

酒鬼酒 (000799.SZ)

内参酒鬼双轮驱动，全国化渠道布局加速

核心观点：

- **全国化扩张叠加 21 年次高端行业红利，内参酒鬼均实现高速增长。**公司发布 2021 年半年报，公告 21H1 营业收入为 17.14 亿元，同比增长 137.31%；归母净利润为 5.10 亿元，同比增长 176.55%，业绩增速超预期。高端酒内参及次高端酒酒鬼快速增长，21H1 公司酒鬼/内参/湘泉/其他系列收入分别为 9.80 亿元/ 5.20 亿元/ 0.91 亿元/ 1.18 亿元，同比分别增长 170.51%/86.13%/36.73%/983.73%。强化全国渠道扩张和基地市场渠道下沉，公司截止 21H1 经销商数量达 1055 个，较上年末增加 292 个。公司 21H1 合同负债同比提升 307.44%至 9.85 亿元，渠道打款积极性高。公司 21H1 毛利率同比提升 0.15 PCT 至 80.24%，净利率同比提升 4.23 PCT 至 29.78%，充分受益次高端行业红利释放。
- **品牌势能不断提升+渠道模式逐渐成熟，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，并逐步打开省外市场。次高端白酒行业竞争较为激烈但成长性高，公司次高端酒鬼系列有望充分受益次高端行业红利。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计 21-23 年公司收入分别为 32.75/46.77/63.34 亿元，同比增长 79.33%/42.82%/35.43%，归母净利润分别为 9.76/14.88/20.90 亿元，同比增长 98.54%/52.47%/40.43%，EPS 分别为 3.00/4.58/6.43 元/股，按最新收盘价对应 PE 为 69/46/32 倍。考虑公司成长性及可比公司估值，给予 21 年 75 倍 PE 估值，合理价值为 225.3 元/股，维持买入评级。
- **风险提示。**产品升级不及预期，渠道扩张不及预期，食品安全风险。

盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,512	1,826	3,275	4,677	6,334
增长率 (%)	27.4	20.8	79.3	42.8	35.4
EBITDA (百万元)	435	618	1,281	1,944	2,716
归母净利润 (百万元)	299	492	976	1,488	2,090
增长率 (%)	34.5	64.1	98.5	52.5	40.4
EPS (元/股)	0.92	1.51	3.00	4.58	6.43
市盈率 (P/E)	38.89	103.44	69.42	45.53	32.42
ROE (%)	12.3	17.2	26.5	29.9	30.8
EV/EBITDA	23.73	78.85	50.80	32.73	22.91

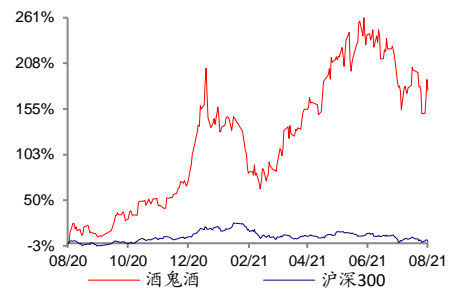
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	208.53 元
合理价值	225.3 元
前次评级	买入
报告日期	2021-08-27

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) :21Q1 2021-04-30

业绩高增迎开门红，全国化提速未来可期

酒鬼酒 (000799.SZ) :21Q1 2021-04-02

业绩超预期，公司有望延续高速增长趋势

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

公司发布2021年半年度报告，公告21H1营业收入为17.14亿元，同比增长137.31%；归母净利润为5.10亿元，同比增长176.55%。其中，21Q2营业收入为8.06亿元，同比增长96.82%；归母净利润2.42亿元，同比增长174.05%，业绩增速超预期。我们点评如下：

一、全国化扩张叠加 21 年次高端行业红利，内参酒鬼均实现高速增长

公司公告21H1营业收入为17.14亿元，同比增长137.31%，同19H1相比增长141.74%。其中，21Q2营业收入为8.06亿元，同比增长96.82%，同19Q2相比增长122.19%。我们认为收入增长的原因主要是：（1）高端酒内参系列及次高端酒酒鬼系列快速增长，内参系列受益省内市场深耕后的市占率提升和省外招商布局，酒鬼系列受益次高端行业红利释放。21H1公司酒鬼系列/内参系列/湘泉系列/其他系列收入分别为9.80亿元/5.20亿元/0.91亿元/1.18亿元，同比分别增长170.51%/86.13%/36.73%/983.73%。（2）强化全国渠道扩张和基地市场渠道下沉。报告期内，公司合计经销商数量达1055个，较2020年末增加292个，其中华北/华东/华南/华中/其他地区分别增加37个/23个/42个/134个/56个。除了基地市场华中市场继续加大经销商布局密度以外，全国新兴市场布局也加速布局。

公司21H1销售商品、提供劳务收到的现金19.36亿元，同比增长123.60%，相比19H1增长156.46%；其中21Q2为11.33亿元，同比增长99.52%，同19Q2相比增长188.16%。公司21H1合同负债和其他流动负债同比提升307.44%至9.85亿元，同19H1相比提升1223.56%。21H1经营活动现金流量净额6.79亿元，同比增长191.01%，

相比19H1增长455.99%。公司高端及次高端系列动销良好，经销商打款积极性提高，叠加经销商数量快速增长，导致合同负债和其他流动负债增长较快。

公司归母净利润为5.10亿元，同比增长176.55%，同19H1相比增长227.49%。其中，21Q2归母净利润2.42亿元，同比增长174.05%，同19Q2相比增长191.45%。公司21H1毛利率同比提升0.15 PCT至80.24%。公司21H1期间费用率同比下降5.27 PCT至25.46%，其中销售费用率同比下降2.57 PCT至21.85%，管理费用率同比下降3.15 PCT至4.23%。公司21H1净利率同比提升4.23 PCT至29.78%。公司毛利率略微提升，主要因为酒鬼系列较内参系列增速更快，对毛利率提升存在制约。净利率显著上升，主要因为公司收入高速增长下费用率被摊薄，规模效应开始显现。

二、品牌势能不断提升+渠道模式逐渐成熟，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，给予经销商充足激励，经历三年多的培育，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，省内品牌势能不断积累，未来省外拓展市场空间广阔。次高端白酒行业竞争较为激烈但成长性高，

当前次高端行业红利持续释放，公司的次高端酒鬼系列有望保持高速增长。

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21-23年公司收入分别为32.75/46.77/63.34亿元，同比增长79.33%/42.82%/35.43%，归母净利润分别为9.76/14.88/20.90亿元，同比增长98.54%/52.47%/40.43%，EPS分别为3.00/4.58/6.43元/股，按最新收盘价对应PE为69/46/32倍。考虑公司成长性及可比公司估值，给予21年75倍PE估值，合理价值为225.3元/股，维持买入评级。

四、风险提示

产品升级不及预期。若产品结构升级不畅，则影响收入、业绩增长。

渠道扩张不及预期。若渠道扩张推进受阻，将影响收入、业绩增长。

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

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,467	3,590	4,911	7,143	9,425
货币资金	1,318	2,154	2,688	4,129	5,536
应收及预付	208	402	628	938	1,250
存货	933	1,027	1,582	2,058	2,616
其他流动资产	8	7	13	18	24
非流动资产	762	747	721	695	669
长期股权投资	43	42	42	42	42
固定资产	426	400	378	356	334
在建工程	1	24	24	24	24
无形资产	200	195	191	187	183
其他长期资产	92	86	86	86	86
资产总计	3,229	4,337	5,632	7,839	10,094
流动负债	784	1,465	1,930	2,843	3,304
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	327	158	508	648	717
其他流动负债	457	1,307	1,422	2,195	2,587
非流动负债	14	15	15	15	15
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	14	15	15	15	15
负债合计	798	1,480	1,944	2,857	3,319
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	944	1,371	2,202	3,495	5,290
归属母公司股东权益	2,430	2,857	3,688	4,981	6,776
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	3,229	4,337	5,632	7,839	10,094

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	382	950	686	1,643	1,708
净利润	299	492	976	1,488	2,090
折旧摊销	41	43	32	32	32
营运资金变动	25	408	-322	122	-414
其它	16	8	0	0	0
投资活动现金流	378	-50	-2	-2	-2
资本支出	-35	-50	-2	-2	-2
投资变动	400	0	0	0	0
其他	13	0	0	0	0
筹资活动现金流	-49	-65	-150	-200	-300
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-49	-65	-150	-200	-300
现金净增加额	711	836	535	1,441	1,407
期初现金余额	607	1,318	2,154	2,688	4,129
期末现金余额	1,318	2,154	2,688	4,129	5,536

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	27.4%	20.8%	79.3%	42.8%	35.4%
营业利润增长	35.7%	50.5%	116.0%	52.6%	40.4%
归母净利润增长	34.5%	64.1%	98.5%	52.5%	40.4%
获利能力					
毛利率	77.8%	78.9%	82.7%	84.0%	85.0%
净利率	19.8%	26.9%	29.8%	31.8%	33.0%
ROE	12.3%	17.2%	26.5%	29.9%	30.8%
ROIC	12.1%	15.1%	25.4%	28.8%	29.7%
偿债能力					
资产负债率	24.7%	34.1%	34.5%	36.5%	32.9%
净负债比率	32.8%	51.8%	52.7%	57.4%	49.0%
流动比率	3.15	2.45	2.55	2.51	2.85
速动比率	1.95	1.74	1.72	1.78	2.05
营运能力					
总资产周转率	0.47	0.42	0.58	0.60	0.63
应收账款周转率	224.69	545.12	369.48	413.94	397.98
存货周转率	1.62	1.78	2.07	2.27	2.42
每股指标 (元)					
每股收益	0.92	1.51	3.00	4.58	6.43
每股经营现金流	1.18	2.92	2.11	5.05	5.26
每股净资产	7.48	8.79	11.35	15.33	20.85
估值比率					
P/E	38.89	103.44	69.42	45.53	32.42
P/B	4.79	17.80	18.37	13.60	10.00
EV/EBITDA	23.73	78.85	50.80	32.73	22.91

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,512	1,826	3,275	4,677	6,334
营业成本	336	386	565	749	950
营业税金及附加	241	285	508	702	950
销售费用	384	424	688	959	1,267
管理费用	147	146	246	327	443
研发费用	10	11	20	29	39
财务费用	-11	-28	-48	-68	-97
资产减值损失	-18	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	11	-2	0	0	0
营业利润	400	602	1,300	1,984	2,786
营业外收支	1	53	0	0	0
利润总额	401	655	1,300	1,984	2,786
所得税	101	163	324	496	697
净利润	299	492	976	1,488	2,090
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	299	492	976	1,488	2,090
EBITDA	435	618	1,281	1,944	2,716
EPS (元)	0.92	1.51	3.00	4.58	6.43

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。
- 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：资深分析师，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。
- 张子健：管理学硕士，2021年加入广发证券研究中心。
- 王思洋：经济学硕士，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。