

酒鬼酒 (000799)

证券研究报告

2021年04月26日

区域扩展延续高增长，馥郁国标开启新纪元

事件：酒鬼酒近期跟踪

一季度业绩超预期，内参酒鬼控货提价取得成效。公司2021Q1预计营业收入同比+190%，归母净利润同比+160%-181%。21年一季度公司业绩超预期增长，原因是2020Q1受疫情影响营收低基数，2021Q1逐渐恢复正常，内参、酒鬼口感得到认可，春节动销表现良好迎来业绩反弹。在价格方面，酒鬼系列，2020年公司多次对红坛、紫坛和黄坛相继提价和控货；内参系列，2020年及2021年初，公司对52度内参、42度内参以及52度内参（大师）分别上调战略价格。公司通过涨价控货提升产品结构高端化，对业绩提升有一定成效。

大力拓展大商优商，助力公司全国化进程 2018年底，公司成立了内参销售公司，通过厂商共建的形式独立运营。内参销售公司利用高效灵活的原则来吸引全国优商，解决经销商费用及时兑现的问题，为省外推进打基础。从公司经销商布局来看，未来公司也将实行内参系列“省内重点做，省外做重点”的打法，在重点省市区域深耕细作，寻找有实力的经销商合作开拓市场。酒鬼系列是公司重点产品，通过与经销商合作举办线下活动，让消费者更了解、认可产品。公司针对全国化扩张招兵买马，做好了准备。2021年力争实现全面布局空白市场，酒鬼酒与内参酒以湖南、河南、河北地区为主要开拓对象，同时涉足广东地区，有针对性地开展全国化。

馥郁香型国标落地，品牌价值更上一层楼 2021年3月，由酒鬼酒领头起草对馥郁香型白酒国家标准制定正式落地，成为中国白酒第十一大香型，标志着酒鬼酒以“中国馥郁香型白酒”为战略定位取得了重大突破，对酒鬼酒品牌价值提升具有强有力的加持。馥郁香型为前浓中清后酱，一口三香，终端消费者对口感的反馈很好。馥郁香型国标的确立，帮助酒鬼酒更明确地区别于酱香型和浓香型白酒，有利于公司在“内参酒价值研讨会”、“内参名人堂”、“馥郁会”等圈层营销活动中培养自己的消费群体，传播品牌价值。

十四五规划目标明确，未来长期发展可期 中粮酒业和酒鬼酒共同制定“十四五”销售目标，突破30亿、跨越50亿、迈向100亿。即使在疫情的影响下，2020年预计营收18.26亿元，同比+20.79%，归母净利润4.91亿元，同比+64.15%；其中2020Q4预计实现营业收入6.99亿元，同比+28.5%，归母净利润1.61亿元，同比+39.65%。我们认为，公司在稳价的基础上，未来的增长主要来自：销量的持续提升和产能的大幅提升。销量的增长依赖于全国化市场的拓展，大商优商的资源支持。目前年总产能约10000吨，产能的提升有望在三区一期工程竣工后将增产3000万吨。在稳价增量的背景下，未来公司业绩有望实现持续高增长

投资建议：考虑到2020年业绩超过我们之前的预期，我们将盈利预测由之前预计公司2020-2022年实现营收16.71/20.69/25.08亿元，实现归母净利润3.64/4.54/5.73亿元。上调为2020-2022年实现营收18.26/25.05/34.79亿元，同比增长20.79%/37.16%/38.89%，归母净利润4.9/5.6/8.3亿元，同比增长64.15%/13.6%/48.52%，EPS分别为1.51/1.72/2.55元/股，维持“增持”评级。

风险提示：销售不达预期，省内外竞争加剧，政策风险，食品安全风险等。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,186.88	1,511.90	1,826.17	2,504.71	3,478.90
增长率(%)	35.13	27.38	20.79	37.16	38.89
EBITDA(百万元)	321.65	474.42	689.08	786.49	1,152.77
净利润(百万元)	222.68	299.50	491.61	558.45	829.39
增长率(%)	26.45	34.50	64.15	13.60	48.52
EPS(元/股)	0.69	0.92	1.51	1.72	2.55
市盈率(P/E)	280.92	208.87	127.25	112.02	75.42
市净率(P/B)	28.70	25.74	22.23	19.25	16.05
市销率(P/S)	52.71	41.38	34.25	24.98	17.98
EV/EBITDA	12.58	21.58	88.43	77.34	52.27

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/饮料制造
6个月评级	增持（维持评级）
当前价格	192.52元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	324.93
流通A股股本(百万股)	324.93
A股总市值(百万元)	62,555.33
流通A股市值(百万元)	62,555.33
每股净资产(元)	8.30
资产负债率(%)	25.96
一年内最高/最低(元)	232.18/31.51

作者

刘畅 分析师
SAC执业证书编号：S1110520010001
liuc@tfzq.com

娄倩 分析师
SAC执业证书编号：S1110520100002
louqian@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《酒鬼酒-首次覆盖报告:营销改革持续深化，内参持续放量可期》2020-04-19
- 《酒鬼酒-公司深度研究:次高端白酒最后的遗珠——酒鬼酒基本面复苏确立》2017-03-07

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,006.57	1,317.91	1,455.01	1,572.99	2,159.01	营业收入	1,186.88	1,511.90	1,826.17	2,504.71	3,478.90
应收票据及应收账款	245.52	204.27	276.43	444.05	539.75	营业成本	251.21	336.37	385.33	483.93	619.51
预付账款	9.65	4.03	18.05	6.78	24.05	营业税金及附加	189.90	241.16	290.36	390.74	532.27
存货	821.50	932.94	1,057.91	1,415.48	1,682.05	营业费用	345.92	383.88	346.97	666.25	911.47
其他	11.25	7.68	27.12	15.59	38.84	管理费用	128.11	146.52	173.49	237.95	327.02
流动资产合计	2,094.50	2,466.82	2,834.52	3,454.89	4,443.70	研发费用	3.51	9.74	10.96	13.78	18.44
长期股权投资	45.45	43.30	37.30	39.30	42.30	财务费用	(10.97)	(10.53)	(12.69)	(13.86)	(17.08)
固定资产	478.58	426.22	416.11	496.11	563.70	资产减值损失	5.66	(18.21)	(0.97)	(4.51)	(7.90)
在建工程	17.24	0.74	83.36	63.05	15.09	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	95.73	199.69	202.44	214.49	230.68	投资净收益	18.26	11.19	21.44	16.96	16.53
其他	138.55	91.82	168.17	156.75	139.53	其他	(39.36)	11.84	(42.88)	(33.92)	(33.06)
非流动资产合计	775.55	761.76	907.37	969.70	991.29	营业利润	294.65	399.96	654.17	747.40	1,111.70
资产总计	2,870.05	3,228.58	3,741.89	4,424.59	5,434.99	营业外收入	4.31	2.33	2.35	3.00	2.56
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.28	1.34	0.80	0.81	0.98
应付票据及应付账款	88.59	120.49	93.58	189.33	174.47	利润总额	298.68	400.95	655.72	749.59	1,113.28
其他	591.80	663.67	824.41	974.43	1,352.33	所得税	76.00	101.45	164.11	191.15	283.89
流动负债合计	680.38	784.16	917.99	1,163.76	1,526.80	净利润	222.68	299.50	491.61	558.45	829.39
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	222.68	299.50	491.61	558.45	829.39
其他	10.04	13.97	9.99	11.33	11.77	每股收益(元)	0.69	0.92	1.51	1.72	2.55
非流动负债合计	10.04	13.97	9.99	11.33	11.77						
负债合计	690.42	798.13	927.98	1,175.10	1,538.57	主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
股本	324.93	324.93	324.93	324.93	324.93	营业收入	35.13%	27.38%	20.79%	37.16%	38.89%
资本公积	1,161.26	1,161.26	1,161.26	1,161.26	1,161.26	营业利润	28.56%	35.74%	63.56%	14.25%	48.74%
留存收益	1,854.70	2,105.53	2,488.98	2,924.57	3,571.50	归属于母公司净利润	26.45%	34.50%	64.15%	13.60%	48.52%
其他	(1,161.26)	(1,161.26)	(1,161.26)	(1,161.26)	(1,161.26)	获利能力					
股东权益合计	2,179.63	2,430.45	2,813.91	3,249.50	3,896.42	毛利率	78.83%	77.75%	78.90%	80.68%	82.19%
负债和股东权益总计	2,870.05	3,228.58	3,741.89	4,424.59	5,434.99	净利率	18.76%	19.81%	26.92%	22.30%	23.84%
						ROE	10.22%	12.32%	17.47%	17.19%	21.29%
						ROIC	13.85%	28.12%	47.12%	45.67%	53.52%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	资产负债率	24.06%	24.72%	24.80%	26.56%	28.31%
净利润	222.68	299.50	491.61	558.45	829.39	净负债率	-46.18%	-54.22%	-51.71%	-48.41%	-55.41%
折旧摊销	37.31	41.04	47.61	52.94	58.15	流动比率	3.08	3.15	3.09	2.97	2.91
财务费用	(0.00)	(0.00)	(12.69)	(13.86)	(17.08)	速动比率	1.87	1.96	1.94	1.75	1.81
投资损失	(18.26)	(11.19)	(21.44)	(16.96)	(16.53)	营运能力					
营运资金变动	582.50	121.60	(171.20)	(245.71)	(24.91)	应收账款周转率	6.62	6.72	7.60	6.95	7.07
其它	(611.97)	(69.03)	0.00	(0.00)	(0.00)	存货周转率	1.48	1.72	1.83	2.03	2.25
经营活动现金流	212.26	381.91	333.89	334.86	829.02	总资产周转率	0.44	0.50	0.52	0.61	0.71
资本支出	117.11	70.04	126.84	123.35	93.53	每股指标(元)					
长期投资	(4.42)	(2.16)	(6.00)	2.00	3.00	每股收益	0.69	0.92	1.51	1.72	2.55
其他	(10.38)	310.25	(222.16)	(233.23)	(174.14)	每股经营现金流	0.65	1.18	1.03	1.03	2.55
投资活动现金流	102.32	378.14	(101.32)	(107.88)	(77.61)	每股净资产	6.71	7.48	8.66	10.00	11.99
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率					
股权融资	10.97	10.53	12.69	13.86	17.08	市盈率	280.92	208.87	127.25	112.02	75.42
其他	(59.69)	(59.24)	(108.15)	(122.86)	(182.47)	市净率	28.70	25.74	22.23	19.25	16.05
筹资活动现金流	(48.72)	(48.71)	(95.46)	(109.00)	(165.39)	EV/EBITDA	12.58	21.58	88.43	77.34	52.27
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	14.23	23.63	95.00	82.93	55.05
现金净增加额	265.85	711.34	137.10	117.98	586.03						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com