

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

酒鬼酒(000799)

投资评级 无评级

上次评级

马铮 首席研究员
执业编号: S1500520110001
邮箱: mazheng@cindasc.com

相关研究

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

招商进展顺利，价量齐升促高增长

2021年08月27日

事件: 公司 21H1 实现营业收入 17.14 亿元，同比增长 137.3%；实现归母净利润 5.10 亿元，同比增长 176.6%；其中，21Q2 实现营业收入 8.06 亿，同比增长 96.8%，归母净利润 2.42 亿，同比增长 174.0%。

- **业绩保持高速增长，盈利能力进一步提升。** 21Q2 公司的收入增长稍有放缓，归母净利润增速与一季度基本持平，盈利能力增强。21H1 公司毛利率为 80.24%，同比增加 0.15pct，其中 21Q2 毛利率为 81.19%，同比增加 5.16pct，主要系去年底红坛产品升级及二季度酒鬼多款产品的战略价（经销商打款价）上调。21H1 公司净利率为 29.78%，同比增加 4.23pct，其中 21Q2 净利率为 30.07%，同比增加 8.47pct，主要系公司收入高速增长下费用规模效应显现。上半年公司税金及附加占比为 14.99%，同比减少 0.58pct；销售费用率为 21.85%，同比减少 2.57pct；管理费用率为 3.93%，同比减少 3.36pct。
- **酒鬼内参齐发力，价量齐升逻辑清，招商进展顺利。** 21H1 公司酒鬼系列收入 9.8 亿，同比增长 171%，主要系公司积极开展品牌推广活动，省外消费氛围提升，铺货带动高速增长，预计招商贡献超过 60%；内参收入 5.2 亿，同比增长 86%，稳步推进“三年每年翻一番”目标；湘泉收入 0.9 亿，同比增长 37%；其他系列收入 1.19 亿，同比增长 984%，主要系今年推出新产品——内品，主打宴席市场。上半年酒鬼酒销量 2836 吨，平均吨价 34.6 万，较 2020 年增长 9%，主要系去年底红坛产品升级及今年二季度酒鬼多款产品战略价上调；内参销量 494 吨，接近全年销售 1000 吨目标的一半，平均吨价 105.2 万，较 2020 年增长 4%，酒鬼内参价量齐升逻辑清晰。上半年公司经销商增加 292 家，超过去年全年经销商增加数量（235 家），其中华中经销商增加 134 家，主要系省内市场的深耕及湖北、河南市场的开拓，华北、华东、华南及其他地区分别增加 37 家、23 家、42 家、56 家。公司计划今年实现省外地级城市客户覆盖率达到 100%、省内县级城市客户覆盖率达到 100%，特别偏远地级城市覆盖率不低于 90%，酒鬼酒、内参专卖店计划突破千家，并且全面提高合作门槛、提升专卖店质量。
- **拟启动三区二期工程，预计新增基酒产能 7,800 吨。** 2020 年公司白酒产量为 9397 吨，接近现有产能极限 1 万吨。随着内参酒、酒鬼酒全国化进程的加快，销售规模将会持续增长，21H1 公司白酒产量已达 6565 吨。根据公司产能建设规划，2020 年启动的三区一期工程将于 2023 年投产 3000 吨基酒产能，此次拟启动三区二期工程建设，预计将再新增 7800 吨基酒产能，两项工程合计增加 1.08 万吨产能，全部完工后预计将实现产能翻倍，保障公司未来发展所需的基酒供应。上半年公司借由多款产品战略价上调，促进经销商打款，回款节奏快，截至二季度末，销售回款 19.36 亿，预收款 8.72 亿，预收款创公司历史新高，预计内参回款全年计划的 80%，酒鬼酒回款 70%。下半年我们积极看好公司在中秋旺季的动销，以及未来产能释放带来的业绩兑现。

- **盈利预测：**我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 2.98、4.28、5.85 元/股。
- **风险因素：**渠道动销放缓，主力产品批价明显回落。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	1,512	1,826	3,166	4,315	5,617
增长率 YoY %	27.4%	20.8%	73.3%	36.3%	30.2%
归属母公司净利润 (百万元)	299	492	967	1,392	1,901
增长率 YoY%	34.5%	64.1%	96.8%	43.9%	36.6%
毛利率%	77.8%	78.9%	81.0%	82.4%	83.5%
净资产收益率ROE%	12.3%	17.2%	28.5%	33.3%	36.2%
EPS(摊薄)(元)	0.92	1.51	2.98	4.28	5.85
市盈率 P/E(倍)	38.89	103.44	70.05	48.68	35.64
市净率 P/B(倍)	4.79	17.80	19.93	16.19	12.91

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 08 月 26 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	2,467	3,590	4,604	5,638	6,862	
货币资金	1,318	2,154	2,639	3,197	4,075	
应收票据	198	388	607	827	1,077	
应收账款	7	3	9	12	15	
预付账款	4	11	18	23	28	
存货	933	1,027	1,320	1,564	1,648	
其他	8	7	11	14	19	
非流动资产	762	747	831	933	1,053	
长期股权投资	43	42	42	42	42	
固定资产	426	400	429	477	542	
无形资产	200	195	190	184	179	
其他	93	110	170	230	290	
资产总计	3,229	4,337	5,435	6,571	7,915	
流动负债	784	1,465	2,020	2,371	2,652	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	120	158	214	271	330	
其他	664	1,308	1,806	2,100	2,323	
非流动负债	14	15	15	15	15	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	14	15	15	15	15	
负债合计	798	1,480	2,035	2,386	2,667	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司	2,430	2,857	3,400	4,185	5,248	
负债和股东权益	3,229	4,337	5,435	6,571	7,915	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	1,512	1,826	3,166	4,315	5,617	
同比	27.4%	20.8%	73.3%	36.3%	30.2%	
归属母公司净利润	299	492	967	1,392	1,901	
同比	34.5%	64.1%	96.8%	43.9%	36.6%	
毛利率(%)	77.8%	78.9%	81.0%	82.4%	83.5%	
ROE%	12.3%	17.2%	28.5%	33.3%	36.2%	
EPS(摊薄)(元)	0.92	1.51	2.98	4.28	5.85	
P/E	38.89	103.44	70.05	48.68	35.64	
P/B	4.79	17.80	19.93	16.19	12.91	
EV/EBITDA	23.73	78.85	50.92	35.11	25.41	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	1,512	1,826	3,166	4,315	5,617	
营业成本	336	386	602	761	925	
营业税金及	241	285	475	647	843	
销售费用	384	424	696	906	1,123	
管理费用	147	146	127	173	225	
研发费用	10	11	16	22	28	
财务费用	-11	-28	-31	-38	-47	
减值损失合	-18	0	1	1	1	
投资净收益	11	-2	3	4	6	
其他	2	1	5	6	8	
营业利润	400	602	1,290	1,856	2,535	
营业外收支	1	53	0	0	0	
利润总额	401	655	1,290	1,856	2,535	
所得税	101	163	322	464	634	
净利润	299	492	967	1,392	1,901	
少数股东损	0	0	0	0	0	
归属母公司	299	492	967	1,392	1,901	
EBITDA	435	618	1,279	1,839	2,506	
EPS(当	0.92	1.51	2.98	4.28	5.85	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	382	950	1,019	1,294	1,863	
净利润	299	492	967	1,392	1,901	
折旧摊销	41	43	29	33	33	
财务费用	0	0	0	0	0	
投资损失	-11	2	-3	-4	-6	
营运资金变	25	408	27	-126	-65	
其它	27	6	-1	-1	-1	
投资活动现金流	378	-50	-83	-86	-85	
资本支出	-35	-50	-91	-91	-91	
长期投资	400	0	4	0	0	
其他	13	0	3	4	6	
筹资活动现金流	-49	-65	-450	-650	-900	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或	-49	-65	-450	-650	-900	
现金流净增加额	711	836	486	558	878	

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，6年证券研究经验，曾在深圳市规划国土委从事房地产税基评估课题（国家社科基金）研究，关注宏观、地产、财税问题。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，聚焦突破行业及个股，对白酒、休闲食品、调味品、速冻食品等板块有深度研究与跟踪，重视估值和安全边际的思考。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监（主持工作）	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监（主持工作）	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。