

收入环比持续增长，复苏进程再次确认

民生精品---点评报告/食品饮料行业

2011 年 10 月 31 日

一、事件概述

酒鬼酒公布了 2011 年三季报，公司实现营业收入 6.57 亿元，同比增长 90.40%；营业利润 0.83 亿元，同比增长 68.52%；实现归属于母公司的净利润 0.86 亿元，同比增长 46.27%。实现基本每股收益 0.28 元，业绩符合我们之前的预期。

二、分析与判断

➤ 单季度收入增速超预期，复苏进程再次确认

1、单季度收入增速超预期。第三季度公司收入达 2.59 亿元，同比增长 136.45%，增速创 2009 年以来单季度新高，公司销售高速增长超出市场预期。**2、收入环比持续增长，复苏进程再次确认。**公司在传统销售淡季收入连续 2 个季度环比增加：其中 Q2 收入环比增长 13.98%，Q3 收入环比增长 22.29%，复苏进程得以确认，经营拐点已经显现。**3、短期借款回归为零，公司经营继续好转。**上年同期公司拥有 1.90 亿元短期借款，到今年中报剩余为 0.20 亿元，三季报公司还清所有短期借款，公司经营继续好转再次得到验证。

➤ 实际业绩好于报表业绩

1、经营性净现金流为净利润的 2.68 倍。前三季度公司销售商品、提供劳务收到的现金达 7.94 亿元，同比增长 75.79%；经营性净现金流达 2.30 亿元，为净利润的 2.68 倍，经营性净现金流达到 2003 年以来历史最高水平，公司良性发展趋势开始显现。**2、预收款项与其他应付款大幅增加。**截至三季度末，公司预收款项达 1.54 亿元，其他应付款达 1.67 亿元，合计提升 63.92%，显示公司实际销售好于报表反映情况。

➤ 毛利率提升，期间费用率有望继续下滑

1、毛利率提升。综合毛利率由 73.53%提升为 73.83%，其中单季度毛利率提升 4.27 个百分点至 75.75%，反映出公司产品结构继续提升，内参、酒鬼等高毛利产品开始放量。**2、期间费用率下滑，但仍处于行业最高水平。**前三季度公司期间费用率下滑 9.37 个百分点至 44.95%，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别下滑 2.40、5.16、1.82 个百分点至 34.76%、9.96%、0.22%。虽然公司期间费用率下滑，但仍处于白酒行业最高水平，随着公司收入增长，期间费用率有望继续下滑。

➤ 2012 年高弹性首选品种

2010 年底，公司制定完成了“十二·五”战略规划，确立了 2011 年-2015 年期间的战略措施和发展目标，下阶段的工作重点为：**1、营销改革。**巩固湖南、北方、南方三个营销中心，打造销售“十强市”、“百强县”，开拓北方、大华南市场，加快内参事业部、湘泉事业部、总代理品牌管理部的发展，培育营销队伍，稳步扩大销售。**2、品牌建设。**进一步完善品牌战略规划，品牌战略将以巩固酒鬼酒卓越“品质”为基础，以强化酒鬼酒馥郁香型“品类”为重点，以提升馥郁酒鬼酒文化“品位”为核心。我们认为随着公司各项战略规划的有序展开，以及非公开增发新股的各项工作于 2011 年顺利完成，公司将成为白酒板块 2012 年高弹性的首选品种。

三、盈利预测与投资建议

我们预计公司 2011~2013 年 EPS 分别为 0.39/0.75/1.10 元，同比增速分别为 47%、94%、47%，对应 2011~2013 年 PE 分别为 56X、29X、19X。我们维持公司谨慎推荐评级，目标价 24-26 元。

谨慎推荐

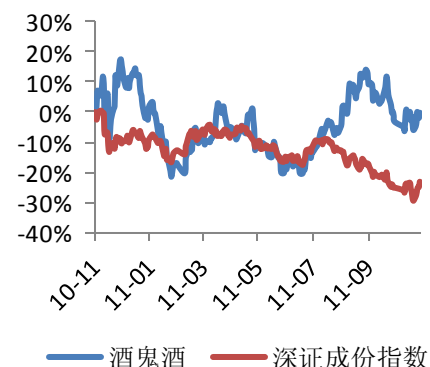
维持评级

合理估值：24-26 元

交易数据 (2011-07-28)

收盘价 (元)	21.43
近 12 个月最高/最低	25.71/16.65
总股本 (百万股)	303.05
流通股本 (百万股)	205.60
流通股比例%	67.85%
总市值 (亿元)	64.94
流通市值 (亿元)	44.06

该股与深证成指走势比较



分析师

分析师：王永锋

执业证号：S0100511070004

电话：010-85127831

邮箱：wangyongfeng@mszq.com

相关研究

《酒鬼酒中报点评：潜龙勿用，2012 年高弹性绝佳品种》2011/07/28

《酒鬼酒深度报告：传世妙品，等待崛起中的酒鬼酒》2011/03/18

四、风险提示

省外扩张受阻。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	560	980	1420	1860
增长率 (%)	53.60%	74.85%	44.90%	30.99%
归属母公司股东净利润 (百万元)	79	117	227	334
增长率 (%)	35.79%	47.06%	94.34%	47.24%
每股收益 (元)	0.26	0.39	0.75	1.10
PE	82	56	29	19

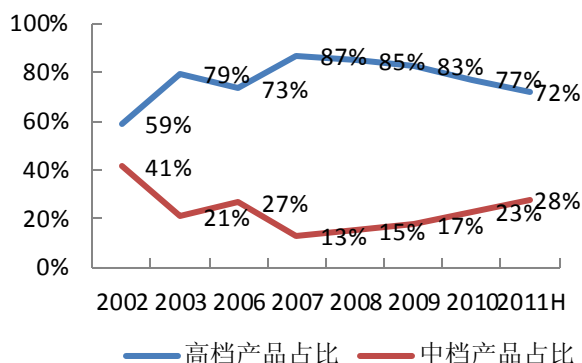
资料来源：民生证券研究所

利润预测表 (百万元)

	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	560	980	1420	1860
减：营业成本	146	270	386	506
营业税金及附加	85	155	223	290
营业费用	203	330	426	521
管理费用	82	93	125	158
财务费用	9	5	3	2
资产减值损失	-28	0	0	0
投资收益	12	0	0	0
二、营业利润	75	127	257	383
加：营业外收入	13	10	10	10
减：营业外支出	1	0	0	0
三、利润总额	86	137	267	393
减：所得税费用	7	21	40	59
四、净利润	79	117	227	334
归属母公司净利润	79	117	227	334
少数股东损益	-1	0	0	0
五、每股收益 (元)	0.26	0.39	0.75	1.10
股本 (百万股)	303	303	303	303

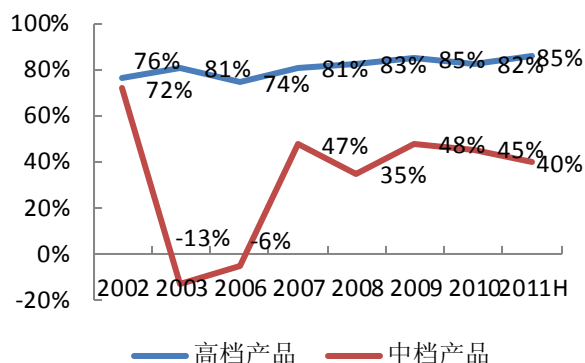
资料来源：公司年报，民生证券研究所

图 1: 低档产品收入占比持续提升



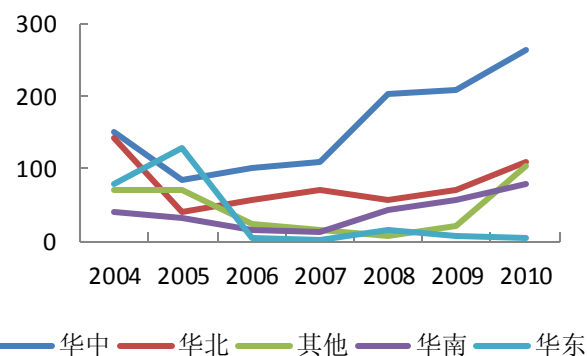
资料来源: 公司年报, 民生证券研究所

图 2: 高档产品毛利率上升, 中档产品毛利率下滑



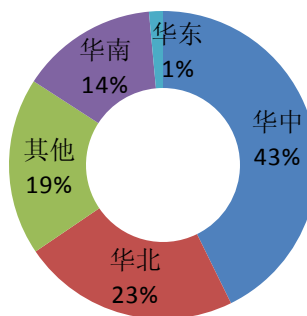
资料来源: 公司年报, 民生证券研究所

图 3: 酒鬼酒分地区收入变动情况 (百万元)



资料来源: 公司年报, 民生证券研究所

图 4: 酒鬼酒 2011H 分地区收入构成



资料来源: 公司年报, 民生证券研究所

表 1: 非公开发行股票预案 (万元)

募集资金投资项目	投资总额	拟投入募集资金额	项目用途
“馥郁香型”优质基酒酿造技改项目	5,482.60	5,482.60	达到 4500 吨优质基酒产能
基酒分级储藏及包装中心技改项目	19,871.10	19,871.10	提高包装的自动化程度
营销网络建设项目	5,054.00	5,054.00	在全国建立 100 个营销网点: 省会城市 33 个, 地级市 52 个, 其它市县 15 个
品牌媒体推广项目	31,000.00	12,000.00	品牌全国化、产品全国化
合计	61,317.70	42,317.70	-

资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

表 2: 酒鬼酒产品结构

主要产品	主打品种	终端价格 (元)	销售规模	主要竞争对手
洞藏	无	1000-32000	较少	茅台年份酒
内参	52° 内参	1200-1800	过亿	飞天茅台、国窖 1573 中国品味
封坛年份酒	15 年和 20 年	300-800	过亿	国窖 1573 和五粮液
酒鬼酒	50° 和 52°	200-600	过亿	老窖特曲、低度五粮液等
湘泉	无	10-200	100 万箱	浏阳河、开口笑等

资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

分析师与行业专家简介

王永锋，食品饮料行业分析师，经济学硕士，具备证券从业资格，3年证券行业工作经验，2011年5月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。