%	30.90%
非经营收益	-39	-11	-2	-9	-11	-13	EBIT增长率	61.34%	22.04%	46.98%	21.19%	39.77%	36.71%
营运资金变动	21	-42	25	-36	76	49	净利润增长率	62.18%	26.45%	34.50%	24.98%	38.19%	36.34%
经营活动现金净流	225	212	382	378	642	811	总资产增长率	7.66%	12.92%	12.49%	12.13%	19.37%	20.91%
资本开支	-8	-120	-35	-102	-99	-108	资产管理能力						
投资	-210	200	400	0	1	1	应收账款周转天数	1.4	1.9	1.5	1.5	1.4	1.4
其他	67	23	13	8	10	12	存货周转天数	1,452.0	1,162.2	951.9	1,000.0	950.0	900.0
投资活动现金净流	-151	102	378	-94	-88	-95	应付账款周转天数	109.0	102.7	113.2	120.0	120.0	120.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	168.2	147.2	102.9	95.1	74.5	59.7
债权募资	0	0	0	0	8	0	偿债能力						
其他	-36	-49	-49	-81	-114	-146	净负债/股东权益	-17.04%	-46.18%	-54.22%	-55.85%	-62.98%	-68.89%
筹资活动现金净流	-36	-49	-49	-81	-105	-146	EBIT利息保障倍数	-199.3	-24.5	-37.4	-18.7	-21.3	-22.5
现金净流量	38	266	712	203	448	570	资产负债率	21.09%	24.06%	24.72%	24.77%	27.64%	29.45%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-03-27	买入	23.73	N/A
2	2019-04-10	买入	27.89	N/A
3	2019-04-30	买入	24.55	N/A
4	2019-07-09	买入	25.05	30.00~30.00
5	2019-08-21	买入	28.78	32.00~32.00
6	2019-10-18	买入	37.73	42.00~42.00
7	2019-12-22	买入	39.15	50.00~50.00
8	2020-04-17	买入	29.30	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH