

评级：审慎推荐（维持）

食品饮料

公司调研简报

证券研究报告

分析师 李镜池 S1080511060001

电话：0755-82481099

邮件：lijingchi@fcsc.cn

酒鬼酒(000799)：收入规模恢复性增长，2012 年所得税率上调

- **调研关键点：**1、全国性品牌基础，高价酒品牌形象基础，省内进行深度分销，省外还处于恢复性增长，今年收入增长预计翻一番；2、分产品、分片区管理，渠道还未做到细分；3、省内“1+1”和深度分销，省外形式灵活；4、所得税率今年会上调到 25%。
- **分产品、分片区管理，渠道还未做到细分。**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。三个事业部：洞藏、内参、湘泉，酒鬼量大，公司自己来运营，没有设立事业部，占到公司 2/3 的收入。事业部体制相对独立、灵活，内部的管理、激励相对灵活。重点市场布局、分区域管理基本完成，分为三个大区：湖南、华北、华南，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，设立省级办事处，在百强县设立办事处。
- **省内“1+1”和深度分销，省外形式灵活。**公司在省内每个县都设立办事处，配备至少一名公司的销售代表，与经销商一起来管理市场、开发市场。省外营销模式有招商和深度分销，北京、广东主要是推内参、酒鬼，主要以大招商的形式来实现汇量式增长，“百强县”推行的是深度分销，设立办事处。“百强县”主要是在山东、河南、河北。百强县主要推广的是中档以下产品，包括酒鬼、湘泉。湘泉的主要销售市场在省外，基数小，去年才几千万。
- **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。**产品于 90 年代一度为国内最贵白酒，留下很好的消费者记忆和积淀。酒鬼酒的产品品质对应的价格有吸引力，公司过去送了一批品鉴酒出去，取得了较好的口碑，品牌在省外有一定基础，过去是管理上出了问题而耽误了，**30 个亿是恢复性的增长。**去年底出现的窜货现象主要是省外的内参窜到省内，省内好卖，省外的经销商要冲规模保住经销权和年终返利。
- **公司与珠海塔鑫公司签订了《组建酒鬼洞藏酒销售有限公司合同书》，共同出资成立了“酒鬼洞藏酒销售有限公司”。**洞藏酒钻石版、铂金版、黄金版、青花瓷版继续由珠海塔鑫负责运营销售，限于在原有渠道销售、团购及定制酒。新开发的酒鬼洞藏酒，将由酒鬼洞藏酒销售有限公司独立运营销售。
- **所得税率今年会上调到 25%。**公司今年的所得税率会恢复到 25%，对业绩同比会产生一定影响。



- **预收款达到 4.5 亿，提升了 2012 年业绩高增长的保障。**4 季度上升了 3 亿，预收款的增加部分是经销商提价前的集中性打款，是 2011 年的现金流入。预收款的大幅增加提升了 2012 年业绩保持高增长的保障，如果 2012 年全年实现现金流入 15 个亿，可以保证收入达到 20 个亿。
- **上调 2012 年业绩预测，维持“审慎推荐”。**预计 2012 年收入达到 19 亿，所得税率恢复至 25%，12-14 年盈利预测分别为 1.08、1.57、2.32 元，对应动态 PE 为 30、21、15 倍，3 年复合增长率为 58%。公司仍处于恢复性增长阶段，市场潜力很大，2013 年收入有望提升到 25-30 亿，但相比白酒板块，对于公司 2012 年的高增长，当前估值水平合理，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或对于 2013 年的业绩预期。**目前公司成长性好，年底前业绩预期的波动会较大，短期波段操作的收益要好于持有的收益，股价的适度回调是较安全的介入时机。**
- **风险提示：**1、固定资产投资增速大幅下降；2、营销模式转型、执行不利

表 1 酒鬼酒盈利预测表

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万）	560.49	961.83	1923.66	2693.12	3501.06
同比(+/-%)	53.6%	71.6%	100.0%	40.0%	30.0%
销售毛利率(%)	73.9%	74.5%	74.9%	74.9%	76.4%
营业税金率(%)	15.2%	15.5%	15.5%	15.5%	15.5%
营业费用率(%)	36.2%	28.1%	26.0%	25.0%	24.0%
管理费用率(%)	14.6%	11.2%	10.5%	10.0%	9.5%
财务费用率(%)	1.6%	0.0%	-0.4%	-0.2%	-0.8%
三项费用合计	293.73	378.08	693.73	936.75	1146.12
三项费用率(%)	52.4%	39.3%	36.1%	34.8%	32.7%
利润总额	86.27	203.04	466.93	679.98	1005.98
所得税	7.49	10.42	116.73	169.99	251.50
净利润	78.77	192.62	350.20	509.98	754.49
同比(+/-%)	35.2%	144.5%	81.8%	45.6%	47.9%
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	350.20	509.98	754.49
同比(+/-%)	35.8%	142.5%	81.8%	45.6%	47.9%
每股收益（元）	0.24	0.59	1.08	1.57	2.32

数据来源：公司公告 第一创业研究所预计



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