

陈桂柳

执业证书编号：S0270511060001

020-37865153

chengl@wlzq.com.cn

发布日期：2012年04月05日

## 名优酒复兴之路

### ——酒鬼酒（000799）研究报告

## 公司深度报告

增持（维持）

## 估值区间：37.8-43.2元

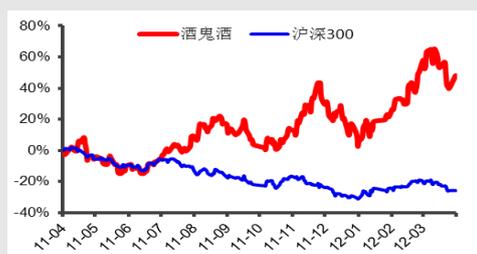
### 市场数据（2012-3-30）

收盘价（元）	28.07
一年内最高/最低（元）	33.87/16.65
上证指数	2454.90
市净率（倍）	6.65
流通市值（亿元）	57.71

### 基础数据（2011-12-31）

每股净资产（元）	4.22
每股经营现金流（元）	1.87
毛利率（%）	74.53
净资产收益率（%）	14.04
资产负债率（%）	36.16
总股本/流通股（万股）	32493/20560
B股/H股（万股）	0/0

### 个股相对沪深300指数表现



### 相关研究

酒鬼酒 2011 年报点评：步入高速增长期

### 联系人：夏雅琴

电话：021-60883487

地址：上海市浦东新区世纪大道 1528 号陆家

嘴基金大厦 602-603 室

邮编：200122

### 报告关键要素：

酒鬼酒具有品牌优势的名优酒企，管理层改善之后业绩步入高速增长期，目前公司属于区域性龙头酒企，随着营销继续深耕，专注于自身内部管理、良性动销改革管理来做好湖南市场，百强县工程推动渠道进一步下沉，以推进全国重点市场快速发展。非公开增发有助于优化产品结构、提升公司的规模效益和市场竞争能力，有利于公司长远发展。

### 投资要点：

- **主打品牌属于中高端行列，受益于扩容最快的白酒市场档次：**茅台等超高档酒不断提价给中高端白酒腾出较大的市场空间，加之，国内居民收入不断提高及中产阶级队伍的不断壮大，未来国内中高端白酒拥有较大的市场空间。酒鬼酒公司主打产品封坛系列（300元-800元）和酒鬼酒（450元-600元）价位属于中高端酒行列，产品结构合理将受益于目前扩容最快的白酒市场档次。
- **营销继续深耕推动全国市场快速发展：**湖南省内白酒市场容量为120亿元左右，比对洋河和汾酒平均省内市占率25%进行计算，酒鬼酒在省内市场销售规模可达30亿元；公司营销继续深耕，百强县工程推动渠道进一步下沉，省外市场有望快速发展，预计2012年省外市场河南和山东销售收入有望过亿元，广东市场有望达到2亿元。
- **盈利预测与投资建议：**预计2012年和2013年每股收益分别为1.08元和1.48元。酒鬼酒具有品牌优势的名优酒企，管理层改善之后业绩步入高速增长期，目前公司属于区域性龙头酒企，湖南省内市场仍有较大的发展空间，目前股价对应的2012年和2013年市盈率分别为26倍和19倍，给予“增持”评级。
- **风险因素：**省内外产品价格理顺不顺利；省内扩张不及预期；省外市场竞争激烈。

	2010年	2011年	2012E	2013E
营业收入(亿元)	5.60	9.62	16.06	20.65
增长比率(%)	53.60	71.61	66.97	28.58
净利润(亿元)	0.79	1.93	3.52	4.82
增长比率(%)	35.79	142.54	82.74	36.93
每股收益(元)	0.26	0.63	1.08	1.48
市盈率(倍)	107.10	44.70	25.99	18.97

## 投资核心观点

酒鬼酒具有品牌优势的名优酒企，管理层改善之后业绩步入高速增长期，目前公司属于区域性龙头酒企，随着营销继续深耕，专注于自身内部管理、良性动销改革管理来做好湖南市场，百强县工程推动渠道进一步下沉，以推进全国重点市场快速发展。非公开增发有助于优化产品结构、提升公司的规模效益和市场竞争力，有利于公司长远发展。

### ● 公司整体判断

酒鬼酒历经波折，2006年底中皇进入公司之后公司步入复兴之路，目前公司管理团队相对稳定，股东背景为公司营销和渠道提供巨大的便利。目前公司确定了以洞藏系列为尖端产品、内参为超高端产品、酒鬼酒为高端产品、湘泉为中低端产品的“三高一低”的品牌构架。随着营销继续深耕，百强县工程推动渠道进一步下沉，以推进重点市场快速发展。

### ● 差异化观点

从历史经验来看，一旦白酒公司营业收入突破10亿元之后，从10亿元到20亿元的过程，一般是2-3年的时间，如洋河股份（2年）、古井贡酒（3年）和金种子酒（2年），在这一过程中白酒公司净利润实现爆发性增长，复合增长率超100%水平。2011年酒鬼酒营业收入9.62亿元，我们认为酒鬼酒公司2-3年之内业绩有望实现爆发性增长。

茅台等超高档酒不断提价给中高端白酒腾出较大的市场空间，加之，国内居民收入不断提高及中产阶级队伍的不断壮大，未来国内中高端白酒拥有较大的市场空间。酒鬼酒公司主打产品封坛系列（300元-800元）和酒鬼酒（450元-600元）价位属于中高端酒行列，产品结构合理将受益于目前扩容最快的白酒市场档次。

湖南省内白酒市场容量为120亿元左右，比对洋河和汾酒平均省内市占率25%进行计算，酒鬼酒在省内市场销售规模可达30亿元；公司营销继续深耕，百强县工程推动渠道进一步下沉，省外市场有望快速发展，预计2012年省外市场河南和山东销售收入有望过亿元，广东市场有望达到2亿元。

### ● 估值和评级

预计2012年至2013年公司每股收益分别为1.08元和1.48元，目前股价对应的2012年和2013年市盈率分别为26倍和19倍，给予“增持”评级。

### ● 股价触发因素

省内外价格体系达成统一。

### ● 风险提示

省内外产品价格理顺不顺利；白酒竞争加剧，省内扩张不及预期；省外市场竞争激烈。

## 1、名酒复兴之路

### 1.1 历经波折

酒鬼酒曾经是中国最贵的酒，1993年酒鬼酒定价在300元左右，远高于当时的茅台和五粮液，公司业绩实现快速增长，但是由于多元化投资、经营不善等原因，公司开始走下坡路。2002年，为重振旗鼓，公司引入湖南民营企业集团成功集团，但是由于成功集团不擅长实业运作致使公司业绩大幅下滑，随后，2005年成功集团抽逃资金4.2亿元，公司业绩跌入低谷。2006年底，中皇公司进入公司，成为公司第一大股东，自此之后，公司经营逐渐向好，步入复兴之路。

图 1：公司营业收入及营业收入增速一览

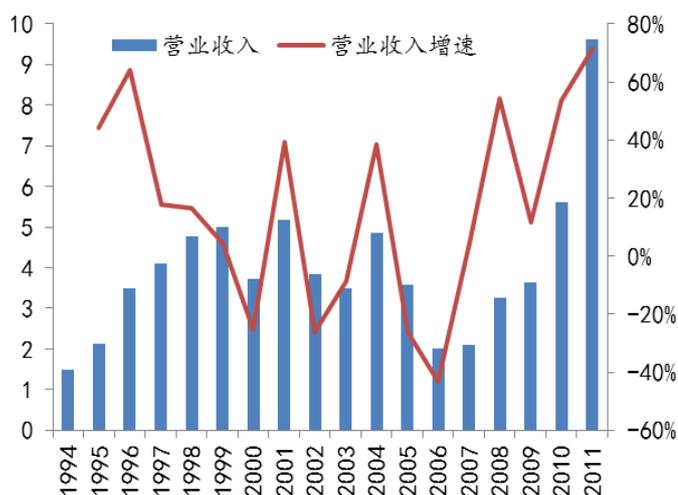
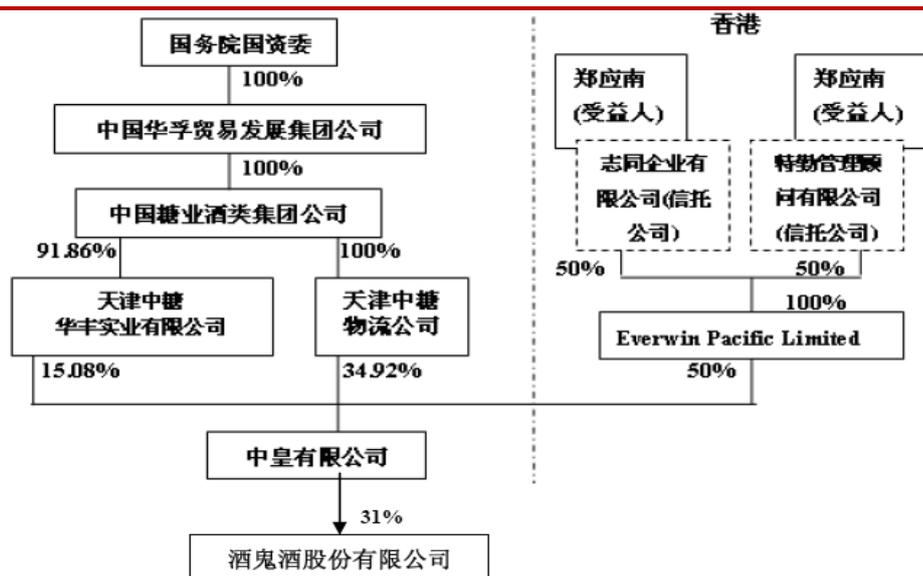


图 2：公司净利润（亿元）



数据来源：Wind 资讯 万联证券研究所

图3、公司股权结构



数据来源：公司公告 万联证券研究所

## 1.2 徐可强离职之后，目前公司管理团队相对稳定

2009年2月，白酒界“老爷子”之称的徐可强加盟酒鬼酒，担任总经理一职，公司组建了以徐可强、韩经纬、曾盛全为核心的领导团队。徐可强担任总经理一职期间，进行了一系列大刀阔斧的改革，如砍掉所有买断品牌和带酒鬼的贴牌商、重新组建经营团队、全面调整产品结构、加大渠道建设力度等，为酒鬼酒的复兴之路奠定了基础。

由于经营理念的不同，2010年7月份徐可强离职，之后由中糖集团组建新的管理团队，但是徐可强之前的改革成果仍保留下来。自徐可强离职之后，公司人事变动少，员工稳定，管理改进也向着健康的方向发展。

中国著名白酒勾调大师吴晓平于2006年底加盟酒鬼酒，对酒鬼酒馥郁香型重新进行定位，新的馥郁香型使得公司的品质进一步得到改进；2009年吴晓平离开之后，公司聘请曾任五粮液的酿酒大师曾盛全，使得酒鬼酒品质得以延续。

## 1.3 股东背景为其营销和渠道提供便利

公司第一大股东为中皇有限公司，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是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，每年主办的春季两季全国糖酒商品交易会，在国内外食品行业中影响巨大。中糖集团与日本伊藤洋华堂株式会社、伊藤忠商事株式会社共同投资组建的华糖洋华堂商业有限公司，目前在北京、成都已有8个连锁店。中糖集团的背景和资源为酒鬼酒公司营销和销售提供巨大的便利。

中皇有限公司外方股东香港Everwin Pacific Limited，主要业务为投资和经营免税店，为出入境口岸免税店提供设计及管理资讯服务等，多年来成功运营和参与合作了中国大陆、香港、澳门、台湾、新加坡、日本、太过和澳大利亚的机场、机上、码头、火车站、陆路边境和市内等各类型免税店，与全国著名免税品品牌及供应商建立了紧密的战略合作伙伴关系，为公司销售提供渠道便利。

## 1.4 受益于白酒行业发展

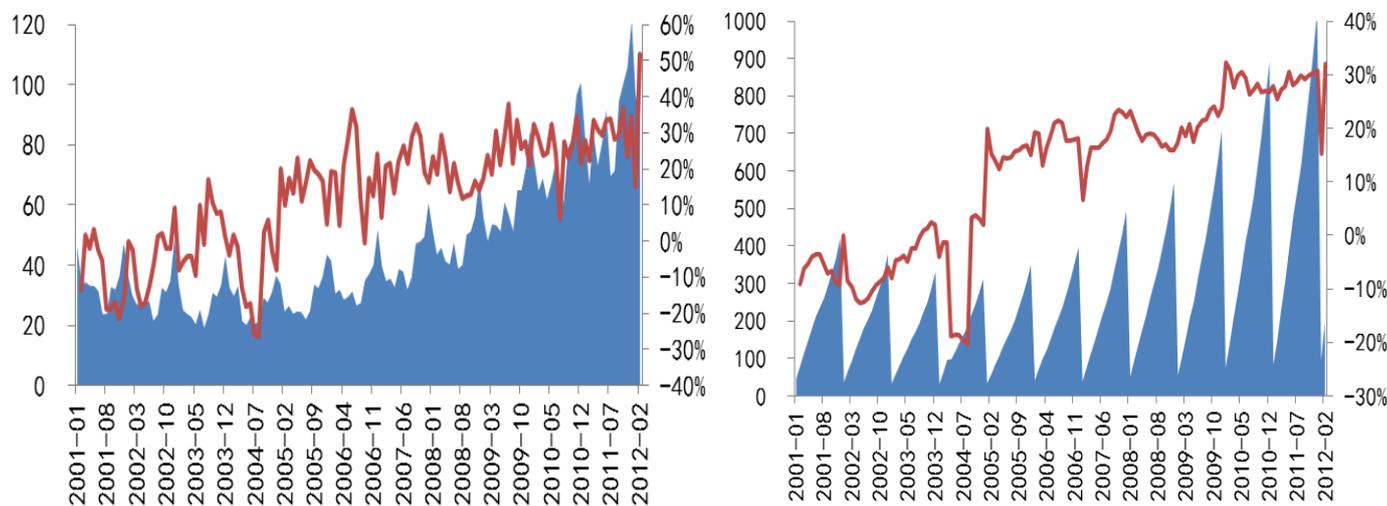
90年代初白酒行业发展迅速，但是随着国家产业政策的影响，如1994年之后的一系列税收政策，白酒产量开始出现萎缩，2004年降到阶段性底部；随着粮食白酒消费税率的下调及两税合并的税制改革等政策实质性利好白酒企业，近几年来白酒产量出现较大幅度的增长，虽然中间有点小插曲，2008年受经济危机的影响，白酒行业产量有所下滑，但是整体趋势上白酒行业产量保持了快速增长的态势，截至2011年，全国白酒行业累计产量突破千万吨，在产量大幅增长的环境下，白酒行业的营业收入和利润总额均出现高速增长阶段。这与国内白酒文化底蕴深厚、居民收入提到带来的消费升级以及政商务等因素相关。

茅台等超高档酒不断提价给中高端白酒腾出较大的市场空间，加之，国内居

民收入不断提高及中产阶级队伍的不断壮大,未来国内中高端白酒拥有较大的市场空间。酒鬼酒公司主打产品封坛系列(300元-800元)和酒鬼酒(450元-600元)价位属于中高端酒行列,产品结构合理将受益于目前扩容最快的白酒市场档次。

图 4: 白酒行业当月产量及增速一览 (亿元)

图 5: 白酒行业累计产量及增速一览 (亿元)



数据来源: Wind 资讯 万联证券研究所

从历史经验来看,一旦白酒公司营业收入突破10亿元之后,从10亿元到20亿元的过程,一般是2-3年的时间,如贵州茅台(3年)、五粮液(2年)、洋河股份(2年)、古井贡酒(3年)、和金种子酒(2年),剔除贵州茅台和五粮液外(当年白酒公司毛利率不像近几年来70%以上的毛利率),在这一过程中白酒公司净利润实现爆发性增长,复合增长率超100%水平。2011年酒鬼酒营业收入9.62亿元,我们认为酒鬼酒2-3年之内业绩有望实现爆发性增长。

表1: 近年来部分突破10亿元以上白酒公司收入和利润复合增长率

	贵州茅台	五粮液	洋河股份	古井贡酒	金种子酒
收入复合增长率	29.17%	55.24%	58.22%	16.08%	36.39%
利润复合增长率	32.70%	25.43%	106.07%	110.12%	131.20%

数据来源: Wind 资讯 万联证券研究所

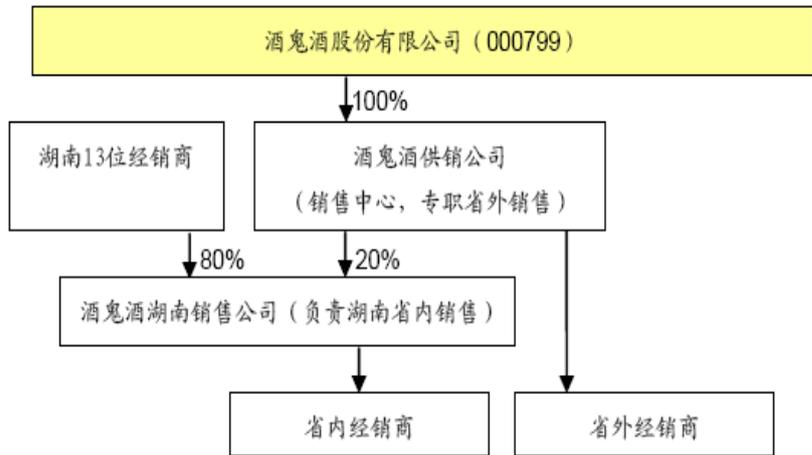
## 2、深耕湖南市场 布局全国重点市场

### 2.1 省内外同时发力推动公司业绩爆发性增长

公司从2010年开始转变营销思路,通过团购将高端内参酒打入政商务消费领域,深耕湖南市场推动渠道下沉,产品基本实现省内市场无缝覆盖;对央视、湖南卫视等主流媒体的广告宣传加大,辅以高端户外广告、强势报刊杂志,精心运作全国糖酒会,全国经销商大会等大型活动,提高公司品牌影响力,组织招商规模化发展促使省外市场大力拓展,目前已基本完成全国重点市场布局,形成了以长沙为基地的湖南营销中心、广州为基地的南方营销中心和石家庄为基地的北方营销中心全国三大营销中心,省内外同时发力推动公司

2011年销售业绩出现大幅增长，2011年公司实现营业收入和净利润分别为9.62亿元和1.92亿元，同比增长分别为71.61%和142.54%。

图6、酒鬼酒销售公司组织结构



数据来源：公司公告 万联证券研究所

## 2.2 公司省内市场发展空间巨大

与二线白酒洋河股份、古井贡酒和山西汾酒所在省份做个比较，酒鬼酒所在的湖南省份GDP、人均GDP以及常住户口均低于洋河股份所在的江苏省GDP、人均GDP以及常住户口，但是GDP、常住户口高于古井贡酒所在的安徽省GDP和山西汾酒所在的山西省GDP，人均GDP高于安徽省，可见酒鬼酒所在的湖南省内市场资源还是比较优良的，具有天然的优势。

根据测算得出，湖南省白酒市场容量为120亿元左右，按2011年酒鬼酒湖南省销售数据来看，目前公司市场占有率仅3.1%，目前湖南省内没有太大竞争对手，加之，湖南省政府对公司的的大力支持，我们比对洋河和汾酒平均省内市占率25%的比例进行计算，酒鬼酒在省内市场销售规模可达30亿元，随着公司继续深耕省内市场，未来公司省内市场发展空间巨大。

表2：湘苏皖晋省份GDP与人均GDP一览

省份	GDP (亿元)	人均 GDP(元)	常住户口 (万)
湖南	19,635.19	29,828.00	6,582.80
江苏	48,604.26	61,649.00	7,884.03
安徽	15,110.30	25,340.00	5,963.02
山西	11,100.18	30,974.00	3,583.71

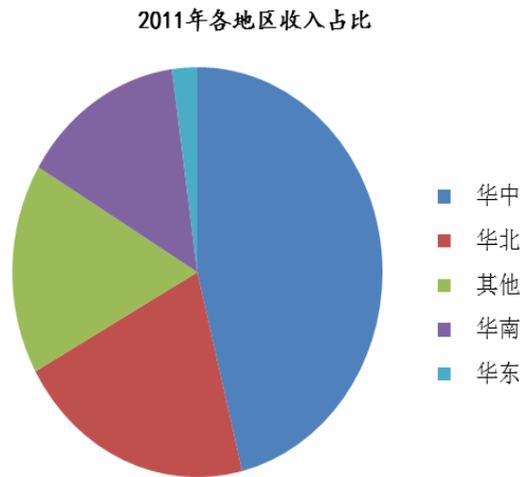
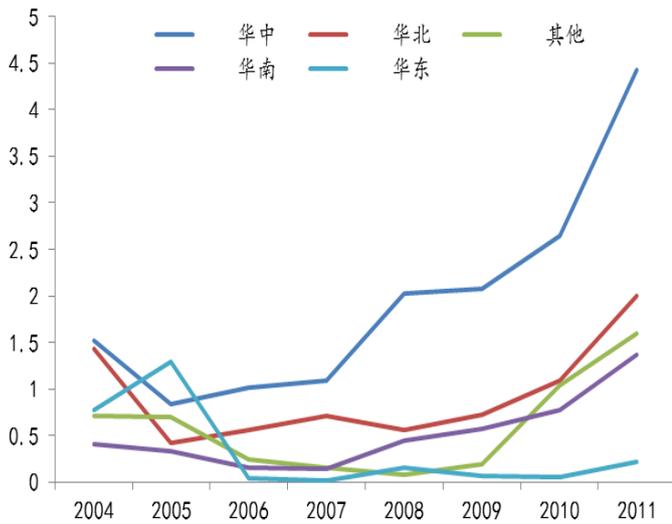
数据来源：Wind资讯 万联证券研究所

## 2.3 渠道进一步下沉推动省外市场快速发展

2011年销售收入华中地区实现4.42亿元，销售收入最多，而华东地区由于基数低，销售收入实现3倍的增长，具体省份来看，除湖南省内市场（3.72亿元）外，广东（1.3亿）、山东（7000-8000万）、河南（7000-8000万）位列省外销售市场前三甲。公司将尽可能利用以前品牌的影响力通过优势地区向

全国渗透，优势地区的销售模式未来可在绝大部分区域复制，以组织型复制商超渠道、以百强县工程拓展网络、以名烟名酒推动动销和以队伍建设高端推进四条原则来开展，营销继续深耕，专注于自身内部管理、良性动销改革管理来做好湖南市场，百强县工程推动渠道进一步下沉，以推进重点市场快速发展。预计2012年省外市场河南和山东销售收入有望过亿元，广东市场有望达到2亿元。

图 7：公司各地区 2004 年以来营业收入趋势图（亿元） 图 8：2011 年各地区收入占比



数据来源：Wind 资讯 万联证券研究所

### 3、价格体系2012年有望统一 非公开定增助力

#### 3.1 省内外价格体系2012年有望达到统一

目前公司确定了以洞藏系列为尖端产品、内参为超高端产品、酒鬼酒为高端产品、湘泉为中低端产品的“三高一低”的品牌构架。公司积极打造酒鬼品牌核心价值，明确了馥郁香型是公司品牌的核心资源，是公司广告传播的核心价值诉求，确立了“品质（优秀卓越）、品类（馥郁香型）、品味（无上妙品）”三位一体的品牌建设战略。目前省内外市场存在串货现象，价格体系不统一将会使消费者失去信心，估计公司会用半年左右的时间来理顺省内外价格体系，2012年省内外价格体系有望达到统一。

洞藏定位高端，2011年销售收入不足2000万元，2012年2月份公司与珠海塔鑫共同出资成立“酒鬼洞藏酒销售有限公司”，各占50%的股份，新公司负责酒鬼洞藏酒系列产品的全国市场运营销售工作，公司考虑今年洞藏品牌要落地，解决消费量小的问题，未来可能会推简装版来提高产品品牌力，预计2012年洞藏销售额将获得高速增长。

内参酒通过团购方式已打入政商务消费领域，2011年销售收入近3亿元，较2010年不足1亿元的基础上翻了2倍，未来在省政府大力支持下（目前政府接待用酒是用内参酒），内参酒在省内中高端市场竞争优势明显。

酒鬼酒系列包括封坛年份酒和酒鬼酒，2011年销售收入超4亿元，其中酒鬼酒50度和封坛15年最为畅销，销售收入差不多，两款酒定位不同：酒鬼酒包装黄瓶，“之源之本，醉与不醉”，15年封坛是包装红色，给人以视觉冲击，讲年份，讲故事，未来哪个产品将会成为公司的主打产品还是让市场来选择。

湘泉系列属于中低端产品，2011年销售收入为2.17亿元，前年公司成立了湘泉事业部来聚焦省内市场，公司关注到了中低端产品发展趋势，未来在品质保证下加强中低端产品的销售，通过中低端产品发力来加强基础提高渗透率。

表 3：公司主打产品为中高端价格带

品牌名称		终端价格	定位	竞争产品
洞藏		2000 元+	超高端	茅台、五粮液、泸州老窖 1573
内参		1380 元	超高端	
酒鬼酒	封坛年份酒 (10/15/20 年)	300 元-800 元	中高端	洋河天之蓝、郎酒红花郎、舍得酒、水井坊、老窖窖龄酒
	酒鬼酒 (50 度/52 度)	450 元-600 元	中高端	
湘泉系列		50 元-200 元	中低端	开口笑、邵阳老酒、浏阳河、金六福

数据来源：网页 万联证券研究所

图 9：高档产品和中档产品占比情况

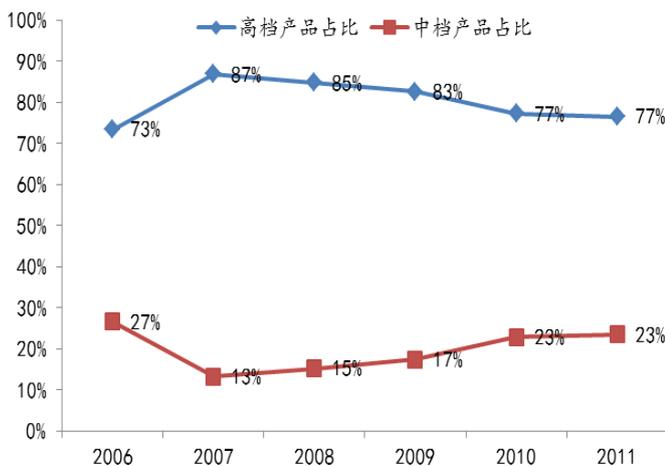
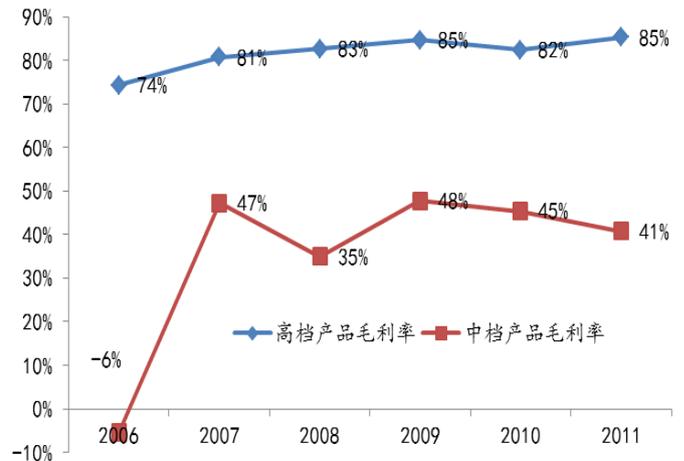


图 10：高档产品和中档产品毛利率一览



数据来源：Wind 资讯 万联证券研究所

### 3.2 非公开增发优化公司财务结构

公司已完成非公开增发新股工作，募集资金主要用于“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、营销网络建设项目和品牌媒体推广项目，前两个项目有利于提高公司高档酒的产能和减少优质基酒储藏不善导致的损失，后两个项目在品牌宣传和渠道扩张等方面深入对全国市场销售形成有力支撑。如果项目的顺利开展将进一步提升“馥郁香型”优质基酒产能、优化产品结构、完善公司财务结构、提升公司的规模效益和市场竞争能力，有利于公司长远发展。

表 4：非公开发行股票预案

募集资金投资项目	投资总额	拟投入资金	目的
“馥郁香型”优质基酒酿造技改项目	5482.60	5482.60	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	19871.10	19871.10	改进基酒的储藏能力和包装能力
营销网络建设项目	5054	5054	在全国建立 100 个营销网点：省会城市 33 个，地级市 52 个和其他市县 15 个。
品牌媒体推广项目	31000	12000	品牌建设
合计	61317.70	42317.70	

数据来源：公司公告 万联证券研究所

## 4、盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测假设前提

销售收入预测：

洞藏：假设2012年-2013年洞藏酒收入增速分别为100%和25%，其中2012年增速高达100%主要是因为基数低，新成立公司负责洞藏酒全国市场运营销售工作，公司考虑今年洞藏品牌要落地，未来可能会推简装版来提高产品品牌力，预计2012年洞藏销售额有望获得高速增长。

内参：假设2012年-2013年内参酒收入增速分别为70%和30%，内参定位于高端，是目前湖南省政府的招待酒，获得省政府的大力支持，快速增长势头仍有望得以延续；

酒鬼酒：假设2012年-2013年酒鬼酒系列收入增速分别为73%和30%，我们认为未来国内中高端白酒拥有较大的市场空间，公司主打产品酒鬼酒系列定位于这个价位带，受益于白酒行业发展。

湘泉系列：假设2012年-2013年湘泉系列收入增速分别为50%和25%，未来公司会加强中低端产品的销售，通过中低端产品发力来加强基础提高渗透率。

毛利率预测：公司中高端产品发力、提价以及收入规模效应等均有助于提高毛利率水平，我们假设2012年-2013年毛利率水平分别为75.5%和76.5%；

销售费用率预测：假设2012年-2013年销售费用率水平分别为27%和26.5%。

### 4.2 盈利预测

湖南省政府大力支持湘酒产业发展，州委、州政府明确要求，到“十二五”末，酒鬼酒公司销售收入突破30亿元，力争实现50亿元，可见省政府对酒鬼酒的期待，我们认为在省政府对酒鬼酒的大力支持下，酒鬼酒有望实现“十二五”期间的战略目标。预计2012年至2013年公司营业收入分别为16.06亿元和20.65亿元，对应的增速分别为67%和28.6%，净利润分别为3.52亿元和4.82亿元，对应的增速分别为82.6%和37%，对应的2012年和2013年每股收益分别为1.08元和1.48元。

### 4.3 投资建议

酒鬼酒具有品牌优势的名优酒企，管理层改善之后业绩步入高速成长期，目前公司属于区域性龙头酒企，湖南省内市场仍有较大的发展空间，目前股价对应的2012年和2013年市盈率分别为26倍和19倍，给予“增持”评级。

表5：利润表预测

利润表（百万元）	2011	2012E	2013E
营业收入	962	1606	2065
营业成本	245	394	485
营业税金及附加	149	241	310
销售费用	270	434	547
管理费用	108	180	230
财务费用	(0)	(12)	(15)
投资收益	11	11	11
资产减值及公允价值变动	(13)	(13)	(13)
其他收入	0	0	0
营业利润	188	369	506
营业外净收支	15	1	1
利润总额	203	370	507
所得税费用	10	19	25
少数股东损益	0	0	0
归属于母公司净利润	193	352	482

数据来源：万联证券研究所

### 5、风险提示

省内外产品价格理顺不顺利；白酒竞争加剧，省内扩张不及预期；省外市场竞争激烈。

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。