

中报预增基本符合预期，上调盈利预测

买入维持

目标价格：61.5 元

事件：

酒鬼酒公布业绩预增公告，上半年归属母公司净利润为 2.5-2.7 亿元，EPS 0.77-0.83 元，同比增长 280-310%，基本符合我们对其 0.75 的预期。

对此我们点评如下：

- **公司走在复兴路上，未来 50 亿体量渐行渐近：** 凭借独特的口味和品质优势，公司在营销体系改革后步入复兴轨道，我们预计上半年收入可达到 9.6 亿元，等同去年全年水平，今年有望达到 20 亿收入规模，公司目标用 3-5 年时间进入白酒行业上市公司前五位，十二五收入达到 50 亿元，靓丽的上半年业绩让我们看到公司距目标又近一步。
- **省外将成为主要发力点，招商多点开花：** 公司上半年改革招商方式(单省招商)后效果明显，现场订货量数倍增长，新招商助力收入增长将在下半年体现：去年公司在安徽市场的销售额约为 3700 万，今年目标为 6000 万，预计在 2013 年过亿；广东市场以湘泉为主(占比超 50%)，去年销售 1.2 亿，今年目标 3 亿元；华东市场主要凭借酒鬼和内参中高档产品，今年有望达成 1 个亿销售目标。
- **净利率有提升空间，推动业绩继续超速增长：** 公司从 10 年开始复兴后大举投入费用开拓市场，未来费用的增量主要来自于激励经销商而送出的 1 万辆小货车，但我们参考汾酒体量扩大后的 21%和费用率和 27%的净利率水平，公司 28%的费用率仍有下降空间，我们综合认为收入规模的扩大将摊低费用率，今年净利率有望达到 25%水平。
- **上调全年盈利预测和目标价：** 我们从 2011 年 11 月 16 日开始首次推荐酒鬼酒，今年发表 5 篇报告 3 次上调目标价推荐买入，公司优异的业绩和二级市场表现都验证了我们此前的判断。基于对公司未来成长的看好，我们再次上调盈利预测和目标价：预计 12-14 年收入分别为 20 亿(维持前期判断)、31 亿和 40 亿，YOY 为 109%、54%和 30%；EPS 分别为 1.54 元(本次上调)、2.38 元和 3.12 元，YoY 分别为 160%、54%和 31%。提高目标价至 61.5 元(上调 23%)，对应 40x12PE 和 25x13PE，维持“买入”评级。

单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	560.49	961.83	2,005.97	3,089.39	4,019.71
YOY	53.60%	71.61%	108.6%	54.0%	30.1%
净利润	79.42	192.62	501.23	772.77	1,013.27
YOY	35.79%	142.54%	160.22%	54.18%	31.12%
EPS (元)	0.244	0.593	1.543	2.378	3.118
净利率	14.1%	20.0%	25.0%	25.0%	25.2%

食品饮料研究组

分析师：

苏青青 (S1180512060001)

电话：021-51782237

Email: suqingqing@hysec.com

联系人：

陈嵩昆

电话：021-51782231

Email: chensongkun@hysec.com

市场表现



相关研究

- 1 《酒鬼酒(000799) 宏源证券-调研报告-酒鬼酒：动销顺畅，费用率下降推动业绩提升-000799-食品饮料-苏青青》，2012.6
- 2 《酒鬼酒(000799) 宏源证券-季报简评-酒鬼酒：1Q 业绩健康亮丽、业绩环比持续提升-000799-食品饮料-苏青青》，2012.4
- 3 《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
- 4 《酒鬼酒(000799) 宏源证券-年报简评-酒鬼酒：12 年将继续发挥变革的余热-000799-食品饮料-苏青青》，2012.3

图 1: 三张财务报表摘要 (百万元)

财务报表预测 (单位: 百万元)

利润表							资产负债表						
	2009A	2010A	2011	2012E	2013E	2014E		2009A	2010A	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	365	560	962	2,006	3,089	4,020	货币资金	81	199	933	1484	2143	3044
YOY	12%	54%	72%	109%	54%	30%	应收和预付款项	68	139	171	328	527	697
营业成本	79	146	245	439	726	974	存货	575	448	512	1013	1676	2249
毛利	285	414	717	1567	2363	3045	其他流动资产	0	0	0	1	1	1
% 营业收入	78%	74%	75%	78%	77%	76%	长期股权投资	60	77	16	16	16	16
营业税金及附加	48	85	149	301	463	603	投资性房地产	0	0	0	0	0	0
% 营业收入	13.1%	15.2%	15.5%	15.0%	15.0%	15.0%	固定资产和在建工程	315	325	404	454	504	554
销售费用	131	203	270	501	741	925	无形资产和开发支出	95	93	90	99	107	115
% 营业收入	36.0%	36.2%	28.1%	25.0%	24.0%	23.0%	其他非流动资产	0	0	0	1	1	1
管理费用	71	82	108	150	213	269	资产总计	1222	1290	2149	3389	4942	6614
% 营业收入	19.4%	14.6%	11.2%	7.5%	6.9%	6.7%	短期借款	150	190	0	0	0	0
财务费用	6	9	0	-20	-30	-43	应付和预收款项	380	343	777	1581	2425	3147
% 营业收入	1.7%	1.6%	0.0%	-1.0%	-1.0%	-1.1%	长期借款	3	0	0	0	1	3
资产减值损失	17	-28	13	0	0	0	其他负债	21	534	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债合计	554	534	777	1581	2426	3150
投资收益	1	12	11	34	55	60	股本	303	303	325	325	325	325
营业利润	13	75	188	668	1030	1351	资本公积	760	760	1161	1161	1161	1161
% 营业收入	3.6%	13.4%	19.6%	33.3%	33.4%	33.6%	留存收益	-386	-307	-114	322	1030	1978
营业外收支	42	11	15	0	0	0	归属母公司股东权益	677	756	1372	1808	2516	3464
利润总额	55	86	203	668	1030	1351	少数股东权益	2	0	0	0	0	0
% 营业收入	15.1%	15.4%	21.1%	33.3%	33.4%	33.6%	股东权益合计	678	756	1372	1808	2516	3464
所得税费用	-3	7	10	167	258	338	负债和股东权益合计	1233	1290	2149	3389	4942	6614
净利润	58	79	193	501	773	1013							
归属于母公司所有者的净利润	58	79	193	501	773	1013							
少数股东损益	0	-1	0	0	0	0							
现金流量表							财务指标						
	2009A	2010A	2011	2012E	2013E	2014E		2009A	2010A	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流净额	0	100	607	581	728	964	毛利率	78%	74%	75%	78%	77%	76%
取得投资收益收回现金	0	0	0	34	55	60	三费/销售收入	57%	52%	39%	32%	30%	29%
长期股权投资	4	-17	0	0	0	0	EBIT/销售收入	10%	8%	20%	31%	31%	31%
无形资产投资	-16	-56	-224	-62	-60	-60	EBITDA/销售收入	16%	12%	23%	32%	32%	32%
固定资产投资	18	-23	0	-50	-50	-50	销售净利率	16%	14%	20%	25%	25%	25%
其他	0	0	0	-1	0	0	ROE	9%	11%	14%	28%	31%	29%
投资活动现金流净额	30	60	-104	-29	-5	0	ROA	5%	6%	9%	15%	16%	15%
债券融资	-37	4	-191	0	1	2	ROIC	4%	4%	13%	25%	28%	27%
股权融资	0	0	425	0	0	0	销售收入增长率	12%	54%	72%	109%	54%	30%
银行贷款增加(减少)	48	37	0	0	1	2	EBIT 增长率	74%	26%	327%	224%	54%	32%
筹资成本	6	9	0	-20	-30	-43	EBITDA 增长率	23%	18%	216%	199%	52%	31%
其他	0	0	0	0	0	0	净利润增长率	42%	35%	145%	160%	54%	31%
筹资活动现金流净额	-43	-5	231	0	-64	-63	总资产增长率	5%	5%	67%	58%	46%	34%
现金净流量	-13	155	734	552	659	901	股东权益增长率	10%	11%	81%	32%	39%	38%
							经营现金净流增长率	-100%	#####	504%	-4%	25%	32%
							流动比率	1.4	1.5	2.1	1.8	1.8	1.9
							速动比率	0.3	0.6	1.4	1.2	1.1	1.2
							应收账款周转天数	13.6	3.8	1.9	2.0	2.0	2.0

资料来源: wind, 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110%; 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。近期成功挖掘古越龙山投资机会。

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

区域	姓名	电话	邮箱	姓名	电话	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	muxiaofeng@hysec.com	李倩	010-88083561	liqian@hysec.com
				王燕妮	010-88085993	wangyanni@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
华南区域	夏苏云	13631505872	xiasuyun@hysec.com	罗云	010-88085760	luoyun@hysec.com
				赵越	18930809316	zhaoyue@hysec.com
QFII	覃汉	010-88085842	qinhan@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。