

2011年3月18日

食品饮料行业

酒鬼酒 (000799)

评级: 增持

食品饮料行业研究员

王永锋

执业证书编号: S0070210070004

电话: 010-88086830-722

邮箱: wangyf@rxzq.com.cn

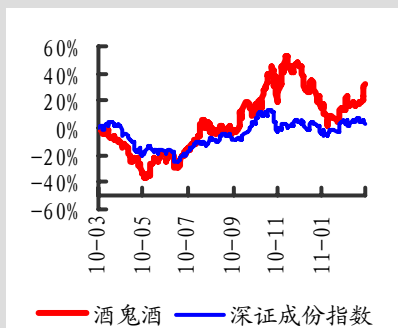
6-12个月目标价: -

最新股价: 21.78

基本资料

总股本 (百万)	303
流通股 A 股 (百万)	206
总市值 (百万)	64.85
每股净资产 (元)	2.49
资产负债率%	41.41
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

酒鬼酒股价与深证成指对比:



相关研究:

传世妙品, 等待崛起中的酒鬼酒

投资要点

- **曾经为中国最贵的酒。**1993年酒鬼酒将其零售价提到300元以上, 是当时中国最贵的酒, 高于茅台、五粮液、剑南春三大高档酒品牌。2001年以前是公司历史上最辉煌的时期, 2001年销售收入达到历史第二高值5.18亿元, 随后公司经营状况开始一路下滑。随着中糖集团2007年入主酒鬼酒, 公司经营状况逐步改善。
- **酒鬼酒具备崛起的条件。**1、大本营市场资源优良。2010年湖南省GDP全国排名第10, 总消费占GDP46.3%, 市场资源优于古井贡酒所在的安徽省和山西汾酒所在的山西省; 另外湖南本省没有规模强大的竞争对手。2、价格定位较清晰, 具备品牌基础。内参 (1200-1800元)、封坛年份酒 (300-800元)、酒鬼酒 (200-600元) 产品价格定位清晰, 高端品牌影响力较强。3、营销渠道薄弱, 但正在积极改善。由于经营管理方式反复变化, 营销渠道一直是酒鬼酒突出软肋。公司2010年以来在营销渠道方面进行了积极革新, 管理层在正确的方向上做正确的事。4、等待优势单品出现。当酒鬼酒销售收入到10-12亿元时, 经过市场的优选和淘汰, 届时优势单品将会出现。
- **行业景气度持续较高, 湖南省经济形势良好。**1、我国白酒行业收入增速2006年以来一直保持在30%以上, 其中2010年1-11月增速达31%; 2010年1-11月利润总额同比增长34%, 盈利能力处于历史高位。2、2010年1-11月, 湖南省财政预算收入同比增长27.40%; 2010年湖南省城镇居民家庭人均实际收入达1.77万元, 同比增长9.94%。
- **定向增发力推“十二·五”战略发展规划实现。**2010年7月公司启动了非公开发行股票工作, 募集资金投资将力推公司实现“到十二·五末, 销售收入突破三十个亿, 产量达2.2-2.5万吨”的战略目标。
- **盈利预测及投资建议。**我们预计2011~2013年公司分别实现每股收益0.34/0.50/0.68元, 对应的动态PE分别为65/44/32倍。短期来看公司估值过高, 但考虑到公司具备崛起的条件, 从中长期来看我们给予公司“增持”投资评级。
- **风险因素。**湖南省内市场扩张受阻; 更换管理层, 经营思路发生变化。

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	560	750	1000	1300
同比 (%)	53.60%	33.81%	33.33%	30.00%
归属母公司净利润 (百万元)	79	102	151	207
同比 (%)	35.79%	28.76%	47.61%	36.92%
毛利率 (%)	73.91%	73.20%	72.30%	71.40%
每股收益 (元)	0.26	0.34	0.50	0.68

正文目录

1、公司概况	4
1.1. 历史沿革和主营业务	4
1.2. 股权结构	5
2、经营分析	6
2.1. 酒鬼酒曾经为中国最贵的酒，经营情况几起几落	6
2.2. 随着中糖集团 2007 年入主，酒鬼酒经营情况逐年好转	7
2.3. 白酒行业景气度持续较高，湖南省经济形势良好，有利于公司健康快速发展	8
2.4. 定向增发力推酒鬼酒实现“十二·五”战略发展规划目标	9
3、酒鬼酒崛起的条件	10
3.1. 大本营市场资源：酒鬼酒具备优质的大本营市场资源	10
3.2. 价格定位与品牌基础：产品价格定位较为清晰，具备良好的高端品牌基础	11
3.3. 营销渠道资源：酒鬼酒最薄弱环节，但正在逐步改善	13
3.4. 优势单品热卖：仍需耐心等待，市场最终将给予我们答案	14
4、盈利预测及估值	15
4.1. 盈利预测前提和假设	15
4.2. 利润表预测	15
4.3. 估值及投资建议	15
5、风险提示	16

图表目录

图表 1 酒鬼酒主要产品.....	4
图表 2 酒鬼酒股权结构.....	5
图表 3 酒鬼酒营业收入增长情况.....	6
图表 4 酒鬼酒净利润增长情况.....	6
图表 5 酒鬼酒分产品收入占比变动情况	图表 6 酒鬼酒分产品毛利率情况
图表 7 酒鬼酒存货周转天数	图表 8 酒鬼酒应收账款周转天数
图表 9 经营性净现金流和净利润对比情况	图表 10 流动比率和速动比率情况
图表 11 全国白酒产量增长情况	图表 12 白酒行业收入、利润增长情况
图表 13 湖南省财政收入、支出增长情况	图表 14 湖南省人均收入增长情况
图表 15 酒鬼酒分地区收入变动情况	图表 16 酒鬼酒 2010 年分地区收入构成
图表 17 酒鬼酒品牌形象.....	12
图表 18 酒鬼酒销售人员数量及占比情况	图表 19 酒鬼酒销售费用率、管理费用率
图表 20 酒鬼酒营销活动.....	14
图表 21 酒鬼酒历史PE	图表 22 酒鬼酒历史PB.....
	16

表格目录

表格 1 非公开发行股票预案（万元）	9
表格 2 近年白酒崛起先决条件对比表.....	10
表格 3 2010 中国各省GDP排名	10
表格 4 酒鬼酒产品结构.....	11
表格 5 利润预测表（百万元）	15
表格 6 重点白酒公司盈利预测和估值表.....	16

1、公司概况

1.1. 历史沿革和主营业务

酒鬼酒股份有限公司前身为始建于1956年的吉首酒厂，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，1997年07月上市，证券代码为000799，股票简称“酒鬼酒”。

从上世纪80年代中后期开始，酒鬼酒的发展的每一步都与黄永玉密切相关。黄永玉，1924年出生在湘西古城凤凰沱江镇，被艺术界誉为“全才”、“鬼才”，其代表作包括毛主席纪念堂山水画、生肖邮票“猴”、“阿诗玛”等。1985年，黄永玉回乡省亲，设计出极具个性的麻袋陶瓶，挥毫画出“酒鬼背酒鬼”国画，华夏酒报中国酒业风向标题写了一系列“酒鬼”诗词，并提出注册“酒鬼酒”商标，酒鬼酒品牌正式确立。

2003年，湖南湘泉集团有限公司将其持有的部分股份转让，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。

2007年，酒鬼酒公司在湖南省委、省政府及湘西州委、州政府的支持下，完成企业重组和改制工作，中国糖业酒类集团公司子公司中皇有限公司成为公司第一大股东。

图表 1 酒鬼酒主要产品



数据来源：公司网站，日信研究

酒鬼酒主营业务为生产、销售酒鬼酒、湘泉酒、内参酒等系列白酒产品，公司位于湖南吉首市北郊酒鬼工业园区，为风景名胜区张家界、猛洞河、王村古镇至德夯苗寨、凤凰古城的必经之地，酒鬼酒依托湘西独特的自然地理环境和地域文化资源，独创中国白酒“馥郁香型”。

酒鬼酒、湘泉酒曾荣获法国波尔多世界酒类博览会金奖、比利时布鲁塞尔世界酒类博览会金奖、

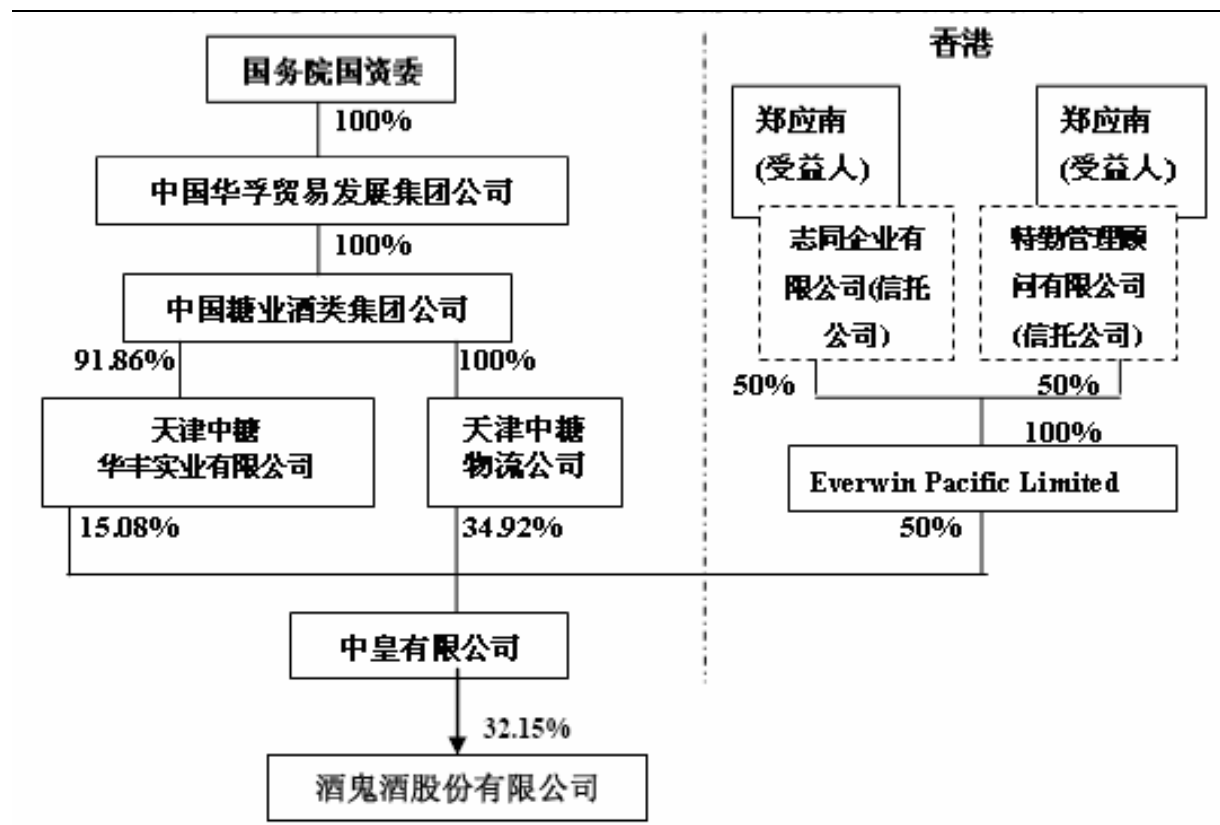
中国首届食品博览会金奖、全国轻工博览会金奖、北京国际经贸博览会金奖、中国国际新产品新技术博览会金奖和中国白酒典型风格金杯奖，曾荣获“中国十大文化名酒”、“国产精品”、“中国名牌消费品”、“世界名牌消费品”等称号。

1.2. 股权结构

酒鬼酒的控股股东为中皇有限公司，中皇有限公司是2004年6月18日在天津港保税区注册的中外合资企业，注册资本2亿元人民币，注册地址为天津港保税区天保大道86号K18室。中方股东为：天津中糖华丰实业有限公司，占注册资本的15.08%；天津中糖物流公司，占注册资本的34.92%。外方股东为：香港Everwin Pacific Limited，占注册资本的50%。公司经营范围为：国际贸易，糖类加工、销售，进料加工、三来一补，转口贸易，保税仓储，物流服务，房地产开发销售，以上相关咨询服务，自有房屋租赁。

中皇有限公司中方股东的实际控制人为中国糖业酒类集团公司。中国糖业酒类集团公司1989年成立，目前资产总额超过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与与外资连锁经营的经验，每年主办的春秋两季全国糖酒商品交易会。中皇有限公司外方股东香港Everwin Pacific Limited是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，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资讯服务等。

图表 2 酒鬼酒股权结构



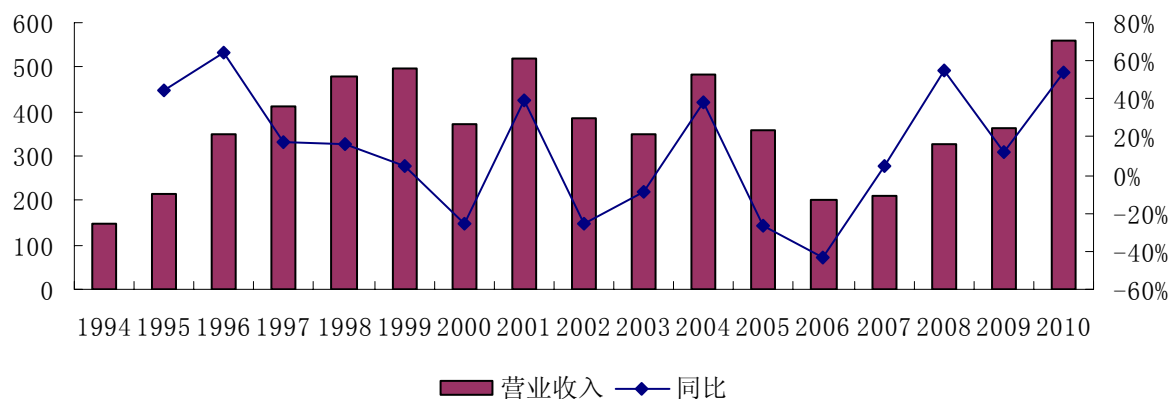
数据来源：公司年报，日信研究

2、经营分析

2.1. 酒鬼酒曾经为中国最贵的酒，经营情况几起几落

酒鬼酒品牌由王锡炳1985年创立，1993年酒鬼酒将零售价调到300元以上，高于茅台、五粮液、剑南春三大高档酒品牌，当时的酒鬼酒在全国热卖。但随着公司主动放弃“中国最贵的酒”这一产品定位、放弃“文化营销”这一差异化竞争等原因，酒鬼酒经营状况开始几起几落。2001年以前是公司历史上最辉煌的时期，2001年销售收入达到历史第二高值5.18亿元（历史最高值为2010年的5.60亿元），1998年净利润达到历史最高的1.96亿元。随后公司经营状况开始一路下滑，虽然2004年销售收入有所上升（主要归因于当年医药批发贡献了22.48%的销售占比），但净利润水平却直线下滑，2005年达到了历史最低值-2.80亿元。

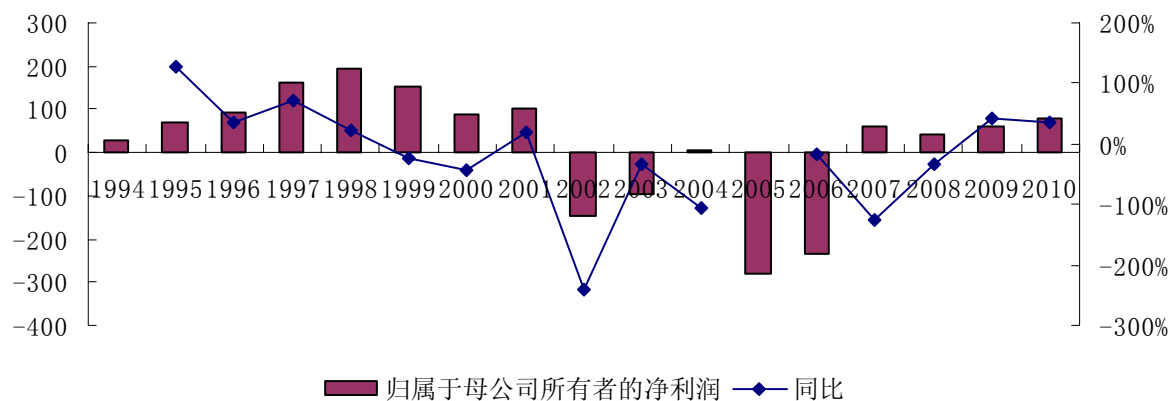
图表 3 酒鬼酒营业收入增长情况（百万元）



数据来源：公司年报，日信研究

其实自2000年以后，公司就已经陷入了增长的泥潭，2000年由于行业竞争日益激烈，公司主导产品价格开始下跌，公司开始适度控制产品市场投放量，使销售总额有所下降，从而导致利润水平大幅减少。2007年以来，随着中糖集团的入主，公司经营状况逐步改善，营业收入和净利润水平逐步提升。

图表 4 酒鬼酒净利润增长情况（百万元）

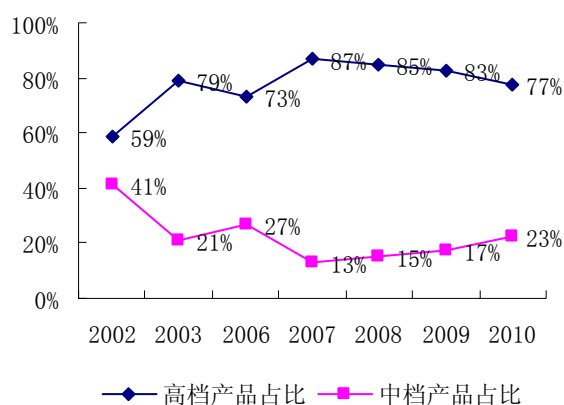


数据来源：公司年报，日信研究

2009年2月，原五粮液总经理徐可强加盟酒鬼酒，然而徐克强的加盟并没有改变酒鬼酒的困局。2009年5月，酒鬼酒总工程师、副总经理、一手勾调出“国窖1573”的传奇人物吴晓萍离职，随后，韩经纬、肖竹青等陆续离职，直到2010年徐可强的离职，酒鬼酒的人事管理动荡才告一段落。

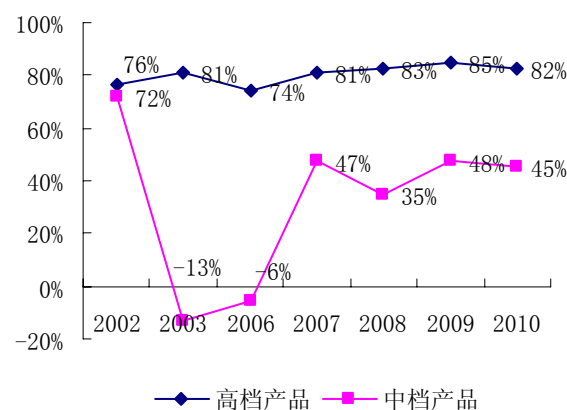
分产品来看，公司高档产品收入占比2002-2007年逐步提升，2007年占比最高达87%，2007-2010年收入占比逐步下降，主要是2007年以来湘泉品牌销售上升。从毛利率来看，公司高档产品的毛利率相对稳定，一直维持在80%左右；中档产品的毛利率变化较大，但近几年保持在40%以上。

图表 5 酒鬼酒分产品收入占比变动情况



数据来源：公司年报，日信研究

图表 6 酒鬼酒分产品毛利率情况

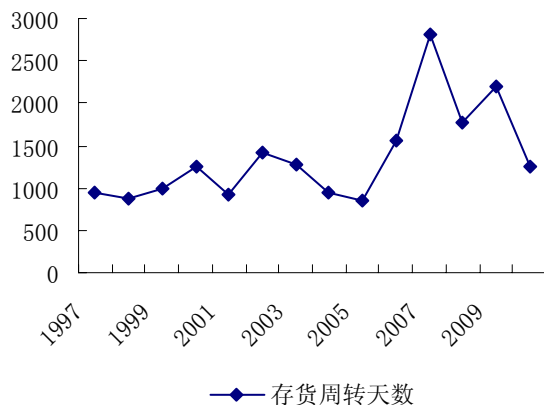


数据来源：公司年报，日信研究

2.2. 随着中糖集团2007年入主，酒鬼酒经营情况逐年好转

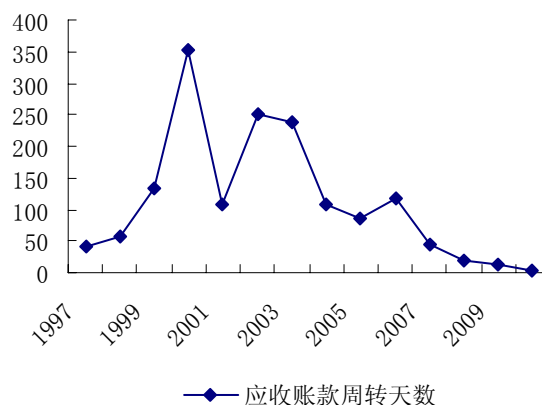
酒鬼酒2001年以后逐步衰落，从应收账款周转天数来看，2000年公司运营已经出现危机迹象，其中应收账款周转天数2000年达到352天，原有大股东占用资金严重、经销商欠款大幅度上升，2002-2003年这一趋势依然存在，超高的应收账款周转天数导致酒鬼酒最终被拖垮。从存货周转天数来看，由于公司近年来经营不善，白酒库存积压越来越多，导致存货周转天数自2006年以来持续维持高位。

图表 7 酒鬼酒存货周转天数（天）



数据来源：公司年报，日信研究

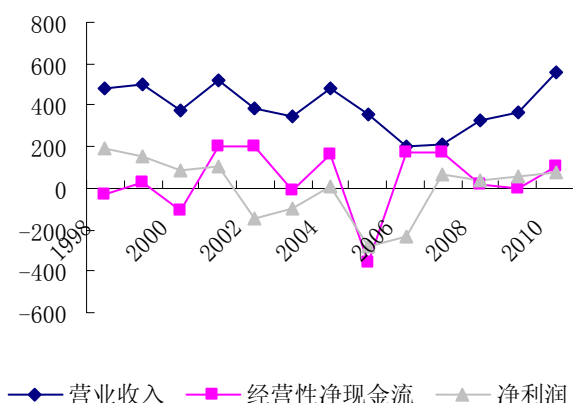
图表 8 酒鬼酒应收账款周转天数（天）



数据来源：公司年报，日信研究

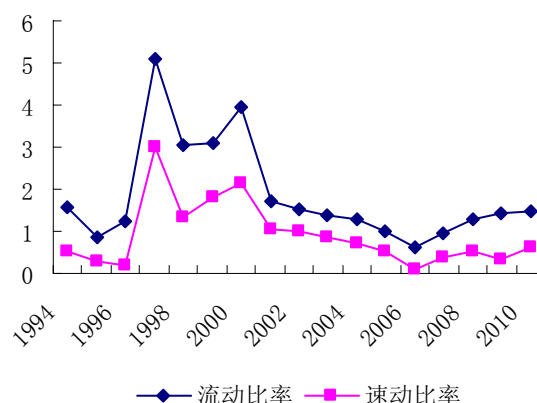
令人欣喜的是，近两年应收账款周转天数和存货周转天数大幅下滑，尤其是应收账款周转天数2010年仅为3.78天，可以清晰的看出公司管理改善的痕迹，结合我们调研得知酒鬼酒目前管理改善表现在：1、营销方式转变。由以前的销售团队抓回款转变为现在的抓市场，理顺了湖南市场秩序，实现了酒鬼酒主力产品在湖南省商超和流通渠道全品相陈列，巩固了大本营市场。2、机构改革。以前片面的依赖片区，片面的依赖片区经理，现在成立销售管理部 and 市场部。3、设立品牌经理。公司设立品牌经理，负责贴牌产品管理、专卖店事务管理，与片区经理一横一纵来管理，提升品牌和销售的综合管理效果。结合上述做法，我们认为酒鬼酒崛起只是时间问题，并且很有可能在2011年下半年-2013年之间崛起。

图表 9 经营性净现金流和净利润对比情况



数据来源：公司年报，日信研究

图表 10 流动比率和速动比率情况

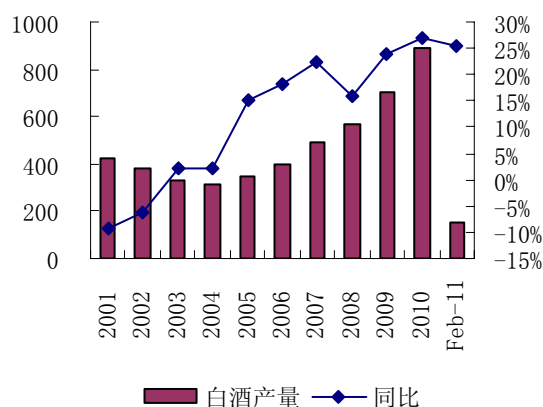


数据来源：公司年报，日信研究

从现金流量来看，公司近几年经营性净现金流有所好转，2010年经营性净现金流为1.00亿元（净利润为0.79亿元），销售商品、提供劳务收到的现金为6.54亿元（营业收入为5.60亿元），从2006年来持续回升，从侧面反映出公司经营情况的持续好转。另外，公司偿债能力由2006年以来逐年增强，流动比率和速动比率2010年分别达到1.67倍和0.64倍，保持着逐步好转的态势。

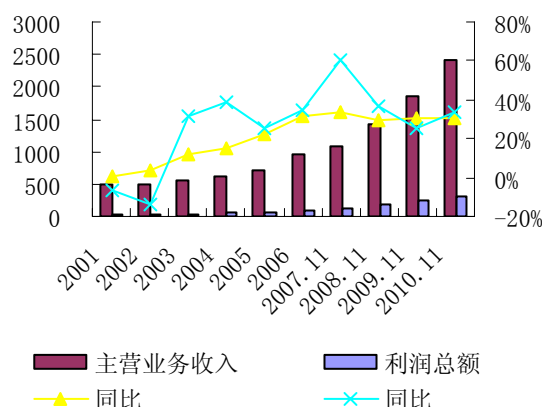
2.3. 白酒行业景气度持续较高，湖南省经济形势良好，有利于公司健康快速发展

图表 11 全国白酒产量增长情况（万千升）



数据来源：国家统计局，日信研究

图表 12 白酒行业收入、利润增长情况（亿元）

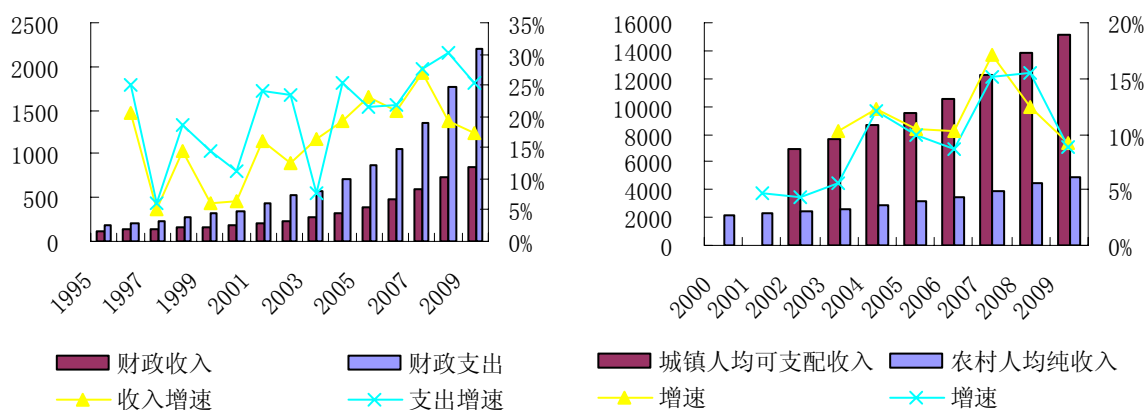


数据来源：国家统计局，日信研究

从我国白酒行业发展现状来看，白酒行业景气度目前仍然维持高位。2009年、2010年和2011年1-2月，我国白酒产量增速分别达到23.82%、26.81%和25.35%，其中2010年白酒产量为890万千升。从行业盈利能力来看，我国白酒行业营业收入2006年以来一直保持30%以上的增速，其中2010年1-11月增速达31.01%。利润总额增速持续较高，2010年1-11月增速达34.05%，盈利能力增速处于历史相对高位。

近年来在经济快速增长的同时，湖南省财政收入、财政支出也保持着较快增长，其中2009年同比增速分别为17.28%和25.22%。2010年1-11月，湖南省财政预算收入达928.40亿元，同比增长27.40%。另外，湖南省居民人均收入水平逐年提高，居民的消费能力和消费水平也在不断提高。2009年，湖南省城镇居民人均可支配收入和农村居民人均现金收入分别为1.51万元和0.49万元，同比增速分别为9.14%和8.79%，带动了湖南省消费水平提升。2010年湖南省城镇居民家庭人均实际收入达1.77万元，同比增长9.94%。

图表 13 湖南省财政收入、支出增长情况（亿元） 图表 14 湖南省人均收入增长情况（万元）



数据来源：国家统计局，日信研究

数据来源：国家统计局，日信研究

2.4. 定向增发力推酒鬼酒实现“十二·五”战略发展规划目标

2010年7月14日，酒鬼酒董事会审议通过了《关于公司2010年非公开发行股票方案的议案》，公司董事会启动了非公开发行股票工作，发行对象为包括公司控股股东中皇有限公司在内的不超过十家特定投资者。此次发行的股票数量不超过3838万股，募集资金上限44,317.70万元。

表格 1 非公开发行股票预案（万元）

募集资金投资项目	投资总额	拟投入募集资金额	项目用途
“馥郁香型”优质基酒酿造技改项目	5,482.60	5,482.60	达到 4500 吨优质基酒产能
基酒分级储藏及包装中心技改项目	19,871.10	19,871.10	提高包装的自动化程度
营销网络建设项目	5,054.00	5,054.00	在全国建立 100 个营销网点：省会城市 33 个，地级市 52 个，其它市县 15 个
品牌媒体推广项目	31,000.00	12,000.00	品牌全国化、产品全国化
合计	61,317.70	42,317.70	-

数据来源：公司公告，日信研究

此次非公开发行的股票，中皇有限公司以现金认购不超过576万股，其他特定投资者以现金认购本次发行股票的剩余部分。此次发行的股票扣除发行费用后将全部用于投资“馥郁香型”优质基酒酿造技改项目、基酒分级储藏及包装中心技改项目、营销网络建设项目、品牌媒体推广项目。

2010年8月，酒鬼酒成立了“十二·五”战略发展规划编制领导小组，2010年12月，编制完成了公司“十二·五”战略发展规划，对公司在“十二·五”期间的生产发展、科技发展、品牌发展、资本经营、产业升级、企业文化等各项工作的战略目标、工作重点和发展措施作了详尽规划，提出了“打造湘酒第一品牌、争创中国酒业一流”的战略目标。2011年是公司实施“十二·五”规划的开局之年，公司将其确定为“市场拓展年”，我们认为这是酒鬼酒营销改革发生质变的开端。2011年1月13日上午，湖南省委副书记梅克保到酒鬼酒公司调研，梅克保对酒鬼酒公司今后的工作提出这样的要求：加快发展，到“十二五”末，销售收入突破三十个亿，产量达2.2-2.5万吨。有着湖南省委省政府对酒鬼酒大力支持，我们认为酒鬼酒将实现“十二五”期间的战略目标。

3、酒鬼酒崛起的条件

根据我们对白酒行业的了解，我们认为二、三线白酒崛起的先决条件主要包括：1、优质的大本营市场资源。2、良好的价格定位与品牌基础。3、强大的渠道优势。4、优势单品热卖。酒鬼酒能否崛起，我们将着重从上述四个方面进行分析和把握。

表格 2 近年白酒崛起先决条件对比表

	洋河股份	古井贡酒	泸州老窖	山西汾酒	郎酒
优质的大本营市场资源	好	较好	较好	好	较好
良好的价格定位	好	好	好	好	好
品牌基础	好	好	很好	很好	较好
强大的渠道优势	很好	很好	很好	较好	很好
优势单品热卖	很好	很好	很好	很好	很好

数据来源：日信研究

3.1. 大本营市场资源：酒鬼酒具备优质的大本营市场资源

2010年湖南省GDP全国排名第10，达1.59万亿元，同比增长14.5%，在我国中部地区增速仅低于湖北的14.8%，位居中部第二。在经济增长的“三驾马车”（总消费、总投资、净出口）中，权重最大的是总投资，占2010年湖南GDP的56.8%，其次是总消费，占2010年湖南GDP的46.3%，最后是净出口，对经济呈现负向拉动，占2010年湖南GDP的逆向比重是3.1%。

表格 3 2010中国各省GDP排名

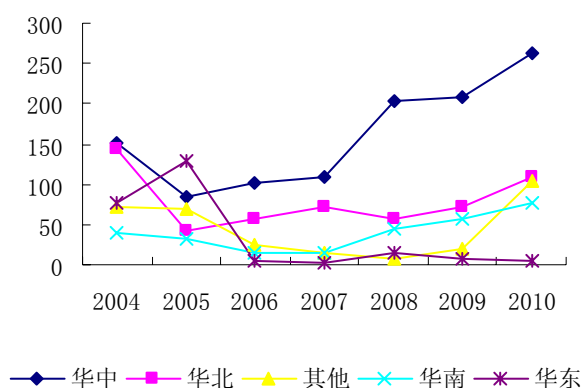
GDP 总量排名	省份	亿元	常住人口(亿)	人均 GDP(元)	美元
2	江苏	40903.34	0.79	52106.17	7697.20
10	湖南	15902.12	0.69	23046.55	3404.47
14	安徽	12263.36	0.62	19684.37	2907.80
21	山西	9088.06	0.36	25244.61	3729.17

数据来源：国家统计局，日信研究

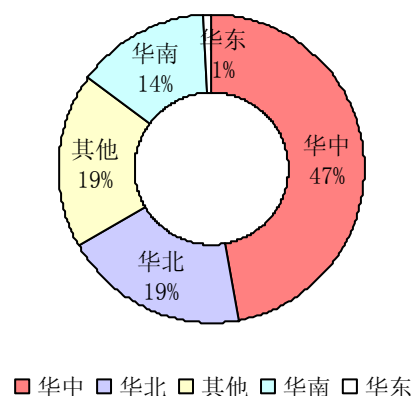
和洋河所在的江苏省、古井贡酒所在的安徽省、山西汾酒所在的山西省相比，酒鬼酒所在的湖南省大本营资源虽然低于洋河所在的江苏省（GDP、常住人口、人均GDP均落后），但湖南省GDP高于安徽省和山西省，常住人口也高于安徽省和山西省，人均GDP高于安徽省，大本营市场资源优良。

从省内竞争格局来看，湖南的酿酒行业以前有“5朵金花”：白沙液、常德、湘泉、回雁峰以及邵阳酒厂。曾经的5朵金花目前经营状况各异：白沙液销声匿迹很多年，现在又被重新捡起，前途未卜；常德酒厂并入泸州老窖的旗下；回雁峰酒厂和邵阳酒厂并入金六福旗下后经营改善，尤其是邵阳酒厂的开口笑和邵阳大曲，这两大品牌已经成长为湘酒崛起新的代言人。据我们估算，湖南省本地酒总产量仅占省内总需求的20-30%，相对知名的本地企业浏阳河酒业、湘窖酒业、武陵酱酒收入规模均为3亿元左右，湖南本省没有销售规模强大的竞争对手，这是我们看好酒鬼酒的主要因素之一，对酒鬼酒来说这是其能够崛起的先决条件。

图表 15 酒鬼酒分地区收入变动情况（百万元）



图表 16 酒鬼酒2010年分地区收入构成



数据来源：公司年报，日信研究

数据来源：公司年报，日信研究

3.2. 价格定位与品牌基础：产品价格定位较为清晰，具备良好的高端品牌基础

酒鬼酒主要包括5种主要产品：第一、洞藏。分为5个主要产品：2008年珍藏版（32000元）、黄金版、白金版、钻石版（1000-2000元）。第二、内参。价格在1200-1800元，是现在销售过亿的产品。第三、封坛年份酒。价格在300-800元，10、15、20年为主，其中现在15和20年主导。第四、酒鬼酒。价格在200-600元，主要包含50°和52°两种产品，其中50°为过渡产品，但现在量比较大。第五、湘泉。10-200的价位，现在销量在100万箱左右。

表格 4 酒鬼酒产品结构

主要产品	主打品种	终端价格	销售规模	主要竞争对手
洞藏	无	1000-32000	较少	茅台年份酒
内参	52° 内参	1200-1800	过亿	飞天茅台、国窖 1573 中国品味
封坛年份酒	15 年和 20 年	300-800	过亿	国窖 1573 和五粮液
酒鬼酒	50° 和 52°	200-600	过亿	老窖特曲、低度五粮液等
湘泉	无	10-200	100 万箱	浏阳河、开口笑等

数据来源：公司公告，日信研究

每一个白酒品牌营销都有自己固定的主销价格档位，聪明的白酒品牌营销都会在特定价格档位上面树立起独特的竞争地位，即在狭窄的竞争市场上建立起自己独特的市场竞争优势，占据该价格档位的第一品牌位置。酒鬼酒在1200-1800元价位上有内参，300-800元价位上有封坛年份酒，200-600元价位上有酒鬼酒，在上述三个价格带上酒鬼酒产品定位清晰，品牌影响力较强，具有较强的竞争实力。

但是200元以下的价格带上，酒鬼酒目前没有特别突出的产品来夺取市场份额，这是我们对酒鬼酒一直担心的地方。洋河在江苏之所以能够成功，很大一部分原因在于海之蓝和天之蓝价格定位精准，价格分别定在150元和300元，符合江苏市场上主流消费者心理价位。江苏省2010年人均GDP为52106元，而湖南省仅为23047元，湖南省主流消费者的心理价位应当低于海之蓝和天之蓝的150元和300元。因此我们认为，如果酒鬼酒要崛起，必须在200元以下价位开始发力，也就是湘泉这个品牌上面有所作为。可喜的是，我们看到了2010年7月份酒鬼酒销售公司成立，随后成立了湘泉事业部，公司在强化酒鬼酒主导产品的同时，加大“湘泉”系列产品的开发与营销，推进湘泉品牌营销队伍专业化、组织化、制度化，制定了专项营销政策和营销策略，招聘配备了专业营销团队。

图表 17 酒鬼酒品牌形象



数据来源：公司公告，日信研究

在品牌基础方面，酒鬼酒曾经是中国最贵最好的高档文化名酒，充当着中国白酒业文化酒的里程碑角色，喝酒鬼就是身份、地位和财富象征，代表尊贵和成功，也代表品味和时尚。对于酒鬼酒来说，全面振兴市场，品牌就是力量。上世纪80年代末，酒鬼酒定位高端，产品售价曾达300元，远超茅五剑，奠定了公司高端品牌基础。

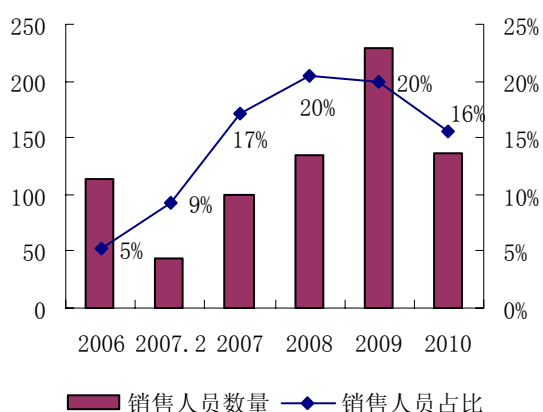
在中国白酒的12大香型中，馥郁香是酒鬼酒独创、独有的，所谓二者为兼，三者为复，馥郁香就是指酒鬼酒兼有浓、清、酱三大白酒基本香型的特征，一口三香，前浓、中清、后酱。馥郁香型白酒是酒鬼酒公司在湘西传统小曲酒的生产基础上，吸纳中国传统大曲酒生产工艺而成，具有的“色清透明、诸香馥郁、入口绵甜、醇厚丰满、香味协调、回味悠长，具有馥郁香型的典型风格”，除与其生产所处的气候和区域环境有不可分割的关系外，还与其所采用的独特生产工艺密切相关。酒鬼酒本身的历史厚重感与品质的独特个性成就其自身独特的口感风味，让消费者易于识别并形成强烈印象，这是高端白酒区别于一般白酒以及高端白酒之间的根本差异。从这一点上来说，酒鬼独创的馥郁香型，自成一派，也是我们看好酒鬼酒崛起的重要因素。

3.3. 营销渠道资源：酒鬼酒最薄弱环节，但正在逐步改善

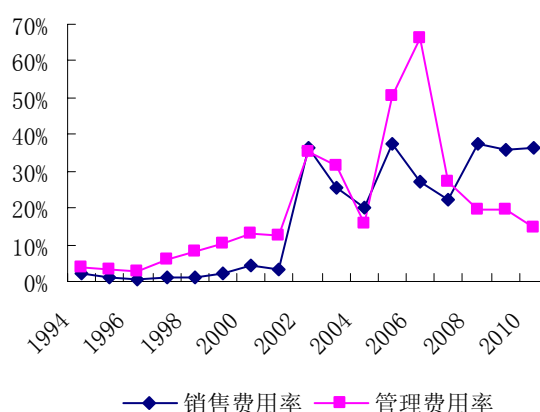
酒鬼酒自成立以来，经过多种经营管理方式的变化，营销渠道一直是公司突出的软肋。2009年徐克强上台，围绕“精耕湖南、控制终端、突出重点、复兴全国”营销思路，公司对重点市场采用大客户运作模式和区域性自控终端运作模式，并对引入业外资本和战略投资者。在湖南根据地市场，培育了一批有网络、有实力、有队伍的经销商，同时启动了广东、山东、北京、河北等全国重点市场，成立了湖南片区、山东片区、华北片区、广东片区等全国重点市场作战指挥部。通过调整市场布局、健全销售网络、探索销售模式，为全面复兴酒鬼、启动全国市场打下了坚实基础。但随着徐克强的离任，酒鬼酒的营销渠道又陷入了变动局面。

酒鬼酒的销售费用率近年来一直维持高位，2010年达到36.17%，营业费用率保持高位的主要原因在于：1、加大广告的投入量，广告费用支出相比2009年增加5049万元。2、增加了市场费用的支持力度，销售服务费相比2009年增加931万元，3、增加销售人员的工资福利待遇，职工薪酬增加937万元。公司为了在高端品牌占有一席之地，广告费用支出大幅增加，我们对此持保留态度（洋河2004年开拓市场时销售费用率仅为13.45%；泸州老窖推出国窖1573时，销售费用率2004年最高为25.09%）。

图表 18 酒鬼酒销售人员数量及占比情况（人）



图表 19 酒鬼酒销售费用率、管理费用率



数据来源：公司公告，日信研究

数据来源：公司公告，日信研究

另一方面，我们看到公司2010年以来在营销渠道方面的积极革新，主要表现在：1、深耕湖南本土市场。2010年7月，酒鬼酒供销公司与湖南省骨干经销商共同出资成立了“酒鬼酒湖南销售有限责任公司”，实现了厂商价值一体化。在调整长株潭市场渠道、整治湖南市场秩序、改进内参品牌销售模式等方面做出变革。2、开拓省外重点市场。公司在省外重点市场，建立了十七个营销片区，进一步选择有实力的主流经销商进行战略合作。西北片区、山东片区、河南片区、内参二部取得了较好的经营业绩，为振兴全国市场打下了良好基础。3、占领高端团购市场。公司以北京、湖南为重点目标市场，以“内参”为主推品牌，积极参与高端主题活动、举行高端品鉴会、发展高端品鉴顾问、专题公关活动，主要目标客户为高端消费群体的团购营销取得一定效果。4、强化终端销费市场。公司加强了酒店、商超、名烟名酒店的营销力度，加强促销人员的培训工作，提高促销人员整体素质，加大促销宣传，产品在市场终端的消费氛围和消费口碑得到提升。5、完善市场营销体系。公司在精耕湖南市场、布局省外重点城市市场的基础上，加强了公司专业化营销机构的组织建设。公司成立了总代理品牌管理部（贴牌产品管理、专卖店事务管理）、出口部、内参事业部、基酒部等专门营销机构。同时，成立了湘泉事业部，在强化酒鬼酒主导产品的同时，加大“湘泉”系列产品的开发与营销，推

进湘泉品牌营销队伍专业化、组织化、制度化，制定了专项营销政策和营销策略，招聘配备了专业营销团队。

图表 20 酒鬼酒营销活动



数据来源：公司网站，日信研究

公司在营销方面做的种种革新，让我们对酒鬼酒的崛起前途保持乐观态度，尤其是在我们在调研当中感觉到酒鬼酒目前的领导层是在正确的方向上做正确的事，内部管理机制比前些年完善了许多，于是在未来半年内可以看清楚崛起效果还是未来两年才能看清楚仍需我们持续跟踪观察。

3.4. 优势单品热卖：仍需耐心等待，市场最终将给予我们答案

能否出现热卖的优势单品，是我们判断酒鬼酒能否崛起的核心指标。泸州老窖、洋河、古井贡酒、郎酒、山西汾酒近些年崛起都伴随着核心单品热卖，分别对应：国窖1573、蓝色经典、年份原浆、红花郎、青花瓷。

酒鬼酒有着繁杂的产品结构，主要原因在于公司近年来的经营策略是价格跟随茅台策略。但随着茅台逐年提价，公司由刚开始推出的酒鬼酒，接着推出封坛年份酒，后来又推出内参。由于茅台提价能力太强，公司逐渐跟不上茅台提价的步伐，推出新产品最终停下，从而形成公司目前的产品结构。

关于削减产品结构问题，我们认为这个问题最好留给市场来检验，销售额小的品类尽量采取淘汰措施，这样可以让优势产品占领更多的资源，更能发挥其应有的市场威力。在优势单品问题上，由于封坛年份酒、酒鬼酒都是销售过亿的产品，主推那一个都不是特别妥当，主推52°酒鬼？或者紫坛（封坛20年）？或者红坛（封坛15年）？我们认为这个问题或许留给时间是最妥当的解决办法，随着酒鬼酒销售收入提升，当销售收入在10-12亿时，市场最终会告诉我们，到底那一个品种才是最好的优势单品。

4、盈利预测及估值

4.1. 盈利预测前提和假设

- 1、假设公司销售收入可以按照“十二·五”战略发展规划以及湖南省省委领导要求完成；
- 2、假设受“湘泉”销售规模扩大影响，2011年~2013年公司毛利率小幅下滑，分别为73.2%、72.3%和71.4%；
- 3、假设酒鬼酒湖南销售有限责任公司成立后承担湖南省部分销售费用，2011年~2013年公司销售费用率明显下滑，分别为28.5%、26.2%和24.0%；
- 4、假设公司管理费用率和财务费用率保持相对稳定；
- 5、假设消费税率保持稳定，所得税率小幅上扬。

4.2. 利润表预测

表格 5 利润预测表（百万元）

	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	560	750	1000	1300
减：营业成本	146	201	277	372
营业税金及附加	85	113	152	198
营业费用	203	214	262	312
管理费用	82	109	144	186
财务费用	9	11	10	16
资产减值损失	-28	0	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	12	0	0	0
二、营业利润	75	102	156	217
加：营业外收入	13	10	10	10
减：营业外支出	1	0	0	0
三、利润总额	86	112	166	227
减：所得税费用	7	10	15	20
四、净利润	79	102	151	207
归属母公司净利润	79	102	151	207
少数股东损益	-1	0	0	0
五、每股收益（元）	0.26	0.34	0.50	0.68
股本（百万股）	303	303	303	303

数据来源：公司年报，日信研究

4.3. 估值及投资建议

根据2011年3月17日收盘价计算，公司2011~2013年动态PE分别为65/44/32倍，对重点白酒行业公司与酒鬼酒市盈率进行比较，酒鬼酒市盈率在同类上市公司中处于较高水平，短期来看公司股价较高。但考虑到公司具备优质的大本营市场资源、拥有良好的价格定位与品牌基础、即将出现的单品热卖，从中长期来看我们给予公司“增持”投资评级，酒鬼酒将是我们下一步重点跟踪的公司。

表格 6 重点白酒公司盈利预测和估值表

公司简称	EPS (元)			PE (倍)		
	2010A/E	2011E	2012E	2010A/E	2011E	2012E
山西汾酒	1.14	1.71	2.57	55.22	36.81	24.54
古井贡酒	1.19	2.14	3.43	69.79	38.77	24.23
金种子酒	0.29	0.54	0.86	62.00	34.44	21.53
老白干酒	0.37	0.77	1.19	88.92	42.73	27.65
沱牌曲酒	0.21	0.31	0.41	104.52	70.81	53.54

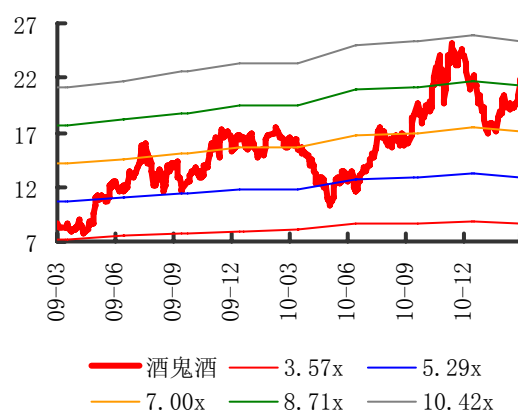
数据来源：公司公告，日信研究

图表 21 酒鬼酒历史PE



数据来源：wind，日信研究

图表 22 酒鬼酒历史PB



数据来源：wind，日信研究

5、风险提示

- 1、白酒行业竞争加剧，公司在湖南省内市场扩张受阻；
- 2、公司更换管理层，原有营销政策未深入执行，经营思路又发生变化。

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy): 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform): 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral): 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform): 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight): 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral): 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight): 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。