

白酒  
署名人: 张镭  
S0960511020006  
0755-82026705  
zhanglei@cjis.cn  
参与人: 柯海东  
S0960110080062  
0755-82026712  
kehaidong@cjis.cn

6-12个月目标价: 35.00元

当前股价: 27.90元  
评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2451.86
总股本(百万)	324
流通股本(百万)	205
流通市值(亿)	57
EPS	0.26
每股净资产(元)	2.49
资产负债率	41.41%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
酒鬼酒	17.28	9.92	23.00
食品饮料	13.74	-9.22	-12.43
沪深300指数	6.09	3.37	-8.43



**相关报告**

酒鬼酒 - 高速增长期已至, 布局不容有失——调研快报 2012-02-09  
酒鬼酒 - 盈利大超预期, 利润率弹性显现——2011年度业绩快报点评 2012-01-13  
销售情况良好, 增发完成后业绩有望持续高速增长——联合调研纪要 2011-11-14

**酒鬼酒**

000799

**强烈推荐**

**预收帐款大留余地, 全年爆发式增长无忧**

**——2011 年年报点评**

11 年报: 营收 9.62 亿(+71.61%), 归属于母公司股东净利润 1.93 亿元(+142.5%), EPS0.628 元(按增发后总股本计算则为 0.593 元); 其中四季度营收 3.04 亿(+41%), 净利润 1.07 亿(+417%)。业绩与预增公告相符, 符合市场及我们的预期。值得注意的是公司高达 4.51 亿元的预收款打消了此前市场对公司 11 年业绩释放过度的疑虑, 印证了我们的判断: 公司是小市值白酒股里最具确定性、爆发性的品种, 我们持续“强烈推荐”。

**投资要点:**

- **11 月 1 日定增完成促四季度业绩合理释放。** 四季度营业费用率仅 14% (前三季度定增完成前达 35%) 拖平全年为 28%, 10 年为 36%, 降低原因一是 10 年前促赠、品鉴力度大, 现已步入收获期, 促赠、品鉴比例减少使得营业费用率开始下降 (11 年销售服务费 0.74 亿(-8%)); 二是由厂商共同成立的湖南销售公司效仿老窖柒泉模式, 经销商主导省内地面费用投入效率高, 随着管理提升费用率仍有降低空间。
- **预收款大增确保一季度高速增长无忧。** 四季度末在全系列产品提价 20%+ 的预期下, 经销商踊跃打款, 公司预收帐款高达 4.51 亿元, 占营收比例从 23% 跃升至 47%, 假设 23% 是合理水平, 则预收帐款隐含的 EPS 高达 0.38 元 (9.62 (营收) × 23% × 74.5% (毛利率) × (1-25% (所得税率)) / 3.24 = 0.38 元。此外我们从终端调研了解到 1 月份省内经销商打款也已超过 2 个亿, 这将确保今年一季度高速增长无忧。
- **今年全年湖南省内高档酒有望持续爆发式增长; 省外通过深度招商实现快速增长; 与珠海塔鑫运营超高档洞藏酒将锦上添花。** 公司省内外收入比例为 46:54。公司高档产品内参酒获得省内意见领袖支持后, 11 年收入近 3 亿(+275%), 省内占比超过 2/3, 带动整体毛利率提升 0.6% 至 74.5%。我们测算 11 年湖南省内高档酒市场容量达 16 亿 (测算过程见附注), 给内参留下足够的空间, 内参近期出厂价提至 1280 元, 经销商库存偏紧, 对其发展很有信心, 我们认为 12 年内参整体从 3 亿增至 5 亿的收入并非难事, 因为内参主要靠口碑传播, 费用很低, 按同档次的茅台 50% 的净利率水平估算, 则能贡献 EPS0.77 元。省外市场通过招商布局全国空白市场实现快速增长。酒鬼酒具有品牌、品质优势, 具全国化复兴的基础, 去年起成立北方营销中心、南方营销中心, 主推中档产品 (定价在 400-500 元, 避开地产酒 200 元左右的价位) 在山东、河南、北京、广东等地招商实现快速发展, 11 年华北地区营收 2 亿(+83%)、华南营收 1.37 亿(+76%), 我们近期调研发现, 由于酒鬼酒性价比很高, 受益于次高档酒高速增长, 不少老客户制定了超过 50% 的增长目标, 且由于空白市场仍很多, 通过布点仍将有望保持快速增长。公司公告出资 5000 万与珠海塔鑫合作成立运作超高档洞藏酒将有望为业绩锦上添花。据我们了解, 珠海塔鑫 11 年销售洞藏酒营收已过亿元, 我们预计公司将重新梳理洞藏酒产品线, 定位超过内参, 超高档产品若放量将带来巨大的利润提升。
- **持续“强烈推荐”。** 上调盈利预测: 12/13/14 年 EPS 为 1.15/1.61/1.98 元, PE 为 25/18/14 倍, 对 12 年业绩给予 30 倍 PE, 6 个月目标价 35 元, 持续强烈推荐。

**风险提示:** 宏观经济下行影响高档酒消费、公司中档酒价格体系稳定情况

**主要财务指标**

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	962	1619	2093	2505
收入同比(%)	72%	68%	29%	20%
归属母公司净利润	193	373	522	645
净利润同比(%)	143%	94%	40%	24%
毛利率(%)	74.5%	78.8%	79.3%	79.3%
ROE(%)	14.0%	21.4%	23.0%	22.1%
每股收益(元)	0.59	1.15	1.61	1.98
P/E	48.18	24.88	17.78	14.39
P/B	6.76	5.32	4.09	3.19

附注：利用茅台、五粮液销售额，对湖南省高档酒市场容量进行测算：

假设一：湖南省消费高度飞天茅台、五粮液达到全国各省级行政区的平均水平（全国有 34 个省级行政单位）；

假设二：终端市场高度飞天茅台、五粮液假酒与真酒比例为 1: 1。

假设三：2011 年，根据 wind 的茅台营收一致预期为 171 亿，假设其中 80% 为高度茅台酒，五粮液业绩快报营收为 202 亿，假设其中 70% 为普通五粮液。

则 2011 年湖南省的高档酒市场容量为：

$$(171 \times 80\% + 202 \times 70\%) \times 2/34 = 16 \text{ 亿。}$$

**表 1 酒鬼酒逐季业绩情况**

	2009-3Q	2009-4Q	2010-1Q	2010-2Q	2010-3Q	2010-4Q	2011-1Q	2011-2Q	2011-3Q	2011-4Q
预收帐款(百万)	118	142	135	148	173	129	178	209	154	451
季度营业收入(百万)	83.35	100.76	114.02	121.67	109.71	215.10	186.10	212.13	259.40	304.20
同比增长	63%	-27%	79%	4%	32%	113%	63%	74%	136%	41%
毛利率	73%	77%	76%	73%	71%	75%	73%	72%	76%	76%
归属于母公司所有者净利润(百万)	23.04	21.37	2.32	47.00	9.47	20.63	21.00	39.86	25.13	106.63
同比增长	-211%	-61%	-143%	142%	-59%	-3%	806%	-15%	165%	417%
剔除非经常性损益净利润(百万)	13.49	-2.73	6.67	7.15	7.05	7.67	17.32	26.74	29.93	105.47
同比增长	-164%	-107%	-219%	-74%	-48%	-381%	160%	274%	324%	1276%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

**表 2 酒鬼酒曾经有过辉煌的发展历程**

	1996	1997	1998	1999	2001
湘泉酒厂利税总额(亿元)	2.2	4	5.5	5.8	2.6
白酒行业排名	14	6	2	3	7
五粮液利税总额(亿元)	7.5	11.4	12.4	17.1	28.1
白酒行业排名	1	1	1	1	1

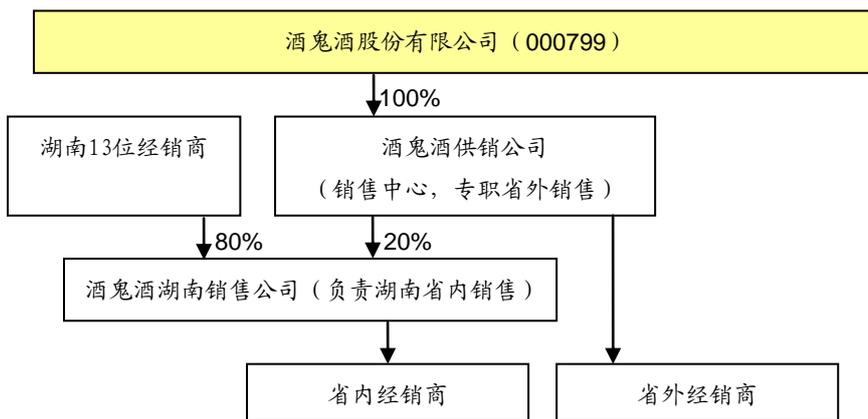
资料来源：中国糖酒年鉴、中投证券研究所（注：湘泉酒厂为酒鬼酒前身及其大股东）

**表 3 酒鬼酒产品结构**

产品系列	终端价	诉求点	营收占比
内参	1380	内敛乾坤，参悟天地	近 30%
封坛年份酒	400~800	封坛 15 年，只为这一刻	近 40%
酒鬼酒 50 度/52 度	300-400	酒中妙品，鬼斧神工	
湘泉系列	200-	湘泉原浆，湘酒典范	15%

资料来源：中投证券研究所

图 3 酒鬼酒销售公司组织结构



资料来源：公司公告、中投证券研究所（湖南销售公司的运作模式：价格体系：酒鬼酒低价出货给湖南销售公司，湖南销售公司则加价（加价后售价与酒鬼酒公司卖给省外经销商的出厂价一致）卖给经销商（一批）；营销费用投放：酒鬼酒公司内各个品牌事业部负责高空投放广告，湖南销售公司则负责地面广告投放（利用加价后的价差利润做投放费用），经销商再投入少量地面费用。

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	1627	2165	2754	3416
现金	933	1056	1671	2121
应收账款	5	37	44	47
其他应收款	64	98	124	150
预付账款	102	17	22	26
存货	512	927	866	1035
其他流动资产	11	30	28	37
<b>非流动资产</b>	521	672	848	1028
长期投资	16	60	60	60
固定资产	396	429	522	616
无形资产	90	115	141	168
其他非流动资产	19	68	125	184
<b>资产总计</b>	2149	2837	3603	4444
<b>流动负债</b>	777	1086	1330	1528
短期借款	0	0	0	0
应付账款	98	126	156	191
其他流动负债	679	960	1175	1337
<b>非流动负债</b>	0	6	5	5
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	6	5	5
<b>负债合计</b>	777	1092	1336	1533
少数股东权益	0	0	0	0
股本	325	325	325	325
资本公积	1161	1161	1161	1161
留存收益	-114	259	781	1426
归属母公司股东权益	1372	1745	2267	2912
<b>负债和股东权益</b>	2149	2837	3603	4444

**现金流量表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	607	260	834	666
净利润	193	373	522	645
折旧摊销	27	34	39	48
财务费用	0	-3	-4	-6
投资损失	-11	-22	-7	-9
营运资金变动	385	-111	282	-24
其他经营现金流	14	-12	3	13
<b>投资活动现金流</b>	-104	-145	-224	-223
资本支出	224	110	201	202
长期投资	60	44	0	0
其他投资现金流	180	9	-23	-21
<b>筹资活动现金流</b>	231	8	5	7
短期借款	-190	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	22	0	0	0
资本公积增加	401	0	0	0
其他筹资现金流	-2	8	5	7
<b>现金净增加额</b>	734	123	615	450

**利润表**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	962	1619	2093	2505
营业成本	245	343	433	517
营业税金及附加	149	256	331	396
营业费用	270	412	481	551
管理费用	108	136	164	196
财务费用	0	-3	-4	-6
资产减值损失	13	13	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	11	22	7	9
<b>营业利润</b>	188	483	696	860
营业外收入	18	16	0	0
营业外支出	3	2	0	0
<b>利润总额</b>	203	497	696	860
所得税	10	124	174	215
<b>净利润</b>	193	373	522	645
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	193	373	522	645
EBITDA	215	514	731	902
EPS (元)	0.59	1.15	1.61	1.98

**主要财务比率**

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	71.6%	68.3%	29.3%	19.7%
营业利润	151.3	156.7%	44.0%	23.5%
归属于母公司净利润	142.5	93.7%	40.0%	23.5%
<b>获利能力</b>				
毛利率	74.5%	78.8%	79.3%	79.3%
净利率	20.0%	23.0%	24.9%	25.7%
ROE	14.0%	21.4%	23.0%	22.1%
ROIC	46.2%	58.8%	99.0%	90.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	36.2%	38.5%	37.1%	34.5%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.09	1.99	2.07	2.24
速动比率	1.40	1.14	1.42	1.56
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.56	0.65	0.65	0.62
应收账款周转率	74	43	31	36
应付账款周转率	3.36	3.07	3.07	2.99
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.59	1.15	1.61	1.98
每股经营现金流(最新摊薄)	1.87	0.80	2.57	2.05
每股净资产(最新摊薄)	4.22	5.37	6.98	8.96
<b>估值比率</b>				
P/E	48.18	24.88	17.78	14.39
P/B	6.76	5.32	4.09	3.19
EV/EBITDA	39	16	11	9

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 相关报告

报告日期	报告标题
2012-02-09	酒鬼酒 - 高速增长期已至, 布局不容有失——调研快报
2012-01-13	酒鬼酒 - 盈利大超预期, 利润率高弹性显现——2011 年度业绩快报点评
2011-11-14	销售情况良好, 增发完成后业绩有望持续高增长——联合调研纪要
2011-10-30	酒鬼酒-增发完成在即, 业绩有望持续高增长——2011 年三季报点评
2011-08-24	酒鬼酒-定增获批利好兑现, 复兴进程有待跟踪
2011-08-03	酒鬼酒-基本面向好, 定向增发方案获批将成股价催化剂
2011-07-29	酒鬼酒-费用控制显效, 期待省内销售持续发力
2011-07-13	酒鬼酒-营销中心拟前移至长沙, 加快决策速度
2011-06-28	酒鬼酒-销售好转, 增发稳步推进, 关注管理持续改善为复兴奠定扎实基础
2011-04-22	酒鬼酒-增长仍有余力, 增发尚需时日——2011 年 1 季报点评

## 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, 清华大学经济管理学院 MBA。

柯海东, 中投证券研究所食品饮料行业分析师(酒类), 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。

蒋鑫, 中投证券研究所食品饮料行业分析师(非酒类), 南开大学经济学硕士, 天津大学信息工程工学学士。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告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。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

### 深圳市

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

### 北京市

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

### 上海市

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