

市场价格 (人民币): 213.00 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)	692.10
年内股价最高最低(元)	271.99/77.09
沪深 300 指数	4827
深证成指	14437



相关报告

- 1.《Q1 业绩超预期, 内外部改革加速深化-酒鬼酒年报及一季报点评》, 2021.4.29
- 2.《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
- 3.《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

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchengqian@gjzq.com.cn

21Q2 业绩实现高增长, 内参酒鬼加速放量

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,512	1,826	3,305	4,793	6,614
营业收入增长率	27.38%	20.79%	81%	45%	38%
归母净利润(百万元)	299	492	997	1,541	2,227
归母净利润增长率	34.50%	64.15%	103%	55%	45%
摊薄每股收益(元)	0.92	1.51	3.07	4.74	6.85
每股经营性现金流净额	1.06	2.92	2.31	4.63	5.35
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.32%	17.21%	28.25%	33.62%	36.15%
P/E	38.89	103.44	69	45	31
P/B	4.79	17.80	19.61	15.10	11.24

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司于 8 月 26 日发布半年报, 21H1 实现营收 17.14 亿元, 同比+137.31%; 归母净利 5.10 亿元, 同比+176.55%。21Q2 实现营收 8.06 亿元, 同比+96.82%; 归母净利 2.42 亿元, 同比+174.05%, 实际业绩接近此前预告区间的中点。

经营分析

- 业绩实现高增, 重点产品量价加速提升。**1) 分产品看, 21H1 内参/酒鬼/湘泉收入为 5.20/9.80/0.91 亿元, 同比+86.1%/+170.5%/+36.7%。H1 内参/酒鬼/系列销量为 494/2836 吨, 吨价对比 20 年全年变动+4%/+9%, 内参价格稳中有进, 酒鬼得益于红坛换代+部分非主营产品提价。21Q2 预计内参翻倍以上增长, 酒鬼增速慢于内参。2) 分区域看, 21H1 华北/华东/华南/华中/其他地区经销商净增加 37/23/42/134/56 家, 招商进度半年超半。
- 结构升级拉动毛利, 短期费用兑付节奏延后。**21Q2 净利率同比+8.48pct, 1) 毛利率同比+5.16pct, 主要系内参占比上行; 2) 销售费率同比-3.36pct, 预计系费用兑付推后, 且公司招商进展顺利, 配套的费用投放或好于预期; 3) 管理费率同比-2.83pct, 规模效应进一步显现。
- 十四五阔步向前, 内参+酒鬼全国化贡献动力。**1) 收入端: ①内参: 当前省内严控配额, 中秋备货火爆, 大商全年打款基本完成, 预计提价影响将在明年显现。内参阶段性以规模为重, 长期目标是量价齐升, 河南、山东、广东有望打造为 3-5 亿的核心市场。②酒鬼: 新红坛上半年开始放量, 动销好于预期, 当前成交价 340-350, 目标价盘 380-400。2) 费用端: 我们认为, H2 核销费用后, 21 年整体销售费率仍维持在 20%以内; 22-23 年招商力度放缓, 相关费用投放或将缩减, 利润有望进一步释放。

盈利预测与投资建议

- 考虑 H1 业绩好于我们上次的预测, 期待内参全国化的空间打开, 我们对上次预测的 21-23 年归母净利润分别调整+17%/17%/17%, 预计 21-23 年收入增速为 81%/45%/38%, 归母净利润增速为 103%/55%/45%, EPS 为 3.07/4.74/6.85 元, 对应 PE 为 69/45/31 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 行业竞争加剧; 食品安全问题; 原材料价格变动; 疫情出现反复。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	1,187	1,512	1,826	3,305	4,793	6,614	货币资金	1,007	1,318	2,154	2,447	3,097	3,874
增长率		27.4%	20.8%	81.0%	45.0%	38.0%	应收款项	257	211	398	526	734	1,013
主营业务成本	-251	-336	-386	-658	-877	-1,111	存货	822	933	1,027	1,676	2,211	2,983
%销售收入	21.2%	22.2%	21.1%	19.9%	18.3%	16.8%	其他流动资产	10	5	11	13	17	20
毛利	936	1,176	1,440	2,648	3,916	5,503	流动资产	2,095	2,467	3,590	4,662	6,058	7,890
%销售收入	78.8%	77.8%	78.9%	80.1%	81.7%	83.2%	%总资产	73.0%	76.4%	82.8%	84.4%	83.3%	84.0%
营业税金及附加	-190	-241	-285	-509	-738	-1,012	长期投资	45	101	103	116	116	120
%销售收入	16.0%	16.0%	15.6%	15.4%	15.4%	15.3%	固定资产	496	427	424	511	842	1,098
销售费用	-346	-384	-424	-661	-911	-1,224	%总资产	17.3%	13.2%	9.8%	9.3%	11.6%	11.7%
%销售收入	29.1%	25.4%	23.2%	20.0%	19.0%	18.5%	无形资产	96	200	195	207	229	255
管理费用	-128	-147	-146	-193	-273	-370	非流动资产	776	762	747	859	1,212	1,498
%销售收入	10.8%	9.7%	8.0%	5.9%	5.7%	5.6%	%总资产	27.0%	23.6%	17.2%	15.6%	16.7%	16.0%
研发费用	-4	-10	-11	-10	-12	-13	资产总计	2,870	3,229	4,337	5,521	7,270	9,389
%销售收入	0.3%	0.6%	0.6%	0.3%	0.3%	0.2%	短期借款	0	0	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	268	394	575	1,274	1,982	2,884	应付款项	356	418	453	713	953	1,209
%销售收入	22.6%	26.1%	31.5%	38.6%	41.4%	43.6%	其他流动负债	325	366	1,012	1,265	1,713	1,998
财务费用	11	11	28	41	50	63	流动负债	680	784	1,465	1,978	2,666	3,207
%销售收入	-0.9%	-0.7%	-1.5%	-1.3%	-1.0%	-0.9%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-6	18	2	-2	4	2	其他长期负债	10	14	15	14	22	22
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	690	798	1,480	1,992	2,688	3,229
投资收益	18	11	-2	14	18	20	普通股股东权益	2,180	2,430	2,857	3,529	4,582	6,159
%税前利润	6.1%	2.8%	n.a	1.1%	0.9%	0.7%	其中：股本	325	325	325	325	325	325
营业利润	295	400	602	1,328	2,053	2,968	未分配利润	467	710	1,137	1,809	2,862	4,439
营业利润率	24.8%	26.5%	33.0%	40.2%	42.8%	44.9%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	4	1	53	1	1	1	负债股东权益合计	2,870	3,229	4,337	5,521	7,270	9,389
税前利润	299	401	655	1,329	2,054	2,969	比率分析						
利润率	25.2%	26.5%	35.9%	40.2%	42.9%	44.9%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-76	-101	-163	-332	-514	-742	每股指标						
所得税率	25.4%	25.3%	24.9%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.69	0.92	1.51	3.07	4.74	6.85
净利润	223	299	492	997	1,541	2,227	每股净资产	6.71	7.48	8.79	10.86	14.10	18.96
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.65	1.06	2.92	2.31	4.63	5.35
归属于母公司的净利润	223	299	492	997	1,541	2,227	每股股利	0.15	0.20	0.70	1.00	1.50	2.00
净利率	18.8%	19.8%	26.9%	30.2%	32.1%	33.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	10.22%	12.32%	17.21%	28.25%	33.62%	36.15%
净利润	223	299	492	997	1,541	2,227	总资产收益率	7.76%	9.28%	11.34%	18.05%	21.19%	23.72%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	9.16%	12.08%	15.06%	27.02%	32.38%	35.07%
非现金支出	43	23	43	37	42	49	增长率						
非经营收益	-11	-2	6	-16	-19	-21	主营业务收入增长率	35.13%	27.38%	20.79%	81.00%	45.00%	38.00%
营运资金变动	-42	25	408	-266	-58	-515	EBIT增长率	22.04%	46.98%	45.81%	121.65%	55.53%	45.51%
经营活动现金净流	212	346	948	752	1,505	1,739	净利润增长率	26.45%	34.50%	64.15%	102.77%	54.58%	44.52%
资本开支	-120	-35	-50	-142	-389	-328	总资产增长率	12.92%	12.49%	34.33%	27.30%	31.68%	29.14%
投资	200	400	0	-6	-5	-5	资产管理能力						
其他	23	13	0	14	18	20	应收账款周转天数	1.9	1.5	1.0	1.2	0.9	1.1
投资活动现金净流	102	378	-50	-134	-376	-313	存货周转天数	1,162.2	951.9	927.0	930.0	920.0	980.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	102.7	113.2	131.3	125.0	120.0	120.0
债权募资	0	0	0	0	8	0	固定资产周转天数	147.2	102.9	79.9	48.2	35.6	28.9
其他	-49	-49	-65	-325	-487	-650	偿债能力						
筹资活动现金净流	-49	-49	-65	-325	-479	-650	净负债/股东权益	-46.18%	-54.22%	-75.38%	-69.33%	-67.59%	-62.89%
现金净流量	266	675	834	293	650	777	EBIT利息保障倍数	-24.5	-37.4	-20.8	-30.8	-39.7	-46.0
							资产负债率	24.06%	24.72%	34.12%	36.08%	36.97%	34.40%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	5	18	22	57
增持	2	2	8	11	4
中性	1	1	1	2	4
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.50	1.37	1.43	1.18

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-10-18	买入	37.73	42.00 ~ 42.00
2	2019-12-22	买入	39.15	50.00 ~ 50.00
3	2020-04-17	买入	29.30	N/A
4	2020-08-27	买入	75.55	N/A
5	2020-10-14	买入	99.63	N/A
6	2021-04-29	买入	203.00	N/A

来源：国金证券研究所



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，不作为或被视为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