

**评级：审慎推荐（维持）**
**食品饮料**
**公司年报点评**

证券研究报告

分析师 李镜池 S1080511060001

电话：0755-25831099

邮件：lijingchi@fcsc.cn

## 酒鬼酒(000799)：营销改善促收入增长，费用控制加强

### 事件：

2012年03月01日酒鬼酒发布2011年报，2011年，实现主营业务收入9.62亿元，同比增长71.61%；实现净利润1.93亿元，同比增长142.54%，基本每股收益约0.59元。扣除非经常性损益、资产减值损失、投资收益影响后的净利润为1.80亿，同比增长458%，扣除非经常性损益等影响的每股收益为0.53元。

单4季度，主营业务收入3.04亿元，同比增长41.4%；实现净利润1.07亿元，同比增长417%，基本每股收益0.33元。

### 点评：

- **收入符合预期，费用率大幅降低。**公司11年业绩的大幅增长主要来源于两方面：一是收入大幅增长，实现9.62亿，增长71.6%；二是三项费用率下降13.1个百分点以上，尤其营业和管理费用率，分别下降8.2、3.4个百分点。
- **高、低端均有快速增长，省外增速略高于省内。**收入增长的驱动来自于高、低端产品均有快速增长，均超过65%，其中高端的内参增长最快，增速150%左右，低端的湘泉增速也有71.3%。区域上，省外的增速要略高于湖南省内，华东、华北、华南表现要好。收入增长主要受益于公司营销体系的调整和改革。
- **毛利率有提升，费用率大幅下降。**2011年毛利率提升0.7个百分点，主要来自于高端产品毛利率提升3个百分点达到85%，而中低端产品毛利率下降4.8个百分点，主要是包装物、原材料等成本的上升。公司之前的费用率非常高，2009、10年三项费用率均超过50%，2011年下降到了40%。公司内部管理、费用控制仍有很大的改善空间，参考收入规模相当的沱牌舍得（前3季度收入8.07亿，三项费用率26%），老白干酒（前3季度收入9.82亿，三项费用率22%）。

表1 2011年度，酒鬼酒分产品的收入、毛利率、收入增长情况

	2011年度		2010年度		2011年毛利率	2010年毛利率	收入增长
	营业收入	营业成本	营业收入	营业成本			
酒鬼系列	734,131,612.31	107,995,723.45	432,408,256.89	76,369,871.40	85.3%	82.3%	69.8%
湘泉系列	216,738,432.76	128,342,526.16	126,533,254.00	68,788,390.59	40.8%	45.6%	71.3%
其他系列	8,618,987.01	7,187,879.33	1,235,230.76	1,007,813.66	16.6%	18.4%	597.8%
合计	959,489,032.08	243,526,128.94	560,176,741.65	146,166,075.65	74.6%	73.9%	71.3%

资料来源：wind、第一创业证券研究所



表 2 2011 年度，酒鬼酒分区域的收入、毛利率、收入增长情况

	营业收入	营业成本	营业收入	营业成本	2011年毛利率	2010年毛利率	收入增长
华北地区	200,006,272.94	50,763,220.61	108,815,101.21	28,392,960.89	74.6%	73.9%	83.8%
华东地区	21,157,756.68	5,370,010.92	5,368,615.79	1,400,824.85	74.6%	73.9%	294.1%
华南地区	136,560,136.65	34,660,074.62	77,963,127.33	20,342,801.69	74.6%	73.9%	75.2%
华中地区	442,485,317.68	112,306,376.54	263,906,819.40	68,860,809.92	74.6%	73.9%	67.7%
其他地区	159,279,548.14	40,426,446.24	104,123,077.92	27,168,678.30	74.6%	73.9%	53.0%
合计	959,489,032.08	243,526,128.94	560,176,741.65	146,166,075.65	74.6%	73.9%	71.3%

资料来源：wind、第一创业证券研究所

- **营销体系的调整初见成效。**省内实现深度分销，渠道下沉，湖南市场基础地位逐步巩固，酒鬼酒品牌价值稳步回归，基本覆盖湖南省内县一级的市场，每个县有 3-4 个经销商并且是分产品来做。全国重点市场布局基本完成，以长沙为基地的湖南营销中心、广州为基地的南方营销中心、石家庄为基地的北方营销中心三足鼎立之势逐渐形成。高端团购市场拉动稳步推进，内参酒成为湖南省具有影响力的高端礼仪酒。
- **产品的架构清晰，品牌的核心资源突出。**确立了以洞藏、内参为超高端产品、酒鬼酒为高端产品、湘泉为中低端产品的“三高一低”的品牌架构，产品线简明清晰。明确了“馥郁”香型是公司品牌的核心资源，是公司广告传播的核心价值诉求，确立了“品质（优秀卓越）、品类（馥郁香型）、品位（无上妙品）”三位一体的品牌建设战略。不断加大品牌广告传播力度，以央视、湖南卫视主流媒体为重点，辅以高端户外广告、强势报刊杂志，精心运作全国糖酒会等大型活动，公司主导品牌影响力大幅提升，在“华尊杯”品牌价值评选中，“酒鬼”品牌价值较去年提升 10 亿元。
- 2012 年 1 月 1 日起，酒鬼酒两大主导产品出厂价上调，其中，封坛系列产品提价幅度在 25%左右，酒鬼系列产品提价幅度在 20%左右。
- **预收款达到 4.5 亿，4 季度上升了 3 亿。**预收款的大幅增加提升了 2012 年业绩保持高增长的保障，至少上半年业绩维持高增长的确性很大。预收款的增加部分是经销商提价前的集中性打款，最终需要视终端的动销情况。
- **收入、费用的分配不均，增加了业绩预测的难度。**4 季度的收入占比很高，2010 年 4 季度收入 2.15 亿，占到全年收入的 38%，2011 年 4 季度收入 3.04 亿，占到全年收入的 32%；费用率的波动大，2010 年 4 季度三项费用率为 49%，2011 年 1-4 季度分别为 46.14%、40.71%、47.56%、27.12%，4 季度费用率大幅下降。
- **非经营性因素影响下降，白酒的经营性活动成为业绩的主要影响因素。**2010 年及以前，公司业绩主要来自于财政补贴、股权转让的投资收益、资产减值的转回等非经营性业务，2011 年白酒主业的经营能力明显增强，成为业绩贡献的主要影响因素。扣除非经常性损益、资产减值损失、投资收益影响后的净利润为 1.80 亿，同比增长 458%，扣除后的净利率为 18.7%高于同期的 5.7%约 13 个百分点，扣除非经常性损益等影响的每股收益为 0.53 元。



- **2012 年收入、利润增长仍将高于 50%。**12-14 年盈利预测分别为 0.94、1.50、2.40 元，对应动态 PE 为 30.4、19.0、11.9 倍，3 年复合增长率为 60%。公司具有全国性品牌，区域性产品，市场开发的潜力很大，在渠道、品牌的推动下，2012 年业绩仍有望实现快速增长，预计收入增长 55%，业绩增长接近 60%。相比白酒板块，当前公司估值水平合理，基本反映了公司 2012 年的高增长，未来股价走势主要取决于 2012 年全年业绩进一步超预期的可能，尤其是 1 季度之后的销售情况，对此我们将密切跟踪。公司的股价弹性好，全年业绩预期的波动会较大，短期波段操作的收益可能要好于持有的收益，维持“审慎推荐”评级。

表 3 2011 年度及 4 季度酒鬼酒财务数据比较分析

	2010A	2011A	2010Q4	2011Q4	2011 三季度业绩说明
营业收入 (百万)	560.49	961.83	215.10	304.20	
同比 (+/-%)	53.60%	71.61%	113.48%	41.42%	<b>收入增长 71.6%，Q4 增长 41.4%</b>
营业成本	146.22	245.02	54.80	72.95	
销售毛利率 (%)	73.91%	74.53%	74.52%	76.02%	提升 0.6 个百分点，Q4 提升 1.5 个百分点
营业税金率 (%)	15.19%	15.48%	16.94%	14.64%	
营业费用率 (%)	36.17%	28.08%	34.58%	13.62%	下降 8.2 个百分点，Q4 下降 11 个百分点
管理费用率 (%)	14.63%	11.24%	13.84%	14.01%	下降 3.4 个百分点，Q4 下上升 0.2 个百分点
财务费用率 (%)	1.61%	-0.01%	0.91%	-0.52%	下降 1.6 个百分点，借款减少所致，下半年费用率为负
三项费用合计	293.73	378.08	106.11	82.49	
三项费用率 (%)	52.41%	39.31%	49.33%	27.12%	下降 13.1 个百分点，Q4 下降 22.2 个百分点
资产减值损失	-27.64	12.79	4.16	-0.07	计提坏账准备增加而去年同期坏账准备转销
投资收益	11.92	11.21	11.95	0.78	期股权转让增加收益
营业利润	74.94	188.30	25.55	105.07	
/营业收入 (%)	13.37%	19.58%	11.88%	34.54%	上升 6.2 个百分点，扣除资产减值、投资收益，营业利润率提升更加明显，上升 13.4 百分点
同比 (+/-%)	466.43%	151.26%	28.07%	311.19%	
营业外收支净额	11.32	14.74	5.17	0.31	收到财政补贴
利润总额	86.27	203.04	30.72	105.38	
同比 (+/-%)	56.09%	135.37%	68.45%	243.01%	
所得税率 (%)	8.69%	5.13%	32.90%	-1.18%	下降 3.6 个百分点
净利润	78.77	192.62	20.62	106.63	
净利润率 (%)	14.05%	20.03%	9.58%	35.05%	上升 6 个百分点，扣除非经营性、减值、投资收益因素，上升 13 百分点
同比 (+/-%)	35.20%	144.53%	-2.91%	417.23%	增长 144.5%，扣除非经营性等因素，增长 458%
少数股东损益/利润总额 (%)	-0.75%	0.00%	-0.04%	0.00%	
归属母公司净利润	79.42	192.62	20.63	106.63	
每股收益	0.24	0.59	0.06	0.33	
每股收益-扣除非经常性损益、资产减值、投资收益	0.09	0.53	0.02	0.33	2012 年主业的经营性活动成为业绩的主要影响因素

数据来源：公司公告 第一创业研究所

表 4 酒鬼酒盈利预测表

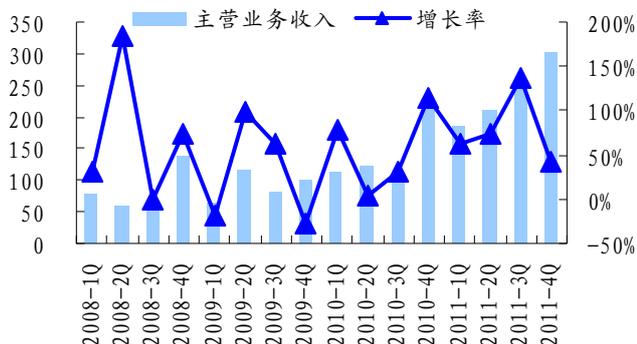
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万)	560.49	961.83	1493.75	2208.99	3092.59
同比 (+/-%)	53.6%	71.6%	55.3%	47.9%	40.0%
销售毛利率 (%)	73.9%	74.5%	75.9%	76.4%	77.8%



营业税金率 (%)	15.2%	15.5%	15.5%	15.5%	15.5%
营业费用率 (%)	36.2%	28.1%	28.0%	26.0%	26.0%
管理费用率 (%)	14.6%	11.2%	12.0%	12.0%	10.0%
财务费用率 (%)	1.6%	0.0%	-1.1%	-0.8%	-1.1%
三项费用合计	293.73	378.08	580.51	821.81	1080.74
三项费用率 (%)	52.4%	39.3%	38.9%	37.2%	34.9%
利润总额	86.27	203.04	339.65	540.04	866.38
所得税	7.49	10.42	33.96	54.00	86.64
净利润	78.77	192.62	305.68	486.04	779.74
同比 (+/-%)	35.2%	144.5%	58.7%	59.0%	60.4%
少数股东损益	-0.65	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	79.42	192.62	305.68	486.04	779.74
同比 (+/-%)	35.8%	142.5%	58.7%	59.0%	60.4%
每股收益 (元)	0.24	0.59	0.94	1.50	2.40

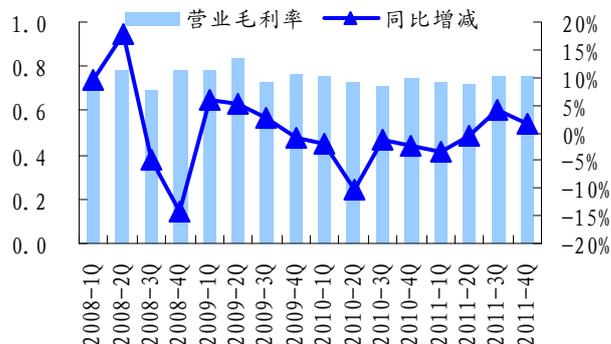
数据来源：公司公告 第一创业研究所预计

图 1 4 季度主营收入增长 41.4%



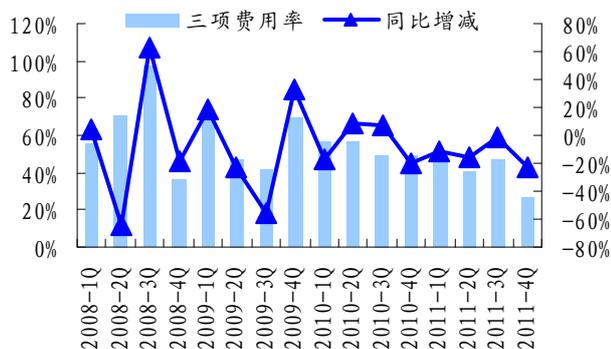
数据来源：wind 公司公告 第一创业证券研究所

图 2 毛利率上升 0.6 个百分点，Q4 上升 1.5 百分点



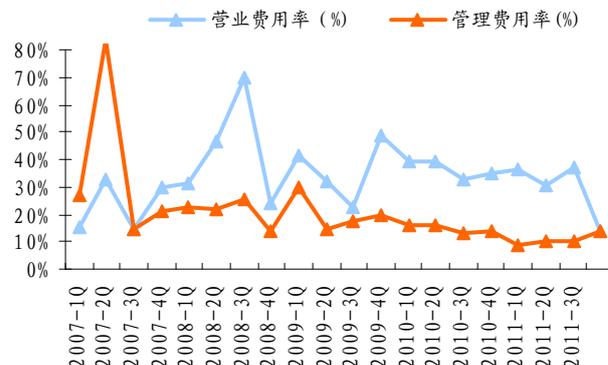
数据来源：wind 公司公告 第一创业证券研究所

图 3 Q4 三项费用率下降 22.2 个百分点



数据来源：wind 公司公告 第一创业证券研究所

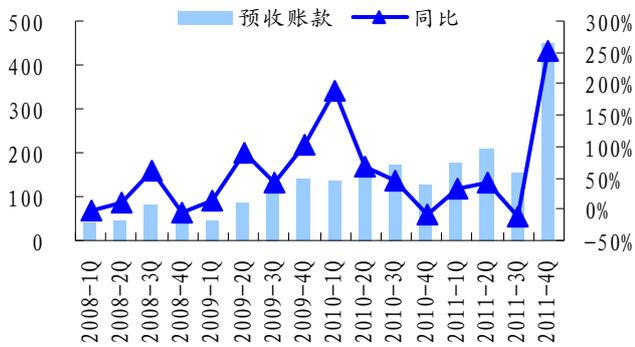
图 4 Q4 营业、管理费用率分别变化-11、0.2 个百分点



数据来源：wind 公司公告 第一创业证券研究所

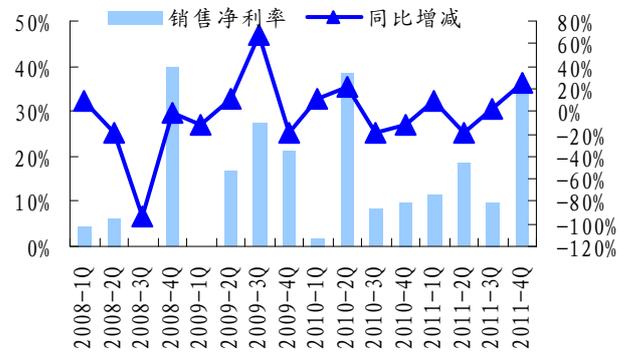


图 5 预收账款 4.5 亿，环比上升 3 亿



数据来源: wind 公司公告 第一创业证券研究所

图 6 Q1-4 净利率同比变化 9.4、-19.6、1.3、25.9 个百分点



数据来源: wind 公司公告 第一创业证券研究所

## 免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属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,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

## 投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	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

## 第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135