

酒鬼酒 (000799.SZ)

产品结构优化升级，盈利能力不断改善

● 产品结构优化升级，次高端酒鬼酒系列改善明显

公司 17Q1 营业收入 1.82 亿元，同比增长 8.63%，略低于预期，主要由于公司仍在优化产品结构。一季度公司销量减少 10%，吨价平均上涨 21%，产品结构升级明显。Q1 内参收入持平，公司重点推广的次高端酒鬼酒系列 Q1 增长 21%，公司去年底删减大量开发品牌后，Q1 湘泉系列下降 8%。

● 毛利率提高和费用率下降推动净利润快速增长

公司一季度归母净利润 3703 万元，同比增长 31%，净利率提高 4.22 个 PCT 至 19.22%，公司 Q1 净利润远高于收入增长主要原因是毛利率提高和费用率下降：（1）由于产品结构优化，公司一季度毛利率同比提高 5.59 个 PCT 至 74.99%，环比提高 1.88 个 PCT。我们预计 17 年毛利率将进一步提高。（2）Q1 期间费用率下降 0.91 个 PCT，其中销售费用率下降 1.35 个 PCT，公司管理费用率提高 0.63 个 PCT，财务费用率下降 0.19 个 PCT。

● 省内渠道深耕和省外重点突破将推动 17 年业绩加速增长

公司 16 年完成产品聚焦后，今年将聚焦省内市场深耕，同时省外将建立样板市场重点突破，我们预计 17 年公司收入将实现加速增长。公司 17 年聚焦省内湖南市场，计划重点推进终端核心店建设，另外将通过开展品鉴会、宴席推广等活动强势覆盖湖南全部市县。公司省外市场将对河北和山东重点市场进行开拓，中粮食品 16 年未实现预定目标，我们预计中粮食品平台资源 17 年建立良好考核机制后将有助于酒鬼酒拓展省外市场。

● 投资建议

我们认为 2016H2-2017H1 是酒鬼酒管理层和渠道调整整合期，预计 17 年开始业绩将逐季加速增长。预计 17-19 年收入 8.84/13.26/17.91 亿元，增速 35%/50%/35%，净利润 1.80/3.15/4.56 亿元，增速 65%/75%/45%，目前股价对应估值 39/22/15 倍，看好公司拐点时期业绩高增长，给予买入评级。

● 风险提示

经济增速大幅下滑；销售不及预期；食品安全问题。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	601.22	654.85	883.68	1,325.83	1,791.31
增长率(%)	54.76%	8.92%	34.94%	50.03%	35.11%
EBITDA(百万元)	147.74	184.35	284.28	461.44	655.20
净利润(百万元)	88.57	108.58	179.56	314.87	456.05
增长率(%)	190.86%	22.60%	65.37%	75.36%	44.84%
EPS(元/股)	0.273	0.334	0.553	0.969	1.404
市盈率(P/E)	65.67	61.40	39.23	22.37	15.45
市净率(P/B)	3.31	3.57	3.44	2.99	2.50
EV/EBITDA	36.96	34.66	23.39	14.27	9.76

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

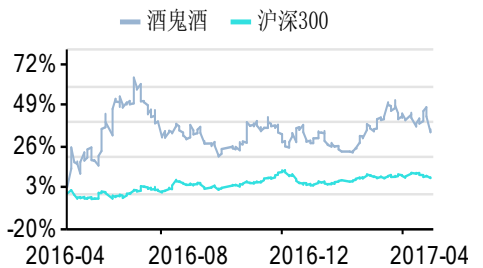
公司评级

当前价格 21.68 元

前次评级 买入

报告日期 2017-04-27

相对市场表现



分析师：王永锋 S0260515030002
01059136605
wangyongfeng@gf.com.cn

分析师：王文丹 S0260516110001
01059136617
wangwendan@gf.com.cn

相关研究：

酒鬼酒(000799.SZ)：业绩 2017-03-29
拐点已现，渠道深耕和高管薪酬激励将加速业绩增长

酒鬼酒(000799.SZ)：中粮 2017-03-09
入驻+次高端新品+聚焦大本营市场，业绩拐点将至

酒鬼酒(000799.SZ)：产品 2016-08-05
调整着眼长远，未来业绩有望加速增长

请务必阅读末页的免责声明

公司公告2017年一季度报,营业收入1.82亿元,同比增长8.63%,归母净利润3703万元,同比增长31%,点评如下:

1、产品结构优化升级,次高端酒鬼酒系列改善明显

公司17Q1营业收入1.82亿元,同比增长8.63%,略低于预期,主要由于公司仍在优化产品结构。一季度公司销量减少10%,吨价平均上涨21%,产品结构升级明显。主要由于一季度公司继续聚焦中高端产品,中低端的开发产品被删减较多。一季度公司对高端的内参主要政策是控量挺价,树立内参的高端品牌形象,因此Q1内参收入持平。公司重点推广次高端酒鬼酒系列,Q1酒鬼酒系列增长21%,公司去年底删减大量开发品牌后,Q1湘泉系列下降8%。公司预收账款1.15亿,同比下降27%,与去年底相比下降25%,我们认为主要原因是公司为了维护好市场价格,保持渠道健康,压货较少。

2、毛利率提高和费用率下降推动净利润快速增长

公司一季度归母净利润3703万元,同比增长31%,净利率提高4.22个PCT至19.22%,公司Q1净利润远高于收入增长主要原因是毛利率提高和费用率下降:(1)由于产品结构优化,公司一季度毛利率同比提高5.59个PCT至74.99%,环比提高1.88个PCT。我们预计17年随着新红坛占比提高和开发品牌进一步下降,公司毛利率将进一步提高。(2)Q1期间费用率下降0.91个PCT,其中销售费用率下降1.35%,主要由于广告投入减少改为更为有效的地推活动;公司管理费用率提高0.63个PCT,主要由于中粮入主后员工工资上涨所致,我们认为中粮入主后引进现代化的管理机制后,公司管理费用率有望进一步下降;利息支出减少使得财务费用率下降0.19个PCT。

3、省内渠道深耕和省外重点突破将推动17年业绩加速增长

公司16年完成产品聚焦后,今年将聚焦省内市场深耕,同时省外将建立样板市场重点突破,我们预计17年公司收入将实现加速增长。公司17年聚焦省内湖南市场,计划重点推进终端核心店建设,预计将从目前426家签约核心门店扩张至2000家以上;另外将通过开展品鉴会、宴席推广、消费者扫码活动、终端形象门头建设等活动,强势覆盖湖南全部市县。公司省外市场将对河北和山东重点市场进行开拓,中粮食品2016年销售酒鬼酒2756万元,未实现预定目标,我们预计中粮食品平台资源17年建立良好考核机制后将有助于酒鬼酒拓展省外市场。同时公司高管薪酬采取增量分享机制有助于建立高管长效激励,今年销售人员薪酬体系也进行改革和调整,预计销售人员提成比例可进一步提高,整体年薪预计将增长50%以上,员工积极性将进一步提高。

4、投资建议

我们认为酒鬼酒主力产品价格带处于次高端,次高端白酒充分受益高端白酒价格上移将迎来快速发展时期。我们认为2016H2-2017H1是酒鬼酒管理层和渠道调整整合时期,预计17年开始业绩将逐季加速增长。我们维持盈利预测,预计17-19年收入8.84/13.26/17.91亿元,增速35%/50%/35%,净利润1.80/3.15/4.56亿元,增速65%/75%/45%,目前股价对应估值39/22/15倍,看好公司拐点时期业绩高增长,给予买入评级。

5、风险提示

经济增速大幅下滑；销售不及预期；食品安全问题。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1444	1589	1891	2471	3220
货币资金	386	308	395	459	647
应收及预付	125	69	178	244	333
存货	767	763	968	1418	1890
其他流动资产	166	449	350	350	350
非流动资产	837	772	776	794	804
长期股权投资	44	45	45	45	45
固定资产	531	483	500	513	521
在建工程	5	7	12	17	20
无形资产	112	108	109	109	108
其他长期资产	145	130	110	110	110
资产总计	2281	2361	2667	3264	4024
流动负债	509	491	631	910	1209
短期借款	30	30	0	0	0
应付及预收	479	461	631	910	1209
其他流动负债	0	1	0	0	0
非流动负债	14	15	0	0	0
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	0	0	0
负债合计	523	506	631	910	1209
股本	325	325	325	325	325
资本公积	1161	1161	1161	1161	1161
留存收益	271	379	559	874	1330
归属母公司股东权	1757	1865	2045	2360	2816
少数股东权益	1	-10	-9	-5	-1
负债和股东权益	2281	2361	2667	3264	4024

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	231	219	194	126	248
净利润	74	97	181	318	461
折旧摊销	40	48	46	51	56
营运资金变动	87	43	-55	-255	-290
其它	29	31	22	12	22
投资活动现金流	-102	-286	-59	-59	-57
资本支出	-51	-54	-67	-67	-65
投资变动	-52	-232	8	8	8
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	1	-1	-48	-3	-3
银行借款	30	0	-30	0	0
债券融资	-30	0	-15	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	1	-1	-3	-3	-3
现金净增加额	129	-68	88	63	188
期初现金余额	242	386	308	395	459
期末现金余额	370	318	395	459	647

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	54.8	8.9	34.9	50.0	35.1
营业利润增长	165.2	15.7	112.1	68.8	44.7
归属母公司净利润增长	190.9	22.6	65.4	75.4	44.8
获利能力(%)					
毛利率	70.5	75.0	76.2	76.7	77.1
净利率	12.3	14.8	20.5	24.0	25.7
ROE	5.0	5.8	8.8	13.3	16.2
ROIC	5.9	7.7	11.4	17.6	22.4
偿债能力					
资产负债率(%)	22.9	21.4	23.6	27.9	30.1
净负债比率	-0.2	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2
流动比率	2.84	3.23	3.00	2.71	2.66
速动比率	1.27	1.66	1.43	1.12	1.06
营运能力					
总资产周转率	0.27	0.28	0.35	0.45	0.49
应收账款周转率	386.17	754.90	386.40	461.44	461.46
存货周转率	0.23	0.21	0.22	0.22	0.22
每股指标(元)					
每股收益	0.27	0.33	0.55	0.97	1.40
每股经营现金流	0.71	0.67	0.60	0.39	0.76
每股净资产	5.41	5.74	6.29	7.26	8.67
估值比率					
P/E	65.7	61.4	39.2	22.4	15.4
P/B	3.3	3.6	3.4	3.0	2.5
EV/EBITDA	37.0	34.7	23.4	14.3	9.8

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	601	655	884	1326	1791
营业成本	178	164	210	309	410
营业税金及附加	91	97	125	186	251
销售费用	124	165	194	268	348
管理费用	101	93	115	152	183
财务费用	1	-1	0	0	0
资产减值损失	22	33	10	19	28
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	11	8	8	8	8
营业利润	96	112	237	400	578
营业外收入	5	2	3	3	3
营业外支出	1	2	1	1	1
利润总额	100	112	239	401	580
所得税	26	15	57	83	119
净利润	74	97	181	318	461
少数股东损益	-14	-12	2	3	5
归属母公司净利润	89	109	180	315	456
EBITDA	148	184	284	461	655
EPS(元)	0.27	0.33	0.55	0.97	1.40

广发食品饮料研究小组

- 王永锋: 分析师, 经济学硕士, 8年证券行业工作经验。2015年食品饮料最佳分析师新财富第五名。
- 卢文琳: 分析师, 经济学硕士, 4年证券行业工作经验。2015年食品饮料最佳分析师新财富第五名团队成员。
- 王文丹: 分析师, 经济学硕士, 2年证券行业工作经验。2015年食品饮料最佳分析师新财富第五名团队成员。
- 张志遂: 联系人, 经济学硕士, 2016年加入广发证券发展研究中心。

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。
- 谨慎增持: 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
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或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。

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, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。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, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。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。