公

司

点

评

报 告 白酒

酒鬼酒

000799

审慎增持 (维持)

## 预收确认影响收入, 费用投放拖累利润

2019年10月17日

相关报告

报告正文

事件

酒鬼酒公布 2019 年三季报,公司 19M9 实现营收 9.68 亿元,同比+27.34%;实现 归母净利润1.84亿元,同比+14.27%。其中,1903实现收入2.59亿元,同比+9.48%; ·实现归母净利润 0. 28 亿元,同比-39. 50%,低于市场预期。

分析师: 赵国防

zhaoguofang@xyzq.com.cn S0190518100002

### 点评

1、还原预收款后收入维持高增,费用确认节奏拖累利润水平。公司单三季度 收入 2.59 亿元, 同比+9.48%, 较上半年增速大幅放缓, 而 O3 预收款净增 0.74 亿元,除税后 Q3 真实收入为 3.12 亿元,去年同期还原预收款后的真实收入 为 1.76 元, 此口径下三季度真实收入增速在 70%左右, 总体仍维持高增长。 从我们调研反馈来看,10月内参销售公司已完成全年任务,销量翻倍、销售 公司口径收入可达5亿元左右,体制改革下,内参经销商对今明两年的内参 高增长较为乐观。从现金流来看, 19Q3 销售商品收到现金流入 2.88 亿元, 同比+50.17%, 经营现金流净额 1.79 亿元, 同比+215.25%, 也验证了公司实 际回款能力较好,经销商打款意愿较强的情况。19Q3 归母净利润同比-39.5%, 主要原因是公司按全年收入增速目标进行了大量费用投放,费用大幅增长而 销售较差故拖累净利润。

2、结构在改善,费用确认拖累净利润。公司 Q3 毛利率为 77.56% (Q1:77.49%/Q2:77.58),同比+87bp,主要原因是内参销量快速增长,结构 升级改善。Q3 销售费用率 37.53%, 去年同期为 27.33%, 同比提升 10.2pct, 销售费用率同比大幅提高即三季度费用投放和确认节奏问题,预计全年或回 归一个稳定水平; Q3 管理费用率 11.07%, 去年同期为 11.12%, 变化不大。 Q3 净利率为 10.88% (Q1:20.99%/Q2:22.92%),同比-8.8pct,净利率大幅下降 系销售费用拖累所致。

风险提示: 经济下行影响次高端白酒景气度, 大额费用投放等





- 3、内参模式较为成功,成为公司主要看点。调研数据显示,内参销售公司的 30 位股东多数为高端白酒经销商,多年深耕高端市场,具有良好的客户基础和终端 网络,运营能力强;销售公司体制改革创新后将这些经销商利益绑定,一起发力 推进市场,进展速度较快。目前内参渠道利润高于其他竞品,品牌力叠加渠道动 力足,经销商对内参在长沙及湖南市场的进一步渗透极有信心,省外市场下半年 加快招商进度,广东、京津、东北市场保持高速增长,内参今年实现销量翻番的 业绩承诺无压力。酒鬼系列产品由于经济环境、竞争格局以及公司内部管理等问 题,或短期承压,期待公司内部管理理顺后实现稳步增长。
- 4、公司体量小、业绩波动大,耐心对待并重视馥郁香型的资源属性及高业绩弹性。当前公司体量较小,收入、利润的小幅绝对额变动会对公司业绩增速产生较大影响,业绩季度间难免较大波动。从持续跟踪情况来看,公司一直在正确的路上做着正确的事,馥郁香型酒体上乘具有难以复制的资源属性,而内参持续放量会带来高业绩弹性,我们对销售模式改革持乐观态度。

## 盈利预测与投资建议

由于费用投放超我们预期,我们微调公司盈利预测,预计公司 19-21 年 EPS 分别为 0.86 元、1.37 元、1.79 元,对应 PE 分别为 44、28、21 倍,维持"审慎增持"评级。

## 风险提示

经济下行影响次高端白酒景气度,不恰当的销售政策、大额费用投放等。



附表		
洛产	偷	倩表

<b>资产负债表</b> 单位: 百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2095	2503	3035	3719
货币资金	1007	1179	1465	1958
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	6	9	10	12
其他应收款	11	18	21	25
存货	822	1018	1181	1309
非流动资产	776	706	657	620
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	45	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	479	449	414	377
在建工程	17	9	4	2
油气资产	0	0	0	0
无形资产	96	96	96	96
资产总计	2870	3209	3693	4338
流动负债	680	796	831	896
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	89	113	128	143
其他	592	683	703	753
非流动负债	10	4	8	7
长期借款	0	0	0	0
其他	10	4	8	7
负债合计	690	799	838	903
股本	325	325	325	325
资本公积	1161	1161	1161	1161
未分配利润	467	697	1142	1723
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2180	2410	2854	3436
负债及权益合计	2870	3209	3693	4338
现合活品表			畄 /-	- 万万元

利润表	单位: 百万元
114445	1 12. 17 77 70

营业收入1187153418782营业成本251339377营业税金及附加190242291销售费用346460470	2211 424 338 509 210
营业税金及附加 190 242 291	338 509
	509
销售费用 346 460 470	
	210
管理费用 128 153 184	
财务费用 -11 -22 -26	-34
资产减值损失 6 12 12	12
公允价值变动 0 0 0	0
投资收益 18 18 18	18
营业利润 295 367 590	771
营业外收入 4 4 4	4
营业外支出 0 0 0	0
利润总额 299 371 594	775
所得税 76 93 149	194
净利润 223 279 445	581
少数股东损益 0 0 0	0
归属母公司净利润 223 279 445	581
EPS(元) 0.69 0.86 1.37	1.79

#### 主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长性				
营业收入增长率	35.1%	29.3%	22.4%	17.7%
营业利润增长率	28.6%	24.7%	60.5%	30.8%
净利润增长率	26.5%	25.2%	59.5%	30.7%
盈利能力				
毛利率	78.8%	77.9%	79.9%	80.8%
净利率	18.8%	18.2%	23.7%	26.3%
ROE	10.2%	11.6%	15.6%	16.9%

# 現金流量表 単位: 百万元 会计年度 2018 2019E 2020E 2021E

心业加里水			7 1-	z. 4 // /U
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	223	279	445	581
折旧和摊销	37	39	39	39
资产减值准备	6	-6	8	16
无形资产摊销	3	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-0	-22	-26	-34
投资损失	-18	-18	-18	-18
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-42	-115	-220	-141
经营活动产生现金流量	212	135	241	441
投资活动产生现金流量	102	64	18	18
融资活动产生现金流量	-49	-27	26	34
现金净变动	266	172	286	493
现金的期初余额	341	1007	1179	1465
现金的期末余额	607	1179	1465	1958

偿债能力				
资产负债率	24.1%	24.9%	22.7%	20.8%
流动比率	3.08	3.15	3.65	4.15
速动比率	1.82	1.87	2.23	2.69
营运能力				
资产周转率	43.9%	50.5%	54.4%	55.1%
应收帐款周转率	67.92	71.18	67.84	67.22
毎股资料(元)				
每股收益	0.69	0.86	1.37	1.79
每股经营现金	0.65	0.42	0.74	1.36
每股净资产	6.71	7.42	8.78	10.57

41

44

28

估值比率(倍)

PΕ

РΒ

21



#### 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

#### 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股		买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
票评级和行业评级(另有说明的除外)。		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
评级标准为报告发布日后的12个月内	nt Table	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
公司股价(或行业指数)相对同期相关	股票评级	减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确
A股市场以上证综指或深圳成指为基			定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
准,香港市场以恒生指数为基准;美国		推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
市场以标普500或纳斯达克综合指数为	行业评级	中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
基准。		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

#### 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www. xyzq. com. cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

#### 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称"本公司")的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及 投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致 的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

#### 特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

#### 兴业证券研究

上海	北京	深 圳
地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦	地址:北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2
15层		座52楼
邮编: 200135	邮编: 100033	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn