

酒鬼酒 (000799.SZ)

21Q1 业绩超预期, 公司有望延续高速增长趋势

核心观点:

- **全国化扩张带动公司收入高速增长, 20Q1 业绩大超预期。**公司披露 20 年业绩快报, 公司 20 年收入 18.26 亿元, 同增 20.79%; 20Q4 收入 6.99 亿元, 同增 28.50%。公司公告预计 21Q1 营业收入为 9.06 亿元左右, 同增 190%左右, 公司收入高速增长, 我们认为主要因为: (1) 公司管理改革效果凸显, 不断推动公司收入增长; (2) 20Q1 收入基数较低。公司公告 20 年归母净利润 4.92 亿元, 同增 64.15%; 20Q4 归母净利润 1.61 亿元, 同增 39.26%, 净利润高速增长主要因为: (1) 公司高端产品增长带动业绩提升; (2) 公司诉讼收到赔偿款增厚利润。公司预告 21Q1 归母净利润为 2.5~2.7 亿元, 同增 160.22~181.04%, 大超市市场预期, 我们认为主要是公司收入高速增长所致; 20Q1 业绩增速低于收入增速, 我们预计是公司加速全国扩张, 费用投入加大所致。
- **管理改革渠道模式理顺, 公司有望延续高速增长趋势。**公司十四五规划目标为“突破 30 亿元, 跨越 50 亿元, 迈向 100 亿元”, 彰显公司保持高速发展的信心。在 18 年底新任管理层渠道革新成立内参销售公司后, 内参省内市占率提升明显, 未来内参有望凭借品牌、产品和渠道的独特竞争优势, 进一步提高省内市占率; 且内参作为具有全国化基因的品牌, 未来省外空间广阔。次高端白酒行业竞争较为激烈但成长性高, 公司的次高端酒鬼系列有望跟随次高端行业增长而共同增长。
- 我们预计 20-22 年公司收入分别为 18.26/29.79/40.47 亿元, 同比增长 20.79%/63.12%/35.86%, 归母净利润分别为 4.92/8.51/12.03 亿元, 同比增长 64.19%/73.14%/41.25%, EPS 分别为 1.51/2.62/3.70 元/股, 按最新收盘价对应 PE 为 104/60/43 倍。考虑公司成长性, 我们给予 2021 年 65 倍 PE, 合理价值为 170 元/股, 维持买入评级。
- **风险提示。**全国化不及预期; 产品升级不及预期; 食品安全风险。

盈利预测: (注:此表及附表中 2018、2019 年为未调整报表数据)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,187	1,512	1,826	2,979	4,047
增长率 (%)	35.1	27.4	20.8	63.1	35.9
EBITDA (百万元)	306	435	603	1,124	1,576
归母净利润 (百万元)	223	299	492	851	1,203
增长率 (%)	26.5	34.5	64.2	73.1	41.2
EPS (元/股)	0.69	0.92	1.51	2.62	3.70
市盈率 (P/E)	23.32	38.89	104.44	60.32	42.70
ROE (%)	10.2	12.3	17.7	24.9	27.8
EV/EBITDA	13.70	23.73	82.50	43.79	30.72

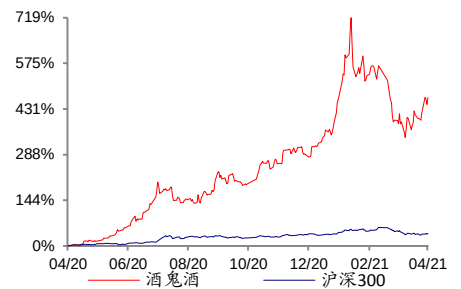
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	158.05 元
合理价值	170 元
前次评级	买入
报告日期	2021-04-02

相对市场表现



分析师:

王永锋



SAC 执证号: S0260515030002

SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

分析师:

袁少州



SAC 执证号: S0260520070004



021-38003629



yuanshaozhou@gf.com.cn

请注意, 袁少州并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

酒鬼酒 (000799.SZ): 管理层	2020-12-09
推进渠道变革, 有望借助内参	
再度崛起	
酒鬼酒 (000799.SZ): 20Q3	2020-10-29
内参延续高增长, 公司进入高	
速成长轨道	
酒鬼酒 (000799.SZ): Q3 收	2020-10-15
入加速增长, 业绩增长超预期	

公司发布2020年业绩快报，公告2020年营业收入18.26亿元，同比增长20.79%；归母净利润4.92亿元，同比增长64.15%。公司发布2021年第一季度业绩预告，预计21Q1营业收入为9.06亿元左右，同比增长190%左右；归母净利润2.5~2.7亿元，同比增长160.22~181.04%。公司21Q1业绩大超市场预期，点评如下：

一、全国化扩张带动公司收入高速增长，20Q1 业绩大超预期

公司业绩快报公告2020年公司收入18.26亿元，同比增长20.79%；20Q4公司收入6.99亿元，同比增长28.50%。公司发布2021年第一季度业绩预告，预计21Q1营业收入为9.06亿元左右，同比增长190%左右，公司收入高速增长，我们认为主要因为：（1）公司管理改革效果凸显，不断推动公司收入增长，一是品牌聚焦于高端酒内参以及次高端红坛，二是渠道方面成立内参销售公司，渠道关系理顺，省外加速扩张贡献增量。（2）20Q1收入基数较低，受疫情影响，20Q1公司收入同比下降9.68%。

公司业绩快报公告2020年公司归母净利润4.92亿元，同比增长64.15%；20Q4公司归母净利润1.61亿元，同比增长39.26%。公司2020年归母净利润实现高速增长主要因为：（1）公司高端产品增长带动业绩提升；（2）公司诉讼收到赔偿款增厚利润（税后非经常性损益净增5341.98万元，扣除后2020年归母净利润增长50.73%）。公司业绩预告2021年第一季度归母净利润为2.5~2.7亿元，同比增长160.22~181.04%，大超市场预期，我们认为主要是公司收入高速增长所致；公司20Q1业绩增速低于收入增速，我们预计是公司加速全国扩张，费用投入加大所致。

二、管理改革渠道模式理顺，公司有望延续高速增长趋势

公司于2020年度经销商大会上提出，十四五规划目标为“突破30亿元，跨越50亿元，迈向100亿元”，彰显了公司对于十四五期间保持高速发展的信心。在18年底新任管理层渠道革新成立内参销售公司后，内参省内市占率提升明显，未来内参有望凭借品牌、产品和渠道的独特竞争优势，进一步提高省内市占率；且内参作为具有全国化基因的品牌，未来省外空间广阔。次高端白酒行业竞争较为激烈但成长性高，公司的次高端酒鬼系列有望跟随次高端行业增长而共同成长。

公司自18年底起将内参酒成立销售公司单独运作，给予经销商充足激励，经历两年多的表现，基本验证了公司操作思路的正确性。馥郁香型高端酒的代表内参在白酒行业中具有独特的文化和品牌价值，实控人中粮集团的支持叠加公司销售团队的务实风格，以及高端酒行业优质的赛道，我们认为公司未来大概率延续高速增长趋势。

三、盈利预测

我们预计 20-22 年公司收入分别为 18.26/29.79/40.47 亿元，同比增长 20.79%/63.12%/35.86%，归母净利润分别为 4.92/8.51/12.03 亿元，同比增长 64.19%/73.14%/41.25%，EPS 分别为 1.51/2.62/3.70 元/股，按最新收盘价对应 PE 为 104/60/43 倍。考虑公司成长性，我们给予 2021 年 65 倍 PE，合理价值为 170 元/股，维持买入评级。

四、风险提示

- 1.全国化不及预期。若公司省外业务推进受阻，将影响收入、业绩增长。
- 2.产品升级不及预期。若内参推广不畅，则影响收入、业绩增长。
- 3.食品安全。如出现食品安全问题，则对公司销量有较大影响。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,095	2,467	3,031	4,107	5,478	经营活动现金流	212	382	341	731	1,093
货币资金	1,007	1,318	1,576	2,129	2,952	净利润	223	299	492	851	1,203
应收及预付	255	208	298	459	634	折旧摊销	37	41	32	33	32
存货	822	933	1,145	1,502	1,869	营运资金变动	-42	25	-115	-131	-113
其他流动资产	11	8	12	17	24	其它	-6	16	-67	-22	-30
非流动资产	776	762	730	697	665	投资活动现金流	102	378	67	22	30
长期股权投资	45	43	43	43	43	资本支出	-120	-35	53	0	0
固定资产	479	426	399	371	343	投资变动	200	400	0	0	0
在建工程	17	1	1	1	1	其他	23	13	14	22	30
无形资产	96	200	195	191	186	筹资活动现金流	-49	-49	-150	-200	-300
其他长期资产	139	92	92	92	92	银行借款	0	0	0	0	0
资产总计	2,870	3,229	3,761	4,804	6,142	股权融资	0	0	0	0	0
流动负债	680	784	975	1,367	1,802	其他	-49	-49	-150	-200	-300
短期借款	0	0	0	0	0	现金净增加额	266	711	258	553	822
应付及预收	243	327	389	582	779	期初现金余额	341	607	1,318	1,576	2,129
其他流动负债	438	457	586	785	1,023	期末现金余额	607	1,318	1,576	2,129	2,952
非流动负债	10	14	14	14	14						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	10	14	14	14	14						
负债合计	690	798	989	1,381	1,816						
股本	325	325	325	325	325						
资本公积	1,161	1,161	1,161	1,161	1,161						
留存收益	693	944	1,286	1,937	2,840						
归属母公司股东权益	2,180	2,430	2,772	3,424	4,326						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
负债和股东权益	2,870	3,229	3,761	4,804	6,142						

利润表						主要财务比率					
单位: 百万元											
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,187	1,512	1,826	2,979	4,047	成长能力					
营业成本	251	336	364	494	616	营业收入增长	35.1%	27.4%	20.8%	63.1%	35.9%
营业税金及附加	190	241	292	447	607	营业利润增长	28.6%	35.7%	50.5%	88.6%	41.2%
销售费用	346	384	450	720	971	归母净利润增长	26.5%	34.5%	64.2%	73.1%	41.2%
管理费用	128	147	137	209	283	获利能力					
研发费用	4	10	12	19	26	毛利率	78.8%	77.8%	80.1%	83.4%	84.8%
财务费用	-11	-11	-14	-19	-25	净利率	18.8%	19.8%	26.9%	28.6%	29.7%
资产减值损失	6	-18	0	0	0	ROE	10.2%	12.3%	17.7%	24.9%	27.8%
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	ROIC	9.2%	12.1%	15.5%	23.9%	26.8%
投资净收益	18	11	14	22	30	偿债能力					
营业利润	295	400	602	1,135	1,603	资产负债率	24.1%	24.7%	26.3%	28.7%	29.6%
营业外收支	4	1	53	0	0	净负债比率	31.7%	32.8%	35.7%	40.3%	42.0%
利润总额	299	401	655	1,135	1,603	流动比率	3.08	3.15	3.11	3.00	3.04
所得税	76	101	163	284	401	速动比率	1.86	1.95	1.93	1.90	2.00
净利润	223	299	492	851	1,203	营运能力					
少数股东损益	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.41	0.47	0.49	0.62	0.66
归属母公司净利润	223	299	492	851	1,203	应收账款周转率	196.20	224.69	214.32	217.67	216.54
EBITDA	306	435	603	1,124	1,576	存货周转率	1.44	1.62	1.59	1.98	2.17
EPS (元)	0.69	0.92	1.51	2.62	3.70	每股指标 (元)					
						每股收益	0.69	0.92	1.51	2.62	3.70
						每股经营现金流	0.65	1.18	1.05	2.25	3.36
						每股净资产	6.71	7.48	8.53	10.54	13.31
						估值比率					
						P/E	23.32	38.89	104.44	60.32	42.70
						P/B	2.38	4.79	18.53	15.00	11.87
						EV/EBITDA	13.70	23.73	82.50	43.79	30.72

广发食品饮料研究小组

王永锋：首席分析师，经济学硕士，12 年证券行业工作经验。

王文丹：联席首席分析师，管理学硕士，6 年证券行业工作经验。

刘景瑜：资深分析师，统计学硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。

袁少州：高级分析师，经济学硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。

李钧馨：经济学硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。

罗捷：经济学硕士，2018 年加入广发证券研究中心。

张子健：管理学硕士，2021 年加入广发证券研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北 路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号李 宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部

分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。