



基本面改善，复苏可期

——酒鬼酒（000799）调研报告

分析师

郭怡娴

☎ (0755) 83515613

✉ guoyx@cgws.com

要点:

- **公司简介:** 公司主导产品酒鬼酒以其独特的馥郁香型和麻袋陶瓶外观设计，独特的湘西生态环境、独特的酿造工艺、独特的文化内涵，在中国白酒界香型独树一帜。公司在 1997 年上市，并在 2001 年达到鼎盛，后因多种原因衰落。
- **2001-2007 年衰退的原因主要是:** 公司治理结构差，改制不彻底，管理混乱；原有大股东没有长期经营的理念、掏空上市公司；缺乏整体性的品系规划；缺乏适当的营销策略和营销渠道；淡出销售，逐渐向生产车间退化。
- **基本面改善，走上复苏路** 中皇公司 2007 年通过股权收购成为公司大股东后，通过债务重组、聚焦主业回笼资金、企业改制、构建精英团队等方面入手，恢复经营、夯实了公司持续发展的基础；开发馥郁香型、重塑核心产品体系，降低运营成本加强制度建设，重点建立湖南根据地，借助经销商开发品牌，公司步入复苏的发展轨道。
- **酒鬼酒的复苏或许只是一个时间问题:** 独树一帜的酒文化、全国性品牌基础还在、湖南巨大的白酒消费市场、正在酝酿中的股权激励方案、三万吨基酒的优质资产，加上政府和大股东的支持、汇聚了业内资深专家的管理团队，复苏或许只是一个时间问题。
- **盈利预测和投资评级:** 我们预计公司 09、10 年分别实现 EPS0.3 元和 0.49 元，对应最新收盘价 11.00 元的 PE 分别为 36.1 和 22.6。鉴于公司基本面改善、复苏预期强烈，给予公司长期推荐的投资评级。
- **公司面临的主要风险:** 白酒市场竞争激烈，公司在开拓市场的前期，存在收入与利润增长不同步的情况，以市盈率估值过高；虽然公司具备进入白酒行业前十的各种要素，但在市场开拓过程中，仍然充满了各种各样的市场风险，使得公司恢复速度低于预期。

投资评级：推荐（首次）

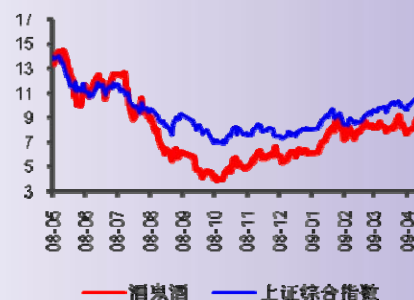
市场数据

总市值（亿元）	33.33
流通市值（亿元）	19.03
总股本（万股）	30300
流通股本（万股）	17300
12 个月最高/最低	13.85/3.83
十大流通股（%）	7.9%
股东总数	33467

公司盈利预测

单位：万元	2008	2009E	2010E
主营业务收入	32651	57634	84074
(+/-%)	54.6%	76.5%	45.9%
净利润	4117	9247	14772
(+/-%)	-34.1%	124.6%	59.8%
摊薄每股收益	0.136	0.305	0.487
PE	81.0	36.1	22.6

相对大盘走势



独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



1、 公司历史沿革及简介

酒鬼酒股份有限公司是于1997年4月28日由湖南湘泉集团有限公司以其所属湘泉酒公司、酒鬼酒公司、陶瓷公司三家全资子公司的净资产独家发起设立的股份公司。

2003 年，湖南湘泉集团有限公司将其持有的本公司部分股份转让。股权结构变更为：第一大股东成功控股集团有限公司持股29.04%；第二大股东湖南湘泉集团有限公司持股25.67%；第三大股东上海鸿仪投资发展有限公司持股9.90%；流通股股份10,725 万股，占股本总数的35.39%。

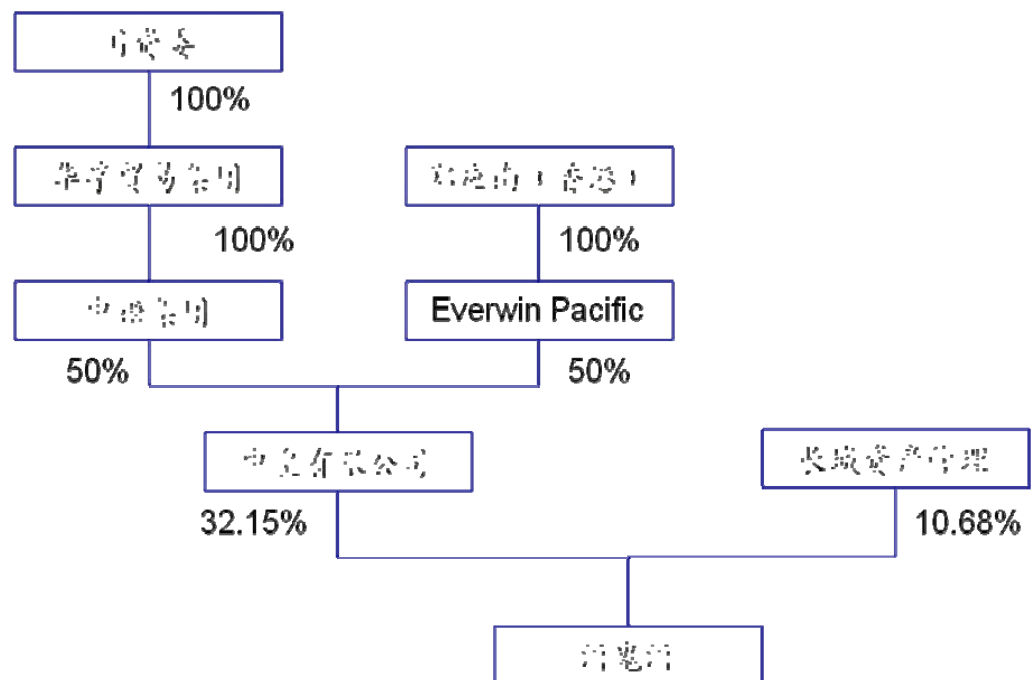
自2006 年起，成功控股集团有限公司、湖南湘泉集团有限公司、上海鸿仪投资发展有限公司三家公司持有的公司法人股权先后被司法拍卖。中皇公司、中国长城资产管理公司通过股权收购成为公司第一、第二大股东。

公司主导产品酒鬼酒依托湘西悠久的民间传统工艺、独特的自然环境和深厚的地域文化资源，以其独特的馥郁香型和麻袋陶瓶外观设计，在中国白酒界香型独树一帜。

馥郁香型作为中国白酒的一种新香型，有包含、融合的意思，目前特指酒鬼系列酒香型。酒鬼酒的产品风格微妙揉合了酱（陈）香、清香和浓香的特征，具有“芳香秀雅、绵柔甘冽、醇厚细腻、后味怡畅、香味馥郁、酒体净爽”的感官独特风格。由于酒鬼酒的生产工艺、感官特征和微量香味组分的特点体现了多香型“复合”的共性，从而形成了酒鬼酒鲜明的个性特征；著名画家黄永玉为“酒鬼”酒设计的造型别致的麻袋陶瓶酒瓶以及“湘泉”酒瓶，其外观设计费达1800万元人民币，这在国内乃至国际产品外观设计专利转让史上均是绝无仅有。



2、 股权结构及股东背景介绍



公司现任股东中皇公司、中国长城资产管理公司是于2007年通过股权收购成为公司第一、第二大股东。

中糖集团：资产总额超过30 亿元人民币，年销售额超过50 亿元人民币，该公司在全国拥有20 多个子公司，分布于17 个省市自治区，为国内最大的糖酒营销企业，拥有全国性食糖酒类营销网络和物流体系 and 与外资连锁经营的经验，公司每年主办的春秋两季全国糖酒商品交易会，在国内外食品行业中影响巨大，每届糖酒会成交额均超过百亿元人民币。中国酒类流通协会是全国性的酒类流通行业协会，其常驻机构设在中糖集团公司。

Everwin pacific (皇权集团)：是根植于香港特别行政区的跨国企业集团，多次跻身于世界十大免税经营者行列，是唯一入榜的亚洲免税业经营者，主要业务为投资和经营免税店，供应免税烟、酒、香化、精品、食品和其他免税品，为出入境口岸免税店提供设计及管理咨询服务等。

中糖集团和皇权集团均经营流通业务，成为公司股东后利用自身的各种资源给予酒鬼酒支持：中国糖酒集团所直属销售网络和参股连锁店渠道给予酒鬼酒最优惠的政策支持，目前有17 家中国糖酒集团参控股公司成为酒鬼酒公司产品的经销商，同时酒鬼酒公司产品已经



进入中国糖酒集团参股的华堂商场、7-11 连锁店；积极利用全国糖酒商品交易会提升酒鬼酒品牌形象、发展国内客户；以最优惠的政策已进入皇权集团所属部分免税店。

3、 2001-2007 年逐步衰退的原因

酒鬼酒曾经是叫卖全国的品牌，2001 年达到鼎盛，当年的营业收入和归属于母公司所有者净利润分别为 5.18 亿元和 1.02 亿元。后来逐步衰落，主要原因如下：

（一）公司治理结构差，改制不彻底，管理混乱

S*ST 酒鬼高层领导频繁更换，公司管理混乱。S*ST 酒鬼上市 9 年间，共更换了五任董事长，平均在任时间不到两年。最高领导层的频繁更换，必然带来高层管理人员的频繁更换、经营思路的频繁转变和管理的更加混乱，人心涣散，加剧了 S*ST 酒鬼的动荡。

（二）原有大股东没有长期经营的理念、掏空上市公司

原大股东没有长期经营的理念、掏空上市公司，导致公司资金被股东占用严重，大部分资产被银行冻结，由于缺乏经营资金导致公司一直处于半停产状态，公司亏损不断加大。

（三）缺乏整体性的品系规划

S*ST 酒鬼没有一个体现整体性、连续性的品系战略规划。企业发展之初搞主副品牌，酒鬼和湘泉，一高一低，一主一辅。后来发展出来的品牌谱系就很繁杂多样，比如象三千年、新世纪、小酒鬼、无上妙品、内参等等，产品线过广。公司没有能力配置足够的资源来培育多个品牌，最终是一个品牌都没有做好，连酒鬼品牌的市场影响力也出现严重衰退。

（四）缺乏适当的营销策略和营销渠道

在广告投放上，公司长期投入力度不足，主要起到市场维护性作用，缺乏竞争力。促销费用方面，公司的投入相当大，比如三千年系列，当时投入非常大，单单是 2001 年就对三千年系列投入了 2 个多亿的促销费用，但是该系列后来已基本被放弃。类似地，五、六年间很多促销费用投放下去，没有形成可以为企业带来经济利益的有形或无形资产。

（五）淡出销售，逐渐向生产车间退化

自 2002 年以来，由于公司的经营管理问题，造成酒鬼酒的渠道成员锐减，经销商数量从高峰期的 500 多家，锐减到 2007 年的 50 多家。经销商中大客户更是迅速减少，2006 年上半年销售在 50 万以上的只有 21 家。另外，公司对经销商缺乏基本的诚信，销售承诺常常不兑



现。经销商信心严重不足，抱观望态度，不敢大批进货。酒鬼酒公司拿出几个品种给大经销商做全国独家总代理，销售任务的完成越来越依赖这种买断产品的经销商。自有渠道不仅横向承载能力、通过能力萎缩，纵向环节上也出现萎缩，对有些品种，全部交给大经销商去做市场，放弃了对相应渠道的建设和管理，逐渐向生产车间退化。其中2006年大经销商回款占到总额的41%。

4、 中糖入主第一阶段：改组企业，恢复经营

中糖集团 2007 年入主后，首先通过债务重组、聚焦主业、企业改制、构建精英团队等方面入手，恢复经营、夯实了公司持续发展的基础。

4.1、提供资金支持，恢复正常经营

鉴于大部分资产被银行冻结，由于缺乏经营资金导致公司一直处于半停产状态，中皇有限公司向股份公司提供了总额为1.78亿元人民币的无息借款使公司恢复生产，截至目前，酒鬼酒公司生产经营已走入正常轨道，财务状况逐步好转，目前借款余额为7850万元。

4.2、聚焦主业剥离副业、回笼资金

剥离了保靖陶瓷公司、湘西医药公司、利新源房地产公司、湘西州利新源房地产公司全部或部分股权，回笼资金3.17亿元，公司现金流和资金压力大大好转，为公司发展主业打下基础。

4.3、解决职工安置问题，深化企业改制

2006 年12 月底，公司完成了对原2202 名国有职工的身份置换和安置工作，并先后两次面向社会招聘了469 名员工，初步搭建了精简、高效的企业组织机构。

4.4、聘请行业专家，构建精英管理团队

先后聘请了原宜宾五粮液股份有限公司董事、总经理徐克强担任公司总经理；曾任泸州老窖股份有限公司副总工程师、产品技术质量总监的吴晓萍出任付总经理和总工程师；原新天国际尼雅葡萄酒业公司董事长范震担任副总经理；等等。新的管理团队大多是白酒

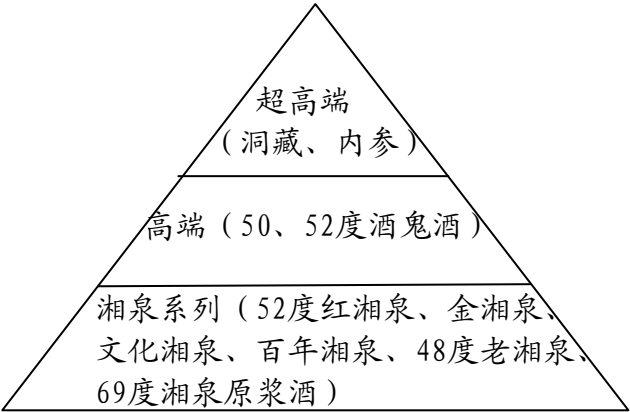


行业的资深人士，可以说目前的酒鬼酒汇聚了行业内生产酿造、经营管理、市场营销的各路专家。

5、 中糖入主第二阶段：开发产品、降低成本、开拓市场

5.1、开发馥郁香型，重塑核心产品体系

公司原有品牌多达 40 多种，品牌品质和价格之间关系混乱，消费者无法形成清晰的认知。目前已形成了以高端为主、涵盖高中低档、分属不同品牌体系、认知清晰的产品体系。



增长点内参、洞藏系列——与酒鬼湘泉分属完全不同的品牌体系，定位于超高端领域，市场价格在600元至1200元；

重点酒鬼系——定位于公司品牌谱系中的旗舰角色和主导地位，在市场整顿、资源配置、策略规划及实施等方面将其作为重中之重，50度、52度、8年和12年四个主要品种的市场价格在300元、450元、328元和450元；

次重点湘泉系——担当支持者角色，在低档产品市场从占据市场份额、整合渠道、拼夺客户资源等方面支持公司业务发展，市场价格在10-200元。

2008 年公司共销售产品约 2800 吨，酒鬼为 600 多吨，内参和洞藏合计 100 多吨，湘泉 2000 多吨；高档酒收入 2.77 亿，占 89%，52 度和 50 度酒鬼共销售 1.2 亿。



5.2、降低运营成本、加强制度建设

公司原来的运营成本较高，体现在采购、生产、运输、营销、管理、财务6方面，运营成本高导致赢利能力下降。公司加强管理制度建设，从上述6个方面降低成本，如采购方面成立价格审核委员会、招标采购，较低的运营成本就为公司进一步开发市场、增加营销支出预留了空间。

5.3、重点建立湖南根据地

公司的市场策略为：做大做强湖南本土市场，建立牢固根据地；以湖南市场为连接点，贯通京广走廊市场；以长三角为切入点，打通东南沿海市场走廊。

公司在湖南具备天时地利人和的优势，已在湖南成立了销售指挥部，细分了湘中、湘西、湘南、湘北4个办事处，销售人员深入地、县市场；渠道建设包括流通、团购、终端三个方面，并成了专门团购事业部运作内参系列；09年在中央台和湖南卫视上投放广告。湖南市场目标为今年确保2个亿收入，10年3-4亿，11年5-6亿。

5.4、借助经销商开发品牌扩大销售规模

2009年5月21日，本公司控股子公司酒鬼酒供销有限责任公司与珠海市塔鑫酒业有限公司签署了《酒鬼“酒藏”年份酒全国总代理合同》，塔鑫酒业2009年5月21日至2024年12月31日买断销售酒鬼洞藏年份酒。

开发品牌与主品牌的关系是区域品牌与全国品牌的关系，开发品牌的价格、宣传途径、销售区域不得影响主品牌。公司与大客户建立战略合作关系，有利于稳定销售渠道、较短时间内扩大销售规模。

6、 酒鬼酒的复苏或许只是一个时间问题

（一）独树一帜的酒文化

独特的湘西生态环境、独特的酿造工艺、独特的馥郁香型、独特的文化内涵，酒鬼酒具



备成为一流名酒的个性要素。

（二）全国性品牌基础还在

酒鬼酒 1993 年产品每瓶定价在 300 元以上，比当时的茅台、五粮液价格还高，1997 年成为与茅台、五粮液齐名的三大名贵白酒之一；在 2001 年达到鼎盛，收入达到 5.18 亿元。酒鬼酒在其发展过程中，曾多次获得殊荣，长期的历史积累，使其形成了很高的知名度和美誉度，虽然在其后期发展中品牌价值受到了伤害，但其较高的全国知名度为再次崛起奠定了基础。

（三）湖南白酒消费市场巨大

湖南是我国的一个消费大省，其人均白酒消费量却接近全国人均值的2倍，全省综合消费水平在全国占到前八位。省会长沙的消费水平在全国城市中排行第五，其白酒销量占到全省总额的1/4，高端白酒更是占据全省份额的半壁江山。

08年湖南白酒消费了70亿，公司在湖南销售超过2亿、长沙1亿，公司在湖南省内品牌知名度较高，占据天时地利人和，湘西州政府已将酒鬼酒作为政府接待用酒，湖南省政府也表示支持酒鬼酒，深耕本地市场有利于形成根据地、保证业绩稳定。

（四）三万吨基酒的优质资产

前些年销售不好储备下来的三万吨基酒的优质酒占比 60-70%、一级酒达到一万多吨，是公司的一笔宝贵财富，如果按照 50 万元/吨价格计算，这部分基酒价值 150 亿元。在优质基酒稀缺的大环境下，这笔财富为企业后期发展奠定了物质基础，如同当年的全兴销售困难反为后来的水井坊积累一批优质资产。

（五）股权激励方案正在制定中

导致酒鬼酒衰落的治理结构和管理层问题，在中糖重组后得到了彻底的解决，目前酒鬼酒汇聚了白酒业内的各路专家，股权激励方案也正在酝酿制定中。

综上，我们认为作为不可复制的白酒类优质资产，酒鬼酒不会被长期沉寂，中糖入主酒鬼酒也正是看中酒鬼酒全国性的品牌基础和三万吨的优质基酒，加上政府和大股东的支持、汇聚了业内资深专家的管理团队，复苏或许只是一个时间问题。



7、投资建议和风险提示

我们预计公司 09、10 年分别实现 EPS0.3 元和 0.49 元，对应最新收盘价 10.99 元的 PE 分别为 36.1 和 22.6。鉴于公司基本面改善、复苏预期强烈，给予公司长期推荐的投资评级。

公司面临的主要风险在于：白酒市场竞争激烈，公司在开拓市场的前期，存在收入与利润增长不同步的情况，以市盈率估值过高；虽然公司具备进入白酒行业前十的各种要素，但在市场开拓过程中，仍然充满了各种各样的市场风险，使得公司恢复速度低于预期。



盈利预测

利润表 (万元)	2008A	2009E	2010E	主要财务指标	2008A	2009E	2010E
营业收入	32651	57634	84074	成长性			
营业成本	8051	9946	13507	营业收入增长	54.6%	76.5%	45.9%
利息收入	0	145	275	营业成本增长	61.0%	23.5%	35.8%
利息支出	0	743	743	营业利润增长	-30.2%	1038.5%	79.0%
销售费用	12140	21325	29426	利润总额增长	-34.1%	199.5%	59.8%
管理费用	6335	9222	13452	净利润增长	-34.1%	124.6%	59.8%
投资净收益	-48	0	0	盈利能力			
营业利润	819	9321	16684	毛利率	75.3%	82.7%	83.9%
营业外收支	3296	3000	3000	销售净利率	12.6%	16.0%	17.6%
利润总额	4114	12321	19684	ROE	6.7%	13.0%	17.2%
所得税	0	3080	4921	ROIC	3.6%	12.3%	20.3%
少数股东损益	-3	-6	-10	营运效率			
净利润	4117	9247	14772	销售费用/营业收入	37.2%	37.0%	35.0%
资产负债表 (万元)				管理费用/营业收入	19.4%	16.0%	16.0%
货币资金	7751	16110	29100	投资收益/营业利润	-5.9%	0.0%	0.0%
应收帐款	1903	3359	4900	所得税/利润总额	0.0%	25.0%	25.0%
应收票据	2598	4586	6689	应收帐款周转率	12.41	13.96	34.32
存货	39689	44755	54027	存货周转率	0.19	0.20	0.50
流动资产合计	67641	96298	134761	流动资产周转率	0.40	0.50	1.25
固定资产	31955	29909	27864	总资产周转率	0.26	0.37	0.96
资产总计	116134	139152	175402	偿债能力			
短期借款	10000	10000	10000	资产负债率	46.8%	48.9%	51.1%
应付款项	1356	1675	2274	流动比率	1.28	1.45	1.53
流动负债合计	52744	66522	88009	速动比率	0.53	0.77	0.92
长期借款	535	535	535	每股指标 (元)			
负债合计	54316	68094	89581	EPS	0.136	0.305	0.487
股本	30305	30305	30305	每股净资产	2.04	2.34	2.83
留存收益	31512	40759	55531	每股经营现金流	0.07	0.16	0.43
少数股东权益	0	-6	-15	每股经营现金/EPS	0.5	0.5	0.9
权益合计	61817	71058	85821	估值	2007A	2008E	2009E
负债和股东权益总计	116134	139152	175402	PE	81.0	36.1	22.6
现金流量表 (万元)				PEG	0.91	0.60	
经营活动现金流	2208	4935	12990	PB	5.4	4.7	3.9
其中营运资本减少	-27461	-6520	-3986	EV/EBITDA	73.04	28.09	17.56
投资活动现金流	-1393	3424	0	EV/SALES	10.56	5.98	4.10
其中资本支出	-453	0	0	EV/IC	5.83	5.43	5.28
融资活动现金流	-6790	0	0	ROIC/WACC	0.38	1.32	2.17
净现金总变化	-5975	8359	12990	REP	15.30	4.13	2.43



研究员介绍及个人承诺:

郭怡娴: 武汉大学经济学硕士, 2008 年加入长城证券, 任食品饮料行业研究员。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准:

公司评级	评级	说明
	推荐 谨慎推荐 中性 回避	
行业评级	推荐 谨慎推荐 中性 回避	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上; 预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间; 预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间; 预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上;

本报告版权归长城证券有限责任公司所有, 未经授权不得进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 须注明出处为“长城证券金融研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息, 虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。

