

## 酒鬼酒 (000799.SZ) 买入 (维持评级)

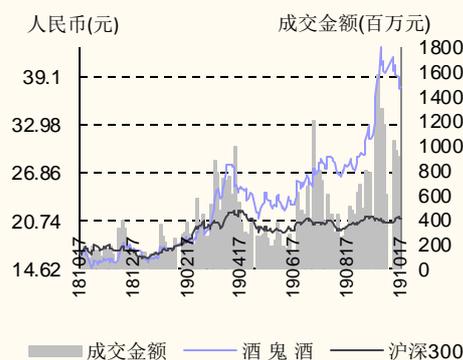
公司点评

市场价格 (人民币): 37.73 元

目标价格 (人民币): 42.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	3.25
已上市流通 A 股(亿股)	3.25
总市值(亿元)	122.60
年内股价最高最低(元)	42.87/33.21
沪深 300 指数	3925
深证成指	9645



## 相关报告

- 1.《内参发力趋势不改，利润有望持续显现-酒鬼酒 2019 年半年报点评...》，2019.8.21
- 2.《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
- 3.《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
- 4.《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
- 5.《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

寇星

联系人  
kouxing@gjzq.com.cn

唐川

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

## 季度间波动不改公司中长期发展逻辑，看好内参、酒鬼四季度放量

## 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	42	32	25
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 10 月 17 日发布 2019 年三季报，前三季度营业收入 9.68 亿元 (+27.34%)，归母净利润 1.84 亿元 (+14.26%)；单 Q3 营业收入 2.59 亿元 (+9.48%)，归母净利润 0.28 亿元 (-39.50%)，业绩低于市场预期。

## 业绩点评

- 三季度收入低于市场预期，预计主要与公司主动调节渠道库存有关。三季度营业收入+9.48%，环比较大幅放缓，拆分产品来看，我们预计内参、酒鬼、湘泉等系列产品三季度增速均环比有所放缓。其中预计酒鬼系列增速有明显环比下降，主因占比较大的红坛主动调节库存（红坛 6 月 28 日开始在湖南省内停货，八月底才开始恢复供货）。整体来看，我们预计三季度公司处于主动调整渠道库存阶段，出货节奏有明显放缓。
- Q3 归母净利润负增长，主要受销售费用率提升影响。拆分利润表来看，单 Q3 毛利率 77.56%，同比提升 0.87pct，主要是高毛利率的内参+酒鬼产品占比提升所致。费用端来看，管理费用率基本持平，导致利润同比下降的主要因素在于销售费用率的提升（Q3 销售费用率 37.53%，同比+10.20pct），我们预计三季度可能确认了较多的费用（其中预计广告费占比可能有所提升，同时收入增速放缓，规模效应下降），整体净利率同比下降 8.81pct。
- Q3 预收款环比增加 0.60 亿元，同比增加 0.77 亿元，四季度业绩确定性较高。从预收款变化来看，公司四季度将会有所放量，进一步印证了我们三季度消化库存的观点。结合渠道调研，当前库存水平在低位，四季度向来是酒鬼酒的发货旺季，叠加今年春节前置，我们看好公司四季度表现。同时我们预计四季度费用确认将会相对有所减少，预计四季度利润也有望得到释放。
- 季度间业绩波动不改中长期发展逻辑，公司成长空间依然较大。季度间费用调节实属正常现象，叠加主动调节库存，导致三季度业绩低于预期。从公司预收款以及经营净现金流（同比+0.75 亿元）来看，我们认为公司当前运营健康，中长期逻辑不变，四季度预计内参、酒鬼都将开始放量，再加上省外拓展顺利进行，公司成长空间依然较大，我们依然看好公司中长期发展。

## 盈利预测

- 预计 19-21 年营业收入分别同比+30.5%/28.6%/26.7%，归母净利润分别同比+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 42X/32X/25X，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
主营业务收入	655	878	1,187	1,549	1,992	2,525	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
主营业务成本	-164	-194	-251	-331	-392	-468	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
毛利	491	685	936	1,218	1,600	2,056	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%
营业税金及附加	-97	-141	-190	-248	-329	-422	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
营业费用	-165	-205	-346	-454	-588	-752	%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
管理费用	-93	-118	-132	-159	-205	-260	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%
息税前利润 (EBIT)	136	220	268	357	479	622	资产总计	2,361	2,542	2,870	3,304	3,848	4,523
%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
财务费用	1	1	11	22	26	33	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
资产减值损失	-33	-28	-6	-7	-16	-20	流动负债	491	530	680	872	1,087	1,323
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	8	35	18	15	15	15	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%	负债	506	536	690	882	1,097	1,333
营业利润	112	229	295	387	504	650	普通股股东权益	1,865	2,006	2,180	2,422	2,751	3,190
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
营业外收支	0	0	4	3	3	3	负债股东权益合计	2,361	2,542	2,870	3,304	3,848	4,523
税前利润	112	229	299	390	507	653	比率分析						
利润率	17.1%	26.1%	25.2%	25.2%	25.4%	25.9%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-15	-55	-76	-99	-129	-166	每股指标						
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
净利润	97	174	223	291	378	487	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
归属于母公司的净利润	109	176	223	291	378	487	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%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	5.82%	8.78%	10.22%	12.02%	13.74%	15.27%
净利润	97	174	223	291	378	487	总资产收益率	4.60%	6.93%	7.76%	8.81%	9.82%	10.77%
少数股东损益	-12	-2	0	0	0	0	投入资本收益率	6.27%	8.34%	9.16%	10.98%	12.95%	14.53%
非现金支出	81	69	43	48	63	72	增长率						
非经营收益	-2	-39	-11	-18	-18	-18	主营业务收入增长率	8.92%	34.13%	35.13%	30.54%	28.60%	26.71%
营运资金变动	43	21	-42	-68	-11	-36	EBIT增长率	27.03%	61.34%	22.04%	33.19%	33.97%	29.99%
经营活动现金净流	219	225	212	253	412	506	净利润增长率	22.60%	62.18%	26.45%	30.70%	29.89%	28.84%
资本开支	-54	-8	-120	-91	-97	-107	总资产增长率	3.50%	7.66%	12.92%	15.11%	16.49%	17.53%
投资	-240	-210	200	0	0	0	资产管理能力						
其他	8	67	23	15	15	15	应收账款周转天数	0.5	1.4	1.9	1.8	1.6	1.5
投资活动现金净流	-286	-151	102	-76	-82	-92	存货周转天数	1,705.4	1,452.0	1,162.2	1,100.0	1,050.0	1,000.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	142.3	109.0	102.7	100.0	95.0	90.0
债权募资	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
其他	-1	-36	-49	-49	-49	-49	偿债能力						
筹资活动现金净流	-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%
现金净流量	-68	38	266	128	281	365	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%

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	0	5	5	14
增持	1	1	2	2	8
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	1
评分	2.00	2.00	1.29	1.29	1.60

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	2018-08-09	买入	20.55	30.00~31.00
2	2018-10-26	买入	16.32	N/A
3	2019-01-27	买入	17.06	N/A
4	2019-03-27	买入	23.73	N/A
5	2019-04-10	买入	27.89	N/A
6	2019-04-30	买入	24.55	N/A
7	2019-07-09	买入	25.05	30.00~30.00
8	2019-08-21	买入	28.78	32.00~32.00

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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH