

朱卫华 0755-82943101  
 zhuweihua@cmschina.com.cn

 董广阳、黄璐 0755-82943140  
 donggy@cmschina.com.cn

2009年5月13日

# 酒鬼酒（000799）凤凰涅槃，浴火重生

## 糖酒会见闻录之八

### 日用消费

### 食品饮料

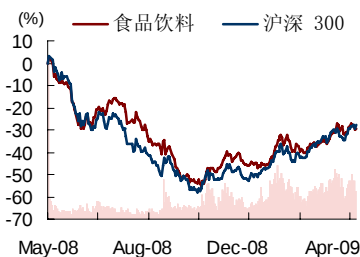
上证指数 2618

### 行业规模

|          |      | 占比% |
|----------|------|-----|
| 股票家数（只）  | 47   | 3.0 |
| 总市值（亿元）  | 4256 | 2.3 |
| 流通市值（亿元） | 2661 | 3.5 |

### 行业指数

| %    | 1m   | 6m   | 12m   |
|------|------|------|-------|
| 绝对表现 | 7.1  | 53.9 | -29.8 |
| 相对表现 | -0.3 | -0.8 | -1.2  |



### 相关报告

- 1.《糖酒会见闻录之七-洋河：蓝色经典 蓝动中国》2009/4/16
- 2.《糖酒会见闻录之六-张裕积极西进，新天打造尼雅生态消费》2009/4/8
- 3.《糖酒会见闻录之五-郎酒：群郎共舞，气度不凡》2008/4/7
- 4.《糖酒会见闻录之四-水井坊（600779）酒业歉年，地产相补》2008/4/7
- 5.《糖酒会见闻录之三-古井贡（000596）年份原浆初露锋芒》2009/3/31
- 6.《糖酒会见闻录之二-五粮液（000858）发力酱香，加强团购》2009/3/27
- 7.《糖酒会见闻录之一-维维股份（600300）旗下双沟酒业发展超预期》2009/3/20

本文谢绝媒体以任何形式转载或转述

成都糖酒会期间我们参加了酒鬼酒经销商恳谈会，和公司及部分经销商做了交流。公司所在的湘西州吉首市离凤凰古城仅 60 公里，公司也与凤凰二字有缘，在经历了十年烈火煎熬与考验后，酒鬼酒正在重生中升华。

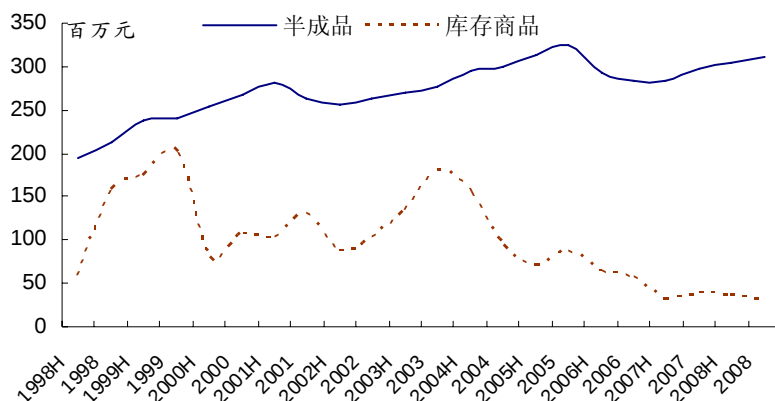
□ 酒鬼酒基本面正在发生积极转变，不过离销售发力尚有大量基础工作要做。第一阶段，中糖入主的过去两年多时间在资产清理、人才引进、产品品质提升（确立馥郁香型）、销售渠道代理方面做了诸多努力，然销售未能有效启动；第二阶段，总经理徐可强今年上任伊始就对企业做了全面诊治；第三阶段将是人员调配、产品体系重构、渠道建设、市场推广等具体策略的落实，预计到今年国庆中秋才能看到一些实效，第四阶段则是要解决人员激励问题，其中三四阶段尚任重而道远。

□ 06 年 12 月中糖入主之后，公司基本面逐步好转体现在产品品质、财务状况、股东支持三方面。

- 酒鬼酒在品质和产能上已具备良好基础。由中国糖业酒类集团和香港皇权集团重组酒鬼酒后，在 2006 年末起资源整合，战略聚焦，从泸州老窖聘请了国家级白酒勾调大师吴晓萍女士担任总工程师，吴女士对公司 3 万吨存酒全面复查，并精心勾调出一品三香的馥郁香型新酒鬼酒，其品质和香型获得国内白酒专家的一致认可，08 年 12 月地理标志保护标志获通过，目前馥郁香型酒的国标也正在申报。
- 公司财务状况逐步好转。控股股东入主以来，先后对公司进行员工身份置换，偿还部分债务和免除债务利息，转让利新源房地产公司 53% 的股权给中铁武汉置业公司，剥离与就业资产无关的药业和陶瓷业务等，使公司财务安全性得以加强，并获得资金集中于发展白酒主营业务。公司也表示目前不差钱，不足可以借，但是投入太多影响业绩。
- 股东给予全力支持。一是糖酒集团利用自身优势为公司积极物色人才，先后引进吴晓萍、范震、徐可强等人，壮大公司生产经营管理团队；二是糖酒集团和皇权集团分别为酒鬼酒开放销售渠道，其中糖酒集团以最优惠政策提供直属销售网络及参股的连锁商超渠道支持，并利用自身在糖酒系统的影响力和糖酒会的主办方优势，为公司提供物流、展位、宣传等方面支持，扩大酒鬼酒销售面。皇权集团以其所属的亚太地区铁路、机场免税店提供销售渠道支持。这是其他同行所没有的优势。

- 公司的优势在于产品馥郁香型的确立，3万吨基酒价值有望重估。馥郁香型从05年起就研究，07年研究成功，08年12月公司批下地理保护标志，目前馥郁香型酒的国标也正在申报。公司全盛时期产能22000吨，其中酒鬼2000吨，湘泉20000吨，目前因为销售没有打开，产量只做到3000多吨，08年销量2800吨，其中酒鬼700吨，其它为低档酒。因过去十年发展缓慢积累下来的3万吨基酒、300多吨洞藏酒成为企业的宝贵财富，一旦将来公司销售转好，这块基酒的价值有望得到重估（以当前市值27亿元计，一吨库存基酒对应市值为9万元，因库存基酒的酒质年限不详，本文暂不对其估值）。

**图1、公司10年来存货中自制半成品和库存商品量变动**



资料来源：招商研发

- 当下最大的问题还在于动销不足，关键是销售体系未理顺，市场表现一是产品、价格体系较乱，二是渠道管控力度薄弱。据我们了解，酒鬼酒的定价非常混乱，比如52度酒鬼酒售价400多元，54度才200多元，了解酒鬼酒的人知道这是新款老款的差别，老款更暴烈一些，新款是吴晓萍调出的酒，口感柔和，但二者并列于货架，让消费者怎么认知、怎么选择？再比如同样是新款的50度酒鬼酒售价200多元，与52度酒价差200元，1度就差100元！公司还有46度、42度、38度的酒，在价格定位上仍不够清晰。此外在公司主品牌之外，还有总经销品牌典藏酒鬼、鉴藏陆拾酒鬼酒等，定价高高低低都有，这也影响其主品牌的发挥。公司销售情况依然不乐观，不仅是省外市场如山东，即使省内市场如长沙、株洲等，经销商都表示产品窜货严重，存在价格倒挂现象，经销商已无钱可赚。
- 五粮液原总经理徐可强的加盟为凝聚团队、改善经营带来希望。今年2月27日公司发布公告，聘任原五粮液总经理徐可强担任公司总经理，任期至2011年6月。
  - 我们认为，徐总加盟酒鬼酒，首先是公司拥有了一位领军人物，利于打造一支团队，凝聚公司内外的人气。可以说五粮液的辉煌有徐总一半的功劳，徐总在白酒界内具有极高声望。1) 徐总成为团队的灵魂人物。在徐总来之前，公司也招兵买马组建队伍，从团队构成看，有部分酒鬼的原班人马、有来自股东中糖的人，有从白酒、葡萄酒行业挖来的人，大家的理念各异，现在有个核心人物来统筹梳理，更有利于分工协作。2) 徐总的到来让经销商信心十足。国内许多大经销商当今地位都离不开徐总当初的扶持。媒体报道，糖酒会期间，不少经销商愿意给酒鬼“打款”合作，据说数额高达酒鬼酒一年的销售额，但徐可强婉拒了。他给出的理由是：先把酒鬼内部理顺再说。我们认为这是稳健的做

法，也为公司蓄势后的爆发提供了想象空间。

- **徐总加盟的另一重要作用，是其具备丰富的酒业管理营销经验。**据了解，徐总到公司后，立即展开调研，提出了七大类 30 多条意见，涉及采购、物流、产品体系、市场、渠道、财务等多方面内容，句句都切中要害。我们在经销商会现场也切身感受到，徐总短短十几分钟的发言务实、从容，提出在做好产品的基础上，要提高对经销商的服务意识，从签约、包装、采购、运输都要做到快捷方便，转变销售公司和办事处以招商、催款、转移库存的观念，加强指导和协助经销商做好终端等，严格打击窜货捣货等行为，赢得了经销商七八次热烈的掌声。
  - **徐总出面，吴晓萍“出走”事件影响应能化解。**近期媒体报道吴晓萍女士辞职受聘剑南春文君酒业，我们目前尚未看到公司正式发布相关公告。吴总 06 年 12 月份到酒鬼，为酒鬼的馥郁香型立下奇功，如果因年岁与家庭之故回到四川，我们认为她还会继续担任公司的顾问，支持徐总的工作。酒鬼酒的酒体设计参数已经确立，未来用电脑自动勾调，吴总尚有几位弟子留在酒鬼酒，酒鬼酒的品质应可以得到保障。
  - **韩东受聘常务副总经理，加强了公司营销团队力量，也消除了市场对徐总年事高可能带来人事不稳定的担忧。**4 月 23 日，公司发布公告，聘任原四川省酒鬼年份酒销售有限公司总经理韩东先生为公司常务副总经理。韩东先生曾作为大经销商将五粮液的开发品牌“百年老店”在短短三年内运作成年销售额超 3 亿元、品牌价值 21 亿元的产品，个人也在此时掘到第一桶金，其后他又担任四川蒙顶皇茶有限公司董事长，将蒙顶茶打造成中国十大名茶之一，将蒙顶山确立为世界茶文化发源地之一、4A 级旅游风景区。2006 年，韩东注资 1 亿元买断酒鬼年份酒系列 15 年的经销权，成为酒鬼酒的资本方和运作方，力图抢占高端白酒市场份额（06 年年份酒实现回款 1200 万元）。此次受聘担任酒鬼酒常务副总经理，身份角色发生转变，我们认为应是基于徐总和韩总在五粮液期间的合作经历，二人现在酒鬼酒的再一次合作，既加强了公司的营销团队力量，也消除了此前市场对徐总年事高方面的担忧，未来徐总的稳健内敛风格与韩总的造势营销魄力能否有机结合是最值得关注的地方。
- **09 年公司产品结构和营销体系建设有望得到改善。09 年公司产品结构和营销体系调整见下表，我们认为，公司思路正确，关键在于如何尽快落实执行。**

**表 1、酒鬼酒公司产品体系暨 09 年产品策略**

| 产品系列 | 价位          | 推广策略                                  | 点评                                             |
|------|-------------|---------------------------------------|------------------------------------------------|
| 洞藏系列 | >2000 元     | 加大宣传力度，成都糖酒会期间公司协同郎酒等一批洞藏酒企业发起洞藏文化研究会 | 欲强化酒鬼酒的洞藏卖点，我们认为公司这一努力值得肯定，不过其效果仍须看公司能否持续营销创新。 |
| 内参系列 | 1180-1680 元 | 在 3-5 年内要把内参大造成中国第一政务用酒               | 该酒李瑞环取名，李铁映题字，黄永玉设计包装，公司期望甚高                   |
| 典藏系列 | >500 元      | 审慎对待带酒鬼两字的产品和麻袋型产品，开发个别产品定价要高于精品系列    | 全国总经销品牌，填补酒鬼和内参之间的价格空挡                         |

|                           |                    |                                     |                                     |
|---------------------------|--------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|
| 52 度、46 度<br>精品酒鬼         | 52 度零售<br>价 470 元  | 包装不变，加上“精品”字样，以后称<br>精品酒鬼，树形象、价格和品位 | 加大与 50 度产品间的区别，提升形象，思<br>路不错        |
| 50 度酒鬼及<br>新推出 38 度<br>酒鬼 | 50 度零售<br>价近 300 元 | 包装由宣纸改为铜版纸，加大与 52<br>度精品在外观的区别，走量产品 | 公司加大中间价格档产品力度承接消费层<br>次下移，并加强终端推广力度 |
| 湘泉系列                      | <80 元              | 做好全国性规划，也可根据实际开发<br>区域性产品           | 采取了行业一致的低端酒放开的做法                    |
| 54 度酒鬼                    |                    | 停止开发                                |                                     |

资料来源：招商研发

**表 2、酒鬼酒公司 09 年营销体系建设**

| 营销体系建设                                                  | 点评                                                                  |
|---------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------|
| 加快费用核报，打算逐月核报                                           | 酒鬼酒过去报账速度，经销商负面反映较多                                                 |
| 推进高管与市场对接，全力利用公关资源促进销<br>售，取消费用投入与销售收入捆绑                | 公司目前已经具备股东渠道、高管人脉等优质资源，关键在<br>于自身机制的理顺                              |
| 根据实际情况，制定方案，今年还会适度增加费用<br>投入。在央视一套黄金时段、湖南卫视加大广告宣<br>传力度 | 这点公司内部仍有不一致：因为产品集中在几个省市销售，<br>央视一套广告是否浪费资源，湖南卫视是否过于娱乐化而与<br>产品形象不符？ |
| 做好亮点推广，做好终端和团购，把握湘籍政、军、<br>商人士，倡导喝家乡好酒，创事业辉煌            | 公司得到州政府的全力支持，以湘籍人士为突破口是不错的<br>选择，加大团购是顺应自带酒水趋势的举措                   |
| 锁定湘菜馆                                                   | 湘酒借势湘菜是个不错的做法                                                       |
| 重点打造 52 度精品、50 度酒鬼和内参酒 3 款亿元<br>产品，建立 10-15 个千万元市场      | 公司在湖南 60-70 亿的白酒市场占比不到 5%，若能理顺自身<br>销售体系，短期内销售增长数倍不是不可能             |

资料来源：招商研发

□ 在上述策略落实的条件下，我们认为公司仍面临如何协调长短期利益、做好团队激励和产品诉求等三项挑战。

➢ **挑战一：长期利益与短期利益的冲突。**大股东承诺公司 09 年业绩目标 5000 万元，实现 EPS0.16 元，相比 08 年增长 21.45%，不足部分大股东补足。公司要实现该目标说易也易，说难也难。如果徐总“振臂一呼”，客户资金必定云集，经营业绩很容易实现，这是周围人最希望见到的，不过很显然这种做法是短利长害，将来市场一片混乱不易收拾，中糖入主之后迫于启动销售的压力就是这么做的，放开品牌卖断经营，结果公司始终未复元气。徐总选择了稳健低调的做法，不是以收入快速增长为第一目标，而是首先修炼内外功，夯实市场基础，这样以后的路会更容易走，不过今年要实现 5000 万元的经营性业绩倒不是太容易了，有这 5000 万的硬标准，公司如果又要保障市场费用投入，就

只能把收入快速做大。所以我们认为，徐总与大股东之间要有协调。

- **挑战二：**公司除了徐总与吴总不是为了高额报酬而来，大多数中高层经理人员（三四十岁左右）都是背井离乡来到湘西，希望成就一番事业、并实现个人价值。从企业长远发展看，我们认为公司后续若没有相应的激励措施，恐怕难以保证团队的稳定性。
- **挑战三：**关于“酒鬼”的内涵如何阐释目前仍没有定论，影响了公司广告宣传的铺开进度。公司过去产品诉求点两年五六变，正是因其没有把握好酒鬼的内涵。我们已看到的酒鬼酒广告虽然画面绚丽，风景秀美，音乐充满湘西风情，但无上妙品酒鬼酒的诉求点依旧模糊。公司在这方面一直在苦苦求索，也有提出酒鬼是一种自然、洒脱的生活主张，又认为酒鬼的名称在政务接待、婚宴等场合不合适，但究竟如何诉求仍无明确定论。

- **公司在 07、08 年销售收入改观，但费用吞噬利润，业绩依赖于营业外收入弥补，09 年一二季度仍属于磨合调整期，经营性收益要看 09 年末旺季启动之时。**公司 08 年报显示，公司实现主营业务收入 3.27 亿元，同比增长 54.5%，但营业利润仅 820 万，同比下降 30%，净利润 4100 万，同比下降 34%。实现 EPS0.14 元。09 年一季度公司销售收入 6400 万元，同比下降 19%，营业利润为-600 万，再次陷入亏损。营业利润微薄，主要是期间费用率高企，其中销售费用率和管理费率达到 25%和 19%，远高于行业平均水平。费用率高企一是费用控制不够严格，二是缺乏规模效应，据了解，徐总已经为公司制定了严格预算管理制度，这方面的问题将逐步解决。

**表 3、酒鬼酒公司业绩高度依赖营业外收入**

| 单位：万元       | 2008 年度 | 2007 年度 |
|-------------|---------|---------|
| 非流动资产处置利得   | 155     | 4       |
| 其中：固定资产处置利得 | 1       | 4       |
| 无形资产处置利得    | 154     | 0       |
| 罚款净收入       | 71      | 0       |
| 债务重组利得      | 1763    | 5047    |
| 政府补助        | 1610    | 103     |
| 其 他         | 17      | 109     |
| 营业外收入合计     | 3617    | 5263    |
| 当年利润总额      | 4117    | 6246    |
| 营业外收入占利润比   | 87.9%   | 84.3%   |

资料来源：公司公告，招商研发

**表 4、酒鬼酒公司期间费用率处于行业最高**

| 单位: %  | 毛利率  | 期间费率 | 营业费用率 | 管理费用率 | 财务费用率 |
|--------|------|------|-------|-------|-------|
| 泸州老窖   | 66.1 | 19.5 | 13.5  | 6.0   | 0.1   |
| 古井贡酒   | 38.5 | 21.1 | 10.5  | 10.3  | 0.3   |
| 酒鬼酒    | 75.3 | 56.9 | 37.2  | 19.4  | 0.3   |
| 五粮液    | 54.4 | 16.6 | 11.2  | 7.4   | -2.0  |
| *ST 皇台 | 14.2 | 45.3 | 5.8   | 29.8  | 9.7   |
| 伊力特    | 45.6 | 11.2 | 5.1   | 6.3   | -0.2  |
| 金种子酒   | 33.0 | 18.8 | 12.5  | 5.3   | 1.0   |
| 贵州茅台   | 90.3 | 16.6 | 6.5   | 11.4  | -1.2  |
| 沱牌曲酒   | 49.6 | 33.1 | 19.0  | 9.7   | 4.3   |
| 新华锦    | 7.2  | 6.7  | 4.6   | 1.9   | 0.3   |
| 水井坊    | 78.6 | 29.0 | 19.8  | 9.3   | -0.2  |
| 山西汾酒   | 76.5 | 29.0 | 19.6  | 9.4   | 0.0   |

资料来源: 公司公告, 招商研发

- **投资策略:** 徐总到任后公司战略思路清晰, 不过我们认为, 团队融合、销售体系梳理需要一两个季度时间, 如果理顺, 公司有望在国庆中秋确立向上拐点。公司未来股价走势受多方面因素影响, 正面因素一是徐总声名卓著、公司经营正在向上拐点; 二是公司 3 万吨存酒资源、馥郁香型标准的确立; 负面因素一是公司有 4452 万股小非 2009 年 2 月 25 日上市流通, 占股本总数 14.69%, 该部分股权是通过拍卖所得, 每股成本仅 1.2 元, 二是目前股价对应公司承诺的业绩 PE55 倍左右, 定位偏高。综合下来, 我们认为目前价位可以做尝试性配置, 未来如果估值达到相对合理水平, 可以进一步增持。

**表 4、酒鬼酒公司酒业销售收入结构**

| 单位: 百万元 | 05H   | 2005  | 06H     | 2006   | 07H     | 2007    | 08H    | 2008  |
|---------|-------|-------|---------|--------|---------|---------|--------|-------|
| 销售收入    | 278   | 358   | 98      | 202    | 81      | 211     | 138    | 327   |
| 高档酒     | 177   |       | 64      | 140    | 68      | 183     | 117    | 277   |
| 中低档酒    | 100   | 221   | 34      | 51     | 13      | 28      | 20     | 50    |
| 销售收入增长率 |       |       | -64.9%  | -43.4% | -17.0%  | 4.4%    | 69.9%  | 54.5% |
| 高档酒     |       |       | -64.0%  |        | 6.9%    | 31.2%   | 71.8%  | 50.9% |
| 中低档酒    |       |       | -66.6%  |        | -62.2%  | -45.0%  | 58.9%  | 78.2% |
| 毛利      | 136   | 148   | 44      | 101    | 50      | 161     | 103    | 246   |
| 高档酒     | 116   |       | 45      | 104    | 54      | 148     | 96     | 229   |
| 中低档酒    | 20    | 94    | -1      | -3     | -4      | 13      | 6      | 17    |
| 毛利增长率   |       |       | -67.5%  | -31.8% | 13.0%   | 60.2%   | 105.1% | 52.5% |
| 高档酒     |       |       | -61.0%  | 19.0%  | 42.5%   | 78.8%   | 54.4%  | 54%   |
| 中低档酒    |       |       | -105.4% | 244.5% | -569.0% | -267.3% | 31.6%  | 32%   |
| 毛利率     | 49.1% | 41.3% | 45.4%   | 49.7%  | 61.9%   | 76.3%   | 74.7%  | 75.3% |
| 高档酒     | 65.4% |       | 70.8%   | 74.3%  | 78.9%   | 80.7%   | 82.1%  | 82.6% |
| 中低档酒    | 20.3% | 42.3% | -3.3%   | -5.5%  | -29.9%  | 47.3%   | 31.5%  | 34.9% |

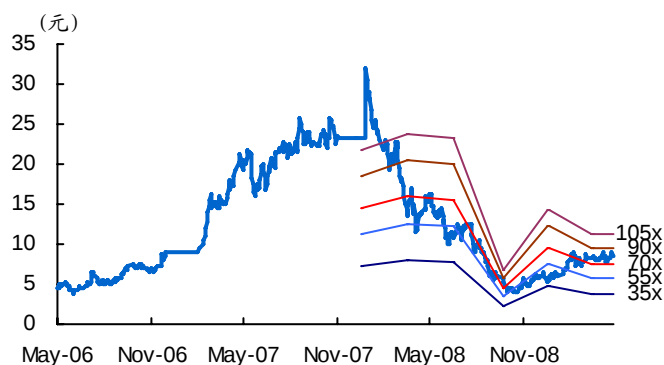
资料来源: 公司公告, 招商研发

**表 6、酒鬼酒单季度及年度利润表**

| 单位: 百万元       | 07Q1  | 07Q2 | 07Q3 | 07Q4 | 08Q1 | 08Q2 | 08Q3  | 08Q4 | 09Q1  | 07n  | 08n  |
|---------------|-------|------|------|------|------|------|-------|------|-------|------|------|
| 一、营业总收入       | 60    | 21   | 51   | 79   | 79   | 59   | 51    | 138  | 64    | 211  | 327  |
| 二、营业总成本       | 62    | 39   | 36   | 67   | 76   | 61   | 72    | 109  | 69    | 204  | 318  |
| 其中: 营业成本      | 23    | 8    | 13   | 6    | 22   | 13   | 15    | 30   | 14    | 50   | 81   |
| 营业税金及附加       | 8     | 2    | 6    | 6    | 10   | 6    | 7     | 18   | 8     | 23   | 41   |
| 营业费用          | 9     | 7    | 7    | 24   | 25   | 27   | 36    | 33   | 26    | 47   | 121  |
| 管理费用          | 16    | 17   | 7    | 17   | 18   | 13   | 13    | 19   | 19    | 58   | 63   |
| 财务费用          | 6     | 4    | 2    | 3    | 1    | 1    | 1     | -2   | 2     | 15   | 1    |
| 资产减值损失        | 0     | 0    | 0    | 11   | 0    | 0    | 0     | 10   | 0     | 11   | 11   |
| 三、其他经营收益      | -1    | -1   | 12   | -6   | 0    | 0    | 0     | 0    | 0     | 4    | 0    |
| 公允价值变动收益      | 0     | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0     | 0    | 0     | 0    | 0    |
| 投资收益          | -1    | -1   | 12   | -6   | 0    | 0    | 0     | 0    | 0     | 4    | 0    |
| 四、营业利润        | -3    | -19  | 27   | 6    | 3    | -2   | -21   | 28   | -6    | 12   | 8    |
| 加: 营业外收入      | 0     | 25   | 0    | 27   | 1    | 6    | 1     | 29   | 1     | 53   | 36   |
| 减: 营业外支出      | 0     | 1    | 0    | 1    | 0    | 1    | 0     | 2    | 0     | 2    | 3    |
| 五、利润总额        | -3    | 5    | 27   | 33   | 3    | 4    | -21   | 55   | -5    | 62   | 41   |
| 减: 所得税        | 0     | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0     | 0    | 0     | 0    | 0    |
| 六、净利润         | -3    | 5    | 27   | 33   | 3    | 4    | -21   | 55   | -5    | 62   | 41   |
| 减: 少数股东损益     | 0     | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    | 0     | 0    | 0     | 0    | 0    |
| 七、归属母公司所有者净利润 | -3    | 5    | 27   | 33   | 3    | 4    | -21   | 55   | -5    | 62   | 41   |
| EPS           | -0.01 | 0.02 | 0.09 | 0.11 | 0.01 | 0.01 | -0.07 | 0.18 | -0.02 | 0.21 | 0.14 |

| 主要比率    |      |       |       |       |       |      |       |      |       |       |
|---------|------|-------|-------|-------|-------|------|-------|------|-------|-------|
| 毛利率     | 62%  | 60%   | 75%   | 92%   | 72%   | 78%  | 70%   | 78%  | 78%   | 76%   |
| 营业利润率   | -5%  | -91%  | 53%   | 8%    | 4%    | -3%  | -41%  | 20%  | -9%   | 6%    |
| 净利率     | -5%  | 26%   | 53%   | 41%   | 4%    | 6%   | -41%  | 40%  | -8%   | 30%   |
| 营业费用率   | 38%  | 40%   | 25%   | 8%    | 28%   | 22%  | 30%   | 22%  | 22%   | 24%   |
| 管理费用率   | 27%  | 83%   | 15%   | 21%   | 23%   | 22%  | 25%   | 14%  | 30%   | 27%   |
| 实际税率    | 0%   | 0%    | 0%    | 0%    | 0%    | 0%   | 0%    | 0%   | 0%    | 0%    |
| YoY     |      |       |       |       |       |      |       |      |       |       |
| 收入增长率   | 6%   | -49%  | -24%  | 109%  | 31%   | 184% | 0%    | 74%  | -19%  | 4%    |
| 营业利润增长率 | -85% | -77%  | -715% | -105% | -206% | -91% | -177% | 359% | -291% | -105% |
| 净利润增长率  | -86% | -106% | -804% | -127% | -220% | -29% | -177% | 67%  | -257% | -127% |

资料来源: 公司资料

**图 2: 酒鬼酒历史 PE Band**


资料来源: 招商证券研发中心

**图 3: 酒鬼酒历史 PB Band**


资料来源: 招商证券研发中心

洞藏纪念版



内参酒



52 度酒鬼精品



50 度酒鬼酒



#### 参考报告:

- 1.《贵州茅台（600519）-收入确认继续延迟，预收大减别有原因》2009/4/21
- 2.《糖酒会见闻录之七-洋河：蓝色经典 蓝动中国》2009/4/16
- 3.《糖酒会见闻录之六-张裕积极西进，新天打造尼雅生态消费》2009/4/8
- 4.《糖酒会见闻录之五-郎酒：群郎共舞，气度不凡》2008/4/7
- 5.《糖酒会见闻录之四-水井坊（600779）酒业歉年，地产相补》2008/4/7
- 6.《糖酒会见闻录之三-古井贡（000596）年份原浆初露锋芒》2009/3/31
- 7.《糖酒会见闻录之二-五粮液（000858）发力酱香，加强团购》2009/3/27
- 8.《糖酒会见闻录之一——维维股份（600300）旗下双沟酒业发展超预期》2009/3/20

## 分析师简介

**朱卫华：**清华大学经济学学士，中国科学技术大学管理学硕士，拥有证券执业资格、注册国际投资分析师 CIIA 资格，8 年证券从业经验。现为招商证券研发中心研究董事、消费品研究小组组长，连续获得《新财富》最佳分析师食品饮料行业 2005、2006、2007 年度第一名、2008 年度第二名，农林牧渔行业 2005 年度第三名。

**黄珺：**MBA 在读，拥有证券从业资格，4 年证券从业经验，现于招商证券从事食品饮料、农林牧渔行业研究。

**董广阳：**上海财经大学经济学硕士，2008 年进入招商证券。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。