

酒鬼酒(000799)

点评报告

行业公司研究—食品饮料

证券研究报告

# 内参表现优异，迎创新突破年

## ——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 年及 2021Q1 业绩公告，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 公司收入为 9.08 亿元 (+190.36%)，归母净利润为 2.68 亿元 (+178.85%)，业绩表现超预期。

### 投资要点

#### 2020 年内参系列收入高增，为核心发展力

2020 年公司收入及归母净利润分别增长 20.79%、64.15%，其中利润基本符合此前预告。产品端来看，2020 年内参、酒鬼酒、湘泉系列收入分别为 5.72、10.14、1.57 亿，占比 31.34%、55.50%、8.61%，分别同比变动+72.88%、+0.82%、+5.53%，其中内参系列销售口径实现收入翻番目标，其报表收入占比较去年同期提升 9.44 个百分点至 31.34%，毛利率从 89.89%提升至 92.41%，为公司核心发展力；由于酒鬼酒处于调整期，收入占比有所下降；湘泉系列收入小幅微增。具体单品来看，52 度内参酒、红坛酒鬼、传承酒鬼销售占比分别提升到 26%、12%和 7%。市场方面，省内基本实现扁平化，湖南县级市场覆盖率由年初 48.3%提至 73.6%；省外核心终端网点增长 73%至 8347 家；全国省会级城市覆盖率达 97%，地级城市覆盖率由年初的 56%提高到了年末的 62%。

#### 2020 年公司盈利能力稳步提升，预收款环比增长

2020 年公司毛利率较去年同期提升 1.12 个百分点至 78.87%，利润端略超预期主因：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；费用率方面，公司销售费用率较去年同期下降 2.19 个百分点至 23.20%（运输费用划转至成本端）、管理费用率较去年同期下降 1.76 个百分点至 8.57%；预收款方面，2020 年公司合同负债为 7.19 亿元，环比增加 3.87 亿元；现金流方面，2020 年公司经营性现金流净额为 9.50 亿元，较去年同期增长 148.79%。

#### 开门红表现优异，2021Q1 业绩表现超预期

2021Q1 公司收入及归母净利润增速分别为 190.36%、178.85%，业绩超此前市场预期，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。

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；费用率方面，公司销售费用率较去年同期下降 1.69 个百分点至 22.17%（会计准则变化）、管理费用率较去年同期下降 3.80 个百分点至 3.49%；预收款方

### 评级 买入

上次评级 买入  
当前价格 ¥194.20

### 单季度业绩 元/股

单季度业绩	元/股
2Q/2020	0.27
3Q/2020	0.45
4Q/2020	0.49
1Q/2021	0.82



### 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

《酒鬼酒业绩点评：内参占比稳提升，业绩表现超预期》（20210401）

《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）

面, 21Q1 公司合同负债为 5.80 亿元, 环比下降 1.39 亿元; 现金流方面, 21Q1 年公司经营性现金流净额为 1.95 亿元, 较去年同期增长 508.32%。

#### □ 21Q1 内参表现优秀, 酒鬼酒价格保持稳健

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。

□ **“十四五”目标显信心, 内参目标翻番保障业绩。** 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。考虑到: 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; 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; 省内市占率将稳步提升, 省外重点市场有望加速横向拓展, 我们认为酒鬼酒将继续实现高质量增长。

#### □ 盈利预测及估值

预计公司 2021-2023 年公司收入增速分别为 65.2%、33.9%、29.2%; 净利润增速分别为 62.1%、36.4%、32.3%; EPS 为 2.5、3.3、4.4 元/股; PE 分别为 80、58、44 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; 机缘动销情况不及预期。

#### 财务摘要

(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	1826.2	3017.5	4040.9	5222.0
(+/-)	20.8%	65.2%	33.9%	29.2%
净利润	491.6	796.8	1087.1	1438.6
(+/-)	64.1%	62.1%	36.4%	32.3%
每股收益 (元)	1.5	2.5	3.3	4.4
P/E	128.4	79.2	58.0	43.9



## 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>