

证券研究报告—动态报告/公司快评

食品饮料

酒鬼酒 (000799)

买入

饮料

重大事件快评

(维持评级)

2021年07月12日

21Q2 业绩超预期，净利率显著提升

证券分析师：陈青青 0755-22940855 chenqingq@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520110001
证券分析师：熊鹏 021-60875164 xiongpeng@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520080002
联系人：李依琳 010-88005029 liyilin1@guosen.com.cn

事项：

7月8日，公司发布2021年半年度业绩预告，21H1公司预计营收17.12亿元左右，同比增长137%左右，预计归母净利润5~5.2亿元，同比增长170.96%~181.79%，对应EPS为1.53~1.60元。

国信食品饮料观点：1) 21Q2公司业绩超预期，净利率显著提升，内参和酒鬼持续高增贡献业绩弹性；2) 短期看，21Q3更加重视价格提升和动销强化，收入增速或有放缓，净利率有望维持；3) 中长期看，行业高景气下，多品牌汇量+区域扩张模式带来的盈利高增可持续；4) 投资建议：中长期看，考虑公司品牌有高度、产品有差异，近两年在行业高景气确立的基础上，品牌力提升、产品结构升级和全国化拓展有望顺利推进，公司仍处于盈利高增长期，并带来毛利率的提升，且随着规模效应的显现，费用率有望下行，净利率将进一步提升。因此我们上调此前盈利预测，我们将公司2021-2023年营业收入假设分别上调10%/18%/28%至31.06/43.59/58.72亿元，将归母净利润假设分别上调17%/28%/43%至9.58/13.93/19.99亿元，对应摊薄EPS为2.95/4.29/6.15元(前值为2.52/3.36/4.31元)，当前股价对应PE为80/55/38X，维持“买入”评级。

评论：

■ 21Q2公司业绩超预期，净利率显著提升，内参和酒鬼持续高增贡献业绩弹性

21H1公司预计营收17.12亿元左右，同比增长137%左右，预计归母净利润5~5.2亿元，同比增长170.96%~181.79%。据测算，21Q2预计营收8.04亿元左右，同比增长96.27%，预计归母净利润2.32~2.52亿元，同比增长162.38%~184.99%，业绩超我们此前预期。21H1净利率约为29.21%~30.37%，同比增加3.66~4.82pct，21Q2净利率约为28.86%~31.34%，同比增加7.26~9.74pct，预计主要与内参及酒鬼占比提升、产品焕新提价和收入规模效应逐渐显现有关。分产品来看，各系列齐头并进，延续1季度高速增长势头，其中内参放量势头依旧迅猛，今年4月份完成了去年全年销售额。我们预计21H1内参系列收入增长80%~90%左右，酒鬼系列收入增长170%左右。

■ 短期看，21Q3更加重视价格提升和动销强化，收入增速或有放缓，净利率有望维持

据渠道反馈，21Q2公司回款动销仍保持良好势头，库存价盘表现也保持良性，目前经销商内参全年回款比例已达80~90%，其中省内长株潭地区已完成全年任务，整体打款节奏较往年同期提前(4月29日公司通知7月1日内参开票价上调80元/瓶一定程度上刺激了渠道打款)，回款表现持续优异。21H1公司招商放量进展迅猛，21Q3更加重视价格提升和动销强化，工作的核心关键点在于保障渠道利润。5-6月份内参和酒鬼系列已经相继开始控货，7月份老版内参开始停货，预

计新版 52 度内参将于 9 月推出，有望推动批价进一步上行。公司着眼长远，注重良性可持续发展，考虑产品放量节奏趋缓、提价效应逐渐显现和收入基数回归常态，预计 21H2 公司收入增速环比会有正常放缓，净利率有望维持在较高水平。

■ 中长期看，行业高景气下，多品牌汇量+区域扩张模式带来的盈利高增可持续

公司产品结构顺应未来白酒消费结构的升级演变趋势，高端及次高端价格带的持续扩容为公司内参和酒鬼系列提供了良好的发展空间和机遇。酒鬼在上世纪 90 年代曾是全国一线白酒，辉煌一时，虽中间一度发展停滞，但凭借差异化的香型和高品质，在湖南和全国仍有一定坚实的品牌和消费者基础，且随着馥郁香型的推广，消费群体的扩大也打开了公司放量的空间。中长期看，未来几年，在行业消费升级和高景气趋势延续下，公司采取的多品牌汇量+区域扩张模式可持续，省内市场深度增长仍在继续，省外市场全国化持续放量。目前公司全国招商进展顺利，动销良性发展，未来随着品牌力和规模的提升，全国化有望加速拓展，推动公司业绩持续稳健增长。

■ 投资建议：看好公司品牌势能持续提升和全国化扩张稳步推进，上调此前盈利预测，维持“买入”评级

21Q2 业绩略超预期验证公司品牌势能提升和动销势头良性。短期看，公司回款表现稳健，动销良性发展为业绩提供保障；中长期看，考虑公司品牌有高度、产品有差异，近两年在行业高景气确立的基础上，品牌力提升、产品结构升级和全国化拓展有望顺利推进，公司仍处于盈利高增长期，并带来毛利率的提升，且随着规模效应的显现，费用率有望下行，净利率将进一步提升。因此我们上调此前盈利预测，我们将公司 2021-2023 年营业收入假设分别上调 10%/18%/28%至 31.06/43.59/58.72 亿元，将归母净利润假设分别上调 17%/28%/43%至 9.58/13.93/19.99 亿元，对应摊薄 EPS 为 2.95/4.29/6.15 元（前值为 2.52/3.36/4.31 元），当前股价对应 PE 为 80/55/38X，维持“买入”评级。

■ 风险提示

宏观经济下行；高端酒需求不足；内参全国化推广不及预期；酒鬼系列恢复性增长不及预期。

表 1：可比公司估值表（2021 年 7 月 9 日更新）

股票代码	公司简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
002304.SZ	洋河股份	185.10	2,789	4.98	5.25	6.21	39.76	37.75	31.91
000596.SZ	古井贡酒	222.99	1,123	3.68	4.82	5.85	63.81	48.72	40.14
600779.SH	水井坊	134.26	656	1.50	2.12	2.79	96.36	68.05	51.71
603369.SH	今世缘	54.67	686	1.25	1.51	1.90	47.73	39.48	31.38
	平均	149.26	1,314	2.85	3.43	4.19	61.92	48.50	38.79
000799.SZ	酒鬼酒	236.00	767	1.51	2.95	4.29	155.98	80.00	55.01

资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师预测

表 2：公司业绩拆分和盈利预测

产品	项目	2020A	2021E	2022E	2023E
内参系列	营业收入（亿元）	5.72	10.02	14.52	20.33
	同比增速	72.9%	75.0%	45.0%	40.0%
	毛利率	92.4%	94.0%	95.3%	96.2%
酒鬼系列	营业收入（亿元）	10.14	17.23	23.26	30.24
	同比增速	0.8%	70.0%	35.0%	30.0%
	毛利率	79.4%	83.5%	86.0%	88.0%
其他系列	营业收入（亿元）	2.35	3.76	5.75	8.10
	同比增速	38.0%	59.9%	52.9%	40.8%
	毛利率	44.6%	48.0%	50.0%	52.0%
合计	营业收入（亿元）	18.26	31.06	43.59	58.72
	同比增速	20.8%	70.1%	40.3%	34.7%

毛利率	78.9%	82.5%	84.3%	85.8%
销售费用率	23.2%	22.0%	20.5%	19.5%
管理费用率	7.6%	6.9%	6.5%	6.0%
归母净利润 (亿元)	4.92	9.58	13.93	19.99
同比增速	64.1%	94.8%	45.4%	43.5%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

表 3: 盈利预测调整表

盈利预测结果	项目	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (亿元)	前值	18.28	28.35	36.87	45.77
	上调幅度	-	10%	18%	28%
	现值	18.26	31.06	43.59	58.72
销售费用率假设	前值	23.20%	24.00%	23.00%	22.00%
	现值	23.20%	22.00%	20.50%	19.50%
管理费用率假设	前值	7.64%	7.50%	7.20%	7.00%
	现值	7.64%	6.90%	6.50%	6.00%
毛利率假设	前值	78.87%	82.33%	84.23%	84.70%
	现值	78.87%	82.53%	84.29%	85.84%
归母净利润 (亿元)	前值	4.92	8.18	10.90	14.01
	上调幅度	-	17%	28%	43%
	现值	4.92	9.58	13.93	19.99

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	2154	2423	3389	4840
应收款项	398	594	833	1122
存货净额	1027	1753	2352	3025
其他流动资产	11	19	23	34
流动资产合计	3590	4788	6597	9021
固定资产	424	440	461	475
无形资产及其他	195	187	180	172
投资性房地产	86	86	86	86
长期股权投资	42	39	37	35
资产总计	4337	5541	7361	9788
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	158	225	307	401
其他流动负债	1308	1610	2137	2734
流动负债合计	1465	1835	2444	3135
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	15	18	20	22
长期负债合计	15	18	20	22
负债合计	1480	1853	2464	3157
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	2857	3688	4897	6631
负债和股东权益总计	4337	5541	7361	9788

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	1.51	2.95	4.29	6.15
每股红利	0.20	0.39	0.57	0.81
每股净资产	8.79	11.35	15.07	20.41
ROIC	17%	29%	39%	52%
ROE	17%	26%	28%	30%
毛利率	79%	83%	84%	86%
EBIT Margin	32%	38%	42%	45%
EBITDA Margin	34%	39%	43%	46%
收入增长	21%	70%	40%	35%
净利润增长率	64%	95%	45%	44%
资产负债率	34%	33%	33%	32%
息率	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%
P/E	156.0	80.1	55.1	38.4
P/B	26.8	20.8	15.7	11.6
EV/EBITDA	124.4	64.0	42.4	29.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1826	3106	4359	5872
营业成本	386	543	685	832
营业税金及附加	285	481	678	912
销售费用	424	683	894	1145
管理费用	146	222	291	360
财务费用	(28)	(13)	(11)	(11)
投资收益	(2)	9	6	4
资产减值及公允价值变动	(0)	4	7	4
其他收入	(10)	53	0	0
营业利润	602	1256	1835	2643
营业外净收支	53	19	19	19
利润总额	655	1276	1855	2662
所得税费用	163	318	462	664
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	492	958	1393	1999

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	492	958	1393	1999
资产减值准备	(16)	0	0	0
折旧摊销	43	50	55	58
公允价值变动损失	0	(4)	(7)	(4)
财务费用	(28)	(13)	(11)	(11)
营运资本变动	385	(556)	(231)	(280)
其它	16	(0)	(0)	(0)
经营活动现金流	919	448	1208	1773
资本开支	(18)	(55)	(60)	(60)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(17)	(52)	(58)	(58)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(65)	(126)	(184)	(264)
其它融资现金流	63	0	0	0
融资活动现金流	(67)	(126)	(184)	(264)
现金净变动	836	269	967	1451
货币资金的期初余额	1318	2154	2423	3389
货币资金的期末余额	2154	2423	3389	4840
企业自由现金流	849	323	1123	1688
权益自由现金流	912	366	1177	1765

相关研究报告

- 《酒鬼酒-000799-重大事件快评：动销稳步向好，21Q2 公司业绩有望延续高增》 ——2021-06-21
- 《酒鬼酒-000799-2020 年年报及 2021 年一季报点评：内参增长迅猛，业绩弹性持续释放》 ——2021-04-28
- 《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

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

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