

酒鬼酒 (000799)

证券研究报告

2021年04月28日

高增势头有增无减，内参花开引领馥郁飘香

事件:

公司公布 2020 年报及 2021 年一季报业绩。2020 年公司实现营业收入 18.26 亿元，同比增长 20.79%；实现归母净利润 4.92 亿元，同比增长 64.15%。2021Q1 实现营业收入 9.08 亿元，同比增长 190.36%；实现归母净利润 2.68 亿元，同比增长 178.85%

2020 年业绩增长靓丽，产品结构优化升级，全国化布局初见成效

产品结构化增长可观 内参系列增长迅猛，2020 年实现收入 5.72 亿元，同比 +72.88%，占比 31.34%；酒鬼系列稳定发展，2020 年实现收入 10.14 亿元，同比 +0.82%，占比 55.50%；湘泉系列不疾不徐，2020 年实现收入 1.57 亿元，同比 +5.53%，占比 8.61%。52 度内参酒、红坛酒鬼、传承酒鬼销售占比已分别提升到 26%、12% 和 7%，产品结构持续优化升级，战略大单品已具备雏形。

渠道网格化覆盖迅猛 2020 年加速开拓巩固市场，依靠模式创新、一地一策实现客户快速布局，促进全国招商布局，大力推进厂商一体、共建共享，结成了紧密的厂商命运共同体。湖南县级市场覆盖率提升至 73.6%，全国省会级城市覆盖率达 97%，地级城市覆盖率达到 62%，省外市场核心终端网点达到 8347 家，同比增长 73%。构建并优化专卖店体系，酒鬼专卖店达到了 176 家，内参专卖店达到了 88 家。

我们认为，酒鬼系列稳定发展之余，受益于消费升级和团购资源的内参酒增长是公司业绩向好的主要原因。

盈利能力提升显著，品牌势能持续拉升 2020 年公司毛利率为 32.99%，同比提升 6.22pct，净利率为 26.92%，同比提升 7.11pct。2020 年销售费用率为 23.20%，公司明确了品牌建设年度战略目标，聚焦“聚势（聚品牌高度，聚品牌氛围）”“造事（事件营销）”“拓市（消费者促销活动，品鉴会）”三个方向，提升品牌价值。

引领“馥郁新国标”，十四五赢得开门红，未来值得期待 公司提出十四五目标：“突破 30 亿、跨越 50 亿、迈向 100 亿”，表明公司积极进取，实现突破发展的决心和动力。公司稳步推进“内参酒”提价扩容、“酒鬼酒”稳价增量、“湘泉酒”提价限量三大核心策略，以内参酒为主要抓手，充分享受高端和次高端扩容的红利，实现快速发展。同时，公司积极推动“馥郁香型白酒”国家标准发布进程，打造中国馥郁香型白酒特色产区，充分发挥馥郁香这一独特香型的优势。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 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 2021 年一季报表现亮眼，我们将盈利预测由之前预计公司 2020-2022 年实现营收 18.26/25.05/34.79 亿元，归母净利润 4.9/5.6/8.3 亿元，上调为 2021-2023 年收入 27.03/35.14/43.92 亿元，同比 +48%/30%/25%，归母净利润 7.37/10.32/13.42 亿元，同比 +50%/40%/30%，EPS 分别为 2.27/3.18/4.13 元/股，上调至“买入”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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,511.90	1,826.17	2,702.73	3,513.55	4,391.94
增长率(%)	27.38	20.79	48.00	30.00	25.00
EBITDA(百万元)	474.42	626.54	971.57	1,371.51	1,770.76
净利润(百万元)	299.50	491.61	737.41	1,032.37	1,342.03
增长率(%)	34.50	64.15	50.00	40.00	30.00
EPS(元/股)	0.92	1.51	2.27	3.18	4.13
市盈率(P/E)	210.69	128.36	85.57	61.12	47.02
市净率(P/B)	25.96	22.09	18.38	14.89	11.94
市销率(P/S)	41.74	34.55	23.35	17.96	14.37
EV/EBITDA	21.58	77.59	62.65	44.12	33.43

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	买入 (调高评级)
当前价格	194.2 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)	63,101.21
流通 A 股市值(百万元)	63,101.21
每股净资产(元)	9.62
资产负债率(%)	31.23
一年内最高/最低(元)	232.18/31.56

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-公司点评:区域扩展延续高速增长，馥郁国标开启新纪元》 2021-04-26
- 《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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,317.91	2,153.61	2,102.07	2,479.63	3,787.37
应收票据及应收账款	204.27	391.17	442.87	648.85	735.15
预付账款	4.03	11.06	12.67	13.26	16.63
存货	932.94	1,027.05	1,681.86	1,498.20	2,059.64
其他	7.68	6.71	29.36	8.08	37.38
流动资产合计	2,466.82	3,589.60	4,268.83	4,648.02	6,636.17
长期股权投资	43.30	41.80	35.80	37.80	40.80
固定资产	426.22	399.94	401.89	494.82	574.14
在建工程	0.74	24.32	106.94	86.63	38.67
无形资产	199.69	195.24	198.89	211.91	229.17
其他	91.82	86.11	134.95	110.45	111.11
非流动资产合计	761.76	747.41	878.47	941.62	993.90
资产总计	3,228.58	4,337.01	5,147.30	5,589.63	7,630.06
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	120.49	157.55	133.73	259.85	192.88
其他	663.67	1,307.57	1,568.33	1,078.34	2,138.99
流动负债合计	784.16	1,465.12	1,702.06	1,338.19	2,331.86
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	13.97	14.77	12.92	13.89	13.86
非流动负债合计	13.97	14.77	12.92	13.89	13.86
负债合计	798.13	1,479.89	1,714.99	1,352.08	2,345.72
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	324.93	324.93	324.93	324.93	324.93
资本公积	1,161.26	1,161.26	1,161.26	1,161.26	1,161.26
留存收益	2,105.53	2,532.20	3,107.38	3,912.63	4,959.41
其他	(1,161.26)	(1,161.26)	(1,161.26)	(1,161.26)	(1,161.26)
股东权益合计	2,430.45	2,857.13	3,432.31	4,237.56	5,284.34
负债和股东权益总计	3,228.58	4,337.01	5,147.30	5,589.63	7,630.06

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	299.50	491.61	737.41	1,032.37	1,342.03
折旧摊销	41.04	42.74	42.71	48.32	53.75
财务费用	(0.00)	0.00	(35.39)	(38.10)	(52.11)
投资损失	(11.19)	1.87	(9.19)	(6.17)	(4.50)
营运资金变动	121.60	1,271.86	(538.60)	(341.89)	309.75
其它	(69.03)	(857.93)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	381.91	950.15	196.94	694.53	1,648.92
资本支出	70.04	33.31	132.77	133.01	102.39
长期投资	(2.16)	(1.49)	(6.00)	2.00	3.00
其他	310.25	(81.34)	(248.40)	(262.97)	(203.44)
投资活动现金流	378.14	(49.52)	(121.63)	(127.95)	(98.05)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	10.53	27.64	35.39	38.10	52.11
其他	(59.24)	(92.57)	(162.23)	(227.12)	(295.25)
筹资活动现金流	(48.71)	(64.94)	(126.84)	(189.02)	(243.13)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	711.34	835.70	(51.53)	377.55	1,307.74

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,511.90	1,826.17	2,702.73	3,513.55	4,391.94
营业成本	336.37	385.86	524.31	622.18	711.57
营业税金及附加	241.16	285.30	429.73	548.11	671.97
营业费用	383.88	423.61	557.24	677.09	842.27
管理费用	146.52	145.71	256.55	336.21	432.80
研发费用	9.74	10.82	16.22	19.32	23.28
财务费用	(10.53)	(27.64)	(35.39)	(38.10)	(52.11)
资产减值损失	(18.21)	0.02	(0.97)	(6.39)	(2.45)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	11.19	(1.87)	9.19	6.17	4.50
其他	11.84	2.53	(18.39)	(12.34)	(9.00)
营业利润	399.96	601.82	964.24	1,361.29	1,769.12
营业外收入	2.33	60.18	22.27	28.26	36.90
营业外支出	1.34	7.17	2.93	3.81	4.64
利润总额	400.95	654.83	983.58	1,385.73	1,801.38
所得税	101.45	163.22	246.17	353.36	459.35
净利润	299.50	491.61	737.41	1,032.37	1,342.03
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	299.50	491.61	737.41	1,032.37	1,342.03
每股收益(元)	0.92	1.51	2.27	3.18	4.13

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	27.38%	20.79%	48.00%	30.00%	25.00%
营业利润	35.74%	50.47%	60.22%	41.18%	29.96%
归属于母公司净利润	34.50%	64.15%	50.00%	40.00%	30.00%
获利能力					
毛利率	77.75%	78.87%	80.60%	82.29%	83.80%
净利率	19.81%	26.92%	27.28%	29.38%	30.56%
ROE	12.32%	17.21%	21.48%	24.36%	25.40%
ROIC	28.12%	42.23%	112.79%	82.06%	77.46%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	24.72%	34.12%	33.32%	24.19%	30.74%
净负债率	-54.22%	-75.38%	-61.24%	-58.52%	-71.67%
流动比率	3.15	2.45	2.51	3.47	2.85
速动比率	1.96	1.75	1.52	2.35	1.96
营运能力					
应收账款周转率	6.72	6.13	6.48	6.44	6.35
存货周转率	1.72	1.86	2.00	2.21	2.47
总资产周转率	0.50	0.48	0.57	0.65	0.66
每股指标(元)					
每股收益	0.92	1.51	2.27	3.18	4.13
每股经营现金流	1.18	2.92	0.61	2.14	5.07
每股净资产	7.48	8.79	10.56	13.04	16.26
估值比率					
市盈率	210.69	128.36	85.57	61.12	47.02
市净率	25.96	22.09	18.38	14.89	11.94
EV/EBITDA	21.58	77.59	62.65	44.12	33.43
EV/EBIT	23.63	83.27	65.53	45.73	34.48

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 3 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 10 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-50165671 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com