

动销顺畅，费用率下降推动业绩提升

买入维持

目标价格：50 元

事件：

我们于6月8日参加了公司临时股东大会，与董事长等其他高管就公司上半年经营状况、年内工作重点以及公司“十二五”期间未来发展战略进行了交流。

报告摘要：

- **上半年终端动销顺畅，增长质量较高：**1Q 节日较多，省外招商工作从4月才逐步展开，因此1Q增长主要依靠老经销商销售规模的扩大，新经销商贡献不多。经销商反馈上半年动销情况良好，部分产品出现缺货现象，因此无需过于担心渠道压货问题。
- **招商顺利推进，年内经销商数量有望大幅增长，招商效果将在下半年体现：**今年省内主要以增加湘泉经销商为主，采用奖励送货车等方式激励经销商，截至目前已基本完成年内招商任务，下一步将精耕市场打造数个“千万县”；省外采用新的单省小规模招商效果良好，招商会合同签订额比去年有数倍增长，许多新经销商将在下半年首次打款发货，开始对公司收入形成贡献。
- **“十二五”50亿收入目标渐清晰：**公司计划50亿收入省内外占比为2:3，高中低档占比分别为20%、50%和30%，省内市场以及酒鬼以上等级的产品仍是实现目标的重点。公司3.4万吨原酒以及增发扩产将解除产能瓶颈，未来风险在于销售人员，目前公司通过招聘、定向委培以及外派高级管理人员培养销售队伍。
- **年内销售费用率预算压缩3个百分点，推动盈利能力提高。**随着收入规模的快速扩张，公司适当控制销售费用的投入，今年全年预算压缩费用率3个百分点，但所得税弥补亏损期限已过，税率恢复25%，综合将导致利润率小幅提升。
- **上调盈利预测及目标价：**预计12-14年收入分别为20亿(上调10%)、31亿和40亿，YOY为109%、54%和30%，EPS分别为1.2元、2.1元和2.8元，YOY为104%、72%和36%。提高目标价至50元(上调19%)，对应25x13PE，维持“买入”评级。

食品饮料研究组

联系人：

苏青青

电话：021-51782233

Email: suqingqing@hysec.com

陈嵩昆

电话：021-51782231

Email: chensongkun@hysec.com

分析师：

黄立军 (S1180209070180)

市场表现



相关研究

- 1 《酒鬼酒(000799)宏源证券-季报简评-酒鬼酒：1Q业绩健康亮丽、业绩环比持续提升-000799-食品饮料-苏青青》，2012.4
- 2 《酒鬼酒(000799)宏源证券-动态跟踪报告-酒鬼酒：三线酒复兴龙头，维持买入-000799-食品饮料-苏青青》，2012.4
- 3 《酒鬼酒(000799)宏源证券-年报简评-酒鬼酒：12年将发挥变革的余热-000799-食品饮料-苏青青》，2012.3
- 4 《酒鬼酒\酒鬼酒(000799)宏源证券-公司研究-酒鬼酒：名酒估值洼地，开启复兴之路-000799-食品饮料-苏青青》，2011.11

单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	560.49	961.83	2,005.97	3,089.39	4,019.71
YOY	53.60%	71.61%	108.6%	54.0%	30.1%
净利润	79.42	192.62	392.68	676.55	920.70
YOY	35.79%	142.54%	103.86%	72.29%	36.09%
EPS (元)	0.244	0.593	1.209	2.082	2.834

目录

一、	公司销售状况健康，盈利能力将得到提升.....	3
1、	一季度增长缘于终端动销良好，下半年招商效果或显现.....	3
2、	价格体系更加合理，产品结构趋于稳定.....	3
3、	销售费用率预算全年下降3个百分点，推动净利率提升.....	4
二、	今年推动湘泉放量，继续加强招商和渠道建设.....	5
1、	激励政策倾斜，加大湘泉推广力度，高端酒仍依靠口碑传播.....	5
2、	省内打造“千万县”，高低端齐发力冲击今年7亿收入.....	6
3、	省外单省招商，有望复制厂商共建销售公司模式.....	6
三、	“十二五”目标达到50亿收入，利润率水平可以维持.....	7
1、	“十二五”目标中，省内和中高档产品仍将是主力.....	7
2、	“十二五”公司有望保持70%的毛利率和25%净利率水平.....	7
3、	销售人员是成长关键，通过招聘、培养、外派综合解决.....	8
四、	盈利预测及投资建议.....	8

一、公司销售状况健康，盈利能力将得到提升

1、一季度的增长缘于终端动销良好，下半年招商效果或显现

1Q 公司收入 5.3 亿元，环比增长 73%，1Q 新招商经销商较少，主要来自于老经销商的贡献。四五月份招商工作开始以后，下半年新经销商的贡献会逐步显现：

- ◆ 公司主导产品年初以来保持了快速增长的势头。高端内参控量保价，但增长仍较快，湖南省内 50° 酒鬼酒热销，同时省外 52° 酒鬼酒增长较快，红坛也获得了较高的增长；
- ◆ 终端动销不足虑，1Q 增长来自于老经销商。1Q 节日较多，招商工作几乎未开始，因此收入增长主要还是老经销商销售的扩大；
- ◆ 渠道库存水平正常，没有压货情况。公司近年的销售政策鼓励经销商少量多批次拿货，根据实际销售情况决定进货量，减轻经销商资金压力，春节过后公司调研显示部分经销商还处在缺货状态，没有过多存货。
- ◆ 年内经销商数量有望翻番，下半年新经销商首次付款进货将助力收入增长。截至 5 月底省内湘泉经销商本年度的招商任务基本完成，省外招商也在快速推进，渠道需求的增加将成为收入的另一增长点。

2、价格体系更加合理，产品结构趋于稳定

公司借去年名酒涨价之机优化产品价格体系。公司在年初调整了产品价格，出厂价适当提高超过通胀水平，但整体价格上涨不多，仍然维持过去的产品定位，主要通过调整终端价格使得产品档次更加清晰。

图 1：酒鬼酒在年初进行终端价格体系的优化

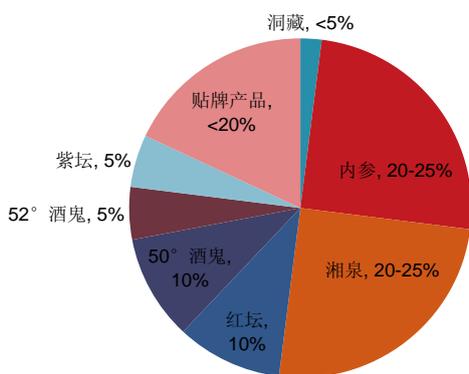
品牌系列	品牌	提价前	提价后	提价幅度	定位	竞争品牌
内参	内参	1580	1580	0%	超高端	茅台、五粮液等超高端白酒
洞藏	洞藏文化酒纪念版	3380	3380	0%	高端与超高端	
	十八年洞藏	1280	1580	23%		
	十五年洞藏	1100	1100	0%		
封坛	九年洞藏	665	680	2%	中高端	蓝色经典、水井坊、舍得酒、红花郎等
	二十年封坛（紫坛）	800	898	12%		
酒鬼	十五年封坛（红坛）	598	698	17%	中高端	剑南春等
	52 度新酒鬼	498	498	0%		
	52 度精品酒鬼	398	399	0%		
湘泉	大酒鬼	390	390	0%	中端与低端	浏阳河、金六福等省内中低端白酒
	湘泉原浆十五年	228	228	0%		
	百年湘泉	148	148	0%		
	五 湘泉	68	68	0%		
	54 度湘泉	26	26	0%		

资料来源：酒仙网，Tmall，宏源证券研究所

公司目前已经形成高中低档均衡的收入结构，高档和低档的内参与湘泉分别占收入的 20-25%，中档的封坛和酒鬼分别约占 15%，形成纺锤形的产品结构：

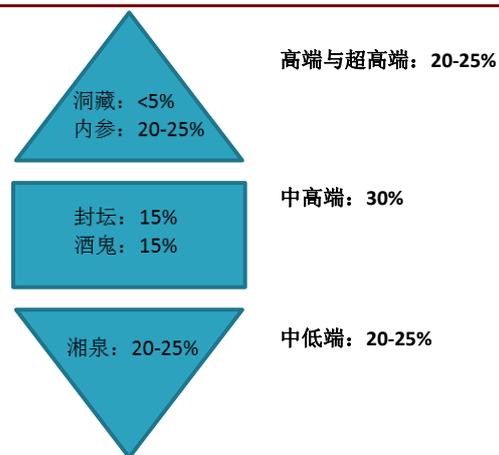
- ◆ 去年 4Q 和今年 1Q 的产品结构基本稳定，具体构成为：洞藏<5%、内参 20-25%、紫坛 5%、红坛 10%、50° 酒鬼 10%、52° 酒鬼 5%、湘泉 20-25%，另外有贴牌产品 10-20%。

图 2：产品收入结构占比



资料来源：宏源证券研究所

图 3：酒鬼主要产品形成纺锤形产品结构



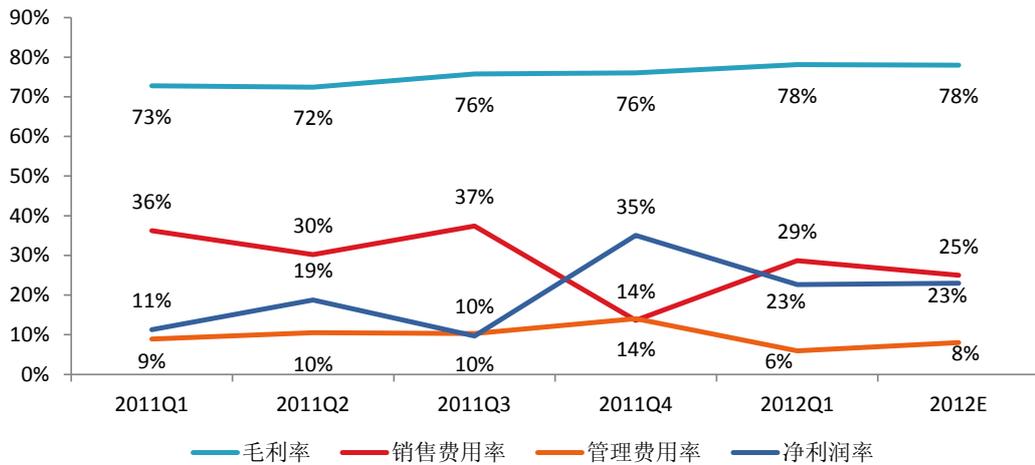
资料来源：宏源证券研究所

3、销售费用率预算全年下降 3 个百分点，推动盈利能力提升

今年销售费用率、管理费用率改善，推动利润率提升：

- ◆ 公司全年预算将压缩销售费用率 3 个百分点，即达到 25%左右。公司今年收入增长将在 90%左右，完全有能力实现 3 个百分点的费用压缩；公司对销售费用管理方式是对不同产品固定费用投放比例，因此最终费用率将根据产品销售结构有所波动。
- ◆ 管理费用率相比去年也将大幅降低。11 年技术开发费增加是管理费用率上升的主要原因，今年预计将回落到正常范围。
- ◆ 所得税率从今年起恢复至 25%。公司 2006 年底累计亏损约 7.5 亿元，按照税法，5 年以内弥补亏损以前不征收所得税，5 年以后恢复 25%的所得税率，因此今年所得税对净利率影响约为 6 个百分点。

图 4: 费用率下降推动酒鬼酒盈利提升



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

二、今年推动湘泉放量，继续加强招商和渠道建设

1、 激励政策倾斜，加大湘泉推广力度，高端酒仍依靠口碑传播

公司今年通过招商主动推动低端湘泉放量，公司规划在“十二五”末，收入规模达到 50 亿元时，湘泉的收入比例接近 30%，目前仅为 20-25%:

- ◆ 酒鬼目前产品结构集中于中高端，从产能匹配角度，低端产品必须放量才能支撑高端产品发展（目前仅 35%的基酒可用于生产内参以上等级酒）;
- ◆ 公司今年加大经销商激励力度，推动省内放量。湖南省内今年主要招商工作以湘泉为主，为鼓励经销商加盟，公司也加大了对经销商激励，经销商打款到一定规模奖励一辆送货车，截至目前年内招商工作已基本完成。

内参增长较快，主要依靠口碑传播，基础扎实，没有受到高端白酒不景气影响:

- ◆ 公司从运作内参开始，主要靠口碑传播，靠消费者之间通过“俱乐部”方式传播对内参的了解和认识。未来还将坚持这种方式，不做大规模的推广，虽然扩张速度较慢，但可以形成扎实的市场基础，保持长期平稳发展;
- ◆ 内参基数较小，没有遭遇高端白酒不景气的市场问题，市场供不应求。去年内参在湖南市场上货源紧张，很多经销商和机关团体反映经常出现断货现象。公司后来增加部分出货量，满足正常的需求，但总体仍然控制出货量，保证超高端的产品价格定位;
- ◆ 内参今年在省外也会有比较大的进步。与省内类似，内参在省外也不依赖大规模广告投放，而是通过湖南商会、湖南办事处、湖南籍的领导靠口碑的方式传播，通过几年的培育，预计今年在省外会有比较大的增长。

洞藏仍处于推广初期，采取与内参类似的口碑传播方式推广，目前不设定销售目标:

- ◆ 洞藏依靠口碑传播稳步培育市场。洞藏是 08 年推出的新品，经过了几年的培育，11 年销售接近 2000 万元。近两年主要精力放在内参上，没有将太多精力分配给洞藏，

因此洞藏的发展较慢。由于其品质比内参更好，公司将复制内参推广经验，依赖口碑传播夯实市场基础；

- ◆ 洞藏运作逐步步入正轨。公司与珠海塔鑫的利益关系已理顺，今年成立了洞藏销售公司，已经在组建产品部门，并且在今年春季糖酒会上与经销商进行了沟通。从目前看，初期推广效果不错，目前对洞藏销售还没有要求，首要目标是先稳步培养市场基础。

2、 省内打造“千万县”， 高低端齐发力冲击今年7亿收入

省内已经基本实现全覆盖，下一阶段目标是精耕市场，公司今年将加大省内投入及市场管控，重点打造销售过千万的县级市场（千万县工程）。内参在省内下沉到“处级”消费者，消费群体的持续扩大加之湘泉的放量，省内今年有望突破7亿元收入（对应销售公司口径10亿元）：

- ◆ 招商目标完成，重点转向渠道下沉。公司在省内目前拥有一级经销商超过150家，湘泉今年的招商目标也基本完成，公司很早就提出了精耕湖南市场，但实际做的不够细致，在成立湖南销售公司后将逐步细化；
- ◆ 仿照省外“百强县”做法，省内打造“千万县”。公司在省内开始重视县级市场的潜力挖掘，去年已经消灭了经销商未覆盖的空白县，今年的目标是开发一些销售过千万的县级市场（类似省外百强县）；
- ◆ 适当加强投入和市场管控。公司今年将适当增加省内的广告投入，同时加强经销商销货价格的控制。通过增加销售费用和返利保持终端价格的坚挺，同时通过管控保证经销商将费用投入市场推广。

3、 省外单省招商，有望复制厂商共建销售公司模式

公司改革了在省外的招商方式，采取更加精细的分省招商，效果十分显著，招商会合同签订额比去年有数倍增长。目前省外收入过亿的优势区域包括广东、山东、河北、北京，今年经销商数量有望获得50-100%的增长：

- ◆ 中国每个区域的特点不同，分省小区域招商更加有针对性。各省面对的消费者需求情况不同，小区域招商面临的市场状况相似，可以针对性提供适合当地的政策，今年连续在山东、河南、湖北、广东、福建、广西、江苏分省招商，小型招商会比大型更加有效；
- ◆ 新经销商的市场空间来自于两部分：1）公司推出新产品时会增加新的经销商；2）老经销商的实力参差不齐，当资金、人员跟不上发展规模时，公司会细分其区域，在一部分区域内引入新经销商；
- ◆ 南北营销中心提高营销效率。营销中心的建立目标是提高对市场的快速反应能力，市场活动、市场费用和支持不再需要到总部报批，将预算内的营销活动审批权下放到营销中心，大大加快营销活动审批速度。公司只控制整体费用率，具体由销售公司自行分解和安排。

湖南销售公司取得的巨大成功有望使这一模式复制到省外。目前，在部分省份，公司正在与当地经销商讨论合资组建销售公司，但目前尚无进展，我们判断随着“柒泉模式”、湖南销售公司等厂商合作模式的逐渐成熟，省外复制有望实现。

三、“十二五”目标达到 50 亿收入，利润率水平可以维持

1、“十二五”目标中，省内和中高档产品仍将是主力

湖南省政府为公司规定的“十二五”收入目标是 50 亿元，公司计划届时省内与省外收入占比为 2:3，高中低档产品的收入占比分别为 20%、50%、30%:

- ◆ 基酒储备和生产能力可支撑 50 亿规模。公司现有基酒 3.4 万吨，其中 35% 可以生产内参以上等级的高档酒。按现在的产能和基酒储存，可以支持 40-50 亿销售额。去年增发已完成，目前正在与吉首政府办理土地出让手续，未来 3-5 年新产能建立以后，可以在目前产能基础上翻一番；
- ◆ 湖南省内白酒市场容量目前约 100 亿元，公司在“十二五”末达到 30% 的市场份额并无很大困难（汾酒在山西省内份额约为 70%），对应 20 亿公司口径的销售收入；
- ◆ 超高端产品目标 10 亿，凭借馥郁香型与其他超高端酒差异化竞争。内参与其他一线白酒在同一起跑线上竞争，优势在于其独特的口味和优秀的品质，高档白酒消费者的价格弹性较小，消费偏好、品牌风格特点是高端消费者选择的重要理由。

2、“十二五”公司有望保持 70% 的毛利率和 25% 净利润率水平

假设各产品的毛利率水平保持不变，由于产品结构的变化（低端湘泉放量），综合毛利率水平将在“十二五”末收入规模达到 50 亿时下降到 70% 左右，但费用率的下降有望弥补，净利率仍然可能维持在 20-25% 水平：

- ◆ 对比收入规模在 50 亿元左右的公司（老窖、汾酒、古井贡），产品结构越高端、品牌力越强，销售费用率呈现降低的趋势，因此 20% 的销售费用率是比较合理的水平，酒鬼酒 2011 年销售费用率 28%，还有很大下降空间；
- ◆ 在 50 亿的收入规模下，5-7% 的管理费用率水平较为合理，古井贡酒由于过高的管理费用（期权费用）拉低了净利率，考虑平均的费用率水平，酒鬼酒维持 20-25% 的净利率水平比较合理。

图 5：“十二五”末，产品结构变化将使公司综合毛利率达到 70%

	高端（洞藏、内参）	中高端（封坛、酒鬼）	中低端（湘泉）	合计
营业收入（亿元）	10	25	15	50
毛利率	90%	80%	40%	70%
营业成本（亿元）	1	5	9	15

资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 6：50 亿规模时有望达到 25% 的净利润率水平

	营业收入（亿元）	销售费用率	管理费用率	净利润率
五粮液	203.5	10.2%	8.6%	31.4%
贵州茅台	184.0	3.9%	9.1%	50.3%

洋河股份	127.4	9.5%	5.2%	32.5%
泸州老窖	84.3	4.6%	5.9%	36.3%
山西汾酒	44.9	20.5%	7.1%	20.6%
古井贡酒	33.1	24.1%	10.4%	17.1%
金种子酒	17.6	15.6%	4.8%	20.7%
水井坊	14.8	28.2%	10.8%	21.7%
老白干酒	14.1	18.2%	5.3%	6.5%
沱牌舍得	12.7	10.1%	10.4%	15.4%
伊力特	12.3	6.6%	5.7%	16.7%
酒鬼酒	9.6	28.1%	11.2%	20.0%
ST 皇台	1.0	21.3%	19.6%	4.2%

资料来源: Wind, 宏源证券研究所

3、 销售人员是成长关键，通过招聘、培养、外派综合解决

实现“十二五”50亿收入的目标，销售人员是目前的关键瓶颈，公司通过改善条件提高招聘力度、与大专院校合作培养、外派本土高级销售人员等方式保证销售的持续增长：

- ◆ 好的销售策略缺乏人员执行。公司近两年在原酒和包装产能上做了许多准备，在销售方式上也找到了适合公司的模式，但关键缺少经验丰富、有认同感的销售人员；
- ◆ 改善工作条件吸引外部优秀人才。公司地处湖南吉首，交通不便，与长沙之间有5小时车程，公司从今年1月开始把运营中心搬至长沙，工作环境的改善将吸引更多销售人才加盟；
- ◆ 与大专院校合作定向培养，保证稳定人才来源。公司目前跟湖南商学院、吉首大学建立了培训的合作关系，大批培养销售人员。一方面对现有人员短期培训，另一方面从大三开始在营销系内做定向培养，毕业后即可直接加入公司销售队伍；
- ◆ 省外就地招聘和外派相结合。公司将借鉴洋河、古井贡省外扩张的经验，委派省内销售队伍的精英指导省外营销工作，同时在省外各个区域就地招聘营销人员。

四、 盈利预测及投资建议

预计12-14年收入分别为20亿(上调10%)、31亿和40亿，YOY为109%、54%和30%，EPS分别为1.2元、2.1元和2.8元，YOY为104%、72%和36%。提高目标价至50元(上调19%)，对应25x13PE，维持“买入”评级。

分析师简介:

苏青青: 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 上海交通大学材料学硕士, 曾任职于国金证券, 2010 年新财富团队成员, 2011 年加盟宏源证券研究所。推介成绩: 在 2011 年 6 月 13 日伊利股份大跌时指出若快速复牌则大跌即是买入机会, 后股价最高绝对涨幅达 40%; 在 11 年 7 月 8 日 (57 元时) 推荐汤臣倍健, 截止到近日股价绝对涨幅达 110%; 在好想你上市时指出股价被低估, 合理价值区间在 58-64 元, 股价表现与分析结论一致; 11 年 11 月成功挖掘并持续推介酒鬼酒的投资机会。近期成功挖掘古越龙山投资机会。

陈嵩昆: 宏源证券研究所食品饮料行业研究员, 上海交通大学管理科学硕士, 2012 年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

区域	牟晓凤	李倩	王燕妮	张瑶	
华北	010-88085111	010-88083561	010-88085993	010-88013560	
区域	muxiaofeng@hysec.com	liqian@hysec.com	wangyanni@hysec.com	zhangyao@hysec.com	
区域	张璐	赵佳	奚曦	孙利群	李岚
华东	010-88085978	010-88085291	021-51782067	010-88085756	02151782236
区域	zhangjun3@hysec.com	zhaojia@hysec.com	xixi@hysec.com	sunliqun@hysec.com	lilan@hysec.com
区域	夏苏云	贾浩森	罗云	赵越	孙婉莹
华南	13631505872	010-88085279	010-88085760	18930809316	0755-82934785
区域	xiasuyun@hysec.com	jiahaosen@hysec.com	luoyun@hysec.com	zhaoyue@hysec.com	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	胡玉峰			
	010-88085842	010-88085843			
	qinhan@hysec.com	huyufeng@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。