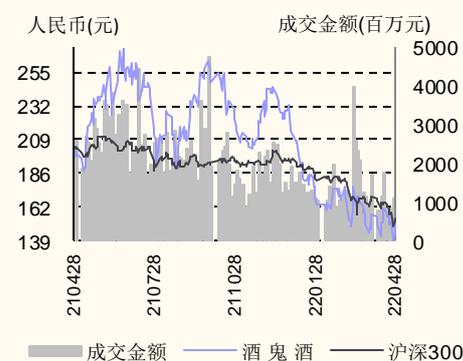


市场价格 (人民币): 154.16 元

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)	500.91
年内股价最高最低(元)	271.99/139.29
沪深 300 指数	3921
深证成指	10629



相关报告

- 1.《1-2 月业绩超预期, 馥郁香龙头势能延续-酒鬼酒 1-2 月经营数...》, 2022.3.10
- 2.《21 年实现高质量增长, 蓄力 22 年开门红-酒鬼酒业绩预告点评》, 2022.1.19
- 3.《短期扰动不改长期基本面, 估值性价比凸显-酒鬼酒跟踪点评报告》, 2022.1.8
- 4.《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
- 5.《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

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

叶韬 联系人

22 年开门红亮眼, 双品牌势能持续向好

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,826	3,414	4,539	5,882	7,386
营业收入增长率	20.79%	86.97%	32.93%	29.59%	25.58%
归母净利润(百万元)	492	893	1,364	1,850	2,387
归母净利润增长率	64.15%	81.75%	52.68%	35.60%	29.06%
摊薄每股收益(元)	1.51	2.75	4.20	5.69	7.35
每股经营性现金流净额	2.92	4.77	3.91	6.62	8.23
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.21%	25.35%	32.15%	35.45%	36.86%
P/E	103.44	77.28	36.72	27.08	20.98
P/B	17.80	19.59	11.80	9.60	7.73

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 4 月 28 日, 公司发布 21 年年报及 22 年一季报。21 全年实现营收 34.1 亿元, 同比+87.0%; 归母净利 8.9 亿元, 同比+81.7%。22 年一季度实现营收 16.9 亿元, 同比+86.0%; 归母净利 5.2 亿元, 同比+94.5%。

经营分析

- 业绩基本符合预期, 短期节奏或受扰动。考虑 21Q4+22Q1 营收同增 53%, 仍延续高增态势。但短期经营节奏仍受疫情扰动: 1) 3 月单月营收 2.9 亿元 (+6%); 归母净利 0.6 亿元 (-15%); 2) 22Q1 末预收款 7.8 亿元, 环比-7.8 亿元 (-50%), 同比+1.3 亿元 (+19%); 3) 销售收现 9.4 亿元 (+17%), 增速慢于营收端。产品端, 内参/酒鬼双轮驱动高增, 21 年营收分别实现 81%/89%增长。1) 22 年内参销售口径规划 24.5~30 亿元, 中枢增速在 50%左右, 战略以稳价增量为主; 22Q1 预计发货 40%左右, 销售口径占比预计 40%左右。2) 酒鬼 22Q1 销售口径占比预计 50%左右, 红坛渠道反馈单设团队运作宴席及核心终端, 稳抓稳打下 22 年增速或达 30%。
- 盈利能力提升, 部分系费用季度间节奏差异。22Q1 归母净利率为 30.9%, 同比+1.3pct, 主要系: 1) 毛利率+0.4pct 至 79.8%, 预计系内参表现相对略好带动结构优化; 2) 销售费用率-0.4pct 至 21.8%, 相对而言内参销售公司模式下费用投放会更灵活; 3) 管理费用率-1.7pct, 税金及附加占比+0.8pct, 预计系季度间确认节奏差异。
- 公司目前内参及酒鬼双轮驱动, 内参卡位高端价位带拔高品牌力, 酒鬼定位次高端中长期战略以构建核心大单品为主, 措施包括渠道管控、产品升级等。渠道端, 21 年公司签约客户同增 60%, 核心网点同增 137%, 专卖店同增 134%, 全国地级市覆盖率 67%, 省内县级市覆盖率 94%, 渠道布局成效斐然。伴随深度动销+全国化布局, 目标十四五末百亿营收。

投资建议

- 鉴于外部风险下动销略有扰动, 我们分别下调 22/23 年归母净利 6%/8%。预计公司 22-24 年归母净利增速分别为 53%/36%/29%, EPS 为 4.20/5.69/7.35 元, 对应 PE 分别为 37/27/21X, 维持“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济下行风险, 疫情反复风险, 结构升级不及预期, 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)							
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
主营业务收入	1,512	1,826	3,414	4,539	5,882	7,386	货币资金	1,318	2,154	3,343	3,850	4,964	6,308	
增长率	20.8%	87.0%	32.9%	29.6%	25.6%		应收账款	211	398	507	602	780	979	
主营业务成本	-336	-386	-684	-774	-912	-1,090	存货	933	1,027	1,269	1,294	1,500	1,792	
%销售收入	22.2%	21.1%	20.0%	17.1%	15.5%	14.8%	其他流动资产	5	11	21	18	21	25	
毛利	1,176	1,440	2,730	3,764	4,970	6,296	流动资产	2,467	3,590	5,141	5,764	7,264	9,104	
%销售收入	77.8%	78.9%	80.0%	82.9%	84.5%	85.2%	%总资产	76.4%	82.8%	85.5%	85.9%	87.2%	88.2%	
营业税金及附加	-241	-285	-521	-690	-894	-1,123	长期投资	101	103	89	97	92	91	
%销售收入	16.0%	15.6%	15.3%	15.2%	15.2%	15.2%	固定资产	427	424	554	613	716	843	
销售费用	-384	-424	-860	-1,089	-1,388	-1,721	%总资产	13.2%	9.8%	9.2%	9.1%	8.6%	8.2%	
%销售收入	25.4%	23.2%	25.2%	24.0%	23.6%	23.3%	无形资产	200	195	195	207	228	254	
管理费用	-147	-146	-182	-227	-294	-362	非流动资产	762	747	870	948	1,068	1,220	
%销售收入	9.7%	8.0%	5.3%	5.0%	5.0%	4.9%	%总资产	23.6%	17.2%	14.5%	14.1%	12.8%	11.8%	
研发费用	-10	-11	-10	-14	-18	-22	资产总计	3,229	4,337	6,011	6,712	8,332	10,323	
%销售收入	0.6%	0.6%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	短期借款	0	0	2	0	0	0	
息税前利润 (EBIT)	394	575	1,157	1,745	2,376	3,068	应付款项	418	453	667	675	822	997	
%销售收入	26.1%	31.5%	33.9%	38.4%	40.4%	41.5%	其他流动负债	366	1,012	1,790	1,765	2,263	2,820	
财务费用	11	28	33	65	79	101	流动负债	784	1,465	2,459	2,440	3,085	3,818	
%销售收入	-0.7%	-1.5%	-1.0%	-1.4%	-1.3%	-1.4%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	14	15	28	29	29	29	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	798	1,480	2,487	2,469	3,114	3,846	
投资收益	11	-2	3	4	4	4	普通股股东权益	2,430	2,857	3,524	4,243	5,219	6,477	
%税前利润	2.8%	n.a	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	其中：股本	325	325	325	325	325	325	
营业利润	400	602	1,194	1,813	2,459	3,174	未分配利润	710	1,137	1,804	2,523	3,499	4,757	
营业利润率	26.5%	33.0%	35.0%	39.9%	41.8%	43.0%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0	
营业外收支	1	53	-5	2	2	2	负债股东权益合计	3,229	4,337	6,011	6,712	8,332	10,323	
税前利润	401	655	1,189	1,815	2,461	3,176	比率分析		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
利润率	26.5%	35.9%	34.8%	40.0%	41.8%	43.0%	每股指标							
所得税	-101	-163	-295	-450	-611	-788	每股收益	0.92	1.51	2.75	4.20	5.69	7.35	
所得税率	25.3%	24.9%	24.8%	24.8%	24.8%	24.8%	每股净资产	7.48	8.79	10.85	13.06	16.06	19.93	
净利润	299	492	893	1,364	1,850	2,387	每股经营现金净流	1.12	2.92	4.77	3.91	6.62	8.23	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股股利	0.20	0.70	1.30	1.98	2.69	3.47	
归属于母公司的净利润	299	492	893	1,364	1,850	2,387	回报率							
净利率	19.8%	26.9%	26.2%	30.1%	31.4%	32.3%	净资产收益率	12.32%	17.21%	25.35%	32.15%	35.45%	36.86%	
							总资产收益率	9.28%	11.34%	14.86%	20.32%	22.20%	23.12%	
							投入资本收益率	12.08%	15.06%	24.53%	30.77%	34.10%	35.51%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	27.38%	20.79%	86.97%	32.93%	29.59%	25.58%	
							EBIT增长率	46.98%	45.81%	101.26%	50.79%	36.18%	29.16%	
							净利润增长率	34.50%	64.15%	81.75%	52.68%	35.60%	29.06%	
							总资产增长率	12.49%	34.33%	38.60%	11.66%	24.14%	23.90%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	1.5	1.0	0.2	0.2	0.2	0.2	
							存货周转天数	951.9	927.0	612.7	610.0	600.0	600.0	
							应付账款周转天数	113.2	131.3	121.5	120.0	120.0	120.0	
							固定资产周转天数	102.9	79.9	50.6	39.6	32.0	27.8	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	-54.22%	-75.38%	-94.82%	-90.73%	-95.11%	-97.38%	
							EBIT利息保障倍数	-37.4	-20.8	-35.5	-27.0	-30.0	-30.3	
							资产负债率	24.72%	34.12%	41.37%	36.78%	37.37%	37.26%	

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	6	23	38	86
增持	1	2	5	8	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.25	1.18	1.17	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-04-29	买入	203.00	N/A
2	2021-08-27	买入	208.53	N/A
3	2021-10-22	买入	233.41	N/A
4	2021-11-10	买入	210.40	268.00 ~ 268.00
5	2021-12-28	买入	231.81	N/A
6	2022-01-08	买入	197.92	N/A
7	2022-01-19	买入	184.90	N/A
8	2022-03-10	买入	149.70	N/A

来源：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