

证券研究报告 / 公司动态报告

买入

上次评级: 买入

## 内参放量助收入超预期, Q2 期间费用率回落

**事件:** 公司公布 2019 年中报, 2019H1 营业收入 7.09 亿元, 同比增长 35.41%; 实现归母净利润 1.56 亿元, 同比增长 36.13%; EPS 为 0.48 元, 加权平均 ROE 为 6.93%。

**Q2 业绩加速, 内参继续放量:** 公司 Q1/Q2 分别实现营收 3.46 亿元/3.63 亿元, 同增 30.46%/40.49%; 归母净利润 0.73 亿元/0.83 亿元, 同增 16.18%/60.14%。Q2 业绩加速, 主要系: 1) 内参收入放量提升产品结构; 2) 费用优化。2019H1 分产品看, 内参系列收入为 1.59 亿元, 同增 56.13%, 毛利率为 91.26%; 酒鬼系列收入为 469 亿元, 同增 34.18%, 毛利率为 79.95%; 湘泉系列收入为 0.68 亿元, 同增 41.75%, 毛利率为 31.54%。公司去年组建由 30 多位大商参股的内参销售公司, 打造厂商价值一体化模式, 提升经销商积极性, 驱动内参提速。

**规模效应下, 期间费用率回落:** 2019H1 公司缴纳消费税 0.92 亿元, 消费税率 12.98%, 略高于去年同期, 推测与消费税确认时点有关。公司 2019H1 销售费用率为 25.70%, 同比微降 0.81pct, 主要系收入提升带来的规模效应所致; 广告费方面, 由于宣传力度的加大, 上半年增长 113% 至 0.66 亿元。2019H1 管理费用率降低 1.73pct 至 7.78%, 财务费用率降低 1.44pct 至 -1.65%。Q2 末预收款 0.74 亿元, 环比减少 0.45 亿元, 属淡季自然回落。2019H1 归母净利率 21.98%, 同比提升 0.11pct。

**华中市场稳健增长, 省外市场逐步提速:** 分区域看, 大本营华中市场收入 4.14 亿元, 同增 33.36%, 保持了较快的增速。华北市场收入 1.78 亿元, 同增 39.39%, 其中河北已成长为公司重要的省外市场。华东市场收入 0.48 亿元, 同增 27.40%; 华南市场收入 0.34 亿元, 同增 50.48%; 其他区域合计收入 0.33 亿元, 同增 37.44%。2019H1 华中市场占比 58.39%, 基地市场增长稳健, 省外市场随着公司品牌影响力的提升, 也在逐步提速, 打开新的增量空间。

**盈利预测与评级:** 预计 2019-2021 年公司 EPS 为 0.94、1.26、1.65 元, 对应 PE 为 30X、22X、17X, 维持“买入”评级。

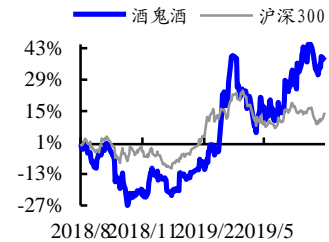
**风险提示:** 宏观经济风险, 渠道库存积压过高

### 股票数据

2019/8/19

6 个月目标价 (元)	34.02
收盘价 (元)	27.91
12 个月股价区间 (元)	14.46 ~ 29.93
总市值 (百万元)	9,069
总股本 (百万股)	325
A 股 (百万股)	325
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	15

### 历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-1%	18%	41%
相对收益	-1%	14%	23%

### 相关报告

《酒鬼酒 (000799): 业绩符合预期, 19 年开启内参、酒鬼营销新模式》-20190328

《酒鬼酒 (000799): 业绩符合预期, 产品结构持续升级》-20181029

《贵州茅台 (600519): 直营方案落地, 上市公司业绩确定性增强》-20190812

《今世缘 (603369): 收入符合预期, 省内核心市场持续发力》-20190731

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	878	1,187	1,546	1,920	2,348
(+/-)%	34.13%	35.13%	30.25%	24.18%	22.33%
归属母公司净利润	176	223	305	409	535
(+/-)%	62.18%	26.45%	36.93%	34.14%	30.84%
每股收益 (元)	0.54	0.69	0.94	1.26	1.65
市盈率	51.50	40.73	29.74	22.17	16.95
市净率	4.52	4.16	3.66	3.15	2.67
净资产收益率 (%)	8.78%	10.22%	12.27%	14.14%	15.61%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	325	325	325	325	325

### 证券分析师: 李强

执业证书编号: S0550515060001  
(021)20361174 liqiang@nesc.cn

### 证券分析师: 齐欢

执业证书编号: S0550518120001  
(021)20362340 qi\_huan@nesc.cn

**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,007	1,376	1,652	2,077	净利润	223	296	402	525
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	6	0	0	0
应收款项	6	6	8	10	折旧及摊销	37	55	57	64
存货	822	1,025	1,226	1,422	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	财务费用	0	0	0	0
<b>流动资产合计</b>	<b>2,095</b>	<b>2,673</b>	<b>3,235</b>	<b>3,943</b>	投资损失	-18	-22	-23	-22
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	-42	2	-113	-76
长期投资净额	45	45	45	45	其他	0	0	0	0
固定资产	479	570	628	699	<b>经营活动净现金流量</b>	<b>212</b>	<b>353</b>	<b>321</b>	<b>488</b>
无形资产	96	106	108	113	<b>投资活动净现金流量</b>	<b>102</b>	<b>22</b>	<b>-45</b>	<b>-63</b>
商誉	0	0	0	0	<b>融资活动净现金流量</b>	<b>-49</b>	<b>-6</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>776</b>	<b>694</b>	<b>707</b>	<b>731</b>	<b>企业自由现金流</b>	<b>86</b>	<b>333</b>	<b>257</b>	<b>407</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,870</b>	<b>3,367</b>	<b>3,943</b>	<b>4,673</b>					
短期借款	0	0	0	0	财务与估值指标				
应付款项	89	84	102	119		2018A	2019E	2020E	2021E
预收款项	154	243	285	349	<b>每股指标</b>				
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.69	0.94	1.26	1.65
<b>流动负债合计</b>	<b>680</b>	<b>892</b>	<b>1,066</b>	<b>1,272</b>	每股净资产 (元)	6.71	7.62	8.85	10.47
长期借款	0	0	0	0	每股经营性现金流量 (元)	0.65	1.09	0.99	1.50
其他长期负债	6	0	0	0	<b>成长性指标</b>				
<b>长期负债合计</b>	<b>10</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	营业收入增长率	35.13%	30.25%	24.18%	22.33%
<b>负债合计</b>	<b>690</b>	<b>892</b>	<b>1,066</b>	<b>1,272</b>	净利润增长率	26.45%	36.93%	34.14%	30.84%
归属于母公司股东权益合计	2,180	2,485	2,894	3,429	<b>盈利能力指标</b>				
少数股东权益	0	-9	-17	-27	毛利率	78.83%	79.95%	81.09%	81.77%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,870</b>	<b>3,367</b>	<b>3,943</b>	<b>4,673</b>	净利率	18.76%	19.72%	21.30%	22.79%
					<b>运营效率指标</b>				
					应收账款周转率 (次)	1.89	1.46	1.60	1.60
					存货周转率 (次)	1162.24	1206.84	1232.83	1212.40
					<b>偿债能力指标</b>				
					资产负债率	24.06%	26.49%	27.03%	27.21%
					流动比率	3.08	3.00	3.04	3.10
					速动比率	1.87	1.85	1.89	1.98
					<b>费用率指标</b>				
					销售费用率	29.15%	30.76%	29.85%	28.96%
					管理费用率	10.79%	9.10%	8.50%	7.90%
					财务费用率	-0.92%	-0.15%	-0.15%	-0.15%
					<b>分红指标</b>				
					分红比例				
					股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>估值指标</b>				
					P/E (倍)	40.73	29.74	22.17	16.95
					P/B (倍)	4.16	3.66	3.15	2.67
					P/S (倍)	7.64	5.87	4.72	3.86
					净资产收益率	10.22%	12.27%	14.14%	15.61%

资料来源：东北证券

### 分析师简介:

李强: 西南财经大学金融学硕士, 食品饮料行业分析师(组长), 研究小组获“2017年水晶球”食品饮料行业第二, “2016年Wind资讯第四届金牌分析师全民票选”食品饮料行业第一。

齐欢: CFA, 上海交通大学金融本科、硕士, 2016年加入东北证券, 食品饮料行业研究助理。

马雪薇: 伦敦政治经济学院风险与金融硕士, 2018年加入东北证券, 食品饮料行业研究助理。

熊鹏: 上海交通大学与挪威科技大学工学双硕士。2017年起从事卖方研究工作, 2018年加入东北证券食品饮料组。

王钰: 伦敦政治经济学院金融与经济硕士, 2018年加入东北证券。

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

## 东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市南山区大冲商务中心 1 栋 2 号楼 24D	518000

## 机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
<b>华东地区机构销售</b>			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qjian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13956071185	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
孙斯雅	021-20361121	18516562656	sunsiya@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
<b>华北地区机构销售</b>			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
颜玮	010-58034565	18601018177	yanwei@nesc.cn
安昊宁	010-58034561	18600646766	anhn@nesc.cn
<b>华南地区机构销售</b>			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
林钰乔	0755-33975865	13662669201	linyq@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn