

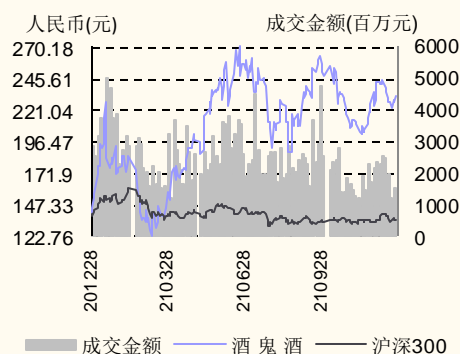
酒鬼酒 (000799.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 231.81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)	753.22
年内股价最高最低(元)	271.99/122.76
沪深300指数	4919
深证成指	14716



相关报告

- 1.《内参酒鬼双轮驱动,全国化路径清晰-酒鬼酒公司深度》,2021.11.10
- 2.《业绩持续高增长,内参酒鬼齐头并进-酒鬼酒三季报点评》,2021.10.22
- 3.《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
- 4.《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
liuchenqian@gjzq.com.cn

李木媛 助理

聚焦大单品+深度全国化,馥郁香龙头高增可期

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	3,396	4,809	6,352
营业收入增长率	27.38%	20.79%	86%	42%	32%
归母净利润(百万元)	299	492	958	1,467	2,032
归母净利润增长率	34.50%	64.15%	95%	53%	39%
摊薄每股收益(元)	0.92	1.51	2.95	4.52	6.25
每股经营性现金流净额	1.06	2.92	3.52	4.91	6.64
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.32%	17.21%	27.98%	34.58%	37.20%
P/E	38.89	103.44	78.59	51.33	37.06
P/B	4.79	17.80	21.99	17.75	13.79

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 据网易新闻报道,12月26日,公司召开2021年酒鬼酒馥郁大会(全国合作伙伴年会),总结21年的成长和反思,部署22年营销工作。

经营分析

- **21年实现高速增长,但仍需反思。**公司21年业绩、品牌价值、团队和客户数量、圈层营销等方面均实现高速发展,2018年至今内参合作客户成长速度为10倍、酒鬼酒3倍以上,整个团队销售人员是19年的3倍;21年核心终端数量同比提升233%、内参价值研讨会11场、品鉴会64场(覆盖万余人)。22年公司面临腰部价位大单品如何放量、次高端产品价格带如何凸显、团队激增后管理与建设如何加强等问题。
- **22年聚焦大单品、深度全国化策略,有望实现更高质量的高成长。**1) **产品上:** 打造大单品是22年工作的重中之重。内参仍延续稳价增量的策略,丰富内参销售公司模式,未来会发展为最大单品;酒鬼系列我们认为本身存在产品相对分散(预计21年占比红坛25-30%、透明装20%左右、传承10%)、价格带尚未明显区隔等问题,明年有望通过更清晰的产品规划、精准供货、创新与优商的合作模式等措施来重点打造;湘泉将实施配额供货。2) **区域上:** 做强基地、突破高地、深度全国化。河南、山东、河北等基地市场迅速做到5-10亿,重点做深度、规模、动销;北京、华东、广东等高地市场重点做品牌价值、旗帜引领,并迅速突破规模。3) **消费者培育:** 过去2年公司在文化传播上的投入超2亿,22年圈层营销会成为团队重点发力点,努力提高圈层营销的创新度、精准度和宽度。
- **静待22年开门红,中长期馥郁香龙头目标百亿。**当前库存合理、价格稳定(内参批价820-830),预计春节回款30-40%。渠道反馈,22年销售口径内参目标增速60%以上,酒鬼系列目标增速30%以上(规划2-3年打造1-2款10亿以上大单品);中长期馥郁香龙头势能充足、锚定百亿。

盈利预测与投资建议

- 预计21-23年收入增速为86%/42%/32%,利润增速为95%/53%/39%,对应EPS为2.95/4.52/6.25元,对应PE为79/51/37X,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	3,396	4,809	6,352	货币资金	1,007	1,318	2,154	2,782	3,346	4,362
增长率	27.4%	20.8%	86.0%	41.6%	32.1%		应收账款	257	211	398	439	616	814
主营业务成本	-251	-336	-386	-656	-852	-1,062	存货	822	933	1,027	1,259	1,518	1,746
%销售收入	21.2%	22.2%	19.3%	17.7%	16.7%		其他流动资产	10	5	11	13	16	19
毛利	936	1,176	1,440	2,740	3,957	5,290	流动资产	2,095	2,467	3,590	4,493	5,496	6,941
%销售收入	78.8%	77.8%	80.7%	82.3%	83.3%		%总资产	73.0%	76.4%	82.8%	84.3%	82.2%	82.4%
营业税金及附加	-190	-241	-285	-516	-731	-965	长期投资	45	101	103	116	116	120
%销售收入	16.0%	16.0%	15.6%	15.2%	15.2%		固定资产	496	427	424	491	824	1,080
销售费用	-346	-384	-424	-788	-1,058	-1,334	%总资产	17.3%	13.2%	9.8%	9.2%	12.3%	12.8%
%销售收入	29.1%	25.4%	23.2%	23.2%	22.0%		无形资产	96	200	195	207	229	255
管理费用	-128	-147	-146	-190	-260	-337	非流动资产	776	762	747	839	1,193	1,480
%销售收入	10.8%	9.7%	8.0%	5.6%	5.4%		%总资产	27.0%	23.6%	17.2%	15.7%	17.8%	17.6%
研发费用	-4	-10	-11	-10	-10	-13	资产总计	2,870	3,229	4,337	5,332	6,689	8,421
%销售收入	0.3%	0.6%	0.6%	0.3%	0.2%		短期借款	0	0	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	268	394	575	1,235	1,899	2,641	应付款项	356	418	453	752	979	1,201
%销售收入	22.6%	26.1%	31.5%	36.4%	39.5%		其他流动负债	325	366	1,012	1,141	1,446	1,735
财务费用	11	11	28	44	55	69	流动负债	680	784	1,465	1,893	2,424	2,936
%销售收入	-0.9%	-0.7%	-1.5%	-1.3%	-1.1%		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	1,907	2,446	2,958
投资收益	18	11	n.a	1	2	3	普通股股东权益	2,180	2,430	2,857	3,426	4,243	5,463
%税前利润	6.1%	2.8%	n.a	0.1%	0.1%	0.1%	其中：股本	325	325	325	325	325	325
营业利润	295	400	602	1,279	1,960	2,715	未分配利润	467	710	1,137	1,706	2,523	3,743
营业利润率	24.8%	26.5%	33.0%	37.7%	40.7%	42.7%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	4	1	53	2	2	2	负债股东权益合计	2,870	3,229	4,337	5,332	6,689	8,421
税前利润	299	401	655	1,281	1,962	2,717	比率分析						
利润率	25.2%	26.5%	35.9%	37.7%	40.8%	42.8%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-76	-101	-163	-323	-494	-685	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	2.95	4.52	6.25
净利润	223	299	492	958	1,467	2,032	每股净资产	6.71	7.48	8.79	10.54	13.06	16.81
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	3.52	4.91	6.64
归属于母公司的净利润	223	299	492	958	1,467	2,032	每股股利	0.15	0.20	0.70	1.20	2.00	2.50
净利率	18.8%	19.8%	26.9%	28.2%	30.5%	32.0%	回报率						
							净资产收益率	10.22%	12.32%	17.21%	27.98%	34.58%	37.20%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	7.76%	9.28%	11.34%	17.97%	21.93%	24.13%
净利润	223	299	492	958	1,467	2,032	投入资本收益率	9.16%	12.08%	15.06%	26.91%	33.41%	36.11%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	43	23	43	37	41	48	主营业务收入增长率	35.13%	27.38%	20.79%	85.97%	41.61%	32.07%
非经营收益	-11	-2	6	-4	-4	-5	EBIT增长率	22.04%	46.98%	45.81%	114.90%	53.69%	39.10%
营运资金变动	-42	25	408	153	92	82	净利润增长率	26.45%	34.50%	64.15%	94.95%	53.10%	38.51%
经营活动现金净流	212	346	948	1,144	1,597	2,157	总资产增长率	12.92%	12.49%	34.33%	22.95%	25.46%	25.89%
资本开支	-120	-35	-50	-121	-388	-327	资产管理能力						
投资	200	400	0	-6	-5	-5	应收账款周转天数	1.9	1.5	1.0	1.2	0.9	1.1
其他	23	13	0	1	2	3	存货周转天数	1,162.2	951.9	927.0	700.0	650.0	600.0
投资活动现金净流	102	378	-50	-126	-391	-329	应付账款周转天数	102.7	113.2	131.3	125.0	120.0	120.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	147.2	102.9	79.9	45.9	34.9	29.6
债权募资	0	0	0	0	8	0	偿债能力						
其他	-49	-49	-65	-390	-650	-812	净负债/股东权益	-46.18%	-54.22%	-75.38%	-81.22%	-78.87%	-79.85%
筹资活动现金净流	-49	-49	-65	-390	-642	-812	EBIT利息保障倍数	-24.5	-37.4	-20.8	-27.8	-34.4	-38.1
现金净流量	266	675	834	629	564	1,016	资产负债率	24.06%	24.72%	34.12%	35.76%	36.57%	35.13%

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