

厚积薄发，18年高增速可持续

——酒鬼酒（000799）年度财报点评

2018年03月14日

强烈推荐/维持

酒鬼酒

财报点评

刘畅

分析师

执业证书编号：S1480517120001

liuchang_yjs@dxzq.net.cn 010-66554017

事件：

➤ 公司发布 2017 年年度报告：

- 2017 年全年业绩高速增长，Q4 超预期不断验证公司基本面的坚实改善。公司全年实现营业收入 8.78 亿元，同比增长 34.1%，归母净利 1.76 亿元，同比增长 62.2%，扣非归母净利润 1.52 亿元，同比增长 47.8%，全年业绩符合市场预期。其中，Q4 实现营业收入 3.27 亿元，同比增长 48.1%，归母净利 0.60 亿元同比增长 38.6%。营收净利增速双双符合我们的预期，在 16Q4 收入利润基数较大，在业绩兑现时期有差异情况下公司仍能实现高速增长，除受 12 月主打大单品提价和经销商信心充足积极打款的影响外，更多的是验证了公司基本面的改善是坚实的，16-17 年的持续梳理就是为了 2018 年的厚积薄发。

公司分季度财务指标

指标	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
营业收入（百万元）	123.95	143.14	220.65	181.54	189.07	180.85	326.87
增长率（%）	-14.77%	12.30%	31.98%	8.63%	52.54%	26.35%	48.14%
毛利率（%）	73.54%	77.58%	76.94%	76.87%	77.00%	77.75%	79.18%
期间费用率（%）	58.62%	40.39%	29.69%	35.66%	40.11%	38.79%	34.26%
营业利润率（%）	2.61%	24.23%	16.71%	26.64%	29.92%	24.93%	24.23%
净利润（百万元）	8.22	25.76	37.33	35.60	45.23	33.63	59.69
增长率（%）	-54.22%	42.76%	69.00%	38.48%	450.49%	30.55%	59.90%
每股盈利（季度，元）	0.03	0.08	0.13	0.11	0.14	0.10	0.18
资产负债率（%）	21.51%	18.50%	21.43%	19.31%	17.59%	17.71%	21.09%
净资产收益率（%）	0.46%	1.42%	2.01%	1.88%	2.37%	1.73%	2.98%
总资产收益率（%）	0.36%	1.16%	1.58%	1.52%	1.95%	1.42%	2.35%

观点：

- 产品结构持续优化，省外渠道开拓成果显著。
- 从产品端来看，公司中高端产品均实现了两位数快速增长，低端湘泉系列的营收在公司控制下有序的收缩。高端内参系列实现营收 1.77 亿元，同比增长 18.3%；酒鬼系列营收为 5.83 亿元，同比增长 55.2%，战略大单品已经稳步成型；湘泉系列营收为 0.84 亿元，同比下降 0.55%。
- 从渠道端来看，公司在华北和华东市场的开拓取得了显著的成果。华北地区营收为 2.01 亿，同比增长 103.8%；华东地区营收为 7188.13 万元，同比增长 359.1%，占总营收比重提升 22.9%和 8.2%，同时公司在公告中披露，2017 全年曲酒产量较去年增长 38%，表明公司已经为未来发展作好了战略储备。

- 我们认为公司的全国化进程在中粮集团的帮助下将会进一步加速, 2018年省外渠道的销量会持续释放, 同时以公司所拥有着强大的团购基因, 未来将会在省内省外两条腿跑步, 实现销量上的进一步扩大。
- **换帅凸显集团重视, 有利资源持续聚焦酒鬼。**今年初始, 中粮酒业进行了重大人事调整, 新任董事长王总, 副董事长李总, 原董事长接手中粮肉食。公司此次换帅不同以往, 新帅均由中粮酒业董事长, 副董事长兼任, 足以体现出集团对酒鬼酒未来发展前景的期待与重视程度。酒鬼酒作为中粮酒业中唯一的上市平台其战略地位的重要性进一步凸显, 公司有望借集团之力进一步释放业绩潜力, 扩张省外市场份额, 优化公司生产与管理, 从而在 2018 年次高端白酒决战之年中获得更大的助力与优势。

● 结论:

- 18 年将会是公司完全调整到位之后的发力元年, 我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为: 14.0/20.2/27.8 亿, 同比增长 59%/44%/38%; 归属上市公司的净利润分别为: 2.9/4.9/6.7 亿元, 同比增长 67%/67%/38%, 由于 18 年是次高端扩容的一年, 给予 2018 年 40 倍估值, 市值增长空间 48%, 对应目标价 36 元, 给予公司“强烈推荐”投资评级。

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				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	1589	1852	2430	3035	3837	营业收入	655	878	1398	2018	2785
货币资金	308	342	1165	1562	2127	营业成本	164	194	279	364	460
应收账款	1	6	19	28	38	营业税金及附加	97	141	210	300	410
其他应收款	5	14	22	32	45	营业费用	165	205	364	551	753
预付款项	10	4	4	4	4	管理费用	93	118	189	267	361
存货	763	778	611	797	1007	财务费用		-1	0	-1	-1
其他流动资产	399	600	600	600	600	资产减值损失	33.16	27.88	90.00	80.00	70.00
非流动资产合计	772	690	527	469	411	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	45	50	50	50	50	投资净收益	7.89	34.86	92.00	140.00	90.00
固定资产	482	405	362	313	265	营业利润	112	229	360	597	823
无形资产	108	92	83	74	65	营业外收入	2.26	0.42	20.00	30.00	40.00
其他非流动资产	110	105	0	0	0	营业外支出	1.92	0.77	8.00	6.00	5.00
资产总计	2361	2542	2877	3424	4168	利润总额	112	229	372	621	858
流动负债合计	491	530	698	830	999	所得税	15	55	80	134	185
短期借款	30	0	0	0	0	净利润	97	174	292	487	673
应付账款	63	53	160	209	264	少数股东损益	-12	-2	0	10	20
预收款项	154	140	196	277	388	归属母公司净利润	109	176	292	477	653
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	263	359	418	655	880
非流动负债合计	15	6	0	0	-1	BPS (元)	0.33	0.54	0.90	1.47	2.01
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	506	536	698	829	998	成长能力					
少数股东权益	-10	0	0	10	30	营业收入增长	8.92%	34.13%	59.22%	44.30%	38.03%
实收资本(或股本)	325	325	325	325	325	营业利润增长	15.71%	105.39	57.06%	65.91%	37.80%
资本公积	1161	1161	1161	1161	1161	归属于母公司净利润	65.61%	62.18%	65.61%	63.58%	36.81%
未分配利润	178	306	467	729	1088	获利能力					
归属母公司股东权	1865	2006	2254	2659	3214	毛利率(%)	0.00%	74.57%	80.07%	81.98%	83.50%
负债和所有者权	2361	2542	2878	3425	4168	净利率(%)	14.82%	19.83%	20.85%	24.13%	24.15%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	4.60%	6.93%	10.14%	13.93%	15.66%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	5.82%	8.78%	12.94%	17.94%	20.31%
经营活动现金流	219	225	760	408	642	偿债能力					
净利润	97	174	292	487	673	资产负债率(%)	21%	21%	24%	24%	24%
折旧摊销	152.51	130.44	0.00	58.04	58.04	流动比率	3.23	3.49	3.48	3.66	3.84
财务费用	-1	-1	0	-1	-1	速动比率	1.68	2.03	2.61	2.70	2.83
应收账款减少	0	0	-13	-8	-11	营运能力					
预收帐款增加	0	0	56	81	111	总资产周转率	0.28	0.36	0.52	0.64	0.73
投资活动现金流	-286	-151	107	60	20	应收账款周转率	755	252	110	86	85
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	10.26	15.18	13.12	10.92	11.76
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	8	35	92	140	90	每股收益(最新摊薄)	0.33	0.54	0.90	1.47	2.01
筹资活动现金流	-1	-36	-44	-71	-98	每股净现金流(最新)	-0.21	0.12	2.53	1.22	1.74
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	5.74	6.17	6.94	8.18	9.89
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	72.02	44.41	26.82	16.39	11.98
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	4.19	3.90	3.47	2.94	2.43
现金净增加额	-68	38	824	397	565	EV/EBITDA	28.63	20.86	15.94	9.56	6.47

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券食品饮料首席分析师、新财富团队成员, 拥有买方、卖方双重工作经验, 曾就职于天风证券研究所, 东方基金, 泰达宏利基金。硕士取得英国杜伦大学金融一等学位, 本科取得北京航空航天大学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所, 负责白酒、乳制品、调味品、健康食品研究工作。

研究助理简介

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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

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。