

朱卫华 86-755-82943101
 zhuweihua@cmschina.com.cn
 董广阳、黄珺 86-755-82943140
 donggy@cmschina.com.cn

2009年7月24日

酒鬼酒(000799.SZ)/13.77元

酒中妙品 鬼斧神工

日用消费·食品饮料

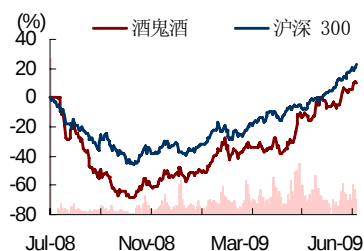
暂不评级

基础数据

上证综指	3328
总股本(万股)	30305
已上市流通股(万股)	17322
总市值(亿元)	42
流通市值(亿元)	24
每股净资产(MRQ)	2.0
ROE(TTM)	5.3
资产负债率	43.3%
主要股东	中皇有限公司
主要股东持股比例	32.2%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	18	119	14
相对表现	0	39	-13



相关报告

- 1、《食品饮料业 2009 年中期投资策略——大众品正黄金阶段，高端品承通胀预期》2009/6/15
- 2、《糖酒会见闻录之八-酒鬼酒（000799）凤凰涅槃 浴火重生》2009/5/13

公司近日举行高端酒鬼酒新品品鉴会和上市发布会，对销售规划、销售策略、产品体系都进行了全新的诠释和重构。原五粮液总经理徐可强对公司 5 个月的内部梳理取得实效，公司步入销售全面铺开的新阶段。

- **销售规划：精耕湖南，打造区域根据地；布点全国，着力千万元地级市场。**
 公司确定区域根据地模式作为突破口，湖南省内市场精耕细作，深度分销，力争三年内实现 5 亿元销售收入；省外市场维持大流通模式，重点布局 10-15 个地级市，着力打造千万元以上市场。预计公司 09 年将实现 6 亿元收入，其中省内 2 亿元以上，省外约 2 亿元，及全国总经销品牌收入接近 2 亿元。
- **销售策略：以深度分销为主，全国总经销为辅；以终端控制为主，经销商支持为辅。**公司主动发力终端，买店、促销、广告等多种手段结合，在湖南市场全力提高终端开瓶率，并给经销商以丰厚利润空间；在省外市场仍以经销商为依靠，在重点市场加大扶持力度；并通过珠海塔鑫等大代理商扩大全国销售渠道。
- **产品体系：针对湖南白酒市场在技术、质量、包装、定价、营销上全新打造产品体系。**公司在技术上寻求合作，质量上改善香与味的协调性，包装上增强档次感和防伪手段，定价上重点覆盖茅台五粮液留下的价格空间，营销上全面诠释酒鬼及各产品的内涵，新产品推出正当其时。
- **基本面积积极改善，下半年关键在于销售能否从厂家推动转变为需求拉动。**在糖酒会见闻录系列报告中我们界定出公司的发展阶段及需要改进的问题，部分已得到解决或正在筹划；基本面在向好，未来关键在于下半年强力启动终端能否获得消费者认可，由厂家推动转为需求拉动，如则经营拐点可望确立。
- **建议仍可继续适度参与。**公司致力于扩大收入、深度分销，成效应在下半年 7-9 月、10-12 月的渠道备货期来验证。股价自我们首次报告以来涨幅 50%、PE 超 60 倍，然公司复兴前景良好，相比二线白酒山西汾酒、古井贡、老白干酒涨幅来看，我们认为公司股价仍有较大上行空间，建议积极关注。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	211	327	599	867	1078
同比增长	4%	54%	83%	45%	24%
营业利润(百万元)	12	8	66	115	168
同比增长	-105%	-30%	709%	74%	46%
净利润(百万元)	62	41	66	115	168
同比增长	-127%	-34%	61%	74%	46%
每股收益(元)	0.21	0.14	0.22	0.38	0.55
PE	66.8	101.3	62.9	36.1	24.8
PB	7.2	6.8	6.1	5.2	4.3

资料来源：招商证券

内部夯实之后，公司的宣传从低调转向高调。我们近日参加酒鬼酒在长沙举行的高端酒鬼酒品鉴会和新品上市发布会，会上公司邀请了以沈怡芳为组长的 13 为白酒行业顶级专家对 8 个系列新产品进行品鉴，并在其后发布会上公布了公司今年的销售规划、销售策略、新产品体系。总经理徐可强入驻 5 个月以来一直致力于公司内部体系梳理，此次高端新品上市发布会标志着徐总从低调转向高调，公司步入全面发力市场的新阶段，下半年公司销售情况值得紧密关注。

销售大幕全面拉开

精耕湖南，全力建设根据地市场

经过五个月内部梳理筹备，公司最终顺应了目前名酒复兴普遍采用的区域根据地模式，学习洋河、双沟、西凤等公司的成功经验，采取湖南省内市场精耕细作，深度分销的手段，力争三年内实现 5 亿元销售收入，并在长远期实现在湖南 70 亿的白酒市场中获得 10 亿元的份额。我们认为目标比较务实，一是源于湖南省白酒市场规模巨大，但尚未有一只品牌够响、档次够高的湘酒领衔，远不如洋河以 20 多亿的销售占到江苏 80 亿元的市场份额，酒鬼酒具有较深的消费者感情基础，深厚的本地的资源人脉优势，是省内唯一的高端品牌，最符合这样的机遇；二是省内如金六福、浏阳河、湘窖、开口笑等品牌，规模大点的都已做到 6-7 亿元收入，酒鬼酒高端产品在品牌、品质上更有优势，销售收入与省内其他品牌平起平坐应该可以预见。

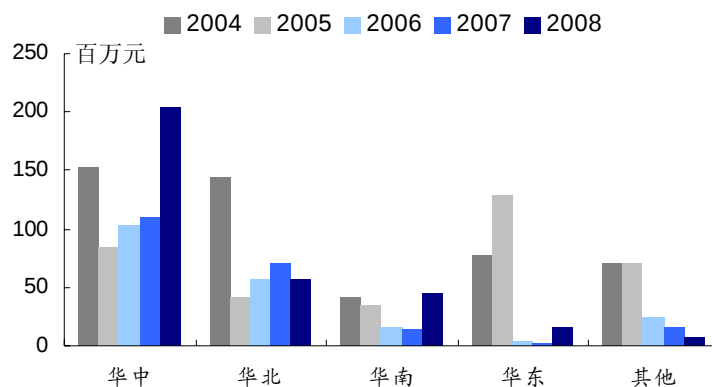
公司 08 年省内收入不到 2 亿元，09 年公司表示省内销售收入将在 2 亿元以上。此次新品上市发布会，约有来自全省所有 88 个县 430 家经销商到场，当晚收到第一批购货款约 6000 万元，其中湘中 2300 万元，湘西 2100 万元，湘南 700 万元，湘北 900 万元（最新有媒体报道达 8000 万元）。若加上未来国庆中秋前和元旦春节前的两次返单，我们认为实现省内销售收入 2 亿元以上的目标可行性较强。

销售策略方面，公司决意改变过去把酒卖给经销商就完事的做法，以长沙和湘西为主力突破口，大力度投入餐饮终端，采取买断终端和单瓶设奖并行的策略，在开瓶费和进店费投入方面参照并高于竞争对手。为此公司近期还招聘了 300 多人的销售队伍，在长沙专门成立湖南营销指挥部，由常务副总韩经纬担任总指挥。

布点全国，打造千万元地级市场

由于资金和队伍限制，公司对省外市场维持原有大流通模式，将重点布局 10-15 个地级市，给经销商以一定的扶持和更多利润空间，着力打造千万元以上市场。选择地级市为单位，主要是由于省级市场战线太长，公司资源有限，县级市场又难以符合酒鬼酒作为高端产品的定位。公司省外市场在华北以北京和山东为主，各有 3000-4000 万元的收入，华南以广州为主，08 年也为 3000-4000 万元，华东市场一直销售不太理想，华中市场除湖南外以湖北市场为主，其他地区加起来 1000 万元水平，公司期望在 09 年省外市场销售收入也达到 2 亿元水平。

图1、历年销售收入分区域情况



资料来源：公司公告

拓宽渠道，适度开发总经销品牌

除自主销售产品外，公司在省外开辟全国总经销模式，其中珠海塔鑫总代理新品洞藏酒鬼酒和酒鬼酒老酒的销售，目前已经打款 6200 万元，下半年有可能再打款 2000 万元，该产品将主要流通于塔鑫所熟悉的石油和军工渠道，公司通过让利于总经销商，为产品开拓自身尚无力进入的渠道，也是现阶段一个合适的办法。我们预计公司的全国总代理还将开发数家，下半年每家打款在 2000 万左右，如盛世酒鬼、酒鬼陈酿、绝对酒鬼等，总代理产品的收入贡献也在 1 亿元以上。这些代理产品的价格都在 52 度新酒鬼之上。我们认为公司应该适度控制总经销品牌数量，并尽可能让不同的品牌流通在不同的渠道，避免价格冲突，否则会削弱公司自营产品的品牌形象，不过我们也明白公司这是在权衡，深度分销是长期方针但见效慢，总代品牌虽存隐患但能迅速回款。

总体来看，我们预计公司 09 年的销售收入将在 6 亿元左右，但由于终端投入费用较大，公司原先采取的预算管理节省效果会被部分抵消，公司产品的销售和管理费用率仍将维持高位。公司一季度收入 6400 万元，亏损 538 万元，根据业绩预增公告，二季度公司的盈利达 2000 万，同比增长 4 倍，预计上半年公司销售净利率仍在 10% 以内，下半年有望好转，提升平均净利率。若以 10% 净利率估计，公司 EPS 在 0.2 元左右。

产品体系重构，新产品高调上市

公司在技术、质量、包装、定价、营销上打造全新产品体系。此次共推出洞藏系列 2 款，封坛年份酒系列 3 款，并以 15 年红坛为主打产品，湘泉原浆系列 2 款，价位从 100-2000 不等，其中洞藏系列在湖南省以外的全国销售，其他产品暂都只在省内销售，各类产品间价格形成互补。

- 技术质量方面得到保障，公司在原酒鬼酒人员和吴晓萍所带领的技术团队（吴晓萍虽因思乡退总工一职但仍为顾问）基础上，5 月份先是与国家酒类及加工食品质量检测中心结成合作伙伴关系，其后聘请原五粮液高级酿酒师和品酒师担任公司副总经理，负责日常技术和品质管理工作，并长期组织白酒专家对公司进行培训。此次品鉴会上公司的新产品得到专家一致好评，认为一是各产品已经做到馥郁香突出、

一致，二是公司的勾兑水平明显有提高，同系列间梯次感明显，尤其 58 度酒仍能做到高而不烈；部分专家对湘泉原浆酒的品质也比较认可，认为口感舒适，价位不高，醉酒度低，有市场吸引力。

- 包装方面档次提高，一是产品在原黄大师设计基础上，保持麻袋型瓷瓶形状不变，外包装档次得到提高，并设计不同色彩（紫坛、红坛、黄坛）来标记不同档次的产品，不过我们认为洞藏系列包装的档次还显得不够高；二是改进了防伪设计，在外盒与瓶子上都做了一次性破坏防伪；三是设置在外盒设多处物流码，严格控制窜货行为。
- 定价方面公司不与茅台五粮液叫板，而是全面挖掘茅台五粮液近年涨价后留出的 250-500 元的价格空间。我们认可公司这样的价格定位，既不与茅五直接竞争，又保持高端产品定位。250-500 元的价格带，有力的竞争对手不多，主要为剑南春，但在湖南市场酒鬼酒的优势显然大得多。
- 营销方面，一是公司对“酒鬼”的内涵重新诠释，以“酒中妙品，鬼斧神工”，将酒鬼两字分拆解读，鬼在工艺而非喝酒之人，可以说是一大改进。其中，内参酒作为超高端产品，一直小众传播，销量较小，不到 100 吨，公司决定扩大宣传，加强广告，并将广告词从原来的“内敛乾坤，参悟天地”更改为“5A 级品质，高端专用”（不过这个广告词我们持保留意见，实际上原广告词不但与酒鬼整体内涵一致，而且符合内参酒的文化和气度，境界自比新的广告词高出百倍）；封坛年份酒则主打 15 年红坛产品广告“封坛 15 年，只为这一刻”，湘泉原浆酒广告语则为“湘泉原浆，湘酒典范”。二是公司开始事件营销，如前期两岸经贸文化论坛在长沙举行，公司和茅台共同成为论坛宴会用酒；2009 联合国和谐之声文艺演出及联合国水墨聚焦国际艺术展，酒鬼酒成为中国地区合作伙伴。不过这两件事并未引起太多关注，公司在事件营销手段方面还需向可口可乐、王老吉等学习。

表 1、酒鬼酒高端新品定位

产品系列	细分	餐饮终端价	销售区域	备注
洞藏系列	钻石版	1700	全国（除湖南）	总经销
	铂金版	900	全国（除湖南）	总经销
	黄金版	600	全国（除湖南）	总经销
封坛年份系列	20 年紫坛	800	湖南	略低于茅五
	15 年红坛	400	湖南	略高于剑南春
	10 年黄坛	300	湖南	略低于剑南春
湘泉原浆系列	15 年	198	湖南	
	10 年	138	湖南	

数据来源：招商证券

表 2、酒鬼酒高端新品专家品鉴

产品系列	专家评语
洞藏系列酒	无色透明，馥郁香幽雅、陈香舒适、绵甜圆润、醇厚丰满、香味谐调、回味悠长、风格典型
封坛年份酒	无色透明、馥郁香幽雅、醇和绵甜、圆润细腻、香味谐调、回味悠长，风格典型
湘泉原浆酒	无色透明、馥郁香优雅、绵甜柔和、香味谐调、口味净爽，风格典型

数据来源：招商证券

由于新产品除洞藏外全部先针对省内销售，公司原有老产品如 52 度酒鬼酒、50 度酒鬼酒等在省内将采取自然发展的策略，省外仍为主打。公司还在湖南对价位 100 元以下的湘泉系列进行招商，计划开发 10 个左右销售额在 1000 万元以上的总代品牌商。最终形成产品结构将是：超高端——内参、洞藏系列；高端——酒鬼系列，包括封坛年份酒和部分总经销品牌；中端——湘泉原浆系列；低端——湘泉系列如金湘泉、银湘泉及 10 个左右的开发品品牌。

我们认为公司的新产品推出正当其时。一是公司淡季推出可以获得更高的关注度；二是淡季正是竞争对手尚未发力时，公司避实就虚，同样的投入可以获得更高的回报；三是推广过程出现的问题有解决的缓冲空间，能够减小影响面；四是给了消费者一定的接受时间，如能获得口碑，则有望加速旺季时消费增长。

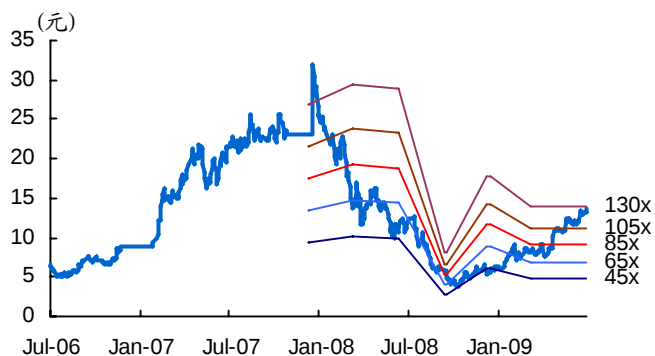
基本面积积极改善，建议积极关注

徐总到任 5 个月以来基本面对积极改善。我们上次报告中曾提出：**1）**公司基本面发展的第三阶段是人员调配、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。我们看到公司已从当初第二阶段迈入第三阶段中后段，即渠道建设和市场推广的落实；**2）**公司面临三大挑战，即销售方面长短期利益的冲突、员工激励和酒鬼酒内涵的诠释。销售方面长短期利益的冲突方面，我们上文中已述及，公司在小心翼翼的平衡，目前来看，徐总虽然有诸多的人脉资源，也并不急于利用，而是适度开发，等产品一个个打造出来再给有意愿有实力的经销商，徐总也表示不会走五粮液买断开发的老路。员工激励方面，公司也在积极筹备，否则背井离乡来到湘西的中高层成员很难对企业有归属感。而酒鬼酒内涵诠释上，此次发布会已做了较为完整的解答，不过仍然留下一个问题，即在过年过节礼品酒市场和婚宴酒市场上，公司尚未设计一个好的品牌去打入，带有“鬼”字的酒不论如何诠释，作为礼品或婚宴酒总不是合适。**3）**徐总的稳健内敛风格和韩总的造势营销魄力能否有机结合也是值得关注之处，这点上我们认为团队还需磨合。整体上，公司通过徐总 5 个月的领导，各方面得到初步改善，未来要在销售中继续改善。

总经理徐可强的操盘是公司最大亮点，一方面是他对行业企业发展有着深刻的洞见，是管理团队的灵魂，他上任后对公司管理模式的调整释放了企业的活力；另一方面是他对经销商的影响力与号召力，能控制好总经销品牌的扩张以免影响公司品牌的长远拓展空间。酒鬼酒复兴机率较大，但经营拐点仍在国庆中秋之际，该步成效应在下半年 7-9 月、10-12 月两阶段得到验证，建议积极跟踪国庆中秋前和元旦春节前的两次返单情况。

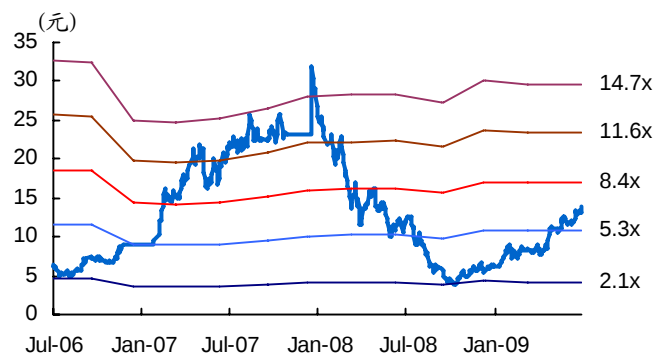
投资建议：仍可继续适度参与。尽管公司新征程才起步，终端买店、扩招销售人员等令费用难降，今年销售净利润率能达 10% 已然不错，EPS0.2 元（因 05、06 年巨额亏损，未来三年预计都没有所得税），但可以预见，未来三年公司销售收入与销售利润率能进一步增长。尽管股价自我们首次报告以来涨幅 50%、PE 超 60 倍，然公司复兴前景良好，相比二线白酒山西汾酒、古井贡、老白干酒涨幅来看，我们认为公司股价仍有较大上行空间，建议积极关注。

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

参考报告:

- 1、《食品饮料业 2009 年中期投资策略 - 大众品正黄金阶段, 高端品承通胀预期》2009/6/15
- 2、《糖酒会见闻录之八-酒鬼酒 (000799) 凤凰涅槃 浴火重生》2009/5/13

洞藏酒系列 (从左至右: 钻石版、铂金版、黄金版)



封坛年份酒系列（从左至右：20 年紫坛、15 年红坛、10 年黄坛）



招商证券拍摄



招商证券拍摄



招商证券拍摄

湘泉原浆系列（从左至右：15 年原浆、10 年原浆）



招商证券拍摄



招商证券拍摄

资料来源：公司新品发布会，招商证券

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	659	676	826	1044	1295
现金	137	78	127	333	565
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	12	26	30	43	53
应收款项	18	19	20	33	47
其它应收款	94	153	160	145	162
存货	391	397	480	476	451
其他	7	4	9	13	17
非流动资产	658	485	444	403	366
长期股权投资	5	64	67	67	67
固定资产	337	320	286	254	225
无形资产	315	101	91	82	74
其他	2	0	0	0	0
资产总计	1317	1161	1271	1447	1661
流动负债	712	527	611	702	748
短期借款	87	100	50	50	50
应付账款	31	14	34	51	65
预收账款	73	70	147	221	282
其他	520	344	381	381	351
长期负债	28	16	(25)	(55)	(55)
长期借款	17	5	(25)	(55)	(55)
其他	11	10	0	0	0
负债合计	740	543	586	647	693
股本	303	303	303	303	303
资本公积金	760	760	760	760	760
留存收益	(486)	(445)	(379)	(263)	(95)
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	577	618	685	800	968
负债及权益合计	1317	1161	1271	1447	1661

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	172	22	112	233	256
净利润			66	115	168
折旧摊销			47	42	38
财务费用			0	(3)	(5)
投资收益			(1)	(1)	(1)
营运资金变动			2	80	60
其它			(3)	(1)	(4)
投资活动现金流	50	(14)	(3)	0	0
资本支出			0	0	0
其他投资			(3)	0	0
筹资活动现金流	(91)	(68)	(60)	(26)	(24)
借款变动			(50)	(30)	(30)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			0	0	0
其他			(10)	4	6
现金净增加额	132	(60)	49	206	232

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	211	327	599	867	1078
营业成本	50	81	168	253	324
营业税金及附加	23	41	63	91	114
营业费用	47	121	191	251	280
管理费用	58	63	110	159	198
财务费用	15	1	0	(3)	(5)
资产减值损失	11	11	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	4	(0)	1	1	1
营业利润	12	8	66	115	168
营业外收入	53	36	1	1	1
营业外支出	2	3	1	1	1
利润总额	62	41	66	115	168
所得税	0	0	0	0	0
净利润	62	41	66	115	168
少数股东损益	0	(0)	0	0	0
母公司所有者净利润	62	41	66	115	168
EPS (元)	0.21	0.14	0.22	0.38	0.55

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	4%	54%	83%	45%	24%
营业利润	-105%	-30%	709%	74%	46%
净利润	-127%	-34%	61%	74%	46%
获利能力					
毛利率	76.3%	75.3%	71.9%	70.8%	70.0%
净利率	29.5%	12.6%	11.1%	13.3%	15.6%
ROE	10.8%	6.7%	9.7%	14.4%	17.4%
ROIC	4.0%	1.3%	9.0%	13.7%	17.0%
偿债能力					
资产负债率	56.2%	46.8%	46.1%	44.7%	41.7%
净负债比率	7.9%	9.1%	4.4%	1.8%	-0.3%
流动比率	0.9	1.3	1.4	1.5	1.7
速动比率	0.4	0.5	0.6	0.8	1.1
营运能力					
资产周转率	0.2	0.3	0.5	0.6	0.6
存货周转率	0.1	0.2	0.4	0.5	0.7
应收帐款周转率	8.3	17.6	30.5	32.3	26.8
应付帐款周转率	1.1	3.6	7.1	6.0	5.6
每股资料(元)					
每股收益	0.21	0.14	0.22	0.38	0.55
每股经营现金	0.57	0.07	0.37	0.77	0.84
每股净资产	1.90	2.04	2.26	2.64	3.19
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	66.8	101.3	62.9	36.1	24.8
PB	7.2	6.8	6.1	5.2	4.3
EV/EBITDA	52.0	94.9	25.8	19.0	14.7

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，拥有证券从业资格、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

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

免责条款

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。