

审慎推荐-A (维持)

酒鬼酒 000799.SZ

当前股价: 75.55 元

2020 年 08 月 27 日

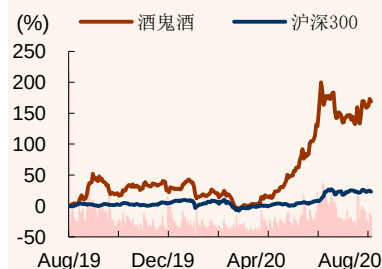
内参表现亮眼, 改革持续深化

基础数据

上证综指	3330
总股本 (万股)	32493
已上市流通股 (万股)	32493
总市值 (亿元)	245
流通市值 (亿元)	245
每股净资产 (MRQ)	7.8
ROE (TTM)	12.9
资产负债率	22.6%
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	11	121	172
相对表现	5	106	147



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《酒鬼酒 (000799) — 内参弹性显现, 改革持续推进》2020-04-16
- 2、《酒鬼酒 (000799) — 停货致收入放缓, 变革仍须更彻底》2019-10-18
- 3、《酒鬼酒 (000799) — 高端重塑促高增长, 未来仍看战略执行力》2019-08-21

杨勇胜

021-68407562
yangys5@cmschina.com.cn
S1090514060001

李泽明

lizeming@cmschina.com.cn
S1090519020001

公司 20Q2 收入业绩增长 13%、6%，Q2 动销环比改善，内参高增推动收入实现正增长，Q2 预计内参增长 70%左右，20H1 占比提升至 39% (+16pct)，Q2 毛利率下降系会计核算准则调整所致（运输费原计入销售费用、本期进销售成本）。展望下半年，随着消费进一步恢复，叠加中秋旺季，预计内参将继续保持较高增速，同时公司营销改革推进至次高端，期待酒鬼系列继续优化产品主线，在内参持续增长之外，助推下半年恢复期弹性。略调整 20-22 年 EPS 1.12、1.41 和 1.71 元，暂维持“审慎推荐-A”投资评级。

□ **Q2 收入业绩增长 13%/6%，Q2 动销改善收入实现正增，预收及现金流表现靓丽。**公司 20H1 实现营收 7.22 亿，同比+1.87%，归母净利润 1.85 亿，同比+18.42%，其中 20Q2 单季实现营收 4.10 亿，同比+12.89%，归母净利润 0.88 亿，同比+6.35%，Q2 动销环比改善，营收实现正增长。20Q2 末合同负债（原预收账款）2.14 亿，环比增加 0.07 亿，同比增长 187%，经销商打款积极性较高，Q2 销售回款 5.68 亿，同比+44.4%，经营净现金流 2.81 亿，同比+120%，现金流表现靓丽。

□ **高端占比持续提升，会计核算准则调整致 Q2 毛利率同比下降，费用率和税金率有所优化，净利率小幅下滑。**分产品结构看，20H1 内参、酒鬼和湘泉分别收入 2.8 亿、3.6 亿、0.7 亿，分别同比+75%、-22.8%、-2.3%，其中 Q2 预计内参增长 70%左右、红坛酒鬼酒等核心单品继续下滑、湘泉双位数以上增长，内参继续保持高增长，产品结构持续升级，20H1 内参占比近 39% (+16pct)。在结构升级背景下，20Q2 毛利率 76.03%，同比下降 1.55%，主要系会计核算准则调整所致（运输费原计入销售费用、本期进销售成本），Q2 销售费用率 24.85%，同比-0.4pct，也是受会计准则调整所致，管理费用率 7.32%，同比-1.18pct，税金及附加比率 15.99%，同比-0.47pct，毛利率下降致净利率同比下降 1.32%至 21.6%。

□ **预计 H2 内参继续保持较高增速，酒鬼环比继续改善，期待营销改革更进一步。**疫情对公司 Q1 影响较大，Q2 环比恢复较快，草根反馈，Q2 低端湘泉基本恢复至去年同期水平，高端内参保持较高增速，次高端酒鬼恢复至去年 7-8 成水平。当前渠道库存整体不高，内参基本恢复到正常水平，酒鬼较去年同期库存更低。展望下半年，随着消费进一步恢复，预计内参将继续保持较高增速，次高端酒鬼动销环比有望继续改善。公司改革深化推进，20 年初三大品牌营销管理合并，改革深化至次高端，期待酒鬼系列优化产品主线，在内参持续增长之外，助推下半年恢复期弹性，也为未来持续健康增长打下基础。

□ **投资建议：动销逐季改善，持续关注内参弹性、及深化改革执行力，暂维持“审慎推荐-A”评级。**疫情对公司 Q1 影响较大，Q2 环比恢复较快，内参高增推动收入实现正增长，展望下半年，随着消费进一步恢复，叠加中秋旺季，预计内参将继续保持较高增速，同时公司营销改革推进至次高端，期待酒鬼系列继续优化产品主线，在内参持续增长之外，助推下半年恢复期弹性。略调整 20-22 年 EPS 1.12、1.41 和 1.71 元，暂维持“审慎推荐-A”投资评级。

□ **风险提示：消费复苏低于预期、竞争加剧、渠道改革不及预期。**

表 1、酒鬼酒单季度利润表

	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	2018A	2019A
一、营业总收入	237	427	346	363	259	544	313	410	1187	1512
二、营业总成本	184	349	249	253	221	401	186	292	913	1108
其中：营业成本	55	83	78	81	58	119	46	98	251	336
营业税金及附加	38	68	57	60	42	83	47	65	190	241
营业费用	65	142	91	92	97	105	75	102	346	384
管理费用	26	52	24	31	29	63	23	30	128	147
研发费用	0	4	0	0	0	9	0	1	4	10
财务费用	-1	-9	-1	-10	-6	8	-5	-3	-11	-11
资产减值损失	1	9	1	-10	-2	-5	-1	1	6	-18
三、其他经营收益	9	5	0	0	0	12	1	0	21	13
其他收益	0	1	0	0	0	1	0	0	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	9	3	0	0	0	11	0	0	18	11
四、营业利润	62	83	97	110	38	155	127	118	295	417
加：营业外收入	0	0	0	1	0	1	1	1	4	2
减：营业外支出	0	0	0	0	1	0	0	3	0	1
五、利润总额	62	83	97	111	38	155	128	116	299	418
减：所得税	15	21	24	28	9	40	32	27	76	101
六、净利润	47	62	73	83	28	115	96	88	223	316
减：少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
七、归属母公司所有者	47	62	73	83	28	115	96	88	223	316
EPS	0.14	0.19	0.22	0.26	0.09	0.36	0.30	0.27	0.69	0.92
主要比率										
毛利率	76.7%	80.6%	77.6%	77.6%	77.6%	78.1%	85.4%	76.0%	78.8%	77.8%
主营税金率	16.1%	15.9%	16.4%	16.5%	16.2%	15.2%	15.0%	16.0%	16.0%	16.0%
营业费率	27.3%	33.4%	26.2%	25.3%	37.5%	19.2%	23.9%	24.8%	29.1%	25.4%
管理费率	11.1%	12.2%	6.9%	8.5%	11.1%	11.6%	7.3%	7.3%	10.8%	9.7%
营业利润率	26.0%	19.5%	28.0%	30.3%	14.8%	28.5%	40.6%	28.8%	24.8%	26.4%
实际税率	24.8%	25.6%	25.0%	25.1%	25.0%	25.7%	25.0%	23.4%	25.5%	25.3%
净利率	19.7%	14.4%	21.0%	22.9%	10.9%	21.2%	30.7%	21.6%	18.7%	19.8%
YOY										
收入增长率	30.8%	30.6%	30.5%	40.5%	9.5%	27.5%	-9.7%	12.9%	35.1%	27.4%
营业利润增长率	36.4%	4.8%	14.0%	68.4%	-37.6%	86.6%	31.2%	7.5%	29.1%	35.9%
净利润增长率	38.5%	3.3%	16.2%	60.1%	-39.5%	87.4%	32.2%	6.4%	27.2%	34.6%

资料来源：公司报表，招商证券

图 1：酒鬼酒历史 PE Band

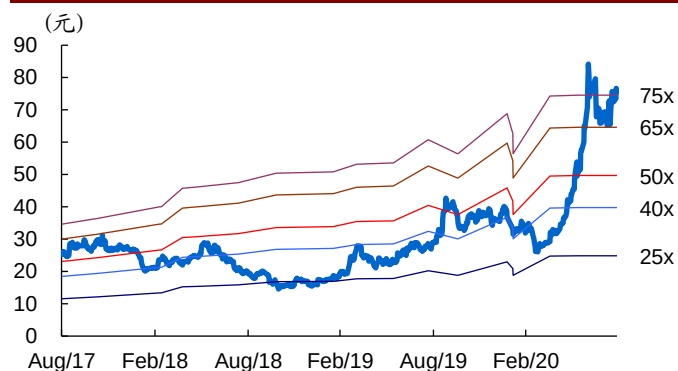
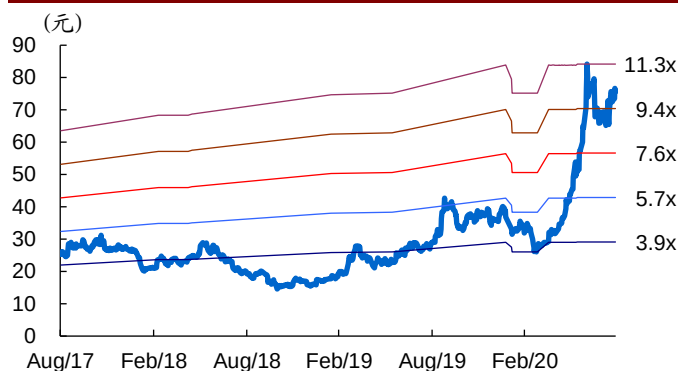


图 2：酒鬼酒历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告：

- 1、《酒鬼酒（000799）—内参弹性显现，改革持续推进》2020-04-16
- 2、《酒鬼酒（000799）—停货致收入放缓，变革仍须更彻底》2019-10-18
- 3、《酒鬼酒（000799）—高端重塑促高增长，未来仍看战略执行力》2019-08-21
- 4、《酒鬼酒（000799）—战略思路理顺，关注执行落地》2018-10-26
- 5、《酒鬼酒（000799）—调整成效渐显，期待更大变革》2018-08-10

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2095	2467	2825	3256	3753
现金	1007	1318	1603	1837	2130
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	239	198	218	261	309
应收款项	6	7	2	2	3
其它应收款	11	6	7	8	10
存货	822	933	989	1140	1294
其他	10	5	6	7	8
非流动资产	776	762	693	631	573
长期股权投资	45	43	43	43	43
固定资产	479	426	378	333	292
无形资产	96	200	180	162	146
其他	156	93	93	93	93
资产总计	2870	3229	3518	3886	4326
流动负债	680	784	807	860	915
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	89	120	129	149	169
预收账款	154	207	221	255	289
其他	438	457	457	457	457
长期负债	10	14	14	14	14
长期借款	0	0	0	0	0
其他	10	14	14	14	14
负债合计	690	798	821	874	929
股本	325	325	325	325	325
资本公积金	1161	1161	1161	1161	1161
留存收益	693	944	1244	1591	2010
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	2180	2430	2730	3078	3496
负债及权益合计	2870	3229	3551	3952	4425

现金流量表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	212	382	342	333	418
净利润	223	299	365	457	556
折旧摊销	37	41	54	48	43
财务费用	(0)	(0)	(12)	(14)	(16)
投资收益	(18)	(11)	(13)	(13)	(13)
营运资金变动	(37)	43	(37)	(146)	(152)
其它	8	9	(16)	1	1
投资活动现金流	102	378	(4)	(4)	(4)
资本支出	(122)	(35)	(16)	(16)	(16)
其他投资	224	414	13	13	13
筹资活动现金流	(49)	(49)	(53)	(96)	(121)
借款变动	(11)	(10)	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	(49)	(49)	(65)	(109)	(137)
其他	11	10	12	14	16
现金净增加额	266	711	285	234	294

利润表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1187	1512	1669	2001	2366
营业成本	251	336	360	415	470
营业税金及附加	190	241	266	319	377
营业费用	346	384	415	488	572
管理费用	128	147	153	180	213
研发费用	4	10	11	13	15
财务费用	(11)	(11)	(12)	(14)	(16)
资产减值损失	(6)	(18)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	2	2	2	2	2
投资收益	19	11	11	11	11
营业利润	295	400	488	613	747
营业外收入	4	2	2	2	2
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	299	401	489	614	748
所得税	76	101	124	157	192
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	223	299	365	457	556
EPS	0.69	0.92	1.12	1.41	1.71

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	35%	27%	10%	20%	18%
营业利润	3%	36%	22%	26%	22%
净利润	-4%	34%	22%	25%	22%
获利能力					
毛利率	78.8%	77.8%	78.4%	79.3%	80.1%
净利率	18.8%	19.8%	21.8%	22.8%	23.5%
ROE	10.2%	12.3%	13.4%	14.8%	15.9%
ROIC	9.5%	11.9%	12.9%	14.4%	15.5%
偿债能力					
资产负债率	24.1%	24.7%	23.3%	22.5%	21.5%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.1	3.1	3.5	3.8	4.1
速动比率	1.9	2.0	2.3	2.5	2.7
营运能力					
资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
存货周转率	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
应收帐款周转率	6.6	6.7	7.9	8.3	8.2
应付帐款周转率	3.5	3.2	2.9	3.0	3.0
每股资料 (元)					
EPS	0.69	0.92	1.12	1.41	1.71
每股经营现金	0.65	1.18	1.05	1.03	1.29
每股净资产	6.71	7.48	8.40	9.47	10.76
每股股利	0.15	0.20	0.34	0.42	0.51
估值比率					
PE	112.8	83.9	68.9	55.0	45.2
PB	11.5	10.3	9.2	8.2	7.2
EV/EBITDA	76.6	57.2	45.9	37.6	31.5

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

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，8 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，3 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，3 年消费品研究经验。

田地：复旦大学本科，复旦大学硕士，20 年加入招商证券。

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，2019 年新财富最佳分析师第三名。

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。