

酒鬼酒 (000799) 2017 年三季度报点评

# 单季业绩平稳，期待收入加速

2017 年 10 月 31 日

## 投资要点

- ❖ **事件:** 公司发布 2017 年三季度报, 前三季度实现收入 5.51 亿元, 同增 27.01%, 归母净利润 1.16 亿元, 同增 77.67%, 扣非净利润 9027 万元, 同比增长 47.21%, 非经常性损益主要来自酒鬼酒河南公司 Q2 破产重整带来投资收益 1740 万元。Q3 收入 1.81 亿元, 同增 26.35%, 归母净利润 3363 万元, 同增 25.65%。
- ❖ **收入解析:** 酒鬼系列维持放量趋势, 省外重点市场开拓效果良好。公司前三季度收入同增 27.01%, Q3 收入同增 26.3%, 主要来自酒鬼系列实现放量。分产品看, 预计内参增长基本持平, 酒鬼系列增长 50% 以上, 低端湘泉在清理开发贴牌后逐步企稳。酒鬼系列核心红坛酒鬼保持较快增长, 省内经销商运作的 52 度精品酒鬼也实现较快增长。分区域来看, H1 以湖南为主的华中地区收入微降 2%, Q3 有所好转, 预计前三季度省内收入增速接近回升至 10%, 随着省内精耕细作加快渠道扁平, 后续省内增长有望提速; 省外方面, 预计前三季度收入增长 50% 以上, 以河北、山东、河南为重点样板市场开拓效果明显, 后续山东、广东等市场开发潜力较大。
- ❖ **盈利解析:** 产品结构优化, 净利率提升明显。公司前三季度毛利率达 77.2%, 同比提升 3.2pcts, Q3 毛利率 77.8%, 同比保持平稳。公司产品端继续主推中高端重点产品, 推进产品梳理, 产品结构不断优化。费用率方面, 公司前三季度销售费用率 26.6%, 同降 3pcts, 主要系 Q2 广告费同比下降较快所致; Q3 销售费用率 26.8%, 同增 3.2pcts, 预计仍保持较大的市场建设和推广新品促销力度; 前三季度管理费用率 11.7%, 同降 2.8pcts, 费用管控良好。综上, 前三季度净利率同比提升 7pcts 至 20.8%, 单 Q3 净利率 18.6%, 同增 0.6pct, 短期业绩弹性显现。
- ❖ **未来展望:** Q4 收入有望加速, 省内市场出成效。随着产品调整逐步到位, 继续推进渠道扁平和市场开拓, 预计 Q4 收入将加速, 以实现公司全年收入目标。此外, 省内市场坚定渠道下沉, 推动经销商建设终端渠道, 后续省内市场有望逐步加速, 省外重点开拓效果值得期待。我们认为, 中粮入主后公司经营逐步改善, 次高端产品继续放量将带动产品结构持续优化, 渠道加快扁平化, 省内渠道继续深耕, 省外加快核心市场开拓, 并与中粮在渠道方面积极协同, 未来省内外同步发力可期; 激励机制不断完善, 推行管理层增量分享机制, 有效激发经营活力。
- ❖ **风险提示:** 白酒复苏低于预期; 公司调整效果不达预期等。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级:** 暂维持公司 2017-19 年 EPS 为 0.50/0.71/1.01 元的预测, 目前股价对应 2017-19 年 PE 分别为 57/40/28 倍, 维持“增持”评级。

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万)	655	861	1140	1465
增长率 YoY %	8.92%	31.48%	32.43%	28.44%
净利润(百万)	109	162	230	328
增长率 YoY %	30.71%	74.48%	37.83%	40.70%
每股收益(元)	0.33	0.50	0.71	1.01
毛利率%	74.99%	77.28%	78.03%	78.72%
净资产收益率%	5.82%	8.20%	10.76%	13.85%
P/E	85.43	57.16	40.28	28.26
P/B	4.97	4.69	4.33	3.91
EV/EBITDA	57.05	31.67	24.68	17.58

资料来源: 中信数量化投资分析系统

注: 股价为 2017 年 10 月 30 日收盘价


**增持 (维持)**

当前价: 28.55 元

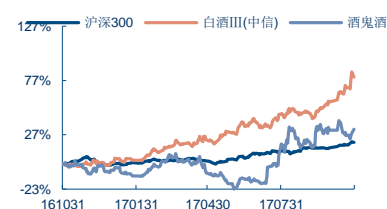
中信证券研究部

戴佳娴

电话: 0755-23835428

邮件: daijiaxian@citics.com

执业证书编号: S1010516080004

**相对指数表现**


资料来源: 中信数量化投资分析系统

**主要数据**

沪深 300 指数	4009.72 点
总股本/流通股本	324.9/224.2 百万股
近 12 月最高/最低价	30.29 元/16.65 元
近 1 月绝对涨幅	0.67%
近 6 月绝对涨幅	43.67%
今年以来绝对涨幅	39.97%
12 个月日均成交额	274.23 百万元

**利润表** (百万)

指标名称	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	655	861	1140	1465
营业成本	164	196	250	312
毛利率	74.99%	77.28%	78.03%	78.72%
营业税金及附加	97	127	170	218
销售费用	165	206	257	322
销售费用率	25.15%	23.91%	22.57%	21.96%
管理费用	93	102	128	153
管理费用率	14.20%	11.88%	11.22%	10.48%
财务费用	-1	-1	-2	-3
财务费用率	-0.14%	-0.11%	-0.18%	-0.18%
资产减值损失	33	33	33	33
营业利润	104	198	303	430
营业利润率	15.84%	22.95%	26.57%	29.33%
营业外收支	0	28	8	8
利润总额	112	226	311	438
所得税	15	56	78	109
所得税率	13.32%	25.00%	25.00%	25.00%
少数股东损益	-12	7	3	0
归属净利润	109	162	230	328
净利率	16.58%	18.85%	20.20%	22.42%
每股收益(元)	0.33	0.50	0.71	1.01

**现金流量表**

指标名称	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	109	162	230	328
财务费用	-1	-1	-2	-3
折旧和摊销	48	53	53	53
营运资金变动	58	113	18	133
其他	6	-20	-370	-62
经营现金流	220	308	-71	450
资本支出	-294	0	0	0
投资收益	8	21	6	6
其他	0	0	0	0
投资现金流	-286	21	6	6
短期借款	0	-30	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
利息及股息支付	-2	-48	-67	-96
其他	1	0	0	0
融资现金流	-1	-78	-67	-96
现金净增加额	-68	252	-132	360

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

**资产负债表** (百万)

指标名称	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	225	476	345	705
存货	763	802	1202	1291
应收账款	54	90	100	144
其他流动资产	464	598	516	657
流动资产	1506	1966	2163	2796
固定资产	482	412	334	256
长期股权投资	45	45	45	45
无形资产	108	100	91	82
其他长期资产	117	110	110	110
非流动资产	752	666	580	493
资产总计	2258	2632	2742	3290
短期借款	30	0	0	0
应付账款	71	118	124	177
其他流动负债	303	538	479	743
流动负债	403	656	603	920
长期负债	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0
非流动性负债	0	0	0	0
负债合计	403	656	603	920
股本	325	325	325	325
资本公积	1161	1161	1161	1161
股东权益合计	1855	1975	2140	2369
少数股东权益	(10)	(3)	(0)	(0)
负债股东权益总计	2258	2632	2742	3290

**主要财务指标**

	2016	2017E	2018E	2019E
增长率 (%)				
营业收入	8.92%	31.48%	32.43%	28.44%
营业利润	42.22%	64.85%	53.34%	41.80%
净利润	30.71%	74.48%	37.83%	40.70%
利润率 (%)				
毛利率	74.99%	77.28%	78.03%	78.72%
EBIT Margin	16.95%	26.11%	27.10%	29.71%
EBITDA Margin	24.30%	32.29%	31.77%	33.34%
净利率	14.82%	19.66%	20.46%	22.42%
回报率 (%)				
净资产收益率	5.82%	8.20%	10.76%	13.85%
总资产收益率	4.92%	8.54%	11.27%	13.23%
其他 (%)				
资产负债率	17.87%	24.94%	21.98%	27.97%
所得税率	13.32%	25.00%	25.00%	25.00%
分红率	0.00%	30.00%	30.00%	30.00%

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

**中国：**本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd（公司注册编号：198703750W）分发。作为资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问，CLSA Singapore Pte Ltd 仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供证券服务。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 033 11 2016。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

**新加坡：**监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures.html>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CL Securities Taiwan Co., Ltd 的情况，不涉及中信证券及/或其附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 [compliance\\_hk@clsa.com](mailto:compliance_hk@clsa.com)。

**美国：**本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

**未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。**

中信证券 2017 版权所有。保留一切权利。