



## 增持(维持)

所属行业: 食品饮料/饮料制造  
当前价格(元): 213.00

### 证券分析师

花小伟

资格编号: S0120521020001

邮箱: huaxw@tebon.com.cn

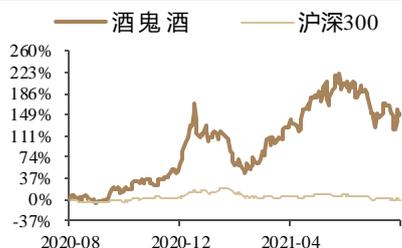
邓周贵

资格编号: S0120521030005

邮箱: dengzg@tebon.com.cn

### 研究助理

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	0.71	-17.05	-10.63
相对涨幅(%)	-0.88	-9.17	-1.06

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

### 相关研究

- 1.《酒鬼酒(000799.SZ): Q2业绩超预期, 全国化加速推进》, 2021.7.10
- 2.《内参酒鬼双轮驱动, 湘酒龙头加速扩张-酒鬼酒(000799.SZ)深度报告》, 2021.6.14

# 酒鬼酒(000799.SZ): 酒鬼内参双驱动, 全国化持续发展

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2021年半年度报告, 21H1公司实现营收17.14亿元, 同比增长137.31%; 归母净利润5.10亿元, 同比增长176.55%; 扣非归母净利润5.08亿元, 同比增长174.55%。21Q2单季度实现营收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%; 扣非归母净利润2.41亿元, 同比增长167.43%。21H1公司合同负债为8.72亿元, 同比增加6.58亿元, 较21Q1增加2.91亿元。
- **内参系列继续高增, 酒鬼系列表现靓丽。**分产品看, 21H1内参/酒鬼/湘泉分别实现营收5.20/9.80/0.91亿元, 分别同比增长86.13%/170.51%/36.73%。疫情影响因素基本消除, 酒鬼系列在馥郁香、内参引领之下回款动销双高增, 占比回升至57.18%; 内参系列继续保持高成长, 营收占比达30.33%, 较19H1提升7.79pct。21H1内参/酒鬼/湘泉吨价分别为105.21/34.56/5.01万元/吨, 较2020全年吨价提升3.68%/9.33%/33.65%。全国化扩张加速推进, 21H1经销商数量比2020年末增加292家, 达到1055家, 其中华北地区经销商增加较快, 增加了37家, 去年年末为73家。21H1单个经销商平均贡献收入162万元, 20全年单个经销商平均贡献收入239万元, 单个经销创收年化增速有望超30%。
- **费用率稳中略降, 净利率略有提升。**21H1公司毛利率同比提升0.15pct至80.24%, 其中内参/酒鬼毛利率分别为92.58%/79.50%, 分别同比+0.06/-0.08pct。21H1内参酒价值研讨会、“馥郁荟”等营销活动继续在多地开展, 公司在央视等主流媒体加大广告投放力度, 宣传费同比增长86.70%达1.30亿元, 由于收入增幅明显, 销售费用率稳中略降, 21H1销售费用率为21.85%, 同比下降2.57pct, 较21Q1下降0.32pct。公司净利率提升明显, 2021年上半年净利率为29.78%, 同比提升4.23pct, 较21Q1提升0.26pct。
- **顺应全国化发展需求, 加快新产能布局。**继2020年公司启动建设三区一期工程, 公司拟投资151123.46万元新建生产三区二期工程项目, 该项目新增基酒产能7,800吨, 新增储酒规模4,000吨, 加上生产二区改扩建工程以及三区一期工程, 公司总产能将达到22800吨/年, 为公司未来可持续高质量发展提供保障。
- **品牌势能向上, 全国化加速推进。**近几年持续的圈层活动卓有成效, 内参和酒鬼品牌势能提升明显, 上半年高端圈层活动继续开展, 公司独家冠名《万里走单骑——遗产里的中国》第二季, 联名定制酒热销, 品牌知名度进一步打开。2021年5月, 内参销售公司新引进7名省外大商股东, 绑定省外核心经销商利益。在品牌知名度提升的背景下, 公司省外经销商网络扩张顺利, 预计今年实现地级市全覆盖; 上半年公司回款进度良好, 6月底开始控制节奏, 目前公司核心产品库存良性, 展望下半年, 预计随着消费的逐步复苏, 新招商和补货有望进一步贡献收入。中长期来看, 千元价格带持续扩容, 次高端进入新成长周期, 内参是千元价格带最有成长潜力的单品之一, 酒鬼有望成为次高端价位段又一泛全国化产品, 内参和酒鬼双轮驱动下公司有望继续保持高增。
- **投资建议:** 酒鬼酒是湖南区域白酒龙头, 同时也是高端白酒潜在的参与者。公司上半年业绩表现亮眼, 下半年增长势头有望延续, 我们上调酒鬼酒盈利预测, 预计21-23年公司营业收入分别为34.19/45.83/57.67亿元, 归母净利润分别为9.39/13.63/17.83亿元, EPS分别为2.89/4.19/5.49元, 对应当前股价PE为73.68/50.79/38.81, 维持“增持”评级。此前预测21-23年公司营业收入分别为



30.60/41.11/51.81 亿元，归母净利润分别为 8.35/12.04/15.72 亿元。

- **风险提示：**省内外竞争加剧，食品安全问题，渠道扩张不及预期

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	324.93		2019	2020	2021E	2022E	2023E
流通 A 股(百万股):	324.93	营业收入(百万元)	1,512	1,826	3,419	4,583	5,767
52 周内股价区间(元):	80.78-271.99	(+/-)YOY(%)	27.4%	20.8%	87.2%	34.0%	25.8%
总市值(百万元):	69,209.87	净利润(百万元)	299	492	939	1,363	1,783
总资产(百万元):	5,126.77	(+/-)YOY(%)	34.5%	64.1%	91.1%	45.1%	30.9%
每股净资产(元):	9.66	全面摊薄 EPS(元)	0.92	1.51	2.89	4.19	5.49
资料来源:公司公告		毛利率(%)	77.8%	78.9%	82.3%	84.3%	85.5%
		净资产收益率(%)	12.3%	17.2%	26.5%	28.9%	28.8%

资料来源:公司年报(2019-2020),德邦研究所  
备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	1.51	2.89	4.19	5.49
每股净资产	8.79	10.91	14.49	19.06
每股经营现金流	2.92	2.65	3.99	5.57
每股股利	0.70	0.92	1.23	1.66
价值评估(倍)				
P/E	103.44	73.68	50.79	38.81
P/B	17.80	19.52	14.70	11.18
P/S	37.90	20.24	15.10	12.00
EV/EBITDA	78.85	51.44	35.54	26.86
股息率%	0.4%	0.4%	0.6%	0.8%
盈利能力指标(%)				
毛利率	78.9%	82.3%	84.3%	85.5%
净利润率	26.9%	27.5%	29.7%	30.9%
净资产收益率	17.2%	26.5%	28.9%	28.8%
资产回报率	11.3%	16.5%	18.8%	19.5%
投资回报率	15.1%	25.8%	28.3%	28.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	20.8%	87.2%	34.0%	25.8%
EBIT 增长率	45.8%	112.3%	45.5%	31.1%
净利润增长率	64.1%	91.1%	45.1%	30.9%
偿债能力指标				
资产负债率	34.1%	37.6%	34.9%	32.4%
流动比率	2.5	2.3	2.3	2.5
速动比率	1.7	1.5	1.6	1.7
现金比率	1.5	1.2	1.2	1.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	0.7	1.7	1.6	1.7
存货周转天数	971.5	985.1	980.6	982.1
总资产周转率	0.4	0.6	0.6	0.6
固定资产周转率	4.6	7.9	6.1	5.0

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	492	939	1,363	1,783
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	45	74	84	96
非经营收益	6	-3	-4	-3
营运资金变动	408	-151	-147	-67
经营活动现金流	950	860	1,295	1,809
投资	-50	-72	-421	-317
其他	0	0	0	0
投资活动现金流	-50	-72	-421	-317
债权募资	0	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-65	-300	-400	-540
融资活动现金流	-65	-300	-400	-540
现金净流量	836	487	474	953

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 28 日  
 资料来源：公司年报（2019-2020），德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,826	3,419	4,583	5,767
营业成本	386	606	722	836
毛利率%	78.9%	82.3%	84.3%	85.5%
营业税金及附加	285	538	719	906
营业税金率%	15.6%	15.7%	15.7%	15.7%
营业费用	424	764	985	1,211
营业费用率%	23.2%	22.4%	21.5%	21.0%
管理费用	146	269	353	449
管理费用率%	8.0%	7.9%	7.7%	7.8%
研发费用	11	21	28	35
研发费用率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
EBIT	575	1,221	1,776	2,329
财务费用	-28	-24	-29	-36
财务费用率%	-1.5%	-0.7%	-0.6%	-0.6%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	-2	0	0	0
营业利润	602	1,250	1,812	2,374
营业外收支	53	3	4	3
利润总额	655	1,252	1,816	2,377
EBITDA	618	1,294	1,860	2,425
所得税	163	313	453	594
有效所得税率%	24.9%	25.0%	25.0%	25.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	492	939	1,363	1,783

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,154	2,641	3,115	4,068
应收账款及应收票据	391	578	812	998
存货	1,027	1,635	1,939	2,250
其它流动资产	18	29	31	41
流动资产合计	3,590	4,883	5,896	7,357
长期股权投资	42	42	42	42
固定资产	400	432	754	1,144
在建工程	24	49	274	354
无形资产	195	190	184	178
非流动资产合计	747	799	1,340	1,804
资产总计	4,337	5,682	7,236	9,161
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	158	232	286	326
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,307	1,888	2,227	2,628
流动负债合计	1,465	2,120	2,513	2,954
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	15	15	15	15
非流动负债合计	15	15	15	15
负债总计	1,480	2,135	2,527	2,969
实收资本	325	325	325	325
普通股股东权益	2,857	3,546	4,709	6,192
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	4,337	5,682	7,236	9,161

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，餐饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管 (IAMAC) 最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20% 以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5% 以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10% 以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。