

2021年01月17日

2020 年业绩符合预期

酒鬼酒(000799)

评级:	增持	股票代码:	000799
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	232.18/25.53
目标价格:		总市值(亿)	601.09
最新收盘价:	184.99	自由流通市值(亿)	601.09
		自由流通股数(百万)	324.93

事件概述

公司发布 2020 年业绩预告，2020 年归母净利润 4.55-4.95 亿元，同比+52%-65%，EPS 1.4-1.52 元/股。对应 4Q20 净利 1.24-1.64 亿元，同比+7.6%-42.2%。

分析判断:

► 2020 年业绩符合预期

2020 年业绩预告符合预期，我们预计公司 2020 年净利接近区间上限，预计全年收入落于 17-18 亿之间。

公司核心增长动力来自于内参，我们预计 2020 年内参收入 5-5.5 亿元，同比+51%-66%，其中 1H20 实现收入同比+75%，预计 2H20 同比增速放缓、但仍在 50%+。我们预计 2020 年内参湖南省内占比约 70%，2021 年内参在省内销售额仍有提升空间，公司适时选择“(省内)稳价(省外)增量”的策略打法，即对湖南省内市场通过配额制稳定价盘，进而稳住省外价盘，在稳定的价盘基础上加大费用投放开拓省外市场，这在 3Q20 内参销售增速略有放缓上有所体现，预计 2021 年将延续此项策略打法，也符合开启内参酒全国化的战略方向。内参省外重点市场包括京津冀、河南、华南、华东等，我们判断各重点市场 2021 年可达到亿元销售额。预计 2021 年公司加大费用投入，2021 全年内参有望在 2020 年基础上实现接近翻倍增长。

我们预计 2020 年酒鬼系列收入 10 亿元+，同比略增，其中 1H20 因疫情冲击收入同比-22.8%，Q3 明显修复，预计 Q4 恢复常态增长，预计 2021 上半年在低基数下同比增速将较为亮眼。量价齐升是酒鬼系列主要策略，2020 年公司对战略单品红坛酒鬼酒进行了包装换新升级，升级后的 18 红坛、20 红坛终端售价提升。目前处于新、老产品交替期，预计需要 1-2 个月老品库存消耗。酒鬼系列省外收入占比约 60%，省外主力市场河南、河北、山东。通过产品升级、提高渠道渗透率，预计 2021 年酒鬼系列在低基数下有望实现 20%左右收入增长。

► 缘起缘灭，花落花开，公司走在一条康庄大道上

公司自 2017 年底新任领导班子就任后，开启了研究酒鬼作为中粮酒业旗下唯一白酒公司如何发展之路，成功借鉴泸州老窖公司的品牌专营公司模式，构造了一套围绕内参的销售体系，整合了高端酒经销商资源共同入股发展内参酒，从而盘活了内参的增长，进而盘活了公司的成长。内参赢则酒鬼赢，这背后便是将内参作为火车头的带头作用作为主导的思路，也只有这样，未来次高端系列才能更好的发展。公司已经走在了一条康庄大道上。

投资建议

公司 2020 年业绩符合预期，预计 Q4 内参仍保持高速增长、酒鬼系列处于风格转换阶段。我们认为 2021 年内参加快推进全国化、可实现翻倍式增长，酒鬼系列在低基数下迎来修复增长。根据最新盈利预告和跟踪情况，我们调整公司盈利预测 2020-2022 年净利 4.9/6.7/9.3 亿元，此前为 4.2/6.2/8.9 亿元。目前股价对应 2020 年 P/E 123 倍，已处于较高估值区间，调整为增持评级。

风险提示

疫情反复;省外市场拓展不及预期;食品安全问题等。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,187	1,512	1,761	2,455	3,113
YoY (%)	35.1%	27.4%	16.4%	39.4%	26.8%
归母净利润(百万元)	223	299	490	670	934
YoY (%)	26.5%	34.5%	63.5%	36.9%	39.3%
毛利率 (%)	78.8%	77.8%	79.0%	79.5%	80.3%
每股收益 (元)	0.69	0.92	1.51	2.06	2.87
ROE	10.2%	12.3%	17.1%	19.2%	21.3%
市盈率	269.93	200.70	122.78	89.71	64.38

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

联系人: 刘来珍

邮箱: liulz@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,512	1,761	2,455	3,113	净利润	299	490	670	934
YoY (%)	27.4%	16.4%	39.4%	26.8%	折旧和摊销	41	39	44	50
营业成本	336	370	503	612	营运资金变动	25	-413	-215	-168
营业税金及附加	241	282	393	498	经营活动现金流	382	33	484	798
销售费用	384	405	500	550	资本开支	-35	-28	-100	-107
管理费用	147	148	196	249	投资	400	0	0	0
财务费用	-11	-26	-31	-41	投资活动现金流	378	-13	-85	-92
资产减值损失	-18	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	11	15	15	15	债务募资	0	0	0	0
营业利润	400	588	897	1,247	筹资活动现金流	-49	-49	-49	-49
营业外收支	1	67	0	3	现金净流量	711	-28	350	657
利润总额	401	655	897	1,250	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	101	166	227	316	成长能力				
净利润	299	490	670	934	营业收入增长率	27.4%	16.4%	39.4%	26.8%
归属于母公司净利润	299	490	670	934	净利润增长率	34.5%	63.5%	36.9%	39.3%
YoY (%)	34.5%	63.5%	36.9%	39.3%	盈利能力				
每股收益	0.92	1.51	2.06	2.87	毛利率	77.8%	79.0%	79.5%	80.3%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率率	19.8%	27.8%	27.3%	30.0%
货币资金	1,318	1,289	1,640	2,297	总资产收益率 ROA	9.3%	13.5%	14.9%	16.7%
预付款项	4	15	20	24	净资产收益率 ROE	12.3%	17.1%	19.2%	21.3%
存货	933	1,115	1,448	1,678	偿债能力				
其他流动资产	212	381	530	671	流动比率	3.15	3.82	3.62	3.85
流动资产合计	2,467	2,801	3,638	4,670	速动比率	1.95	2.28	2.16	2.45
长期股权投资	43	43	43	43	现金比率	1.68	1.76	1.63	1.89
固定资产	426	461	490	514	资产负债率	24.7%	20.7%	22.6%	21.9%
无形资产	200	212	228	255	经营效率				
非流动资产合计	762	818	874	934	总资产周转率	0.47	0.49	0.54	0.56
资产合计	3,229	3,619	4,512	5,604	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	0.92	1.51	2.06	2.87
应付账款及票据	120	101	131	151	每股净资产	7.48	8.84	10.75	13.47
其他流动负债	664	633	874	1,061	每股经营现金流	1.18	0.10	1.49	2.46
流动负债合计	784	734	1,005	1,212	每股股利	0.00	0.15	0.15	0.15
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	14	14	14	14	PE	200.70	122.78	89.71	64.38
非流动负债合计	14	14	14	14	PB	4.79	17.71	14.56	11.62
负债合计	798	748	1,019	1,226					
股本	325	325	325	325					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	2,430	2,871	3,493	4,377					
负债和股东权益合计	3,229	3,619	4,512	5,604					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

郭辉：华西证券食品饮料高级分析师，曾就职于产业营销咨询公司北京盛初，并服务于国内多家上市酒企；并曾就职于古井贡酒及负责相关业务工作，9年白酒行业营销及咨询从业经验，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

刘来珍：华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖乳制品、肉制品板块；上海交通大学金融学硕士，2020年9月加入华西证券研究所。

王厚：华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。