

酒鬼酒(000799.SZ)

走在复兴的路上

 评级: **增持**

 前次: **增持**

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

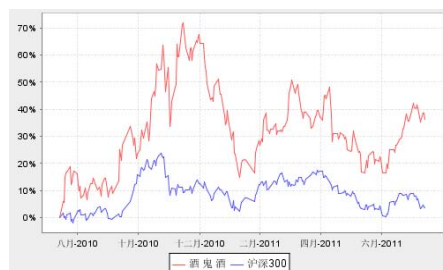
2011年7月31日

2011年7月31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)	19.98
市值(百万元)	6054.94
流通市值(百万元)	4107.98

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	801.40	1,173.75	1,602.88
营业收入增速	11.76%	53.60%	42.98%	46.46%	36.56%
净利润增长率	42.07%	35.79%	68.31%	71.43%	51.14%
摊薄每股收益(元)	0.19	0.26	0.44	0.76	1.14
前次预测每股收益(元)	0.19	0.26	0.44	0.76	1.13
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	45.30	26.42	17.48
PEG	2.05	2.32	0.66	0.37	0.34
每股净资产(元)	2.23	2.49	2.94	3.69	4.83
每股现金流量	0.00	0.33	0.06	0.31	0.66
净资产收益率	8.64%	10.50%	15.02%	20.48%	23.64%
市净率	7.47	8.74	6.81	5.41	4.13
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

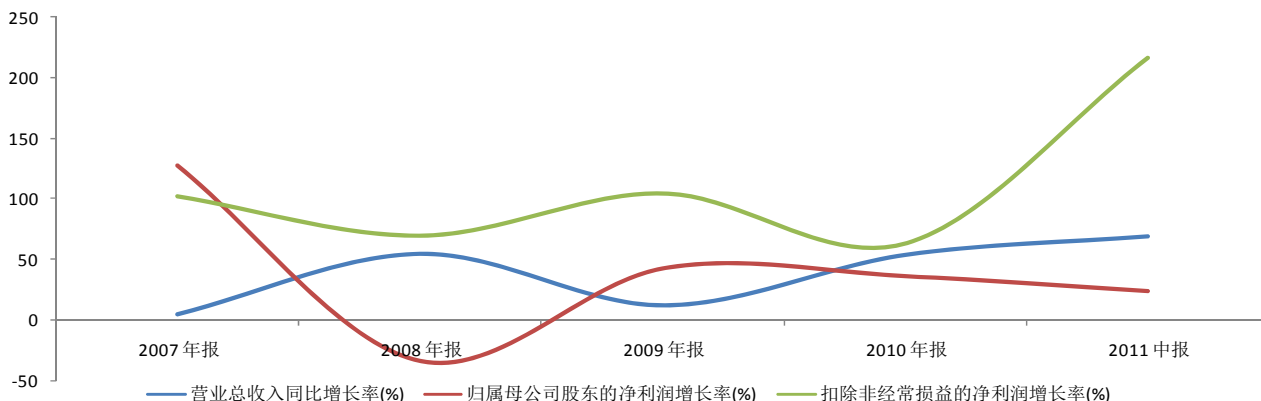
- 酒鬼中报披露营收达 3.98 亿, 增长 69.87%; 营业利润 5589.6 万, 增长 34.86%; EPS 为 0.20 元, 同比增长 23.41%, 扣除非经常性损益后的增速达到 215.9%; 以上数据表明公司真实的主营业务增长速度和质量快速提升;
- 公司的高档产品增速达 56.96%, 而毛利率上升 3.21 个百分点至 85.31%, 表明了公司的核心高端品牌运营质量明显提升, 而中低端以湘泉为主导的品牌增速达 110.05%, 成为新的增长点, 对公司消化中低端基酒、高端持续放量具有战略意义;
- 公司基本明确了湖南、北方、南方三大营销中心的稳健细化扩张战略, 同时明确了将公司基础管理、品牌品类营销、优质产能作为进一步提升的方向; 综合来看公司对下一步的发展方向思路明晰, 综合提升, 具有较强的可持续性和务实性;
- 酒鬼酒的未来基本清晰: 成为湖南省内 300-1200 元高端主流品牌, 市场份额持续扩大, 具备定价能力; 成为持续扩大的全国次高端份额的小众品类和主要区域的重要品牌之一; 酒鬼酒差异化的高端品牌形象、强劲的年份品质和独特的馥郁香型领袖会持续推动酒鬼酒回归高端、回归省内主流; 酒鬼酒未来发展的天时、地利、人和持续推动其复兴;
- 小幅上调 2011-2013 年营收至 8.01、11.74 和 16.03 亿; 净利润达 1.34、2.29 和 3.46 亿; EPS 达 0.44、0.76 和 1.14 元, 分别增长 68.31%、71.43%和 51.14%;
- 维持“增持”评级, 维持原有估值方法不变, 目标价 20.6-22.8 元, 建议广大投资者积极增持。

淡季营收高增长，现金流和预收款再创新高

2011 年上半年营收略超预期，财务数据透露强势增长信号

- 2011 年上半年公司实现营收 3.98 亿元，同比增长 68.97%；实现归属于上市公司股东的净利润 6085.8 万元，同比增长 23.41%；EPS 达 0.20 元，同比增长 23.42%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润为 3905.5 万元，同比增长 215.9%。

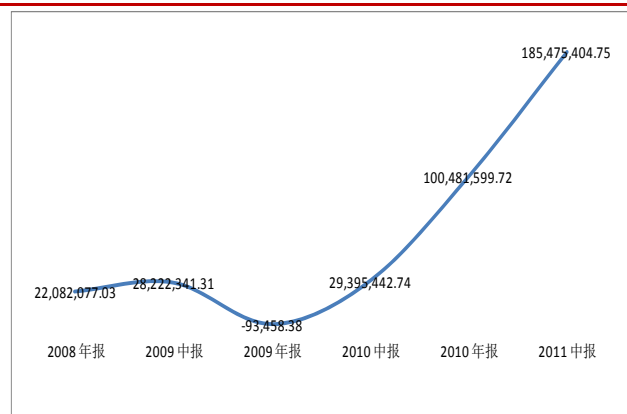
图表 1：酒鬼酒的营收和利润增速



来源：Wind 资讯、齐鲁证券研究所

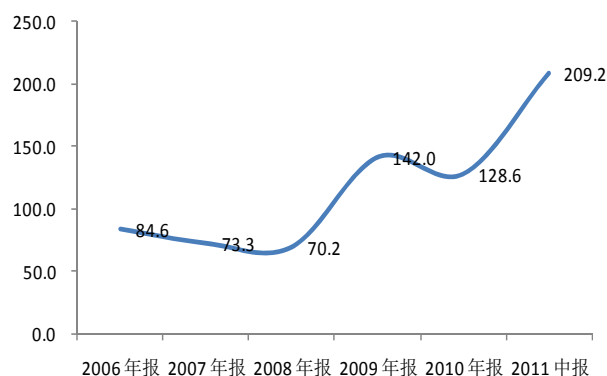
- 公司现金流量快速提升，预收账款大幅增加，报告期末预收帐款 2.09 亿元，比年初增长 8066 万元，增幅达 62.74%。其中新增 1 年以上预收账款 4209 万元，创历史新高。

图表 2：酒鬼酒经营活动产生的现金净流量（元）



来源：Wind 资讯、齐鲁证券研究所

图表 3：酒鬼酒预收账款（百万元）



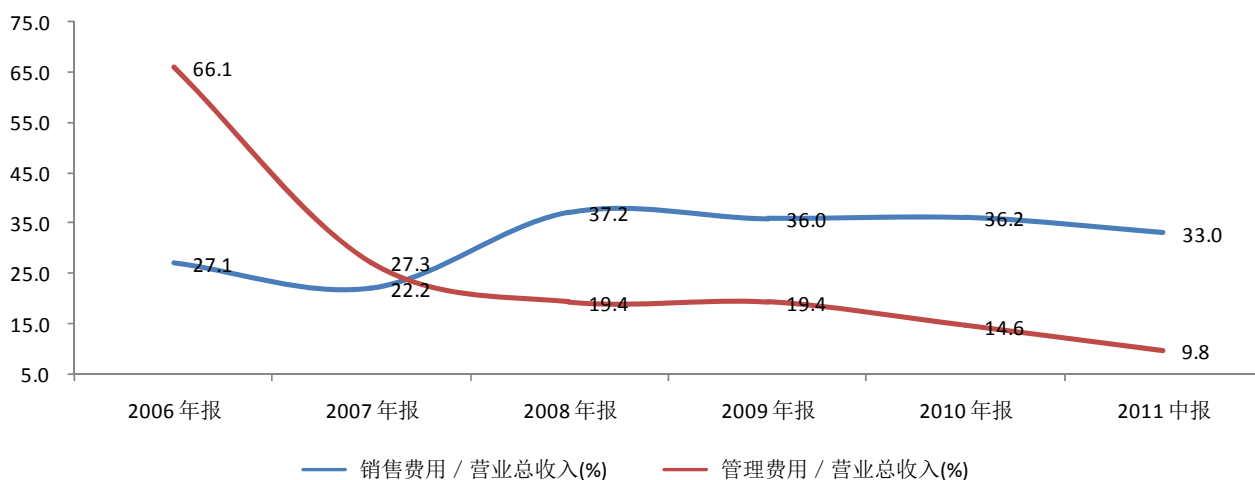
来源：Wind 资讯、齐鲁证券研究所

管理能力持续提升，细化下沉渠道模式产生实效

- 2011 年上半年销售费用率、管理费用率双双下降。销售费用率由 10 年的 36.2% 下降至 33%，管理费用率由 14.6% 下降至 9.8%，企业高档酒毛利率进一步提升至 85.31%，上升 3.21 个百分点，净利率由 10 年的 14.05% 提升至

15.28%，显示了明显的营收质量提升迹象，对未来的净利润率持续提升打开了明显的上升通道。

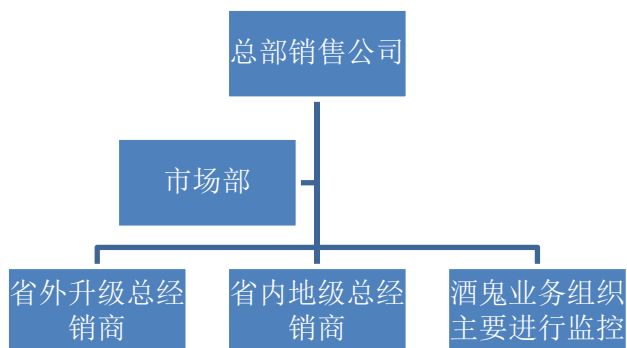
图表 4：酒鬼酒销售、管理费用率



来源：Wind 资讯，齐鲁证券研究所

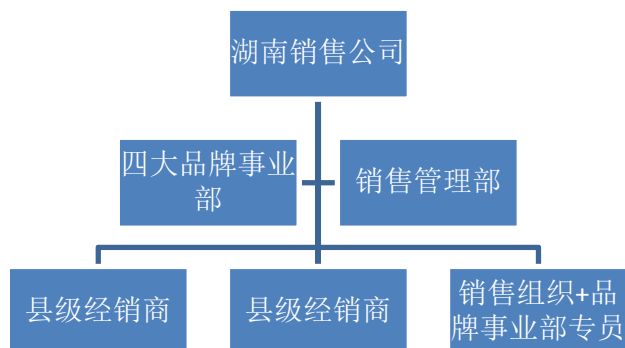
- 组织架构支撑品牌+渠道细化运营，四个专业的品牌事业部集中管理公司四大品牌，每个地区派出品牌管理人员，特别是对费用的投入进行管理，保证落到实处，形成正向循环。

图表 5：调整前湖南的运营组织模式



来源：齐鲁证券研究所

图表 6：调整后的湖南运营组织模式



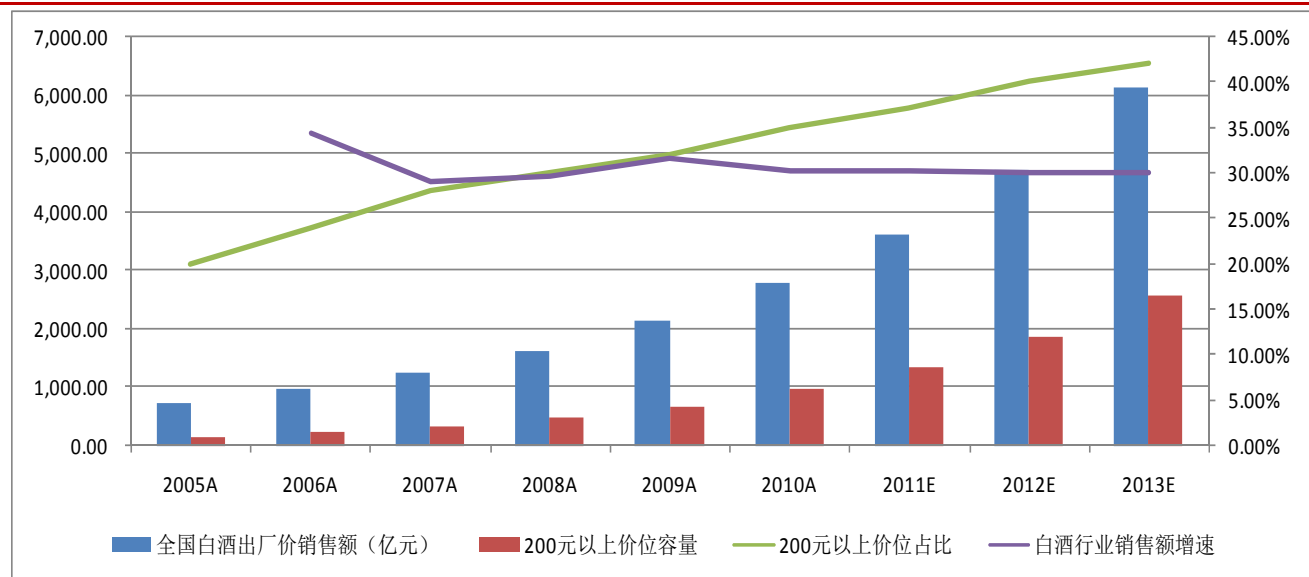
来源：齐鲁证券研究所

天时、地利、人和推动酒鬼复兴

天时-次高端、超高端的市场需求持续强劲

■ 次高端和超高端的强劲需求推动酒鬼这一高端稀缺品牌价值持续回归；

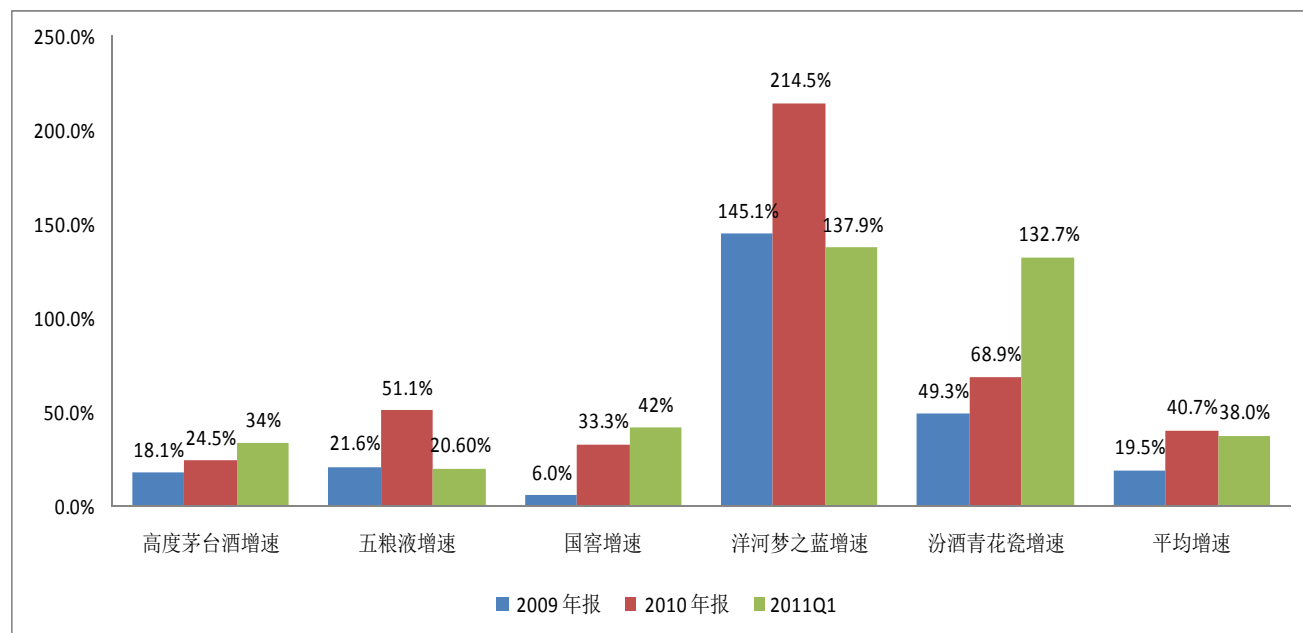
图表 7：白酒行业零售价 200 元以上价位市场容量（亿元）



来源：wind 资讯 齐鲁证券研究所

■ 超高端市场需求强劲，酒鬼内参省内高增长非偶然，而是一种趋势；

图表 8：500 元以上高端主流品牌增长速度

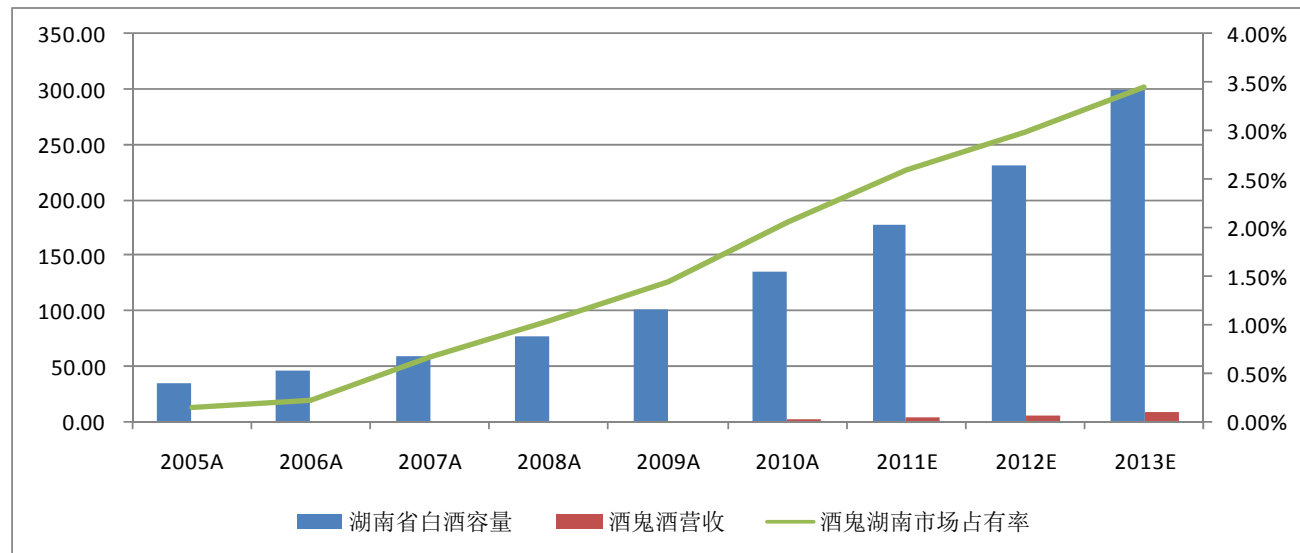


来源：上市公司年报、季报 齐鲁证券研究所

地利-湖南省内高端需求强劲，唯一地产高端名酒品牌

- 湖南作为高端白酒的消费大省，其 200 元以上价位白酒需求强劲，据行业人事推断不低于总容量的 40%。

图表 9：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

人和-运营战略清晰，管理团队持续 稳定

- 公司管理团队稳健，7 月 29 日公布的新一届执行董事和高端团队无重大变化，显示了公司管理团队稳健和业绩快速提升的良性发展态势；
- 公司管理能力持续提升，各方面改进较大。

图表 10：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
管理层持续变动	管理层基本稳定，执行董事和管理层进入新一届任期

来源：经销商调研 齐鲁证券研究所

附件一：齐鲁证券食品饮料行业报告

图表 11：2011 年齐鲁证券食品饮料小组相关研究报告

序号	日期	报告标题
01	2011 年 2 月 13 日	《高端白酒专题报告》
02	2011 年 3 月 6 日	《山西汾酒-后发竞争优势带动汾酒加速复兴》
03	2011 年 3 月 11 日	《山西汾酒 2011 年业绩快报点评》
04	2011 年 3 月 23 日	《从 2011 年春季糖酒会看山西汾酒的长期投资价值》
05	2011 年 3 月 29 日	《山西汾酒一回归一线 拐点到来》
06	2011 年 3 月 29 日	《山西汾酒—主力提价 加速高成长》
07	2011 年 4 月 7 日	《几家欢喜几家愁—酒水行业提价风波点评》
08	2011 年 4 月 12 日	《洋河股份—新一轮深度全国化高质量增长拉开帷幕》
09	2011 年 4 月 13 日	《山西汾酒年报点评—先施肥后开花再结果》
10	2011 年 4 月 22 日	《山西汾酒 2011 年一季报点评—业绩加速增长 后发优势凸显》
11	2011 年 4 月 24 日	《洋河股份：高端化全国化带动业绩强劲增长,调高 2011 年 EPS 至 8.36 元》
12	2011 年 5 月 12 日	《张裕 A：舞台更高更大，价值更优更远》
13	2011 年 5 月 15 日	《山西汾酒-再造品牌运营架构，加速高端化全国化》
14	2011 年 5 月 21 日	《山西汾酒的未来在哪里》
15	2011 年 6 月 2 日	《酒鬼酒-三大高端品牌全面启动，迎接 2012 年盈利拐点》
16	2011 年 6 月 20 日	《酒鬼酒-生产扩大，营销缺钱，现金流入正当时》
17	2011 年 6 月 29 日	《把握白酒结构升级和整合内涵，精准选股实现长期超额汇报》
18	2011 年 7 月 6 日	洋河股份《增长战略清晰，增长质量全面提升》
19	2011 年 7 月 6 日	五粮液《高端白酒扩容的最大受益者》
20	2011 年 7 月 9 日	山西汾酒《业绩延续高增长，搏击一片蓝海》

来源：齐鲁证券研究所

附件二：酒鬼酒财务报表预测

图表 12：酒鬼酒财务报表预测

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)					
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E
营业总收入	327	365	560	801	1,174	1,603	货币资金	78	81	199	38	135
增长率	54.49%	11.8%	53.6%	43.0%	46.5%	36.6%	应收账款	198	52	71	83	121
营业成本	-81	-79	-146	-233	-331	-439	存货	397	575	448	638	907
%销售收入	24.7%	21.8%	26.1%	29.0%	28.2%	27.4%	其他流动资产	4	41	70	116	166
毛利	246	285	414	569	843	1,164	流动资产	676	748	788	874	1,329
%销售收入	75.3%	78.2%	73.9%	71.0%	71.8%	72.6%	%总资产	58.2%	61.2%	61.0%	64.5%	74.3%
营业税金及附加	-41	-48	-85	-120	-176	-240	长期投资	64	60	77	77	77
%销售收入	12.5%	13.1%	15.2%	15.0%	15.0%	15.0%	固定资产	320	315	325	304	283
营业费用	-121	-131	-203	-240	-323	-417	%总资产	27.5%	25.8%	25.2%	22.4%	15.8%
%销售收入	37.2%	36.0%	36.2%	30.0%	27.5%	26.0%	无形资产	101	96	93	93	93
管理费用	-63	-71	-82	-72	-100	-136	非流动资产	485	474	503	482	461
%销售收入	19.4%	19.4%	14.6%	9.0%	8.5%	8.5%	%总资产	41.8%	38.8%	39.0%	35.5%	25.7%
息税前利润 (EBIT)	20	35	44	136	244	370	资产总计	1,161	1,222	1,290	1,356	1,790
%销售收入	6.2%	9.7%	7.9%	17.0%	20.8%	23.1%	短期借款	100	150	191	1	1
财务费用	-1	-6	-9	0	0	0	应付款项	295	308	244	322	462
%销售收入	0.3%	1.7%	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动负债	133	72	99	143	207
资产减值损失	-11	-17	28	0	0	0	流动负债	527	530	534	466	671
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	5	3	0	0	0
投资收益	0	1	12	9	5	6	其他长期负债	10	10	0	0	0
%税前利润	—	1.7%	13.8%	6.4%	2.0%	1.6%	负债	543	544	534	466	671
营业利润	8	13	75	145	249	376	普通股股东权益	618	677	756	890	1,119
营业利润率	2.5%	3.6%	13.4%	18.1%	21.2%	23.5%	少数股东权益	0	2	0	0	0
营业外收支	33	42	11	0	0	0	负债股东权益合计	1,161	1,222	1,290	1,356	1,790
税前利润	41	55	86	145	249	376	比率分析					
利润率	12.6%	15.1%	15.4%	18.1%	21.2%	23.5%		2008	2009	2010	2011E	2012E
所得税	0	3	-7	-12	-20	-30	每股指标					
所得税率	0.0%	-5.4%	8.7%	8.0%	8.0%	8.0%	每股收益 (元)	0.136	0.193	0.262	0.441	0.756
净利润	41	58	79	134	229	346	每股净资产 (元)	2.040	2.233	2.495	2.936	3.692
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0	每股经营现金净流 (元)	0.073	0.000	0.332	0.064	0.306
归属于母公司的净利润	41	58	79	134	229	346	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	12.6%	16.0%	14.2%	16.7%	19.5%	21.6%	回报率					
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	6.66%	8.64%	10.50%	15.02%	20.48%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	总资产收益率	3.54%	4.78%	6.15%	9.86%	12.80%
净利润	41	58	79	134	229	346	投入资本收益率	3.49%	5.39%	6.03%	16.10%	24.72%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率					
非现金支出	37	40	-3	21	21	21	营业总收入增长率	54.49%	11.76%	53.60%	42.98%	46.46%
非经营收益	3	3	-8	-9	-5	-6	EBIT增长率	-40.52%	73.74%	25.69%	206.25%	79.54%
营运资金变动	-59	-101	33	-126	-153	-161	净利润增长率	-34.09%	42.07%	35.79%	68.31%	71.43%
经营活动现金净流	22	0	100	19	93	200	总资产增长率	-11.80%	5.27%	5.55%	5.08%	31.98%
资本开支	5	16	56	0	0	0	资产管理能力					
投资	0	75	95	0	0	0	应收账款周转天数	20.7	13.6	3.8	4.0	4.0
其他	-9	-28	0	9	5	6	存货周转天数	1,786.2	2,231.9	1,276.4	1,000.0	1,000.0
投资活动现金净流	-14	30	39	9	5	6	应付账款周转天数	101.1	105.4	100.2	100.0	100.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	366.7	310.8	204.1	143.2	91.2
债权募资	-57	-37	4	-190	0	0	偿债能力					
其他	-11	-6	-9	0	0	0	净负债/股东权益	4.50%	10.69%	-1.00%	-4.09%	-11.98%
筹资活动现金净流	-68	-43	-5	-190	0	0	EBIT利息保障倍数	17.8	5.8	4.9	—	—
现金净流量	-60	-13	135	-161	98	206	资产负债率	46.77%	44.50%	41.41%	34.38%	37.48%

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:阴红星
电话:0531-68889520
手机:13969199716
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308