

## 高端产品增长，省外市场扩张

——酒鬼酒（000799）半年度财报点评

2017年08月15日

强烈推荐/维持

酒鬼酒

财报点评

徐昊	分析师	执业证书编号：S1480514070003
	xuhao@dxzq.net.cn 010-66554017	
焦凯	分析师	执业证书编号：S1480512090001
	jiaokai@dxzq.net.cn 010-66554144	
范堃基	分析师	执业证书编号：S1480517070001
	fanlj@dxzq.net.cn 010-66554025	

### 事件：

公司上半年实现营业收入 3.71 亿元，同比增长 27.33%，实现归属上市公司股东净利润 8277 万元，同比大幅增长 113.62%。

### 公司分季度财务指标

指标	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入（百万元）	167.19	167.12	123.95	143.14	220.65	181.54	189.07
增长率（%）	42.48%	3.70%	-14.77%	12.30%	31.98%	8.63%	52.54%
毛利率（%）	74.69%	71.28%	73.54%	77.58%	76.94%	76.87%	77.00%
期间费用率（%）	39.20%	36.57%	58.62%	40.39%	29.69%	35.66%	40.11%
营业利润率（%）	17.06%	21.81%	2.61%	24.23%	16.87%	26.64%	29.92%
净利润（百万元）	22.09	25.71	8.22	25.76	37.33	35.60	45.23
增长率（%）	-191.60%	59.26%	-54.22%	42.76%	69.00%	38.48%	450.49%
每股盈利（季度，元）	0.08	0.09	0.03	0.08	0.13	0.11	0.14
资产负债率（%）	22.94%	22.02%	21.51%	18.50%	21.43%	19.31%	17.59%
净资产收益率（%）	1.26%	1.44%	0.46%	1.42%	2.01%	1.88%	2.37%
总资产收益率（%）	0.97%	1.12%	0.36%	1.16%	1.58%	1.52%	1.95%

### 观点：

- 2017年上半年酒类销售收入3.69亿元，同比增长28.15%，其中酒鬼系列中高端产品收入3.10亿元，同比增长34.81%，湘泉系列酒收入5978万元，同比增长2.03%。上半年公司控量稳价，收入增长主要来自中高端酒鬼系列的量价齐升。公司在7月末对内参酒零售指导价提高110元/瓶，提价后终端指导价1390元/瓶，价格超过“飞天茅台”1299元/瓶的建议零售价。内参系列价格水平一直看齐甚至超过茅台指导价，内参价格的提升有利于公司整体产品价格上行。
- 酒鬼酒目前主要产品体系为内参、酒鬼和湘泉三个系列，核心单品为酒鬼内参、50度酒鬼酒和红坛酒鬼酒，三个核心单品中红坛酒鬼酒是重中之重，内参是公司产品形象核心。公司同时对产品SKU进行梳理，

2017年上半年将SKU数量削减50%，目标是将SKU总数控制在80个左右。

- 酒鬼酒核心单品在本轮行业复苏趋势中保持了量价齐升的趋势。从过去公司产品的目标消费人群看主要针对政务消费群体，在新一轮行业升级趋势中，公司产品顺利切换到商务高端消费人群。在经历了行业的三年低迷周期后，内参和酒鬼酒高端产品形象并未受到影响。
- 上半年华中市场收入占比最大，但收入下降2%，收入增长最快的是华东市场，同比增长717.24%。省外收入占比最大的华北市场同比增长127.43%。上半年公司在湖南已经覆盖14个地市，设置15个片区，酒鬼酒核心店覆盖片区8个，核心店覆盖目标完成全年的53%。公司在湖南省内市场将继续下沉渠道到县，2016年已签约省内核心店426家，增加终端控制力。
- 省外市场方面选择地级市做重点开发，建立样板市场，建立核心消费群体。上半年重点打造了河北和山东重点市场，其中河北有7个重点地级市场，山东有4个重点地级市场。整体看，河北、山东、河南和广东等省外市场增长较快。
- 在产品营销推广方面，公司继续开展“三品工程”，开展节庆促销和宴会促销，在省外一线城市核心市场举办了“香港回归20周年纪念酒”品鉴推广会，上半年公司产品还在金砖国家农业部长会议上展示。2016年公司和中粮关联方销售规模2755.91万元，2017年上半年关联交易规模2563.08万元，比2016年同期的450.09万元有显著增长。我们认为在成为中粮集团成员后，公司充分利用中粮资源带来的营销平台，持续提升品牌形象，短期和中粮渠道关联交易快速增长也反映了中粮渠道客户对公司品牌和产品的认知的提升。

## 结论：

酒鬼酒已经从底部区间走出，内参、酒鬼酒等核心单品价格呈现上行趋势。公司聚焦省内市场精耕细作，省外市场通过品鉴会等营销形式同时借助中粮更优质的渠道平台，省外核心市场有望逐步放量增长。预计公司2017年至2019年收入分别为8.31亿、10.88亿和14.10亿元，2017年至2019年EPS分别为0.54元、0.77元和1.08元，对应PE分别为53.2倍、37.3倍和26.6倍，维持公司“强烈推荐”的投资评级。

风险提示：1）市场竞争加剧的风险；2）产品食品安全的风险；3）公司财务控制的风险。

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产合计</b>	1444	1589	1836	2089	2502	<b>营业收入</b>	601	655	831	1088	1410
货币资金	386	308	648	998	1241	<b>营业成本</b>	178	164	170	210	261
应收账款	1	1	2	3	4	营业税金及附加	91	97	118	153	195
其他应收款	44	5	7	9	11	营业费用	124	165	207	260	327
预付款项	31	10	12	14	17	管理费用	101	93	114	142	178
存货	767	763	699	576	714	财务费用	1	-1	-4	-8	-11
其他流动资产	166	399	399	399	399	资产减值损失	21.51	33.16	1.00	1.00	1.00
<b>非流动资产合计</b>	837	772	658	648	588	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	44	45	45	45	45	投资净收益	11.39	7.89	0.00	0.00	0.00
固定资产	530.10	482.15	468.86	457.30	444.01	<b>营业利润</b>	96	112	226	331	460
无形资产	112	108	97	88	79	营业外收入	4.94	2.26	4.00	3.00	3.00
其他非流动资产	123	110	0	0	0	营业外支出	1.50	1.92	1.50	1.00	1.00
<b>资产总计</b>	2281	2361	2493	2738	3090	<b>利润总额</b>	100	112	228	333	462
<b>流动负债合计</b>	509	491	467	485	522	所得税	26	15	54	82	111
短期借款	30	30	0	0	0	<b>净利润</b>	74	97	174	251	351
应付账款	65	63	61	75	107	少数股东损益	-14	-12	0	0	0
预收款项	191	154	154	154	154	归属母公司净利润	89	109	174	251	351
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	245	263	279	382	509
<b>非流动负债合计</b>	14	15	15	15	15	<b>BPS (元)</b>	0.27	0.33	0.54	0.77	1.08
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>负债合计</b>	523	506	482	500	537	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	1	-10	-10	-10	-10	营业收入增长	54.76%	8.92%	26.89%	30.97%	29.56%
实收资本(或股本)	325	325	325	325	325	营业利润增长	-165.16	15.71%	102.12	46.62%	39.01%
资本公积	1161	1161	1161	1161	1161	归属于母公司净利润	60.67%	43.98%	60.67%	43.98%	39.70%
未分配利润	72	178	291	455	683	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	1757	1865	2022	2248	2564	毛利率(%)	70.47%	74.99%	79.53%	80.67%	81.52%
<b>负债和所有者权</b>	2281	2361	2493	2738	3090	净利率(%)	12.35%	14.82%	21.00%	23.08%	24.89%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
	单位: 百万元					ROE(%)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	3.88%	4.60%	7.00%	9.18%	11.35%	
<b>经营活动现金流</b>	231	219	279	418	268	<b>偿债能力</b>					
净利润	74	97	174	251	351	资产负债率(%)	23%	21%	19%	18%	
折旧摊销	147.77	152.51	0.00	49.81	51.53	流动比率	2.84	3.23	3.93	4.31	4.79
财务费用	1	-1	-4	-8	-11	速动比率	1.33	1.68	2.43	3.12	3.43
应收账款减少	0	0	-2	-1	-1	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.27	0.28	0.34	0.42	0.48
<b>投资活动现金流</b>	-102	-286	106	-51	-1	应收账款周转率	386	755	557	414	412
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	10.64	10.26	13.45	16.06	15.50
长期股权投资减少	0	0	50	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	11	8	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.27	0.33	0.54	0.77	1.08
<b>筹资活动现金流</b>	1	-1	-44	-17	-24	每股净现金流(最新)	0.40	-0.21	1.05	1.08	0.75
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	5.41	5.74	6.22	6.92	7.89
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	103.60	84.50	52.60	36.53	26.15
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	5.22	4.92	4.54	4.08	3.58
<b>现金净增加额</b>	129	-68	341	350	243	EV/EBITDA	36.02	33.77	30.58	21.41	15.59

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 徐昊

会计学硕士，2008年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，9年食品饮料行业研究经验。

### 焦凯

2010年进入天相投资顾问有限公司，从事煤炭行业研究；2012年加盟东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究，5年食品饮料行业研究经验。

### 范垄基

中国农业大学-加州大学伯克利分校联合培养农业经济管理专业博士。2015年加入东兴证券证券投资部从事股票研究员工作。2017年转入东兴证券研究所，负责食品饮料行业研究。

## 联系人简介

---

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。