

三年夯实基础，内参突破上涨，红坛稳步提升

——酒鬼酒（000799）年报财报点评

2019年03月27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：

1. 酒鬼酒发布 2018 年年报，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；归母净利 2.23 亿元，同比增长 26.45%；扣非归母净利 1.95 亿元，同比增长 28.71%，基本 EPS 为 0.6853 元，同比增长 26.44%，拟每 10 股派发现金红利 1.5 元（含税）。
2. 公司 2018Q4 实现营业收入 4.26 亿元，同比增长 30.57%；归母净利 0.62 亿元，同比增长 3.25%。

公司分季度财务指标

指标	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
营业收入（百万元）	189.07	180.85	326.87	265.27	258.26	236.57	426.78
增长率（%）	52.54%	26.35%	48.14%	46.12%	36.60%	30.81%	30.57%
毛利率（%）	77.00%	77.75%	79.18%	80.86%	75.76%	76.69%	80.62%
期间费用率（%）	40.11%	38.79%	34.08%	34.15%	37.52%	37.97%	43.52%
营业利润率（%）	30.19%	25.00%	23.97%	31.99%	25.27%	26.00%	19.45%
净利润（百万元）	45.23	33.63	59.69	62.54	51.94	46.57	61.63
增长率（%）	450.49%	30.55%	59.90%	75.64%	14.83%	38.46%	03.25%
每股盈利（季度，元）	0.14	0.10	0.18	0.19	0.16	0.14	0.19
资产负债率（%）	17.59%	17.71%	21.09%	21.26%	19.01%	17.85%	24.06%
净资产收益率（%）	2.37%	1.73%	2.98%	3.10%	2.51%	2.20%	2.83%
总资产收益率（%）	1.95%	1.42%	2.35%	2.44%	2.03%	1.81%	2.15%

观点：

- **收入持续增长，全年业绩在调低指引后符合预期。**公司Q4实现营收4.26亿元，同增30.57%，全年的收入增速略低预期，主要受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H2的整体增速稳定在30%的水平，相比较H1（Q1：46.12%，Q2：36.6%）来说有所放缓。公司没有完成年初12.5亿的任务目标，但是对于价格体系的建立，内参事业部的布局，都起到了良好的效果，从中粮入主酒鬼酒三年时间看，基础工作较为扎实，减小了未来销售放量的阻力。
- **净利润增速有所放缓，辩证看待费用投放。**公司全年实现归母净利2.23亿元，同比增长26.45%；扣非归母净利1.95亿元，同比增长28.71%；单Q4实现归母净利0.62亿元，同比增长3.25%。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，更与公司为进一步强化建设自身“文化酒引领者”高端品

牌形象而进行费用投放有关。如内参酒冠名央视《对话》栏目, 酒鬼酒冠名央视12个精品财经节目, 以进一步传播与升华自身高端品牌内涵和文化形象; 内参酒以国饮身姿, 亮相达沃斯论坛, 进行高端推广; 构建“内参诗酒文化社”、“内参名人堂”等活动平台, 营造高端体验, 进行圈层化营销。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。预计19年的费用投放不会有大幅变化, 线下渠道将会更有针对性的投放。

- **产品结构持续优化, 战略思路清晰, 内参事业部潜力巨大。**目前酒鬼酒拥有内参酒、红坛酒鬼、酒鬼酒传承版三大战略单品, 充分抢占高端与次高端市场。18全年开工SKU控制在75个以内, 同比下降25%, 通过进一步梳理和优化产品线以优化产品结构。2018年高端内参与次高端酒鬼营收合计占比超过86%, 总体实现量价稳中有升, 其中内参、酒鬼、湘泉系列收入占比分别达20.59%、66.40%、9.21%。同时, 公司对于不同大单品的销售战略清晰, 内参系列全年营收同比增长38.41%、销量同比增长21.52%, 以“稳价增量”为战略导向; 酒鬼系列营收同比增长35.06%、销量同比增长12.80%, 以“量价齐升”为战略思路, 其中: 大单品酒鬼红坛营收增长82.9%、销量增长59.33%; 湘泉酒及其它产品营业收入同比增长31.41%, 销量同比增长21.79%, 以“增品增量”为战略思路。2018年12月, 酒鬼酒成立内参酒销售公司, 通过导入厂商价值一体化模式, 充分调动经销商积极性与销售团队的资源, 并以更加灵活的模式来运营内参酒, 使内参酒成为酒鬼酒外来利润增长的强劲引擎。30家经销商的利益和公司深度绑定, 40%的利润空间使得销售动力强, 我们预计19年内参事业部将全面发力, 19Q1基本可以完成去年一般的销售额, 全年内参有望实现70%以上的增长。
- **湖南为锚, 严控终端, 剑指华北, 渠道扩张有条不紊。**公司2018年通过进一步将资源聚焦于以湖南大本营为核心的华中市场, 使得华中地区销售收入同比增长39.13%, 销售占比进一步提升, 达到60.19%, 同时推进销售体系、销售渠道扁平化, 将门店下沉至区县, 基本实现湖南省县级市场全覆盖, 并不断推进终端核心店和售点网络建设, 强化对终端的掌控, 签约经销商数量持续大幅度提高。同期, 公司确定了“以华北为核心、像广东辐射, 继而逐步将渠道扩张的全国”的战略思路, 将资源聚焦到优势市场, 逐个击破。其中以河北、山东为核心的华北市场营收同比增长42.75%, 销售占比提升至24.21%, 销售网点实现地级市全覆盖, 在掌控终端和渠道建设的同时做到有的放矢。
- **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, 坚定看好酒鬼未来发展。

结论:

考虑到过去三年的在管理, 渠道以及产品结构上的努力, 预计公司未来三年将稳步迈向收入翻倍的发展快车道, 预计2019-2021年营业收入分别为15.60/19.80/22.30亿元, 同比增长31.42%/26.93%/12.63%, 归母净利润分别为3.17/4.96/6.02亿元, 同比增长42.24%/56.66%/21.35%, 给予“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				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	1852	2095	1936	2256	2405	营业收入	878	1187	1560	1980	2230
货币资金	342	1007	780	990	1115	营业成本	194	251	268	295	302
应收账款	6	6	21	27	31	营业税金及附加	141	190	251	315	348
其他应收款	14	11	15	19	21	营业费用	205	346	467	543	607
预付款项	4	10	10	10	10	管理费用	118	128	172	204	227
存货	778	822	1101	1200	1216	财务费用		-11	-1	-2	-2
其他流动资产	600	0	0	0	0	资产减值损失	27.88	5.66	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	690	776	1067	1318	1535	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	50	45	46	47	49	投资净收益	34.86	18.26	0.00	8.00	20.00
固定资产	405	479	797	1047	1264	营业利润	229	295	404	633	768
无形资产	92	96	86	77	67	营业外收入	0.42	4.31	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	105	111	105	108	112	营业外支出	0.77	0.28	0.00	0.00	0.00
资产总计	2542	2870	2923	3494	3860	利润总额	229	299	404	633	768
流动负债合计	530	680	548	697	551	所得税	55	76	87	137	166
短期借款	0	0	212	274	37	净利润	174	223	317	496	602
应付账款	53	89	73	81	83	少数股东损益	-2	0	0	0	0
预收款项	140	154	216	296	385	归属母公司净利润	176	223	317	496	602
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	359	413	493	753	903
非流动负债合计	6	10	0	0	0	EPS (元)	0.54	0.69	0.97	1.53	1.85
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	536	690	548	697	551	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	34.13%	35.13%	31.42%	26.93%	12.63%
实收资本(或股本)	325	325	325	325	325	营业利润增长	105.39	28.56%	37.12%	56.66%	21.35%
资本公积	1161	1161	1161	1161	1161	归属于母公司净利润	42.24%	26.45%	42.24%	56.66%	21.35%
未分配利润	306	467	641	914	1245	获利能力					
归属母公司股东权	2006	2180	2449	2871	3382	毛利率(%)	0.00%	77.90%	82.82%	85.11%	86.46%
负债和所有者权	2542	2870	2923	3494	3860	净利率(%)	19.83%	18.76%	20.31%	25.06%	27.00%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位: 百万元						ROE(%)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	6.93%	7.76%	10.84%	14.20%	15.60%	
经营活动现金流	225	212	-10	585	784	偿债能力					
净利润	174	223	317	496	602	资产负债率(%)	21%	24%	19%	20%	14%
折旧摊销	130.44	129.82	0.00	121.48	136.26	流动比率	3.49	3.08	3.53	3.24	4.36
财务费用	-1	-11	-1	-2	-2	速动比率	2.03	1.87	1.52	1.52	2.16
应付账款的变化	0	0	-15	-6	-3	营运能力					
预收账款的变化	0	0	62	79	89	总资产周转率	0.36	0.44	0.54	0.62	0.61
投资活动现金流	-151	102	-382	-364	-334	应收账款周转率	252	193	114	82	77
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	15.18	16.79	19.25	25.68	27.28
长期股权投资减少	0	0	-1	-1	-1	每股指标(元)					
投资收益	35	18	0	8	20	每股收益(最新摊薄)	0.54	0.69	0.97	1.53	1.85
筹资活动现金流	-36	-49	166	-11	-326	每股净现金流(最新)	0.12	0.82	-0.70	0.65	0.38
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	6.17	6.71	7.54	8.83	10.41
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	43.78	34.63	24.34	15.54	12.80
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	3.84	3.54	3.15	2.69	2.28
现金净增加额	38	266	-227	210	125	EV/EBITDA	20.55	16.21	14.49	9.29	7.35

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、健康食品等研究工作。2018年获得万得wind平台综合影响力第一名, 万得wind食品饮料最佳分析师第三名, 同花顺ifind食品饮料最佳分析师第二名。

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。