

2021年12月27日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

酒鬼酒(000799): 省外深度扩张, 内参酒鬼双驱动

推荐 (维持)

事件

分析师: 孙山山
执业证书编号: S1050521110005
邮箱: sunss@cfsc.com.cn

2021年12月26日, 以“牛年而立, 虎年登峰”为主题的酒鬼酒馥郁大会—2021年全国合作伙伴年会在湖南长沙举行, 公司管理层出席大会。

基本数据

2021-12-24

当前股价(元)	228.47
总市值(亿元)	742.4
总股本(百万股)	324.9
流通股本(百万股)	324.9
52周价格范围(元)	121-276.89
日均成交额(百万元)	2,115.7

市场表现



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

相关研究

投资要点

2021年顺利收官, 2022年高质量发展

2021年公司取到几项成绩:《馥郁香型白酒国家标准》正式发布、产能建设也在提速(生产二区2000吨基酒产能完成建设, 生产三区1.08万吨基酒产能, 1.78万吨存储能力, 新建1.3万吨基酒库, 建设完成后可再造一个酒鬼酒)、内参实现高增长、经销商数量增加迅速、品牌全国化加快、大商数量稳步增加、优商培育见效。

2022年将以“坚持品牌引领、强化创新驱动、深化厂商共建、完善产能布局”四大战略举措为指引, 以“打造基地、突破高地、深度全国化”为主线, 以高质量的高增长为目标, 考核维度为单品突围、市场深度、优商成长、系统制胜、创新驱动、文化创领。

坚持“做强基地、突破高地、深度全国化”, 实施“1349”方针

公司全国化坚持“做强基地, 突破高地, 深度全国化”策略; 其中基地市场打造重点是做深度、规模、动销, 高地市场重点做品牌、做价值, 做旗帜、做引领。深度全国化方向是逐步把外层市场、中间的非重点市场做成基地市场, 逐步把基地市场做成规模市场, 要逐步把高地市场也做成基地市场。

2022年市场营销实施“1349”方针, 具体是指“1个理念、3个方向、4个支撑点、9个核心运营策略”。1个理念是指与经销商共创+共享; 3个方向是指做强基地、突破高地、深度全国化, 其中湘豫冀鲁为基地市场, 京沪粤苏浙为高地市场; 4个支撑点分别为品牌增值、产品增值、市场增量、客户增利; 9个核心运营策略分别是: 核心产品策略、核心核心市场策略、优商策略、核心终端布局策略、圈层营销策略、基地市场打造策略、高地市场打造策略、深度全国化突破策略、数字化营销策略。

内参成动力引擎, 中期目标实现在即

内参经过公司几年的经营和运作，目前已成功走出省内，省外招商布局持续进行。当前公司优势区域主要在京津冀、山东、广东地区，其他区域需要时间培育。华东地区有望成为公司下一个粮仓。公司未来3-5年以规模为重要考核指标，其中内参将发挥动力引擎作用，将全力以赴冲刺短期30亿、中期50亿、长期100亿目标，中期目标实现在即。我们预计未来公司产品结构为内参占：酒鬼系列：湘泉=4:5:1。

当前公司管理层稳定，公司是中粮酒业唯一一家白酒企业，中粮对公司重视超过以往。前期中粮酒业副总郑轶先生就任于公司副董事长、总经理兼财务总监，有望推动公司股权激励进展。

■ 盈利预测

中粮集团接管五年来，对公司品牌端（强调无上妙品·文化酒鬼，三大品牌定位清晰）、产品端（次高端及以上占比持续提升，聚焦打造三大战略性单品）、价格端（梳理产品价格体系，全面导入控价模式）和渠道端（内参股权经销商模式与酒鬼酒明确厂商分工）进行重塑，扩产能保品质，十四五公司将全力以赴冲刺短期30亿、中期50亿、长期100亿目标。我们看好公司内参全国化扩张，预计2021-2023年EPS分别为2.98/4.61/6.39元，当前股价对应PE分别为77/50/36倍，维持“推荐”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、疫情拖累消费、内参增长不及预期、省外扩张不及预期等。

预测指标	2020A	2021E	2022E	2023E
主营业务收入（百万元）	1,826	3,303	4,885	6,606
增长率（%）	15.5%	80.9%	47.9%	35.2%
归母净利润（百万元）	492	970	1,499	2,077
增长率（%）	64.1%	97.2%	54.6%	38.5%
摊薄每股收益（元）	1.51	2.98	4.61	6.39
ROE（%）	17.2%	26.5%	30.6%	31.5%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产:					营业收入	1,826	3,303	4,885	6,606
现金及现金等价物	2,154	2,794	3,750	5,220	营业成本	386	581	771	977
应收款	398	453	535	633	营业税金及附加	285	499	733	984
存货	1,027	1,183	1,442	1,612	销售费用	424	799	1,177	1,586
其他流动资产	11	17	20	28	管理费用	146	175	254	337
流动资产合计	3,590	4,446	5,748	7,494	财务费用	-28	-8	-11	-16
非流动资产:					研发费用	11	20	29	39
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	553	986	1,449	1,946
固定资产	400	388	368	346	资产减值损失	0	1	1	1
在建工程	24	10	4	2	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	195	190	180	171	投资收益	-2	0	0	0
长期股权投资	42	42	42	42	营业利润	602	1,237	1,931	2,698
其他非流动资产	86	86	86	86	加: 营业外收入	60	45	50	40
非流动资产合计	747	716	680	646	减: 营业外支出	7	1	3	2
资产总计	4,337	5,162	6,428	8,140	利润总额	655	1,281	1,978	2,736
流动负债:					所得税费用	163	311	479	659
短期借款	0	0	0	0	净利润	492	970	1,499	2,077
应付账款、票据	158	178	206	215	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1,307	1,307	1,307	1,307	归母净利润	492	970	1,499	2,077
流动负债合计	1,465	1,485	1,514	1,523					
非流动负债:					主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	15	15	15	15	营业收入增长率	15.5%	80.9%	47.9%	35.2%
非流动负债合计	15	15	15	15	归母净利润增长率	64.1%	97.2%	54.6%	38.5%
负债合计	1,480	1,500	1,529	1,538	盈利能力				
所有者权益					毛利率	78.9%	82.4%	84.2%	85.2%
股本	325	325	325	325	四项费用/营收	30.3%	29.8%	29.7%	29.5%
股东权益	2,857	3,662	4,899	6,602	净利率	26.9%	29.4%	30.7%	31.4%
负债和所有者权益	4,337	5,162	6,428	8,140	ROE	17.2%	26.5%	30.6%	31.5%
					偿债能力				
现金流量表	2020E	2021E	2022E	2023E	资产负债率	34.1%	29.1%	23.8%	18.9%
净利润	492	970	1499	2077	营运能力				
少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	0.4	0.6	0.8	0.8
折旧摊销	43	36	35	34	应收账款周转率	4.6	7.3	9.1	10.4
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	0.4	0.9	1.0	1.2
营运资金变动	416	-237	-374	-285	每股数据 (元/股)				
经营活动现金净流量	950	810	1219	1844	EPS	1.51	2.98	4.61	6.39
投资活动现金净流量	-50	27	26	25	P/E	151.0	76.6	49.5	35.7
筹资活动现金净流量	-261	-165	-262	-374	P/S	40.7	22.5	15.2	11.2
现金流量净额	640	672	982	1,494	P/B	26.0	20.3	15.2	11.2

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，4年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%--- (-)5%
5	回避	<(-)15%

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。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。