



## 增持（维持）

所属行业：食品饮料/饮料制造  
当前价格(元)：231.55

### 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

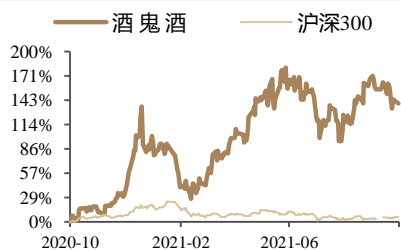
### 研究助理

李文华

资格编号：S0120121070024

邮箱：liwh5@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-10.91	14.57	-3.32
相对涨幅(%)	-13.59	12.71	-1.16

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

- 《酒鬼酒(000799.SZ) Q3 业绩快报点评：Q3 收入持续高增，省外市场加速成长》，2021.10.15
- 《酒鬼酒(000799.SZ)：酒鬼内参双驱动，全国化持续发展》，2021.8.28
- 《酒鬼酒(000799.SZ)：Q2 业绩超预期，全国化加速推进》，2021.7.10
- 《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）三季报点评：省外增长贡献明显，费用扰动不改长期趋势

## 投资要点

- **事件**：酒鬼酒发布三季报，21年前三季度实现营收/归母净利润 26.40/7.20 亿元，同比增长 134.2%/117.7%。其中，单三季度公司实现营收/归母净利润 9.26 亿元/2.10 亿元，同比增长 128.7%/43.4%，落在此前业绩预告区间。
- **Q3 营收略超预期，内参酒鬼省外持续高增**。酒鬼酒前三季度营收继续保持 100%+ 高增主要受益于整体产品结构升级，预计酒鬼酒增速快于内参，公司业绩增长由过去内参单一增长极升级为内参酒鬼双轮驱动。调研反馈，酒鬼系列省外招商实现较大突破，在京津冀/华东等空白点位的铺市带动省外营收占比提升至将近 70%，重点打造红坛/传承等战略性大单品逐步实现全国化。内参系列截至 Q3 已完成全年回款目标，今年省内采取控量挺价，仍实现 30%+ 增长，增速远快于省内其他竞品。内参系列在京津冀/山东/河南/安徽/华南/华东等地区均实现布局，预计 2021 年省外占比 45% 左右。内参系列 7-8 月开始换装升级，导入数字化营销溯源系统，后续预计内参的操作或以稳价增量为主，实现全国化布局以及馥郁香消费者培育。从利润增长贡献来看，酒鬼酒今年的增长仍以老区域和老客户为主，预计新老客户贡献比例在 3/7 左右，公司强劲的复购率或为持续增长奠定基础。综合来看，21Q3 内参/酒鬼供销两旺，已然形成全国品牌势能，预计 22 年渠道复购继续贡献业绩高增。
- **费用提前确认致使利润稍逊预期，全国化推进不改长期趋势**。21Q3 酒鬼酒毛利率/净利率约 79.25%/22.65%，同比变动 2.05pcts/-13.46pcts，主要受到销售费用率提升以及上年非经常性损益影响。单三季度公司销售费用率同比提升 5.1pcts 至 28.97%，主要系 Q3 计提上半年部分销售人员激励费用及管理费用，以及公司广告投入以及消费者培育费投加大。全年来看，预计公司销售费用率维持在相对稳定水平。回款情况来看，公司 Q3 合同负债+其他流动负债环比减少 3.96 亿元，主要系公司主动控制回款以及以解决市场发货为主，维持渠道合理库存，进而实现来年的良性发展。
- **产能扩建如期推进，酒鬼系列基酒供给或可改善**。内参系列基酒供应充足，酒鬼系列短期受制产能限制，目前公司主要通过库存基酒提前使用来满足酒鬼系列的需求。产能扩建方面，公司现有基酒产能 1 万吨，正在进行三期工程建设，预计 2023 年顺利投产。中长期看，公司产能后续的有序释放或为全国化保驾护航。
- **内参酒鬼双轮驱动，湘酒龙头全国势能崛起，维持“增持”评级**。预计 21-23 年公司实现营收 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 PE 为 80.1/55.2/42.2X，考虑到酒鬼酒省外市场开拓超预期以及全国势能确立，维持“增持”评级。
- **风险提示**：白酒竞争加剧，食品安全问题，省外扩张不及预期，疫情冲击

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):	96.82-271.99	(+/-)YOY(%)	27.4%	20.8%	87.2%	34.0%	25.8%
总市值(百万元):	75,237.31	净利润(百万元)	299	492	939	1,363	1,783
总资产(百万元):	4,889.81	(+/-)YOY(%)	34.5%	64.1%	91.1%	45.1%	30.9%
每股净资产(元):	10.31	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	80.10	55.21	42.19
P/B	17.80	21.21	15.98	12.15
P/S	41.20	22.01	16.42	13.05
EV/EBITDA	78.85	56.09	38.78	29.35
股息率%	0.4%	0.4%	0.5%	0.7%
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
资产	-50	-72	-421	-317
投资	0	0	0	0
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 10 月 26 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，食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

<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 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；  <b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> 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。	类别	评级	说明
	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。
	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。