

酒鬼酒 (000799.SZ) 买入 (维持评级)

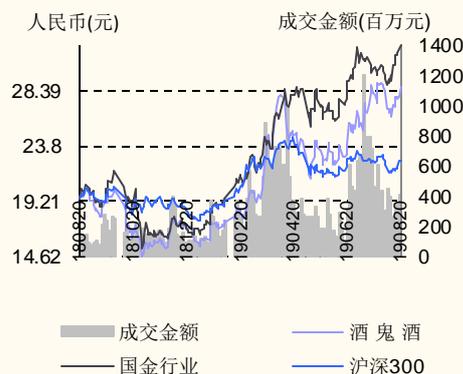
公司点评

市场价格 (人民币): 28.78 元

目标价格 (人民币): 32.00 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)	9,351.46
年内股价最高最低 (元)	29.04/26.30
沪深 300 指数	3787.73
深证成指	9328.73



相关报告

- 《二季度业绩远超市场预期, 全年利润边际改善趋势逐渐显现-酒鬼酒...》, 2019.7.9
- 《内参政策致毛利率下降, 全年不改利润修复态势-酒鬼酒一季报点评》, 2019.4.30
- 《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
- 《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
- 《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

寇星

联系人
kouxing@gjzq.com.cn

唐川

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

内参发力趋势不改, 利润有望持续显现

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益 (元)	0.54	0.69	0.90	1.16	1.50
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)	51	23	32	25	19
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

- 酒鬼酒于 8 月 20 日发布 2019 年半年报, 报告期内公司实现营业收入 7.09 亿元 (同比+35.41%), 归母净利润 1.56 亿元 (同比+36.13%), 与此前业绩预告一致。上半年公司实现 EPS 为 0.48 元。

业绩点评

- 内参终端持续发力, 二季度酒鬼放量助推收入实现较高增长。此前内参酒销售公司总经理王哲在内参 70 周年纪念酒上市发布会中表示, 内参酒 2019 年上半年已接近完成 2018 年全年销售额, 但从报表端来看, 上半年内参实现收入增速为 56.13%, 与此前我们翻倍的预测产生误差。料上半年内参发货政策有所调整 (比如发货可能会有买赠活动), 导致终端销售情况与报表端产生差异, 而这也恰好解释了内参毛利率的下降 (1H19 内参毛利率同比下降 2.87pct)。此外据我们渠道跟踪, 酒鬼系列一季度尚处于去库存状态, 而二季度进入补库存周期, 酒鬼放量助推公司二季度收入同比增长 40.49%。
- 费用端同比下降推动二季度归母净利率同比增长 60.14%。上半年公司实现毛利率 77.59%, 同比下降 0.76pct, 预计主要由于内参政策调整所致, 同时产品结构优化对冲一部分, 使得整体毛利率仅略有下降。上半年公司销售费用率为 25.70%, 同比下降 0.82pct, 其中 1Q/2Q 分别为 26.16%/25.25%, 分别同比+0.59pct/-2.23pct, 其中二季度销售费用率同比、环比均有明显下降, 与我们此前预测一致, 预计二季度广告费用有明显下降, 利润端实现边际改善。同时上半年公司效率提升, 管理费用率也同比下降 1.73pct, 推动上半年公司归母净利润同比增长 36.13%, 净利率同比提升 0.12pct。
- 内参价格有望拉升, 结合酒鬼外拓, 助力公司短期目标的实现。8 月 19 日, 内参酒价值研讨会在沈阳召开, 会上推出的内参第一款纪念酒定价 2999 元/瓶。会上王哲表示, 内参酒未来还将陆续推出生肖酒、文化酒、纪念酒等系列产品, 满足消费者个性化需求, 拉升内参酒的价格表现。整体来看, 在内参放量以及酒鬼外拓的推动下, 全年收入端有望实现超预期增速, 继续乘势而上。而下半年随着内参、酒鬼的持续放量以及产品结构的持续优化, 利润有望持续显现, 全年不改利润修复态势。

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 32X/25X/19X, 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)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	655	878	1,187	1,549	1,992	2,525
增长率	-	34.1%	35.1%	30.54%	28.60%	26.71%
主营业务成本	-164	-194	-251	-331	-392	-468
%销售收入	25.0%	22.1%	21.2%	21.4%	19.7%	18.5%
毛利	491	685	936	1,218	1,600	2,056
%销售收入	75.0%	77.9%	78.8%	78.6%	80.3%	81.5%
营业税金及附加	-97	-141	-190	-248	-329	-422
%销售收入	14.8%	16.1%	16.0%	16.0%	16.5%	16.7%
营业费用	-165	-205	-346	-454	-588	-752
%销售收入	25.2%	23.4%	29.1%	29.3%	29.5%	29.8%
管理费用	-93	-118	-132	-159	-205	-260
%销售收入	14.2%	13.5%	11.1%	10.3%	10.3%	10.3%
息税前利润 (EBIT)	136	220	268	357	479	622
%销售收入	20.8%	25.0%	22.6%	23.1%	24.0%	24.6%
财务费用	1	1	11	22	26	33
%销售收入	-0.1%	-0.1%	-0.9%	-1.4%	-1.3%	-1.3%
资产减值损失	-33	-28	-6	-7	-16	-20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	8	35	18	15	15	15
%税前利润	7.0%	15.2%	6.1%	3.8%	3.0%	2.3%
营业利润	112	229	295	387	504	650
营业利润率	17.0%	26.1%	24.8%	25.0%	25.3%	25.8%
营业外收支	0	0	4	3	3	3
税前利润	112	229	299	390	507	653
利润率	17.1%	26.1%	25.2%	25.2%	25.4%	25.9%
所得税	-15	-55	-76	-99	-129	-166
所得税率	13.3%	23.9%	25.4%	25.4%	25.4%	25.4%
净利润	97	174	223	291	378	487
少数股东损益	-12	-2	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	109	176	223	291	378	487
净利率	16.6%	20.0%	18.8%	18.8%	19.0%	19.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	97	174	223	291	378	487
少数股东损益	-12	-2	0	0	0	0
非现金支出	81	69	43	48	63	72
非经营收益	-2	-39	-11	-18	-18	-18
营运资金变动	43	21	-42	-68	-11	-36
经营活动现金净流	219	225	212	253	412	506
资本开支	-54	-8	-120	-91	-97	-107
投资	-240	-210	200	0	0	0
其他	8	67	23	15	15	15
投资活动现金净流	-286	-151	102	-76	-82	-92
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-1	-36	-49	-49	-49	-49
筹资活动现金净流	-1	-36	-49	-49	-49	-49
现金净流量	-68	38	266	128	281	365

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	308	342	1,007	1,135	1,416	1,782
应收款项	59	127	257	334	429	543
存货	763	778	822	999	1,128	1,283
其他流动资产	459	604	10	13	16	19
流动资产	1,589	1,852	2,095	2,482	2,989	3,626
%总资产	67.3%	72.9%	73.0%	75.1%	77.7%	80.2%
长期投资	45	50	45	45	45	45
固定资产	489	411	496	536	571	601
%总资产	20.7%	16.2%	17.3%	16.2%	14.8%	13.3%
无形资产	108	92	96	102	104	112
非流动资产	772	690	776	822	859	897
%总资产	32.7%	27.1%	27.0%	24.9%	22.3%	19.8%
资产总计	2,361	2,542	2,870	3,304	3,848	4,523
短期借款	30	0	0	0	0	0
应付款项	373	382	510	632	788	951
其他流动负债	88	148	171	239	299	372
流动负债	491	530	680	872	1,087	1,323
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	15	6	10	10	10	10
负债	506	536	690	882	1,097	1,333
普通股股东权益	1,865	2,006	2,180	2,422	2,751	3,190
少数股东权益	-10	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,361	2,542	2,870	3,304	3,848	4,523

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.334	0.542	0.685	0.896	1.163	1.499
每股净资产	5.741	6.173	6.708	7.454	8.467	9.816
每股经营现金净流	0.674	0.693	0.653	0.780	1.268	1.557
每股股利	0.110	0.150	0.150	0.150	0.150	0.150
回报率						
净资产收益率	5.82%	8.78%	10.22%	12.02%	13.74%	15.27%
总资产收益率	4.60%	6.93%	7.76%	8.81%	9.82%	10.77%
投入资本收益率	6.27%	8.34%	9.16%	10.98%	12.95%	14.53%
增长率						
主营业务收入增长率	8.92%	34.13%	35.13%	30.54%	28.60%	26.71%
EBIT增长率	27.03%	61.34%	22.04%	33.19%	33.97%	29.99%
净利润增长率	22.60%	62.18%	26.45%	30.70%	29.89%	28.84%
总资产增长率	3.50%	7.66%	12.92%	15.11%	16.49%	17.53%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.5	1.4	1.9	1.8	1.6	1.5
存货周转天数	1,705.4	1,452.0	1,162.2	1,100.0	1,050.0	1,000.0
应付账款周转天数	142.3	109.0	102.7	100.0	95.0	90.0
固定资产周转天数	268.7	168.2	147.2	119.9	97.8	80.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-14.97%	-17.04%	-46.18%	-46.86%	-51.48%	-55.86%
EBIT利息保障倍数	-216.7	-199.3	-24.5	-16.1	-18.1	-18.8
资产负债率	21.43%	21.09%	24.06%	26.69%	28.51%	29.48%

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	0	3	5	18
增持	0	0	2	3	13
中性	0	0	1	1	4
减持	0	0	1	1	1
评分	0.00	0.00	2.00	1.80	1.67

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	2018-07-10	买入	25.19	30.50~31.50
2	2018-08-09	买入	20.55	30.00~31.00
3	2018-10-26	买入	16.32	N/A
4	2019-01-27	买入	17.06	N/A
5	2019-03-27	买入	23.73	N/A
6	2019-04-10	买入	27.89	N/A
7	2019-04-30	买入	24.55	N/A
8	2019-07-09	买入	25.05	30.00~30.00

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，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