

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

酒鬼酒(000799)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料行业首席分析师

执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

相关研究

酒鬼酒(000799.SZ): 价位占优, 政策灵活 2022.03.10

酒鬼酒(000799.SZ): 内参顺势奋楫, 酒鬼借势得势 2021.12.8

酒鬼酒(000799.SZ): 馥郁香万里传, 高端化迈全国 2021.11.27

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 势能不减, 深化进取

2022年04月28日

事件: 公司发布2021年年报及2022年一季报, 2021年公司营收34.14亿元, 同比+86.97%, 归母净利润8.93亿元, 同比+81.75%; 22Q1营收16.88亿元, 同比+86.04%, 归母净利润5.21亿元, 同比+94.46%。

- **四季度控货稳价, 开门红顺势达成。**21Q4 营收 7.75 亿元, 同比+10.81%, 归母净利润 1.73 亿元, 同比+7.82%, 主要系公司主动控货稳价。叠加部分开门红回款, 截至 2021 年末, 合同负债同比+6.63 亿元至 13.82 亿元, 为历史最高水平。大部分预收款于 22Q1 确认收入, 虽然一季度销售回款仅 9.42 亿元 (同比+17.38%), 但依旧保持高增势头顺利达成开门红, 截至一季度末, 合同负债仍有 6.75 亿元。二季度受疫情影响, 公司允许经销商分多次回款, 我们预计总体回款节奏与去年基本保持同步。
- **内参、酒鬼同步高增, 毛利率稳中有升, 净利率受收入确认节奏影响略有波动。**2021 年内参、酒鬼分别销售 996 吨、5583 吨 (同比+77%、+74%), 贡献收入 10.34 亿元、19.15 亿元 (同比+81%、+89%), 平均吨价 103.8 万元、34.3 万元 (同比+2%、+9%), 毛利率 92.1%、79.5% (同比-0.3pct, +0.1pct), 主要系成本增长影响。此外, 湘泉系列收入 1.76 亿元, 同比+12%, 因产品梳理, 销量同比-16%至 3522 吨, 吨价同比+33%至 5 万吨; 以内品为主的其他酒收入 2.79 亿元, 同比+256%, 销量同比+102%至 2315 吨, 吨价也同比+76%至 12 万元。随着结构调整, 2021 年公司毛利率总体上稳中有升, 同比+1.1pct 至 79.97%; 22Q1 毛利率同比+0.37pct 至 79.77%。受收入确认节奏影响, 费用率波动影响净利率, 净利率 2021 年同比-0.75pct 至 26.17%, 22Q1 同比+1.33pct 至 30.85%。
- **全国化布局初现成效, 加快核心市场深耕。**2021 年, 公司签约客户 1256 家, 净增加 493 家, 同比+60%, 凸显招商速度。在核心终端网点建设上, 达到 19752 家, 同比+137%, 全国地级市覆盖率 67%, 湖南省内县级市覆盖率 94%, 基本盘进一步夯实。专卖店一直是公司的特色渠道模式, 2021 年全国共计 590 家专卖店, 同比+134%。在全国化规划上, 公司将努力打造 15 亿级的大本营市场, 建设 10 个亿元省级市场, 打造 3 个 5 亿以上的基地市场, 深度开展全国化, 在馥郁香差异化及内参高端化的赋能下, 实现品牌复兴。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2022-2024 年摊薄每股收益分别为 4.57 元、6.21 元、8.21 元, 维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素:** 宏观经济不确定风险; 市场开拓不及预期风险; 行业竞争加剧风险

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1,826	3,414	5,051	6,564	8,403
增长率 YoY %	20.8%	87.0%	47.9%	30.0%	28.0%
归属母公司净利润 (百万元)	492	893	1,484	2,018	2,667
增长率 YoY%	64.1%	81.7%	66.1%	36.0%	32.1%
毛利率%	78.9%	80.0%	84.5%	85.8%	86.6%
净资产收益率ROE%	17.2%	25.4%	34.0%	36.5%	37.8%
EPS(摊薄)(元)	1.51	2.75	4.57	6.21	8.21
市盈率 P/E(倍)	103.44	77.28	33.75	24.82	18.78
市净率 P/B(倍)	17.80	19.59	11.47	9.07	7.11

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2022 年 04 月 28 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>流动资产</b>	3,590	5,141	6,404	8,064	10,205	
货币资金	2,154	3,343	4,165	5,666	7,515	
应收票据	388	500	692	809	921	
应收账款	3	0	8	9	9	
预付账款	11	21	23	28	34	
存货	1,027	1,269	1,498	1,532	1,703	
其他	7	8	17	20	23	
<b>非流动资产</b>	747	870	996	1,172	1,379	
长期股权投资	42	30	30	30	30	
固定资产	400	474	526	608	720	
无形资产	195	195	189	183	177	
其他	110	172	251	351	451	
<b>资产总计</b>	4,337	6,011	7,400	9,236	11,584	
<b>流动负债</b>	1,465	2,459	3,005	3,685	4,507	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	158	298	278	332	402	
其他	1,308	2,161	2,727	3,353	4,105	
<b>非流动负债</b>	15	28	28	28	28	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	15	28	28	28	28	
<b>负债合计</b>	1,480	2,487	3,034	3,713	4,535	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司	2,857	3,524	4,367	5,523	7,048	
<b>负债和股东权益</b>	4,337	6,011	7,400	9,236	11,584	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	1,826	3,414	5,051	6,564	8,403	
同比	20.8%	87.0%	47.9%	30.0%	28.0%	
归属母公司净利润	492	893	1,484	2,018	2,667	
同比	64.1%	81.7%	66.1%	36.0%	32.1%	
毛利率(%)	78.9%	80.0%	84.5%	85.8%	86.6%	
ROE%	17.2%	25.4%	34.0%	36.5%	37.8%	
EPS(摊薄)(元)	1.51	2.75	4.57	6.21	8.21	
P/E	103.44	77.28	33.75	24.82	18.78	
P/B	17.80	19.59	11.47	9.07	7.11	
EV/EBITDA	78.85	54.72	23.43	16.71	12.17	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>营业总收入</b>	1,826	3,414	5,051	6,564	8,403	
营业成本	386	684	781	932	1,130	
<b>营业税金及附加</b>	285	521	783	1,017	1,303	
销售费用	424	860	1,237	1,575	1,975	
管理费用	146	182	303	394	504	
研发费用	11	10	15	20	25	
财务费用	-28	-33	-38	-49	-66	
减值损失合	0	-3	1	1	1	
<b>投资净收益</b>	-2	3	3	3	4	
其他	1	4	10	13	17	
<b>营业利润</b>	602	1,194	1,982	2,692	3,555	
营业外收支	53	-5	-3	-1	1	
<b>利润总额</b>	655	1,189	1,979	2,691	3,556	
所得税	163	295	495	673	889	
<b>净利润</b>	492	893	1,484	2,018	2,667	
少数股东损	0	0	0	0	0	
<b>归属母公司</b>	492	893	1,484	2,018	2,667	
EBITDA	618	1,201	1,961	2,659	3,500	
EPS(当	1.51	2.75	4.57	6.21	8.21	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>经营活动现金流</b>	950	1,565	1,619	2,569	3,225	
净利润	492	893	1,484	2,018	2,667	
折旧摊销	43	44	30	34	34	
财务费用	0	7	0	0	0	
投资损失	2	-3	-3	-3	-4	
营运资金变	408	608	106	520	531	
其它	6	16	2	0	-2	
<b>投资活动现金流</b>	-50	-140	-107	-128	-125	
资本支出	-50	-140	-114	-132	-130	
长期投资	0	0	4	0	0	
其他	0	0	3	3	4	
<b>筹资活动现金流</b>	-65	-235	-690	-940	-1,250	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-65	-233	-690	-940	-1,250	
<b>现金流净增加额</b>	836	1,190	822	1,501	1,849	

## 研究团队简介

**马铮**，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，6年证券研究经验，曾在深圳市规划国土委从事房地产税基评估课题（国家社科基金）研究，关注宏观、地产、财税问题。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，聚焦突破行业及个股，对白酒、休闲食品、调味品、速冻食品等板块有深度研究与跟踪，重视估值和安全边际的思考。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。