

未被发掘的金矿，等待迟来的爆发

—酒鬼酒（000799）调研简报

民生精品---调研报告/食品饮料行业

2011年11月30日

一、事件概述

11月28日、11月29日参加了酒鬼酒2011年经销商大会，并拜访了酒鬼酒执行董事赵公微、财务总监任宝岩、董事会秘书张儒平、证券事务代表李文生，主要就公司未来发展战略、价格体系、产品线、营销改革等问题与公司主要领导进行了交流。

二、分析与判断

➤ 酒鬼酒是白酒行业最后一座未被发掘的金矿

白酒行业上市公司中，最具潜力成为爆发式增长品种的公司有两个：酒鬼酒和沱牌舍得。沱牌舍得受制于改制问题以及核心大本营市场竞争激烈的原因，爆发式增长仍需等待；而酒鬼酒在经历了数年沉浮之后，2011年8月份开始拐点已经非常清晰，必将成为未来2年的大牛股。目前酒鬼酒具备了崛起的所有条件：1、优质的大本营市场资源。2、良好的品牌基础与价格定位。3、强大的渠道优势。4、优势单品热卖。我们认为酒鬼酒是白酒行业最后一座未被发掘的金矿，投资价值值得高度重视。

➤ 2012年公司将主要在4个产品上发力

1、洞藏。公司明年准备在这个品牌上面发力，着手大力推广。**2、内参。**内参为非酒鬼系列，主要走团购流通渠道，是公司的次高端品种。**3、酒鬼酒系列。**2012年公司计划把封坛名字去掉，酒鬼酒系列将只拥有4-5个产品，公司将主要着手调整价格，把这几个产品的价格差理顺。**4、湘泉。**2012年公司将加强湘泉的投入力度，公司计划收入到20个亿以后，湘泉的规模要占到20%-25%。公司未来的产品突破点目前公司找到2个产品：洞藏酒鬼酒和湘泉。

➤ 省内、省外市场2012年将协调发展

1、省内市场成功运作。从经销商方面来看，从发展的角度来看，湖南销售公司运营效果明显，以前没有进来的经销商，现在很多经销商想入股进来。**2、省外的扩张。**目前北方营销中心做的不错，南方营销中心刚刚开始运作，2012年公司将强化两个营销中心，同时还要在华东市场想一些办法（华东市场没有多少销售主要原因是公司想加强，但是人力不够，销售人员2012年有待大幅扩张）。**3、价格混乱有待解决。**公司最近开会重点讨论此问题，明年公司准备用大半年的时间来调整省外、省内价差，公司计划到明年旺季来临之时将价格体系理顺。

➤ 经销商实力有望大幅增强

1、优先考虑老客户利益。在招商方面，新老客户标准一致，但公司会优先考虑老客户的利益，如果老客户做的不好，需要让出来一部分市场，公司仍是希望厂商共同成长。在招商数量方面，公司会根据当地的市场基础来看，招商1-2个或者3-5个。公司给经销商的出厂价相同，需要重点突破的地方，销售费用会大力度支持。**2、经销商实力将大幅增强。**酒鬼前几年经销商质量不高，这几年慢慢好转，酒鬼酒发展到了现在这个阶段，对经销商有了一定的选择权。2012年酒鬼的经销商实力会大幅增强，也许数量减少，但质量会大幅提升。

➤ 核心单品期待市场的选择

公司目前核心产品线为50°酒鬼、52°酒鬼、封坛15年、封坛20年。公司管理层对核心单品问题认识清晰：让市场自己去检验，50°、52°、红坛最有可能出现核心单品。由于酒鬼酒品牌多，未来也有可能走双品牌战略，不走洋河、古井的模式。

强烈推荐

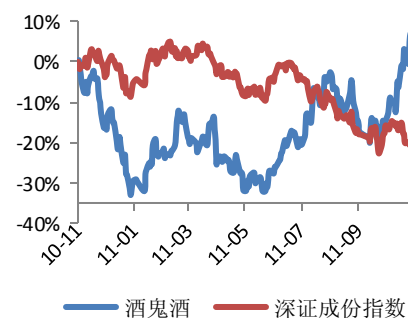
维持评级

合理估值：35元

交易数据 (2011-11-29)

收盘价(元)	28.80
近12个月最高/最低	29.42/16.65
总股本(百万股)	324.93
流通股本(百万股)	205.60
流通股比例%	63.28%
总市值(亿元)	93.58
流通市值(亿元)	59.21

该股与深证成指走势比较



分析师

分析师：王永锋

执业证号：S0100511070004

电话：010-85127831

邮箱：wangyongfeng@mszq.com

相关研究

《酒鬼酒调研简报：各项经营指标好转，12年公司将迎来根本变革》
2011/11/28

《酒鬼酒调研简报：湖南销售公司营销管理改善，良性发展显现》
2011/11/22

《酒鬼酒深度报告：利润迎来爆发式增长期，2012年战略性投资品种》
2011/11/18

三、盈利预测与投资建议

我们预计公司 2011~2013 年 EPS 分别为 0.39/0.80/1.24 元,同比增速分别为 47%、108%、55%,未来三年复合增速达 68%,对应 2011~2013 年 PE 分别为 74X、36X、23X。我们维持公司强烈推荐评级,目标价 35 元。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	560	980	1520	2080
增长率 (%)	53.60%	74.85%	55.10%	36.84%
归属母公司股东净利润 (百万元)	79	117	242	376
增长率 (%)	35.79%	47.06%	107.51%	55.25%
每股收益 (元)	0.26	0.39	0.80	1.24
PE	111	74	36	23

资料来源:民生证券研究所

相关研究:

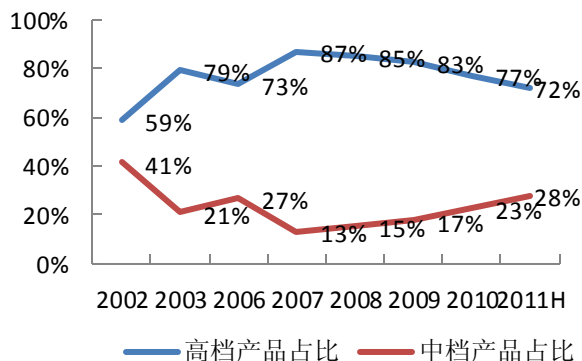
- 《酒鬼酒调研简报:各项经营指标好转,12年公司将迎来根本变革》2011/11/28
- 《酒鬼酒调研简报:湖南销售公司营销管理改善,良性发展显现》2011/11/22
- 《酒鬼酒深度报告:利润迎来爆发式增长期,2012年战略性投资品种》2011/11/18
- 《酒鬼酒调研简报:崛起中的酒鬼酒,2012年战略性投资品种》2011/11/14
- 《食品饮料行业2012年投资策略:三线白酒强势崛起,大众消费品机会翩翩来临》2011/11/11
- 《酒鬼酒季报点评:收入环比持续增长,复苏进程再次确认》2011/10/31
- 《酒鬼酒中报点评:潜龙勿用,2012年高弹性绝佳品种》2011/07/28
- 《酒鬼酒深度报告:传世妙品,等待崛起中的酒鬼酒》2011/03/18

利润预测表 (百万元)

	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	560	980	1520	2080
减:营业成本	146	270	413	562
营业税金及附加	85	155	239	324
营业费用	203	330	456	582
管理费用	82	93	134	177
财务费用	9	5	3	2
资产减值损失	-28	0	0	0
投资收益	12	0	0	0
二、营业利润	75	127	275	433
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	137	285	443
减:所得税费用	7	21	43	66
四、净利润	79	117	242	376
归属母公司净利润	79	117	242	376
少数股东损益	-1	0	0	0
五、每股收益 (元)	0.26	0.39	0.80	1.24

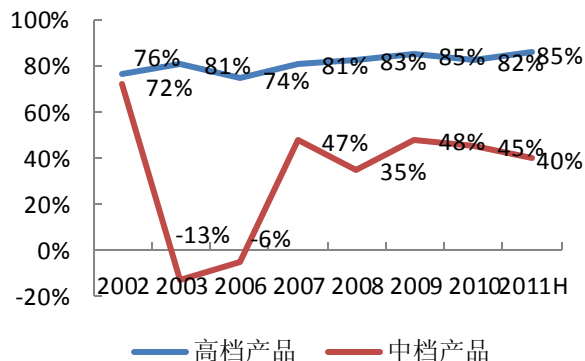
资料来源:公司年报,民生证券研究所

图 1: 低档产品收入占比持续提升



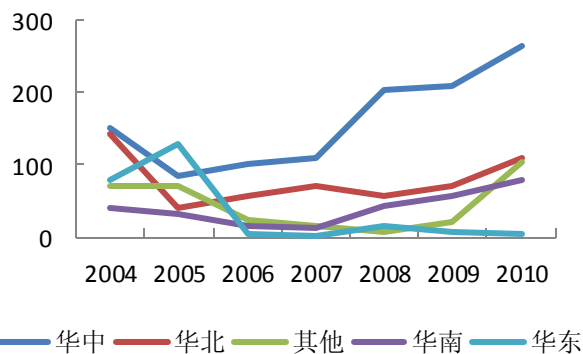
资料来源: 公司年报, 民生证券研究所

图 2: 高档产品毛利率上升, 中档产品毛利率下滑



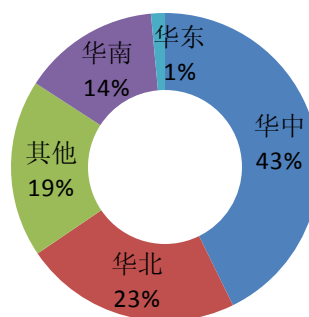
资料来源: 公司年报, 民生证券研究所

图 3: 酒鬼酒分地区收入变动情况 (百万元)



资料来源: 公司年报, 民生证券研究所

图 4: 酒鬼酒 2011H 分地区收入构成



资料来源: 公司年报, 民生证券研究所

表 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	-

资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

表 2: 酒鬼酒产品结构

主要产品	主打品种	终端价格 (元)	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

资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

分析师与行业专家简介

王永锋，食品饮料行业分析师，经济学硕士，具备证券从业资格，3年证券行业工作经验，2011年5月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。