

审慎推荐-A (维持)

酒鬼酒 600519.SH

当前股价: 37.73 元

2019年10月17日

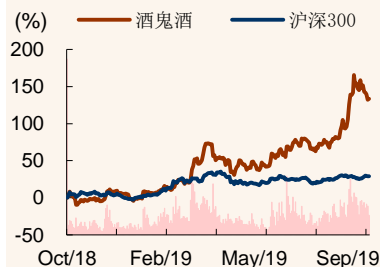
停货致收入放缓, 变革仍须更彻底

基础数据

上证综指	2977
总股本 (万股)	32493
已上市流通股 (万股)	32493
总市值 (亿元)	123
流通市值 (亿元)	123
每股净资产 (MRQ)	7.1
ROE (TTM)	10.6
资产负债率	21.5%
主要股东	中皇有限公司
主要股东持股比例	31.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	20	54	120
相对表现	21	58	94



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《酒鬼酒 (000799) — 高端重塑促高增长, 未来仍看战略执行力》2019-08-21
- 2、《酒鬼酒 (000799) — 战略思路理顺, 关注执行落地》2018-10-26
- 3、《酒鬼酒 (000799) — 调整成效渐显, 期待更大变革》2018-08-10

杨勇胜

021-68407562
yangys5@cmschina.com.cn
S1090514060001

欧阳予

ouyangyu@cmschina.com.cn
S1090519040003

公司三季度受次高端酒鬼系列停货影响, 收入明显放缓, 次高端竞争加剧背景下, 费用投放大幅增加, 同时线上品牌建设仍在继续投入, 销售费用率大幅提升, 利润大幅下滑。未来盈利改善幅度核心仍取决于管理团队执行能力, 在当前行业正面挤压加剧背景下, 建议坚持品牌费用投放, 加强维护渠道利益, 期待更大变革。我们调整 19-21 年 EPS 预测至 0.82、1.02 和 1.25 元, 暂维持“审慎推荐-A”投资评级。

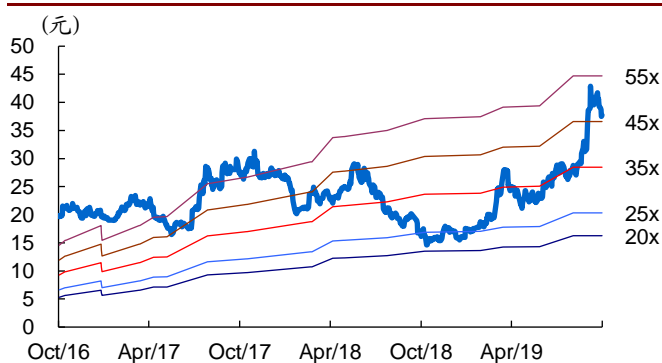
- **次高端停货致收入环比明显放缓, 单季利润大幅下滑。**公司前三季度收入 9.68 亿元, 归母净利润 1.84 亿元, 扣非净利润 1.83 亿元, 分别同比增长 27.3%、14.3%、28.2%。其中 19Q3 单季度收入 2.59 亿元, 增长 9.5%, 归母净利润 2817.7 万元, 扣非净利润 2856.3 万元, 分别下滑 39.5%和 27.8%。收入端环比明显放缓, 主要系次高端酒鬼系列为消化高库存, 三季度停货 (据草根调研反馈, 6 月 28 日下发停货通知, 9 月份恢复发货), 目前红坛渠道库存消化至 2 个多月。单季利润端大幅下滑主要受费用大幅增加影响, 造成利润体量较小下的大幅波动。现金流方面, 19Q3 回款同比增长 50.2%, 推测系内参专营公司打款贡献。
- **高端重塑下毛利率略有提升, 销售费用率大幅提升 10.2%, 大幅压制盈利能力。**Q3 毛利率略提升 0.9pct 至 77.6%, 高端内参放量拉动毛利率。尽管高端内参在品牌专营模式下, 线下费用投放外包, 但预计次高端酒鬼系列面临价格带竞争加剧, 费用投放加大, 同时今年以来线上投放仍在延续, 同比大幅增长, 单季销售费用率大幅提升 10.2pcts 至 37.5%, 压制盈利能力, 净利率下降 8.8pcts 至 10.9%。
- **战略执行能力仍是决定未来改善持续性和幅度的核心, 须坚持品牌费用投放, 维护渠道利益。**我们在中报点评报告《高端重塑促高增长, 未来仍看战略执行力》中, 已客观分析酒鬼酒当下改革思路和方案的利弊点, 即恢复前期具备快速放量的优势, 以内参品牌力拉动短期增长无虞, 但专营体量扩大后管理难度必然加大, 另外改革深化至次高端酒鬼系列, 待厘清问题更多更复杂, 管理层对白酒行业营销经验尚不足, 改善持续性和幅度大小则更考验团队执行能力。在当前次高端价格带竞争加剧背景下, 正面挤压的结果自然是费用率提升, 我们认为公司费用投放仍须坚持, 放大消费者的品牌口碑。另外渠道层面, 须变革大幅压货-停货和不同产品接替压货的操作模式, 切实维护经销商利益, 逐步改善渠道口碑, 这是稳固省内市场的基础, 方可整固本埠、再徐图全国化更大突破。
- **调低盈利预期, 期待更大变革, 暂维持“审慎推荐-A”评级。**公司三季度受次高端酒鬼系列停货影响, 收入明显放缓, 次高端竞争加剧背景下, 费用投放大幅增加, 同时线上品牌建设仍在继续投入, 销售费用率大幅提升, 压制盈利能力。未来盈利改善幅度核心仍取决于管理团队适应和执行能力, 期待更大变革。基于公司当前发展阶段和价格带竞争加剧背景, 我们调低 19-21 年 EPS 预测至 0.82、1.02 和 1.25 元 (前次 0.90、1.16 和 1.44 元), 暂维持“审慎推荐-A”投资评级。
- **风险提示: 内参快速放量后透支动销、次高端价格带竞争大幅加剧、渠道改革不及预期**

表 1、酒鬼酒单季度利润表与年度利润表

单位: 百万元	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	2018 Q1-3	2019 Q1-3
一、营业总收入	327	265	258	237	427	346	363	259	760	968
二、营业总成本	252	183	197	184	349	249	254	221	565	724
其中: 营业成本	68	51	63	55	83	78	81	58	168	217
营业税金及附加	51	42	43	38	68	57	60	42	122	158
营业费用	59	68	71	65	142	91	92	97	203	279
管理费用	54	23	26	26	52	24	31	29	76	83
研发费用	0	0	0	0	4	0	0	0		0
财务费用	-1	-1	0	-1	-9	-1	-10	-6	-2	-18
资产减值损失	20	0	-5	1	9	1	-10	-2	-3	-13
其他成本(金融类)						1	10	0	0	10
三、其他经营收益	4	3	4	9	5	0	0	0	16	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	2	4	9	3	0	0	0	15	0
四、营业利润	79	85	65	62	83	97	110	38	212	245
加: 营业外收入	-1	0	4	0	0	0	1	0	4	2
减: 营业外支出	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1
五、利润总额	78	85	69	62	83	97	111	38	216	246
减: 所得税	19	22	17	15	21	24	28	9	55	62
六、净利润	60	63	52	47	62	73	83	28	161	184
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
七、归母净利润	60	63	52	47	62	73	83	28	161	184
EPS	0.18	0.19	0.16	0.14	0.19	0.22	0.26	0.09	0.50	0.57
主要比率										
毛利率	79.2%	80.9%	75.8%	76.7%	80.6%	77.6%	77.6%	77.6%	77.8%	77.6%
主营税金率	15.7%	15.7%	16.5%	16.1%	15.9%	16.4%	16.5%	16.2%	16.1%	16.4%
营业费率	18.0%	25.6%	27.5%	27.3%	33.4%	26.2%	25.3%	37.5%	26.8%	28.9%
管理费费率	16.5%	8.8%	10.2%	11.1%	13.0%	6.9%	8.6%	11.1%	10.0%	8.6%
营业利润率	24.2%	32.0%	25.3%	26.0%	19.5%	28.0%	30.3%	14.8%	27.8%	25.3%
实际税率	23.8%	26.4%	24.7%	24.8%	25.6%	25.0%	25.2%	25.0%	25.4%	25.1%
净利率	18.3%	23.6%	20.1%	19.7%	14.4%	21.0%	22.9%	10.9%	21.2%	19.0%
YoY										
收入增长率	48.1%	46.1%	36.6%	30.8%	30.6%	30.5%	40.5%	9.5%	37.8%	27.3%
营业利润增长率	112.8	75.5%	15.4%	36.4%	4.8%	14.0%	68.2%	-37.6%	41.1%	15.8%
净利润增长率	38.6%	68.9%	13.5%	38.5%	3.3%	16.2%	59.9%	-39.5%	38.4%	14.3%

资料来源: 公司报表, 招商证券

图 3: 酒鬼酒历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 4: 酒鬼酒历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《酒鬼酒（000799）—高端重塑促高增长，未来仍看战略执行力》2019-08-21
- 2、《酒鬼酒（000799）—战略思路理顺，关注执行落地》2018-10-26
- 3、《酒鬼酒（000799）—调整成效渐显，期待更大变革》2018-08-10
- 4、《酒鬼酒（000799）—改善迹象初现，反转尚需时日》2016-05-16
- 5、《酒鬼酒（000799）—Q4 大幅下滑，恢复尚需时日》2013-02-05

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1852	2095	2434	2726	3079
现金	342	1007	1293	1377	1721
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	107	239	297	367	437
应收款项	6	6	2	2	3
其它应收款	14	11	14	18	21
存货	778	822	816	948	881
其他	604	10	13	15	17
非流动资产	690	776	779	782	785
长期股权投资	50	45	45	45	45
固定资产	405	479	491	503	514
无形资产	92	96	86	78	70
其他	143	156	156	156	156
资产总计	2542	2870	3212	3508	3864
流动负债	530	680	752	783	817
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	53	89	116	135	157
预收账款	140	154	198	211	222
其他	337	438	438	438	438
长期负债	6	10	10	10	10
长期借款	0	0	0	0	0
其他	6	10	10	10	10
负债合计	536	690	762	793	827
股本	325	325	325	325	325
资本公积金	1161	1161	1161	1161	1161
留存收益	519	693	912	1176	1499
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	2006	2180	2398	2662	2985
负债及权益合计	2542	2870	3212	3508	3864

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	225	808	302	169	442
净利润	176	223	267	331	405
折旧摊销	42	34	46	46	46
财务费用	1	(11)	(12)	(14)	(16)
投资收益	(35)	(18)	(18)	(18)	(18)
营运资金变动	49	572	32	(180)	24
其它	(7)	8	(14)	3	1
投资活动现金流	(151)	(119)	(50)	(50)	(50)
资本支出	(8)	(119)	(50)	(50)	(50)
其他投资	(143)	(1)	0	0	0
筹资活动现金流	(36)	29	(18)	(34)	(48)
借款变动	(27)	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(36)	(1)	(49)	(67)	(83)
其他	27	30	31	32	35
现金净增加额	38	717	234	84	344

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	878	1187	1507	1866	2220
营业成本	194	251	329	383	445
营业税金及附加	141	190	244	302	360
营业费用	205	346	454	580	686
管理费用	118	128	153	189	221
财务费用	(1)	(11)	(12)	(14)	(16)
资产减值损失	28	6	6	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	35	18	18	18	18
营业利润	229	295	352	438	538
营业外收入	0	4	4	4	4
营业外支出	1	0	1	1	1
利润总额	229	299	355	441	541
所得税	55	76	88	110	136
净利润	174	223	267	331	405
少数股东损益	(2)	0	0	0	0
归属于母公司净利润	176	223	267	331	405
EPS (元)	0.54	0.69	0.82	1.02	1.25

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	34%	35%	27%	24%	19%
营业利润	105%	29%	19%	24%	23%
净利润	62%	26%	20%	24%	22%
获利能力					
毛利率	77.9%	78.8%	78.1%	79.5%	80.0%
净利率	20.0%	18.8%	17.7%	17.7%	18.2%
ROE	8.8%	10.2%	11.1%	12.4%	13.6%
ROIC	8.2%	9.5%	10.5%	11.8%	12.9%
偿债能力					
资产负债率	21.1%	24.1%	23.7%	22.6%	21.4%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.5	3.1	3.2	3.5	3.8
速动比率	2.0	1.9	2.2	2.3	2.7
营运能力					
资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.5	0.6
存货周转率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5
应收帐款周转率	252.3	192.9	384.4	930.3	913.7
应付帐款周转率	3.3	3.6	3.2	3.0	3.0
每股资料 (元)					
EPS	0.54	0.69	0.82	1.02	1.25
每股经营现金	0.69	2.49	0.93	0.52	1.36
每股净资产	6.17	6.71	7.38	8.19	9.19
每股股利	0.15	0.15	0.21	0.25	0.31
估值比率					
PE	47.6	37.7	31.4	25.3	20.7
PB	4.2	3.8	3.5	3.2	2.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

杨勇胜：食品饮料首席分析师，武汉大学本科，厦门大学硕士，西方经济学专业，11-13 年就职于申万研究所，14 年加入招商证券，7 年食品饮料研究经验。

欧阳予：浙江大学本科，荷兰伊拉斯姆斯大学金融学硕士，17 年加入招商证券，2 年食品饮料研究经验。

于佳琦：南开大学本科，上海交通大学硕士，CPA，16 年就职安信证券，17 年加入招商证券，2 年食品饮料研究经验。

李泽明：四川大学本科，北京大学硕士，17 年就职国泰君安证券，18 年加入招商证券，2 年消费品研究经验。

招商证券食品饮料研究团队传承十五年研究精髓，以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，连续 13 年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，其中六年第一，2015-2017 年连续获新财富最佳分析师第一名，2018 年获得水晶球评选第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐： 公司股价涨幅超基准指数 20% 以上

审慎推荐： 公司股价涨幅超基准指数 5-20% 之间

中性： 公司股价变动幅度相对基准指数介于±5% 之间

回避： 公司股价表现弱于基准指数 5% 以上

公司长期评级

A： 公司长期竞争力高于行业平均水平

B： 公司长期竞争力与行业平均水平一致

C： 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐： 行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性： 行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避： 行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。