

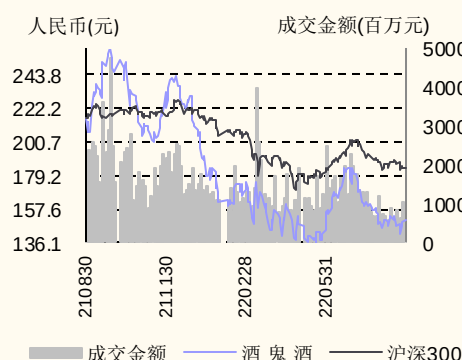
酒鬼酒 (000799.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 149.95 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)	487.23
年内股价最高最低(元)	260.81/136.07
沪深 300 指数	4090
深证成指	12018

**相关报告**

- 1.《关注疫后修复高弹性，长期品牌张力充足-酒鬼酒跟踪点评》，2022.5.11
- 2.《22 年开门红亮眼，双品牌势能持续向好-酒鬼酒 21 年报&22 一...》，2022.4.28
- 3.《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
- 4.《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
- 5.《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

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

叶韬 联系人
yetao@gjzq.com.cn

阶段性业绩扰动，稳健中谋规模、做动销**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	4,512	5,933	7,419
营业收入增长率	20.8%	87.0%	32.2%	31.5%	25.0%
归母净利润(百万元)	492	893	1,295	1,755	2,258
归母净利润增长率	64.1%	81.7%	45.0%	35.5%	28.6%
摊薄每股收益(元)	1.51	2.75	3.99	5.40	6.95
每股经营性现金流净额	2.92	4.82	3.77	6.32	8.11
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.2%	25.4%	30.8%	34.2%	35.7%
P/E	103.44	77.28	37.62	27.76	21.58
P/B	17.80	19.59	11.58	9.49	7.71

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 8 月 29 日，公司发布 22 年中报。期内实现营收 25.4 亿元，同比+48.0%；归母净利 7.2 亿元，同比+40.7%。

经营分析

- 单 Q2 营收略高于此前预期，归母净利符合预期。分产品看，22H1 内参/酒鬼/湘泉收入分别为 6.5/14.7/1.5 亿元，同比+24.3%/+50.0%/+70.0%；拆分量价看，量同比分别为 +23.5%/+49.6%/+72.3%，价同比分别仅 +0.7%/+0.3%/-1.3%，放量是业绩贡献的核心。
- 外部风险扰动下，公司产品中酒鬼、湘泉增速明显高于内参，渠道动销率方面恢复率内参也会略低。22H1 内参/酒鬼毛利率为 92.4%/79.6%，同比略降/持平，整体酒类毛利率由于产品结构的阶段性弱化下降 1.1pct 至 79.2% (单 Q2 整体毛利率下降 3.4pct 至 77.8%)。
- 尽管 Q2 市场开发节奏受疫情扰动影响，但上半年公司总客户达 1479 家，较 21 年末+223 家 (主要华东/华北分别+131 家/+51 家)；全国核心终端网点达 2.5 万家 (21 年末近 2 万家)，地级市覆盖率 72% (21 年末 67%)，湖南县级市场覆盖率 99% (21 年末 94%)，基本面渗透率更进一步。
- 盈利能力方面，除毛利率受产品结构影响有所下滑外，单 Q2 销售费用率同比+5.5pct (主要系期内促销费用大幅增加，22H1 促销费用同比翻倍，而 Q1 销售费用率同比-0.4pct)，营业税金及附加占比同比+1.4pct，从而导致归母净利率同比-6.9pct。公司目前积极推进费用投入方向转型，从抓回款到抓动销转变，核心在于打基础、做品牌。此外，Q2 末合同负债规模 5.6 亿元，环比-1.2 亿元；Q2 销售收现 10.0 亿元，同比-12.0%。公司今年战略思维以稳定、健康发展为主，谋规模、做动销，我们认为全年目标完成的置信度仍较高，稳健思路下发展路径会更扎实。

投资建议

- 我们预计公司归母净利分别同比+45.0%/+35.5%/+28.6%，对应归母净利 13.0/17.6/22.6 亿元；EPS 分别为 3.99/5.40/6.95 元，当前股价对应 PE 分别为 38/28/22 倍，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)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	1,512	1,826	3,414	4,512	5,933	7,419
增长率		20.8%	87.0%	32.2%	31.5%	25.0%
主营业务成本	-336	-386	-684	-854	-1,066	-1,271
%销售收入	22.2%	21.1%	20.0%	18.9%	18.0%	17.1%
毛利	1,176	1,440	2,730	3,659	4,867	6,148
%销售收入	77.8%	78.9%	80.0%	81.1%	82.0%	82.9%
营业税金及附加	-241	-285	-521	-686	-896	-1,113
%销售收入	16.0%	15.6%	15.3%	15.2%	15.1%	15.0%
销售费用	-384	-424	-860	-1,119	-1,460	-1,814
%销售收入	25.4%	23.2%	25.2%	24.8%	24.6%	24.5%
管理费用	-147	-146	-182	-226	-285	-349
%销售收入	9.7%	8.0%	5.3%	5.0%	4.8%	4.7%
研发费用	-10	-11	-10	-13	-18	-22
%销售收入	0.6%	0.6%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
息税前利润 (EBIT)	394	575	1,157	1,615	2,209	2,851
%销售收入	26.1%	31.5%	33.9%	35.8%	37.2%	38.4%
财务费用	11	28	33	73	88	111
%销售收入	-0.7%	-1.5%	-1.0%	-1.6%	-1.5%	-1.5%
资产减值损失	-18	-2	-12	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	11	-2	3	4	5	6
%税前利润	2.8%	n.a	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
营业利润	400	602	1,194	1,702	2,312	2,979
营业利润率	26.5%	33.0%	35.0%	37.7%	39.0%	40.1%
营业外收支	1	53	-5	20	22	24
税前利润	401	655	1,189	1,722	2,334	3,003
利润率	26.5%	35.9%	34.8%	38.2%	39.3%	40.5%
所得税	-101	-163	-295	-427	-579	-745
所得税率	25.3%	24.9%	24.8%	24.8%	24.8%	24.8%
净利润	299	492	893	1,295	1,755	2,258
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	299	492	893	1,295	1,755	2,258
净利率	19.8%	26.9%	26.2%	28.7%	29.6%	30.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	299	492	893	1,295	1,755	2,258
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	59	45	56	48	63	81
非经营收益	-2	6	7	-27	-31	-34
营运资金变动	25	408	608	-93	267	329
经营活动现金净流	382	950	1,565	1,224	2,053	2,634
资本开支	-35	-50	-140	-198	-246	-294
投资	400	0	0	0	0	0
其他	13	0	0	4	5	6
投资活动现金净流	378	-50	-140	-194	-241	-288
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	-2	0	0
其他	-49	-65	-235	-613	-830	-1,068
筹资活动现金净流	-49	-65	-235	-614	-830	-1,068
现金净流量	711	836	1,190	416	982	1,278

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,318	2,154	3,343	3,758	4,740	6,017
应收款项	211	398	507	599	787	985
存货	933	1,027	1,269	1,426	1,768	2,089
其他流动资产	5	11	21	20	21	26
流动资产	2,467	3,590	5,141	5,803	7,316	9,116
%总资产	76.4%	82.8%	85.5%	84.7%	85.4%	85.9%
长期投资	101	103	89	89	89	89
固定资产	427	424	554	719	920	1,152
%总资产	13.2%	9.8%	9.2%	10.5%	10.7%	10.9%
无形资产	200	195	195	202	208	215
非流动资产	762	747	870	1,045	1,255	1,497
%总资产	23.6%	17.2%	14.5%	15.3%	14.6%	14.1%
资产总计	3,229	4,337	6,011	6,848	8,571	10,613
短期借款	0	0	2	0	0	0
应付款项	418	453	667	717	897	1,072
其他流动负债	366	1,012	1,790	1,894	2,512	3,189
流动负债	784	1,465	2,459	2,611	3,410	4,261
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	14	15	28	29	29	29
负债	798	1,480	2,487	2,641	3,438	4,290
普通股股东权益	2,430	2,857	3,524	4,207	5,132	6,323
其中：股本	325	325	325	325	325	325
未分配利润	710	1,137	1,804	2,487	3,412	4,603
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	3,229	4,337	6,011	6,848	8,571	10,613

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.922	1.513	2.750	3.986	5.402	6.949
每股净资产	7.480	8.793	10.846	12.948	15.796	19.459
每股经营现金净流	1.175	2.924	4.815	3.767	6.319	8.107
每股股利	0.200	0.700	1.300	1.885	2.554	3.285
回报率						
净资产收益率	12.32%	17.21%	25.35%	30.79%	34.20%	35.71%
总资产收益率	9.28%	11.34%	14.86%	18.91%	20.48%	21.28%
投入资本收益率	12.08%	15.06%	24.53%	28.72%	32.23%	33.79%
增长率						
主营业务收入增长率	27.38%	20.79%	86.97%	32.16%	31.49%	25.04%
EBIT增长率	46.98%	45.81%	101.26%	39.58%	36.78%	29.06%
净利润增长率	34.50%	64.15%	81.75%	44.96%	35.51%	28.65%
总资产增长率	12.49%	34.33%	38.60%	13.92%	25.16%	23.83%
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	605.0	600.0
应付账款周转天数	113.2	131.3	121.5	115.0	111.0	107.0
固定资产周转天数	102.9	79.9	50.6	46.8	44.3	43.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-54.22%	-75.38%	-94.82%	-89.33%	-92.35%	-95.17%
EBIT利息保障倍数	-37.4	-20.8	-35.5	-22.1	-25.2	-25.7
资产负债率	24.72%	34.12%	41.37%	38.56%	40.12%	40.42%

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	0	4	13	27	80
增持	0	0	4	9	1
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.24	1.25	1.04

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-10-22	买入	233.41	N/A
2	2021-11-10	买入	210.40	268.00 ~ 268.00
3	2021-12-28	买入	231.81	N/A
4	2022-01-08	买入	197.92	N/A
5	2022-01-19	买入	184.90	N/A
6	2022-03-10	买入	149.70	N/A
7	2022-04-28	买入	144.49	N/A
8	2022-05-11	买入	138.45	N/A

来源：国金证券研究所

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



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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。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;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

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