

1Q 业绩健康亮丽、业绩环比持续提升

买入维持

目标价格：42 元

事件：

- 公司公布 2012 年一季度业绩，实现营业收入 5.3 亿元，YoY183%，归属于母公司净利润 1.19 亿元，YoY467%，净利率 22.6%，同比提高 11 个百分点，EPS 0.366 元。

对此，我们点评如下：

- 收入增速创复兴以来新高，略超我们 5 个亿的收入预期：**1、今年 Q1 收入同比增长 183%，环比增长 73%，公司从 2011Q1 起实现了所有季度收入环比正增长，印证了我们《名酒估值洼地，开启复兴之路》报告中提出的公司处在复苏通道的逻辑。2、Q1 销售现金回款 4.7 亿（占收入 91%），同时预收款 3.3 亿，收入增长扎实，未来几个季度收入具有可持续性。
- 毛利率提高+收入摊薄费用率=净利率大幅提升，业绩增长质量极佳：**1、高端的内参和洞藏 2011 年收入 2.3 亿，占比从不足 17%提升到 24%，产品结构提升和去年的提价使得毛利率同比增加 5 个百分点。2、收入快速增长使得销售和管理费用率分别同比下降 7.6 和 3 个百分点，大幅推升净利率 11 个百分点，达 22.6%，已接近二线白酒的盈利水平。3、今年亏损抵扣所得税期限已过，实际所得税率从去年的 5%大幅提升至 25%，仍然实现了净利率的大幅提升，表明业绩增长的质量极高，同时 34%的期间费用率在未来仍有降低的空间。
- 产品复兴+全国化布局，未来 2 年增长仍可持续：**中期来看，洞藏酒和湘泉定位理顺，与内参和酒鬼形成覆盖高中低档完整的产品系列，提高在各个价格带上的竞争能力；短期来看，省内和省外两条腿驱动收入快速增长、费用率下降提升盈利水平、受到三公费用影响不大，品牌力与产品力在顺畅的管理机制下形成共振，省内没有强劲对手，独自享用省内蛋糕。
- 维持前期盈利预测不变：**预计 12-14 年收入分别为 18 亿、31 亿和 40 亿，YOY 为 89%、69%和 30%，EPS 分别为 1.2 元、2.1 元和 2.8 元，YOY 为 103%、73%和 36%。按照 35X12PE 看，合理价值区间为 42 元，维持“买入”评级。

食品饮料研究组

联系人：

苏青青

电话：021-51782237

Email: suqingqing@hysec.com

陈嵩昆

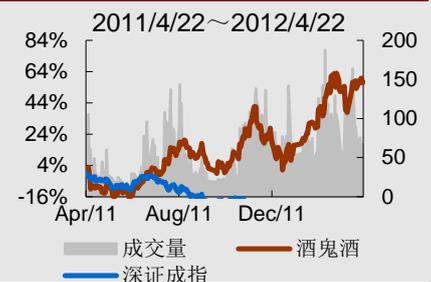
电话：021-51782231

Email: chensongkun@hysec.com

分析师：

黄立军 (S1180209070180)

市场表现



相关研究

- 1 《酒鬼酒（000799）宏源证券-动态跟踪报告-酒鬼酒：三线酒复兴龙头，维持买入-000799-食品饮料-苏青青》，2012.4
- 2 《酒鬼酒（000799）宏源证券-年报简评-酒鬼酒：12 年将发挥变革的余热-000799-食品饮料-苏青青》，2012.3
- 3 《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	1819.43	3071.08	3992.40
YOY	53.60%	71.61%	89.16%	68.79%	30.00%
净利润	79.42	192.62	390.97	676.05	918.83
YOY	35.79%	142.54%	102.98%	72.91%	35.91%
EPS (元)	0.244	0.593	1.203	2.081	2.828

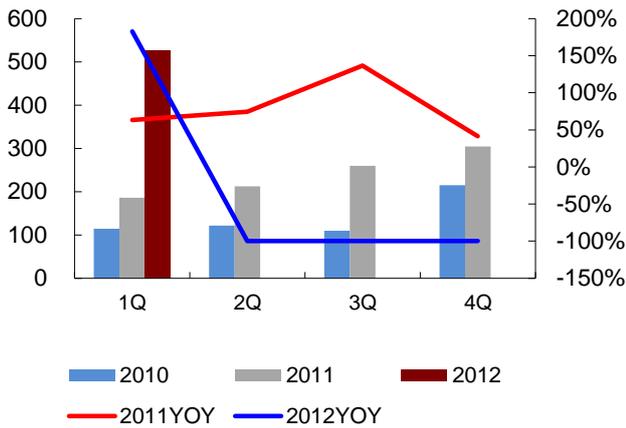
主要财务指标和经营情况

图 1: 有关利润表各项目同比及环比变化对比点评

	1Q11	1H11	3Q11	2011	1Q12	同比变化	环比变化	点评
营业收入(百万元)	186	398	658	962	526	183%	73%	去年底提价, 省内外销量大幅增长, 预收账款部分确认
-营业成本	27%	27%	26%	25%	22%	-5.3	-3.6	
=毛利	73%	73%	74%	75%	78%	5.3	3.6	高端产品收入占比提升, 去年下半年提价
-营业税金及附加	16.2%	15.8%	15.9%	15.5%	13.8%	-2.4	-1.6	
-销售费用	36.2%	33.0%	34.8%	28.1%	28.6%	-7.6	0.6	成立销售公司导致环比费用率增加, 收入大幅增长降低同比费用率
-管理费用	8.9%	9.8%	10.0%	11.2%	5.9%	-3.0	-5.3	收入大幅增长对管理费用率摊薄
-财务费用	1.0%	0.5%	0.2%	0.0%	-0.3%	-1.3	-0.3	
-资产减值损失	0.0%	2.0%	2.0%	1.3%	0.9%	1.0	-0.4	
+公允价值变动损益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0	
+投资收益	0.5%	2.5%	1.6%	1.2%	0.1%	-0.4	-1.0	
+营业外收支	1.4%	3.7%	2.2%	1.5%	0.8%	-0.6	-0.7	
=利润总额	12.4%	17.8%	14.9%	21.1%	30.0%	17.5	8.8	毛利率提升, 费用率降低
-所得税费用	1.1%	2.5%	1.8%	1.1%	7.3%	6.2	6.2	弥补亏损期限已过
-少数股东损益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0	
=归属于母公司所有者净利润	11.3%	15.3%	13.1%	20.0%	22.6%	11.3	2.6	毛利率提升, 费用率降低造成

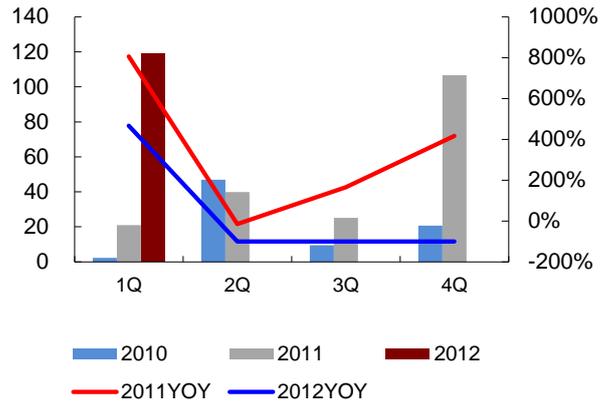
资料来源: 宏源证券研究所

图 2: 分季度收入及同比变化图 (百万元)



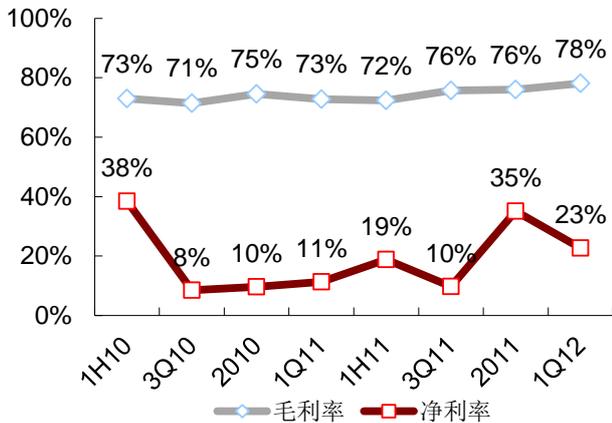
资料来源: 宏源证券研究所

图 3: 分季度净利润及同比变化图 (百万元)



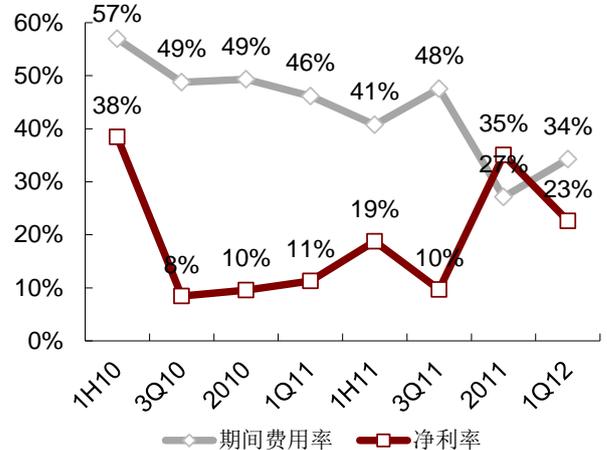
资料来源: 宏源证券研究所

图 4: 分季度毛利率与净利率关系图



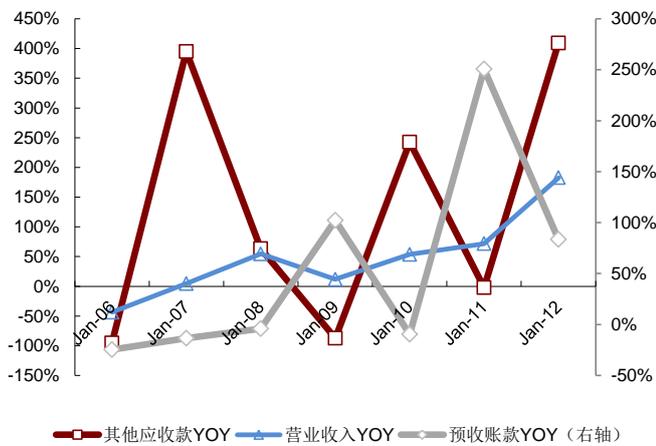
资料来源: 宏源证券研究所

图 5: 分季度期间费用率与净利率关系图



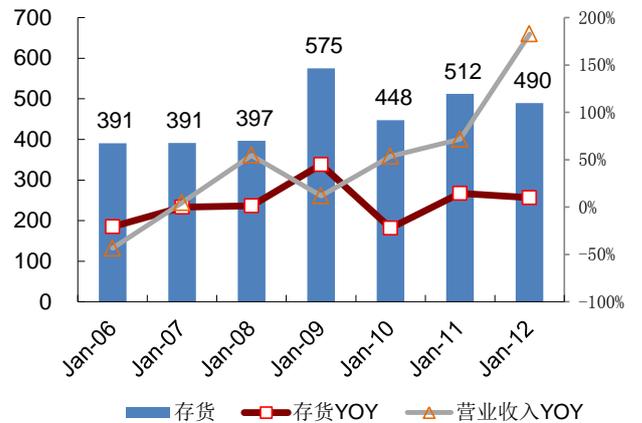
资料来源: 宏源证券研究所

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

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。推介成绩: 在2011年6月13日伊利股份大跌时指出若快速复牌则大跌即是买入机会, 后股价最高绝对涨幅达40%; 在11年7月8日(57元时)推荐汤臣倍健, 截止到近日股价绝对涨幅达70%; 在好想你上市时指出股价被低估, 合理价值区间在58-64元, 股价表现与分析结论一致; 11年11月成功挖掘并持续推介酒鬼酒的投资机会。

陈嵩昆: 宏源证券研究所食品饮料行业研究员, 上海交通大学管理科学硕士, 2012年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	赵胤
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085230 zhaoyin@hysec.com
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com	王燕妮 010-88085993 wangyanni@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com	孙婉莹 0755-82934785 sunwanying@hysec.com
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 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。