

酒鬼酒（000799）

证券研究报告

2022 年 09 月 27 日

管理层增持公司股份，内参酒实施配额动态调整，彰显信心静待市场春风袭来

事件：公司发布关于管理层增持公司股份计划的公告。基于对公司未来发展前景的信心以及对公司长期价值的认可，公司管理层拟于 2022 年 9 月 27 日起 2 个月内完成对公司股份的增持，全部增持主体累计拟增持不低于人民币 620 万元。

本次增持的主体包括公司董事长王浩先生，副董事长、总经理郑轶先生，副总经理胡晓熹先生，副总经理李文生先生，副总经理王哲先生，董事会秘书汤振羽先生，财务总监赵春雷先生，总经理助理邹斐先生，总经理助理刘永泉先生。增持主体拟通过二级市场集中竞价方式增持公司无限售流通 A 股股份，其中，公司董事长王浩先生拟增持不低于人民币 120 万元，副董事长、总经理郑轶先生拟增持不低于人民币 120 万元，副总经理王哲先生拟增持不低于人民币 120 万元。

根据酒说报道湖南内参酒销售有限责任公司于 2022 年 9 月 24 日发布内参酒配额通知，规定 2023 年 52 度 500ml 内参酒合同签约计划内配额，将根据今年实际达成量的 80% 计算额度上限；即日起，合同签约期间查实的任何窜货、低价销售行为，每查实一次，将按照合同签约量的 5% 扣减计划内的配额额度。我们认为该政策有利于经销商根据实际情况推进动销获取来年配额，维护该年终端价格稳定与市场健康发展；此举既能促使市场基础好的经销商进一步提高动销积极性，又有利于维持市场基础不佳地区的价格稳定。

2022H1 公司实现营收 25.37 亿元，同比增长 48.04%。其中，内参系列营业收入 6.46 亿元，同比增长 24.33%。内参系列是公司聚焦发展的战略单品，也是酒鬼酒公司的业绩担当。2023 年内参酒的配额政策与管理层的增持都彰显了公司对未来的经营信心。白酒行业消费升级，高端、次高端市场持续扩容，内参系列产品在高端白酒市场稳步拓展份额，公司未来发展可期。

投资建议：内参酒配额政策的出台彰显了公司推进经销商区域深耕的决心，结合管理层增持计划的发布，充分体现了公司完成 22 年经营任务与 23 年市场目标的信心。公司具备较好的品牌力和渠道力，近年来居民可支配收入的持续提升推动需求扩张，未来市场开拓空间大；公司亦积极拓展省外市场、开拓新型渠道，实施全国战略布局，随着公司的持续优化，我们持续看好公司未来长期发展。我们预计公司 2022/2023/2024 年实现营业收入 51/67/85 亿元，归母净利润 14/20/26 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下滑，食品安全风险，市场扩张不达预期，竞品加大市场投入加剧竞争，疫情反复影响消费、增持计划实施的不确定性风险等

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,826.17	3,414.37	5,121.55	6,658.01	8,455.68
增长率(%)	20.79	86.97	50.00	30.00	27.00
EBITDA(百万元)	626.54	1,215.87	1,858.48	2,605.47	3,448.72
归属母公司净利润(百万元)	491.61	893.49	1,409.35	1,985.38	2,614.87
增长率(%)	64.15	81.75	57.74	40.87	31.71
EPS(元/股)	1.51	2.75	4.34	6.11	8.05
市盈率(P/E)	80.64	44.37	28.13	19.97	15.16
市净率(P/B)	13.87	11.25	8.59	6.45	4.74
市销率(P/S)	21.71	11.61	7.74	5.95	4.69
EV/EBITDA	77.59	53.97	19.42	12.95	9.39

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/白酒 II
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	122 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	324.93
流通 A 股股本(百万股)	324.93
A 股总市值(百万元)	39,641.34
流通 A 股市值(百万元)	39,641.34
每股净资产(元)	11.76
资产负债率(%)	36.62
一年内最高/最低(元)	276.89/115.66

作者

刘章明	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《酒鬼酒-半年报点评:22H1 实现营收 25.37 亿同比增长 48.04%，酒鬼系列高速增长全国化布局成效可期》2022-08-30
- 2 《酒鬼酒-季报点评:内参酒鬼大单品推动高速增长，全国化进程加速推进》2022-05-02
- 3 《酒鬼酒-公司深度研究:内参酒鬼并驾齐驱，全国化进程推动高增持续》2022-04-13

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,153.61	3,343.37	3,466.32	5,813.28	7,174.73
应收票据及应收账款	391.17	499.83	1,080.64	988.12	1,676.45
预付账款	11.06	20.86	0.00	0.00	0.00
存货	1,027.05	1,269.28	2,339.17	2,269.62	3,549.44
其他	6.71	7.78	292.29	56.13	386.63
流动资产合计	3,589.60	5,141.12	7,178.42	9,127.15	12,787.25
长期股权投资	41.80	29.88	29.88	29.88	29.88
固定资产	399.94	473.55	434.80	396.05	357.30
在建工程	24.32	80.60	80.60	80.60	80.60
无形资产	195.24	194.79	188.47	182.16	175.85
其他	86.11	91.35	86.66	86.51	82.58
非流动资产合计	747.41	870.16	820.41	775.19	726.21
资产总计	4,337.01	6,011.28	7,998.83	9,902.34	13,513.46
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	157.55	297.87	303.54	571.07	539.61
其他	588.07	779.15	3,061.99	3,167.02	4,590.46
流动负债合计	745.62	1,077.02	3,365.53	3,738.09	5,130.07
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	14.77	28.36	19.03	20.72	22.71
非流动负债合计	14.77	28.36	19.03	20.72	22.71
负债合计	1,479.89	2,487.08	3,384.56	3,758.82	5,152.78
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	324.93	324.93	324.93	324.93	324.93
资本公积	1,161.26	1,161.26	1,161.26	1,161.26	1,161.26
留存收益	1,370.94	2,038.01	3,128.07	4,657.34	6,874.49
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	2,857.13	3,524.20	4,614.26	6,143.53	8,360.68
负债和股东权益总计	4,337.01	6,011.28	7,998.83	9,902.34	13,513.46

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	491.61	893.49	1,409.35	1,985.38	2,614.87
折旧摊销	42.74	42.06	45.06	45.06	45.06
财务费用	0.00	6.55	(37.80)	(42.10)	(45.30)
投资损失	1.87	(3.31)	(4.21)	(1.88)	(3.13)
营运资金变动	552.36	730.16	(1,010.49)	772.63	(900.76)
其它	(138.43)	(104.28)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	950.15	1,564.67	401.92	2,759.09	1,710.73
资本支出	33.31	145.96	9.33	(1.69)	(1.99)
长期投资	(1.49)	(11.92)	0.00	0.00	0.00
其他	(81.34)	(274.27)	(5.12)	3.57	5.12
投资活动现金流	(49.52)	(140.23)	4.21	1.88	3.13
债权融资	27.64	34.30	36.11	42.10	45.30
股权融资	(227.45)	(422.41)	(319.29)	(456.12)	(397.71)
其他	134.88	153.42	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(64.94)	(234.69)	(283.18)	(414.02)	(352.41)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	835.70	1,189.75	122.95	2,346.96	1,361.46

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,826.17	3,414.37	5,121.55	6,658.01	8,455.68
营业成本	385.86	684.00	1,082.53	1,382.64	1,745.72
营业税金及附加	285.30	521.34	814.33	1,038.65	1,293.72
销售费用	423.61	859.64	1,160.52	1,387.98	1,674.60
管理费用	145.71	182.28	224.21	253.58	296.28
研发费用	10.82	10.14	30.73	36.62	44.82
财务费用	(27.64)	(32.61)	(37.80)	(42.10)	(45.30)
资产/信用减值损失	(1.99)	(12.08)	0.02	0.02	0.02
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(1.87)	3.31	4.21	1.88	3.13
其他	4.54	4.54	0.00	0.00	0.00
营业利润	601.82	1,193.80	1,851.26	2,602.55	3,449.00
营业外收入	60.18	3.46	31.25	45.71	38.48
营业外支出	7.17	8.73	2.93	3.81	4.64
利润总额	654.83	1,188.53	1,879.58	2,644.45	3,482.84
所得税	163.22	295.05	470.23	659.06	867.98
净利润	491.61	893.49	1,409.35	1,985.38	2,614.87
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	491.61	893.49	1,409.35	1,985.38	2,614.87
每股收益（元）	1.51	2.75	4.34	6.11	8.05

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	20.79%	86.97%	50.00%	30.00%	27.00%
营业利润	50.47%	98.36%	55.07%	40.58%	32.52%
归属于母公司净利润	64.15%	81.75%	57.74%	40.87%	31.71%
获利能力					
毛利率	78.87%	79.97%	78.86%	79.23%	79.35%
净利率	26.92%	26.17%	27.52%	29.82%	30.92%
ROE	17.21%	25.35%	30.54%	32.32%	31.28%
ROIC	42.23%	141.39%	1491.51%	181.13%	1048.41%
偿债能力					
资产负债率	34.12%	41.37%	42.31%	37.96%	38.13%
净负债率	-75.38%	-94.82%	-75.12%	-94.62%	-85.82%
流动比率	2.45	2.09	2.13	2.44	2.49
速动比率	1.75	1.57	1.44	1.83	1.80
营运能力					
应收账款周转率	6.13	7.66	6.48	6.44	6.35
存货周转率	1.86	2.97	2.84	2.89	2.91
总资产周转率	0.48	0.66	0.73	0.74	0.72
每股指标（元）					
每股收益	1.51	2.75	4.34	6.11	8.05
每股经营现金流	2.92	4.82	1.24	8.49	5.26
每股净资产	8.79	10.85	14.20	18.91	25.73
估值比率					
市盈率	80.64	44.37	28.13	19.97	15.16
市净率	13.87	11.25	8.59	6.45	4.74
EV/EBITDA	77.59	53.97	19.42	12.95	9.39
EV/EBIT	83.27	55.90	19.90	13.18	9.51

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com