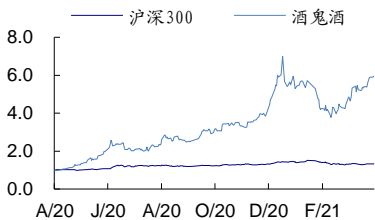


证券研究报告—动态报告
食品饮料
饮料
酒鬼酒(000799)
买入
2020 年年报及 2021 年一季报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 28 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	325/325
总市值/流通(百万元)	63,101/63,101
上证综指/深圳成指	3,443/14,264
12 个月最高/最低(元)	232.18/31.51

相关研究报告:

《酒鬼酒-000799-重大事件快评: 2021Q1 业绩大超预期, 省内复兴与加速全国化保障高增长》——2021-04-02

《酒鬼酒-000799-重大事件快评: 甜蜜素事件引市场关注, 无忧行业中长期发展》——2019-12-23

《酒鬼酒-000799-2019 年三季报: 无忧短期因素, 结构持续优化》——2019-10-18

《酒鬼酒-000799-2019 年中报: 业绩符合预期, 内参持续发力》——2019-08-21

《酒鬼酒-000799-重大事件快评: 淡季不淡, 内参表现亮眼》——2019-07-09

证券分析师: 陈青青

电话: 0755-22940855
 E-MAIL: chenqingq@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520110001

证券分析师: 熊鹏

电话: 021-60875164
 E-MAIL: xiongpeng@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520080002

联系人: 李依琳

电话: 010-88005029
 E-MAIL: liyilin1@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
内参增长迅猛, 业绩弹性持续释放
● 内参酒鬼双高增支撑收入利润高弹性

公司公布 20 年及 21Q1 业绩, 20 年实现营收 18.26 亿元 (+20.79%), 归母净利润 4.92 亿元 (+64.15%); 20Q4 营收 6.99 亿元 (+28.50%), 归母净利润 1.61 亿元 (+39.26%); 21Q1 营收 9.08 亿元 (+190.36%), 归母净利润 2.68 亿元 (+178.85%), 近此前业绩预告上限, 符合预期。收入利润高弹性主要受益内参与酒鬼双高增拉升毛利率, 预计 21Q1 内参/酒鬼收入增速约 100%/+200~300%。21Q1 经营现金流 9.50 亿元 (+148.79%), 合同负债 5.81 亿元 (+258.55%), 渠道打款动销积极。

● 内参势头不减, 酒鬼修复增长, 品牌建设和渠道精耕显成效

20 年内参系列收入 5.72 亿元 (+72.88%), 占比 31.34% (+9.44pct), 毛利率 92.41% (+2.52pct) 尤为突出; 酒鬼系列收入 10.14 亿元 (+0.82%), 湘泉系列收入 1.57 亿元 (+5.53%), 52 度内参、红坛酒鬼、传承酒鬼销售占比达 26%/12%/7%, 内参快速放量势头不减, 酒鬼修复性增长显现, 三大战略单品具雏形, 产品主线不断清晰(麻袋瓶包销类产品开发已叫停)。省内外渠道变革推动市场布局不断优化, 20 年省内县级市场覆盖率由年初 48.3% 升至 73.6%, 扁平化基本实现; 省外核心终端网点达 8347 家, 同比+73%; 经销商数量增加 235 家。

● 内参放量和酒鬼复兴逻辑继续演绎, 业绩确定性和高弹性兼具

21 年公司将实施“1379”发展战略, 延续内参“稳价增量”、酒鬼“价量齐升”的战略思路, 继续推进产品提价控盘和全国化招商布局, 打造优商体系和样板市场。据渠道反馈, 当前内参回款和动销持续积极, 省内内参回款进度约 70%+, 全年内参系列收入或实现翻倍增长。同时省外扩张成效初显, 21 年京津冀、河南等重点市场销售额有望破亿元。

● 风险提示: 宏观经济风险, 内参全国化推广不及预期。
● 投资建议: 维持“买入”评级

考虑内参品牌势能增强支撑持续放量, 我们上调此前盈利预测, 预计公司 2021-2023 年归母净利润为 8.18/10.90/14.01 亿元, 摊薄 EPS=2.52/3.36/4.31 元, 当前股价对应 PE=77/58/45x, 维持买入评级。

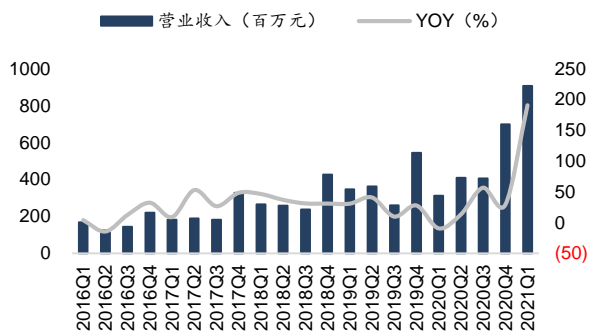
盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,512	1,826	2,835	3,687	4,577
(+/--%)	27.4%	20.8%	55.3%	30.1%	24.1%
净利润(百万元)	299	492	818	1090	1401
(+/--%)	34.5%	64.1%	66.4%	33.3%	28.4%
摊薄每股收益(元)	0.92	1.51	2.52	3.36	4.31
EBIT Margin	26.7%	32.1%	34.9%	38.2%	39.9%
净资产收益率(ROE)	12.3%	17.2%	22.9%	24.2%	24.4%
市盈率(PE)	210.7	128.4	77.1	57.9	45.1
EV/EBITDA	143.6	102.8	62.3	44.6	34.9
市净率(PB)	25.96	22.09	17.69	13.98	11.01

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

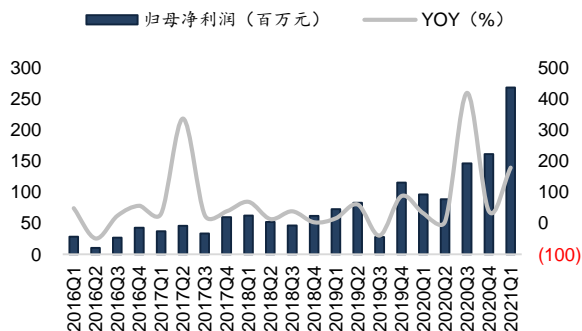
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1：酒鬼酒分季度营业收入及同比



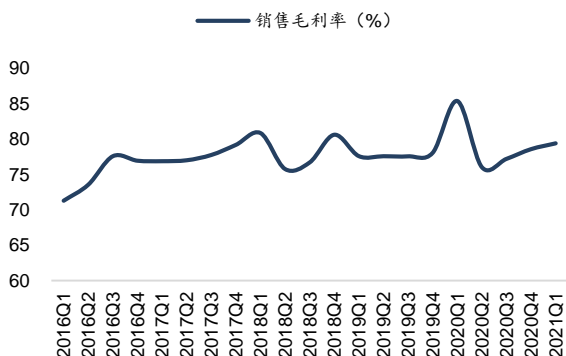
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：酒鬼酒分季度归母净利润及同比



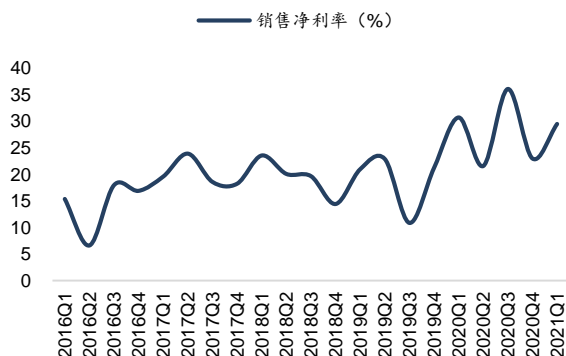
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：酒鬼酒分季度销售毛利率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：酒鬼酒分季度销售净利率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表 1：可比公司估值表（截至 2021 年 4 月 27 日）

股票代码	简称	PE (TTM)	总市值(亿元)	EPS			PE			评级
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
000596.SZ	古井贡酒	65.21	1,234.73	4.17	4.17	5.32	58.80	58.80	46.09	买入
603589.SH	口子窖	28.11	362.16	2.87	2.30	2.78	21.03	26.24	21.71	买入
002304.SZ	洋河股份	34.51	2,580.26	4.90	4.98	5.62	34.95	34.38	30.47	买入
603369.SH	今世缘	41.98	657.86	1.16	1.25	1.51	45.12	41.99	34.73	买入
600779.SH	水井坊	72.58	530.83	1.69	1.50	2.18	64.24	72.59	49.85	买入
	平均	48.48	1,073.17	2.96	2.84	3.48	44.83	46.80	36.57	
000799.SZ	酒鬼酒	128.36	631.01	0.92	1.51	2.52	210.70	128.35	77.06	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	2154	2407	3227	4274	营业收入	1826	2835	3687	4577
应收款项	398	542	705	875	营业成本	386	501	582	700
存货净额	1027	1610	1985	2438	营业税金及附加	285	443	576	715
其他流动资产	11	17	19	26	销售费用	424	680	848	1007
流动资产合计	3590	4576	5935	7614	管理费用	146	220	273	328
固定资产	424	440	461	475	财务费用	(28)	(13)	(11)	(11)
无形资产及其他	195	187	180	172	投资收益	(2)	9	6	4
投资性房地产	86	86	86	86	资产减值及公允价值变动	(0)	4	7	4
长期股权投资	42	39	37	35	其他收入	(10)	53	0	0
资产总计	4337	5329	6699	8381	营业利润	602	1070	1433	1846
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	53	19	19	19
应付款项	158	207	259	324	利润总额	655	1089	1452	1866
其他流动负债	1308	1538	1906	2307	所得税费用	163	272	362	465
流动负债合计	1465	1745	2165	2630	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	492	818	1090	1401
其他长期负债	15	18	20	22					
长期负债合计	15	18	20	22	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1480	1762	2186	2652	净利润	492	818	1090	1401
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	(16)	0	0	0
股东权益	2857	3567	4513	5729	折旧摊销	43	50	55	58
负债和股东权益总计	4337	5329	6699	8381	公允价值变动损失	0	(4)	(7)	(4)
					财务费用	(28)	(13)	(11)	(11)
关键财务与估值指标					营运资本变动	385	(451)	(116)	(164)
	2020	2021E	2022E	2023E	其它	16	(0)	(0)	(0)
每股收益	1.51	2.52	3.36	4.31	经营活动现金流	919	413	1022	1291
每股红利	0.20	0.33	0.44	0.57	资本开支	(18)	(55)	(60)	(60)
每股净资产	8.79	10.98	13.89	17.63	其它投资现金流	0	0	0	0
ROIC	17%	25%	32%	39%	投资活动现金流	(17)	(52)	(58)	(58)
ROE	17%	23%	24%	24%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	79%	82%	84%	85%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	32%	35%	38%	40%	支付股利、利息	(65)	(108)	(144)	(185)
EBITDA Margin	34%	37%	40%	41%	其它融资现金流	63	0	0	0
收入增长	21%	55%	30%	24%	融资活动现金流	(67)	(108)	(144)	(185)
净利润增长率	64%	66%	33%	28%	现金净变动	836	253	820	1048
资产负债率	34%	33%	33%	32%	货币资金的期初余额	1318	2154	2407	3227
息率	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	货币资金的期末余额	2154	2407	3227	4274
P/E	128.4	77.1	57.9	45.1	企业自由现金流	849	289	936	1205
P/B	22.1	17.7	14.0	11.0	权益自由现金流	912	331	989	1276
EV/EBITDA	102.8	62.3	44.6	34.9					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032