

酒 鬼 酒 (000799.SZ)

三大高端品牌全面启动，迎接 2012 年盈利

拐点

评级：**增持**

前次：

目标价（元）：

20.6-22.8

联系人

分析师

邢庭志

谢刚

食品饮料小组

S0740510120005

021-20315162

021-20315178

xingtz@qlzq.com.cn

xiegang@qlzq.com.cn

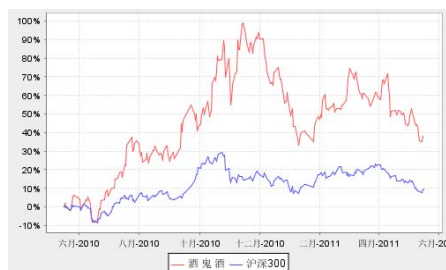
2011 年 6 月 2 日

2011 年 6 月 2 日

基本状况

总股本(百万股)	303.05
流通股本(百万股)	205.60
市价(元)	17.77
市值(百万元)	5385.20
流通市值(百万元)	365.35

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	364.90	560.49	788.10	1,130.68	1,603.49
营业收入增速	11.76%	53.60%	40.61%	43.47%	41.82%
净利润增长率	42.07%	35.79%	61.71%	80.06%	48.13%
摊薄每股收益（元）	0.19	0.26	0.42	0.76	1.13
前次预测每股收益（元）	—	—	—	—	—
市场预测每股收益（元）	—	—	—	—	—
偏差率（本次-市场/市场）	—	—	—	—	—
市盈率（倍）	86.38	83.19	41.93	23.29	15.72
PEG	2.05	2.32	0.68	0.29	0.33
每股净资产（元）	2.23	2.49	2.92	3.68	4.81
每股现金流量	0.00	0.33	0.10	0.33	0.63
净资产收益率	8.64%	10.50%	14.52%	20.73%	23.49%
市净率	7.47	8.74	6.09	4.83	3.69
总股本（百万股）	303.05	303.05	303.05	303.05	303.05

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 酒鬼酒通过整合，已经形成内参、封坛 20 年、封坛 15 年和精品酒鬼酒四支核心产品，分别覆盖高端的四个主流价位，适应白酒行业高端化趋势，当前四支产品、三大品牌正在实现高达 80% 的快速增长；
- 管理重心由总部逐步下沉到湖南公司和省外的两大营销平台，区域管理开始细化到县，原有粗放管理和市场乱价正在解决，预计到 2012 年中实现顺价销售，届时经销商返利大幅度减少，净利润率大幅提升；
- 酒鬼酒已经开始成为湖南省高端酒水主流品牌，正快速增长，2010 年省内市场占有率只有 2.05% 左右，提升的空间巨大，进一步稳定增长的品牌、网络、人员组织、厂商合作运营模式等基础基本确定；
- 公司管理层开始稳定，职责清晰，核心领导精力主要集中在公司基础管理提升和市场运营上；
- 酒鬼 2010 年的收入已经开始了大幅度的增长，随着公司营收基数的扩大、市场价格秩序恢复、经销商管理更加细化，我们认为 2012 年为企业业绩爆发的拐点期，对应其销售费用率和管理费用率的大幅度下降，企业的利润增长拐点将到来；
- 预计 2011-2013 年营收为 7.88、11.31 和 16.03 亿元，净利润达到 1.28、2.31 和 3.43 亿元，EPS 分别为 0.42、0.76 和 1.13 元，分别增长 61.71%、80.06% 和 48.13%。
- 给与 2011 年-2013 年目标价 16.8 元、30.4 元和 45.2 元，我们将 2012 年的目标价进行平滑处理，2011 年度目标价位 21.7 元，价位区间 20.6-22.8 元。
- 综合分析，给与“增持”评级，建议广大投资者积极关注这一高端小众品类的全国化名酒。

内容目录

产品整合到位，市场秩序快速恢复，品牌价值浮现.....	- 4 -
产品整合对接高端酒水三个核心价位段	- 4 -
酒鬼粗放管理导致市场混乱的问题预计 2012 年基本解决.....	- 4 -
酒鬼三大子品牌销量优势突出，湖南省内高端酒水需求强劲	- 4 -
差异化的品牌和高品质优势推动价值回归	- 5 -
运营能力正在大幅度改善，企业财务透露强劲增长势头.....	- 7 -
省内县域布局基本完成，省外重点区域深度增长	- 7 -
组织管理精细化推动业绩提升，营收增长持续性有保障	- 8 -
酒鬼复兴路径清晰，2012 年迎来业绩拐点	- 8 -
高端份额省内为王， 细化运营进一步深度增长	- 8 -
分享全国高端细分香型市场	- 8 -
营收基础扩大，费用率大幅下降，2012 年利润增长拐点到来	- 8 -
估值分析，给予“增持”评级.....	- 10 -
综合评价给予“增持”评级，6 个月目标价 20.6-22.8 元	- 10 -
营收预测.....	- 10 -
利润及相关指标测算.....	- 12 -
估值分析.....	- 13 -
风险提示.....	- 13 -

图表目录

图表 1: 酒鬼酒产品定位图	- 4 -
图表 2: 酒鬼酒重大运营改善分析图	- 4 -
图表 3: 2010 年湖南省内 300 元以上高端价位品牌销售额比较图（亿）	- 5 -
图表 4: 酒鬼湖南市场营收预测与市场占有率分析（亿元）	- 5 -
图表 5: 2010 年三大基本香型及衍生香型数一数二品牌销售额对比（亿）	- 6 -
图表 6: 酒鬼酒销售量测算值与吨酒价位（吨：万元/吨）	- 6 -
图表 7: 重点区域及其增长情况	- 7 -
图表 8: 2010 年酒鬼与经销商合资公司运营财务成果	- 7 -
图表 9: 调整前湖南的运营组织模式	- 8 -
图表 10: 调整后的湖南运营组织模式	- 8 -
图表 11: 酒鬼酒经营活动现金流量表	- 9 -
图表 12: 酒鬼酒预付款与应付帐款变化表（元）	- 9 -
图表 13: 企业销售费用率测算表（万元）	- 10 -
图表 14: 酒鬼整体营收预测表.....	- 10 -
图表 15: 湖南省内内参销售收入预测表	- 11 -
图表 16: 省外内参销售收入预测表.....	- 11 -
图表 17: 湖南省内封坛销售收入预测表	- 11 -

图表 18: 省外封坛销售收入预测表.....	- 12 -
图表 19: 酒鬼酒盈利预测假设前提.....	- 12 -
图表 20: 酒鬼酒业绩综合预测表	- 12 -
图表 21: 酒鬼酒 DCF 估值表	- 13 -
图表 22: 酒鬼酒财务报表预测.....	- 14 -

产品整合到位，市场秩序快速恢复，品牌价值浮现

产品整合对接高端酒水三个核心价位段

- 形成三大品牌四支核心产品，分别对接三个主流高端价位，酒鬼酒传统品牌高端化形象与此较为匹配，明确以高端化作为发展方向。

图表 1：酒鬼酒产品定位图

产品	零售价格（元）	定位	2011 年预计增速	省内核心竞争品牌
内参	1288	高端政商务、礼品	100%	茅台
封坛 20 年	700-800	次高端、礼品	80%	五粮液、国窖、水井坊
封坛 15 年	500-600	次高端政商务	80%	郎酒红花郎、天之蓝
酒鬼酒	300-400	次高端政商务	75%	天之蓝、剑南春、开口笑 20 年

来源：齐鲁证券研究所

- 而从调研来看，酒鬼产品价位越高增长速度越快，表明了酒鬼的品牌档次和分级定位适应高端化的要求，产品结构正在持续地量价齐升。

酒鬼粗放管理导致市场混乱的问题预计 2012 年基本解决

- 酒鬼近年来虽然有较好的品牌和产品以及费用投入，但是缺乏经销商管理，过去一段时间追求短期业绩的增长方式向控量保价寻求市场秩序的方式转变，湖南、北方都在全力推进。

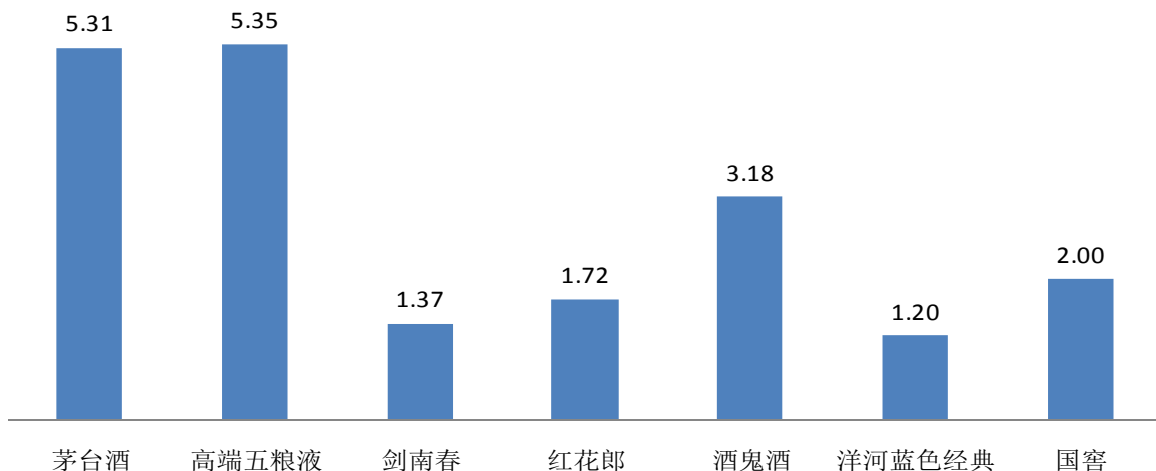
图表 2：酒鬼酒重大运营改善分析图

1-2 年前影响业绩增长的障碍	2011 年的改善情况
产品混乱，系列重叠	形成四大品牌，见图表 1
省内品牌地位档次不足，政府支持不足	内参、酒鬼酒成为省政府接待用酒
无重点市场，全国汇量机会性销售	湘西崛起，长株潭快速增长
经销商基本无管理	下沉经销商到县，专人管理，责任落实
产品价格混乱，经销商无利润，厂家持续利润补贴，酒鬼费用率居高不下	市场管理、品牌管理推进，管理政策细化落实，控量提价
人员缺乏管理，指责不明确	成立湖南酒鬼销售公司、北京京糖酒鬼公司后，人员管理逐步细化
组织架构难以推动品牌建设	成立内参、酒鬼封坛、精品酒鬼、湘泉事业部，专员下沉到每个地级城市

来源：经销商调研 齐鲁证券研究所

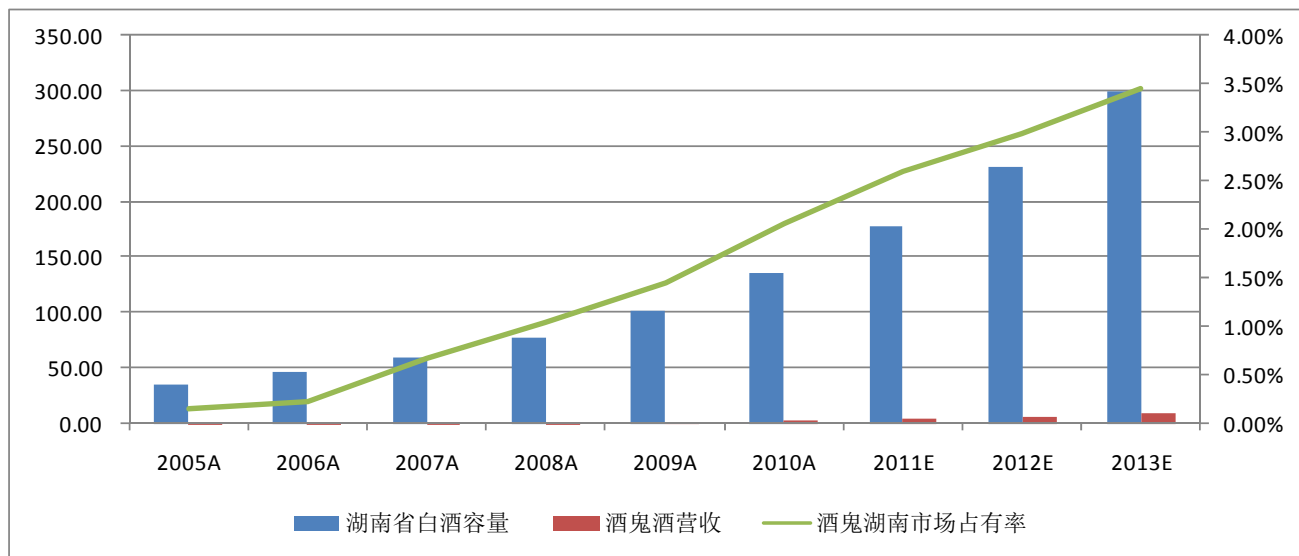
酒鬼三大子品牌销量优势突出，湖南省内高端酒水需求强劲

- 首先内参定位于 1288 元/瓶零售价位，增速快于同等价位名酒；其次，除茅台、五粮液外，酒鬼是湖南高端价位销量最大的品牌；最后酒鬼增速 2011 年上半年达到 100%，人财物、政府支持、品牌优势突出。

图表 3：2010 年湖南省内 300 元以上高端价位品牌销售额比较图（亿）


来源：齐鲁证券研究所

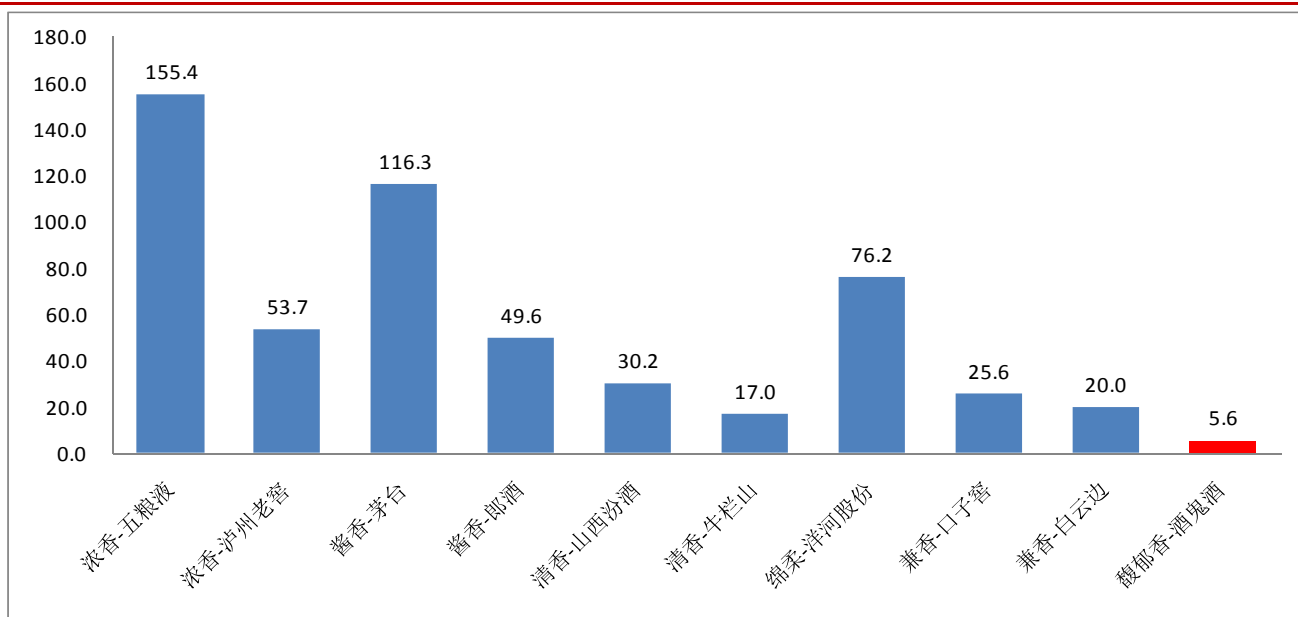
- 湖南省内高端酒水的市场容量巨大（实际的消费价位偏高，接近江苏的水平）。按照我们的测算，区域名酒前两名的本地市场占有率一般在 8%-30% 之间，而酒鬼在湖南省 2010 年市场占有率只有 2.05%。区域名酒集中趋势正在强化，酒鬼市场占有率正在向正常情况恢复。

图表 4：酒鬼湖南市场营收预测与市场占有率分析（亿元）


来源：齐鲁证券研究所

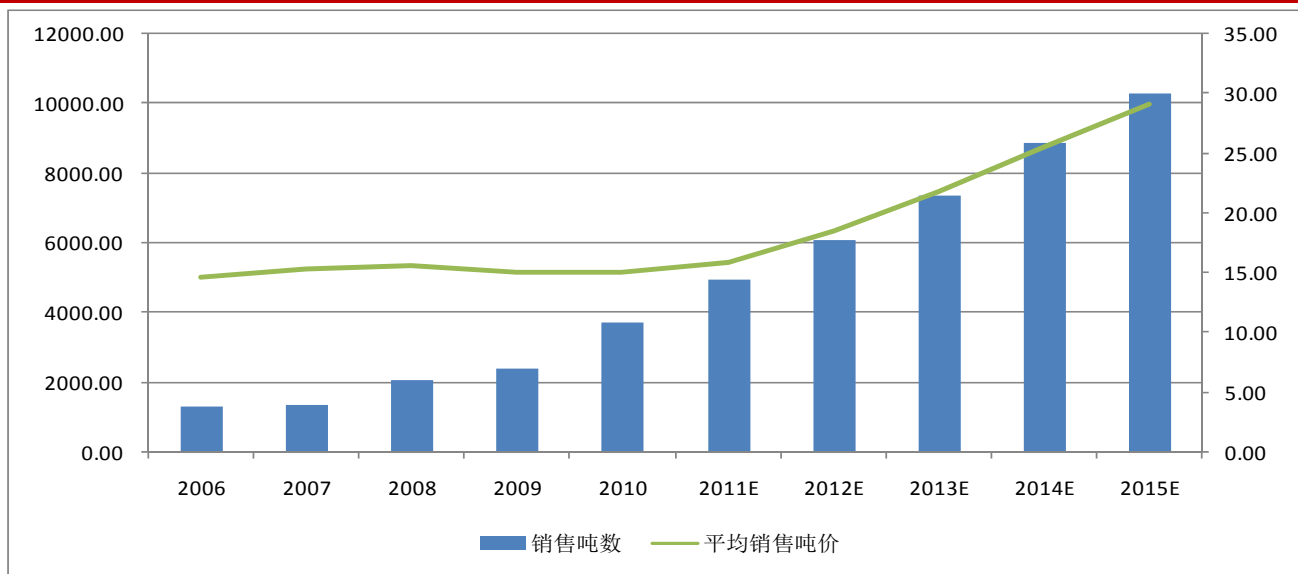
差异化的品牌和高品质优势推动价值回归

- 酒鬼酒为馥郁香型，为三大基本香型的再组合，作为细分香型的龙头，其目前的销售量与其地位不相称，进一步成长空间巨大。2010 年其销售额只有口子窖和白云边两大区域兼香品牌的 21.9% 和 28%。

图表 5：2010 年三大基本香型及衍生香型数一数二品牌销售额对比（亿）


来源：上市公司年报 糖烟酒杂志 齐鲁证券研究所

- 由于高端名酒高速增长，高端产品品质受到优质产能挑战，经过上市公司调研，酒鬼酒现有藏酒平均酒龄在 10 年以上，其中约有 30-40% 酒龄接近 15 年；部分基酒达到 20 年，折算成品有 4 万吨。

图表 6：酒鬼酒销售量测算值与吨酒价位（吨：万元/吨）


来源：齐鲁证券研究所

- 企业正在开始扩大生产规模，恢复产能，以备快速增长的基酒需求。企业的产能有 2 万吨，当前的开工产能有 5000 吨，企业正在筹备产能恢复显示了企业对未来销售额快速增长的信心。

运营能力正在大幅度改善，企业财务透露强劲增长势头

省内县域布局基本完成，省外重点区域深度增长

- 企业在湖南全省 14 个地级城市和 136 个县中，除湘南 4-5 个县没有完成招商布局外，经销商已经细化到县级经销商，通过经销商调研综合分析，全年省内的营收增速接近 100%，品牌+渠道共同推动增长；

图表 7：重点区域及其增长情况

地区	重点定位	当前进展
省内湘西地区	根据地市场	2011 年收入约为 1.9 亿，从市场调研来看，酒鬼酒快速复兴，成为整个地区第一品牌
省内长沙、株洲、湘潭	省内核心市场，档次容量最好的省内市场	内参、封坛、酒鬼深度布局，终端建设较好，预计 2011 年销售约 1.6 亿，约有 100% 的成长，而市场空间十分巨大，此区域的占有代表了对全省范围的运营能力
北方地区	省外主力运营市场	实现原有经销商稳健增长，2011 年预计销售约 1.8 亿，市场基数较小，开始实现深度增长

来源：齐鲁证券研究所

- 省外市场从 2011 年开始转入以深度增长为核心的发展模式，从当前的两大营销平台来看，正在进入良性发展状态，两大区域合作销售公司的盈利表明了酒鬼酒采取的厂商合作模式正在发挥市场作用；

图表 8：2010 年酒鬼与经销商合资公司运营财务成果

被投资单位	2010 酒鬼酒投资收益	持股比例	2010 利润总额	2011E 酒鬼酒投资收益	2011E 利润总额	注释
湖南酒鬼酒销售有限责任公司	30.1	20.95%	144	102	489	2010 年 6 月公司成立
北京京糖酒鬼酒业有限公司	48.2	25.00%	193	164	655	2010 年 7 月公司成立
合 计	78.3		337	266	1145	

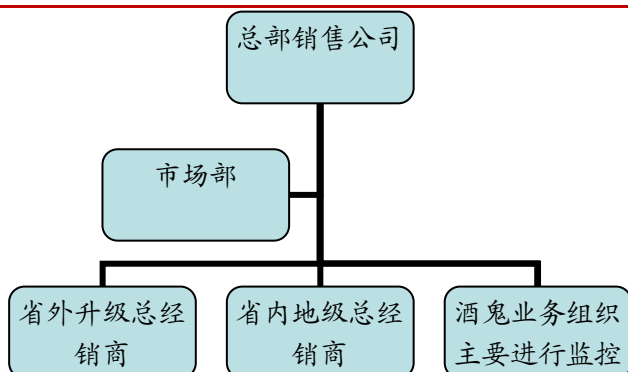
来源：齐鲁证券研究所

- 正在规划成立南方营销平台，从而更大范围整合经销商资源，模式可复制性强，也为酒鬼进一步全国化打下基础。

组织管理精细化推动业绩提升，营收增长持续性有保障

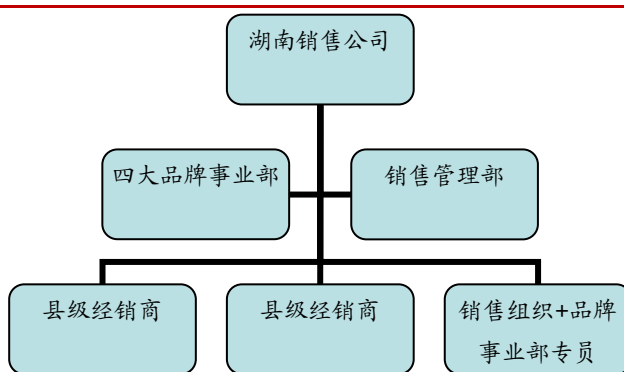
- 运营重心充分下沉，经销商组织更加细化，湖南销售公司更加突出。

图表 9：调整前湖南的运营组织模式



来源：齐鲁证券研究所

图表 10：调整后的湖南运营组织模式



来源：齐鲁证券研究所

- 组织架构支撑品牌+渠道细化运营，四个专业的品牌事业部集中管理公司四大品牌，每个地区派出品牌管理人员，特别是对费用的投入进行管理，保证落到实处。
- 人员数量正在进一步扩充，组织队伍进一步下沉细化，推动市场精细化管理的改善空间巨大。

酒鬼复兴路径清晰，2012 年迎来业绩拐点

高端份额省内为王， 细化运营进一步深度增长

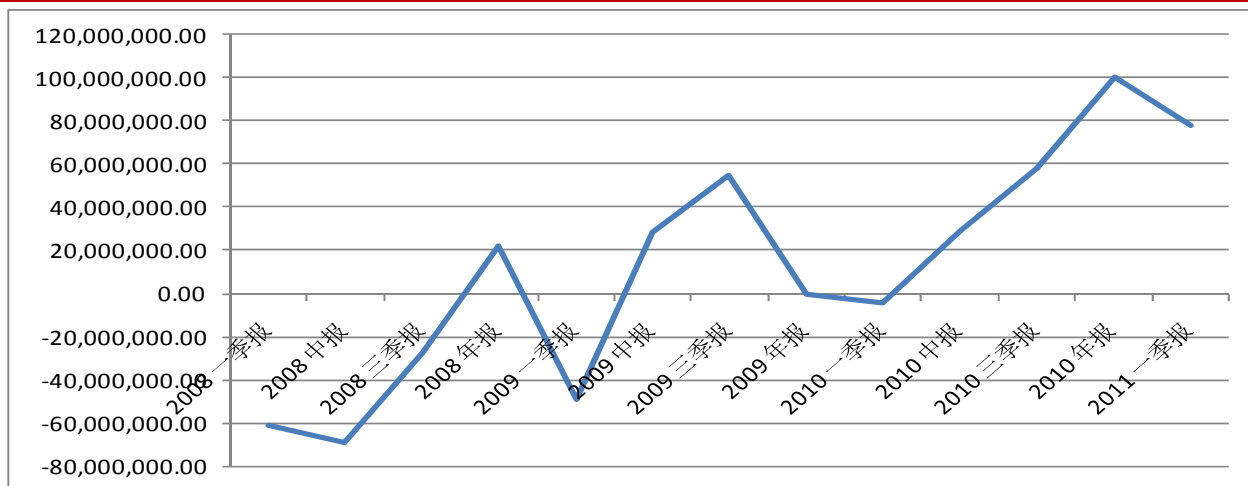
- 酒鬼酒 2010 年在省内的市场占有率为 2.05%，企业正在通过高端化拓展，实现在高端市场的占有率提升，享受行业高端化带来的成果；
- 目前来看，省内未有强势品牌出现，短期内也难以有特别强大的外地高端品牌充分掌控湖南市场；
- 公司的人员组织正在扩张，保证了更多区域更加深化的开发；
- 广告投入持续加大，保证了高端品牌资产累积。

分享全国高端细分香型市场

- 作为馥郁香型的唯一代表，随着高端酒水多元化的形成，比如清香、酱香、兼香、绵柔等新品类的崛起，酒鬼必然享受全国高端名酒的一定份额，市场空间广阔；
- 随着省外的北方、南方营销平台在 2012 年建设完成，酒鬼的增长迎来了全国化的细分市场的广阔空间。

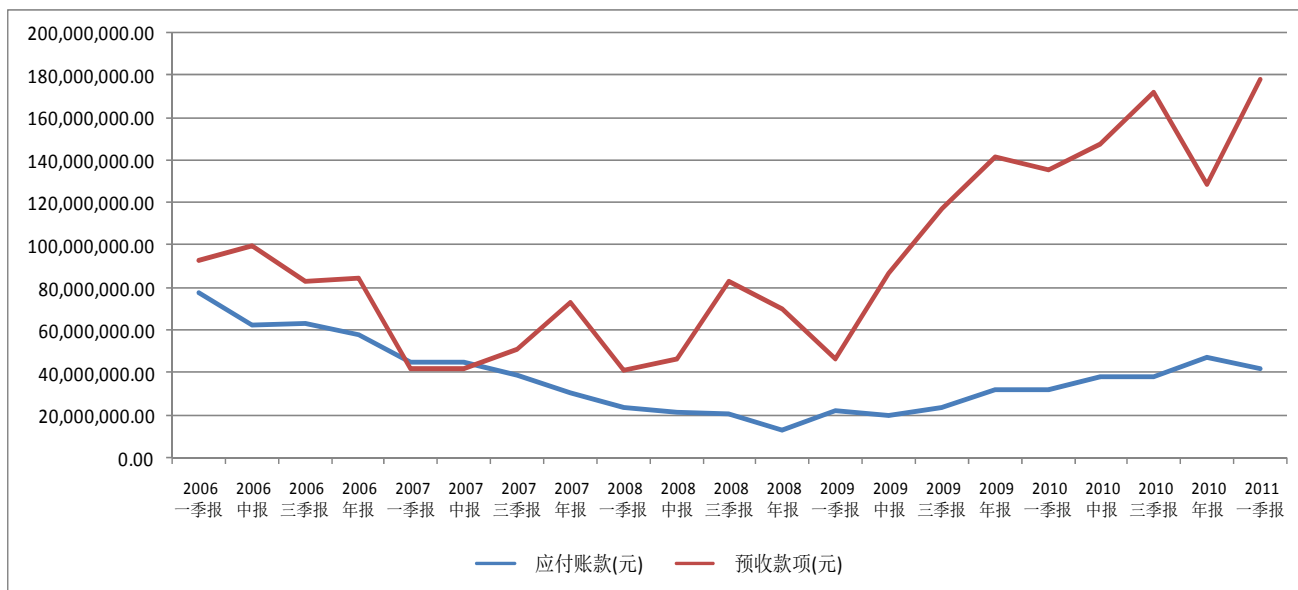
营收基础扩大，费用率大幅下降，2012 年利润增长拐点到来

- 企业现金流量快速提升，表明企业对经销商和市场开始具有较强的把握能力，企业盈利能力正在迅速恢复，同时也为企业进一步扩张包装生产能力和基酒产能恢复提供了财务保障。

图表 11：酒鬼酒经营活动现金流量表


来源：wind 资讯 齐鲁证券研究所

- 企业的预付款大幅度增加，今年一季度达到 1.78 亿，超过 2010 年去年 4981 万，达到历史新高，最近五年首次出现第一季度末淡季的预付款余额超过旺季前的第四季度余额水平，表明了企业良好的市场运营态势，特别是经销商对企业和产品的信心。

图表 12：酒鬼酒预付款与应付帐款变化表（元）


来源：wind 资讯 齐鲁证券研究所

- 企业的净利润率 2011 年将快速提升，主要受益于业绩增长对广告费用的待摊、湖南销售公司成立后对管理费用和销售费用的冲销，2012 年随着基数的扩大，2012 年企业随着价格管理体系的顺畅，逐步有能力取消大量的经销商利润损失补贴，我们预期 2012 年企业的净利润率会继续大幅度提升。

图表 13：企业销售费用率测算表（万元）

年度	2010		2011E		2012E		2013E	
销售费用所含项目	销售费用（万）	占收入比	销售费用（万）	占收入比	销售费用（万）	占收入比	销售费用（万）	占收入比
运杂费	573	1.0%	788	1.0%	1300	1.0%	1600	1.0%
销售服务费	8083	14.4%	7566	9.6%	12200	9.3%	14500	9.0%
职工薪酬	2161	3.9%	3100	3.9%	5100	3.9%	7000	4.4%
广告费	7520	13.4%	8500	10.8%	10000	7.6%	11000	6.9%
差旅费	557	1.0%	780	1.0%	1300	1.0%	1600	1.0%
办公费	245	0.4%	276	0.4%	350	0.3%	400	0.2%
折旧费	64	0.1%	75	0.1%	100	0.1%	130	0.1%
租赁费	159	0.3%	200	0.3%	250	0.2%	300	0.2%
会务费	469	0.8%	500	0.6%	600	0.5%	700	0.4%
业务招待费	415	0.7%	450	0.6%	500	0.4%	550	0.3%
其他	28	0.0%	30	0.0%	50	0.0%	80	0.0%
合计	20273	36.2%	22265	28.3%	31750	24.2%	37860	23.6%
销售收入	56049		78810		131068		160349	

来源：酒鬼酒 2010 年度报告 齐鲁证券研究所

估值分析，给予“增持”评级

综合评价给予“增持”评级，6 个月目标价 20.6-22.8 元

- 预计 2011-2013 年营收为 7.88、11.31 和 16.03 亿元，净利润达到 1.28、2.31 和 3.43 亿元，EPS 分别为 0.42、0.76 和 1.13 元，分别增长 61.71%、80.06%和 48.13%。
- 综合 PE 和 PEG 两种估值法，给与酒鬼酒 2011-2013 年 40 倍的平均估值水平，给与 2011 年目标价 16.8、30.4 和 45.2 元，考虑到 2012 年较大的波动，我们将 2012 年的目标价进行平滑处理，在 2012 年 40%的年度收益下，2011 年度目标价位 21.7 元，价位区间 20.6-22.8 元。

营收预测

- 酒鬼酒整体营收预测结果

图表 14：酒鬼整体营收预测表

	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
销售收入小计	190.45	211.28	326.50	364.72	560.20	788.10	1130.68	1603.49	2265.60	3001.70
销售收入增速		10.94%	54.53%	11.70%	53.60%	40.68%	43.47%	41.82%	41.29%	32.49%
销售成本小计	95.00	50.07	80.58	79.52	145.90	227.03	319.00	435.42	597.13	778.34
毛利	95.45	161.21	245.92	285.20	414.30	561.07	811.68	1168.07	1668.47	2223.36
平均毛利率	50.12%	76.30%	75.32%	78.20%	73.96%	71.19%	71.79%	72.85%	73.64%	74.07%
销售吨数	1300.00	1376.00	2086.00	2431.00	3710.00	4955.00	6098.00	7353.00	8902.00	10320.00
销售吨数增速		5.85%	51.60%	16.54%	52.61%	33.56%	23.07%	20.58%	21.07%	15.93%
平均销售吨价	14.65	15.35	15.65	15.00	15.10	15.91	18.54	21.81	25.45	29.09
平均销售吨价增速		0.05	1.94%	-4.15%	0.65%	5.33%	16.58%	17.61%	16.71%	14.29%
封坛+内参销售占比	47.57%	48.60%	40.98%	42.20%	45.02%	47.89%	48.80%	52.55%	55.22%	58.07%
内参+封坛+酒鬼销售占比	75.14%	75.86%	76.11%	73.04%	75.52%	79.01%	83.03%	86.48%	89.30%	90.95%
封坛+内参利润占比	23.13%	18.89%	15.17%	29.83%	35.08%	38.99%	45.31%	51.33%	55.57%	59.72%
内参+封坛+酒鬼利润占比	102.63%	83.39%	82.70%	78.28%	82.45%	85.47%	88.66%	91.08%	93.00%	94.11%

来源：齐鲁证券研究所

- 内参的主要市场在湖南省内，约有 80% 的收入由省内贡献。2011 年预计内参收入（折价后）1.37 亿，增速为 49%。剔除折价因素后，省内内参收入增速在 100% 以上，预计全年内参收入超过 2 亿。

图表 15：湖南省内内参销售收入预测表

内参	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
平均售价（元/吨）	120.00	125.00	133.00	140.00	115.00	90.00	90.00	90.00	93.00	100.00
增长率（YOY）	N/A	4.17%	6.40%	5.26%	-17.86%	-21.74%	0.00%	0.00%	3.33%	7.53%
销售数量（吨）	20.00	24.00	28.00	35.00	68.00	130.00	205.00	340.00	530.00	750.00
增长率（YOY）	N/A	20.00%	16.67%	25.00%	94.29%	91.18%	57.69%	65.85%	55.88%	41.51%
销售收入	24.00	30.00	37.24	49.00	78.20	117.00	184.50	306.00	492.90	750.00
增长率（YOY）	N/A	25.00%	24.13%	31.58%	59.59%	49.62%	57.69%	65.85%	61.08%	52.16%
毛利率	80.00%	87.00%	85.00%	86.00%	82.00%	76.00%	76.00%	76.00%	76.00%	76.00%
销售成本	4.80	3.90	5.59	6.86	14.08	28.08	44.28	73.44	118.30	180.00
增长率（YOY）	N/A	-18.75%	43.23%	22.81%	105.19%	99.49%	57.69%	65.85%	61.08%	52.16%
毛利	19.20	26.10	31.65	42.14	64.12	88.92	140.22	232.56	374.60	570.00
增长率（YOY）	N/A	35.94%	21.28%	33.13%	52.17%	38.67%	57.69%	65.85%	61.08%	52.16%
占总销售额比重	12.60%	14.20%	11.41%	13.44%	13.96%	14.85%	16.32%	19.08%	21.76%	24.99%
占主营业务利润比重	20.11%	16.19%	12.87%	14.78%	15.48%	15.85%	17.28%	19.91%	22.45%	25.64%

来源：齐鲁证券研究所

图表 16：省外内参销售收入预测表

内参	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
平均售价（元/吨）	120.00	125.00	133.00	140.00	135.00	130.00	136.00	143.00	150.00	160.00
增长率（YOY）	N/A	4.17%	6.40%	5.26%	-3.57%	-3.70%	4.62%	5.15%	4.90%	6.67%
销售数量（吨）	3.00	4.00	5.00	6.00	10.00	15.00	23.00	33.00	42.00	50.00
增长率（YOY）	N/A	33.33%	25.00%	20.00%	66.67%	50.00%	53.33%	43.48%	27.27%	19.05%
销售收入	3.60	5.00	6.65	8.40	13.50	19.50	31.28	47.19	63.00	80.00
增长率（YOY）	N/A	38.89%	33.00%	26.32%	60.71%	44.44%	60.41%	50.86%	33.50%	26.98%
毛利率	80.00%	87.00%	85.00%	86.00%	82.00%	85.00%	85.00%	85.00%	85.00%	85.00%
销售成本	0.72	0.65	1.00	1.18	2.43	2.93	4.69	7.08	9.45	12.00
增长率（YOY）	N/A	-9.72%	53.46%	17.89%	106.63%	20.37%	60.41%	50.86%	33.50%	26.98%
毛利	2.88	4.35	5.65	7.22	11.07	16.58	26.59	40.11	53.55	68.00
增长率（YOY）	N/A	51.04%	29.94%	27.80%	53.24%	49.73%	60.41%	50.86%	33.50%	26.98%
占总销售额比重	1.89%	2.37%	2.04%	2.30%	2.41%	2.47%	2.77%	2.94%	2.78%	2.67%
占主营业务利润比重	3.02%	2.70%	2.30%	2.53%	2.67%	2.95%	3.28%	3.43%	3.21%	3.06%

来源：齐鲁证券研究所

- 2011 年封坛年份酒收入（折价后）预计为 1.42 亿元，增速为 65.3%，占销售总收入比重为 18%，利润贡献 20.2%，成为公司主要利润产品。

图表 17：湖南省内封坛销售收入预测表

封坛年份酒	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
平均售价（元/吨）	0.00	0.00	0.00	50.00	40.00	33.00	36.00	40.00	44.00	48.00
增长率（YOY）	N/A	—	—	—	-20.00%	-17.50%	9.09%	11.11%	10.00%	9.09%
销售数量（吨）	0.00	0.00	0.00	45.00	95.00	180.00	310.00	480.00	680.00	900.00
增长率（YOY）	N/A	—	—	—	111.11%	89.47%	72.22%	54.84%	41.67%	32.35%
销售收入	0.00	0.00	0.00	22.50	38.00	59.40	111.60	192.00	299.20	432.00
增长率（YOY）	N/A	—	—	—	68.89%	56.32%	87.88%	72.04%	55.83%	44.39%
毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	84.00%	81.00%	75.00%	73.00%	73.00%	73.00%	73.00%
销售成本	0.00	0.00	0.00	3.60	7.22	14.85	30.13	51.84	80.78	116.64
增长率（YOY）	N/A	—	—	—	100.56%	105.68%	102.91%	72.04%	55.83%	44.39%
毛利	0.00	0.00	0.00	18.90	30.78	44.55	81.47	140.16	218.42	315.36
增长率（YOY）	N/A	—	—	—	62.86%	44.74%	82.87%	72.04%	55.83%	44.39%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	0.00%	6.17%	6.78%	7.54%	9.87%	11.97%	13.21%	14.39%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.00%	6.63%	7.43%	7.94%	10.04%	12.00%	13.09%	14.18%

来源：齐鲁证券研究所

图表 18：省外封坛销售收入预测表

封坛年份酒	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
平均售价（元/吨）	0.00	0.00	0.00	50.00	48.00	46.00	48.00	50.00	52.00	55.00
增长率（YOY）	N/A	—	—	—	-4.00%	-4.17%	4.35%	4.17%	4.00%	5.77%
销售数量（吨）	0.00	0.00	0.00	40.00	100.00	180.00	300.00	450.00	650.00	820.00
增长率（YOY）	N/A	—	—	—	150.00%	80.00%	66.67%	50.00%	44.44%	26.15%
销售收入	0.00	0.00	0.00	20.00	48.00	82.80	144.00	225.00	338.00	451.00
增长率（YOY）	N/A	—	—	—	140.00%	72.50%	73.91%	56.25%	50.22%	33.43%
毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	84.00%	82.00%	83.00%	83.00%	83.00%	83.00%	83.00%
销售成本	0.00	0.00	0.00	3.20	8.64	14.08	24.48	38.25	57.46	76.67
增长率（YOY）	N/A	—	—	—	170.00%	62.92%	73.91%	56.25%	50.22%	33.43%
毛利	0.00	0.00	0.00	16.80	39.36	68.72	119.52	186.75	280.54	374.33
增长率（YOY）	N/A	—	—	—	134.29%	74.60%	73.91%	56.25%	50.22%	33.43%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	0.00%	5.48%	8.57%	10.51%	12.74%	14.03%	14.92%	15.02%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.00%	5.89%	9.50%	12.25%	14.72%	15.99%	16.81%	16.84%

来源：齐鲁证券研究所

利润及相关指标测算

■ 盈利分析假设前提如下表：

图表 19：酒鬼酒盈利预测假设前提

	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业税金及附加	28.16	22.67	40.92	47.97	85.16	118.22	169.60	240.52
营业税金及附加/销售收入	13.91%	10.73%	12.53%	13.15%	15.19%	15.00%	15.00%	15.00%
营业费用	54.92	46.85	121.40	131.29	202.73	236.43	293.98	416.91
营业费用/销售收入	27.12%	22.17%	37.18%	35.98%	36.17%	30.00%	26.00%	26.00%
管理费用	133.80	57.63	63.35	70.86	82.00	70.93	101.76	144.31
管理费用/销售收入	66.08%	27.27%	19.40%	19.42%	14.63%	9.00%	9.00%	9.00%
湖南销售公司进货折价	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	64.20%	64.20%	64.20%	64.20%
京糖酒鬼酒公司进货折价	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	64.20%	64.20%	64.20%	64.20%

来源：齐鲁证券研究所

■ 酒鬼酒 2011-2013 年归属母公司净利润为 1.28 亿、2.31 亿以及 3.43 亿元，EPS 为 0.42、0.76 和 1.13 元，分别增长 61.71%、80.06%和 48.13%。

图表 20：酒鬼酒业绩综合预测表

项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股盈利（元）	0.136	0.193	0.262	0.424	0.763	1.130
净利润增长率	-34.09%	42.07%	35.79%	61.71%	80.06%	48.13%
市盈率（倍）	39.53	86.38	83.19	41.93	23.29	15.72
EV/EBITDA(倍)	35.05	88.40	96.08	34.12	19.58	13.01
EV/销售收入(倍)	5.07	14.04	11.77	6.78	4.63	3.14
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
PE/G（倍）	—	2.05	2.32	0.68	0.29	0.33
净资产收益率	6.66%	8.64%	10.50%	14.52%	20.73%	23.49%
每股净资产（元）	2.04	2.23	2.49	2.92	3.68	4.81
市净率（倍）	2.63	7.47	8.74	6.09	4.83	3.69
每股经营性现金（元）	0.07	-0.00	0.33	0.10	0.33	0.63
已上市流通A股（百万股）	128.70	173.22	205.60	205.60	205.60	205.60
总股本（百万股）	303.05	303.05	303.05	303.05	303.05	303.05

来源：齐鲁证券研究所

估值分析

- **绝对估值分析。**假设未来几年公司没有重大资本开支计划；假设未来所得税政策及分红政策维持既定水平。**DCF 估值结果显示：酒鬼酒的合理估值结果为 45.17 元。**

图表 21：酒鬼酒 DCF 估值表

每股价值	45.17	TV增长率	3.0%
隐含P/E	100.89	WACC	9.47%
企业值	13,879.12	债务	191.33
		投资	275.52
股票价值	13,687.78	少数股东权益	0.00

来源：齐鲁证券研究所

- **相对估值分析。**行业平均 PE 估值为 33 倍，公司未来三年的复合增长率达到 62.77%，参照行业 2011 年度平均 PEG0.65 计算，给出酒鬼酒 2011 年的 P/E 为 40.8 倍，考虑到酒鬼酒的基数较小，成长空间较大，给与 40 倍的估值分析，对应目标价为 16.8 元。

风险提示

- 公司的高层管理者出现较大的调整，政策的连续性面临考验；
- 湖南省内出现非常强大的竞争对手，比如洋河股份、郎酒等，短期内来看，可能性较小。

附件：酒鬼酒财务报表预测

图表 22：酒鬼酒财务报表预测

损益表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	327	365	560	788	1,131	1,603
增长率	54.49%	11.8%	53.6%	40.6%	43.5%	41.8%
营业成本	-81	-79	-146	-227	-319	-435
% 销售收入	24.7%	21.8%	26.1%	28.8%	28.2%	27.2%
毛利	246	285	414	561	812	1,168
% 销售收入	75.3%	78.2%	73.9%	71.2%	71.8%	72.8%
营业税金及附加	-41	-48	-85	-118	-170	-241
% 销售收入	12.5%	13.1%	15.2%	15.0%	15.0%	15.0%
营业费用	-121	-131	-203	-236	-294	-417
% 销售收入	37.2%	36.0%	36.2%	30.0%	26.0%	26.0%
管理费用	-63	-71	-82	-71	-102	-144
% 销售收入	19.4%	19.4%	14.6%	9.0%	9.0%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	20	35	44	135	246	366
% 销售收入	6.2%	9.7%	7.9%	17.2%	21.8%	22.8%
财务费用	-1	-6	-9	0	0	0
% 销售收入	0.3%	1.7%	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-11	-17	28	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	12	4	5	6
% 税前利润	—	1.7%	13.8%	2.9%	2.0%	1.6%
营业利润	8	13	75	140	251	372
营业利润率	2.5%	3.6%	13.4%	17.7%	22.2%	23.2%
营业外收支	33	42	11	0	0	0
税前利润	41	55	86	140	251	372
利润率	12.6%	15.1%	15.4%	17.7%	22.2%	23.2%
所得税	0	3	-7	-11	-20	-30
所得税率	0.0%	-5.4%	8.7%	8.0%	8.0%	8.0%
净利润	41	58	79	128	231	343
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0
归属于母公司的净利润	41	58	79	128	231	343
净利率	12.6%	16.0%	14.2%	16.3%	20.5%	21.4%
现金流量表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	41	58	79	128	231	343
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	37	40	-3	21	21	21
非经营收益	3	3	-8	-4	-5	-6
营运资金变动	-59	-101	33	-115	-146	-168
经营活动现金净流	22	0	100	30	101	190
资本开支	5	16	56	0	0	0
投资	0	75	95	0	0	0
其他	-9	-28	0	4	5	6
投资活动现金净流	-14	30	39	4	5	6
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-57	-37	4	-190	0	0
其他	-11	-6	-9	0	0	0
筹资活动现金净流	-68	-43	-5	-190	0	0
现金净流量	-60	-13	135	-156	106	196
资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	78	81	199	43	150	346
应收账款	198	52	71	81	117	165
存货	397	575	448	622	874	1,193
其他流动资产	4	41	70	114	159	218
流动资产	676	748	788	860	1,300	1,922
% 总资产	58.2%	61.2%	61.0%	64.1%	73.8%	81.4%
长期投资	64	60	77	77	77	77
固定资产	320	315	325	304	283	262
% 总资产	27.5%	25.8%	25.2%	22.6%	16.1%	11.1%
无形资产	101	96	93	93	93	93
非流动资产	485	474	503	482	461	439
% 总资产	41.8%	38.8%	39.0%	35.9%	26.2%	18.6%
资产总计	1,161	1,222	1,290	1,342	1,760	2,361
短期借款	100	150	191	1	1	1
应付账款	295	308	244	316	443	622
其他流动负债	133	72	99	140	200	280
流动负债	527	530	534	457	644	903
长期贷款	5	3	0	0	0	0
其他长期负债	10	10	0	0	0	0
负债	543	544	534	457	644	903
普通股股东权益	618	677	756	884	1,116	1,458
少数股东权益	0	2	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,161	1,222	1,290	1,342	1,760	2,361
比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益 (元)	0.136	0.193	0.262	0.424	0.763	1.130
每股净资产 (元)	2.040	2.233	2.495	2.919	3.682	4.812
每股经营现金净流 (元)	0.073	0.000	0.332	0.100	0.334	0.627
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	6.66%	8.64%	10.50%	14.52%	20.73%	23.49%
总资产收益率	3.54%	4.78%	6.15%	9.57%	13.14%	14.51%
投入资本收益率	3.49%	5.39%	6.03%	16.28%	25.44%	32.49%
增长率						
营业总收入增长率	54.49%	11.76%	53.60%	40.61%	43.47%	41.82%
EBIT 增长率	-40.52%	73.74%	25.69%	205.25%	81.81%	48.71%
净利润增长率	-34.09%	42.07%	35.79%	61.71%	80.06%	48.13%
总资产增长率	-11.80%	5.27%	5.55%	3.99%	31.18%	34.13%
资产管理能力						
应收账款周转天数	20.7	13.6	3.8	4.0	4.0	4.0
存货周转天数	1,786.2	2,231.9	1,276.4	1,000.0	1,000.0	1,000.0
应付账款周转天数	101.1	105.4	100.2	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	366.7	310.8	204.1	145.6	94.7	62.0
偿债能力						
净负债/股东权益	4.50%	10.69%	-1.00%	-4.75%	-13.29%	-23.60%
EBIT 利息保障倍数	17.8	5.8	4.9	—	—	—
资产负债率	46.77%	44.50%	41.41%	34.08%	36.61%	38.23%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海

联系人:王莉本

电话: 021-20315181

手机: 18616512309

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66

号东亚银行金融大厦 18 层

深圳

联系人:李霖

电话:0755-23819303

手机:15816898448

传真:0755-82717806

邮编:518048

地址:深圳市福田区深南大道

4011 号港中旅大厦 6 楼

北京

联系人:张哲

电话: 021-20315112

手机:18621368050

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66

号东亚银行金融大厦 18 层

济南

联系人:韩丽萍

电话:0531-68889516

手机:15806668226

传真:0531-68889536

邮编:250001

地址:山东济南经七路 86 号

证券大厦 2308