

白酒

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 柯海东

S0960110080062

kehaidong@cjis.cn

0755-82026712

酒鬼酒

000799

推荐

3季度主业发展态势平稳, 营业费用率有所下降

酒鬼酒 10月20日公布三季度报告, 单季实现销售收入 1.09 亿元, 同比增长 31.62%, 环比下降 10%; 净利润 947 万元, 同比减少 59%, 环比下降 80%, 与业绩预报基本吻合; 扣除非经常性损益后净利润约 705 万, 同比下降 48%, 环比基本保持平稳, EPS 为 0.19 元, 符合我们的预期, 维持我们之前的投资评级。

12个月目标价:

当前股价: 18.95 元

评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	12970.20
总股本(百万)	303
流通股本(百万)	206
流通市值(亿)	39
EPS (TTM)	0.31
每股净资产(元)	2.24
资产负债率	44.5%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
酒鬼酒	17.92	35.65	32.15
深证成份指数	15.72	28.45	11.38



相关报告

《酒鬼酒-大规模空中推广在即, 如何聚焦主打产品是关键》2010-10-11

《酒鬼酒-复兴空间很大, 产品结构在积极调整, 重点仍看销售》2010-9-28

投资要点:

- **收入平稳增长, 8月份管理团队变动影响逐步淡化。**公司10年三季度实现销售收入 1.09 亿元, 同比增长 31.62%, 因为 8 月份徐可强辞职事件使不少经销商处于观望之中, 能够取得平稳增长实属不易, 从我们 10 月初经销商大会, 及终端的反馈来看, 经销商仍有信心, 10 月份销售态势良好。
- **预计成本上升, 且产品结构调整, 公司毛利率小幅减少。**公司的毛利率从中期的 73% 降至 71%, 酒鬼酒出厂价稳定, 因此可能是包装物成本小幅攀升, 产品结构调整导致, 我们认为公司毛利率长期来看能保持在 70% 以上, 短期波动影响不大。
- **营业费用率下降, 但仍制约公司业绩表现。**公司单季度营业费用率为 33%, 比中期的 39% 有所下降。但营业费用仍同比增长 90%, 达 3600 万元, 远超收入增长幅度, 原因在于广告投入、渠道推广尚未理顺, 预计全年广告费用约 8000 万, 占营业费用的一半, 明年广告费用达 1 个亿。公司今年对封坛, 酒鬼系列推广投入较大, 而且湖南销售结构在大幅变革, 我们认为当湖南销售公司运作正常后, 营业费用率能降到 30% 以下 (酒鬼酒的湖南销售公司模式类似于泸州老窖的柒泉模式, 老窖去年搞柒泉, 营业费用率从去年中期的 11.5% 降到今年中期的 6.06%)。
- **整体经营质量良好。**虽然单季归属于母公司的净利润并没有增长, 但公司的报表质量良好, 公司预收账款为 1.73 亿, 比上半年多了 0.25 亿元, 每股经营性现金流达到 0.19 元, 与 0.19 元的 EPS 相吻合, 考虑到 EPS 中非经常性损益占比超过 60%, 因此现金回款情况显示公司的整体经营质量良好。
- **湖南销售公司的利润贡献尚未体现在报表上。**公司的投资收益未变化, 说明持股比例 20% 的湖南销售公司 (5 月底成立) 尚未体现报表利润, 因此尚有待观察。
- **维持投资评级。**我们预计未来三年公司复合增长率达到 36%, 10、11、12 年 EPS 分别为 0.26, 0.46, 0.62 元, 目前股价对应 11 年 P/E 为 35 倍, 未来销售放量、人事变动、增发进展等因素是股价催化剂, 建议投资者密切关注。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	365	499	682	928
同比(%)	12%	37%	37%	36%
归属母公司净利润(百万元)	58	77	139	188
同比(%)	42%	32%	80%	35%
毛利率(%)	78.2%	74.7%	74.0%	73.5%
ROE(%)	8.6%	10.3%	15.6%	17.4%
每股收益(元)	0.19	0.26	0.46	0.62
P/E	82.44	62.27	34.65	25.65
P/B	7.13	6.39	5.40	4.46
EV/EBITDA	115	43	28	17

资料来源: 中投证券研究所

- **风险因素:** 公司经营战略再次发生变化; 白酒行业同质化竞争激烈, 公司产品体系、价格体系有待进一步理顺; 消费税政策可能变化。

表 1: 酒鬼酒的季度关键财务数据

单位(百万元)	2008-1Q	2008-2Q	2008-3Q	2008-4Q	2009-1Q	2009-2Q	2009-3Q	2009-4Q	2010-1Q	2010-2Q	2010-3Q
预收账款	41	46	83	70	47	87	118	142	135	148	173
yoy(%)	-2%	10%	62%	-4%	14%	89%	42%	102%	190%	69%	47%
营业收入	78.66	58.93	51.25	137.67	63.63	117.17	83.35	100.76	114.02	121.67	109.71
yoy(%)	31%	184%	0%	74%	-19%	99%	63%	-27%	79%	4%	32%
毛利率	72%	78%	70%	78%	78%	83%	73%	77%	76%	73%	71%
营业税金率(%)	12%	10%	13%	13%	13%	12%	15%	13%	14%	12%	16%
营业费用率(%)	32%	47%	70%	24%	41%	32%	23%	48%	39%	39%	33%
管理费用	18.00	12.95	12.98	19.41	19.06	17.02	14.64	20.14	18.02	19.58	14.63
非经常性损益合计	0.43	5.41	0.15	15.97	0.20	-7.84	9.61	24.04	-4.35	39.85	2.42
归属于母公司所有者净利润	3.43	3.77	-20.85	54.82	-5.38	19.45	23.04	21.37	2.32	47.00	9.47
剔除非经常性损益净利润	3.00	-1.64	-21.00	38.84	-5.58	27.30	13.44	-2.68	6.67	7.15	7.05
EPS(元)	0.011	0.012	-0.069	0.181	-0.018	0.064	0.076	0.071	0.008	0.155	0.03

资料来源: 酒鬼酒历年报表、中投证券研究所

图 1: 酒鬼酒的产品(洞藏、内参、封坛 15 年、湘泉)



资料来源: 中投证券研究所收集整理

表 2 公司产品情况

产品系列(终端价区间)	主力品种	出厂价	终端价	诉求点	备注
洞藏(600-20000)	无明显主力	N.A	2000+	洞藏, 品质更好	品种繁, 占比小
内参(1280-1780)	52 度内参	980	1380	内敛乾坤, 参悟天地	高于茅老五
封坛 10/15/20 年(300-800)	15 年红坛	370	600+	封坛 15 年, 只为这一刻	高于剑南春
酒鬼酒 50 度/52 度(200-600)	买断经营多	200-350	300-550	酒中妙品, 鬼斧神工	略高于剑南春
湘泉原浆系列(138-198)	N.A	N.A	N.A	湘泉原浆, 湘酒典范	类似老窖特曲

资料来源: 中投证券研究所搜集整理

表 3 公司定向增发投资项目情况

募资项目	投资总额 (万元)	拟投入募集资金额 (万元)	目的
“馥郁香型”优质基酒酿造技改	5482.60	5482.60	拟达到 4500 吨优质基酒产能
基酒分级储藏及包装中心技改	19871.10	19871.10	
营销网络建设项目	5054.00	5054.00	在国内建 100 个营销网点 (包括旗舰店、专卖店、专柜等)
品牌媒体推广项目	31000.00	12000.00	拟 5 年内, 在央视、各地卫视, 报刊杂志, 户外平面做广告
合计	61317.70	42317.70	

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	748	910	970	1217	营业收入	365	499	682	928
现金	81	50	71	322	营业成本	79	126	178	246
应收账款	8	83	107	146	营业税金及附加	48	70	96	130
其他应收款	19	17	24	32	营业费用	131	180	177	167
预付账款	41	6	9	12	管理费用	71	75	102	139
存货	575	718	710	640	财务费用	6	9	4	-0
其他流动资产	25	35	48	65	资产减值损失	17	-31	0	0
非流动资产	474	533	569	618	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	60	60	60	60	投资净收益	1	2	13	5
固定资产	302	291	272	252	营业利润	13	73	139	251
无形资产	95	116	138	160	营业外收入	43	6	0	0
其他非流动资产	17	66	99	146	营业外支出	1	1	0	0
资产总计	1222	1443	1539	1835	利润总额	55	77	139	251
流动负债	530	671	627	736	所得税	-3	0	0	63
短期借款	150	92	0	0	净利润	58	77	139	188
应付账款	32	52	71	95	少数股东损益	-0	0	0	0
其他流动负债	348	527	556	640	归属母公司净利润	58	77	139	188
非流动负债	14	16	16	16	EBITDA	42	113	173	280
长期借款	3	3	3	3	EPS (元)	0.19	0.26	0.46	0.62
其他非流动负债	10	13	13	13					
负债合计	544	687	644	752	主要财务比率				
少数股东权益	2	2	2	2	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	303	303	303	303	成长能力				
资本公积	760	760	760	760	营业收入	11.8%	36.8%	36.6%	36.0%
留存收益	-386	-309	-170	18	营业利润	61.6%	448.6%	91.7%	80.1%
归属母公司股东权益	677	754	893	1081	归属于母公司净利润	42.1%	32.4%	79.7%	35.1%
负债和股东权益	1222	1443	1539	1835	获利能力				
					毛利率(%)	78.2%	74.7%	74.0%	73.5%
					净利率(%)	16.0%	15.5%	20.4%	20.3%
					ROE(%)	8.6%	10.3%	15.6%	17.4%
					ROIC(%)	3.1%	11.2%	18.8%	27.2%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	44.5%	47.6%	41.8%	41.0%
					净负债比率(%)	28.2%	13.90%	0.52%	0.44%
					流动比率	1.41	1.36	1.55	1.65
					速动比率	0.25	0.29	0.41	0.78
					营运能力				
					总资产周转率	0.31	0.37	0.46	0.55
					应收账款周转率	6	6	6	6
					应付账款周转率	3.46	3.01	2.90	2.96
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.19	0.26	0.46	0.62
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.00	0.30	0.61	1.08
					每股净资产(最新摊薄)	2.23	2.49	2.95	3.57
					估值比率				
					P/E	82.44	62.27	34.65	25.65
					P/B	7.13	6.39	5.40	4.46
					EV/EBITDA	115	43	28	17

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭: 中投证券研究所首席行业分析师。

柯海东: 中投证券研究所食品饮料行业分析师, 中山大学财务与投资学硕士, 华中科技大学工业设计工学学士, 武汉大学营销管理双学士。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434