

酒鬼酒（000799）：中报业绩符合预期，内参接力酒鬼持续放量

——酒鬼酒2019H1业绩快报点评

事件：公司发布 2019 年半年度业绩快报，2019 年上半年实现营业收入 7.09 亿元，同比增长 35.41%；实现归母净利润 1.56 亿元，同比增长 36.34%。其中 2019Q2 实现营收 3.63 亿元，同比+40.49%，实现归母净利润 0.83 亿元，同比+60.63%。

高端内参接力次高端酒鬼持续放量，营收保持高速增长。公司 2019 年上半年实现营收 7.09 亿元，同比+35.41%；2019Q2 实现营收 3.63 亿元，同比+40.49%，增速符合预期。公司营收的高速增长主要系上半年高端内参酒快速放量所致。根据草根调研，上半年内参基本完成去年全年的业绩，据此推算，内参 H1 实现营收约 2.4 亿元，在去年同期 94.13%的高基数的基础上，同比增长仍然提升至 130%以上，表明高端内参增长强劲。2018 年 12 月公司成立由经销商参股的内参酒销售公司，深度绑定大型经销商利益，内参酒在灵活运营模式下维持较快增长，预计 19 年全年销售额大概率达去年两倍。随内参酒销售公司日益成熟，经销商数量不断增长，内参酒将接力酒鬼酒成为公司业绩增长新引擎。

无惧短期业绩波动，产品结构升级叠加费用投放保持平稳，保障公司盈利能力。公司 2019 年上半年实现归母净利润 1.56 亿元，同比+36.34%；2019Q2 实现归母净利润 0.83 亿元，同比+60.63%，增速符合预期。公司 2019Q1 归母净利润增速低于预期主要因为一方面公司积极塑造高端形象，品牌建设从区域转向全国，销售费用率有所提升；另一方面，公司为充分调动经销商积极性而增加返利等导致毛利率同比下滑 3.27pct。我们认为 Q2 业绩高增，一方面是费用投放短期影响较大，但拉长维度看，费用整体保持平稳。我们认为费用投放将助力公司实现品牌全国性扩张，为未来业绩的高速增长夯实基础。预计 19 年整体费用投放不会出现大幅变化，线下渠道投放将更加精准高效，随公司收入体量快速增长，费用率将趋于下降，公司盈利能力也将显著改善。另一方面，盈利的高增得益于产品结构升级。据测算，公司上半年内参占比有望提升至 35%，较 2018 年提升 14.41pct。高端内参和次高端酒鬼营收占比有望提升至 90%，较 2018 年提升 4pct。随着内参和酒鬼的放量，公司产品结构将不断优化，毛利率和净利率将持续改善。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	878.33	1,186.88	1,559.76	1,979.75	2,229.82
增长率（%）	34.13%	35.13%	31.42%	26.93%	12.63%
净利润（百万元）	174.16	222.68	290.52	416.59	503.17
增长率（%）	79.51%	27.86%	30.47%	43.40%	20.78%
净资产收益率（%）	8.78%	10.22%	17.28%	20.47%	20.43%
每股收益（元）	0.54	0.69	0.89	1.28	1.55
PE	46.22	36.55	28.02	19.54	16.18
PB	4.06	3.73	4.84	4.00	3.31

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

2019 年 07 月 09 日

强烈推荐/维持

酒鬼酒

公司报告

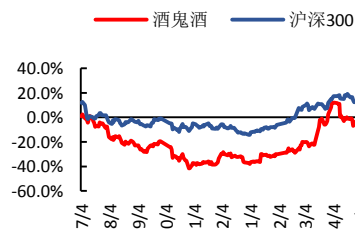
未来 3-6 个月重大事项提示：

2019-08-21 2019 年中报披露

交易数据

52 周股价区间（元）	14.71-28.22
总市值（亿元）	81.39
流通市值（亿元）	81.39
总股本/流通 A 股（万股）	32493/32493
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	3.30

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

首席分析师：刘畅

010-66554017

liuchang_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120001

研究助理：吴文德

010-66554025

wuwd@dxzq.net.cn

高端白酒需求韧性强，渠道扩张加速，坚定看好公司未来业绩增长。随着茅台一批价站稳 2000 元，以及五粮液和泸州老窖控量提价策略的成功实施，高端白酒市场呈现景气上行趋势，需求韧性强劲。在此背景下，公司内参酒在二季度控量提价策略也顺利实施。我们认为内参三年逐年翻番的目标大概率能够实现。另一方面，外部茅台价格上涨也为高端、次高端白酒释放空间，公司产品结构将进一步优化，带动营收净利高速增长。渠道方面，公司进一步深耕湖南大本营，推进渠道扁平化，门店下沉至区县一级，基本实现湖南省县级市场全覆盖。公司作为湖南省唯一上市酒企，当地品牌认可度高，但目前规模尚小，未来随省内渠道深挖，公司在湖南市场具备较大潜力。此外，公司有望借助股东中粮丰富的消费品营销经验加速全国化布局，为业绩可持续增长提供广阔空间。

盈利预测：预计 2019-2021 年公司实现营收 15.60/19.80/22.30 亿元，同比增长 31.42%/26.93%/12.63%，归母净利润 2.91/4.17/5.03 亿元，同比增长 30.47%/43.40%/20.78%，对应 EPS 分别为 0.89/1.28/1.55 元。考虑到公司内参放量，未来 2-3 年能仍然实现高增长，给予公司 30 倍估值，12 个月目标价 38 元，上行空间 53%，维持公司“强烈推荐”投资评级。

风险提示：食品安全风险，宏观经济下行风险，产品结构优化不及预期等。

附表：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	2260	2643	2818	营业收入	878	1187	1560	1980	2230
货币资金	342	1007	780	990	1115	营业成本	194	251	300	337	352
应收账款	6	6	9	10	9	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	468	590	658
预付款项	4	10	10	10	10	管理费用	118	128	172	208	232
存货	778	822	1234	1371	1419	财务费用	-1	-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	787	802	807	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	45	45	45	投资净收益	34.86	18.26	0.00	0.00	0.00
固定资产	404.66	478.58	489.03	506.83	514.95	营业利润	229	295	371	531	642
无形资产	92	96	93	89	86	营业外收入	0.42	4.31	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	105	111	111	111	111	营业外支出	0.77	0.28	0.00	0.00	0.00
资产总计	2542	2870	3048	3445	3625	利润总额	229	299	371	531	642
流动负债合计	530	680	1360	1404	1157	所得税	55	76	80	115	139
短期借款	0	0	889	843	503	净利润	174	223	291	417	503
应付账款	53	89	82	92	97	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	291	417	503
一年内到期的非流动	0	0	0	0	0	EBITDA	359	413	392	554	666
非流动负债合计	6	10	6	6	6	EPS（元）	0.54	0.69	0.89	1.28	1.55
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	536	690	1367	1410	1163	成长能力	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
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%	25.76%	43.40%	20.78%
资本公积	1161	1161	416	416	416	归属于母公司净利	30.47%	43.40%	30.47%	43.40%	20.78%
未分配利润	306	467	627	894	1234	获利能力					
归属母公司股东权益	2006	2180	1681	2035	2463	毛利率(%)	77.94%	78.83%	80.75%	82.98%	84.20%
负债和所有者权益	2542	2870	3048	3445	3625	净利率(%)	19.83%	18.76%	18.63%	21.04%	22.57%
现金流量表						总资产净利润(%)	6.93%	7.76%	9.53%	12.09%	13.88%
						ROE(%)	8.78%	10.22%	17.28%	20.47%	20.43%
经营活动现金流	225	212	-293	355	570	偿债能力					
净利润	174	223	291	417	503	资产负债率(%)	21%	24%	45%	41%	32%
折旧摊销	130.44	129.82	0.00	20.45	22.60	流动比率	3.49	3.08	1.66	1.88	2.44
财务费用	-1	-11	-1	-2	-2	速动比率	2.03	1.87	0.75	0.91	1.21
应付账款的变化	0	0	-2	-1	1	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	0.53	0.61	0.63
投资活动现金流	-151	102	-35	-38	-31	应收账款周转率	252	193	214	216	236
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	15.18	16.79	18.26	22.68	23.62
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标（元）					
投资收益	35	18	0	0	0	每股收益(最新摊)	0.54	0.69	0.89	1.28	1.55
筹资活动现金流	-36	-49	101	-107	-414	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	5.17	6.26	7.58
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	46.22	36.55	28.02	19.54	16.18
资本公积增加	0	0	-746	0	0	P/B	4.06	3.73	4.84	4.00	3.31
现金净增加额	38	266	-227	210	125	EV/EBITDA	21.75	17.25	21.04	14.43	11.30

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	《酒鬼酒：内参放量助推营收增长，辩证看待费用投放》	2019-04-11
公司	《酒鬼酒调研简报：产品结构持续优化，内参逐年翻番贡献业绩增量》	2019-04-09
公司	《酒鬼酒：三年夯实基础，内参突破上涨，红坛稳步提升》	2019-03-27
公司	《酒鬼酒：稳扎稳打，酒鬼有望持续健康高增速》	2019-01-28
公司	《酒鬼酒：稳定增长，全年任务稳步推进》	2018-10-31

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券研究所大消费组长、首席分析师。先后任职于天风证券研究所、东方基金、泰达宏利基金。杜伦大学金融学一等学位，北京航空航天大学工学、法学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责食品饮料、商贸零售、社会服务、轻工造纸、农林牧渔、纺织服装的研究工作。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

吴文德

美国匹兹堡大学金融学硕士，2018年加入东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

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。