

酒鬼酒(000799)

点评报告

行业公司研究  
食品饮料

证券研究报告

# 业绩符合预期，21Q2 尽显高弹性

## ——酒鬼酒业绩预告点评

✍️：马莉 执业证书编号：S1230520070002  
✉️：mali@stocke.com.cn  
✍️：张潇倩 执业证书编号：S1230520090001  
✉️：[zhangxiaoqian@stocke.com.cn](mailto:zhangxiaoqian@stocke.com.cn)

### 事件

公司发布 2021H1 业绩预告：2021H1 公司归母净利润盈利 5 亿元-5.2 亿元（+170.96%~+181.79%），2021Q2 归母净利润为 2.3~2.5 亿元（+162.4%~+185.0%）；预计营业收入较上年同期增长 137%左右（即 17.1 亿元），2021Q2 收入预计为 8.0 亿元（+96.3%）。

### 投资要点

#### □ 21H1 收入接近去年全年水平，内参表现优秀

公司 2021H1 收入水平已接近去年全年，同时净利润表现已超越去年全年，具体产品来看：

1) **内参**：价格及库存方面，区别于往年内参在春节放货期间价格将降 10-20 元，库存一般在 3-4 个月左右，今年内参价格整体保持稳定，省内及省外库存约为 1 个月、2 个月内，保持健康状态；回款方面，21H1 上半年内参回款进度表现亮眼，并于 5 月提前开始控货以保持库存水平良性。考虑到公司对于内参今年整体方向为省内严格实行配额制以控量保价、拓展省外以增厚利润，同时内参升级焕新将于下半年进行，我们认为 21 年内参销售收入目标完成无虞、批价有望稳健上行，省外收入占比有望从 20 年的 31%提升至 40%以上；

2) **酒鬼系列**：21Q1 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；21Q2 红坛已逐步完成新老替代，酒鬼紫坛、传承包装升级，在内参带动下，老红坛批价已增长至 320~330 元。考虑到去年酒鬼系列基数较低，21H1 收入增速达三位数；

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 21H1 业绩较为稳健。

另外，公司不断通过跨界、联合、赞助以及大咖助力等方式提升品牌价值、增强酒鬼系列文化内涵，为今后价盘提升奠定坚实基础。

#### □ 省外扩张为工作重点之一，全国化进程加速

2021 年公司工作重点之一为实现省外快速扩张，据经销商大会信息显示，过去两年公司业绩高速增长源于：60%来自于新招商带来的销量增长，40%来自于产品本身动销的大幅提升。招商方面，今年以内参为代表的招商数量预计增长 30%+（多为大商），其中省内约为 20 个+，其余新增经销商将拓展省外空白市场；酒鬼系列今年预计新增经销商 300 个（多为小商）省外内参品牌新增苏糖、浙糖、泰山名饮等 6 位大商，全年计划新增内参经销商 100 位。目前内参及酒鬼系列招商进度均过半；市场方面，内参酒占比较大的省内市场则进行配额控制，省外重点市场今年将做翻倍（填补省内）；酒鬼系列则按正常结构发展。

#### □ “十四五”目标显信心，内参目标翻番保障业绩

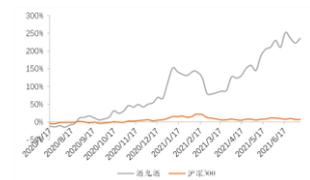
目前中粮集团已经将“酒鬼酒”作为集团五个重点发展的品牌之一，同时公司力争突破 30 亿、跨越 50 亿、争取迈向 100 亿的目标彰显信心。考虑到：21 年卡位高端

### 评级 买入

上次评级 买入  
当前价格 ¥194.20

### 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：内参表现优异，迎新突破年》(20210427)

《酒鬼酒业绩点评：内参占比提升，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)

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；《馥郁香型白酒》国家标准正式颁布，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 64.1%、38.1%、31.6%；净利润增速分别为 86.6%、40.7%、33.6%；EPS 为 2.8、4.0、5.3 元/股；PE 分别为 84、59、45 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；国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	2996.0	4137.9	5445.6
(+/-)	20.8%	64.1%	38.1%	31.6%
净利润	491.6	917.3	1291.0	1724.6
(+/-)	64.1%	86.6%	40.7%	33.6%
每股收益(元)	1.5	2.8	4.0	5.3
P/E	156.0	83.6	59.4	44.5

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	3590	3976	5164	6996	营业收入	1826	2996	4138	5446
现金	2154	2135	2982	4279	营业成本	386	469	521	596
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	285	468	646	851
应收账款	391	563	765	1089	营业费用	424	749	1034	1361
其它应收款	7	17	19	25	管理费用	146	225	310	436
预付账款	11	12	12	15	研发费用	11	18	25	32
存货	1027	1248	1387	1587	财务费用	(28)	(81)	(34)	(50)
其他	0	1	1	0	资产减值损失	0	(7)	(20)	(13)
<b>非流动资产</b>	747	1169	1437	1499	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	(2)	9	6	4
长期投资	42	44	43	43	其他经营收益	3	2	2	3
固定资产	400	456	524	589	营业利润	602	1167	1663	2239
无形资产	195	225	264	283	营业外收支	53	55	56	58
在建工程	24	339	512	489	利润总额	655	1222	1720	2297
其他	86	105	94	95	所得税	163	305	429	573
<b>资产总计</b>	4337	5145	6601	8495	净利润	492	917	1291	1725
<b>流动负债</b>	1465	1503	1846	2227	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	492	917	1291	1725
应付款项	158	175	198	231	EBITDA	665.3	1222.2	1719.6	2287.4
预收账款	0	266	311	298	EPS (最新摊薄)	1.5	2.8	4.0	5.3
其他	1307	1062	1337	1698	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	15	13	14	14	单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
其他	15	13	14	14	营业收入	20.8%	64.1%	38.1%	31.6%
<b>负债合计</b>	1480	1516	1860	2241	营业利润	50.1%	94.0%	42.5%	34.6%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	64.1%	86.6%	40.7%	33.6%
归属母公司股东权	2857	3628	4740	6254	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	4337	5145	6601	8495	毛利率	78.9%	84.4%	87.4%	89.1%
					净利率	26.9%	30.6%	31.2%	31.7%
					ROE	18.6%	28.3%	30.9%	31.4%
					ROIC	16.4%	24.6%	26.6%	26.9%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	34.1%	29.5%	28.2%	26.4%
					净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					流动比率	2.5	2.6	2.8	3.1
					速动比率	1.7	1.8	2.0	2.4
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7
					应收帐款周转率	362.4	407.2	327.5	360.4
					应付帐款周转率	2.8	2.8	2.8	2.8
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	1.5	2.8	4.0	5.3
					每股经营现金	2.9	1.4	4.0	4.8
					每股净资产	8.8	11.2	14.6	19.2
					<b>估值比率</b>				
					P/E	156.0	83.6	59.4	44.5
					P/B	26.8	21.1	16.2	12.3
					EV/EBITDA	73.2	61.0	42.9	31.7

<b>现金流量表</b>				
单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	950	450	1316	1559
净利润	492	917	1291	1725
折旧摊销	43	32	38	45
财务费用	(28)	(81)	(34)	(50)
投资损失	2	(9)	(6)	(4)
营运资金变动	488	(138)	160	60
其它	(46)	(271)	(133)	(216)
<b>投资活动现金流</b>	(50)	(403)	(324)	(101)
资本支出	3	(398)	(273)	(82)
长期投资	(3)	20	(13)	2
其他	(50)	(25)	(38)	(20)
<b>筹资活动现金流</b>	(65)	(65)	(145)	(161)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(65)	(65)	(145)	(161)
<b>现金净增加额</b>	836	(18)	846	1297

资料来源：浙商证券研究所

## 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>