

12年将继续发挥变革的余热

买入 维持

32元

事件: 酒鬼酒公布年报, 2011年实现营业收入9.6亿元, 同比增长72%, 净利润1.9亿, 增长151%, EPS为0.593元。扣非净利润为1.7亿元, 本年度公司不分配、不转增。同时公告组件洞藏酒销售公司。

对此, 我们点评如下:

- **省内外收入增速保持强劲势头:** 公司省内收入翻番, 华中区域保持着70%左右的高速增长, 省外布点效果显著, 华北和华东两个区域增速分别为84%和75%。2012年随着渠道下沉到县级, 以及湘泉酒成立事业部进军中低端市场, 省内预计将保持50%增长; 洞藏酒销售公司的组建显示公司省外扩张的决心。
- **期间费用率大幅下降, 利润增幅远高于收入增幅:** 2011年高端白酒销售占比提升, 毛利率上升0.62个百分点; 销售费用和管理费分别下降8和3个百分点, 而收入规模扩大72%对费用率进行了大幅的摊薄, 净利率同比上升6个百分点, 符合我们一直对其“随着收入体量的变大, 费用率将逐步降低”的判断。我们认为公司12-13年费用率还将继续下降, 净利率仍有提升潜力。
- **省内天然蛋糕资源+自身营销机制理顺+省外快速复兴确保12年将继续高增长:** 我们一直提出白酒价值洼地在于地区复苏型白酒, 而符合上述前2条筛选标准的三线白酒定会在未来两年表现出价值回归, 省内天然的消费量为地区复苏型白酒提醒了蛋糕市场, 自身不错的营销管理体系则使错过了上一波白酒复兴的企业在未来2年业绩持续爆发, 200-500元价格带随着二线白酒价格带的上移, 目前已经被酒鬼、沱牌舍得等品牌全线占据, 也是发展的外界条件。至少从现在看, 这些业绩驱动力因素依然存在, 因此未来2年的复兴之路还将继续。
- **盈利预测、估值和投资建议:** 预计2012-2014年收入分别为16.9亿、22.1亿和27.6亿, YoY分别为76.2%、30.4%和25%; EPS分别为1.02元、1.32元和1.67元, YoY分别为72.4%、29.7%和26%, 目标价32元, 维持“买入”评级。

食品饮料行业

联系人:

苏青青

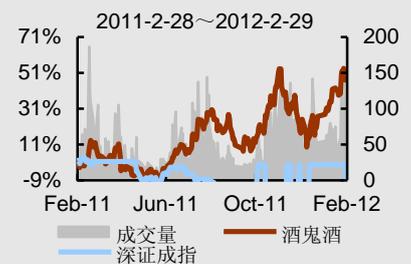
电话: 021-51782237

Email: suqingqing@hysec.com

分析师:

郇彬 (S1180511050001)

市场表现



相关研究

1 《酒鬼酒\酒鬼酒(000799)宏源证券-公司研究-酒鬼酒: 名酒估值洼地, 开启复兴之路-000799-食品饮料-苏青青》, 2011.11

单位: 百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	560.49	961.83	1694.71	2210.33	2762.91
YOY	53.60%	71.61%	76.20%	30.42%	25.00%
净利润	79.42	192.62	331.58	430.13	541.91
YOY	35.79%	142.54%	72.14%	29.72%	25.99%
EPS	0.244	0.593	1.020	1.324	1.668

主要财务指标和经营情况

图 1: 有关利润表各项目同比及环比变化对比点评

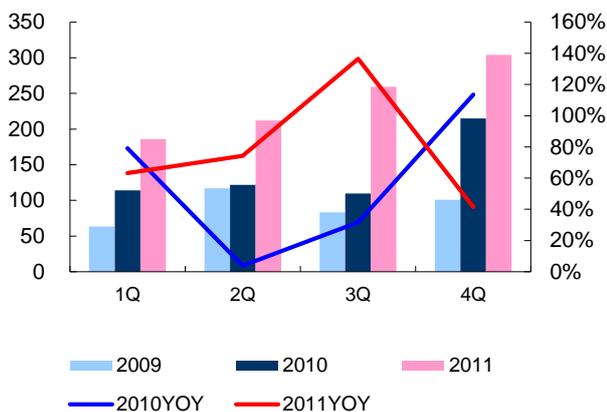
	2011/03/31	2011/06/30	2011/09/30	2011/12/31	同比变化	环比变化	点评
营业收入(百万元)	186	398	658	962	72%	46%	省内外销售大幅扩张
-营业成本	27%	27%	26%	25%	-0.6	-0.7	
=毛利	73%	73%	74%	75%	0.6	0.7	高端产品销售占比增加
-营业税金及附加	16.2%	15.8%	15.9%	15.5%	0.3	-0.4	销售增长导致消费税增加
-销售费用	36.2%	33.0%	34.8%	28.1%	-8.1	-6.7	销售费用被收入增长摊薄
-管理费用	8.9%	9.8%	10.0%	11.2%	-3.4	1.3	管理费用被收入增长摊薄
-财务费用	1.0%	0.5%	0.2%	0.0%	-1.6	-0.2	现金状况良好
-资产减值损失	0.0%	2.0%	2.0%	1.3%	6.3	-0.6	上期坏账准备转回导致基数较低
+公允价值变动损益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0	
+投资收益	0.5%	2.5%	1.6%	1.2%	-1.0	-0.4	正常变动
+营业外收支	0.5%	8.0%	3.6%	2.2%	-1.0	-1.4	正常变动
=利润总额	11.5%	22.0%	16.3%	21.8%	5.2	5.5	期间费用率下降
-所得税费用	1.1%	2.5%	1.8%	1.1%	-0.3	-0.7	正常变动
-少数股东损益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1	0.0	
=归属于母公司所有者净利润	10.3%	19.5%	14.5%	20.7%	5.3	6.2	

注: 同比变化指同比去年前三季度的各比率的变化;

环比变化指今年前三季度环比去年上半年各项比率的变化

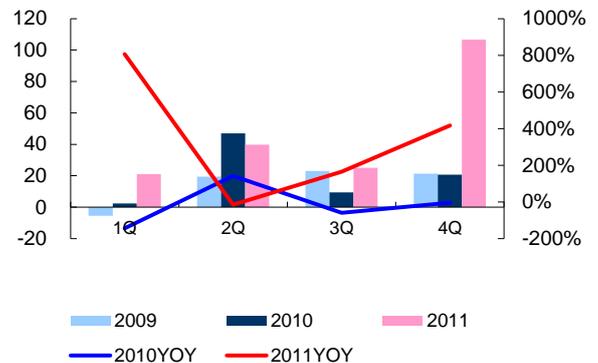
资料来源: 宏源证券

图 2: 分季度收入及同比变化图 (百万元)



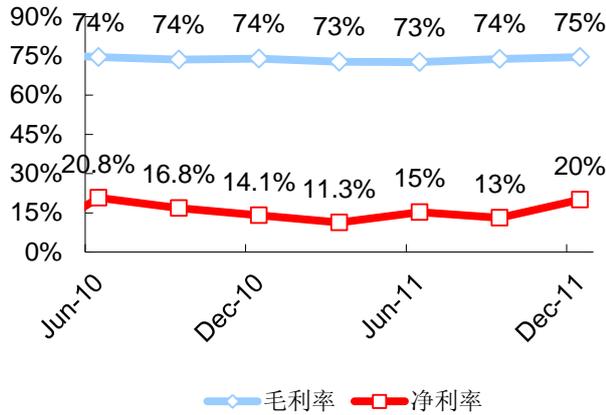
资料来源: 宏源证券研究所

图 3: 分季度净利润及同比变化图 (百万元)



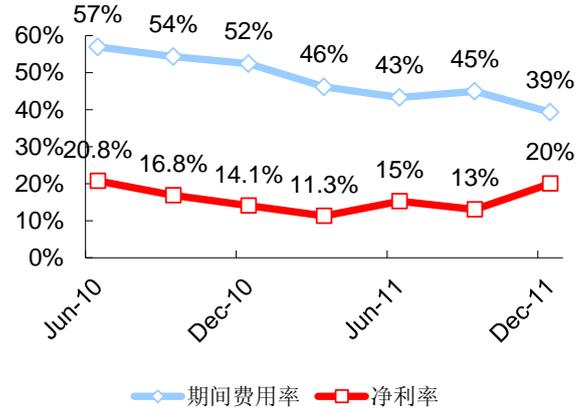
资料来源: 宏源证券研究所

图 4: 分季度毛利率与净利率关系图



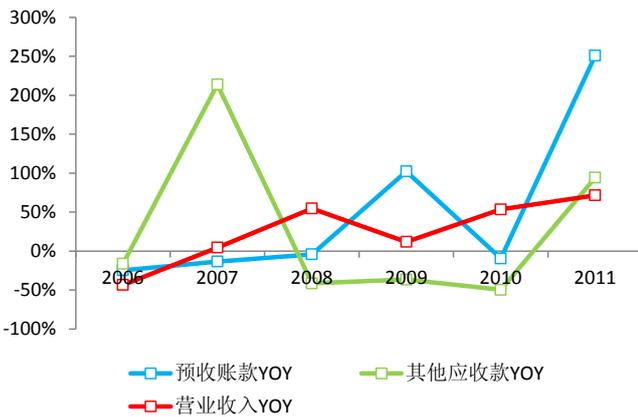
资料来源: 宏源证券研究所

图 5: 分季度期间费用率与净利率关系图



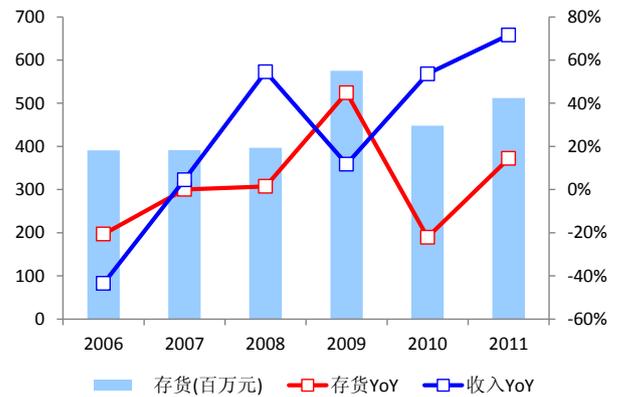
资料来源: 宏源证券研究所

图 6: 预收、其他应付与主营收入配比关系图



资料来源: 宏源证券研究所

图 7: 存货增速与收入增速关系图



资料来源: 宏源证券研究所

图 8: 增发募投项目进展情况

序号	项目名称	项目目的	投资总额(万元)	拟投入募集资金(万元)	2011年度投入资金(万元)	累计投入金额(万元)	投入进度
1	“馥郁香型”优质基酒酿造技改工程项目	拟达到4500吨优质基酒产能	5,482.60	5,482.60	451.81	451.81	8%
2	基酒分级储存及包装中心技改工程项目		19,871.10	19,871.10	751.10	751.10	4%
3	品牌媒体推广项目	拟5年内,在央视、各地卫视,报刊杂志,户外平面做广告	31,000.00	12,000.00	1,070.87	1,070.87	3%
4	营销网络建设项目	在国内建100个营销网点(包括旗舰店、专卖店、专柜等)	5,054.00	5,054.00	106.03	106.03	2%
合计			61407.7	42,407.70	2,379.81	2,379.81	4%

资料来源: 宏源证券研究所

图 9: 三张财务报表摘要

利润表					资产负债表				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	962	1695	2210	2763	货币资金	848	727	1705	1603
YOY	72%	76%	30%	25%	应收和预付款项	182	366	340	533
营业成本	245	431	555	694	存货	512	1212	1009	1767
毛利	717	1264	1655	2069	其他流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	75%	75%	75%	75%	长期股权投资	16	16	16	16
营业税金及附加	149	254	332	414	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	15%	15%	15%	15%	固定资产和在建工程	404	546	690	778
销售费用	270	424	553	691	无形资产和开发支出	90	90	90	90
% 营业收入	28%	25%	25%	25%	其他非流动资产	0	0	0	0
管理费用	108	186	243	304	资产总计	2052	2956	3850	4787
% 营业收入	11%	11%	11%	11%	短期借款	0	0	0	0
财务费用	0	9	22	22	应付和预收款项	680	860	1284	1640
% 营业收入	0%	1%	1%	1%	长期借款	0	400	440	480
资产减值损失	13	0	0	0	其他负债	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	负债合计	680	1260	1724	2120
投资收益	11	0	0	0	股本	325	325	325	325
营业利润	188	390	506	638	资本公积	1161	1161	1161	1161
% 营业收入	20%	23%	23%	23%	留存收益	-114	217	647	1189
营业外收支	15	0	0	0	归属母公司股东权益	1372	1703	2134	2675
利润总额	203	390	506	638	少数股东权益	0	0	0	0
% 营业收入	21%	23%	23%	23%	股东权益合计	1372	1703	2134	2675
所得税费用	10	59	76	96	负债和股东权益合计	2052	2963	3858	4795
净利润	193	332	430	542					
归属于母公司所有者的净利润	193	332	430	542					
少数股东损益	0	0	0	0					
现金流量表					财务指标				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流净额	607	-362	1110	-19	毛利率	75%	75%	75%	75%
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	三费/销售收入	39%	37%	37%	37%
长期股权投资	0	0	0	0	EBIT/销售收入	21%	24%	24%	24%
无形资产投资	0	0	0	0	EBITDA/销售收入	24%	24%	24%	24%
固定资产投资	-48	-411	-416	-322	销售净利率	20%	20%	19%	20%
其他	-1921	0	0	0	ROE	14%	19%	20%	20%
投资活动现金流净额	-104	-150	-150	-100	ROA	10%	14%	14%	14%
债券融资	0	0	0	0	ROIC	21%	64%	32%	63%
股权融资	400	0	0	0	销售收入增长率	72%	76%	30%	25%
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0	EBIT 增长率	114%	97%	32%	25%
筹资成本	0	-43	-59	-84	EBITDA 增长率	93%	73%	34%	26%
其他	-6	0	0	0	净利润增长率	145%	72%	30%	26%
筹资活动现金流净额	231	391	18	18	总资产增长率	72%	44%	30%	24%
现金净流量	734	-121	978	-102	股东权益增长率	81%	24%	25%	25%
					经营营运资本增长率	-93%	2930%	-88%	691%
					流动比率	2.3	2.7	2.4	2.4
					速动比率	1.5	1.3	1.6	1.3
					应收账款周转率	61.1	84.7	100.5	125.6

资料来源: 宏源证券研究所

分析师简介:

苏青青: 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 上海交通大学材料学硕士, 曾任职于国金证券, 2010 年新财富团队成员, 2011 年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

华北区域	郭振举	牟晓凤	孙利群	王艺
	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085172 wangyi1@hysec.com
华东区域	张珺	王俊伟	赵佳	奚曦
	010-88085978 zhangjun3@hysec.com	021-51782236 wangjunwei@hysec.com	010-88085291 zhaojia@hysec.com	021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	曾利洁	贾浩森	雷增明	罗云
	010-88085991 zenglijie@hysec.com	010-88085279 jiahaosen@hysec.com	010-88085989 leizengming@hysec.com	010-88085760 luoyun@hysec.com
QFII	方芳	胡玉峰		
	010-88085842 fangfang@hysec.com	010-88085843 huyufeng@hysec.com		

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。