

酒鬼酒(000799)

点评报告

行业公司研究——食品饮料——

证券研究报告

内参占比稳提升，业绩表现超预期

——酒鬼酒业绩点评

✍️：马莉 执业证书编号：S1230520070002
 ✉️：mali@stocke.com.cn
 ✍️：杨骥、张潇倩
 ☎️：021-80108140
 ✉️：yangji@stocke.com.cn

事件

公司发布2020年业绩快报及2021年一季报业绩预告，显示2020年公司收入为18.26亿元(+20.79%)，归母净利润为4.92亿元(+64.15%)，其中20Q4实现收入6.99亿元(+28.50%)，归母净利润1.61亿元(+39.26%)；2021Q1公司收入约为9.06亿元(+190%)，归母净利润为2.50~2.70亿元(+160.22%~+181.04%)，业绩表现超预期。

投资要点

□ 2020年利润稳步上行，内参为主要驱动力

据业绩快报显示，2020年公司收入及归母净利润分别增长20.8%、64.2%，其中利润达到此前预告区间(8%~42%)上限。**收入端来看**，内参占比稳步提升：我们认为在酒鬼系列仍处于调整阶段期间，公司核心增长动力来源于内参，预计2020年内参收入增速约为70%，收入占比将从19年的20%提升至20年的30%+，而酒鬼系列预计体量达近11亿元，湘泉系列体量与去年同期持平。**利润端来看**，利润端超预期主因：1) 高价位内参收入大幅增长；2) 经诉讼程序收到赔偿款7194.12万导致税后非经常性损益净额增加5341.98万元。

□ 开门红表现优异，2021Q1业绩超预期

据业绩预告显示，2021Q1公司收入及归母净利润增速分别为190%、160.22%~181.04%，业绩超市场预期，主因：

1) **一季度回款进度略超预期**：区别于往年公司四季度收入占比高，而一季度开门红占收入比低(回款25-27%左右)的情况，今年一季度公司开门红比超30%，其中省内、省外较好区域、新开拓区域回款大约为40%、30%、20%；

2) **需求端表现超预期**：受益于较强前期加大营销费用投入，品牌认可度的提高大幅提升需求，库存消化速度加快，湖南等地区甚至在春节后出现补货需求。

而利润增速低于收入增速，主因：1) 21Q1内参酒收入占比预计较去年同期低至少15个百分点(20Q1内参系列收入增速达70%，占比达55%)，影响利润端；2) 费用投放恢复。

□ 21Q1内参表现优秀，酒鬼价格稳健

具体产品来看，21Q1内参系列收入预计超3.4亿元，增速超100%；21Q1酒鬼收入预计增速超250%：

1) **内参**：区别于往年内参在春节放货期间价格将降10-20元，今年内参价格整体保持稳定，且库存始终处于低位，历史上库存一般在3-4个月左右，今年省内及省外库存约为1个月、2个月内，预计21Q1内参酒收入占比超37%；

2) **酒鬼系列**：目前酒鬼系列库存仍较高(新红坛于去年十月开始发货，老红坛去年年底停货，目前处于新老产品替换阶段)，虽然由于老红坛价格较低，在一定程度上影响了新红坛的动销，但春节新红坛仍表现较好，产品升级后渠道利润增厚，经销商信心较足，打款较为积极；同时受益于需求强劲，春节期间老红坛从260元涨至300-350元左右，预计未来红坛省内、省内外价格将稳定在400/450元左右，而黄坛

评级 买入

上次评级 买入
 当前价格 ¥158.05

单季度业绩 元/股

单季度业绩	元/股
4Q/2019	0.36
1Q/2019	0.30
2Q/2020	0.27
3Q/2020	0.45



公司简介

公司是中国白酒行业中文化营销的开创者、文化酒的引领者、洞藏文化酒的首创者、馥郁香型工艺白酒的独创者，公司主营业务为生产、销售洞藏酒、内参酒、酒鬼酒、湘泉酒等系列白酒产品。

相关报告

《酒鬼酒深度报告：双引擎带动高质量发展，酒鬼酒改革红利持续释放》
 (20210123)

价格将逐步提至老红坛价位带以完成产品体系再梳理。考虑到去年酒鬼系列基数较低 (20Q1 收入下降 40%)，21Q1 收入增速预计超 250%；

3) 湘泉系列：作为香型入门培育系列，公司将继续提升湘泉品质，在稳量下逐步实现价格的提升，预计 21Q1 业绩较为稳健。

- **中粮协同效应不断显现，“十四五”目标显信心。**目前中粮集团已经将“酒鬼酒”作为集团五个重点发展的品牌之一，同时公司力争突破 30 亿、跨越 50 亿、争取迈向 100 亿的目标彰显信心。

看点一：高端酒持续扩容，内参酒有望延续超预期发展态势。行业因素：乘消费升级之风，未来 3 年高端白酒容量增长有望保持 8~10% 的复合增长，处于快速扩容期；内部因素：中粮入主后产品三大问题得以解决，18H1~20H1 内参酒收入 CAGR 达 65.4%，收入占比从 20% 提升至 39%，4 年内收入占比有望提升至 45%，内参酒凭借其拥有的四大竞争力实现高速发展——①文化内涵+圈层营销+文创新品打造内参强品牌力；②独特工艺叠加稀缺产能凸显内参稀缺性；③内参销售公司的成立为内参酒发展转折点，激发渠道活力；④省内外比例有望从 6:4 转变为 5:5，21 年卡位高端放量价格带上的内参酒有望实现业绩翻番目标。

看点二：酒鬼酒系列有望分享次高端酒发展红利，实现产品升级、顺价销售；湘泉系列将控量挺价，未来或将在光瓶酒及小酒市场有较优表现（湖南地区小酒市场持续繁荣）。

看点三：省内市占率将稳步提升，省外重点市场有望加速横向拓展。省内市场：湖南地区白酒市场容量约 300 亿元，其中全国名酒市占率达 74%，而酒鬼酒市占率尚不足 5%，相较于江苏、安徽、山西等省份市占率均高于 10% 的区域龙头酒企，公司省内市占率提升空间大；省外市场：省外重点战略市场发力，采取突出开发地级市、建立核心消费圈层策略来打造样板城市，空白地区加大招商力度，目前已初显成效，我们看好省外重点市场拓展速度。

□ 盈利预测及估值

预计公司 2020-2022 年公司收入增速分别为 20.8%、66.3%、32.6%；净利润增速分别为 64.1%、67.8%、37.4%；EPS 为 1.5、2.5、3.5 元/股；PE 分别为 104、62、45 倍。考虑到公司全年业绩确定性较强，当前估值具有性价比，维持买入评级。

- **催化剂：**白酒需求恢复超预期；内参动销持续向好。

- **风险提示：**海外疫情影响致国内二次爆发或防控升级，影响白酒整体动销恢复；国缘动销情况不及预期。

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	1511.9	1826.2	3037.6	4028.9
(+/-)	27.4%	20.8%	66.3%	32.6%
净利润	299.5	491.5	824.8	1133.5
(+/-)	34.5%	64.1%	67.8%	37.4%
每股收益 (元)	0.9	1.5	2.5	3.5
P/E	171.5	104.5	62.3	45.3

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2467	2572	3411	4624	营业收入	1512	1826	3038	4029
现金	1318	1033	1375	2202	营业成本	336	375	520	608
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	241	291	485	643
应收账款	204	272	489	605	营业费用	384	420	699	959
其它应收款	6	18	24	29	管理费用	147	146	243	322
预付账款	4	9	13	12	研发费用	10	12	20	26
存货	933	1039	1442	1686	财务费用	(11)	(66)	(13)	(22)
其他	1	201	67	90	资产减值损失	(18)	15	1	(5)
非流动资产	762	1175	1477	1562	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	11	21	17	17
长期投资	43	46	45	45	其他经营收益	2	2	2	2
固定资产	426	459	550	605	营业利润	400	657	1103	1516
无形资产	200	226	268	324	营业外收支	1	1	1	1
在建工程	1	321	496	477	利润总额	401	658	1104	1518
其他	92	122	118	111	所得税	101	166	279	384
资产总计	3229	3746	4888	6186	净利润	300	491	825	1134
流动负债	784	960	1455	1830	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	300	491	825	1134
应付款项	120	125	181	211	EBITDA	422.2	672.8	1124.4	1535.8
预收账款	207	260	414	557	EPS (最新摊薄)	0.9	1.5	2.5	3.5
其他	457	576	860	1062	主要财务比率				
非流动负债	14	10	11	12	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	14	10	11	12	营业收入	27.4%	20.8%	66.3%	32.6%
负债合计	798	970	1466	1842	营业利润	35.7%	64.2%	67.9%	37.5%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	34.5%	64.1%	67.8%	37.4%
归属母公司股东权	2430	2776	3422	4344	获利能力				
负债和股东权益	3229	3746	4888	6186	毛利率	77.8%	79.5%	82.9%	84.9%
					净利率	19.8%	26.9%	27.2%	28.1%
					ROE	13.0%	18.9%	26.6%	29.2%
					ROIC	11.7%	17.2%	23.7%	25.6%
					偿债能力				
					资产负债率	24.7%	25.9%	30.0%	29.8%
					净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					流动比率	3.1	2.7	2.3	2.5
					速动比率	2.0	1.6	1.4	1.6
					营运能力				
					总资产周转率	0.5	0.5	0.7	0.7
					应收帐款周转率	236.6	216.4	238.8	227.0
					应付帐款周转率	3.2	3.1	3.4	3.1
					每股指标(元)				
					每股收益	0.9	1.5	2.5	3.5
					每股经营现金	1.2	0.5	2.6	3.5
					每股净资产	7.5	8.5	10.5	13.4
					估值比率				
					P/E	171.5	104.5	62.3	45.3
					P/B	21.1	18.5	15.0	11.8
					EV/EBITDA	24.5	74.8	44.5	32.0

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及、或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和、或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>