

食品饮料

2017年08月16日

酒鬼酒 (000799)

——经营逐步改善 上调盈利预测 建议持续关注

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2017年08月15日

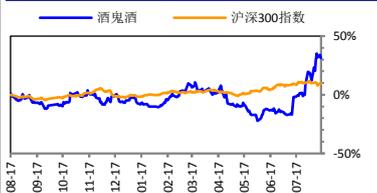
收盘价(元)	28.15
一年内最高/最低(元)	30.15/16.24
市净率	4.8
息率(分红/股价)	0.39
流通A股市值(百万元)	6311
上证指数/深证成指	3251.26 / 10559.78

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年06月30日

每股净资产(元)	5.89
资产负债率%	17.59
总股本/流通A股(百万)	325/224
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《酒鬼酒(000799)点评：收入增长尚不明显 毛利率提升使盈利改善》2017/04/27

证券分析师

吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com

联系人

吕昌
(8621)23297818x010-66500561
lvchang@swsresearch.com

投资要点：

- **事件：**酒鬼酒发布17中报，上半年收入3.7亿，同比增长27%，归母净利润8277万，同比增长113.6%，扣非净利润6049万，同比增长67%，EPS为0.25元。单二季度收入1.89亿，同比增长53%，净利润4574万，同比增长336%。我们在中报业绩前瞻中预测公司17年上半年收入净利润增速分别为13%和90%，单二季度收入和净利润增速分别为20%和250%，公司业绩超预期。
- **投资建议与估值：**由于17年投资收益的增加，及对18-19年次高端整体趋势的判断，我们略上调盈利预测，预测17-19年EPS为0.5、0.72、0.98元增长50%、44%、35%（前次为0.47、0.63、0.81元，增长40%、33%、28%），目前股价对应PE为56、39、29倍，维持增持评级。公司的主要看点为：1、中粮成为大股东后，公司的团队、管理架构等方面陆续调整，逐步发生积极变化；2、酒鬼酒具备很好的品牌基础，内参定位千元以上，酒鬼系列定位400元以上，在消费升级、茅五泸提价背景下，次高端整体17年将受益；3、公司在湖南大本营市场具有良好的消费基础，渠道深耕带来增量空间；4、17年战略思路更加清晰，聚焦大单品，减少SKU，精耕省内，省外聚焦核心区域，打造样板市场，目前虽处调整期，但产品及渠道布局完善后，具备后续发力的潜力，建议重点关注。
- **调整已有成效 收入逐步改善：**单二季度收入已有明显改善迹象，17Q2环比17Q1增长4%，淡季强于旺季，同比增长53%。上半年销售商品收到的现金3.4亿同比仅增长3.6%，现金回款慢于收入增速，判断为拓展市场放宽打款政策所致，期末应收票据9942万，同比增加约7100万，收入占比27%，预收款1.1亿，同比下降约4400万。分产品看，高端酒鬼系列3.1亿，占比84%，同增35%，中低端湘泉系列近6000万，同增2%。分区域看，增长主要来自省外市场，湖南所在的华中地区收入2.1亿，同比下降2%，占比57%；而省外的华北地区收入9411万，增长127%，占比25%贡献最大，华东和华南收入分别为2800万和2200万，增长717%和持平。我们判断湖南大本营持平主要两方面因素，1、聚焦核心单品即红坛酒鬼，梳理SKU，减少开发品牌，SKU同比削减50%，总数控制在100个以内；2、湖南精细化运作仍在推进尚未100%完成，主要做终端门店建设并覆盖市县市场，上半年湖南市场14个地市已设置15个片区，酒鬼酒核心店完成年度目标的53%，核心店实现全覆盖片区8个，未全覆盖片区7个。省外快速增长来自华北地区样板市场打造，招商的恢复性增长，其中河北、山东是重点市场样板。

财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	655	371	871	1,136	1,441
同比增长率(%)	8.99	27.33	32.98	30.42	26.85
净利润(百万元)	109	83	163	234	317
同比增长率(%)	22.47	113.60	49.54%	43.56%	35.47%
每股收益(元/股)	0.33	0.25	0.50	0.72	0.98
毛利率(%)	75.0	76.9	78.1	79.5	80.2
ROE(%)	5.8	4.3	8.0	10.3	12.3
市盈率	84		56	39	29

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE



申万宏源研究微信服务号

结构优化致毛利率和净利率稳步提升：上半年酒类毛利率同比提高 4.76pct 到 76.89%，其中酒鬼系列毛利率提高 4.82pct 达到 82.56%，湘泉系列毛利率则下降 2.59pct 到 47.51%。上半年销售费用 9800 万同比略增 3.6%，其中市场费用大幅下降 72%，主要是广告费用大幅下降所致，而促销费用增长 52%，说明公司仍然处于调整期，主要梳理产品体系进行去库存，大规模广告投放及市场拓展还未展开。本期投资收益 2485 万，主要是河南公司不再并表形成的投资收益 1740 万所致。剔除投资收益影响，H1 扣非净利润增长 67%，净利率约 16.5%，同比提高 3pct。

股价表现的催化剂：业绩超预期

核心假设的风险：管理改善低于预期

财务摘要

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	388	601	655	871	1,136	1,441
营业收入同比增长率 (yoy)	-43.26%	54.90%	8.99%	32.98%	30.42%	26.85%
减: 营业成本	156	178	164	191	233	286
毛利率 (%)	59.87%	70.38%	74.96%	78.07%	79.49%	80.15%
减: 营业税金及附加	59	91	97	129	168	214
主营业务利润	173	332	394	551	735	941
主营业务利润率 (%)	44.59%	55.24%	60.15%	63.26%	64.70%	65.30%
减: 销售费用	190	124	165	235	307	382
减: 管理费用	113	101	93	131	170	216
减: 财务费用	-2	1	-1	0	0	0
经营性利润	-127	107	137	185	258	343
经营性利润同比增长率 (yoy)	-3300%	184.25%	28.04%	35.04%	39.46%	32.95%
经营性利润率 (%)	-32.76%	17.80%	20.92%	21.24%	22.71%	23.80%
减: 资产减值损失	21	22	33	15	13	12
加: 投资收益及其他	0	11	8	0	0	0
营业利润	-148	96	112	170	244	331
加: 营业外净收入	19	3	0	0	0	0
利润总额	-129	100	112	170	244	331
减: 所得税	-25	26	15	24	35	47
净利润	-104	74	97	145	209	284
少数股东损益	-6	-14	-12	-17	-25	-34
归属于母公司所有者的净利润	-97	89	109	163	234	317
归母净利润同比增长率 (yoy)	165.72%	-	22.47%	49.54%	43.56%	35.47%
全面摊薄总股本	325	325	325	325	325	325
每股收益 (元)	-0.3	0.27	0.33	0.5	0.72	0.98
归属母公司所有者净利润率 (%)	-25.00%	14.81%	16.64%	18.71%	20.60%	22.00%
ROE	-5.84%	5.04%	5.82%	8.00%	10.30%	12.30%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。