

酒鬼酒稳健增长，下半年有望加快步伐

2018年08月10日

强烈推荐/维持

酒鬼酒

财报点评

——酒鬼酒（000799）半年报点评

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2018年半年报，2018H1实现营业收入5.24亿元，同比增41.26%；归属上市公司股东净利1.14亿元，同比增38.30%；扣非净利润为1.03亿，同比增长70.77%。收入增速略低预期，扣非利润增速符合预期。

公司分季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	220.65	181.54	189.07	180.85	326.87	265.27	258.26
增长率（%）	31.98%	8.63%	52.54%	26.35%	48.14%	46.12%	36.60%
毛利率（%）	76.94%	76.87%	77.00%	77.75%	79.18%	80.86%	75.76%
期间费用率（%）	29.69%	35.66%	40.11%	38.79%	34.26%	34.15%	37.52%
营业利润率（%）	16.71%	26.74%	30.19%	24.54%	24.23%	31.99%	25.27%
净利润（百万元）	37.33	35.60	45.23	33.63	59.69	62.54	51.94
增长率（%）	69.00%	38.48%	450.49%	30.55%	59.90%	75.64%	14.83%
每股盈利（季度，元）	0.13	0.11	0.14	0.10	0.18	0.19	0.16
资产负债率（%）	21.43%	19.31%	17.59%	17.71%	21.09%	21.26%	19.01%
净资产收益率（%）	2.01%	1.88%	2.37%	1.73%	2.98%	3.10%	2.51%
总资产收益率（%）	1.58%	1.52%	1.95%	1.42%	2.35%	2.44%	2.03%

观点：

- 这份酒鬼酒的季度报告是我们近三年看到的最详实的一份季度报告，规范的管理已经将公司的方方面面都进行了提升，酒鬼酒未来的发展值得期待。
- 收入增速略低预期，主力产品表现良好。公司单二季度营收和归母净利增速分别为37.2%/13.3%，均低于一季度水平。收入方面低预期有两方面原因：
 - （1）酒鬼酒由于16年调整的原因，打款节奏和传统的白酒企业错峰，Q2/Q4是高峰，17Q2高基数，收入1.88亿元，同比增长52.3%，因此18Q2有降速；
 - （2）根据半年报显示，内参酒营业收入同比增长42%；酒鬼酒营业收入同比增长48%，其中：高度柔和红坛酒鬼酒营业收入增长57%；湘泉酒及其它产品营业收入同比增长16%。根据我们调研数据显示，1-6月份公司实际增长应该在45%-50%的水平，这其中按销售口径统计，内参预计在1.2亿左右，中档酒鬼

酒在 5 亿左右, 湘泉在 0.2 亿左右, 其他产品在 0.02 亿左右, 共计 6.42 亿, 扣税 1.17 之后是 5.49 亿, 同比增长 48.3%。这样 Q2 有 2.84 亿, 比报表多 2600 万。一方面我们可以看到实际与报表差别不算很大, 在可接受范围, 另一方面也是因为与公司全年既定任务有关, 年中不调预算为好。

- **扣非利润仍保持高增长, 全年利润高增速确定性高。**公司利润端和一季报出现了明显的降速, 但是细细分拆的话不需过分担忧, 主要也是两方面原因:

(1) 公司目前体量还是太小, 微小的利润波动就会带来较大的业绩变化, 17Q2 公司因处置河南公司有约 1765 万元的一次性投资收益, 扣非后 18Q2 归母净利润增速在 84.4% 水平, 符合预期。

(2) 公司实际 1-5 月份的利润增速在 96% 的水平, 六月份还计提了一个贴牌厂的包装车间, 预计在 1300 万的水平, 如果没有这一笔费用, 1-6 月份的利润增速会更高, 在 128.6% 的水平。

因此全年的利润预期不必悲观, 即使按照目前的平均净利率水平 21% 来测算 (下半年要投放央视广告, 预计产品结构的持续提升无法再次拔高净利率), 保守估计收入 13.5 亿, 仍有 2.84 亿的利润。

- **产品结构不断优化, 渠道数量加速扩张。**公司目前的产品已经非常聚焦, 产品矩阵和泸州老窖五大单品颇有相似之处, 坚持大单品战略。内参酒、酒鬼酒、湘泉酒收入占比分别达 20%、67%、9%, 内参酒、酒鬼酒、湘泉酒毛利率分别达 94.13%、81.28%、30.41%, 产品聚焦战略成效明显, 我们预计下半年内参的占比将会持续提升。200-300 价格带的新品传承版酒鬼酒现在已经全面铺货, 这款产品会将高度柔和红坛的价格向上推升, 形成有力支撑。公司 2018 年招商进度加速, 经销商数量持续大幅提高, 省内核心网点数翻倍增长, 门店数量 2500 家。
- **聚焦核心战略市场, 优化市场布局。**经过上半年, 核心市场湖南大区销售占比约 41%, 战略市场 (京津冀、山东、河南) 销售占比约 23%, 核心及战略市场的核心店实现较快增长, 酒鬼酒主要产品紫坛、红坛、黄坛覆盖率稳步提升。省内增长在接近 50% 的水平, 达到公司预期, 省外仍聚焦于核心市场, 多数地区增速都在 40% 水平, 省外在下半年会持续大力。18Q3 又是低基数, 高增长将大概率延续。
- **中粮集团董事长交接不改酒鬼酒雄伟战略:**中储粮董事长吕军总与中粮集团董事长赵双连顺利交接, 后期会持续推进集团混改。酒鬼酒作为中粮酒业旗下唯一白酒公司和唯一上市平台, 同时也是最佳的盈利版块, 重要性不断凸显。就前三年的情况看, 酒鬼酒已经在次高端的战役中较几大对手有所延缓, 但是后发制人是真实发生的, 这也给了酒鬼酒在第三季报以及 2019-2020 年其他白酒增速放缓的时期有了更大的机会。

盈利预测:

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%, 目标价 36 元, 给予“强烈推荐”评级。

风险提示: 国家政策的风险、食品安全的风险、价格波动的风险

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				
	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%
负债和所有者权益	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。