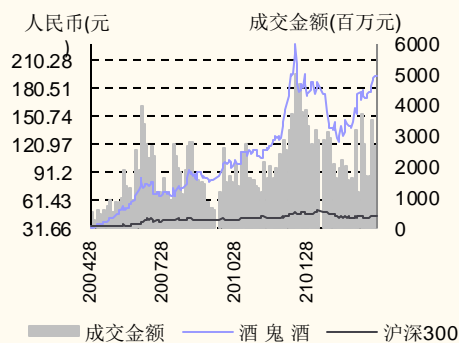


市场价格 (人民币): 194.20 元

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)	631.01
年内股价最高最低(元)	228.38/31.66
沪深 300 指数	5091
深证成指	14264



相关报告

- 1.《Q3 业绩预增超预期, 内外部改革持续深化-酒鬼酒业绩预增点评》, 2020.10.14
- 2.《Q2 业绩基本符合预期, 内参放量延续-酒鬼酒中报点评》, 2020.8.27

Q1 业绩超预期, 内外部改革加速深化

公司基本情况(人民币)

项目	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	1,512	1,826	2,924	4,100	5,435
营业总收入增长率	27.38%	20.79%	60%	40%	33%
归母净利润(百万元)	299	492	852	1,321	1,908
归母净利润增长率	34.50%	64.15%	73.4%	54.9%	44.5%
摊薄每股收益(元)	0.92	1.51	2.62	4.06	5.87
每股经营性现金流净额	1.06	2.92	2.85	4.97	6.14
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.32%	17.21%	23.49%	27.31%	28.92%
P/E	38.89	103.44	74.04	47.79	33.08
P/B	4.79	17.80	17.39	13.05	9.57

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司于 4 月 27 日发布年报和一季报, 20 年营收 18.26 亿元, 同比+20.79%; 归母净利 4.92 亿元, 同比+64.15%; 其中 20Q4 营收 6.99 亿元, 同比+28.50%; 归母净利 1.61 亿元, 同比+39.26%。21Q1 营收 9.08 亿元, 同比+190.36%; 归母净利 2.68 亿元, 同比+178.85%, 业绩超预期。

经营分析

- 20 年完美收官, 内参高增释放利润弹性。20 年收入同比+20.79%, 略超预期。分产品看, 20 年内参/酒鬼/湘泉系列收入分别为 5.72/10.14/1.57 亿元, 同比+72.88%/+0.82%/+5.53%, 次高端酒鬼受疫情影响偏重, 内参持续放量带动收入占比从 19 年的 22%提升至 20 年的 31%。20 年内参/酒鬼/湘泉系列销量为 564/3207/4192 吨, 吨价为 127.7/27.9/3.9 万元。20 年净利率同比+7.11pcts, 其中毛利率同比+1.12pcts (内参/酒鬼同比+2.52/-0.98pct), 主要受益于产品结构改善; 销售费用率同比-2.19pcts, 主要系疫情制约广告宣传、市场服务费用投放, 叠加会计政策调整影响; 管理费用率同比-1.71pcts, 营业税金及附加占比同比-0.33pct, 诉讼赔偿款使税后非经常性损益增加 0.53 亿元。
- 21Q1 业绩超预期, 酒鬼内参双双高增。21Q1 收入同增 190.36%, 预计内参翻倍增长, 酒鬼增速更快。21Q1 毛利率同比-6pcts, 主要系 20Q1 酒鬼系列受疫情影响下滑 50%, 内参较早完成打款发货, 产品结构异常导致毛利率基数偏高, 21Q1 酒鬼需求恢复使毛利率下行。21Q1 销售/管理费用率同比-1.69/-3.83pcts, 营业税金及附加占比同比-0.21pct, 传导至净利率同比-1.22pcts。
- 十四五昂扬向前, 静待“内参全国化+酒鬼改革红利兑现”。①内参: 当前批价持续上行至 950 元, 省内库存 1 个月以内, 渠道推力充足。21 年省外招商进程提速, 目标实现地级市全覆盖, 京津冀、河南、广东等省外重点市场持续发力, 全年翻倍增长可期。②酒鬼: 红坛继续深化产品改革 (收入占比 30%+), 老红坛停货, 批价从 200 多挺至 300 多, 终端成交价 350, 剩余库存 2 个月以内。我们预计, 新红坛有望在 21H2 开始放量, 酒鬼系列或将实现全年 30%以上的增长。③十四五公司规划收入突破 30 亿, 跨越 50 亿, 迈向 100 亿。中长期, 内参全国化有望使省外收入占比提升至 50%, 酒鬼改革成效凸显, 内参酒鬼双支柱增长可期。

盈利预测

- 我们长期看好内参全国化带来的利润改善, 期待酒鬼升级后的放量。考虑公司业绩的超预期表现和改革进展, 我们对上次预测的 21-22 年归母净利润分别调整+25%/+48%, 预计 21-23 年收入增速为 60%/40%/33%, 归母净利润增速为 73.4%/54.9%/44.5%, 对应 PE 为 74/48/33 倍, 维持买入评级。

风险提示

- 宏观经济下行; 酒鬼系列改革不及预期; 区域市场竞争加剧风险; 食品安全风险。

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)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	1,187	1,512	1,826	2,924	4,100	5,435
增长率		27.4%	20.8%	60.1%	40.2%	32.6%
主营业务成本	-251	-336	-386	-456	-484	-460
%销售收入	21.2%	22.2%	21.1%	15.6%	11.8%	8.5%
毛利	936	1,176	1,440	2,468	3,616	4,975
%销售收入	78.8%	77.8%	78.9%	84.4%	88.2%	91.5%
营业税金及附加	-190	-241	-285	-450	-627	-826
%销售收入	16.0%	16.0%	15.6%	15.4%	15.3%	15.2%
销售费用	-346	-384	-424	-684	-963	-1,266
%销售收入	29.1%	25.4%	23.2%	23.4%	23.5%	23.3%
管理费用	-128	-147	-146	-234	-324	-424
%销售收入	10.8%	9.7%	8.0%	8.0%	7.9%	7.8%
研发费用	-4	-10	-11	-17	-23	-27
%销售收入	0.3%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%
息税前利润 (EBIT)	268	394	575	1,082	1,679	2,431
%销售收入	22.6%	26.1%	31.5%	37.0%	41.0%	44.7%
财务费用	11	11	28	45	62	86
%销售收入	-0.9%	-0.7%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.6%
资产减值损失	-6	18	2	-1	4	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	18	11	-2	8	13	17
%税前利润	6.1%	2.8%	n.a	0.7%	0.7%	0.7%
营业利润	295	400	602	1,134	1,757	2,536
营业利润率	24.8%	26.5%	33.0%	38.8%	42.9%	46.6%
营业外收支	4	1	53	1	1	1
税前利润	299	401	655	1,135	1,758	2,537
利润率	25.2%	26.5%	35.9%	38.8%	42.9%	46.7%
所得税	-76	-101	-163	-283	-438	-629
所得税率	25.4%	25.3%	24.9%	24.9%	24.9%	24.8%
净利润	223	299	492	852	1,321	1,908
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	223	299	492	852	1,321	1,908
净利率	18.8%	19.8%	26.9%	29.1%	32.2%	35.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	223	299	492	852	1,321	1,908
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	43	23	43	37	42	49
非经营收益	-11	-2	6	-10	-14	-18
营运资金变动	-42	25	408	47	266	58
经营活动现金净流	212	346	948	926	1,615	1,996
资本开支	-120	-35	-50	-142	-389	-328
投资	200	400	0	-6	-5	-5
其他	23	13	0	8	13	17
投资活动现金净流	102	378	-50	-140	-381	-316
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	8	0
其他	-49	-49	-65	-81	-114	-146
筹资活动现金净流	-49	-49	-65	-81	-105	-146
现金净流量	266	675	834	705	1,128	1,534

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,007	1,318	2,154	2,859	3,987	5,521
应收账款	257	211	398	465	627	833
存货	822	933	1,027	1,162	1,219	1,236
其他流动资产	10	5	11	10	10	9
流动资产	2,095	2,467	3,590	4,496	5,844	7,599
%总资产	73.0%	76.4%	82.8%	84.0%	82.8%	83.5%
长期投资	45	101	103	116	116	120
固定资产	496	427	424	511	842	1,098
%总资产	17.3%	13.2%	9.8%	9.5%	11.9%	12.1%
无形资产	96	200	195	207	229	255
非流动资产	776	762	747	859	1,212	1,498
%总资产	27.0%	23.6%	17.2%	16.0%	17.2%	16.5%
资产总计	2,870	3,229	4,337	5,355	7,056	9,097
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	356	418	453	602	734	827
其他流动负债	325	366	1,012	1,111	1,465	1,652
流动负债	680	784	1,465	1,713	2,199	2,479
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	10	14	15	14	22	22
负债	690	798	1,480	1,727	2,221	2,501
普通股股东权益	2,180	2,430	2,857	3,628	4,835	6,596
其中：股本	325	325	325	325	325	325
未分配利润	467	710	1,137	1,908	3,115	4,876
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,870	3,229	4,337	5,355	7,056	9,097

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.69	0.92	1.51	2.62	4.06	5.87
每股净资产	6.71	7.48	8.79	11.17	14.88	20.30
每股经营现金净流	0.65	1.06	2.92	2.85	4.97	6.14
每股股利	0.11	0.15	0.20	0.25	0.35	0.45
回报率						
净资产收益率	10.22%	12.32%	17.21%	23.49%	27.31%	28.92%
总资产收益率	7.76%	9.28%	11.34%	15.91%	18.71%	20.97%
投入资本收益率	9.16%	12.08%	15.06%	22.35%	26.04%	27.68%
增长率						
主营业务收入增长率	35.13%	27.38%	20.79%	60.12%	40.21%	32.57%
EBIT 增长率	22.04%	46.98%	45.81%	88.25%	55.14%	44.81%
净利润增长率	26.45%	34.50%	64.15%	73.36%	54.94%	44.45%
总资产增长率	12.92%	12.49%	34.33%	23.48%	31.76%	28.93%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.9	1.5	1.0	1.2	0.9	1.1
存货周转天数	1,162.2	951.9	927.0	930.0	920.0	980.0
应付账款周转天数	102.7	113.2	131.3	125.0	120.0	120.0
固定资产周转天数	147.2	102.9	79.9	54.5	41.7	35.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-46.18%	-54.22%	-75.38%	-78.80%	-82.47%	-83.70%
EBIT 利息保障倍数	-24.5	-37.4	-20.8	-24.0	-27.2	-28.4
资产负债率	24.06%	24.72%	34.12%	32.25%	31.48%	27.49%

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

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402