

2022年04月29日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

酒鬼酒(000799): 业绩符合预期, 内参酒鬼双轮驱动

推荐 (维持)

事件

分析师: 孙山山

执业证书编号: S1050521110005

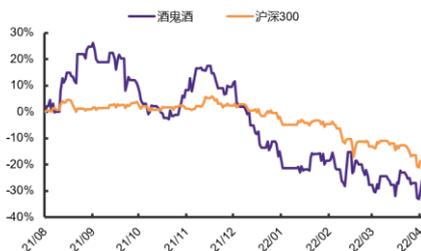
邮箱: sunss@cfsc.com.cn

基本数据

2022-04-28

当前股价(元)	154.16
总市值(亿元)	500.9
总股本(百万股)	324.9
流通股本(百万股)	324.9
52周价格范围(元)	136-276.89
日均成交额(百万元)	1,726.3

市场表现



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

相关研究

《酒鬼酒(000799)事件点评报告: 月度数据超预期, 趋势继续向好》——2022-03-11

《酒鬼酒(000799)事件点评报告: 业绩符合预期, 内参酒鬼双驱动》——2022-01-18

《酒鬼酒(000799)事件点评报告: 省外深度扩张, 内参酒鬼双驱动》——2021-12-27

《酒鬼酒(000799)动态研究报告: 内参成动力引擎, 势能持续向上》——2021-12-19

2022年04月28日晚间, 公司发布2021年年报和2022年一季度报: 2021年营业总收入34.14亿元(同增87%); 归母净利润8.93亿元(同增82%), 扣非净利润8.86亿元(同增102%)。2022Q1营业总收入16.88亿元(同增86%); 归母净利润5.21亿元(同增94.5%), 扣非净利润5.2亿元(同增94.8%)。

投资要点

■ 2021年顺利收官, 一季度业绩符合预期

公司2021年营业总收入34.14亿元(同增87%); 归母净利润8.93亿元(同增82%), 扣非净利润8.86亿元(同增102%)。其中2021Q4营收7.75亿元(同增10.81%), 归母净利润1.73亿元(同增7.82%), 扣非净利润1.68亿元(同增2.5%)。与此前公布的业绩快报相比, 收入符合预期, 利润落在中枢位置。2022Q1营业总收入16.88亿元(同增86%), 归母净利润5.21亿元(同增94.5%), 扣非净利润5.2亿元(同增94.8%)。毛利率2021年为80%(同增1.1pct), 其中2021Q4为80.2%(同增0.97pct), 2022Q1为79.8%(同减0.5pct), 系产品结构变化所致; 净利率2021年为26.2%(同减0.8pct), 其中2021Q4为22.4%(同减0.3pct), 2022Q1为30.9%(同增8.46pct), 整体盈利能力提升。合同负债2021年末为13.82亿元(环比增加8.6亿元, 同比增加6.7亿元), 2022Q1末为6.75亿元(环比下降7亿元, 同比增加1亿元), 蓄水池效应明显。2022Q1经营活动现金流净额0.43亿元(同减78%), 其中2022Q1回款9.42亿元(同增17.4%)。2022年经营目标: 以“高质量的高增长”为目标。

■ 内参持续高增长, 主要产品量价齐升

分产品看, 2021年酒鬼系列营收19.15亿元(同增13%), 占比56%(同增0.6pct), 毛利率79.5%(同增0.1pct); 内参系列营收10.34亿元(同增81%), 占比30%(同减1pct), 毛利率92%(同减0.32pct); 湘泉系列营收1.76亿元(同增11.71%), 占比5%(同减3.5pct); 其他系列营收2.79亿元(同增256%), 占比8.2%(同增4pct); 其他业务营收0.11亿元(同增126%), 占比0.32%(同增0.1pct)。量价角度, 2021年酒鬼系列销量5583吨(同增74%), 对应吨价为77.57万元/吨(同增145%); 内参系列销量996吨(同增

77%)，对应吨价为192.28万元/吨(同增89%)；湘泉系列销量3532吨(同减16%)，对应吨价为4.97万元/吨(同增33%)；其他系列销量2315吨(同增102%)，对应吨价为12.03万元/吨(同增76%)。

渠道来看，2021年线上渠道销售2.23亿元，线下渠道销售31.92亿元。签约客户1256家(同增60%)，核心终端网点达到19752家(同增137%)，全国专卖店590家(同增134%)，电商渠道实现销售收入2.22亿元(同增53%)。此外，公司渠道基本盘夯实，国市场地级市覆盖率达67%，湖南县级市场覆盖率94%。核心终端活跃度稳升，特色终端创新模式初显成效。

从产能看，2021年底目前产能1万吨左右，生产三区一期工程在建，生产三区二期工程及改扩建生产二区酿酒车间一期工程已通过董事会审批，二区一期工程预计2022年完成建设投产，建成后将新增0.2万吨馥郁香型基酒产能。新建生产三区占地面积328亩，总投资额23亿，项目预计2023年完成全部建设，建成后将新增1.08万吨馥郁香型基酒产能，1.78万吨基酒储存能力，上述项目完工后将新增1.28万吨产能。

■ 内参成动力引擎，中期目标实现在即

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。其中湘豫冀鲁为基地市场，京沪粤苏浙为高地市场。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。

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：酒鬼系列：湘泉=4:5:1。

2022年经营计划：产品方面：1) 聚焦价值单品，限制、减少低效SKU，强化大单品形象；2) 从产品定位、卖点提炼、设计开发、价值链管理到市场策略的逻辑具象化，提高产品管理能力。市场方面：1) 渠道上目标大本营市场核心终端“精耕细作”，建设10个亿元省级市场，打造3个5亿元以上基地市场，做强基地市场，突破高地市场；2) 营销向前台、中台、后台“全面开花”转变，坚持大商优商发展策略。

■ 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。我们预计2022-2024年EPS分别为4.50/6.17/8.15元，当前股价对应PE分别为34/25/19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	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入（百万元）	3,414	4,857	6,526	8,436
增长率（%）	87.0%	42.3%	34.4%	29.3%
归母净利润（百万元）	893	1,461	2,006	2,648
增长率（%）	81.7%	63.5%	37.3%	32.0%
摊薄每股收益（元）	2.75	4.50	6.17	8.15
ROE（%）	25.4%	31.6%	32.6%	32.4%

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	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产:					营业收入	3,414	4,857	6,526	8,436
现金及现金等价物	3,343	4,336	5,934	8,024	营业成本	684	924	1,213	1,535
应收款	507	532	447	347	营业税金及附加	521	738	985	1,265
存货	1,269	1,366	1,445	1,535	销售费用	860	1,166	1,560	2,008
其他流动资产	21	19	23	30	管理费用	182	194	255	321
流动资产合计	5,141	6,254	7,849	9,935	财务费用	-33	-121	-166	-225
非流动资产:					研发费用	10	14	19	25
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	1,019	1,253	1,667	2,129
固定资产	474	490	477	453	资产减值损失	-3	0	0	0
在建工程	81	32	13	5	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	195	185	175	166	投资收益	3	3	3	3
长期股权投资	30	30	30	30	营业利润	1,194	1,946	2,663	3,510
其他非流动资产	91	91	91	91	加: 营业外收入	3	2	3	4
非流动资产合计	870	829	786	745	减: 营业外支出	9	7	6	7
资产总计	6,011	7,083	8,635	10,680	利润总额	1,189	1,941	2,660	3,507
流动负债:					所得税费用	295	479	654	859
短期借款	0	0	0	0	净利润	893	1,461	2,006	2,648
应付账款、票据	298	273	301	307	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	2,160	2,160	2,160	2,160	归母净利润	893	1,461	2,006	2,648
流动负债合计	2,459	2,434	2,462	2,468					
非流动负债:					主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	28	28	28	28	营业收入增长率	87.0%	42.3%	34.4%	29.3%
非流动负债合计	28	28	28	28	归母净利润增长率	81.7%	63.5%	37.3%	32.0%
负债合计	2,487	2,463	2,491	2,497	盈利能力				
所有者权益					毛利率	80.0%	81.0%	81.4%	81.8%
股本	325	325	325	325	四项费用/营收	29.9%	25.8%	25.6%	25.2%
股东权益	3,524	4,620	6,145	8,183	净利率	26.2%	30.1%	30.7%	31.4%
负债和所有者权益	6,011	7,083	8,635	10,680	ROE	25.4%	31.6%	32.6%	32.4%
					偿债能力				
现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	41.4%	34.8%	28.8%	23.4%
净利润	893	1461	2006	2648	营运能力				
少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8
折旧摊销	42	41	42	41	应收账款周转率	6.7	9.1	14.6	24.3
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	0.5	1.2	1.5	1.8
营运资金变动	629	-144	30	11	每股数据 (元/股)				
经营活动现金净流量	1565	1358	2078	2699	EPS	2.75	4.50	6.17	8.15
投资活动现金净流量	-140	32	33	32	P/E	56.1	34.3	25.0	18.9
筹资活动现金净流量	-432	-365	-481	-609	P/S	14.7	10.3	7.7	5.9
现金流量净额	993	1,024	1,630	2,122	P/B	14.2	10.8	8.2	6.1

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、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和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。

何宇航：山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，1年食品饮料卖方研究经验。于2022年1月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

■ 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。

■ 免责声明

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。