

酒鬼酒 (000799.SZ)

产品结构优化，业绩逐季改善

● 公司产品结构优化，收入逐季改善

公司 17H1 营收 3.7 亿，同增 27%，Q2 营收 1.9 亿，同增 52%，逐季加速增长。分产品来看 17H1 酒鬼系列 3.1 亿，同增 35%，包含内参和酒鬼酒系列。内参上半年控量稳价，预计全年实现个位数增长；次高端主力酒鬼系列预计全年实现 40%+ 增长。湘泉系列上半年同增 2%，主要因精简产品和子公司关闭。公司 17H1 经营活动现金流量净额-253 万，主要因经销商政策调整，预收账款下降、应收票据和应收账款增加所致。

● 盈利能力不断提高源于毛利率提升和费用管控

17H1 归母净利润 8277 万，同增 114%，Q2 归母净利润 4574 万，同增 336%，上半年扣非后归母净利润 6049 万元，同增 67%。17H1 净利润远高于收入增长主要由于毛利率提高和费用率下降：(1) 17H1 公司毛利率同比提升 4.7 个 PCT 达 77%，主要由于产品结构升级，中高端的酒鬼系列占比从 16 年 81% 提升至 84%，毛利率提高 4.8 个 PCT 至 83%。(2) 中粮入主后费用管控效果显著，17H1 期间费用率下降 8 个 PCT 至 38%。销售费用率下降 6 个 PCT；管理费用率同降 2.01 个 PCT，财务费用率提升 0.02 个 PCT。

● 营销渠道改革到位，业绩有望逐季加速增长

公司今年重点打造核心战略大单品“高度柔和”红坛，并进行 SKU 梳理（同比削减 50%）。渠道上公司聚焦省内深耕，17H1 在湖南 14 个地市设置 15 个片区，核心店覆盖 8 大片区，完成年度目标 53%。省外上半年公司打造河北、山东样板市场，势头良好。预计公司下半年尤其是四季度将继续加速增长，公司产品结构不断优化，毛利率、净利率将继续提高。

● 投资建议

预计今年开始业绩将逐季加速增长，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，增速 65%/75%/45%，目前股价对应估值 51/29/20 倍，维持买入评级。

● 风险提示：产品结构升级低于预期，市场费用超预期，食品安全；

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	601.22	654.85	883.69	1,325.98	1,791.33
增长率(%)	54.76%	8.92%	34.95%	50.05%	35.09%
EBITDA(百万元)	147.74	184.35	283.94	459.68	650.53
净利润(百万元)	88.57	108.58	179.70	315.15	456.32
增长率(%)	190.86%	22.60%	65.49%	75.38%	44.80%
EPS(元/股)	0.273	0.334	0.553	0.970	1.404
市盈率(P/E)	65.67	61.40	51.06	29.12	20.11
市净率(P/B)	3.31	3.57	4.49	3.89	3.26
EV/EBITDA	36.96	34.66	30.77	18.71	12.76

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

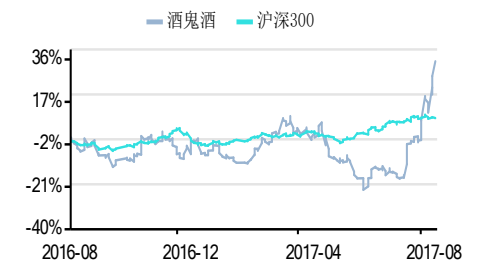
公司评级

当前价格 28.24 元

前次评级 买入

报告日期 2017-08-14

相对市场表现



分析师：王永锋 S0260515030002
010-59136605
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)：产品结构优化升级，盈利能力不断改善 2017-04-27

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

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

联系人：刘景瑜 021-00000000
gflijingyu@gf.com.cn

公司公告上半年营业收入3.71亿元，同比增长27.33%，2017H归母净利润8277万元，同比增长113.62%，扣非后归母净利润6049万元，同比增长66.7%。点评如下：

1、公司产品结构优化，收入逐季改善

公司2017上半年营业收入3.71亿元，同比增长27.33%，酒类收入3.70亿元，同比增长28.15%，Q2营业收入1.89亿元，同比增长52.42%，逐季加速增长。分产品来看，公司酒鬼系列上半年实现3.1亿元，同比增长35%，包含内参和酒鬼酒系列。内参上半年控量稳价，预计全年实现个位数增长，控价效果较好，终端价格稳中有升；次高端主力酒鬼系列量价齐升，预计全年实现40%以上增长，产品聚焦成效突出。湘泉系列上半年实现5978万元，同比增长2%，主要由于精简产品和河南子公司关闭导致增长较慢。中国食品帮助酒鬼酒拓展省外市场销售额2563万元，预计全年关联交易6000-8000万元。

公司上半年经营活动现金流量净额-253万，同比下降105%，主要由于预收账款下降、应收票据和应收账款增加所致。由于公司调整经销商政策导致预收账款下降4335万，同比下降72%；公司支持经销商增加票据使用，应收票据增长88%；应收账款增加70%主要是5月份已经破产清算的河南公司增加所致。

2、盈利能力不断提高源于毛利率提升和费用管控

2017上半年实现归母净利润8277万元，同比增长113.62%，Q2归母净利润4574万元，同比增长336.45%，上半年扣非后归母净利润6049万元，同比增长66.7%。公司上半年扣非后净利率达16.3%，较16H提升6.42个PCT。公司17H1净利润远高于收入增长主要由于毛利率提高和费用率下降：（1）17H1公司毛利率同比提升4.70个PCT达76.94%，主要由于产品结构升级，中高端的酒鬼系列占比从16年80.9%提升至84%，毛利率提高4.82个百分点至82.56%。（2）中粮入主后费用管控效果显著，17年上半年期间费用率下降8个PCT至37.9%。销售费用率下降6.04个PCT，主要由于广告费大幅下降导致市场费用同比下降72.25%；促销费用同比增长52.29%，主要是市场建设及新产品地推力度加大所致。我们认为公司改变营销推广方式，减少空中广告费，增加针对性更强更有效的市场推广费用，有助于推动收入的快速恢复。公司管理费用管控良好，管理费用率同比下降2.01个PCT，财务费用率提升0.02个PCT（主要系酒鬼酒河南公司（申请破产以前）应付利息增加）。

3、营销渠道改革到位，业绩有望逐季加速增长

公司半年报显示，公司今年重点打造核心战略大单品“高度柔和”红坛，同时进行SKU梳理，SKU同比削减50%。渠道上公司重点聚焦省内深耕，上半年在湖南14个地市设置15个片区，核心店覆盖8大片区，完成年度目标53%，针对消费者活动大力开展品鉴会等“三品工程”，未来发展潜力较大。省外上半年公司打造河北、山东样板市场，势头良好，中粮食品平台资源17年建立良好考核机制后有助于酒鬼酒拓展省外市场。我们预计公司下半年尤其是四季度将继续加速增长，公司产品结构不断优化，预计毛利率、净利率将继续提高。

4、投资建议

我们一直认为2016H2-2017H1是酒鬼酒管理层和渠道调整整合时期，预计今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51/29/20倍，看好公司拐点时期业绩的爆发性，维持买入评级。

风险提示

产品结构升级低于预期，市场费用超预期，食品安全。

至12月31日	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1444	1589	1883	2453	3185
货币资金	386	308	440	575	874
应收及预付	125	69	177	240	326
存货	767	763	916	1287	1635
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	2659	3246	3990
流动负债	509	491	623	892	1174
短期借款	30	30	0	0	0
应付及预收	479	461	623	892	1174
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	623	892	1174
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	2659	3246	3990

至12月31日	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	601	655	884	1326	1791
营业成本	178	164	199	281	355
营业税金及附加	91	97	128	186	251
销售费用	124	165	203	292	376
管理费用	101	93	115	159	215
财务费用	1	-1	0	0	0
资产减值损失	22	33	9	17	23
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	579
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	402	580
所得税	26	15	57	83	119
净利润	74	97	182	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	460	651
EPS (元)	0.27	0.33	0.55	0.97	1.40

	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	231	219	239	198	359
净利润	74	97	182	318	461
折旧摊销	40	48	46	51	56
营运资金变动	87	43	-10	-181	-175
其它	29	31	22	10	17
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	132	136	299
期初现金余额	242	386	308	440	575
期末现金余额	370	318	440	575	874

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	50.1	35.1
营业利润增长	165.2	15.7	112.2	68.9	44.7
归属母公司净利润增长	190.9	22.6	65.5	75.4	44.8
获利能力(%)					
毛利率	70.5	75.0	77.5	78.8	80.2
净利率	12.3	14.8	20.5	24.0	25.7
ROE	5.0	5.8	8.8	13.4	16.2
ROIC	5.9	7.7	11.7	18.7	24.9
偿债能力					
资产负债率(%)	22.9	21.4	23.4	27.5	29.4
净负债比率	-0.2	-0.1	-0.2	-0.2	-0.3
流动比率	2.84	3.23	3.03	2.75	2.71
速动比率	1.27	1.66	1.52	1.27	1.28
营运能力					
总资产周转率	0.27	0.28	0.35	0.45	0.50
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	0.73	0.61	1.10
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	51.1	29.1	20.1
P/B	3.3	3.6	4.5	3.9	3.3
EV/EBITDA	37.0	34.7	30.8	18.7	12.8

广发食品饮料研究小组

- 王永锋: 分析师, 经济学硕士, 9年证券行业工作经验。2016年食品饮料最佳分析师新财富第3名。
- 卢文琳: 分析师, 经济学硕士, 5年证券行业工作经验。2016年食品饮料最佳分析师新财富第3名团队成员。
- 王文丹: 分析师, 经济学硕士, 3年证券行业工作经验。2016年食品饮料最佳分析师新财富第3名团队成员。
- 张志遂: 研究助理, 经济学硕士, 1年证券行业工作经验。2016年食品饮料最佳分析师新财富第3名团队成员。
- 刘景瑜: 研究助理, 统计学硕士, 2017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层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
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(以下简称“广发证券”)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,只有接收客户才可以使用,且对于接收客户而言具有相关保密义务。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。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况,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。