

公司研究/首次覆盖

2017年09月06日

食品饮料/饮料制造 II

投资评级: 买入 (首次评级)

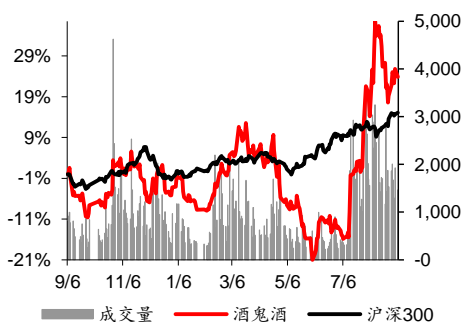
当前价格(元): 26.1
合理价格区间(元): 36.12~37.80

王楠 执业证书编号: S0570516040004
研究员 010-63211166
wangnan2@htsc.com

贺琪 执业证书编号: S0570515050002
研究员 0755-22660839
heqi@htsc.com

李晴 021-28972093
联系人 liqing3@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

公司治理和基本面先后触底反弹

酒鬼酒(000799)

中粮入主解决了过去 20 年制约酒鬼酒发展的最大问题

长久以来制约酒鬼酒发展最大的问题就是实际控制人的频繁更替,而中粮的入主则从根源上解决了这个问题。中粮集团成为实际控制人标志着酒鬼酒公司治理层面上触底反弹。同时我们认为酒鬼酒将有望受益于中粮集团的国企改革,首先中粮酒业被列为集团下 18 个专业化平台之一,凸显集团公司对酒业板块的重视;其次酒鬼酒又是中粮酒业中上升弹性最大的资产之一,提升酒鬼酒的收入和利润规模对做大做强中粮酒业至关重要。

品牌: 领军馥郁香型, 维护并提升湘酒第一品牌形象

公司确立“生态酒鬼、文化酒鬼、馥郁酒鬼”品牌核心价值链,以“生态酒鬼”支撑“品质”,做中国原生态地理环境下的地理标志产品;以“文化酒鬼”提升“品味”,做中国文化酒引领者;以“馥郁酒鬼”占位“品类”,做中国馥郁香型白酒领袖品牌。伴随着管理团队的陆续就位,酒鬼酒的渠道管控措施升级,整治市场上存在的不规范现象,维护酒鬼酒的价格体系和高端品牌形象。此外,通过事件营销和文化营销并举,加强酒鬼酒作为湘酒第一品牌形象影响力。

产品: 战略性选择次高端价位段发力, 打造“高度柔和”红坛酒鬼大单品

目前公司的产品策略包括,强调次高端价格带“酒鬼”品牌的战略地位,大刀阔斧削减 SKU 数量,打造核心战略大单品“高度柔和”红坛酒鬼酒等,我们认为这些举措符合目前白酒行业的向主流品牌的主打产品集中的行业趋势,同时核心大单品终端约 500 元的前瞻定价也能够较为充分的发挥酒鬼酒的品牌张力,我们看好当前产品策略给公司带来的收入和业绩空间。

渠道: 省内网络下沉至县级, 省外通过扁平化招商打造样板市场

作为湘酒第一品牌,酒鬼酒目前还尚未建立起来与品牌地位相匹配的湖南基地市场的完善分销网络,因此聚焦湖南市场,精耕细作,做实做透是渠道建设方面的当务之急,2017 年主要以县为单位推动终端店建设,根据中报的数据,17H1 已完成 53%,年末将基本实现省内全覆盖。同时,在酒鬼基础较好的河北和山东以地级市为单位组建经销商队伍,打造样板市场为中期增长打下坚实基础。

看好次高端扩容背景下酒鬼酒的弹性, 首次覆盖给予“买入”评级

中粮的入主稳定了酒鬼酒的股权结构,管理、产品和渠道层面的战略调整正在顺利的向着正确的方向推进,省内外渠道网络的拓展和渠道商信心的恢复将带领酒鬼酒的收入和业绩重回快速增长的轨道。根据我们的盈利预测,2017-2019 年收入规模将分别达到 9.15 亿元,12.68 亿元和 17.07 亿元,EPS 分别达到 0.59 元,0.84 元和 1.20 元。考虑到较低的收入基数和较强的品牌积淀,我们给予公司 2018 年 43-45 倍 PE 估值,对应目标价 36.12~37.80 元,首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 高端白酒价格下滑;次高端白酒竞争加剧;食品安全问题。

公司基本资料

总股本 (百万股)	324.93
流通 A 股 (百万股)	224.20
52 周内股价区间(元)	16.65-28.98
总市值 (百万元)	8,481
总资产 (百万元)	2,321
每股净资产(元)	5.89

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	601.22	654.85	915.11	1,268	1,707
+/-%	54.76	8.92	39.74	38.58	34.58
归属母公司净利润(百万元)	88.57	108.58	190.23	273.34	391.26
+/-%	190.86	22.60	75.19	43.69	43.14
EPS (元, 最新摊薄)	0.27	0.33	0.59	0.84	1.20
PE (倍)	95.75	78.10	44.58	31.03	21.68

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

顶层设计：中粮入主解决过去 20 年制约酒鬼酒发展的最大问题.....	4
命途多舛：实际控制人频繁更替	4
回归本源：中粮入主酒鬼酒，坚定发展白酒主业	4
潜在活力释放：增量思维下的中粮国企改革，酒鬼酒是上佳的试点	6
品牌层面：“生态酒鬼、文化酒鬼、馥郁酒鬼”核心价值链	7
占位品类：馥郁香型首创者	7
维护提升品牌形象：整治不规范现象，提升湘酒第一品牌形象	7
产品层面：主打次高端酒鬼品牌，红坛酒鬼大单品策略	8
价格带卡位：明确在次高端价格带的雄心壮志，主打“酒鬼”系列	8
产品聚焦：主打“高度柔和”红坛酒鬼大单品	9
渠道层面：省内精耕细作，省外扁平化招商	11
湖南市场：酒鬼酒的基地市场潜力大	11
省外市场：打造河北、山东样板，扁平化招商	11
盈利预测及估值	12
盈利预测	12
估值	12
风险提示	13

图表目录

图表 1: 中粮入主之前, 酒鬼酒先后经历 3 任实际控制人	4
图表 2: 在皇权集团的支持下, 中粮集团成为酒鬼酒最新的实际控制人 (20170630)	4
图表 3: 中粮入主后, 董事会和管理层顺利完成改组	5
图表 4: 中粮集团旗下 18 个专业化平台	5
图表 5: 酒鬼酒的资产规模 (截止 20170630) 在中粮旗下的上市平台当中相对较小	6
图表 6: 中粮集团国企改革大事记	6
图表 7: 酒鬼酒的高端价位段的主打单品“内参”	8
图表 8: 酒鬼酒的次高端价位段的主打单品“高度柔和”红坛酒鬼酒	9
图表 9: 次高端价位段单品 50 度酒鬼酒	9
图表 10: 包括酒鬼和内参系列在内的高档产品一直是酒鬼酒收入的重要来源	9
图表 11: 酒鬼酒的产品矩阵, 主打次高端的超级单品“高度柔和”红坛酒鬼	10
图表 12: 酒鬼酒在湖南市场的占有率仅约 2% (2016 年)	11
图表 13: 对标洋河和古井, 酒鬼酒省内市场份额有较大提升空间	11
图表 14: 酒鬼酒收入预测明细 (单位: 百万元)	12
图表 15: 可比公司估值表	12

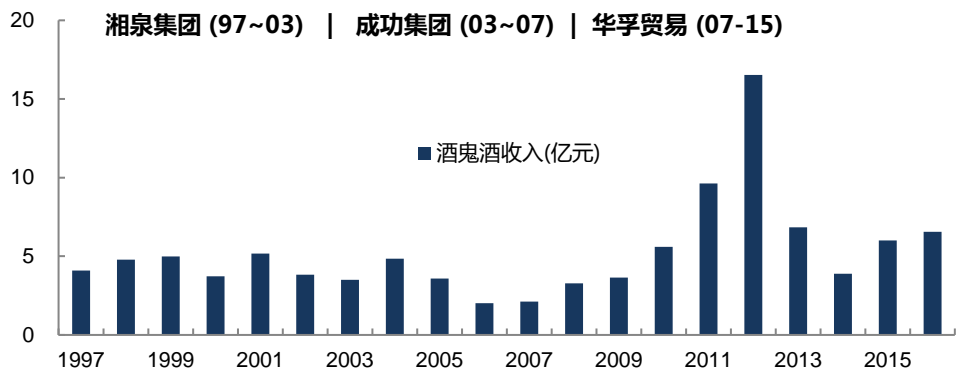
顶层设计：中粮入主解决过去 20 年制约酒鬼酒发展的最大问题

长久以来制约酒鬼酒发展最大的问题就是实际控制人的频繁更替，而中粮的入主则从根源上解决了这个问题。中粮集团成为实际控制人标志着酒鬼酒公司治理层面上触底反弹，过往实际控制人频繁更替给公司经营层面上带来的挑战和负面影响淡出。2016年中粮集团将中粮酒业列为集团下 18 个专业化平台之一，这一举措凸显了集团公司对该业务板块的重视程度，而酒鬼酒又是中粮酒业中上升弹性最大的资产之一，因此释放目前被压抑的酒鬼酒的品牌张力，提升酒鬼酒收入和利润规模对做大做强中粮酒业至关重要。

命途多舛：实际控制人频繁更替

酒鬼酒于 1997 年上市，在中粮集团入主之前，陆续经历过湘泉集团、成功集团、华孚贸易 3 个实际控制人。由于实际控制人的频繁变化，导致酒鬼酒在过去 20 年中战略方向和经营举措方面出现数次重大的转变，这给公司白酒主业的发展带来了较大的挑战。

图表1： 中粮入主之前，酒鬼酒先后经历 3 任实际控制人

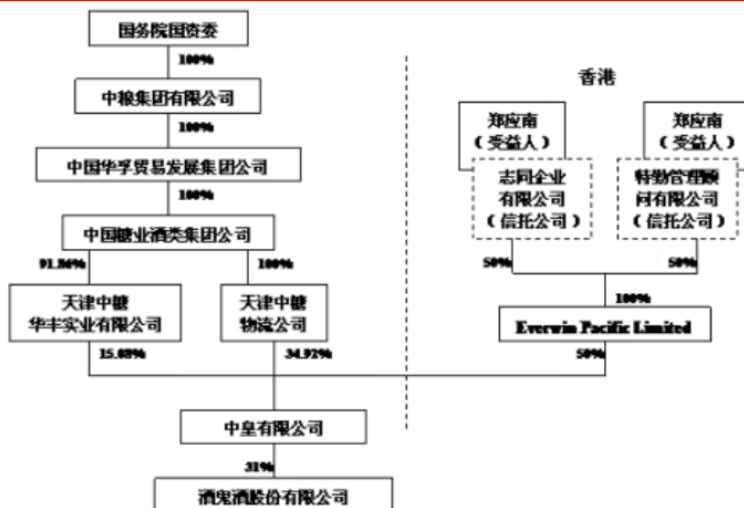


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

回归本源：中粮入主酒鬼酒，坚定发展白酒主业

2014 年 11 月，经国务院批准，中国华孚贸易发展集团公司整体并入中粮集团，成为其全资子公司。经过本次合并，酒鬼酒的实际控制人由华孚贸易变更为中粮集团。

图表2： 在皇权集团的支持下，中粮集团成为酒鬼酒最新的实际控制人 (20170630)



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

董事会和管理层陆续顺利改组：2016年2月，经股东大会批准，选举江国金、逯晓辉和董顺刚三位中粮集团领导为酒鬼酒公司董事；同时聘任董顺刚先生为公司总经理和财务总监，聘任李明先生为公司副总经理，聘任王满先生为公司总经理助理。

图表3： 中粮入主后，董事会和管理层顺利完成改组

职务	姓名	简历
董事长	江国金	1967年8月出生,中欧国际工商学院工商管理硕士,中共党员.1989年加入中粮集团有限公司;1995年12月至2000年8月担任中粮麦芽(大连)有限公司总经理;2000年8月至2007年12月担任中国食品(北京)公司麦芽部总经理;2007年12月至2008年7月担任香港上市公司中国粮油控股有限公司副总经理兼啤酒原料部总经理;加入中国食品有限公司前,江国金为中粮肉食投资有限公司总经理;2013年9月17日起担任中国食品有限公司董事总经理及执行董事;2015年3月江国金获任中粮集团行业资深总经理.江国金在粮油食品业务及综合管理方面拥有丰富经验和优秀业绩.现任本公司董事长,党委书记.
董事	董顺刚	1966年9月出生,北京轻工业学院工学学士.1989年8月加入中粮集团有限公司,曾先后供职于中粮工业食品进出口公司,中粮南海油脂工业(赤湾)有限公司,中国粮油进出口总公司.1995年5月起任上海南方啤酒原料有限公司副总经理,总经理.2000年8月至2010年7月,任上海中粮啤酒原料有限公司副总经理,总经理;2006年7月至2015年4月,任中粮麦芽(江阴)有限公司副总经理,总经理;2015年5月至2016年2月,任中粮麦芽(大连)有限公司总经理,中粮麦芽(呼伦贝尔)有限公司总经理.董顺刚拥有生化化学(发酵)专业背景,具备10余年贸易工作经验及工业企业综合管理经验.现任本公司董事,总经理.
董事	逯晓辉	北京大学经济学学士,高级会计师,中国注册会计师,中国注册税务师及中国内部审计师协会(国际内部审计师协会授权)成员.逯晓辉曾在天职国际会计师事务所有限公司任职逾6年,在会计及审计方面拥有丰富经验;2008年7月加入中粮集团有限公司,曾任中粮集团有限公司审计监察部绩效审计部副总经理兼中国华粮物流集团公司财务部副总经理;2013年9月17日加入中国食品有限公司,曾任执行董事,总经理助理,首席财务官及总经理助理兼审计监察部总经理.现任本公司董事.
总经理	董顺刚	同上
财务总监	董顺刚	同上
副总经理	李明	1969年8月出生,经济学学士,中共党员.1995年1月加入中粮集团有限公司,1995年1月至2000年3月,任职中粮南海油脂工业(赤湾)有限公司,2000年3月至2007年5月任职中粮东海粮油工业(张家港)有限公司.2007年5月至今任职中国食品有限公司期间,于2007年5月至2011年12月任厨房食品事业部销售部南区总监;2012年1月4月至今,任中国食品有限公司华东大区总经理,其中,2014年5月至2015年6月兼任上海大区总经理,后上海大区并入华东大区.李明拥有丰富的快消品业务及销售团队管理经验.现任本公司副总经理,酒鬼酒供销有限公司总经理.
总经理助理	王满	1964年3月出生,西安建筑科技大学结构工程专业硕士.1993年2月至1998年7月在鹏泰(秦皇岛)有限公司任工程师;1998年8月至1999年4月在大连中粮麦芽有限公司任工程师;1999年5月至2001年5月在广州宏达工程顾问有限公司任总监;2001年5月至2002年6月在秦皇岛海湾安全技术集团任工程部经理;2002年7月至2009年5月在中粮麦芽(江阴)有限公司任工程总指挥;2009年6月至2016年2月先后在中粮肉食投资有限公司工程与生产管理部任工程总监,总经理助理,副总经理;2016年3月至2016年6月在中国食品有限公司审计监察部任副总经理.现任本公司总经理助理.

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

中粮集团明确了酒鬼酒坚定发展白酒主业的方向，并以30亿元作为中期收入目标。中粮集团2016年将中粮酒业列入集团旗下18个专业化平台之一，业务条线理顺并升格，体现了中粮集团对酒业的重视程度和发展期许。酒鬼酒目前是中粮酒业中向上弹性最大的业务板块之一，同时也是中粮酒业的白酒业务最主要资产。

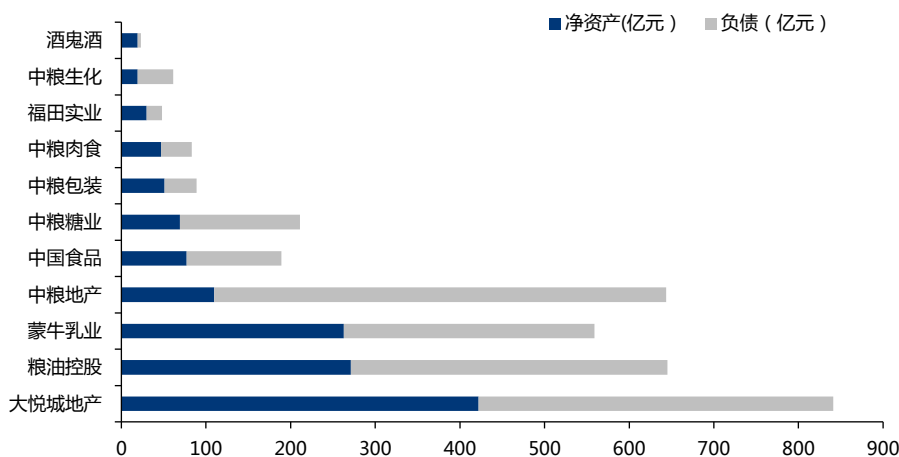
图表4： 中粮集团旗下18个专业化平台

专业化公司(平台) Specialized companies(platforms)				
中粮国际 COFCO International	中粮贸易 COFCO Trading	中粮油脂 COFCO Oils & Oilseeds	中粮粮谷 COFCO Grains & Cereals	中粮生化 COFCO Biochemical
中粮饲料 COFCO Feed	中粮糖业 COFCO Sugar	中国纺织 Chirtoze	中粮工科 COFCO Engineering & Technology	中粮酒业 COFCO Wines and Spirits
中可饮料 COFCO Coca-Cola Beverage	中粮肉食 COFCO Meat	中国茶叶 China Tea	蒙牛乳业 Mengniu Dairy	我买网 Womai.com
中粮包装 CPMC Holdings	中粮资本 COFCO Capital	中粮置地 COFCO Land		

资料来源：中粮集团，华泰证券研究所

酒鬼酒净资产规模仅为19.12亿元(17H1)，在中粮旗下上市平台当中相对较小，上升潜力较大。中粮酒业虽然被列入集团旗下18个专业化公司之一，但是目前资产体量与其他的专业化公司的差距仍然较大，发展酒鬼酒对做大做强中粮酒业至关重要。

图表5：酒鬼酒的资产规模（截止20170630）在中粮旗下的上市平台当中相对较小



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

潜在活力释放：增量思维下的中粮国企改革，酒鬼酒是上佳的试点

中粮集团的国企改革持续推进，资产体量排名靠前的地产板块已经有实质性进展。2016年7月18日，中粮集团与中纺集团启动战略重组，同时也公布了中粮国有资本投资公司的改革试点方案。2017年8月21日，中粮地产（000031.SZ）与大悦城地产（207.HK）发布公告宣布进行重大资产重组，初步方案为中联地产向中粮集团或中粮集团下属的其他关联方发行股份或支付现金购买资产，标的资产初步确定为大悦城地产的控股股权或者持有大悦城地产控股股权的持股公司股权。

图表6：中粮集团国企改革大事记

时间	事件
2014年7月	中粮集团被纳入首批央企改革试点
2014年11月	华孚集团并入中粮
2016年7月	中纺集团并入中粮
2016年7月	公布改革试点方案，成立18个专业子公司
2017年8月	中粮地产和大悦城地产宣布重组

资料来源：中粮集团，华泰证券研究所

中粮酒业的混改有望在未来2年内获得实质性推进。根据中粮集团的规划，2017年年内集团力争推进中粮饲料、中粮酒业和中国茶叶3家专业化公司的混改，到2018年争取18家专业化公司全部混改。我们认为中粮酒业的混改有望从股权结构和管理层激励等方面加速释放酒鬼酒品牌的张力。

根据中粮提出的深化改革、转换机制的思路和举措的精神，在管理层激励层面将秉持“分享超额利润”的增量视角，本轮改革中，中粮在原有的激励报酬体系基础上，新增超额利润分享计划，从业务团队实现的净利润与集团下达的“目标值”之间的增量部分中拿出一定比例奖励团队，大体比例为20%~30%。我们认为在中粮酒业中，酒鬼酒是业绩弹性居前的业务板块，从增量视角看最具吸引力。

品牌层面：“生态酒鬼、文化酒鬼、馥郁酒鬼”核心价值链

品牌战略层面，确立“生态酒鬼、文化酒鬼、馥郁酒鬼”品牌核心价值链，以“生态酒鬼”支撑“品质”，做中国原生态地理环境下的地理标志产品；以“文化酒鬼”提升“品味”，做中国文化酒引领者；以“馥郁酒鬼”占位“品类”，做中国馥郁香型白酒领袖品牌。

占位品类：馥郁香型首创者

馥郁香型白酒酿制技艺是在传承湘西民间酿酒工艺秘方基础之上，大胆吸纳现代大、小曲工艺各自优点，将三种工艺有机结合形成的创新白酒工艺，在中国白酒业独树一帜。作为中国唯一的馥郁香型白酒，“浓、清、酱”三香和谐共生，一口可品“前浓、中清、后酱”馥郁三香。

- ✓ 浓、清、酱三香共生原因：（1）小曲糖化：形成清香香气的主要工艺；（2）清蒸清烧：蒸粮与蒸酒彻底分开，与清香型操作相似；（3）大曲续糟、大曲配醅发酵、泥窖提质增香，是形成浓香香气的主要工艺；（4）使用中偏高温大曲、堆积发酵可形成酱香香气的前体物质，长期储存生成类似酱香的微量复杂成分。
- ✓ 两香为兼、三香为馥，馥郁香型酒鬼酒集“浓、清、酱”三香和谐共生，一口可品馥郁三香。入口能感受愉悦的浓香型之窖香，口中能体会到清爽的清香之乙酯香，品咽后能回味悠长的陈酱香，一口可品“前浓、中清、后酱”独特风味。“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。

维护提升品牌形象：整治不规范现象，提升湘酒第一品牌形象

稳定和良性的产品价格体系是良好的品牌形象的重要基础。伴随着管理团队的陆续就位，酒鬼酒的渠道管控措施升级，整治市场上存在的产品和渠道层面的不规范现象，维护酒鬼酒的高端品牌形象。

- ✓ 加强互联网的价格管控，对未取得公司授权的线上销售网站进行清理；
- ✓ 加强核心战略单品的价格管控，严打窜货行为，其中内参酒和高度柔和红坛酒鬼酒的流通价格是重点管控对象；
- ✓ 加强贴牌、代理产品价格管控，对贴牌、代理产品重新规划价格，提高合作门槛。

事件营销和文化营销并举，加强公司作为湘酒第一品牌形象影响力。销售费用的投放方面对效率提出更高要求，由去年的电视广告转向今年的消费者体验营销和主题文化营销。

- ✓ 产品陆续亮相高级别国际会议：继 G20 能源部长会议，G20 财长和央行行长会议，G20 劳工酒业部长会议后，在 2017 年上半年又亮相第七届金砖国家农业部长会议。
- ✓ 注重消费者体验营销：注册完成“内参诗酒文化社”，在成都春糖会组织内参诗酒文化社赏春会；在济南、杭州等地举办香港回归 20 周年纪念酒品鉴推广会。
- ✓ 筹划参与湘西州建州六十周年系列庆典活动，树立湘酒第一品牌、湘西文化名片及首选旅游产品形象，营造“爱我湘西山水，喝我湘泉酒鬼”氛围。

产品层面：主打次高端酒鬼品牌，红坛酒鬼大单品策略

酒鬼酒目前在产品层面上推进的举措符合行业发展趋势，我们看好当前的产品策略给公司未来带来的收入和业绩空间。目前公司的产品策略包括，强调次高端价格带“酒鬼”品牌的战略地位，大刀阔斧削减 SKU 数量，打造核心战略大单品“高度柔和”红坛酒鬼酒等，我们认为这些举措符合目前白酒行业的向主流品牌的主打产品集中的行业趋势，同时次高端价格带也能够较为充分的发挥酒鬼酒的品牌张力。

价格带卡位：明确在次高端价格带的雄心壮志，主打“酒鬼”系列

酒鬼酒依托“地理环境的独有性、民族文化的独特性、包装设计的独创性、酿酒工艺的唯一性、馥郁香型的和谐性、洞藏资源的稀缺性”六大优势资源，成就了“内参”、“酒鬼”和“湘泉”三大系列产品，分别卡位高端白酒、次高端白酒和中端酒的价格带。

- ✓ **“内参”系列：卡位高端白酒，终端指导价超过 1300 元。**内参之名出自原国家政要及艺术大师黄永玉的联袂创意，取内部参读、享用之意。由政治家、艺术大师和调酒大师组成了“内参”的研发阵容。其包装由黄永玉大师设计，并亲笔题写“内参”两字；其酒体经调酒大师精心勾调而成。因此，内参是文化价值、艺术价值与商业价值的完美统一。内参酒采用酒鬼酒公司多年积累的顶级原酒调制而成，因此产量有限，只能实施限量生产，定量销售，正如黄永玉大师所言“喝一瓶，少一瓶，喝一口，少一口”。此酒诸香馥郁，绵柔优雅，圆润醇厚，诸味协调，回味悠长，馥郁香型风格突出，是馥郁香型白酒中的极品。

图表7：酒鬼酒的高端价位段的主打单品“内参”



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

- ✓ **“酒鬼”系列：次高端典范，终端指导价 200~500 元。**酒鬼酒自二十世纪八十年代上市以来，就以其独特的包装，独特的酒质，行销于市场。其包装：麻袋陶瓶包装出自湘西籍艺术大师黄永玉之手。酒鬼酒陶瓶的设计立意孤绝，妙手天成，平朴里显功力，随意中见洒脱，古拙别致，大朴大雅，是中国白酒包装的典范之作，具有时代标杆意义。其酒体：中国白酒唯一的馥郁香型白酒，色清透明、诸香馥郁、入口绵甜、醇厚丰满、香味协调、回味悠长。巧妙融合了“泸型之浓香”、“汾型之清香”、“茅型之酱香”于一身，乃中国白酒的集大成之作，堪为神奇之酿。酒鬼酒以其形而彰显文化魅力，以其质而凸显其高端品味，内外兼修，相得益彰，被誉为“无上妙品”。
- ✓ **“湘泉”系列：定位中档酒，终端指导价 50~200 元。**湘西之水甲天下，楚三闾大夫屈原曾浪游沅澧，歌骚风物，边鄙之地，遂得以名传焉。湘泉酒即以兰芷间之流泉，并采用古方酿制而成，此酒始于何时虽不可考，然其芳馥醇厚之品味数百年来仍不减其于万一也。湘泉，浸润着湖湘文化，传承了湘西边地古法酿酒技艺，真所谓是一曲楚湘风韵，一脉源远流长。此酒无色透明，香气纯正，诸香协调，酒体醇和，回味净爽，是酒鬼酒公司出品的又一佳酿。

图表8: 酒鬼酒的次高端价位段的主力单品“高度柔和”红坛酒鬼酒



52度高度柔和红坛酒鬼酒
规格标准: 500ml

资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

图表9: 次高端价位段单品 50 度酒鬼酒

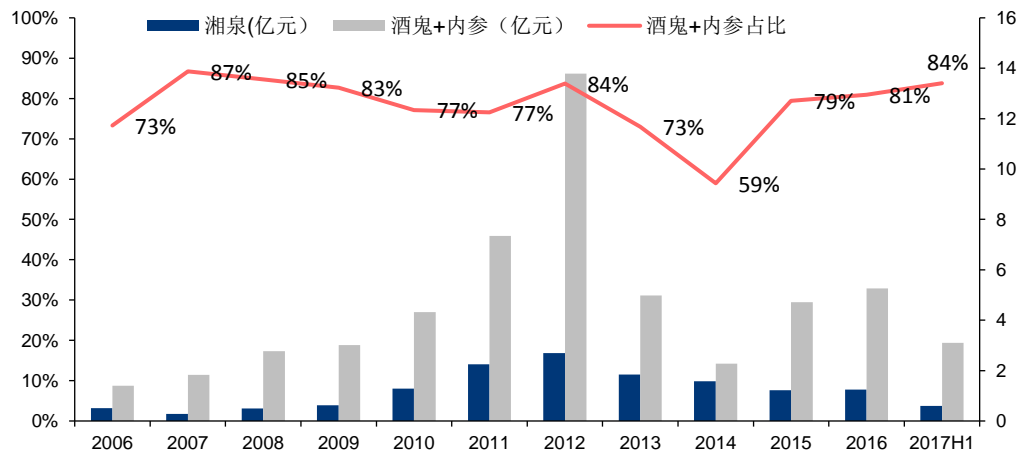


50度酒鬼酒
规格标准: 500ml

资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

次高端价格带是酒鬼酒未来主要的发力价格区间,“酒鬼”系列将是酒鬼酒主打的产品。从历史上看,包括“酒鬼”系列和“内参”系列在内的高档白酒产品一直是酒鬼酒收入贡献的重要力量,除去 2014 年之外其他的时间收入占比都在 70%以上。同时,我们认为 2007~2012 年白酒景气上行周期中酒鬼酒的品牌建设和资源投入使得其品牌力足以支撑次高端的价格区间。

图表10: 包括酒鬼和内参系列在内的高档产品一直是酒鬼酒收入的重要来源



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

产品聚焦: 主打“高度柔和”红坛酒鬼大单品

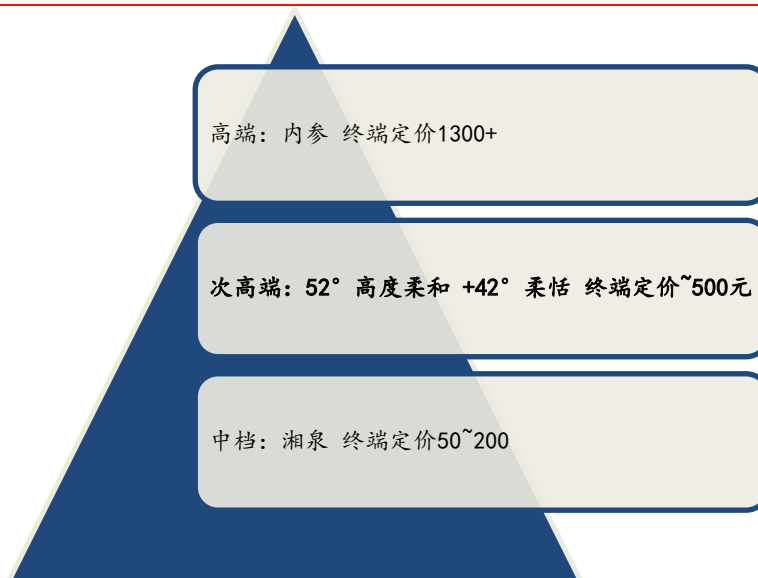
酒鬼系列目前聚焦新品“高度柔和”红坛酒鬼,终端指导价约为 500 元。从产品力和定价角度看,这款产品具有较大的增长潜力。

- ✓ 创新源自对消费者诉求的深层次理解,产品力强:“高度柔和”红坛酒鬼是中粮入主之后推出的首个新产品,通过独特工艺将“高度”和“柔和”两个元素巧妙的结合在一起,满足消费者对健康和口感的综合要求。“高度柔和”红坛酒鬼以高而不烈,香而不艳为口感特色,实现白酒高度又柔和,将消费者带入“不可不醉,不可太醉”的饮酒妙境。

- ✓ 终端指导价约 500 元，定价战略非常具有前瞻性：“高度柔和”红坛酒鬼发布于 2016 年 6 月，当时看 500 元的定价较为激进（飞天茅台当时终端价格仍然在 850 元），但随后高端白酒价格快速上升，目前看价格在具有较强竞争力的同时又可以给到渠道相对充分的利润空间，能够调动其推广积极性。

2017 年上半年新开发 42° 柔恬红坛酒鬼酒，突出“恬”和“柔”的口感，主攻部分偏爱低度酒的省外市场，作为红坛“柔”系列的第二款产品，42° 柔恬红坛是对 52° 高度柔和红坛酒鬼酒的有力补充。

图表11：酒鬼酒的产品矩阵，主打次高端的超级单品“高度柔和”红坛酒鬼



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

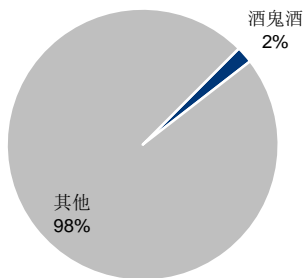
渠道层面：省内精耕细作，省外扁平化招商

作为湘酒第一品牌，酒鬼酒目前还尚未建立起来与品牌地位相匹配的湖南基地市场的完善分销网络，因此聚焦湖南市场，精耕细作，做实做透是渠道建设方面的当务之急。同时，在次高端白酒扩容的历史机遇下，拓展省外市场，建立样板，重点突破亦是做大酒鬼酒的重要路径。

湖南市场：酒鬼酒的基地市场潜力大

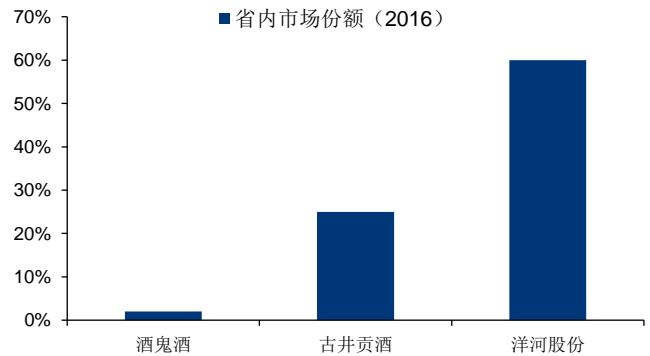
湖南省内白酒市场规模约为300亿元，酒鬼酒作为湘酒第一品牌市场占有率水平仍然很低，省内市场的整合空间较大。酒鬼酒2016年在以湖南为主的华中地区的销售收入为4.63亿元，与湖南省300亿元的市场相比，市场占有率仅约2%。我们认为集中度相对较低的基地市场为酒鬼酒在次高端领域内发力提供了广阔的市场空间。按照中短期市场占有率达到10%的目标计算，省内收入也有约5倍的扩张空间。

图表12：酒鬼酒在湖南市场的占有率仅约2%（2016年）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表13：对标洋河和古井，酒鬼酒省内市场份额有较大提升空间



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

制约省内市场发展的瓶颈是渠道渗透率而非品牌力，因此要实现省内的份额扩张，渠道建设是重中之重。湖南市场2017年重点推进终端核心店建设，强势覆盖市县市场。根据中报，17H1湖南市场14个地市已经设置15个片区，酒鬼酒核心店完成年度目标的53.08%，实现全覆盖片区8个，未全覆盖片区7个。我们认为本轮酒鬼终端核心店的建设将逐步解决过往省内放量最大的制约因素，过往省内市场普遍存在的“知道但是买不到”的现象将得到显著的缓解。

省外市场：打造河北、山东样板，扁平化招商

酒鬼酒省外市场的甄选思路是湖南人相对较多、文化氛围相对浓厚，对酒鬼认可度相对较高的区域，我们认为这一市场开拓策略与酒鬼酒品牌目前的市场地位相匹配。在省外市场的经销商团队建设上，公司更倾向于具有终端建设意愿和能力的区域经销商，并且整个经销商的架构也更加扁平化，我们认为这种经销商体系在中长期具有更强的持续增长能力。

重点开发地级市，建立核心消费群，打造河北、山东重点市场样板（河北片区唐山、邯郸、保定、张家口、廊坊、沧州7个重点市场，山东片区聊城、东营、淄博、潍坊4个重点市场）。目前，省外市场中河北、山东、河南、广东等重点市场发展势头较好。

盈利预测及估值

盈利预测

中粮的入主稳定了酒鬼酒的股权结构，管理、产品和渠道层面的战略调整正在顺利的向着正确的方向推进，省内外渠道网络的拓展和渠道商信心的恢复将带领酒鬼酒的收入和业绩重回快速增长的轨道。

根据我们的盈利预测，预计酒鬼酒 2017-2019 年的收入规模将分别达到 9.15 亿元，12.68 亿元和 17.07 亿元，分别同比增长 39.7%，38.6%和 34.6%；高端产品占比的提升将带动利润增速高于收入增速，预计归母净利润的规模将分别达到 1.90 亿元，2.73 亿元和 3.91 亿元，分别同比增长 75.2%，43.7%和 43.1%；EPS 分别达到 0.59 元，0.84 元和 1.20 元。

图表14：酒鬼酒收入预测明细（单位：百万元）

	2016A	2017E	2018E	2019E
酒鬼酒	525.96	780.00	1120.00	1544.20
yoy		48.30%	43.59%	37.88%
湘泉酒	124.49	130.71	143.79	158.16
yoy		5.00%	10.00%	10.00%
其他	4.40	4.40	4.40	4.40
yoy		0.00%	0.00%	0.00%
合计	654.85	915.11	1268.19	1706.76
yoy		39.74%	38.58%	34.58%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

估值

我们预计次高端白酒将在未来 3 年步入明显的行业扩容期，推动力量包括高端白酒的供不应求和消费升级。首先，我们认为由于茅台产能的限制、五粮液和老窖的品牌高端化诉求，高端白酒供不应求的格局难以在短时间内扭转，高端白酒的价格也在经历快速上涨后保持在高位，部分消费需求被挤出转而寻求次高端品牌；其次，由于二三线城市不动产价格的走高和人均可支配收入的持续增长，部分中档酒的消费者的消费需求将向次高端白酒升级。

次高端品牌壁垒高，酒鬼是最受益的公司之一。我们认为次高端品牌的壁垒较高，在 2012 年行业高峰期未能够在次高端的价位段打造出消费者认可的单品的企业很难在本轮次高端扩容当中受益，而具有高端白酒单品“内参”和卡位次高端价格带的“酒鬼”系列的酒鬼酒的品牌力足以支撑次高端的价位段，能够充分受益。

我们看好酒鬼酒在次高端白酒扩容背景下的发展潜力，考虑到酒鬼酒较低的收入基数和较强的品牌积淀带来的收入和业绩端的高弹性，我们给予公司 2018 年 43~45 倍 PE 估值，对应目标价 36.12~37.80 元，首次覆盖给予“买入”评级。

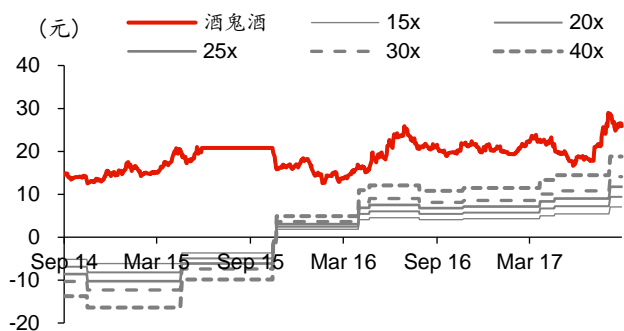
图表15：可比公司估值表

股票代码	股票简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E	19E
600779.SH	水井坊	33.33	0.46	0.62	0.96	1.30	72	54	35	26
600702.SH	沱牌舍得	33.80	0.24	0.56	1.08	1.59	141	60	31	21

资料来源：Wind，华泰证券研究所 *盈利预测均采用 Wind 一致预期，日期为 2017 年 9 月 4 日

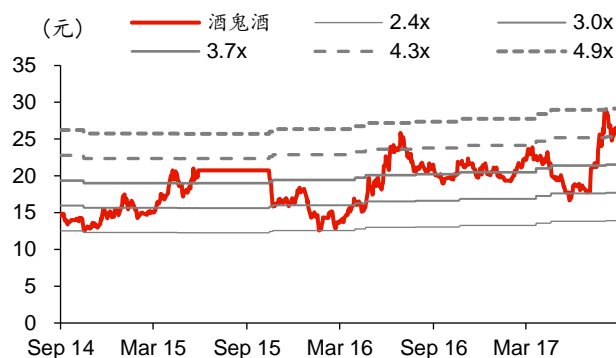
PE/PB - Bands

图表16: 酒鬼酒历史PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表17: 酒鬼酒历史PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

风险提示

高端白酒需求不达预期。如果高端白酒的供需格局出现逆转，价格出现比较明显的回调，这将不利于次高端白酒市场的扩容。

次高端白酒竞争加剧的风险。在次高端白酒行业扩容过程中，参与竞争的企业数量可能增多，如果竞争加剧则会给公司的收入和利润增长带来压力。

食品安全问题。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,444	1,589	1,760	2,065	2,511
现金	385.65	307.67	388.38	410.58	398.56
应收账款	1.03	0.71	2.24	2.16	2.91
其他应收账款	43.59	5.34	56.17	52.28	55.71
预付账款	30.95	10.16	20.33	28.81	30.36
存货	767.24	763.04	949.19	1,169	1,537
其他流动资产	215.55	501.86	343.44	401.50	486.71
非流动资产	836.95	772.01	846.51	889.03	926.94
长期投资	44.35	44.86	43.20	44.13	44.06
固定投资	530.10	482.15	506.66	538.33	575.11
无形资产	111.92	108.30	101.22	94.02	86.84
其他非流动资产	150.59	136.71	195.43	212.56	220.92
资产总计	2,281	2,361	2,606	2,954	3,438
流动负债	509.13	491.33	595.72	705.21	858.64
短期借款	30.00	30.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	64.75	62.94	71.83	94.39	122.39
其他流动负债	414.38	398.39	523.90	610.82	736.25
非流动负债	14.05	14.65	13.12	13.94	13.90
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	14.05	14.65	13.12	13.94	13.90
负债合计	523.18	505.98	608.84	719.15	872.54
少数股东权益	1.07	(10.49)	(22.38)	(37.85)	(57.66)
股本	324.93	324.93	324.93	324.93	324.93
资本公积	1,161	1,161	1,161	1,161	1,161
留存公积	270.54	379.12	533.61	786.08	1,137
归属母公司股	1,757	1,865	2,020	2,272	2,624
负债和股东权益	2,281	2,361	2,606	2,954	3,438

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	230.67	219.31	180.24	131.25	116.80
净利润	74.23	97.02	178.34	257.87	371.45
折旧摊销	40.50	48.11	43.04	47.67	53.57
财务费用	0.68	(0.63)	(4.45)	(6.39)	(6.47)
投资损失	(11.39)	(7.89)	(25.00)	(9.00)	(9.00)
营运资金变动	86.96	43.48	(5.04)	(192.06)	(338.15)
其他经营现金	39.69	39.20	(6.66)	33.16	45.41
投资活动现金	(102.42)	(286.30)	(37.68)	(94.56)	(95.30)
资本支出	50.76	54.46	100.00	100.00	100.00
长期投资	60.00	240.00	(1.67)	0.94	(0.07)
其他投资现金	8.34	8.16	60.65	6.37	4.63
筹资活动现金	0.60	(1.12)	(61.85)	(14.48)	(33.52)
短期借款	0.00	0.00	(30.00)	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	0.60	(1.12)	(31.85)	(14.48)	(33.52)
现金净增加额	128.84	(68.11)	80.71	22.20	(12.02)

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	601.22	654.85	915.11	1,268	1,707
营业成本	177.53	163.76	203.52	256.98	332.40
营业税金及附加	91.42	97.13	138.03	190.74	255.77
营业费用	124.39	164.70	237.93	317.05	409.62
管理费用	100.65	93.01	109.81	152.18	204.81
财务费用	0.68	(0.63)	(4.45)	(6.39)	(6.47)
资产减值损失	21.51	33.16	25.16	26.61	28.31
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	11.39	7.89	25.00	9.00	9.00
营业利润	96.44	111.59	230.11	340.01	491.32
营业外收入	4.94	2.26	9.69	5.63	5.86
营业外支出	1.50	1.92	2.01	1.81	1.91
利润总额	99.88	111.93	237.79	343.83	495.27
所得税	25.66	14.91	59.45	85.96	123.82
净利润	74.23	97.02	178.34	257.87	371.45
少数股东损益	(14.34)	(11.56)	(11.89)	(15.47)	(19.81)
归属母公司净利润	88.57	108.58	190.23	273.34	391.26
EBITDA	137.62	159.08	268.70	381.29	538.42
EPS (元)	0.27	0.33	0.59	0.84	1.20

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	54.76	8.92	39.74	38.58	34.58
营业利润	165.16	15.71	106.20	47.76	44.50
归属母公司净利润	190.86	22.60	75.19	43.69	43.14
获利能力 (%)					
毛利率	70.47	74.99	77.76	79.74	80.52
净利率	14.73	16.58	20.79	21.55	22.92
ROE	5.04	5.82	9.42	12.03	14.91
ROIC	5.91	7.14	12.05	15.50	18.66
偿债能力					
资产负债率 (%)	22.94	21.43	23.36	24.35	25.38
净负债比率 (%)	5.73	5.93	0	0	0
流动比率	2.84	3.23	2.95	2.93	2.93
速动比率	1.30	1.62	1.32	1.22	1.08
营运能力					
总资产周转率	0.27	0.28	0.37	0.46	0.53
应收账款周转率	203.66	290.41	259.97	246.82	270.46
应付账款周转率	3.14	2.57	3.02	3.09	3.07
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.27	0.33	0.59	0.84	1.20
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.71	0.67	0.55	0.40	0.36
每股净资产 (最新摊薄)	5.41	5.74	6.22	6.99	8.07
估值比率					
PE (倍)	95.75	78.10	44.58	31.03	21.68
PB (倍)	4.83	4.55	4.20	3.73	3.23
EV_EBITDA (倍)	58.40	50.53	29.91	21.08	14.93

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com