

证券研究报告—动态报告

食品饮料

饮料

酒鬼酒(000799)

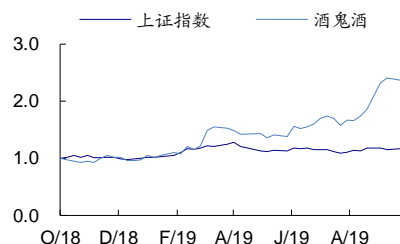
买入

2019年三季度报

(维持评级)

2019年10月18日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	325/325
总市值/流通(百万元)	12,182/12,182
上证综指/深圳成指	2,979/9,642
12个月最高/最低(元)	42.87/14.37

相关研究报告:

《酒鬼酒-000799-2019年中报:业绩符合预期,内参持续发力》——2019-08-21
 《酒鬼酒-000799-重大事件快评:淡季不淡,内参表现亮眼》——2019-07-09
 《酒鬼酒-000799-2019年一季报:业绩符合预期,内参持续发力》——2019-04-30
 《酒鬼酒-000799-2018年年报:聚焦三大战略单品,内参、酒鬼双管齐下》——2019-03-27
 《酒鬼酒-000799-业绩符合预期,产品结构不断优化》——2018-10-26

证券分析师: 陈梦瑶

电话: 18520127266
 E-MAIL: chenmengyao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517080001

证券分析师: 孙山山

电话: 13751048798
 E-MAIL: sunss@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519100001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评

无忧短期因素,结构持续优化

● 业绩低于预期,费用增加致净利率下滑

2019Q1-Q3 营收 9.68 亿(+27.34%), 归母净利润 1.84 亿(+14.27%); 其中 19Q3 营收 2.59 亿(+9.48%), 归母净利润 0.28 亿(-39.50%), 业绩低于预期,我们认为主要有两个原因:第一,公司 19Q3 对省内酒鬼系列进行停货控量致营收增速放缓,进而影响到利润;第二,19Q3 公司销售费用同增 50.35%,主因增加广告费用投放及确认一部分费用,这也对利润产生影响。19Q1-Q3 毛利率 77.58% (-0.25pcts), 其中 19Q3 毛利率 77.56% (+0.87pcts), 主因产品结构优化(高毛利的内参和酒鬼系列占比稳步提升)等所致。19Q1-Q3 净利率 21.98% (+0.11pcts), 其中 19Q3 净利率 10.88% (-8.80%), 主因 19Q3 销售费用率 37.53% (+10.3pcts), 推测广告费用大幅增加所致。19Q1-Q3 经营性活动现金流 1.79 亿(+215.24%), 主因 19Q1-Q3 销售商品、提供劳务所得现金 10.42 亿(+43.16%), 特别是 19Q3 销售商品、提供劳务所得现金 2.88 亿(+50.17%) 等所致。

● 产品结构持续优化,停货致酒鬼系列放缓

当前公司已形成“内参”、“酒鬼”、“湘泉”三大品牌矩阵,其中“内参”要求稳价增量,“酒鬼”要求量价齐升,“湘泉”要求增品增量。具体产品来看,我们预计高端酒内参 19Q3 营收超 6000 万,增速超 20%; 次高端酒鬼系列 19Q3 营收 1.6 亿左右,增速 10% 左右,主因三季度公司对酒鬼系列进行停货控量致增速放缓; 湘泉 19Q3 营收 0.3 亿左右,增速 4% 左右。我们预计单三季度内参和酒鬼系列占比 85%-90%, 产品结构持续优化。

● 聚焦三大战略单品,国标有望明年推出

目前公司全力聚焦并主打内参、红坛酒鬼酒、传承版酒鬼酒三大战略单品,在此基础上,红坛酒鬼系列向上延伸推出“红坛 20”、“红坛 30”等新品,湘泉推出系列增品增量产品。品牌方面,稳步推进内参全国化进程,有序建设“内参”核心店、形象店和专卖店,推动内参成为全国第四大高端酒。渠道方面,全面推进湖南市场渠道下沉,以长沙、湘西样板市场建设为引领,向品牌驱动型和终端服务型转变。此外,近期馥郁香型白酒国家标准进展顺利,有望于 2020 年正式推出,我们认为这利于提升公司品牌形象、树立消费者差异化认知。

● 投资建议

维持 2019-2021 年 EPS 0.89/1.14/1.44 元,对应 PE42/33/26,维持“买入”评级。

● 风险提示

白酒行业需求放缓;白酒行业政策调整;核心产品销售不及预期;

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	878	1,187	1,531	1,911	2,353
(+/-%)	34.1%	35.1%	29.0%	24.8%	23.1%
净利润(百万元)	176	223	288	370	467
(+/-%)	62.2%	26.5%	29.4%	28.3%	26.3%
摊薄每股收益(元)	0.54	0.69	0.89	1.14	1.44
EBIT Margin	25.0%	22.9%	23.7%	24.4%	25.0%
净资产收益率(ROE)	8.8%	10.2%	12.1%	14.0%	15.7%
市盈率(PE)	30.11	42.00	42.29	32.95	26.08
EV/EBITDA	22.3	32.5	31.3	25.4	20.9
市净率(PB)	2.64	4.29	5.12	4.62	4.11

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

关键财务指标

公司近五个季度营收、归母净利润保持正常波动，一四季度是酒企旺季。19Q3 归母净利润出现下滑，主因三季度对酒鬼系列停货及销售费用同比大增等所致。

图 1: 2018Q3-2019Q3 营收 (亿元) 及增速 (%)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

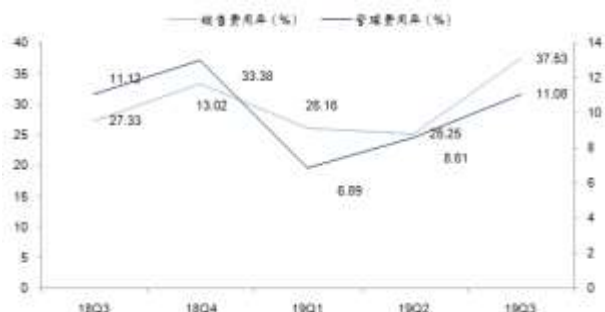
图 2: 2018Q3-2019Q3 归母净利润 (亿元) 及增速 (%)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

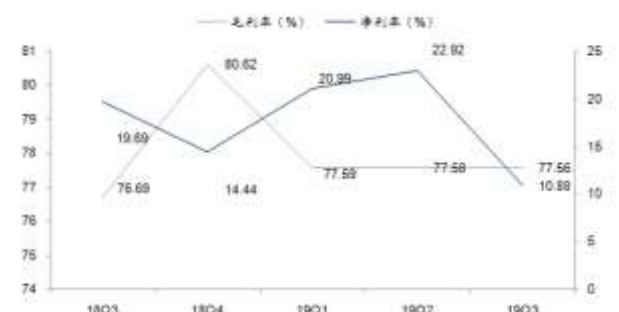
公司近五个季度销售费用率、管理费用率、毛利率和净利率表现正常，随着规模效应的不断显现，费用率有所下降，盈利能力有所提升。19Q3 销售费用率同比增长超 10pct，主因公司三季度广告费用投放增加及确认较多费用等所致，进而带来 19Q3 净利率下降。

图 3: 2018Q3-2019Q3 销售、管理费用率 (%) 一览



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 2018Q3-2019Q3 毛利率及净利率 (%) 一览



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

可比公司估值对比

酒鬼酒属于次高端白酒，我们选择同属于次高端的今世缘、舍得酒业作比较。

对比公司简介:

今世缘: 江苏白酒“三沟一河”代表，地处江苏省淮安市涟水县高沟镇，省内营收排名第二(第一是洋河股份，规模是行业前三)，省内市占率 12% 左右，公司 90% 左右收入来自省内，属于新晋次高端酒企。2018 年公司

营收 37.41 亿 (+26.49%)，归母净利润 11.51 亿 (+28.45%)，2018 年次高端国缘系列占比 66%；2019H1 营收 30.57 亿 (+29.40%)，归母净利润 10.72 亿 (+25.23%)。

舍得酒业：川酒六朵金花之一（另外五家是五粮液、泸州老窖、郎酒集团、水井坊、剑南春），之前公司名称为“沱牌舍得”，公司 75% 的营收来自省外，比较典型的次高端酒企。2018 年公司营收 22.12 亿 (+35.02%)，归母净利润 3.42 亿 (+138.05%)，2018 年舍得系列占比 78%，次高端品味舍得占比超 60%；2019Q1 营收 6.97 亿 (+34.06%)，归母净利润 1.01 亿 (+21.53%)。

表 1：可比公司估值

公司	投资评级	市值 (亿)	股价 (元) 2019-10-17	EPS			PE		
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
舍得酒业	买入	106	31.33	1.84	2.30	2.83	17.03	13.62	11.07
今世缘	买入	405	32.33	1.15	1.45	1.86	28.11	22.30	17.38
平均				1.50	1.88	2.35	22.57	17.96	14.23
酒鬼酒	买入	123	37.73	0.89	1.14	1.44	42.29	32.95	26.08

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1007	1169	1296	1500	营业收入	1187	1531	1911	2353
应收款项	257	315	382	464	营业成本	251	297	366	444
存货净额	822	1013	1316	1659	营业税金及附加	190	247	306	374
其他流动资产	10	15	23	31	销售费用	346	459	571	701
流动资产合计	2095	2513	3016	3653	管理费用	128	165	203	246
固定资产	496	511	512	497	财务费用	(11)	(16)	(17)	(20)
无形资产及其他	96	92	88	84	投资收益	18	35	40	45
投资性房地产	139	139	139	139	资产减值及公允价值变动	(6)	(34)	(34)	(34)
长期股权投资	45	49	52	54	其他收入	(1)	0	0	0
资产总计	2870	3304	3807	4427	营业利润	295	380	489	618
短期借款及交易性金融负债	0	30	30	30	营业外净收支	4	6	6	6
应付款项	89	108	152	207	利润总额	299	386	495	624
其他流动负债	592	779	984	1224	所得税费用	76	98	125	157
流动负债合计	680	917	1166	1462	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	223	288	370	467
其他长期负债	10	5	1	(2)					
长期负债合计	10	5	1	(2)	现金流量表 (百万元)				
负债合计	690	922	1167	1460	净利润	223	288	370	467
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	(22)	(0)	(0)	(0)
股东权益	2180	2381	2640	2967	折旧摊销	37	55	60	65
负债和股东权益总计	2870	3304	3807	4427	公允价值变动损失	6	34	34	34
					财务费用	(11)	(16)	(17)	(20)
关键财务与估值指标					营运资本变动	552	(53)	(133)	(140)
每股收益	0.69	0.89	1.14	1.44	其它	22	0	0	0
每股红利	0.15	0.27	0.34	0.43	经营活动现金流	818	323	330	426
每股净资产	6.71	7.33	8.12	9.13	资本开支	(91)	(100)	(90)	(80)
ROIC	10%	13%	17%	21%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	10%	12%	14%	16%	投资活动现金流	(87)	(104)	(93)	(82)
毛利率	79%	81%	81%	81%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	23%	24%	24%	25%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	26%	27%	27%	28%	支付股利、利息	(49)	(86)	(111)	(140)
收入增长	35%	29%	25%	23%	其它融资现金流	31	30	0	0
净利润增长率	26%	29%	28%	26%	融资活动现金流	(67)	(56)	(111)	(140)
资产负债率	24%	28%	31%	33%	现金净变动	665	163	126	204
息率	0.4%	0.7%	0.9%	1.2%	货币资金的期初余额	342	1007	1169	1296
P/E	54.7	42.3	33.0	26.1	货币资金的期末余额	1007	1169	1296	1500
P/B	5.6	5.1	4.6	4.1	企业自由现金流	701	172	184	285
EV/EBITDA	41.7	31.3	25.4	20.9	权益自由现金流	732	214	197	299

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032