

## 酒鬼酒 (000799.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 24.55 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)	7,977.01
年内股价最高最低 (元)	29.23/14.71
沪深 300 指数	3900.33
深证成指	9622.49



## 相关报告

1. 《Q1 利润略低预期, 长期不改企业加速之势-酒鬼酒一季度快报点评》, 2019.4.10
2. 《18 年业绩符合预期, 全国化酒鬼有望卷土而来-酒鬼酒公司点评》, 2019.3.27
3. 《短期放缓不改长期向上趋势-酒鬼酒 18 年业绩快报点评》, 2019.1.27
4. 《业绩符合预期, 净利率持续提高-2018 年酒鬼酒三季报点评》, 2018.10.26
5. 《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

寇星 联系人  
kouxing@gjzq.com.cn

唐川 分析师 SAC 执业编号: S1130517110001  
tangchuan@gjzq.com.cn

## 内参政策致毛利率下降, 全年不改利润修复态势

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益 (元)	0.542	0.685	0.896	1.163	1.499
每股净资产 (元)	6.17	6.71	7.45	8.47	9.82
每股经营性现金流 (元)	0.69	0.65	0.78	1.27	1.56
市盈率 (倍)	50.59	23.32	27.41	21.10	16.38
净利润增长率 (%)	62.18%	26.45%	30.70%	29.89%	28.84%
净资产收益率 (%)	8.78%	10.22%	12.02%	13.74%	15.27%
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

## 公司业绩

- 酒鬼酒发布 19 年一季报, 报告期内实现营业收入 3.46 亿元 (+30.46%); 实现归母净利润 0.73 亿元 (+16.18%), 与一季度业绩快报披露一致。

## 业绩点评

- Q1 收入符合预期, 内参发力推动公司业绩全力加速。2019Q1 公司实现营业收入 3.46 亿元, 同比增长 30.46%, 符合我们之前预期。在此之前据公司糖酒会传达信息, 内参酒公司 2019 年 1-2 月销量达到去年同期的两倍, 几乎达到了 2018 年全年销售额的一半。我们认为, 基于同期内参酒的低基数, 一季度内参酒的高增长是推动整体增速快速提升的主要助力。全年来看, 内参酒销售公司已步入正轨, 未来随着经销商数量的不断增长, 将以量带动内参酒的高速增长, 进而推动公司整体业绩全力加速。
- Q1 利润不达市场预期, 料为内参发货政策调整所致。19Q1 公司实现毛利率 77.59%, 同比-3.27pct; 期间费用率为 32.71%, 同比-1.44pct, 其中销售费用率仅同比+0.59pct 至 26.16%, 这与我们前期推测略有差异。我们认为, 毛利率的下降大概率是由于内参出厂部分让利给经销商, 返点部分进入成本所致。另外, 由于内参公司自行承担内参产品的营销和推广费用, 因此尽管我们预计广告费用率有较大提升, 但是由于内参费用较少记入公司销售费用, 使得销售费用同比增长少于预期。总体来看, 我们预计内参发货政策调整推高公司营业成本, 而营业成本的上升完全抵消了产品结构优化以及期间费用率下降带来的助益, 导致净利率同比下降 2.58pct 至 20.99%。
- 国企改革有望完善公司管理体系, 短期目标 30 亿可期。中粮酒业入选国企改革“双百行动”企业名单, 有望在管理制度、激励机制等多个方面进一步完善。我们认为, 酒鬼酒作为中粮酒业旗下上市公司, 未来将有望在股权激励、管理体系等方面进一步改革完善。从酒鬼酒目标来看(近期销售目标 30 亿元, 中期 50 亿元, 长期向 100 亿目标迈进), 我们认为这是在中粮酒业形成酒业集团下对酒鬼酒的高增长的必然要求。全年来看, 在内参放量和酒鬼外拓推动下, 有望实现超预期增速, 继续乘势而上, 全力加速。

## 盈利预测

- 预计 2019-2021 年收入分别为 15.49 亿元/19.92 亿元/25.25 亿元, 同比 +30.5%/+28.6%/+26.7%, 归母净利润分别 2.91 亿元/3.78 亿元/4.87 亿元, 同比 +30.7%/+29.9%/+28.8%, 对应 EPS 分别为 0.90 元/1.16 元/1.50 元, 目前股价对应 19/20/21 年 PE 分别为 27X/21X/16X, 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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>主营业务收入</b>	<b>655</b>	<b>878</b>	<b>1,187</b>	<b>1,549</b>	<b>1,992</b>	<b>2,525</b>	货币资金	308	342	1,007	1,135	1,416	1,782
增长率	-	34.1%	35.1%	30.54%	28.60%	26.71%	应收款项	59	127	257	334	429	543
<b>主营业务成本</b>	<b>-164</b>	<b>-194</b>	<b>-251</b>	<b>-331</b>	<b>-392</b>	<b>-468</b>	存货	763	778	822	999	1,128	1,283
%销售收入	25.0%	22.1%	21.2%	21.4%	19.7%	18.5%	其他流动资产	459	604	10	13	16	19
<b>毛利</b>	<b>491</b>	<b>685</b>	<b>936</b>	<b>1,218</b>	<b>1,600</b>	<b>2,056</b>	流动资产	1,589	1,852	2,095	2,482	2,989	3,626
%销售收入	75.0%	77.9%	78.8%	78.6%	80.3%	81.5%	%总资产	67.3%	72.9%	73.0%	75.1%	77.7%	80.2%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-97</b>	<b>-141</b>	<b>-190</b>	<b>-248</b>	<b>-329</b>	<b>-422</b>	长期投资	45	50	45	45	45	45
%销售收入	14.8%	16.1%	16.0%	16.0%	16.5%	16.7%	固定资产	489	411	496	536	571	601
<b>营业费用</b>	<b>-165</b>	<b>-205</b>	<b>-346</b>	<b>-454</b>	<b>-588</b>	<b>-752</b>	%总资产	20.7%	16.2%	17.3%	16.2%	14.8%	13.3%
%销售收入	25.2%	23.4%	29.1%	29.3%	29.5%	29.8%	无形资产	108	92	96	102	104	112
<b>管理费用</b>	<b>-93</b>	<b>-118</b>	<b>-132</b>	<b>-159</b>	<b>-205</b>	<b>-260</b>	非流动资产	772	690	776	822	859	897
%销售收入	14.2%	13.5%	11.1%	10.3%	10.3%	10.3%	%总资产	32.7%	27.1%	27.0%	24.9%	22.3%	19.8%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>136</b>	<b>220</b>	<b>268</b>	<b>357</b>	<b>479</b>	<b>622</b>	<b>资产总计</b>	<b>2,361</b>	<b>2,542</b>	<b>2,870</b>	<b>3,304</b>	<b>3,848</b>	<b>4,523</b>
%销售收入	20.8%	25.0%	22.6%	23.1%	24.0%	24.6%	短期借款	30	0	0	0	0	0
<b>财务费用</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>11</b>	<b>22</b>	<b>26</b>	<b>33</b>	应付款项	373	382	510	632	788	951
%销售收入	-0.1%	-0.1%	-0.9%	-1.4%	-1.3%	-1.3%	其他流动负债	88	148	171	239	299	372
<b>资产减值损失</b>	<b>-33</b>	<b>-28</b>	<b>-6</b>	<b>-7</b>	<b>-16</b>	<b>-20</b>	流动负债	491	530	680	872	1,087	1,323
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	0	0	0	0	0	0
<b>投资收益</b>	<b>8</b>	<b>35</b>	<b>18</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	其他长期负债	15	6	10	10	10	10
%税前利润	7.0%	15.2%	6.1%	3.8%	3.0%	2.3%	<b>负债</b>	<b>506</b>	<b>536</b>	<b>690</b>	<b>882</b>	<b>1,097</b>	<b>1,333</b>
<b>营业利润</b>	<b>112</b>	<b>229</b>	<b>295</b>	<b>387</b>	<b>504</b>	<b>650</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,865</b>	<b>2,006</b>	<b>2,180</b>	<b>2,422</b>	<b>2,751</b>	<b>3,190</b>
营业利润率	17.0%	26.1%	24.8%	25.0%	25.3%	25.8%	少数股东权益	-10	0	0	0	0	0
<b>营业外收支</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,361</b>	<b>2,542</b>	<b>2,870</b>	<b>3,304</b>	<b>3,848</b>	<b>4,523</b>
<b>税前利润</b>	<b>112</b>	<b>229</b>	<b>299</b>	<b>390</b>	<b>507</b>	<b>653</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	17.1%	26.1%	25.2%	25.2%	25.4%	25.9%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>所得税</b>	<b>-15</b>	<b>-55</b>	<b>-76</b>	<b>-99</b>	<b>-129</b>	<b>-166</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	13.3%	23.9%	25.4%	25.4%	25.4%	25.4%	每股收益	0.334	0.542	0.685	0.896	1.163	1.499
<b>净利润</b>	<b>97</b>	<b>174</b>	<b>223</b>	<b>291</b>	<b>378</b>	<b>487</b>	每股净资产	5.741	6.173	6.708	7.454	8.467	9.816
少数股东损益	-12	-2	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.674	0.693	0.653	0.780	1.268	1.557
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>109</b>	<b>176</b>	<b>223</b>	<b>291</b>	<b>378</b>	<b>487</b>	每股股利	0.110	0.150	0.150	0.150	0.150	0.150
净利率	16.6%	20.0%	18.8%	18.8%	19.0%	19.3%	<b>回报率</b>						
				30.70%	29.89%	28.84%	净资产收益率	5.82%	8.78%	10.22%	12.02%	13.74%	15.27%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	4.60%	6.93%	7.76%	8.81%	9.82%	10.77%
净利润	97	174	223	291	378	487	投入资本收益率	6.27%	8.34%	9.16%	10.98%	12.95%	14.53%
少数股东损益	-12	-2	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	81	69	43	48	63	72	主营业务收入增长率	8.92%	34.13%	35.13%	30.54%	28.60%	26.71%
非经营收益	-2	-39	-11	-18	-18	-18	EBIT增长率	27.03%	61.34%	22.04%	33.19%	33.97%	29.99%
营运资金变动	43	21	-42	-68	-11	-36	净利润增长率	22.60%	62.18%	26.45%	30.70%	29.89%	28.84%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>219</b>	<b>225</b>	<b>212</b>	<b>253</b>	<b>412</b>	<b>506</b>	总资产增长率	3.50%	7.66%	12.92%	15.11%	16.49%	17.53%
资本开支	-54	-8	-120	-91	-97	-107	<b>资产管理能力</b>						
投资	-240	-210	200	0	0	0	应收账款周转天数	0.5	1.4	1.9	1.8	1.6	1.5
其他	8	67	23	15	15	15	存货周转天数	1,705.4	1,452.0	1,162.2	1,100.0	1,050.0	1,000.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-286</b>	<b>-151</b>	<b>102</b>	<b>-76</b>	<b>-82</b>	<b>-92</b>	应付账款周转天数	142.3	109.0	102.7	100.0	95.0	90.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	268.7	168.2	147.2	119.9	97.8	80.1
债权募资	0	0	0	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
其他	-1	-36	-49	-49	-49	-49	净负债/股东权益	-14.97%	-17.04%	-46.18%	-46.86%	-51.48%	-55.86%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-1</b>	<b>-36</b>	<b>-49</b>	<b>-49</b>	<b>-49</b>	<b>-49</b>	EBIT利息保障倍数	-216.7	-199.3	-24.5	-16.1	-18.1	-18.8
<b>现金净流量</b>	<b>-68</b>	<b>38</b>	<b>266</b>	<b>128</b>	<b>281</b>	<b>365</b>	资产负债率	21.43%	21.09%	24.06%	26.69%	28.51%	29.48%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	0	1	9	10	21
增持	1	5	8	9	11
中性	0	1	2	2	4
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	1.63	1.62	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
5	2018-10-26	买入	16.32	N/A
6	2019-01-27	买入	17.06	N/A
7	2019-03-27	买入	23.73	N/A
8	2019-04-10	买入	27.89	N/A

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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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