

超预期，继续向全年高增速迈进

——酒鬼酒（000799）一季度财报点评

2018年04月23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：

酒鬼酒发布一季报，实现营业收入 2.65 亿元，同比增长 46.12%，归母净利 0.62 亿元，同比增长 68.88%，扣非归母净利润 0.58 亿元，同比增长 65.50%，一季报符合我们前期预期，各项指标都落入预期区间。值得注意的是公司的净利率达到 23.4%，比去年再次提升 3pct，超出预期。

公司分季度财务指标

指标	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1
营业收入（百万元）	143.14	220.65	181.54	189.07	180.85	326.87	265.27
增长率（%）	12.30%	31.98%	8.63%	52.54%	26.35%	48.14%	46.12%
毛利率（%）	77.58%	76.94%	76.87%	77.00%	77.75%	79.18%	80.86%
期间费用率（%）	40.39%	29.69%	35.66%	40.11%	38.79%	34.26%	34.15%
营业利润率（%）	24.23%	16.71%	26.74%	29.81%	24.93%	24.23%	31.99%
净利润（百万元）	25.76	37.33	35.60	45.23	33.63	59.69	62.54
增长率（%）	42.76%	69.00%	38.48%	450.49%	30.55%	59.90%	75.64%
每股盈利（季度，元）	0.08	0.13	0.11	0.14	0.10	0.18	0.19
资产负债率（%）	18.50%	21.43%	19.31%	17.59%	17.71%	21.09%	21.26%
净资产收益率（%）	1.42%	2.01%	1.88%	2.37%	1.73%	2.98%	3.10%
总资产收益率（%）	1.16%	1.58%	1.52%	1.95%	1.42%	2.35%	2.44%

观点：

- 酒鬼酒紧咬次高端增速，全年收入预期不变。酒鬼酒收入和利润增速基本符合我们前期的判断，收入在 50% 的中枢，利润在 70% 的中枢，大幅增长的主要原因是 17 年新增的渠道网点开始发力，17 年网点数量从 1.2 万家猛增到 6 万家，预计今年实现 10 万家网点的布局，酒鬼酒逐步摆脱了过去团购渠道单一的影响，真正实现了厚积薄发。并且整个公司效率提升的红利仍在释放，利润增速有望全年维持高位。
- 费用投放有条不紊，盈利能力再超预期。公司此次的销售费用增长 52.79%，主要是促销费用和广告费用的增加，公司计划 18 年线上合作预计能实现 2 亿元的突破，特殊渠道实现 2.5 亿销售收入，后续的市场费用投放力度不减。由于产品结构的提升和 17 年出血点的止亏，公司的净利率提升到了 23.4%，在次高端里面排名居前，这样给公司后续的市场投放打下了坚实的基础。并且公司现金流不断好转，由于销售商品带来的现金增加，经营性现金流净额同比增加 96.24%，各方面都表明公司的产品受到经销商和市场的青睐，有能力在次高端的抢夺中占据一席之地。

- 18 年发布黄坛传承版新品，产品结构更加丰富。在次高端扩容的新时代白酒行业，酒鬼酒顺势而为推出零售价格在 428 元/瓶的“传承版”来迎合了增长新周期，丰富了酒鬼酒产品线，补全了内参（880 元/瓶）和红坛（568 元/瓶）之下的价格带，实际上是进一步强化了酒鬼酒品牌的高端定位。新品面市会进一步把高柔红坛往上推，带动整个腰部产品的价格提升，最终推动酒鬼酒的价值回归。由于是经典的包装，该款产品也可以是酒鬼酒品牌形象的有力宣传，激活消费者的品牌记忆。未来内参作为核心高端大单品，预计 2018 年收入占比突破 30%，迈向 40%，高柔红坛作为腰部核心产品占比在一半以上，新品传承版，老黄坛实现量的突破。
- 换帅效果初显现，有利资源强聚焦。在中粮酒业年初进行人事调整之时市场对于新一次的调整还存有疑虑，但是新任董事长王总，副董事长李总上任之后持续对酒鬼酒聚焦资源，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，目前看效果显著。

盈利及风险预测：

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，对应目标价36元，给予公司“强烈推荐”投资评级。我们预计09年一季度亏损额将达0.5亿元，仍将低于市场预期。

风险提示：

白酒政策风险；食品安全问题。

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	EPS (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						总资产净利润(%)					
单位: 百万元						ROE(%)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E						
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。

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。