

证券研究报告—动态报告/公司快评

食品饮料

酒鬼酒（000799）

买入

饮料

重大事件快评

（维持评级）

2021年06月21日

动销稳步向好，21Q2 公司业绩有望延续高增

证券分析师：陈青青 0755-22940855 chenqingq@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520110001
证券分析师：熊鹏 021-60875164 xiongpeng@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520080002
联系人：李依琳 010-88005029 liyilin1@guosen.com.cn

事项：

近期，我们参加了公司 2020 年度股东大会及投资者交流会，在此跟踪反馈公司最新动态情况。

国信食品饮料观点：1) 公司在 2020 年度股东大会上对未来发展规划和工作重点进行了详细阐述，坚定做大做强品牌，全力筑基市场格局，优化市场布局；2) 短期看，渠道回款动销良性势头不减，21Q2 公司业绩有望持续高增；3) 中长期看，未来两年次高端白酒高景气下，公司有望持续受益渠道扩张下沉带来的补库存需求；4) 投资建议：看好公司产品势能持续提升和全国化扩张稳步推进，预计 2021-2023 年公司营业收入为 28.35/36.87/45.77 亿元，归母净利润为 8.18/10.90/14.01 亿元，对应摊薄 EPS 为 2.52/3.36/4.31 元，对应当前股价 PE 为 107/80/63X，维持“买入”评级。

评论：

■ 坚定做大做强品牌，全力筑基市场格局，优化市场布局

近日，公司在 2020 年度股东大会上对未来发展规划和工作重点进行了详细阐述，我们总结要点如下：1) 产品规划方面，未来内参以市场需求为导向，要做到价格的稳步提升、规模的快速上升，先着眼于做大内参，再逐步做强，满足内参公司大商和优商的核心利益，保持健康良性发展。未来湘泉要逐步把销量、价格和利润水平提上去，未来 2-3 年会是湘泉战略逐步完善转折的过程。未来主品牌之外会考虑推出衍生文创产品，也会积极发挥洞藏的独特优势，但不会以单独品牌运作。2) 产品结构方面，公司要逐步提高内参的销售占比，提高到一定程度后，保持内参的占比稳定（会从市场角度考虑推进次序）。过去内参收入占比从 10%+提到 30%+，未来内参占比可能提到 40%，酒鬼系列占比 50%，湘泉占比控制在 10%以内。3) 重点工作方面，公司未来 3 年的重点工作包括三大工程：一是推进优商工程，打造优商体系；二是推进专卖店“千店”计划；三是培育核心店，今年要继续在全国做一部分核心终端，建立销售阵地。

■ 短期看，渠道回款动销良性势头不减，21Q2 公司业绩有望持续高增

公司表示今年动销远远好于去年，内参保持良好势头，酒鬼系列成绩也不错，一是得益于公司近两年着重终端的维护工作和产品价格的维护，保持了渠道良好的利润从而强化了渠道推力，二是销售方式的动态调整，通过宴席政策调整、推进消费者扫码等工作提高了消费者动销率。同时据渠道反馈，目前湖南省内经销商内参全年回款比例约为 70~80%，酒鬼系列全年回款比例亦有 70%，整体回款表现优异，库存在 2 个月左右（正常水平），内参批价在 850~870 元/瓶左右，终端成交价在 900~950 元左右，渠道基本实现良性动销。同时内参带动下，酒鬼系列价盘稳步上行，渠道利润增加带动渠道推力提升，目前红坛批价在 300 元/瓶左右。整体看，21Q2 公司回款动销皆保持良好势头，我们预计公司 21Q2 收

入仍能保持快速增长。

■ 中长期看，未来两年次高端白酒高景气下，公司有望持续受益渠道扩张下沉带来的补库存需求

近两年公司招商进展迅猛，带动省内外收入快速增长。近日公司领导也在股东大会上表示，过去两年公司的高增长，60%来自于新招商带来的销量增长，40%来自于产品本身动销的大幅提升。当前省外品牌势能渐起，招商进展仍然迅速，公司也表示招商布局远未结束，在河南、山东、河北、广东等地的渠道布局比较完善，但是很多区域客户布局远远不够，今年省外内参品牌新进苏糖、浙糖、泰山名饮等6位大商，全年计划新增内参经销商100位。中长期看，未来两年次高端白酒有望延续高景气（我们此前在《次高端白酒专题报告：看好次高端的本质》中有详细论述），公司在次高端整体高景气、自身品牌力及规模持续提升、动销良性发展的基础上，未来两年仍能受益于渠道招商下沉带来的补库存需求，业绩有望保持良好增长势头。拉长时间维度看，公司作为馥郁香型的龙头，在90年代就造就了全国化基因，随着消费者认知和消费氛围的不断加强，品牌势能有望持续提升，支撑全国化扩张稳步推进。当前公司还处在品牌知名度大于销售规模的阶段，公司未来有信心保持快速发展，至少要在二线阵营中占据一个有分量的位置。

■ 投资建议：看好公司品牌势能持续提升和全国化扩张稳步推进，维持“买入”评级

短期看，公司回款动销势头不减，21Q2业绩有望保持快速增长；中长期看，伴随公司品牌力及规模持续提升，有望持续受益渠道补库存需求。我们维持此前盈利预测，预计2021-2023年公司营业收入为28.35/36.87/45.77亿元，归母净利润为8.18/10.90/14.01亿元，对应摊薄EPS为2.52/3.36/4.31元，对应当前股价PE为107/80/63X，维持“买入”评级。

■ 风险提示

宏观经济风险；内参全国化推广不及预期；酒鬼修复性增长不及预期。

表 1：可比公司估值表（2021年6月20日更新）

股票代码	公司简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
002304.SZ	洋河股份	199.84	3,012	4.98	5.25	6.21	40.09	38.1	32.2
000596.SZ	古井贡酒	233.00	1,173	3.68	4.82	5.85	63.32	48.3	39.8
600779.SH	水井坊	128.01	625	1.50	2.12	2.79	85.50	60.4	45.9
603369.SH	今世缘	55.50	696	1.25	1.51	1.90	44.44	36.8	29.2
	平均	154.09	1,377	2.85	3.43	4.19	58.34	45.9	36.8
000799.SZ	酒鬼酒	269.72	876	1.51	2.52	3.36	178.27	107.0	80.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	2154	2407	3227	4274
应收款项	398	542	705	875
存货净额	1027	1610	1985	2438
其他流动资产	11	17	19	26
流动资产合计	3590	4576	5935	7614
固定资产	424	440	461	475
无形资产及其他	195	187	180	172
投资性房地产	86	86	86	86
长期股权投资	42	39	37	35
资产总计	4337	5329	6699	8381
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	158	207	259	324
其他流动负债	1308	1538	1906	2307
流动负债合计	1465	1745	2165	2630
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	15	18	20	22
长期负债合计	15	18	20	22
负债合计	1480	1762	2186	2652
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	2857	3567	4513	5729
负债和股东权益总计	4337	5329	6699	8381

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	1.51	2.52	3.36	4.31
每股红利	0.20	0.33	0.44	0.57
每股净资产	8.79	10.98	13.89	17.63
ROIC	17%	25%	32%	39%
ROE	17%	23%	24%	24%
毛利率	79%	82%	84%	85%
EBIT Margin	32%	35%	38%	40%
EBITDA Margin	34%	37%	40%	41%
收入增长	21%	55%	30%	24%
净利润增长率	64%	66%	33%	28%
资产负债率	34%	33%	33%	32%
息率	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%
P/E	178.3	107.1	80.4	62.6
P/B	30.7	24.6	19.4	15.3
EV/EBITDA	141.8	85.9	61.4	47.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1826	2835	3687	4577
营业成本	386	501	582	700
营业税金及附加	285	443	576	715
销售费用	424	680	848	1007
管理费用	146	220	273	328
财务费用	(28)	(13)	(11)	(11)
投资收益	(2)	9	6	4
资产减值及公允价值变动	(0)	4	7	4
其他收入	(10)	53	0	0
营业利润	602	1070	1433	1846
营业外净收支	53	19	19	19
利润总额	655	1089	1452	1866
所得税费用	163	272	362	465
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	492	818	1090	1401

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	492	818	1090	1401
资产减值准备	(16)	0	0	0
折旧摊销	43	50	55	58
公允价值变动损失	0	(4)	(7)	(4)
财务费用	(28)	(13)	(11)	(11)
营运资本变动	385	(451)	(116)	(164)
其它	16	(0)	(0)	(0)
经营活动现金流	919	413	1022	1291
资本开支	(18)	(55)	(60)	(60)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(17)	(52)	(58)	(58)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(65)	(108)	(144)	(185)
其它融资现金流	63	0	0	0
融资活动现金流	(67)	(108)	(144)	(185)
现金净变动	836	253	820	1048
货币资金的期初余额	1318	2154	2407	3227
货币资金的期末余额	2154	2407	3227	4274
企业自由现金流	849	289	936	1205
权益自由现金流	912	331	989	1276

相关研究报告

- 《酒鬼酒-000799-2020 年年报及 2021 年一季报点评：内参增长迅猛，业绩弹性持续释放》 ——2021-04-28
- 《酒鬼酒-000799-重大事件快评：2021Q1 业绩大超预期，省内复兴与加速全国化保障高增长》 ——2021-04-02
- 《酒鬼酒-000799-重大事件快评：甜蜜素事件引市场关注，无忧行业中长期发展》 ——2019-12-23
- 《酒鬼酒-000799-2019 年三季报：无忧短期因素，结构持续优化》 ——2019-10-18
- 《酒鬼酒-000799-2019 年中报：业绩符合预期，内参持续发力》 ——2019-08-21

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032