

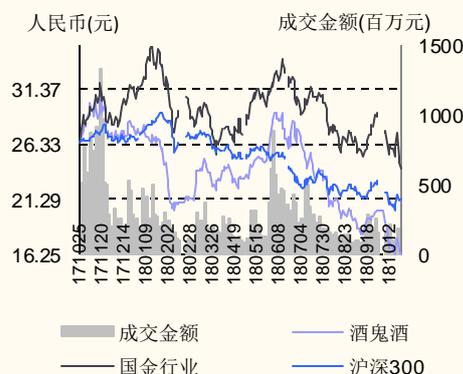
## 酒鬼酒 (000799.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 16.32 元  
 目标价格 (人民币): 27.00-28.00 元

## 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股) 324.93  
 总市值 (百万元) 5,302.84  
 年内股价最高最低 (元) 31.47/16.25  
 沪深 300 指数 3194.31  
 深证成指 7529.41



## 相关报告

1. 《扣非利润增速高达 71%，预计 18Q3 有望加速-酒鬼酒 18 年中...》，2018.8.9
2. 《扣非利润增速预计持续高增长，基本面向好预期不改-《酒鬼酒公司...》，2018.7.10
3. 《提价增厚公司利润，预计全年高增长-《酒鬼酒公司点评-提价增厚...》，2018.7.5
4. 《乘势而上，全力加速-酒鬼酒深度研究报告》，2018.5.16

于杰 分析师 SAC 执业编号: S1130516070001  
 yujie@gjzq.com.cn

寇星 联系人  
 kouxing@gjzq.com.cn

## 业绩符合预期，净利率持续提高

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.334	0.542	0.785	1.080	1.416
每股净资产 (元)	5.74	6.17	6.81	7.74	9.00
每股经营性现金流 (元)	0.67	0.69	0.79	1.22	1.56
市盈率 (倍)	61.40	50.59	20.80	15.11	11.52
净利润增长率 (%)	22.60%	62.18%	44.80%	37.66%	31.10%
净资产收益率 (%)	5.82%	8.78%	11.53%	13.96%	15.73%
总股本 (百万股)	324.93	324.93	324.93	324.93	324.93

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 公司发布三季度业绩报告，前三季度实现营业收入 7.60 亿元，实现归属上市公司股东净利 1.61 亿元，分别同比增长 37.83%/38.35%，折合 EPS 0.50 元。单三季度实现营业收入 2.37 亿元，实现归属上市公司股东净利 0.47 亿元，分别同比增长 30.81%/38.46%。

## 评论

- 收入增速基本符合预期，扣非利润持续保持高增长：从收入端来看，18Q3 实现增速+30.81%，与 18Q2 增速+36.60%相比环比略放缓，但与 17Q3 同比增速+26.35%相比仍呈现提速状态。在今年白酒 Q3 整体基本面平稳的背景下，公司仍能保持 30%+的中高速发展，基本符合市场预期。18Q3 归母净利增速实现+38.46%，较 18Q2 的增速+13.55%有所提高。总体来看，公司前三季度业绩基本符合我们前期判断，公司仍处于高速增长期。
- 毛利率提升，期间费用率下降，推动净利率提升：18 年前三季度公司实现毛利率 77.83%，同比提高 0.62ppt，料产品结构持续优化，酒鬼系列占比持续提升所致；前三季度期间费用率为 36.48%，同比下降 1.73ppt，主要由于管理费用率和财务费用率的下降：管理费用率为 10.01%，同比下降 1.68ppt，财务费用率为-0.29%，同比下降-0.26ppt。尽管前三季度销售费用率为 26.77%，同比上升 0.22ppt，但是公司净利率仍然实现了 21.19%，同比提高 0.43ppt，也再次体现出公司产品结构的持续优化效果。
- 线上线下持续发力，全国化品牌持续打造中：2018 年公司处于全力加速期，在线下以加快空白市场组织化招商布局为主，签约经销商数量持续大幅提高，省内外渠道建设持续推进；在线上以精准投放和加大央视等主流媒体、高效平台及重点场景的广告宣传为主，尤其是在中粮集团支持下，核心大单品酒鬼及内参在全国高级别活动如 G20 峰会等频频亮相，不断加深消费者对其品牌的重新认知。我们持续看好公司全国化品牌之路。

## 盈利预测

- 我们下调 2018-2020 年盈利预测。预计 2018-2020 年收入分别为 12.31 亿元/16.65 亿元/21.73 亿元，同比+40.15%/35.27%/30.50%，归母净利分别 2.55 亿元/3.51 亿元/4.60 亿元，同比+44.80%/37.66%/31.10%，对应 EPS 分别为 0.785 元/1.080 元/1.416 元，目前股价对应 18/19/20 年 PE 分别为 21X/15X/12X，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 需求下滑/次高端空间压缩/省内外销售不达预期

**附录：三张报表预测摘要**

**损益表 (人民币百万元)**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>主营业务收入</b>	<b>601</b>	<b>655</b>	<b>878</b>	<b>1,231</b>	<b>1,665</b>	<b>2,173</b>
增长率	-	8.9%	34.1%	40.15%	35.27%	30.50%
主营业务成本	-178	-164	-194	-259	-312	-380
%销售收入	29.5%	25.0%	22.1%	21.1%	18.7%	17.5%
毛利	424	491	685	972	1,353	1,793
%销售收入	70.5%	75.0%	77.9%	78.9%	81.3%	82.5%
营业税金及附加	-91	-97	-141	-185	-250	-326
%销售收入	15.2%	14.8%	16.1%	15.0%	15.0%	15.0%
营业费用	-124	-165	-205	-326	-458	-608
%销售收入	20.7%	25.2%	23.4%	26.5%	27.5%	28.0%
管理费用	-101	-93	-118	-123	-175	-239
%销售收入	16.7%	14.2%	13.5%	10.0%	10.5%	11.0%
息税前利润 (EBIT)	107	136	220	338	471	620
%销售收入	17.8%	20.8%	25.0%	27.4%	28.3%	28.5%
财务费用	-1	1	1	8	9	12
%销售收入	0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.6%	-0.5%	-0.6%
资产减值损失	-22	-33	-28	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	11	8	35	5	5	5
%税前利润	11.4%	7.0%	15.2%	1.4%	1.0%	0.8%
营业利润	96	112	229	350	485	637
营业利润率	16.0%	17.0%	26.1%	28.5%	29.1%	29.3%
营业外收支	3	0	0	3	3	3
税前利润	100	112	229	353	488	640
利润率	16.6%	17.1%	26.1%	28.7%	29.3%	29.5%
所得税	-26	-15	-55	-88	-122	-160
所得税率	25.7%	13.3%	23.9%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	74	97	174	265	366	480
少数股东损益	-14	-12	-2	10	15	20
归属于母公司的净利润	<b>89</b>	<b>109</b>	<b>176.10</b>	<b>255</b>	<b>351</b>	<b>460</b>
净利率	14.7%	16.6%	20.0%	20.7%	21.1%	21.2%

**现金流量表 (人民币百万元)**

净利润	74	97	174	305	459	666
少数股东损益	-14	-12	-2	10	15	20
非现金支出	61	81	69	32	35	39
非经营收益	7	-2	-39	4	-8	-8
营运资金变动	87	43	21	-45	3	-3
<b>经营活动现金净流</b>	<b>230</b>	<b>219</b>	<b>225</b>	<b>255</b>	<b>396</b>	<b>508</b>
资本开支	-51	-54	-8	-55	-58	-58
投资	-60	-240	-210	-100	-200	-200
其他	8	8	67	5	5	5
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-102</b>	<b>-286</b>	<b>-151</b>	<b>-150</b>	<b>-253</b>	<b>-253</b>
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	-6	0	0
其他	1	-1	-36	-49	-49	-49
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>1</b>	<b>-1</b>	<b>-36</b>	<b>-55</b>	<b>-49</b>	<b>-49</b>
<b>现金净流量</b>	<b>128</b>	<b>-68</b>	<b>38</b>	<b>50</b>	<b>95</b>	<b>206</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	386	308	342	392	487	693
应收款项	94	59	127	144	195	254
存货	767	763	778	993	1,159	1,373
其他流动资产	197	459	604	705	906	1,108
流动资产	1,444	1,589	1,852	2,235	2,747	3,427
%总资产	63.3%	67.3%	72.9%	76.0%	79.0%	82.0%
长期投资	44	45	50	50	50	50
固定资产	536	489	411	434	451	465
%总资产	23.5%	20.7%	16.2%	14.8%	13.0%	11.1%
无形资产	112	108	92	101	109	117
非流动资产	837	772	690	705	730	753
%总资产	36.7%	32.7%	27.1%	24.0%	21.0%	18.0%
<b>资产总计</b>	<b>2,281</b>	<b>2,361</b>	<b>2,542</b>	<b>2,940</b>	<b>3,477</b>	<b>4,180</b>
短期借款	30	30	0	0	0	0
应付款项	412	373	382	517	678	878
其他流动负债	67	88	148	201	260	331
流动负债	509	491	530	718	938	1,209
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	14	15	6	0	0	0
<b>负债</b>	<b>523</b>	<b>506</b>	<b>536</b>	<b>718</b>	<b>938</b>	<b>1,209</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,757</b>	<b>1,865</b>	<b>2,006</b>	<b>2,212</b>	<b>2,514</b>	<b>2,926</b>
少数股东权益	1	-10	0	10	25	45
<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,281</b>	<b>2,361</b>	<b>2,542</b>	<b>2,940</b>	<b>3,477</b>	<b>4,180</b>

**比率分析**

<b>每股指标</b>						
每股收益	0.273	0.334	0.542	0.785	1.080	1.416
每股净资产	5.406	5.741	6.173	6.807	7.738	9.004
每股经营现金净流	0.707	0.674	0.693	0.786	1.220	1.562
每股股利	4.374	0.110	0.150	0.150	0.150	0.150
<b>回报率</b>						
净资产收益率	5.04%	5.82%	8.78%	11.53%	13.96%	15.73%
总资产收益率	3.88%	4.60%	6.93%	8.67%	10.10%	11.01%
投入资本收益率	4.46%	6.27%	8.34%	11.40%	13.91%	15.65%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	54.76%	8.92%	34.13%	40.15%	35.27%	30.50%
EBIT增长率	N/A	27.03%	61.34%	53.67%	39.43%	31.66%
净利润增长率	-190.86%	22.60%	62.18%	44.80%	37.66%	31.10%
总资产增长率	8.26%	3.50%	7.66%	15.65%	18.28%	20.21%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	0.9	0.5	1.4	1.3	1.2	1.1
存货周转天数	1,591.6	1,705.4	1,452.0	1,398.2	1,356.8	1,320.5
应付账款周转天数	116.2	142.3	109.0	100.2	95.8	99.6
固定资产周转天数	321.8	268.7	168.2	125.9	96.7	76.2
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-20.23%	-14.97%	-17.04%	-22.15%	-30.99%	-40.15%
EBIT利息保障倍数	157.2	-216.7	-199.3	-44.5	-51.8	-50.8
资产负债率	22.94%	21.43%	21.09%	24.41%	26.97%	28.93%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	4	9	19
增持	0	0	1	6	9
中性	0	0	1	3	4
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.50	1.67	1.53

来源：贝格数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-05-16	买入	24.90	30.50~31.50
2	2018-07-05	买入	26.55	30.00~32.00
3	2018-07-10	买入	25.19	30.50~31.50
4	2018-08-09	买入	20.55	30.00~31.00

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH