

稳扎稳打，酒鬼有望持续健康高速增长

2019年01月28日

强烈推荐/维持

酒鬼酒

财报点评

——酒鬼酒（000799）业绩快报点评

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年业绩快报，公司2018年实现营业收入11.87亿元，同比增长35.13%，主要系华中及华北地区销售收入增幅较大；营业利润及利润总额分别增长30.13%、32.09%，主要系营业收入增长所致；全年实现归母净利润2.25亿元，同比增长27.94%；基本EPS为0.6934元，同比增长27.93%。

公司分季度财务指标

指标	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入（百万元）	181.54	189.07	180.85	326.87	265.27	258.26	236.57
增长率（%）	8.63%	52.54%	26.35%	48.14%	46.12%	36.60%	30.81%
毛利率（%）	76.87%	77.00%	77.75%	79.18%	80.86%	75.76%	76.69%
期间费用率（%）	35.66%	40.11%	38.79%	34.26%	34.15%	37.52%	37.97%
营业利润率（%）	26.74%	30.19%	25.00%	23.97%	31.99%	25.27%	26.00%
净利润（百万元）	35.60	45.23	33.63	59.69	62.54	51.94	46.57
增长率（%）	38.48%	450.49%	30.55%	59.90%	75.64%	14.83%	38.46%
每股盈利（季度，元）	0.11	0.14	0.10	0.18	0.19	0.16	0.14
资产负债率（%）	19.31%	17.59%	17.71%	21.09%	21.26%	19.01%	17.85%
净资产收益率（%）	1.88%	2.37%	1.73%	2.98%	3.10%	2.51%	2.20%
总资产收益率（%）	1.52%	1.95%	1.42%	2.35%	2.44%	2.03%	1.81%

观点：

- 收入持续增长，全年业绩在调低指引后符合预期。** 营收方面，公司预计全年营收11.87亿元，同增35.13%。单Q4实现营收4.27亿元，同增30.57%。受Q3白酒行业整体增速放缓趋势的影响，以及公司稳量控价政策的影响，公司Q4营收相比前两个季度的增速（Q1：46.12%，Q2：36.6%）来说增速放缓至30.57%，与Q3持平。我们认为，在下半年白酒行业整体增速放缓的背景下，公司的整体增速是符合预期的。
- 费用端承压，净利润增速有所放缓。** 利润方面，公司预计全年实现归母净利润2.25亿元，同比增长27.94%；单Q4实现归母净利润0.64亿元，同比增长7.63%。我们认为，Q4归母净利增速放缓除受去年四季度利润基数较大的影响外，与公司主动加强“文化酒引领者”品牌形象建设、进行电视广告宣传及线下持续费用投放有关（如：内参酒冠名央视《对话》栏目，内参酒亮相达沃斯论坛等活动）。我们认为，公司主动加强费用投放，有利于进一步提升公司品牌力，为未来业绩的进一步突破打下基础。

- **深耕华中力拓华北，渠道扩张有条不紊。**公司通过深耕以湖南大本营为核心的华中市场（中报同增47.07%），将门店下沉至区县，不断推进终端核心店和售点网络建设，签约经销商数量持续大幅度提高。同时，力拓华北市场以推进全国化进程（中报同增35.76%），加大省外战略市场的布局，在华北、广东、华东等战略市场覆盖至地级市，在进项终端和渠道建设的同时做到有的放矢。
- **产品结构持续优化，内参事业部潜力巨大。**继内参酒和红坛酒鬼酒后，公司推出新品传承版，并作为三大战略单品之一，充分抢占次高端市场。同时公司产品结构不断优化，内参及红坛的收入贡献超过90%。18年中报数据显示，酒鬼系列收入占比达到70%，内参系列占比约20%，且在持续提升之中。我们认为随着内参事业部的全面发力与内参酒“文化营销”的逐渐深入人心，未来内参系列的销售占比会持续增长并可能取得突破性增长。
- **集团混改不断助推酒鬼雄伟战略。**伴随着集团混改进程不断深化，新旧董事长顺利完成交接，中粮对酒鬼的控制不断得到强化。中粮集团通过整合自身在渠道与管理方面的资源优势，抓内控强管理，拓市场强布局，激发公司活力，释放品牌势能，促使公司经营更上一层楼。我们认为，酒鬼酒作为中粮酒业板块下的唯一白酒公司上市公司，同时也是其最佳的盈利板块，对集团的重要性不断凸显。公司目前经营业绩增长稳定可持续，战略布局清晰，领导层稳固，因此我们坚定看好酒鬼未来发展。

结论：

我们认为公司今年实现 35.13%的营收增速和 27.94%的归母净利增速是符合预期的。但是鉴于近期白酒行业增速换挡的大背景，下调公司盈利预测。我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 11.87/15.6/19.8 亿元，同比增长 35.16%/32%/27%，归母净利润分别为 2.25/3.16/4.29 亿元，同比增长 29.23%/40%/36%，EPS 分别为 0.69、0.94、1.26，给予公司“强烈推荐”评级。

风险提示：

食品安全风险；省外扩张不达预期。

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	2228	2631	3067	营业收入	655	878	1187	1563	1983
货币资金	308	342	594	781	991	营业成本	164	194	240	293	348
应收账款	1	6	16	21	27	营业税金及附加	97	141	192	250	310
其他应收款	5	14	19	25	32	营业费用	165	205	300	407	521
预付款项	10	4	4	4	4	管理费用	93	118	170	221	278
存货	763	778	988	1190	1402	财务费用		-1	-1	-2	-2
其他流动资产	399	600	600	600	600	资产减值损失	33.16	27.88	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	772	690	987	1246	1472	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	46	47	49	投资净收益	7.89	34.86	0.00	8.00	20.00
固定资产	482	405	720	979	1204	营业利润	112	229	287	403	548
无形资产	108	92	83	74	65	营业外收入	2.26	0.42	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	110	105	105	108	112	营业外支出	1.92	0.77	0.00	0.00	0.00
资产总计	2361	2542	3135	3797	4460	利润总额	112	229	287	403	548
流动负债合计	491	530	1012	1405	1700	所得税	15	55	62	87	118
短期借款	30	0	713	1028	1227	净利润	97	174	225	316	429
应付账款	63	53	66	80	95	少数股东损益	-12	-2	0	10	20
预收款项	154	140	188	250	330	归属母公司净利润	109	176	225	306	409
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	263	359	368	514	674
非流动负债合计	15	6	0	0	0	EPS (元)	0.33	0.54	0.69	0.94	1.26
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	1012	1405	1699	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%	35.16%	31.66%	26.86%
实收资本(或股本)	325	325	325	325	325	营业利润增长	15.71%	105.39	25.26%	40.24%	36.00%
资本公积	1161	1161	1161	1161	1161	归属于母公司净利润	27.81%	62.18%	27.81%	35.80%	33.91%
未分配利润	178	306	430	598	823	获利能力					
归属母公司股东权	1865	2006	2197	2457	2805	毛利率(%)	0.00%	77.90%	79.75%	81.28%	82.45%
负债和所有者权	2361	2542	3136	3798	4460	净利率(%)	14.82%	19.83%	18.96%	20.20%	21.65%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位: 百万元						4.60%					
2016A						2017A					
2018E						2019E					
2019E						2020E					
2020E						ROE(%)					
2016A						5.82%					
2017A						8.78%					
2018E						10.24%					
2019E						12.44%					
2020E						14.59%					
经营活动现金流	219	225	-45	282	405	偿债能力					
净利润	97	174	225	316	429	资产负债率(%)	21%	21%	32%	37%	38%
折旧摊销	152.51	130.44	0.00	113.02	127.80	营运能力					
财务费用	-1	-1	-1	-2	-2	总资产周转率	0.28	0.36	0.42	0.45	0.48
应付账款的变化	0	0	-10	-5	-6	应收账款周转率	755	252	105	83	82
预收账款的变化	0	0	47	63	79	应付账款周转率	10.26	15.18	20.01	21.41	22.60
投资活动现金流	-286	-151	-384	-364	-334	每股指标(元)					
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.33	0.54	0.69	0.94	1.26
长期股权投资减少	0	0	4	-1	-1	每股净现金流(最新)	-0.21	0.12	0.77	0.58	0.65
投资收益	8	35	0	8	20	每股净资产(最新摊)	5.74	6.17	6.76	7.56	8.63
筹资活动现金流	-1	-36	681	270	139	估值比率					
应付债券增加	0	0	0	0	0	P/E	52.09	32.12	25.13	18.51	13.82
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/B	3.03	2.82	2.57	2.30	2.02
普通股增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	20.42	14.82	15.71	11.48	8.75
资本公积增加	0	0	0	0	0						
现金净增加额	-68	38	252	188	210						

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。