

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: 32.00元
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2406.86
总股本(百万)	324
流通股本(百万)	205
流通市值(亿)	65
EPS	0.59
每股净资产(元)	4.22
资产负债率	36.16%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
酒鬼酒	-4.59	40.01	59.93
食品饮料	-4.11	17.75	1.49
沪深300指数	-0.12	6.42	1.69



相关报告

酒鬼酒 - 一季度大幅预增, 传奇仍将持续——2012年一季度业绩预增公告点评
2012-04-06
酒鬼酒 - 预收帐款大留余地, 全年爆发式增长无忧——2011年年报点评 2012-03-01
酒鬼酒 - 高速增长期已至, 布局不容有失——

酒鬼酒

000799

强烈推荐

如期而至的大幅增长, 传奇仍将持续
——2012年一季度报点评

酒鬼酒一季报: 营收 5.26 亿 (+182.7%); 归属于上市公司股东净利润 1.19 亿 (+466.9%); EPS0.366 元, 落在公司业绩预增公告中的预增上限 (430-470%)。公司是三线白酒里最具确定性、爆发性的品种, 我们持续“强烈推荐”。

投资要点:

- **中高档产品提价、持续放量带动一季度营收大幅增长及毛利率大幅提升。**今年初公司主力产品内参、封坛等产品平均提价幅度为 20%, 且销售持续放量, 带动了营收大幅同比增长 182.7%, 环比增长 72.97%, 符合我们前期提示的近 5 亿营收的预期, 毛利率更是同比提升了 5.29%至 78.08%的水平, 预计全年将能维持在这一高水平, 由于去年四季度末部分经销商预期提价提前打款在本季度逐步发货, 预收帐款从去年末的 4.51 亿减少至 3.27 亿, 从终端调研来看, 经销商库存仍处于合理水平, 尤其是高档产品内参仍供不应求, 并不存在对经销商的移库行为, 因此公司经营仍十分稳健。**三项费用率大幅下降 12%。**其中营业费用率从去年同期的 36%降至 29%, 管理费用率从 9%降至 6%, 尽管去年同期的费用率水平因公司“过分谨慎”的报表处理而过高, 但确实也反映了公司规模效应逐步显现、湖南省内经销商联合体模式体现后费用投放的投入产出比大幅提升, 预计随着公司营收规模持续提升, 营业费用率仍有较大下降空间。**报表所得税率上升至正常水平。**过去 5 年公司以前利润弥补此前的巨额亏损而造成报表所得税率偏低, 随着公司逐步实现盈利, 今年公司报表所得税率 (所得税/利润总额) 从去年同期的 9%回归至 24.46%, 预计这一水平今后将保持平稳。**净利率提升 2.6%至 22.6%, 综合上述分析, 预计全年仍将稳步提升。**
- **重申酒鬼投资逻辑: 1、今明两年将是三线白酒业绩最具爆发性的时期:** 1) 主流的高档白酒提价后给次高档白酒留下巨大的发展空间; 2) 业内外资本对次高档名酒的追逐, 经销商打款的踊跃, 将使得基数很小的三线白酒在短期内能呈现爆发式增长; 3) 三线白酒企业内部管理提升。**2、公司是三线白酒龙头, 湖南省内低基数高毛利的高档酒实现快速增长。**高档产品内参酒 11 年报表收入超过 2 亿元 (增长 200%+), 省内占比超过 2/3。我们测算 11 年省内高档酒市场容量达 17 亿, 给内参留下足够的空间, 春节前后内参出厂价提至 1280 元, 到一季度末淡季湖南省内许多经销商反映内参紧俏仍缺货, 我们对其全年完成超过 4 个亿的报表收入非常乐观, 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 EPS0.6 元+。**3、省外通过深度分销+大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, 具全国化的基础, 去年起成立北方、南方营销中心, 主推次高档酒, 北方营销中心力推百强县工程, 有 100 多个业务员搞深度招商分销, 河南今年一个季度回款 5400 万 (估算营收约 4600 万元, 去年华北地区营收仅 2 亿元!), 呈现爆发式增长。
- **持续“强烈推荐”。**维持 12/13/14 年 EPS 预测为 1.15/1.61/1.98 元, PE 为 28/20/16 倍, 6 个月目标价 35 元, 持续强烈推荐。**风险提示:** 宏观经济下行

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	53.98	27.88	19.92	16.12
P/B	7.58	5.96	4.59	3.57

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，贵州茅台营收为 184 亿元，假设营收中 80% 为高度茅台酒，五粮液营收为 203 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：

$$(184 \times 80\% + 203 \times 70\%) \times 2/34 = 17 \text{ 亿。}$$

表 1 酒鬼酒逐季业绩情况

	2010-1Q	2010-2Q	2010-3Q	2010-4Q	2011-1Q	2011-2Q	2011-3Q	2011-4Q	2012-1Q
预收帐款(百万)	135	148	173	129	178	209	154	451	327
季度营业收入(百万)	114.02	121.67	109.71	215.10	186.10	212.13	259.40	304.20	526.18
同比增长	79%	4%	32%	113%	63%	74%	136%	41%	183%
毛利率	76%	73%	71%	75%	73%	72%	76%	76%	78%
归属于母公司所有者净利润(百万)	2.32	47.00	9.47	20.63	21.00	39.86	25.13	106.63	119.07
同比增长	-143%	142%	-59%	-3%	806%	-15%	165%	417%	467%
剔除非经常性损益净利润(百万)	6.67	7.15	7.05	7.67	17.32	26.74	29.93	105.47	119.23
同比增长	-219%	-74%	-48%	-381%	160%	274%	324%	1276%	588%

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

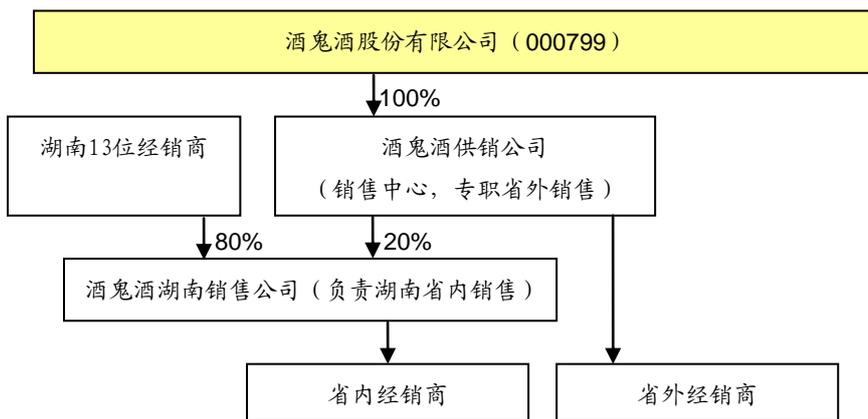
资料来源：中国糖酒年鉴、中投证券研究所（注：湘泉酒厂为酒鬼酒前身及其大股东）

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
流动资产	1627	2160	2746	3404
现金	933	1051	1662	2109
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
非流动资产	521	677	857	1041
长期投资	16	60	60	60
固定资产	396	430	525	622
无形资产	90	118	146	174
其他非流动资产	19	68	125	184
资产总计	2149	2837	3603	4444
流动负债	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
非流动负债	0	6	5	5
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	6	5	5
负债合计	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
负债和股东权益	2149	2837	3603	4444

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	607	255	830	663
净利润	193	373	522	645
折旧摊销	27	29	35	44
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
投资活动现金流	-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
筹资活动现金流	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
现金净增加额	734	118	612	447

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	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
营业利润	188	483	696	860
营业外收入	18	16	0	0
营业外支出	3	2	0	0
利润总额	203	497	696	860
所得税	10	124	174	215
净利润	193	373	522	645
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	193	373	522	645
EBITDA	215	509	727	898
EPS (元)	0.59	1.15	1.61	1.98

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
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%
获利能力				
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%	58.3%	97.4%	88.5%
偿债能力				
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	2.06	2.23
速动比率	1.40	1.14	1.41	1.55
营运能力				
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
每股指标 (元)				
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	0.78	2.55	2.04
每股净资产(最新摊薄)	4.22	5.37	6.98	8.96
估值比率				
P/E	53.98	27.88	19.92	16.12
P/B	7.58	5.96	4.59	3.57
EV/EBITDA	44	19	13	11

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
2012-04-06	酒鬼酒 - 一季度大幅预增, 传奇仍将持续——2012 年一季度业绩预增公告点评
2012-03-01	酒鬼酒 - 预收帐款大留余地, 全年爆发式增长无忧——2011 年年报点评
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 年三季度报点评
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

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