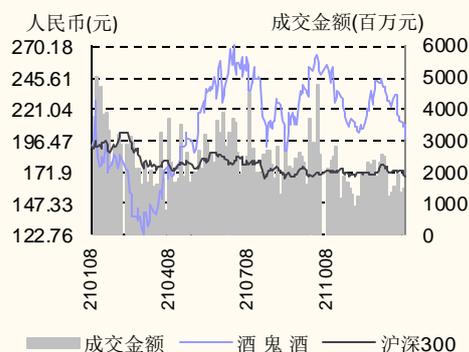


市场价格 (人民币): 197.92 元

## 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)	643.10
年内股价最高最低(元)	271.99/122.76
沪深 300 指数	4822
深证成指	14344



## 相关报告

- 1.《聚焦大单品+深度全国化，馥郁龙头高增可期-酒鬼酒经销商大会点...》，2021.12.28
- 2.《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
- 3.《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
- 4.《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
- 5.《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

李本媛 联系人  
libenyuan@gjzq.com.cn

## 短期扰动不改长期基本面，估值性价比凸显

## 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%	85.97%	41.61%	32.07%
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%	94.95%	53.10%	38.51%
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	67.10	43.83	31.64
P/B	4.79	17.80	18.77	15.16	11.77

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 经营分析

- **基本面向好，一季度开门红可期。**近期公司股价有所调整，主要系多地新冠疫情频发，市场担忧管控下消费场景受限影响春节旺季消费氛围。我们认为，疫情对消费复苏扰动影响有望边际减弱，渠道反馈春节消费氛围同比或将提升。当前批价稳固，内参约 830 元，红坛 20 约 400 元，红坛 18 约 300 元；库存整体良性，省内约 1.5 个月，省外约 1.5-2 个月；打款比例有所提升，一季度占比有望提升至 35%。我们判断，公司开门红可期，Q1 业绩有望高增，建议关注稳健向好的基本面态势。
- **聚焦大单品、加速全国化，22 年业绩高增可期。**1) **产品端：**渠道反馈，内参 21 年翻倍增长，22 年延续稳价增量，销售口径目标增速 60% 以上。腰部酒鬼系列瞄准打造大单品，22 年有望理顺产品分散、价格带未明显区隔等问题，销售口径有望实现 30% 以上增速。2) **区域端：**公司围绕“做强基地，突破高地，深度全国化”，未来在河南、山东、河北等基地市场迅速做到 5-10 亿；北京、华东、广东等高地市场加强品牌氛围打造，加速全国化推进。
- **馥郁香龙头品牌势能再起，估值已具备性价比。**中长期，内参卡位千元价格带牢固高端品牌形象，酒鬼系列瞄准次高端分享消费升级红利，通过持续的销售公司模式赋能、圈层营销、中粮支持，“十四五”百亿营收目标可期。当前股价对应 22 年 PE 约 44 倍，估值已具备性价比，建议调整中布局。

## 盈利预测与投资建议

- 我们预计 21-23 年收入增速分别为 86%/42%/32%，对应收入分别为 34/48/64 亿元；利润增速分别为 95%/53%/39%，对应归母净利润分别为 9.6/14.7/20.3 亿元，对应 EPS 分别为 2.95/4.52/6.25 元。当前股价对应 PE 分别为 67/44/32X，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
<b>主营业务收入</b>	<b>1,187</b>	<b>1,512</b>	<b>1,826</b>	<b>3,396</b>	<b>4,809</b>	<b>6,352</b>	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%	应收款项	257	211	398	439	616	814
<b>主营业务成本</b>	<b>-251</b>	<b>-336</b>	<b>-386</b>	<b>-656</b>	<b>-852</b>	<b>-1,062</b>	存货	822	933	1,027	1,259	1,518	1,746
<b>%销售收入</b>	<b>21.2%</b>	<b>22.2%</b>	<b>21.1%</b>	<b>19.3%</b>	<b>17.7%</b>	<b>16.7%</b>	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%	78.9%	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%	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%	21.0%	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%	5.3%	%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	<b>资产总计</b>	<b>2,870</b>	<b>3,229</b>	<b>4,337</b>	<b>5,332</b>	<b>6,689</b>	<b>8,421</b>
%销售收入	0.3%	0.6%	0.6%	0.3%	0.2%	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%	41.6%	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%	-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	<b>负债</b>	<b>690</b>	<b>798</b>	<b>1,480</b>	<b>1,907</b>	<b>2,446</b>	<b>2,958</b>
投资收益	18	11	n.a	1	2	3	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,180</b>	<b>2,430</b>	<b>2,857</b>	<b>3,426</b>	<b>4,243</b>	<b>5,463</b>
%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	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,870</b>	<b>3,229</b>	<b>4,337</b>	<b>5,332</b>	<b>6,689</b>	<b>8,421</b>
税前利润	299	401	655	1,281	1,962	2,717	<b>比率分析</b>						
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	<b>每股指标</b>						
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
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>223</b>	<b>299</b>	<b>492</b>	<b>958</b>	<b>1,467</b>	<b>2,032</b>	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%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	10.22%	12.32%	17.21%	27.98%	34.58%	37.20%
净利润	223	299	492	958	1,467	2,032	总资产收益率	7.76%	9.28%	11.34%	17.97%	21.93%	24.13%
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%	26.91%	33.41%	36.11%
非现金支出	43	23	43	37	41	48	<b>增长率</b>						
非经营收益	-11	-2	6	-4	-4	-5	主营业务收入增长率	35.13%	27.38%	20.79%	85.97%	41.61%	32.07%
营运资金变动	-42	25	408	153	92	82	EBIT增长率	22.04%	46.98%	45.81%	114.90%	53.69%	39.10%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>212</b>	<b>346</b>	<b>948</b>	<b>1,144</b>	<b>1,597</b>	<b>2,157</b>	净利润增长率	26.45%	34.50%	64.15%	94.95%	53.10%	38.51%
资本开支	-120	-35	-50	-121	-388	-327	总资产增长率	12.92%	12.49%	34.33%	22.95%	25.46%	25.89%
投资	200	400	0	-6	-5	-5	<b>资产管理能力</b>						
其他	23	13	0	1	2	3	应收账款周转天数	1.9	1.5	1.0	1.2	0.9	1.1
<b>投资活动现金净流</b>	<b>102</b>	<b>378</b>	<b>-50</b>	<b>-126</b>	<b>-391</b>	<b>-329</b>	存货周转天数	1,162.2	951.9	927.0	700.0	650.0	600.0
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	45.9	34.9	29.6
其他	-49	-49	-65	-390	-650	-812	<b>偿债能力</b>						
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-49</b>	<b>-49</b>	<b>-65</b>	<b>-390</b>	<b>-642</b>	<b>-812</b>	净负债/股东权益	-46.18%	-54.22%	-75.38%	-81.22%	-78.87%	-79.85%
<b>现金净流量</b>	<b>266</b>	<b>675</b>	<b>834</b>	<b>629</b>	<b>564</b>	<b>1,016</b>	EBIT利息保障倍数	-24.5	-37.4	-20.8	-27.8	-34.4	-38.1
							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