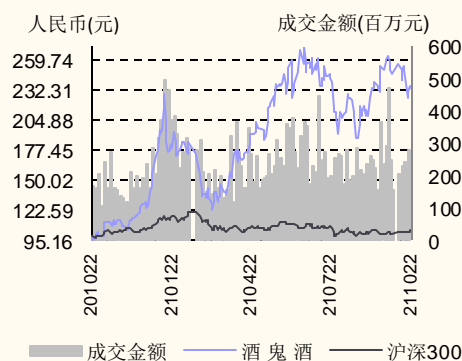


市场价格(人民币): 233.47元

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)	758.61
年内股价最高最低(元)	271.99/95.16
沪深300指数	4960
深证成指	14493



相关报告

- 《21Q2 业绩实现高增长, 内参酒鬼加速放量-酒鬼酒中报点评》, 2021.8.27
- 《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

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

* 上 海 *

业绩持续高增长, 内参酒鬼齐头并进

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	3,500	5,080	6,774
营业收入增长率	27.38%	20.79%	92%	45%	33%
归母净利润(百万元)	299	492	983	1,519	2,118
归母净利润增长率	34.50%	64.15%	100%	54%	39%
摊薄每股收益(元)	0.92	1.51	3.03	4.68	6.52
每股经营性现金流净额	1.06	2.92	2.53	4.47	5.64
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.32%	17.21%	27.97%	33.41%	35.20%
P/E	38.89	103.44	77.13	49.94	35.82
P/B	4.79	17.80	21.58	16.68	12.61

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 10 月 22 日发布三季报, Q1-3 实现营收 26.4 亿元, 同比+134.2%; 归母净利润 7.2 亿元, 同比+117.69%; 扣非归母净利 7.18 亿元, 同比+160.47%。其中, Q3 实现营收 9.26 亿元, 同比+128.66%; 归母净利润 2.1 亿元, 同比+43.43%; 扣非归母净利 2.09 亿元, 同比+131.63%。

经营分析

- Q3 收入保持高增态势, 蓄力来年开门红。** Q3 营收同比+128.66%, 我们预计, 内参招商进展顺利, 延续高弹性; 酒鬼前期控货去库存, Q3 放量后增速略快于内参。21Q3 末合同负债+其他流动负债同比+56.92%, 打款相对积极。渠道反馈, 中秋全年任务基本完成, Q4 蓄力来年开门红。
- Q3 盈利水平微增, 短期费用确认不改长期发展趋势。** 此前业绩预告 Q3 利润增速 40-50%, 实际值位于业绩预告下半区间。21Q3 净利率同比-13.46pct 至 22.65%, 主要系 20Q3 收到诉讼补偿款 0.72 亿元(增加税后非经常性损益 0.53 亿元)。Q3 扣非净利率同比+0.29pct, 其中: 1) 毛利率同比+2.04pct, 或系红坛换代升级+部分产品调价; 2) 销售费率同比+5.1pct, 主因 Q3 确认 H1 兑付节奏延后的销售费用(Q1-3 同比+0.12pct), 叠加激励力度增强而计提团队奖金。3) 管理费率同比-1.68pct, 预计受益于规模效应摊销, 营业税金及附加占比同比-0.82pct。
- 内参酒鬼双轮驱动, 全国化持续深化。** 1) 内参: 省内受外地货回流的影响, 7 月批价 810, 公司管控后 9 月批价提至 830-840, 10 月维持稳定, 终端成交价千元左右。7 月起, 内参打款价提升 80 元至 1030 元, 预计对收入的贡献主要在明年报表端显现。中长期看, 省内体量比肩国窖, 省外精耕京津冀、河南、山东、广东等核心市场(亿级), 华东、湖北等培育市场借助大商迅速突破(21 年华东预计大几千万), 东北、西北等空白市场可通过招商基础覆盖。2) 酒鬼: 21Q2 新红坛成功换代放量, 当前红坛、黄坛等批价对比年初已提振 40-50 元, 渠道积极性增强, 看好省内湘酒振兴和河南、河北、山东等市场的成长。公司 20 年基酒产能 1 万吨, 21 年 9 月底开工三区工程(两期共新增 1.08 万吨), 预计 24 年基本投产。改扩建二区一期工程(新增 0.2 万吨)已被董事会通过, 工期 1 年以内。公司到 24 年产能有望翻倍至 2.28 万吨, 中长期四区工程落地将进一步为全国化保驾护航。

盈利预测与投资建议

- 预计 21-23 年收入增速为 92%/45%/33%, 利润增速为 100%/54%/39%, 对应 EPS 为 3.03/4.68/6.52 元, 对应 PE 为 77/50/36 X, 维持“买入”评级。

风险提示

- 全国化进展不及预期, 疫情反复风险, 宏观经济风险, 食品安全问题。

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	3,500	5,080	6,774	货币资金	1,007	1,318	2,154	2,516	3,115	3,986
增长率		27.4%	20.8%	91.7%	45.1%	33.3%	应收款项	257	211	398	557	777	1,038
主营业务成本	-251	-336	-386	-669	-920	-1,148	存货	822	933	1,027	1,686	2,294	2,831
%销售收入	21.2%	22.2%	21.1%	19.1%	18.1%	16.9%	其他流动资产	10	5	11	14	18	21
毛利	936	1,176	1,440	2,831	4,160	5,626	流动资产	2,095	2,467	3,590	4,772	6,204	7,875
%销售收入	78.8%	77.8%	78.9%	80.9%	81.9%	83.1%	%总资产	73.0%	76.4%	82.8%	84.7%	83.7%	84.0%
营业税金及附加	-190	-241	-285	-532	-780	-1,030	长期投资	45	101	103	116	116	120
%销售收入	16.0%	16.0%	15.6%	15.2%	15.4%	15.2%	固定资产	496	427	424	511	842	1,098
销售费用	-346	-384	-424	-822	-1,118	-1,456	%总资产	17.3%	13.2%	9.8%	9.1%	11.4%	11.7%
%销售收入	29.1%	25.4%	23.2%	23.5%	22.0%	21.5%	无形资产	96	200	195	207	229	255
管理费用	-128	-147	-146	-205	-290	-379	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%	15.3%	16.3%	16.0%
研发费用	-4	-10	-11	-10	-15	-17	资产总计	2,870	3,229	4,337	5,631	7,416	9,373
%销售收入	0.3%	0.6%	0.6%	0.3%	0.3%	0.3%	短期借款	0	0	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	268	394	575	1,261	1,958	2,744	应付款项	356	418	453	776	1,053	1,309
%销售收入	22.6%	26.1%	31.5%	36.0%	38.5%	40.5%	其他流动负债	325	366	1,012	1,326	1,793	2,027
财务费用	11	11	28	42	51	64	流动负债	680	784	1,465	2,102	2,846	3,336
%销售收入	-0.9%	-0.7%	-1.5%	-1.2%	-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	2,116	2,869	3,358
投资收益	18	11	-2	12	18	21	普通股股东权益	2,180	2,430	2,857	3,516	4,547	6,015
%税前利润	6.1%	2.8%	n.a	0.9%	0.9%	0.7%	其中：股本	325	325	325	325	325	325
营业利润	295	400	602	1,314	2,030	2,830	未分配利润	467	710	1,137	1,796	2,827	4,295
营业利润率	24.8%	26.5%	33.0%	37.5%	40.0%	41.8%	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	5,631	7,416	9,373
税前利润	299	401	655	1,315	2,031	2,831	比率分析						
利润率	25.2%	26.5%	35.9%	37.6%	40.0%	41.8%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-76	-101	-163	-331	-512	-713	每股指标						
所得税率	25.4%	25.3%	24.9%	25.2%	25.2%	25.2%	每股收益	0.69	0.92	1.51	3.03	4.68	6.52
净利润	223	299	492	983	1,519	2,118	每股净资产	6.71	7.48	8.79	10.82	14.00	18.51
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股净资产	0.65	1.06	2.92	2.53	4.47	5.64
归属于母公司的净利润	223	299	492	983	1,519	2,118	每股经营现金净流	0.15	0.20	0.70	1.00	1.50	2.00
净利率	18.8%	19.8%	26.9%	28.1%	29.9%	31.3%	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%	27.97%	33.41%	35.20%
净利润	223	299	492	983	1,519	2,118	总资产收益率	7.76%	9.28%	11.34%	17.46%	20.48%	22.59%
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%	26.78%	32.14%	34.07%
非现金支出	43	23	43	37	42	49	增长率						
非经营收益	-11	-2	6	-14	-19	-22	主营业务收入增长率	35.13%	27.38%	20.79%	91.66%	45.14%	33.34%
营运资金变动	-42	25	408	-184	-88	-311	EBIT增长率	22.04%	46.98%	45.81%	119.42%	55.19%	40.15%
经营活动现金净流	212	346	948	823	1,454	1,833	净利润增长率	26.45%	34.50%	64.15%	100.06%	54.46%	39.39%
资本开支	-120	-35	-50	-142	-389	-328	总资产增长率	12.92%	12.49%	34.33%	29.84%	31.70%	26.39%
投资	200	400	0	-6	-5	-5	资产管理能力						
其他	23	13	0	12	18	21	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	-136	-376	-312	存货周转天数	1,162.2	951.9	927.0	920.0	910.0	900.0
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	45.5	33.6	28.2
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%	-71.56%	-68.49%	-66.26%
现金净流量	266	675	834	362	599	871	EBIT利息保障倍数	-24.5	-37.4	-20.8	-30.0	-38.6	-42.9
							资产负债率	24.06%	24.72%	34.12%	37.57%	38.68%	35.83%

来源：公司年报、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