

三线白酒强势崛起，三年三倍市值空间

—食品饮料行业深度研究报告

民生精品---深度研究报告/食品饮料行业

2012 年 02 月 20 日

报告摘要:

● 三线白酒迎来利润爆发式增长期，未来2年利润复合增速有望超越100%

1、白酒公司崛起的先决条件及发展规律。从白酒行业发展的历史规律来看，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) 良好的品牌基础与价格定位。(3) 强大的渠道优势。(4) 优势单品热卖。一旦满足上述四个先决条件，白酒公司将大概率遵循下述发展规律：白酒公司销售收入达到 10 亿元，再到 20 亿元只需 2-3 年时间，同时利润将迎来爆发式增长期，利润复合增速将超越 100%。

2、三线白酒迎来利润爆发式增长期。酒鬼和沱牌已具备崛起的先决条件，其发展将大概率遵循白酒行业 10 亿-20 亿的发展规律：2011 年酒鬼和沱牌收入双双过 10 亿，2012 年及未来 2-3 年将迎来利润爆发式增长期，利润复合增速有望超越 100%。

● 一线白酒提价、消费升级、营销变革、政府支持是三线白酒快速崛起的主因

1、一线白酒提价、消费升级、行业集中度提升是三线白酒崛起的外因。(1) 近年来一线白酒持续提价，茅台终端价已接近 2000 元，和三线白酒主力产品终端价差拉大到 1000 元以上，给三线白酒带来了巨大的价格生存空间。(2) 随着我国居民收入水平提升，消费升级显现，加大了次高端和中高端白酒的消费，有利于三线白酒高速增长。(3) 伴随着消费升级，人们对名优白酒需求逐年增加，行业集中度有望持续提升，这将有利于三线优质白酒崛起。

2、营销变革是三线白酒崛起的内因。营销渠道变革、中高端以上单品热卖，是我们判断二、三线白酒企业能否崛起的核心判断指标。酒鬼和沱牌的营销渠道 11 年均发生质的变革，同时将伴随着优势单品的出现。

3、政府支持是三线白酒崛起的必要条件。(1) 11 年湖南省政府出台文件，促进湘酒产业健康发展，到 15 年培育年收入超过 30 亿元和 20 亿元的白酒生产企业各 1 家。(2) 遂宁市政府对白酒产业的总体发展目标为：到 10 年全市白酒收入达 30 亿元，12 年达 50 亿元，15 年达 100 亿元。

● 三线白酒估值方法

对于爆发式增长的三线白酒，仅依靠 PE 定价会引起较大偏差，这在当年的洋河、古井身上曾经发生过，应当从市值法、市销率、PEG 等不同角度对其估值更为合理。

1、市值法。当白酒收入到 30 亿时，净利率可达到 30%，对应净利润为 9 亿元，由于增速放缓，我们认为届时可以给予 25 倍 PE，对应 225 亿元市值。酒鬼和沱牌将于 2015 年之前销售收入达到 30 亿，相对于目前 70-80 亿市值，市值具备三倍空间。

2、市销率、PEG。(1) 市销率。酒鬼的市销率为 8.54，略高于行业平均水平；沱牌和老白干的市销率均低于行业平均水平，尤其是老白干市销率仅为 2.53，大幅低于行业平均水平，投资价值凸显。(2) PEG。酒鬼和沱牌的 PEG 仅为 0.30 和 0.28，两者的 PEG 代表着白酒行业最低值；老白干酒的 PEG 略高于行业平均水平。

● 重点公司推荐

我们重点推荐经营发生拐点的酒鬼酒和沱牌舍得，积极关注老白干酒。

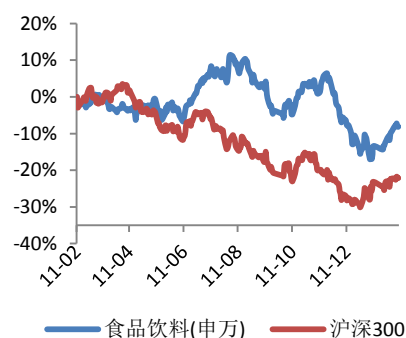
盈利预测与财务指标

重点公司	现价	EPS			PE			评级
	2012-02-17	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	
酒鬼酒	26.03	0.26	0.60	1.01	100.12	43.38	25.77	强烈推荐
沱牌舍得	21.90	0.23	0.55	0.93	95.22	39.82	23.55	强烈推荐
老白干酒	26.61	0.30	0.60	1.00	88.70	44.35	26.61	-

资料来源：民生证券研究所

推 荐 维持评级

行业与沪深 300 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

- 1、《食品饮料行业 2012 年投资策略：三线白酒强势崛起，大众消费品机会翘翘未临》2011/11/11
- 2、《食品饮料行业 2011 年中期投资策略：通胀背景下可选消费品的投资机会》2011/06/21
- 3、《食品饮料行业 2011 年第二季度投资策略：二季度买入，四季度收获》2011/04/12
- 4、《食品饮料行业 2011 年度投资策略：消费升级背景下的投资机会》2010/12/14
- 5、《食品饮料行业 2010 年四季度投资策略：次高端白酒及红酒的投资机会》2010/09/16

目 录

一、一线白酒提价、消费升级是三线白酒崛起的外因.....	3
(一) 一线白酒持续提价给三线白酒提供巨大生存空间	3
(二) 消费升级助推三线白酒强势崛起	4
(三) 行业集中度持续提升有利于三线优质白酒崛起	4
二、营销变革是三线白酒崛起的内因.....	5
(一) 三线白酒崛起的先决条件	5
(二) 三线白酒的营销变革	5
1、酒鬼酒的营销变革	5
2、沱牌舍得营销变革	6
(三) 优势单品热卖	7
三、政府支持是三线白酒崛起的必要条件.....	8
(一) 湖南省政府的支持	8
(二) 四川省政府的支持	8
四、三线白酒未来 2 年利润复合增速有望超越 100%.....	9
五、三线白酒的估值方法	10
(一) 市值法	10
(二) 市销率、PEG	11
六、推荐公司	12
(一) 酒鬼酒	12
(二) 沱牌舍得	13
附录一 三线白酒相关研究报告	14
附录二 《投资者的未来》中表现最佳的标准普尔 500 “幸存者”	15
附录三 《投资丛林》——一位投资大师跨越 50 年的私人手记.....	16
插图目录	17
表格目录	17

一、一线白酒提价、消费升级是三线白酒崛起的外因

(一) 一线白酒持续提价给三线白酒提供巨大生存空间

近年来，一线白酒持续提价：

1、53° 飞天茅台。出厂价由 2006 年初 268 元提升至 2011 年底 619 元，年均涨幅达 15%，6 年总涨幅达 131%。终端零售价由 2007 年初 454 元提升至 2011 年底 1800 元，年均涨幅达 32%，5 年总涨幅达 296%。

2、52° 五粮液。出厂价由 2006 年初 338 元提升至 2011 年底 659 元，年均涨幅达 12%，6 年总涨幅达 95%。终端零售价由 2007 年初 430 元提升至 2011 年底 1160 元，年均涨幅达 22%，5 年总涨幅达 170%。

3、52° 国窖 1573。出厂价由 2006 年初 328 元提升至 2011 年底 619 元，年均涨幅 11%，6 年总涨幅 89%。终端零售价由 474 元提升至 1030 元，年均涨幅 17%，5 年总涨幅 117%。

图 1：贵州茅台出厂价、零售价（元）

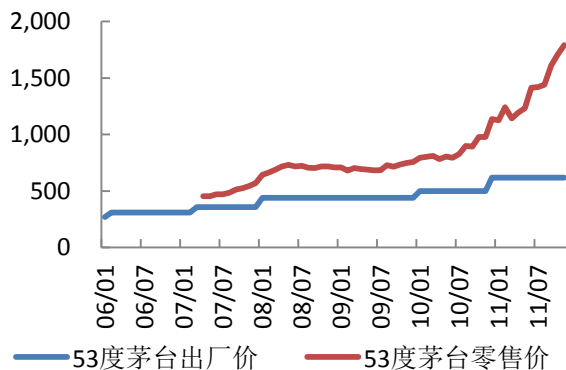
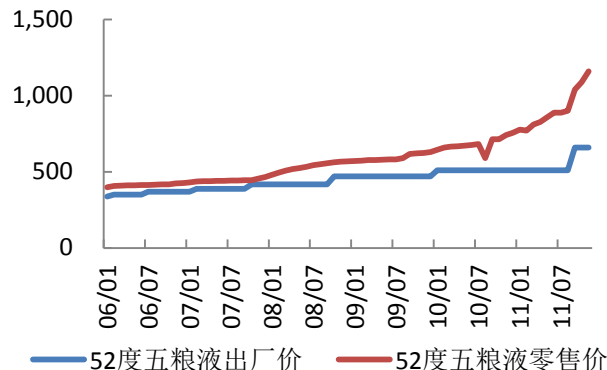


图 2：五粮液出厂价、零售价（元）



资料来源：国家统计局，糖酒快讯，民生证券研究所

前些年茅台等一线白酒价格和三线白酒价差没有拉开，2007 年茅台和三线白酒终端价差只有 200 元左右。目前茅台终端零售价已经接近 2000 元，和酒鬼、沱牌等三线白酒终端价差已经拉大到 1000 元以上，给三线白酒提供了巨大的价格生存空间。

图 3：国窖 1573 出厂价、零售价（元）

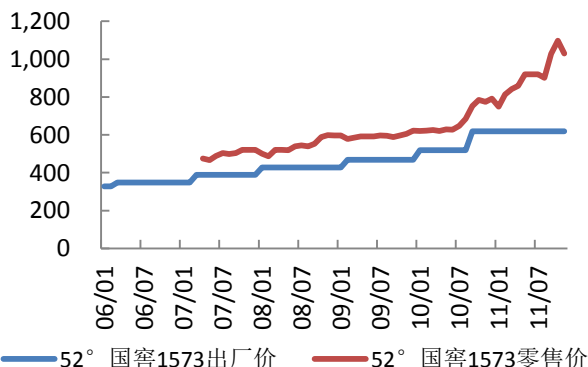
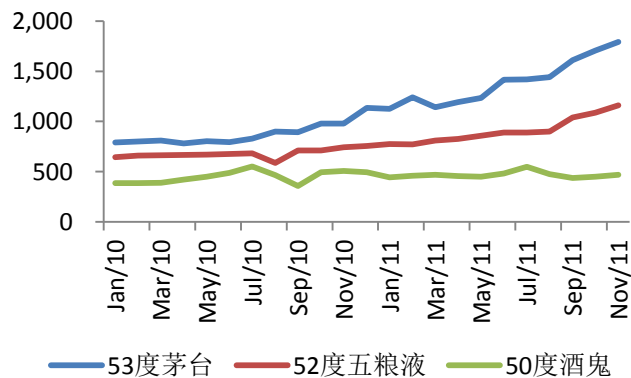


图 4：茅台、五粮液、酒鬼酒终端价差逐年拉大



资料来源：国家统计局，糖酒快讯，民生证券研究所

(二) 消费升级助推三线白酒强势崛起

按照联合国测算指标,当一个国家和地区人均 GDP 达到 3000 至 10000 美元时,这个国家和地区的消费将进入活跃的加速发展阶段。以前我国居民收入水平较低,消费能力不足,随着近年来我国 GDP 逐年增长,2010 年我国人均 GDP 达到 29524 元(合 4361 美元),带来了消费大幅增长。

随着居民收入水平提升,消费升级正在逐步显现,从而加大了消费者对次高端和中高端白酒的消费,这从洋河股份、山西汾酒、古井贡酒等二线白酒近几年的崛起可见一斑。未来几年白酒行业发展仍是次高端和中高端白酒高速发展期,白酒行业结构将由目前的“哑铃型”(低端酒和高端酒消费量大,中高端酒消费量小)过渡到“金字塔型”(低端酒消费量最大,中高端酒次之、高端酒最少),这样的行业消费结构在各个行业当中都存在,白酒也不例外。

更重要的是,次高端和中高端白酒既能走量(需求空间大)、又可以提价(价格相对低端酒不敏感),有利于以酒鬼和沱牌为代表的三线白酒高速成长。

表 1: 我国白酒市场划分

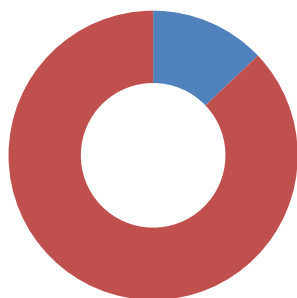
细分市场	价位(元)	预期增速	市场容量	代表品牌
超高端	600 以上	10%	较小	茅台、五粮液、国窖 1573、内参、水晶舍得
次高端	200-600	50%	较大	酒鬼、舍得
中高端	50-200	30%	较大	湘泉、沱牌曲酒
中低端	20-50	20%	较小	-

资料来源:糖酒快讯,民生证券研究所

(三) 行业集中度持续提升有利于三线优质白酒崛起

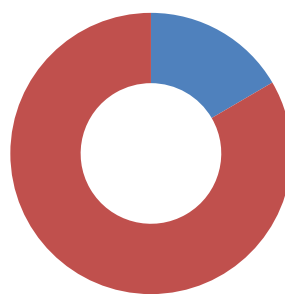
从行业发展现状来看,目前国内白酒行业仍处于初级竞争阶段,2010 年白酒行业 CR4 仅为 16.59%。参考国内外成熟消费品市场(CR4 占比会超过 50%),我国白酒行业市场集中度较低,伴随着消费升级,人们对名优白酒的需求将逐年增加,低端劣质白酒将被逐出市场,行业集中度有望持续提升,这将有利于以酒鬼和沱牌为代表的三线优质白酒崛起。

图 5: 2005 年白酒行业 CR4 为 12.68%



■ CR4 ■ 其他白酒企业

图 6: 2010 年白酒行业 CR4 提升为 16.59%



■ CR4 ■ 其他白酒企业

资料来源:国家统计局,公司年报,民生证券研究所

二、营销变革是三线白酒崛起的内因

（一）三线白酒崛起的先决条件

从白酒行业发展的历史规律来看，二、三线白酒崛起的先决条件主要包括以下四点：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。洋河、古井、老窖、汾酒、郎酒前些年的崛起均是在上述4方面做到足够出色，因此我们分析酒鬼酒、沱牌舍得等三线白酒能否崛起，将着重从上述4个方面进行分析和把握。

表 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
大本营市场资源	好	一般	一般	好	一般
品牌基础	好	好	很好	很好	好
价格定位	好	好	好	好	好
渠道优势	很好	很好	很好	一般	很好
优势单品热卖	很好	很好	很好	很好	很好

资料来源：民生证券研究所

在上述4个先决条件中：（1）优质的大本营市场资源、良好的品牌基础是先天条件，后天很难改变（酒鬼具备上述2个条件，沱牌在大本营市场资源方面稍弱）。（2）价格定位、渠道优势、优势单品热卖可以改变，上述三者又可归纳为**营销渠道变革、中高端以上单品热卖**，这也是我们判断二、三线白酒企业能否崛起的核心判断要素。

洋河当年崛起主要依靠自身具有的强大营销能力带来的洋河蓝色经典热卖。

古井当年崛起主要依靠管理改善、营销能力增强带来的年份原浆热卖。

老窖当年崛起主要依靠强大的营销能力带来的国窖 1573 热卖。

（二）三线白酒的营销变革

1、酒鬼酒的营销变革

2011 年湖南市场营销渠道发生了如下质的变革：

（1）**营销渠道深耕**。2010 年在酒鬼酒湖南只覆盖了 70% 的县，并且还有很多盲点。目前湖南已经在 136 个县都有经销商，现在渠道下沉，每个县都有 3-4 个经销商，并且经销商均是分产品来做。二批商是经销商自己找，然后湖南销售公司、一批商、二批商签订三方协议，共同开发县一级市场。由于现在做到县一级市场全覆盖，酒鬼酒 2012 年只需稍微发力，就会爆发式增长。湖南省一共 136 个县，每一个县经销商只需打款 100 多万，就会将一个新品做到 2 个亿，潜力巨大。

（2）**管理模式变革**。湖南销售公司在苏晓彪的带领下，营销思路发生了变革，认为湖南销售公司最重要的任务是服务：（1）服务于经销商。（2）服务于客户。同时重新设立

3 个品牌经理（酒鬼、湘泉、内参）加 7 个大区经理，实行网格化管理。三个品牌经理主要负责各个片区销售推广活动，在适当的地方做适当的活动，有针对性的进行促销，集中力量实行攻击。同时 7 个大区经理负责各个片区经营。三个品牌经理管理层级位于 7 个大区经理之上，让品牌经理和大区经理只能分开，更好的管理市场。

(3) 服务于经销商。酒鬼酒目前追求性良性回款，追求服务于经销商。湖南公司已经成功开发计算机软件系统，可以在上面直接看经销商回款，发货情况等，销售人员每月发短信给经销商说明其回款、公司账上货款情况，经销商（或客户）满意度大幅提升。

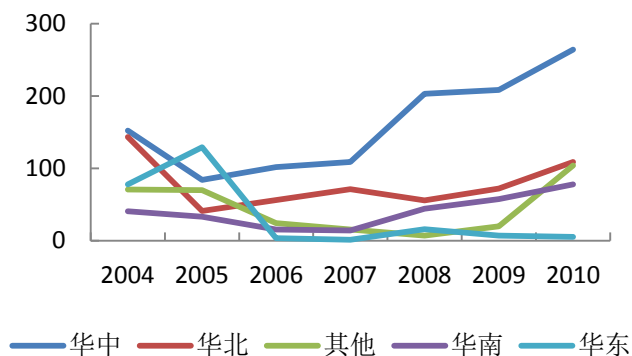
2011 年省外市场营销渠道发生的变革：

(1) 人员和渠道。人员方面，酒鬼酒目前在省外大力扩充销售人员规模，销售人员估计 2012 年要翻番。渠道方面，2011 年及 2012 年在省外的重点是做百强县，具体做法主要分三个步骤：（1）经销商给钱拿货。（2）公司帮助一级经销商开拓市场。（3）公司、一级经销商共同帮助分销商做好终端市场。

(2) “1+1+1”发展模式。酒鬼酒目前在做百强县的过程当中，采用盛初咨询“1+1+1”的发展模式：即在县级市场公司出一个人、一级经销商出一个人、分销商再出一个人，3 者联动共同开发市场，达到利益共享、风险共担的运作模式。

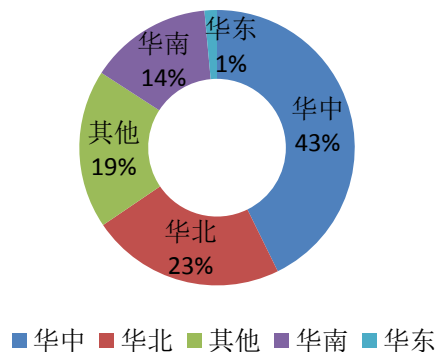
(3) 北京大区快消品操盘模式试点。1、酒鬼酒在北京进行营销试点，按照快消品的方式来操作白酒。2、厂商借助经销商资源来一起打市场，以前是各个厂家的经销商一对一单打，现在经销商是在厂家帮助下一同攻打别人单兵作战的经销商，胜算概率较大。

图 7：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 8：酒鬼酒 2011H 分地区收入构成



2、沱牌舍得营销变革

省内竞争对手丰谷、郎酒等近年来均大力崛起，给沱牌舍得带来了巨大的市场生存压力，进而迫使沱牌进行营销改革。沱牌从 2007、2008 年开始逐步转变，2010 年初开始下决心大力改革，2010 年底沱牌领导层开始大力抓营销，2011 年-2012 年沱牌开始在营销方面发力，现在改革效果已经显现。

(1) 管理体制改革。2010 年-2011 年是公司的销售转型年，管理体制越来越高效，同时推出多种新产品，如经典舍得、天曲系列酒、特曲 20、30 年。

(2) 销售激励政策。公司良好的销售激励政策另营销团队战斗力大幅增强。营销人员工资 2009 年以前是 8 万，2010 年 10-20 万，2011 年 30 万左右（2011 年销售人员有 20 个人奖金超过 50 万），奖励所带来的正向激励效果在公司内部已经开始显现，公司营销团队战斗力大幅增强。

(3) 扩充销售人员。2011 年公司销售人员规模大幅度扩张，2010 年年底仅有 300 多人，目前销售人员规模扩张超过了 100%，同时公司对新招销售人员进行了比较系统的培训。

(4) 实施深度分销。公司目前采取分客户、分品种全渠道运作市场的策略，推行深度分销模式，突出开发重点市场，大力整合经销商资源，提升品牌合力。公司 2010 年底开始尝试在遂宁、南充等地区深耕渠道，进行深度分销。2011 年对南充、遂宁、德阳等几个城市做试点，平均一个市有几十个人的营销队伍，对经销商进行分区域、分品牌的分拆，以川渝为重点，精细化运作。

(5) 扶持经销商。公司帮经销商培训人员，同时到终端去帮助经销商开发渠道。公司对经销商团队进行筛选，淘汰一部分，主要找一些具备社会关系的经销商来做团购渠道。

2011 年以来，公司继续实施舍得、沱牌双品牌战略，营销方面继续实施七个大区战略，设立舍得、沱牌、陶醉三个事业部。目前初步形成了以舍得酒、吞之乎、沱牌曲酒、陶醉酒、沱牌特曲等高中档产品布局全国重点市场和区域市场的销售局面。

（三）优势单品热卖

能否出现热卖的优势单品，是我们判断三线白酒能否崛起的核心指标之一。（1）对于酒鬼，未来优势单品将会在 50° 酒鬼和红坛两者中出现，我们认为公司销售进入到 15-20 亿元时，随着市场的选择以及公司资源投入的针对性，届时核心优势单品将会自然出现。

（2）对于沱牌舍得，核心单品舍得酒已经出现。

图 9：封坛 15 年（红坛）产品展示



资料来源：公司网站，民生证券研究所

图 10：舍得酒产品展示



三、政府支持是三线白酒崛起的必要条件

（一）湖南省政府的支持

2010 年 12 月，酒鬼酒公司编制完成了“十二·五”战略发展规划，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 1 月 13 日，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。

2011 年上半年，湖南省政府出台专门文件，促进湘酒产业健康发展，到 2015 年要培育年销售收入超过 30 亿元和 20 亿元的白酒生产企业各 1 家。州委、州政府明确要求，到“十二五”末，酒鬼酒公司销售收入要突破 30 亿元，力争实现 50 亿元。振兴湘酒，做湘酒第一品牌是湖南省政府对酒鬼酒的期待。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。

（二）四川省政府的支持

在《遂宁市白酒产业“十二·五”发展规划》中，政府对白酒产业的总体发展目标为：到 2010 年全市白酒销售收入达 30 亿元，2012 年达 50 亿元，2015 年达 100 亿元。到 2012 年，将沱牌集团建设成为国家级白酒技术中心。到 2015 年，把沱牌镇建设成为集生态工业、循环农业、特色旅游业为一体的中国白酒第一镇。新创“中国驰名商标”和“四川省著名商标”各一个，发展酒类相关产业，延长产业链条。

“十二·五”期间，遂宁市白酒产业重点目标：

1. 销售收入。包括配制酒在内的白酒是我市白酒的主力军，以沱牌集团为龙头，带动其它白酒厂家的发展。到 2010 年，全市的白酒销售收入达 30 亿元，2012 年为 50 亿元，2015 年达 100 亿元。

2. 品牌建设。在现有的“沱牌”、“舍得”为“中国名牌”和“中国驰名商标”的基础上，进一步加大品牌建设力度，重点培育“吞之乎”为“中国驰名商标”，开展地方特色的区域品牌和白酒地理标志的建设。

3. 中国白酒第一镇。充分发挥名酒效应，以酒文化建设为重点，到 2012 年，初步把沱牌镇建设成为集生态工业、循环农业、特色旅游业为一体的中国白酒第一镇。力争到 2015 年全面完成建设工作。

四、三线白酒未来 2 年利润复合增速有望超越 100%

一旦满足白酒行业崛起的 4 个先决条件，白酒公司发展将大概率遵循下述白酒行业发展规律：白酒公司销售收入达到 10 亿元，再到 20 亿元只需 2-3 年，同时利润将迎来爆发式增长期，利润复合增速将超越 100%。

1、洋河股份 2006 年收入为 10.71 亿元，2008 年达到 26.82 亿元。两年收入复合增速为 58.25%，两年利润复合增速达 106.05%。

2、古井贡酒 2007 年收入为 12.01 亿元，2010 年达到 18.79 亿元。三年收入复合增速为 16.09%，三年利润复合增速达 110.00%。

3、泸州老窖 2004 年收入为 12.80 亿元，2006 年达到 19.26 亿元。两年收入复合增速为 22.67%，两年利润复合增速达 185.62%。

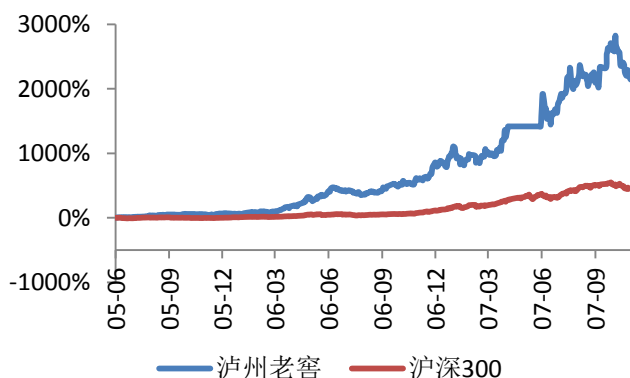
表 3：泸州老窖、洋河股份、古井贡酒收入、利润增速对比表 (%)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
泸州老窖							
收入同比	8.78	13.77	32.24	51.95	29.78	15.06	22.89
利润同比	-5.3	16.8	598.48	139.75	63.7	32.18	31.79
洋河股份							
收入同比	-	63.79	56.71	64.45	52.22	49.21	90.38
利润同比	-	268.4	224.88	114.16	98.29	68.71	75.86
古井贡酒							
收入同比	7.73	8.63	47.43	24.66	14.78	-2.72	40.09
利润同比	-503.5	101.94	161.96	154.15	2.07	305.15	123.97

资料来源：公司年报，民生证券研究所

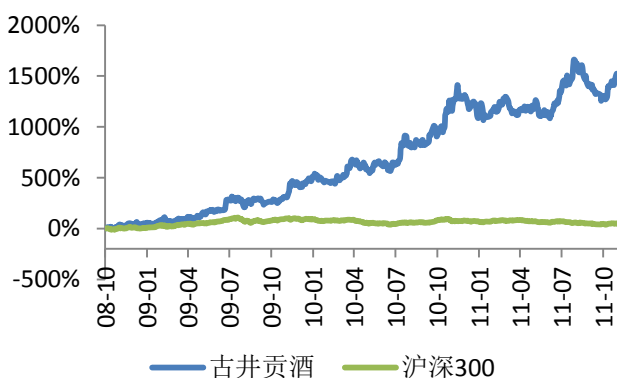
按照我们之前的分析，酒鬼和沱牌已基本具备白酒行业崛起的 4 个先决条件，其发展将大概率遵循白酒行业 10 亿-20 亿的发展规律。**可喜的是，2011 年酒鬼和沱牌收入双双过 10 亿，2012 年及未来的 2-3 年将迎来利润增长的爆发期，利润复合增速有望超越 100%。**

图 11：泸州老窖利润爆发期股价上涨超过 28 倍



资料来源：wind，民生证券研究所

图 12：古井贡酒利润爆发期股价上涨超过 16 倍



五、三线白酒的估值方法

对于爆发式增长的三线白酒公司，仅仅依靠 PE 定价会引起较大偏差，这在当年的洋河、古井身上曾经发生过，很多投资者均没有给予正确的定价，因此错过了大牛股的投资机会。我们认为对于爆发式增长的白酒公司应当从市值法、市销率、PEG 等不同角度对其估值更为合理。

（一）市值法

下面我们仍选取二三线白酒崛起的代表洋河股份、泸州老窖、古井贡酒进行分析。

1、洋河股份 2007 年、2008 年、2009 年收入分别为 17.62 亿元、26.82 亿元、40.02 亿元，对应的净利率分别为 21.27%、27.70%、31.32%。

2、泸州老窖 2006 年、2007 年、2008 年收入分别为 19.26 亿元、29.27 亿元、37.98 亿元，对应的净利率分别为 16.75%、26.42%、33.33%。

3、古井贡酒 2010 年底 18.79 亿元对应 16.70%的净利率。

我们归纳总结出如下结论：

（1）对于爆发式增长的白酒公司，当收入达到 20 亿时，净利率将在 17%-22%之间。

（2）对于爆发式增长的白酒公司，当收入达到 30 亿时，净利率将在 26%-31%之间。

我们假设三线白酒收入规模到 20 亿和 30 亿时，净利率分别达到 20%和 30%（主要原因在于：酒鬼和沱牌产品结构要优于洋河、老窖和古井，其大部分产品为高端酒，其高端酒收入占比要远高于洋河、老窖、古井，因此当享受更高的净利率水平）。根据我们的盈利预测，酒鬼酒收入 2013 年将超过 20 亿元，2015 年收入将超过 30 亿元；沱牌舍得收入 2012 年将超过 20 亿元，2014 年收入将超过 30 亿元。

通过以上分析，我们得出如下结论：**三线白酒收入到 20 亿时，净利润为 4 亿元；三线白酒收入到 30 亿时，净利润为 9 亿元。**

当三线白酒收入到 20 亿元时，由于高增长，我们认为可以给予其 35 倍 PE，再乘以 4 亿元净利润，对应 135 亿元市值。

当三线白酒收入到 30 亿元时，增长将放缓，我们认为可以给予其 25 倍 PE，再乘以 9 亿元净利润，对应 225 亿元市值。

根据我们的盈利预测，酒鬼和沱牌的收入将分别于 2015 年和 2014 年达到 30 亿元，届时其市值将达到 225 亿，相对于目前 70-80 亿市值，酒鬼和沱牌市值具备三倍空间。

(二) 市销率、PEG

从市销率来看，酒鬼酒的市销率为 8.54，略高于行业平均水平；沱牌舍得和老白干酒的市销率均低于行业平均水平，尤其是老白干酒市销率仅为 2.53，大幅低于行业平均水平，投资价值显现。

从 PEG 来看，酒鬼酒和沱牌舍得的 PEG 仅为 0.30 和 0.28，均大幅低于行业平均水平，两者的 PEG 代表着行业最低值；老白干酒的 PEG 略高于行业平均水平。

表 4：一线、二线、三线白酒市值、PS、PEG 对比表

	EPS (元)		净利润增速 (%)		PE (倍)		市值 (亿)	PS	PEG
	11E	12E	11E	12E	11	12			
贵州茅台	7.83	10.95	60.93	39.79	24.45	17.49	1987.49	11.53	0.40
五粮液	1.68	2.29	45.08	36.10	19.69	14.47	1255.71	5.97	0.44
泸州老窖	2.06	2.76	29.98	34.21	18.86	14.05	540.55	7.04	0.63
洋河股份	4.41	6.79	80.40	54.14	31.67	20.55	1256.13	9.98	0.39
山西汾酒	1.93	2.85	69.07	47.65	31.76	21.51	265.51	5.89	0.46
古井贡酒	2.48	4.11	97.89	67.56	34.33	20.67	214.23	6.63	0.35
酒鬼酒	0.60	1.01	143.81	69.45	43.38	25.77	84.58	8.54	0.30
沱牌舍得	0.55	0.93	140.85	69.40	39.82	23.55	73.87	5.05	0.28
老白干酒	0.60	1.00	101.70	66.67	44.35	26.61	37.25	2.53	0.44
平均	-	-	85.52	53.89	32.03	20.52	-	7.02	0.41

资料来源：wind，民生证券研究所

六、推荐公司

(一) 酒鬼酒

上调 2012 年税前销售收入至 20 亿（之前预期为 16-18 亿）。1、省内市场。2012 年税前收入有望突破 12 亿元，同比增长 70% 以上。酒鬼酒湖南省内共分为 7 个大区，2011 年收入构成约为：长株潭 2 个多亿、湘西 1 个多亿、湘南 1 个多亿、怀化 6100 万、湘北 6000-7000 万、岳阳 3000-4000 万、郴州 1500 万。我们预计 2012 年湖南省内税前收入有望突破 12 亿元，其中长株潭 4 个亿、怀化 1 个多亿、郴州为 4200 万。2、华北市场。2012 年税前收入有望达 3.8 亿元，同比增长 70% 左右。华北市场 2011 年收入构成约为：山东 7000-8000 万、河南 7000-8000 万、河北 3500 万、京津 3700 万、山西 1000 万。我们预计 2012 年华北市场税前收入约为 3.8 亿元，其中山东 1.2 亿、河南 1.2 亿、河北 6000 万、京津 6500 万、山西 1500 万。3、华南市场。2012 年税前收入有望达 4 亿元，同比增长 80% 左右。其中广东市场 2011 年税前收入约为 1.2 亿，2012 年预计其收入接近翻番。

分品牌、分事业部运营将为公司营销带来质的变革。2012 年公司将对旗下产品分品牌、分事业部运营，主要分为 4 个事业部：洞藏事业部、内参事业部、酒鬼系列事业部、湘泉事业部。我们认为分品牌、分事业部运营给酒鬼酒的营销体系将带来质的变革，酒鬼酒持续向酒类优秀公司学习成功的经验，这将成为 2012 年酒鬼保持高增长的动力源泉。

2012 年公司将主要在 4 个产品上发力。1、洞藏。公司专门成立了洞藏事业部，12 年准备在此产品上发力，着手大力推广。2、内参。内参 11 年税前收入超过 3 个亿，12 年公司计划主要走团购流通渠道推广。3、酒鬼酒系列。2012 年公司将把封坛名字去掉，酒鬼酒系列将只拥有 4-5 个产品：50° 酒鬼、52° 酒鬼、酒鬼 10 年（黄坛）、酒鬼 15 年（红坛）、酒鬼 20 年（紫坛）。公司将主要着手调整价格，将上述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%。

2012 年销售人员有望翻番、营销渠道继续深耕。1、销售人员翻番。受公司销售形势良好影响，2012 年公司将大幅扩充销售人员规模，主要招聘包括片区经理、业务员、促销员、团购人员等职位，预计销售人员 2012 年将翻番。2、营销渠道深耕。2012 年公司在营销渠道方面的工作重点是做百强县（尤其是在省外市场），主要原因在于市一级城市竞争过于激烈，公司选择竞争环境良好但经济实力不俗的百强县作为突破口。公司在开拓市场时主要分三个步骤：（1）经销商给钱拿货。（2）公司帮助一级经销商开拓市场。（3）公司、一级经销商共同帮助分销商做好终端市场。公司目前在做百强县的过程当中，采用盛初咨询“1+1+1”的发展模式：即在县级市场公司出一个人、一级经销商出一个人、分销商再出一个人，3 者联动共同开发市场，达到利益共享、风险共担的运作模式。

盈利预测与评级。我们预计公司 2011~2013 年 EPS 分别为 0.60/1.01/1.49 元，同比增速分别为 144%、69%、48%，未来三年复合增速达 83%，对应 2011~2013 年 PE 分别为 43X、26X、17X。我们维持公司强烈推荐评级，目标价 35 元。

(二) 沱牌舍得

沱牌舍得 2012 年具备了崛起的所有先决条件。1、大本营市场资源。与当年崛起的泸州老窖、古井贡酒相似，公司的大本营市场资源相对较弱。但公司在遂宁、南充、绵阳等核心区域 2011 年开始发力，部分弥补了大本营市场资源不足的缺陷。**2、品牌基础与价格定位。**沱牌曲酒曾经是 17 大名酒，舍得酒文化内涵突出；公司产品价格定位清晰，舍得、曲酒、陶醉等主要产品价格定位合理。**3、营销渠道。**2010 年之前沱牌舍得不注重营销，一直沉迷于“酒香不怕巷子深”。2011 年公司营销改革见效，销售模式由保守型向进攻型转变，营销渠道发生了质的变革。**4、优势单品热卖。**舍得酒 2011 年进入热卖期，销售收入估计大幅超出市场预期，税前销售收入预计超过 12 亿元。2012 年以来，公司核心单品依然热卖，我们预计其销售收入将继续超出市场预期。

营销改革见效，收入过 20 亿只需 2 年，利润迎来爆发式增长期。1、营销改革见效。省内竞争对手丰谷、郎酒等近年来均大力崛起，给公司带来了巨大的市场生存压力，进而迫使公司进行营销改革。沱牌从 2007、2008 年开始逐步转变，2010 年初开始下决心大力改革，2010 年底公司领导层开始大力抓营销，2011 年、2012 年公司开始在营销方面发力，现在改革效果已经显现，公司从保守型销售开始向进攻型销售转变（营销渠道变革请参考我们 2011/08/12 的深度调研报告：销售模式由保守型转向进攻型，业绩拐点显现）。**2、渠道深耕及销售激励。**（1）公司 2010 年底开始尝试在遂宁、南充等地区深耕渠道，进行深度分销。公司对经销商进行分区域、分品牌的分拆，以川渝为重点，精细化运作。（2）公司良好的销售激励政策另营销团队战斗力大幅增强。营销人员工资 2009 年以前是 8 万，2010 年 10-20 万，2011 年 30 万左右（2011 年销售人员有 20 个人奖金超过 50 万），奖励所带来的正向激励效果在公司内部已经开始显现，公司营销团队战斗力大幅增强。

核心产品持续提价，产品结构不断升级。1、核心产品持续提价。2011 年以来公司对核心单品（经典舍得 52°）出厂价连续提价 3 次，每次提价 50 元，一年时间出厂价提升 150 元。其中 2011 年 2 月 25 日出厂价由 418 元提升为 468 元，12 月 1 日出厂价提升为 518 元，12 月 25 日出厂价再次提升至 568 元。**2、产品结构不断升级。**随着公司舍得、陶醉等产品逐渐热销，中高端酒收入占比大幅提升，由 2010 年之前的 20%提升到现在的 80% 左右，公司产品结构不断升级，利润大幅提升。

盈利预测与评级。我们预计公司 2011 年、2012 年、2013 年 EPS 分别为 0.55 元、0.93 元、1.42 元，同比分别增长 141%、69%、53%，对应 PE 分别为 40X、24X、15 X。维持公司强烈推荐评级，目标价 28 元。

表 5：重点公司盈利预测和估值表

公司简称	EPS(元)			PE(倍)			股价 (2012.02.17)	评级
	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E		
酒鬼酒	0.60	1.01	1.49	43.38	25.77	17.47	26.03	强烈推荐
沱牌舍得	0.55	0.93	1.42	39.82	23.55	15.42	21.90	强烈推荐
老白干酒	0.60	1.00	1.50	44.35	26.61	17.74	26.61	-

数据来源：wind，民生证券研究所

附录一 三线白酒相关研究报告

食品饮料行业 2012 年投资策略：

《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

酒鬼酒参考报告：

《酒鬼酒调研简报：上调税前收入至20亿，2012年战略性投资品种》2012/02/13

《酒鬼酒点评报告：业绩大幅超预期，2012年战略性投资品种》2012/01/12

《酒鬼酒调研简报：省内价格体系理顺，2012年将继续保持高增长》2011/12/14

《酒鬼酒调研简报：未被发掘的金矿，等待迟来的爆发》2011/11/30

《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

《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

沱牌舍得参考报告：

《沱牌舍得调研简报：经营拐点显现，2012年又一战略性投资品种》2012/02/13

《沱牌舍得点评报告：经营拐点显现，带来业绩大幅超预期》2012/01/10

《沱牌舍得三季报点评：单季度收入增速超预期，基本面持续改善》2011/10/25

《沱牌舍得深度调研报告：销售模式由保守型转向进攻型，业绩拐点显现》2011/08/12

《沱牌舍得中报点评：销售淡季收入环比增长，基本面持续改善》2011/8/7

《沱牌舍得深度报告：营销改革带来的价值重估》2011/07/12

《沱牌曲酒调研简报：营销改革见效，业绩拐点显现》2011/06/23

附录二 《投资者的未来》中表现最佳的标准普尔 500 “幸存者”

下表列出了标准普尔500指数原始公司中表现最佳的“幸存者”，令人吃惊的是在下表中有两个产业牢牢占据着统治地位：**1、高知名度的消费品牌公司**（11家公司——表中用蓝色底色标出）。**2、著名的大型制药企业**（6家公司）。这11家消费品牌公司和6家制药企业，占据了表中20家公司85%的名额，他们的共同点是均拥有著名品牌。

上述公司能够给投资者带来高额回报的根本原因：1、这些成功公司的利润都以很快的速度增长，在近半个世纪的时间里这20家公司利润增长率高出指数平均水平近4%。2、另一方面，以市盈率为标准进行衡量，他们的股票价格仅略高于指数中股票平均水平1.72X。

投资者收益的基本原理：股票的长期收益并不依赖于实际的利润增长情况，而是取决于实际的利润增长与投资者预期的利润增长之间存在的差异。

附表 1：1957-2003 年 20 个最佳“幸存者”的关键数据

排名	2003 年公司名称	1000 美元初始投资的 积累金额（美元）	年化收益率（%）	每股利润增长率	平均 PE	股利率
1	菲利普·莫里斯公司	4626402	19.75%	14.75%	13.13	4.07%
2	雅培制药公司	1281335	16.51%	12.38%	21.37	2.25%
3	百时美施贵宝公司	1209445	16.36%	11.59%	23.52	2.87%
4	小脚趾圈实业公司	1090955	16.11%	10.44%	16.80	2.44%
5	辉瑞公司	1054823	16.03%	12.16%	26.19	2.45%
6	可口可乐公司	1051646	16.02%	11.22%	27.42	2.81%
7	默克公司	1003410	15.90%	13.15%	25.32	2.37%
8	百事可乐公司	866068	15.54%	11.23%	20.42	2.53%
9	高露洁棕榄公司	761163	15.22%	9.03%	21.60	3.39%
10	克瑞公司	736796	15.14%	8.22%	13.38	3.62%
11	亨氏公司	635988	14.78%	8.94%	15.40	3.27%
12	箭牌公司	603877	14.65%	8.69%	18.34	4.02%
13	富俊公司	580025	14.55%	6.20%	12.88	5.31%
14	克罗格公司	546793	14.41%	6.21%	14.95	5.89%
15	先灵葆雅公司	537050	14.36%	7.27%	21.30	2.57%
16	宝洁公司	513752	14.26%	9.82%	24.28	2.75%
17	好时食品公司	507001	14.22%	8.23%	15.87	3.67%
18	惠氏公司	461186	13.99%	8.88%	21.12	3.32%
19	荷兰皇家石油公司	398837	13.64%	6.67%	12.56	5.24%
20	通用磨坊	388425	13.58%	8.89%	17.53	3.20%
上面 20 家公司的平均值		942749	15.25%	9.70%	19.17	3.40%
标普 500 指数		124486	10.85%	6.08%	17.45	3.37%

资料来源：杰里米 J.西格尔《投资者的未来》，民生证券研究所

附录三 《投资丛林》——一位投资大师跨越 50 年的私人手记

斯蒂芬·加里斯洛夫斯基是一位在加拿大声名显赫的投资富豪和慈善家，被媒体称为“加拿大的巴菲特”，他在 79 岁时总结自己 50 年的投资经验时写了自己一生中惟一一本书《投资丛林》。

1、“在全世界我可以选择的几万只股票中，我真正需要看的最多只有 50 只。”

2、“选择好的非周期性股票，长期奔跑在投资的高速公路上”——作者年轻的时候，有一次驾驶者一辆非常老旧的车从荷兰开往法国，荷兰的舅舅给的建议：所有的长途路程都在高速公路上开，而不要沿着风景优美的辅路。原因是减小发生车祸的可能性，更快地到达目的地，而且如果车出了毛病能很快得到帮助。

3、“你成功的关键点是选择在非周期行业内领先公司的股票，然后坚持持有它们多年。这种投资途径看似平淡枯燥，因为很少变动，但这种做法是有效的，尤其是在你借鉴了专家的分析研究之后。谨守规则并留在投资的高速公路上，不要四处观望。”

4、对投资行业的选择：消费品、医疗、零售和分销物流、银行保险。

消费品

“对花生酱、谷类食品、软饮料，或者剃须刀片的消费基本上是非周期性的。不仅如此，随着冷战结束，这些产品已经扩张到全球。像吉列、可口可乐、菲利普·莫里斯、联合利华、家乐氏、康尼格拉等等这样的公司，就是值得考虑的公司类型。你应当查验它们在一个时期，例如，10 年期的收益和股利增长率。如果它们每 5-7 年增长一倍，那么这些公司就是你投资计划的候选者。更进一步，如果股价在 10 年里上涨了 4 倍而同时市盈率没有提高，那么这样的股票，就是你本应该在 10 年前就去购买的股票！”

医疗

“供你探寻的另一个非常肥沃的领域是医疗，包括业内领先的医疗产品供应商的股票。像雅培、强生、诺华（一家瑞士公司）、豪夫迈-罗氏（也是瑞士公司）、卡地纳健康集团（Cardinal Health）、辉瑞、安进（Amgen）等。这些都是重点关注对象，有着坚实的特许权和出色的研究设施。在我看来，这是一个绝妙的领域，其内的公司股票在我的投资组合中总是占有很大一部分。”

零售和分销物流

“零售和分销物流行业也会产生一些好股票，但这是一个比较微妙的领域。例如，业内领先的药品连锁店有着很棒的经过时间检验的业绩。但零售概念股经常只有有限的生命周期，并且很难延长。顶尖的食品连锁店被证明更可能比百货公司或专卖店存续得长久。不过，如果你能及早抓住一个好概念股，就像沃尔玛或者家得宝（Home Depot），它能在许多年里向你提供 15% 的成长率。”

银行保险

“在银行或保险领域很难找到 15% 的稳定成长，但这样的增长确实存在，尤其是近来。竞争法律的变革模糊了证券包销、经纪业、保险业和银行业之间的界限，为发展创造出新机遇；其结果是世界范围的业务扩张。在这个领域中有许多股票提供每年 12% 到 13% 左右的稳定收益。当然，你应当看到利率，因为高利率倾向于抑制这些股票的价格。寻找那些常年提供高所有者权益收益率的金融股票，它们还要有一条增长的收入线，要显示出不论是在顶端（毛收入）还是在底端（净收入）都有稳定的增长。我要再次说，主要是要寻找业内领导者；如果管理良好，那么规模就能提供较低的单位成本和竞争优势，也就是这个道理，导致了现在强劲的兼并趋势。”

插图目录

图 1: 贵州茅台出厂价、零售价 (元)	3
图 2: 五粮液出厂价、零售价 (元)	3
图 3: 国窖 1573 出厂价、零售价 (元)	3
图 4: 茅台、五粮液、酒鬼酒终端价差逐年拉大	3
图 5: 2005 年白酒行业 CR4 为 12.68%	4
图 6: 2010 年白酒行业 CR4 提升为 16.59%	4
图 7: 酒鬼酒分地区收入变动情况 (百万元)	6
图 8: 酒鬼酒 2011H 分地区收入构成	6
图 9: 封坛 15 年 (红坛) 产品展示	7
图 10: 舍得酒产品展示	7
图 11: 泸州老窖利润爆发期股价上涨超过 28 倍	9
图 12: 古井贡酒利润爆发期股价上涨超过 16 倍	9

表格目录

表 1: 我国白酒市场划分	4
表 2: 近年白酒崛起先决条件对比表	5
表 3: 泸州老窖、洋河股份、古井贡酒收入、利润增速对比表 (%)	9
表 4: 一线、二线、三线白酒市值、PS、PEG 对比表	11
表 5: 重点公司盈利预测和估值表	13
附表 1: 1957-2003 年 20 个最佳“幸存者”的关键数据	15

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，4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
韦珂嘉	北京	010-85127772	13701050353	weikejia@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
蔡虹	广深	0755-22662056	18665333929	caihong@mszq.com
刘毅	广深	0755-22662101	13760348848	Liuyi_sz@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@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。