

## 卷土重来, 湘西酒鬼蓄势起

### ——酒鬼酒(000799)深度报告

2018年01月22日

强烈推荐/首次

酒鬼酒

深度报告

#### 报告摘要:

**更换董事长更彰显公司未来雄心。**今年伊始, 中粮酒业进行了重大人事调整, 新任董事长王总, 原董事长接手中粮肉食。我们认为这一动作是为加强中粮酒业头部优势并在18年全面实现收入高速增长做准备, 酒鬼酒因其中粮酒业中独特的战略位置将会在这一轮白酒复兴中乘风破浪。

**东兴白酒行业弹簧理论——17年反弹速度最大, 18年复苏趋势延续。**本轮白酒行业的复苏一大原因是前几年行业景气度过低, 整个行业的像一根深度压缩的“弹簧”。而本轮白酒行业的复苏就像是这根弹簧向上反弹的过程, 是积攒了数年的势能向动能转化的过程。2017年这根弹簧的状态已经达到了原长状态。同时因各家酒企在深度调整期中也在积攒力量, 如同弹簧在压紧的同时也在成长, 钢丝变粗, 额外的势能累积, 所以我们有充足的理由相信2018年是2017年的强化, 弹簧的加速在持续。

**次高端白酒决战于2018。**我们认为2020年前后白酒行业的价格带将会趋于稳态。次高端公司需要掐准适合自己的价格带并抢占市场份额以发展壮大。因此18年一定程度上可以认为将是次高端白酒公司之间决战的一年。

**酒鬼酒产品结构不断优化, 高端内参次高端红坛有效承接。**新管理层入主后, 开始一系列调整, 17年产品端削减开发品牌, 聚焦内参、高度柔和红坛、精品酒鬼酒和50度酒鬼几个产品, 主动收缩中低端产品, 上半年SKU同比减少50%, 拔高整体毛利率, 既迎合了这一轮白酒行业集中度提升的行业内在逻辑, 也体现了新管理层思路清晰, 符合酒鬼酒好酒的品牌形象。

**深耕省内渠道, 省外开疆拓。**酒鬼酒通过渠道下沉+扁平化的省内省外渠道策略, 挖深, 打牢湖南本土市场, 着力在零售店渠道和婚宴渠道寻求增量, 省内增长近50%。省外市场的开拓, 势头良好, 终端数量扩大80%-100%, 我们认为明年这些新增终端网点将为公司的基础渠道带来巨大增量。

**盈利预测:**我们预计公司2017-2019年营业收入分别为: 8.9亿元、14.0亿元、20.2亿元; 归属上市公司的净利润分别为: 1.7亿元、3.1亿元和5.0亿元, 对应EPS分别为0.54元、0.91元和1.47元, 给予2018年50倍估值, 市值增长空间50%, 对应目标价46元, 给予公司“强烈推荐”投资评级。

**风险提示:**次高端白酒竞争加剧; 食品安全问题。

#### 财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	601.22	654.85	891.02	1,398.47	2,018.04
增长率(%)	54.76%	8.92%	36.06%	56.95%	44.30%
净利润(百万元)	74.23	97.02	176.15	305.58	498.76
增长率(%)	-171.60	30.71%	81.56%	73.48%	63.22%
净资产收益率(%)	5.04%	5.82%	8.74%	13.04%	17.91%
每股收益(元)	0.27	0.33	0.54	0.91	1.47
PE	100.44	81.93	50.50	30.10	18.58
PB	5.06	4.77	4.42	3.93	3.33

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

#### 刘畅

010-66554017

liuchang\_yjs@dxzq.net.cn

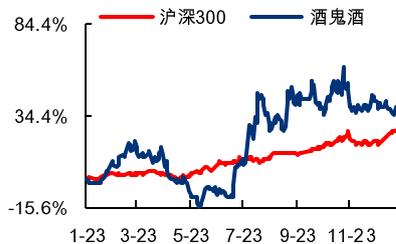
执业证书编号:

S1480517120001

#### 交易数据

52周股价区间(元)	26.66-19.79
总市值(亿元)	86.63
流通市值(亿元)	86.63
总股本/流通A股(万股)	32493/32493
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	5.11

#### 52周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

## 目 录

<b>1. 管理持续改善、产品结构升级、渠道翻倍发力，酒鬼酒厚积待薄发</b>	<b>4</b>
1.1 酒鬼酒 17 年稳步发展，利润水平如期回归	4
1.2 产品结构不断优化，高端内参次高端红坛有效承接行业集中度提升	4
1.3 深耕省内渠道，省外开疆拓土，渠道拓展效果显著翻倍增长	6
1.4 “共享窖池”展现了公司特殊渠道的强大力量	7
<b>2. 白酒行业“弹簧”理论：目前处于势能恢复，速度最快的阶段，行业复苏趋势向下传导</b>	<b>8</b>
2.1 白酒行业的“势”能转化——东兴白酒行业“弹簧”能理论	8
2.2 高端白酒量价齐升助力次高端白酒成为新风口	11
2.3 次高端自身优化借力上升，业绩有望重现往日辉煌。	12
2.3.1 次高端四小虎股权管理层均有变化，图谋次高端制高点	13
2.3.2 次高端四小虎改善明显，酒鬼酒报表端仍有较大改善空间	15
2.4 次高端白酒将决战于 2018 年	16
<b>3. 品牌力强+管理体系改善+渠道加速布局，酒鬼酒为卷土重来做好准备</b>	<b>18</b>
3.1 管理层激励到位，未来目标明确，规模做大势在必行	18
3.2 产品结构优化中聚焦，利润率稳步回升至 20% 水平	20
3.3 省内深耕湖南大本营，省外市场网点翻倍增长	21
3.4 中粮专业化聚焦业务，酒鬼酒作为中粮酒业唯一上市平台，未来想象空间大	22
<b>4. 省内全产品系列发力，省外大单品部分市场重点做，强大团购基因是增量</b>	<b>24</b>
4.1 核心终端施行“千店工程”，省内短期看有三倍空间。	24
4.2 核心单品逐渐放量，18 年酒鬼系列收入翻一倍。	26
4.3 团购基因注入新活力，协同效应潜力巨大	27
<b>5. 盈利预测及投资评级</b>	<b>27</b>
<b>6. 风险提示：</b>	<b>28</b>
次高端白酒竞争加剧；食品安全问题。	28

## 表格目录

表 1: 公司对于各级门店的支持	6
表 2: 次高端白酒四家公司股东层面比较	13
表 3: 次高端白酒四家公司产品结构层面比较	14
表 4: 次高端白酒四家公司渠道策略与改善层面比较	14
表 5: 2017 年次高端白酒提价表	17
表 6: 酒鬼酒管理层纯薪资在白酒行业中排首位，激励作用充足	19
表 7: 酒鬼酒主要产品结构，单品售价、主要竞品及主要消费人群	20
表 8: 湖南省主要次高端白酒品牌及价格分布及体量	22
表 9: 公司对于各级门店的支持	26
表 10: 红坛同等价位 (300-500 元) 主要竞争品牌概览	27
表 11: 公司盈利预测表	28

## 插图目录

图 1: 公司利润率快速增长并保持高位 (次高端第二名) .....	4
图 2: 公司营业收入稳步上升, 营收归母净利增速均保持在两位数以上 .....	4
图 3: 酒鬼酒主动削减低端产品, 扩充高端产品, 毛利率稳步提升 .....	5
图 4: 公司产品收入结构自 2014 年后逐渐优化 .....	5
图 5: 公司为四级门店提出了详细的陈列要求 .....	6
图 6: 高端白酒收入同比增速加速 .....	8
图 7: 次高端白酒单季度归母净利有所提升 .....	8
图 8: 白酒消费结构趋于良性 .....	9
图 9: 白酒产量 (单位: 万千升) 基本无增长, 品牌集中度提升趋势确立 .....	9
图 10: 目前白酒行业收入利润增速已经达到最大 .....	10
图 11: 2012 年白酒价格出现泡沫, 在利空因素影响下迅速萎缩 .....	10
图 12: 东兴白酒行业“弹簧”理论示意图 .....	11
图 13: 高端白酒提价后, 次高端白酒将打开成长空间, 实现量价齐升 .....	12
图 14: 次高端白酒企业 2015 年与高峰期 2012 年毛利率对比 .....	13
图 15: 次高端白酒企业 2016 年与高峰期 2012 年营收规模对比 .....	13
图 16: 次高端白酒行业主要公司销售费用占总营收百分比 .....	15
图 17: 次高端白酒行业主要公司管理费用占总营收百分比 .....	15
图 18: 次高端白酒行业主要公司毛利率变化 .....	16
图 19: 次高端白酒行业主要公司营业收入同比增速 .....	16
图 20: 酒鬼酒销售净利率快速回升至第一梯队 .....	16
图 21: 酒鬼酒历史营收及归母净利总览 .....	18
图 22: 公司在中粮入主之后产品结构优化, 毛利率稳步提升 .....	20
图 23: 酒鬼酒营业收入各地区占比 .....	21
图 25: 中粮集团 18+1 专业化平台架构 .....	23
图 26: 中粮集团食品包装板块结构 .....	23
图 27: 原华孚集团业务拆分示意 .....	23
图 28: 原中国食品业务结构占比 .....	24
图 29: 酒鬼酒营业收入各地区占比 .....	25
图 30: 酒鬼酒华中地区收入及毛利率变化 .....	25
图 31: 酒鬼系列收入及毛利率逐步提升 .....	26

## 1. 管理持续改善、产品结构升级、渠道翻倍发力，酒鬼酒厚积待薄发

### 1.1 酒鬼酒 17 年稳步发展，利润水平如期回归

公司 17Q1-3 实现收入 5.51 亿元，同比增长 27.01%，归母净利润 1.16 亿元，同比增长 77.67%，其中 17Q3 实现收入 1.81 亿元，同比增长 26.35%，归母净利润 0.34 亿元，同增 25.65%。相比于其他次高端白酒，公司 17 年还属于稳步复苏的态势，主要贡献增量系酒鬼系列 Q1-3 营收增长近 50%，由于公司主动收缩中低端产品，大力出清贴牌产品，利润率已经恢复到 20% 以上的水平，引入先进管理体系，17 年产品结构更加清晰，渠道网点数量激增，我们预计 17 年收入 8.9 亿，净利润 1.7 亿，18 年的酒鬼酒值得期待。

图 1: 公司利润率快速增长并保持高位 (次高端第二名)

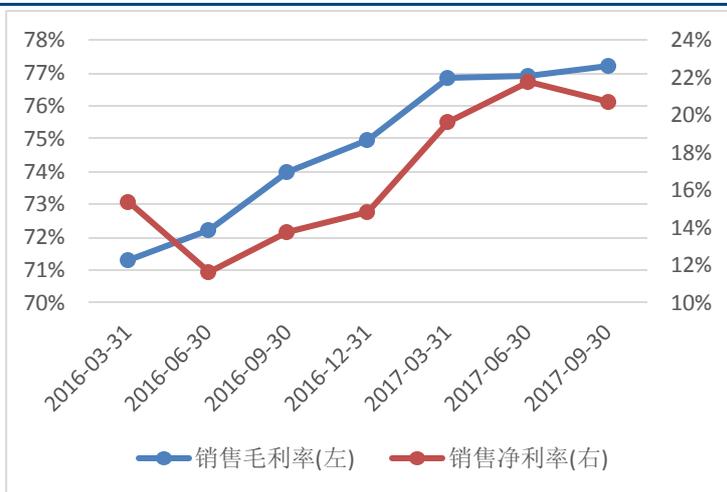
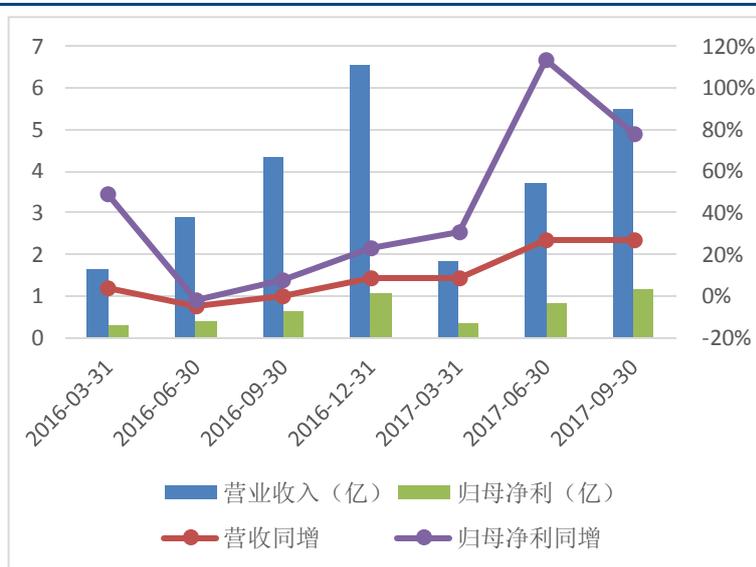


图 2: 公司营业收入稳步上升，营收、归母增速均保持在两位数以上



资料来源: wind, 东兴证券研究所

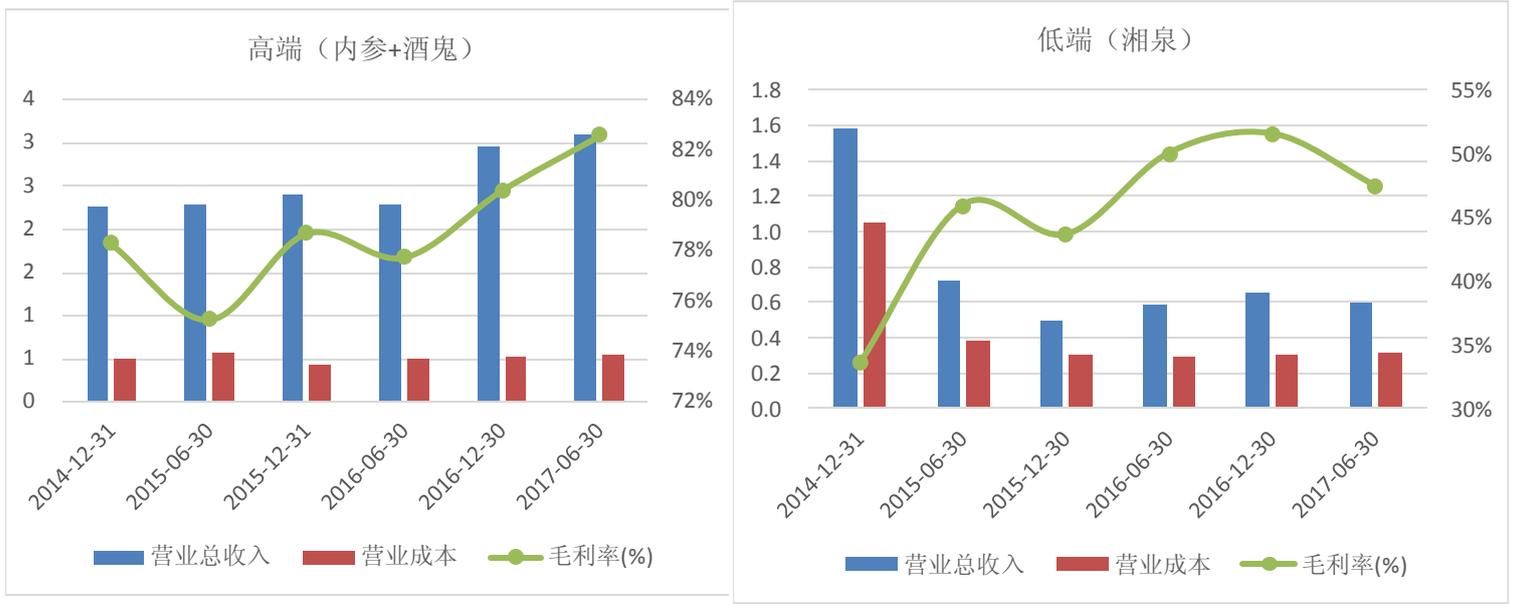
资料来源: wind, 东兴证券研究所

注: 2017 年中报显示归母净利同增异常为基数所致。

### 1.2 产品结构不断优化，高端内参次高端红坛有效承接行业集中度提升

曾经阻碍酒鬼酒公司发展的一大问题就在于产品结构过于臃肿低效，利润率高的内参系列和酒鬼系列始终处于渠道上的“有劲没处使”和结构上的“拳脚放不开”的尴尬境地，反而利润率低的中低档湘泉系列占据了主导，现在经过两年时间的产品结构“去臃肿化”，逐渐淘汰低效产品，中高档系列的销量与利润率稳步提升，酒鬼酒的产品价格体系更加趋于良性。

图 3: 酒鬼酒主动削减低端产品, 产品结构向上拔高, 毛利率稳步提升。

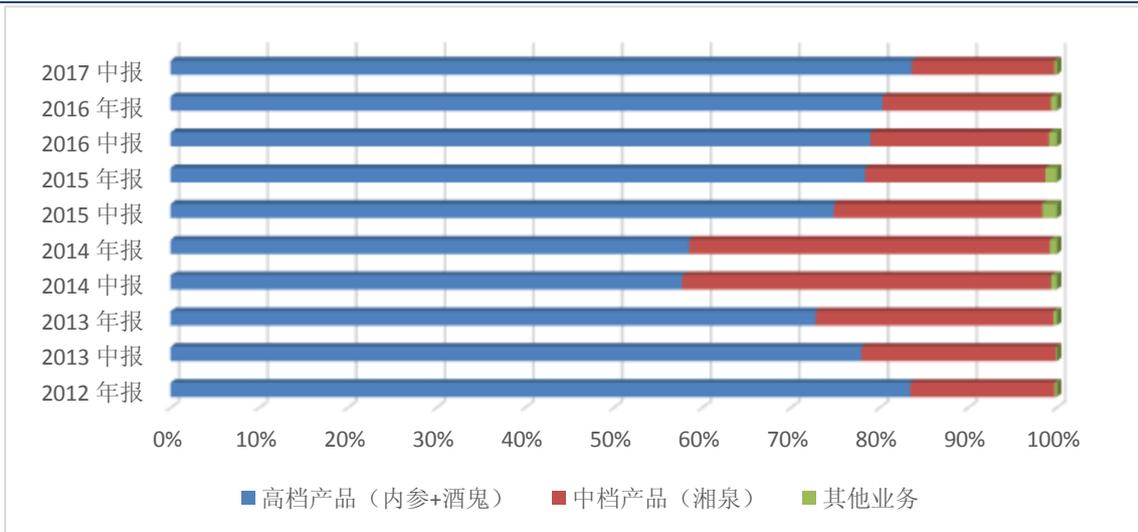


资料来源: wind, 东兴证券研究所

资料来源: wind, 东兴证券研究所

新管理层入主后, 开始一系列调整, 17 年产品端削减开发品牌, 聚焦内参、高度柔和红坛、精品酒鬼酒和 50 度酒鬼几个产品, 主动收缩中低端产品, 进行产品梳理, 上半年 SKU 同比减少 50%, 既迎合了这一轮白酒行业集中度提升的行业内在逻辑, 也充分体现新管理层思路清晰, 利润率的大幅提升就直接体现了产品结构调整的效果, 同时也符合酒鬼酒的品牌形象。

图 4: 公司产品收入结构自 2014 年后逐渐优化。



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

2017Q1-3，“内参”销量 1.2 亿左右与去年基本持平，符合高端定位，处于持续控货挺价的状态，今年前三季度增速较低约为 15%左右，主要逻辑是先通过提价把价格提起来保证高端酒的高利润的定位，期待明年释放大量收入；中高档酒鬼酒系列通过渠道上的深耕，销量释放明显，Q1-3 营收增长近 50%，贡献营业收入约 3.6 亿元。

### 1.3 深耕省内渠道，省外开疆拓土，渠道拓展效果显著翻倍增长

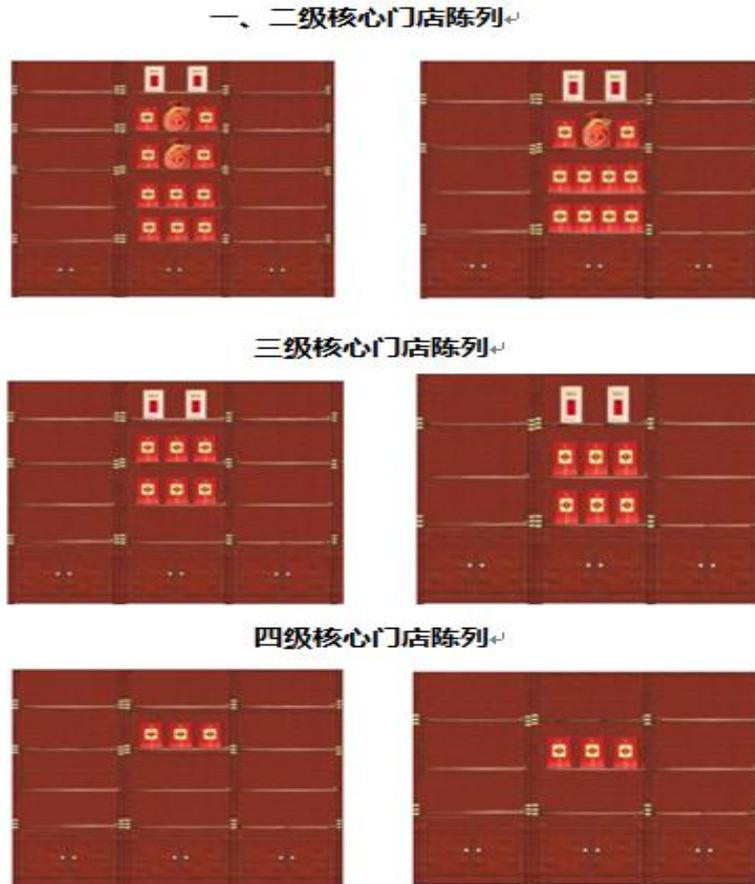
酒鬼酒通过渠道下沉+扁平化的省内省外渠道策略，挖深，打牢湖南本土市场，将销售渠道下沉到之前公司存在大量空白网点的湖南省长株潭和湘西的县级以下城市，在 14 个地市建立了 15 个片区，其中 8 个已实现了核心门店全覆盖同时贯彻公司大力推行的高度柔和红坛酒鬼酒终端“千店工程”，提出了详细的产品陈列要求并为终端门店提供了充分的激励，着力在零售店渠道和婚宴渠道寻求增量，公司在整体销售的精神面貌方面有了很大改善，取得了省内渠道数量上的明显变化，省内增长近 50%，很大程度上杜绝了以前消费者“知道但是买不到”的渠道窘境。

表 1：公司对于各级门店的支持

门店类别	任务量（件）	陈列费（高度红坛）	品鉴酒
一级	80	4 瓶/月	2 瓶 500ml/月
二级	50	2 瓶/月	1 瓶 500ml/月
三级	30	1 瓶/月	1 瓶 285ml/月
四级	12	1 瓶/季	无

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 5: 公司为四级门店提出了详细的陈列要求。



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

对于省外市场的开拓, 则主要利用自身资源优势 and 原有布局帮助酒鬼酒铺开省外销售渠道。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), 发展势头良好, 终端数量扩大 80%-100%, 我们认为明年这些新增终端网点将为公司的基础渠道带来巨大增量。

#### 1.4 “共享窖池” 展现了公司特殊渠道的强大力量

2017 年 11 月春糖期间, 公司与华糖云商携手, 推出共享窖池, 项目提供三百个窖池, 一窖一主, “窖主” 可全程监控溯源。每个窖池认购价在 800 万元左右, 产原酒 2.4 吨, 1200 瓶, 全部走高端个性定制路线, 每年将为公司贡献两个亿左右收入。

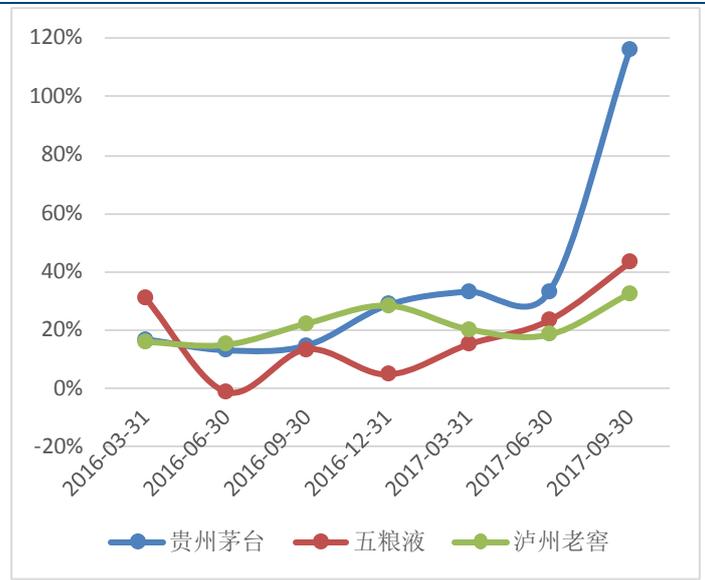
公司此举意在深度绑定经销商利益, 创造性地将厂、商、消费者联系在一起。在全力发展线下基础渠道的同时没有放弃原本核心的团购渠道, 公司原有的团购基因还很好的保留着, 并在充分发挥创新思维拓展公司收入的同时也让之前和公司合作的一些贴牌等厂商可以继续和公司合作高端产品。

目前来看, 曾经困扰酒鬼酒发展的三大结症: 管理臃肿低效, 产品结构混乱窜货, 终端渠道不足, 均已得到极大程度上的解决, 结合三重改善共振带来的量与质的提升与中粮对酒鬼酒的战略布局意图, 酒鬼酒蓄势待发, 有望卷土重来再创往日辉煌。

## 2. 白酒行业“弹簧”理论: 目前处于势能恢复, 速度最快的阶段, 行业复苏趋势向下传导

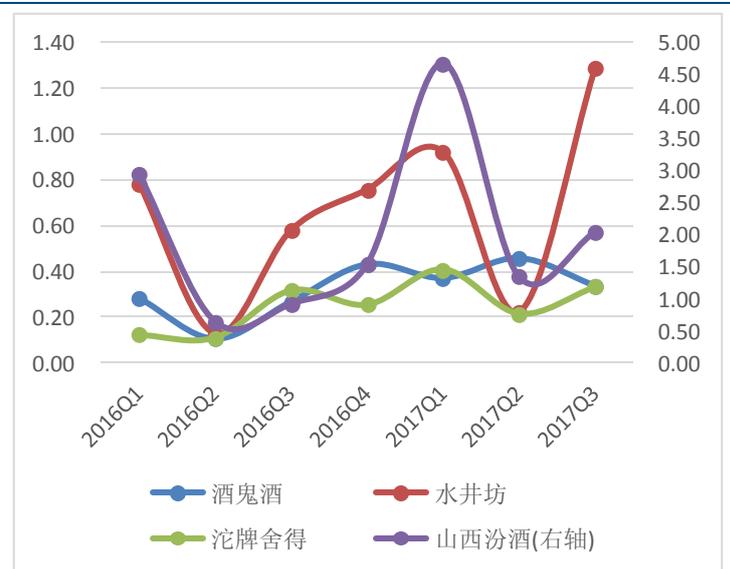
白酒行业三季报整体业绩喜人, 复苏趋势继续向下传导: 以茅台、五粮液、泸州老窖为代表的高端白酒在三季度收入加速趋势明显, 反映白酒品牌化趋势以及品牌集中度提升的内在逻辑。同时以酒鬼酒、水井坊、沱牌舍得为代表的次高端白酒板块盈利能力有所提升, 在消费升级以及直接提价的效应下, 经销商信心全面上升, 白酒行业整体的量价齐升行情有望持续发酵, 加之四季度是白酒行业传统旺季, 第四季度收入利润弹性将进一步释放。

图 6: 高端白酒收入单季度同比增速加速



资料来源: wind, 东兴证券研究所

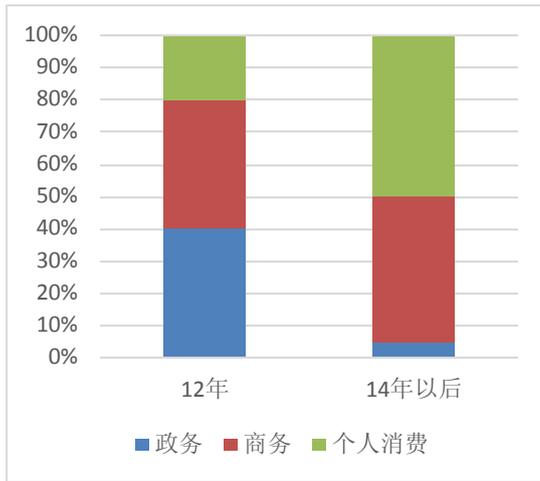
图 7: 次高端白酒单季度归母净利润有所提升 (亿元)



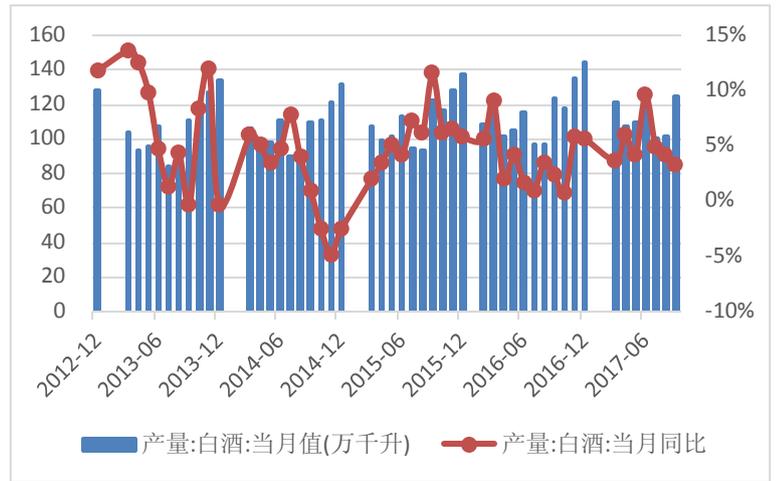
资料来源: wind, 东兴证券研究所

### 2.1 白酒行业的“势”能转化——东兴白酒行业“弹簧”能理论

本轮白酒复苏的核心驱动力源于两方面, 一方面来自于大众消费升级, 即消费结构的升级和消费能力的升级。现在的需求结构比过去更加良性, 公务占比降到低位, 居民和商务消费的购买变成了主力军。

**图 8: 白酒消费结构趋于良性。**


资料来源: wind, 东兴证券研究所

**图 9: 白酒产量 (单位: 万千升) 基本无增长, 品牌集中度提升趋势确立。**


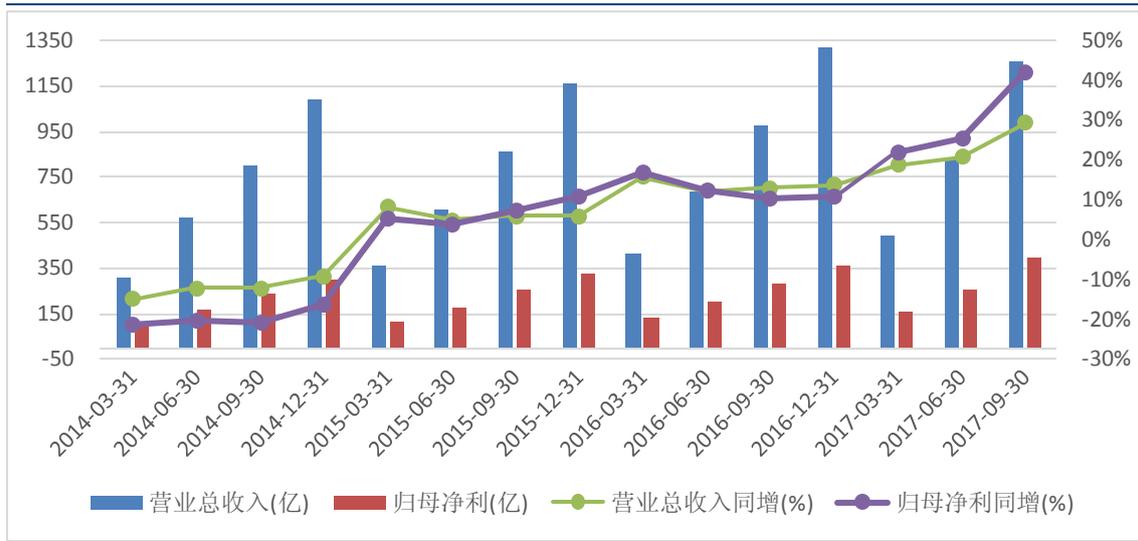
资料来源: wind, 东兴证券研究所

另一方面源于 2012 年政府限制三公消费和酒鬼酒塑化剂事件之后, 白酒行业连续数年非常不景气, 各大酒企 (除茅台外) 均被迫调低出厂价, 经销商卖一瓶酒挣不到 10 块钱, 整体信心非常不足, 把产品价格和产品产量的增速压缩的非常低, 整个行业的像一根压缩到极限的“弹簧”。

本轮白酒行业的复苏就像是这根弹簧向上反弹的过程, 是积攒了数年的势能向动能转化的过程。反弹的过程开始于 2014 年, 成长于 2015 年, 强化于 2016 年, 而今年 2017 年这根弹簧的状态已经达到了正常状态。

物理学告诉我们, 弹簧从压缩状态向上反弹时, 弹簧弹力大于自身重力的部分为反弹提供加速度, 弹性势能转化为向上的动能, 弹簧整体的速度逐渐增加, 加速度逐渐减小, 待到弹簧恢复原长时加速度为零, 速度达到最大值, 我们可以把当下的 2017 年理解为白酒行业这根“弹簧”的长度已经恢复原长, 收入和利润向上反弹的速度达到了巅峰。

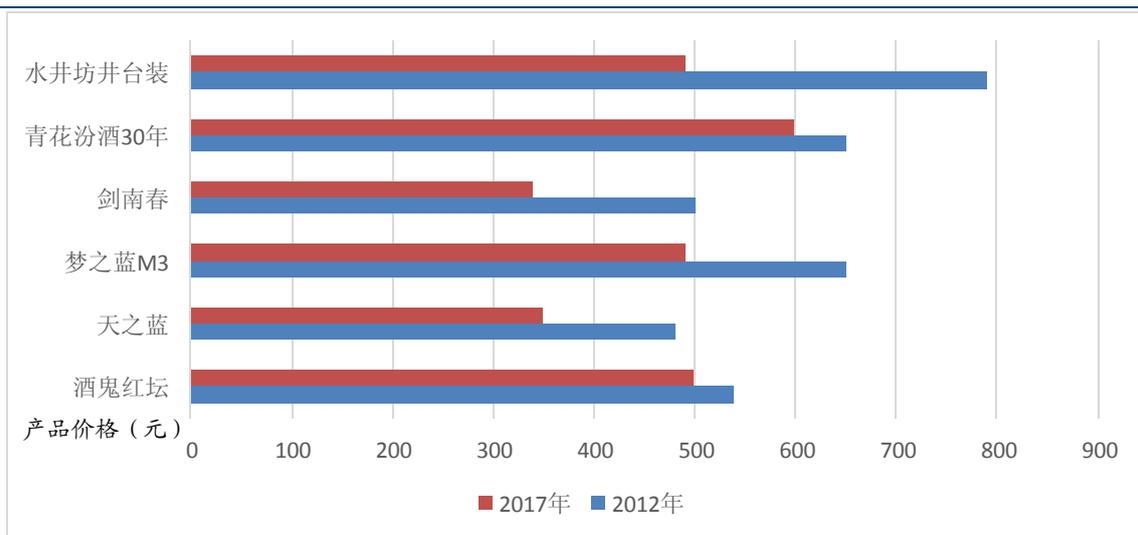
图 10: 目前白酒行业收入利润增速已经达到最大。



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

作为真实的白酒产业，我们并不应该简单的认为如今白酒行业这根“弹簧”反弹力道和原长和前一轮白酒周期相同。白酒行业这根“弹簧”虽然在前几年处于深度调整期，但是各家企业没有因为行业的不景气而停滞不前，而都是在积极的进行管理改善与产品结构优化，为下一轮白酒行业的复苏默默积攒力量，就像弹簧在被压紧的同时也在慢慢成长，钢丝变粗，匝数变密，额外的弹性势能慢慢积蓄，整个行业的“原长”无形中早已经突破了上一轮的天花板，所以我们有充足的理由相信这一轮的白酒复苏会比上一轮反弹速度更快，反弹力道更猛，反弹时间更长，2017 年还不是白酒“弹簧”反弹加速止步之时。

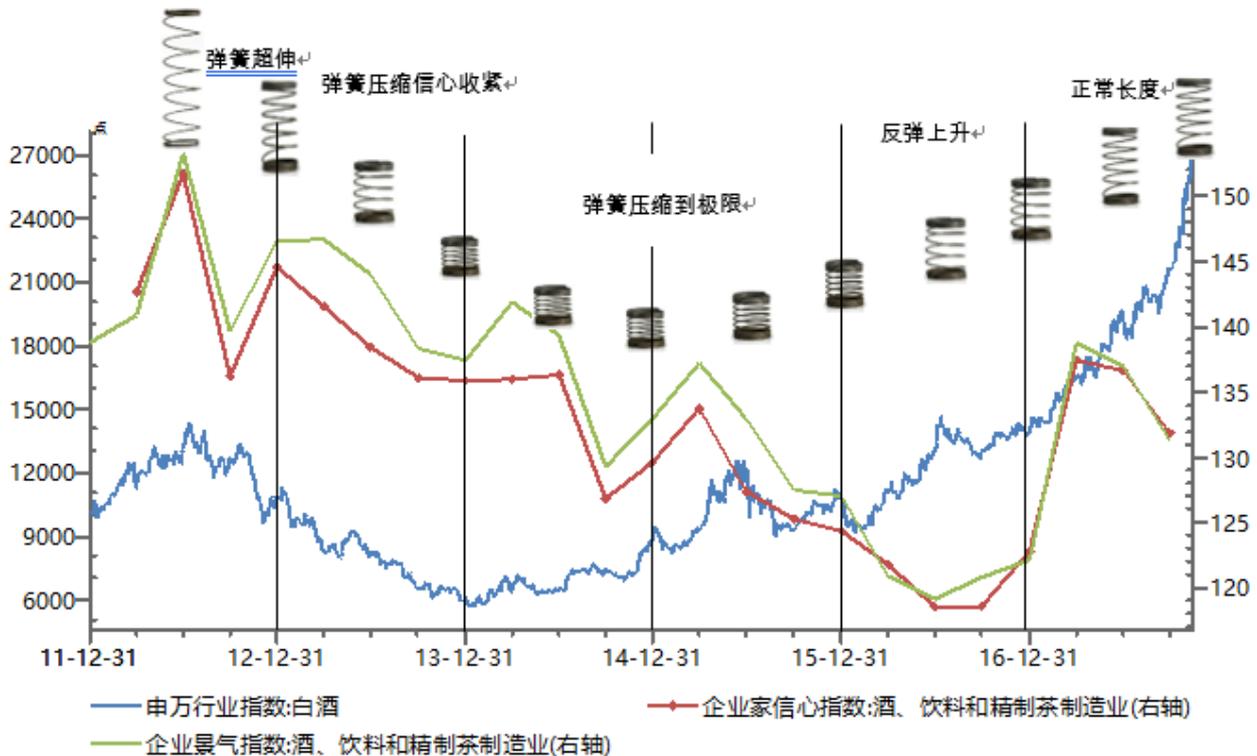
图 11: 2012 年白酒价格出现泡沫，在利空因素影响下迅速萎缩。



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

此外, 在实际行业中, 会加入更多感性的因素。由于行业本身存在惯性, 也存在财富效应, 弹簧本身恢复原长之后无论是厂商还是经销商, 会有一个向上“拉”弹簧的动作, 就是行业中经常提到的“提价补库存”。这个动作拉动产生的空间大小主要取决于高端白酒提价的幅度。高端白酒提价幅度合理, 行业拉伸幅度控制得当, 整个行业的容量就会随着天花板的抬高而有序的扩张; 但是如果向上拉伸的幅度过大过猛, 行业扩张的弹性就会失去良性, 产品价格产生泡沫。就如同上一轮白酒周期在 2011-2012 年的状态, 在整个行业处于增速最快的时期, 酒企和经销商信心过度膨胀, 很多酒厂的白酒脱离了品牌力的支撑, 价格虚高, 行业进入不良性的发展, 泡沫膨胀, 所以在三公消费打压之下迅速萎缩。

图 12: 东兴白酒行业“弹簧”理论示意图。



数据来源: Wind资讯

资料来源: 东兴证券研究所

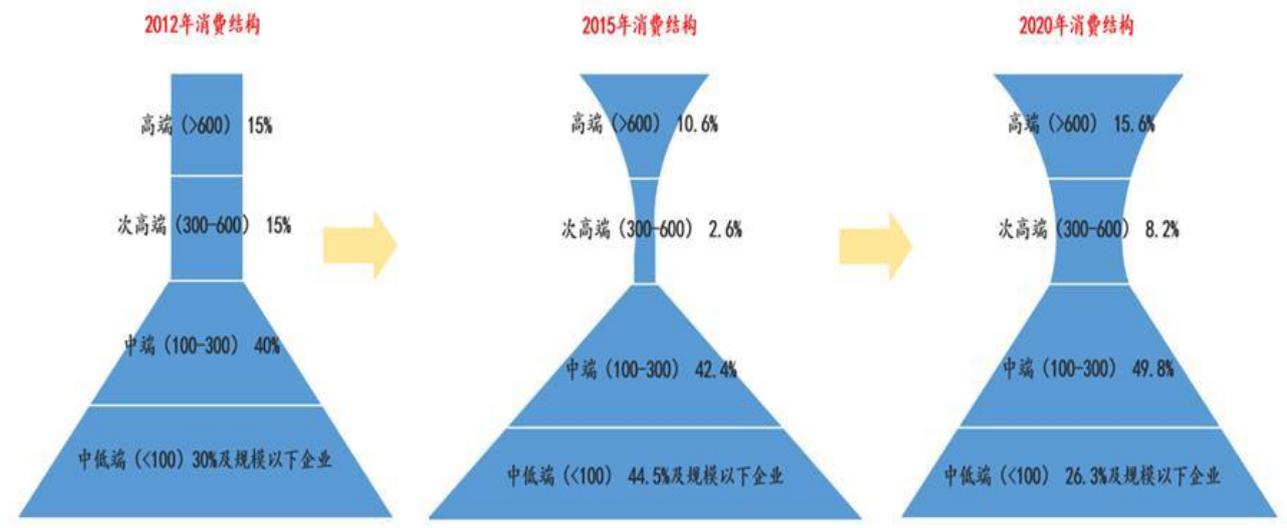
## 2.2 高端白酒量价齐升助力次高端白酒成为新风口

次高端白酒板块成为本轮复苏中增速最快的子版块。从今年年初开始, 茅台、五粮液、泸州老窖等一线名酒市场火热, 白酒价格的天花板上漲, 带给次高端白酒更大的提价空间, 同时因消费升级带来庞大消费人群, 白酒的万亿规模已经打开, 消费升级使得高端白酒市场容量会逐步扩大到 7-8 万吨, 次高端也会相应扩容并且与低端的差距越拉越大。且由于茅台 2019 年产能的限制, 以及五粮液和泸州老窖的品牌高端化诉求,

高端白酒提价是大势所趋，挤出效应导致次高端性价比提升，而在次高端中品牌力强，产品结构完善，价位带合理（我们这里把次高端定位在 300-600 元价位带）的公司，极可能打造出消费者认可的单品并在本轮扩容当中受益。

依照东兴白酒“弹簧”理论来看，弹簧恢复到原长并且速度最快的时候，拉力主要来自于高端，其次是次高端，因此未来两年主要的投资逻辑仍然在这里，白酒行业并不存在炒完高端次高端，接着炒低端或者 100-200 元左右价位带的情况。随着茅台的提价“靴子落地”，高端次高端的投资逻辑更顺，不存在强烈看空因素。

图 13: 高端白酒提价后，次高端白酒将打开成长空间，实现量价齐升



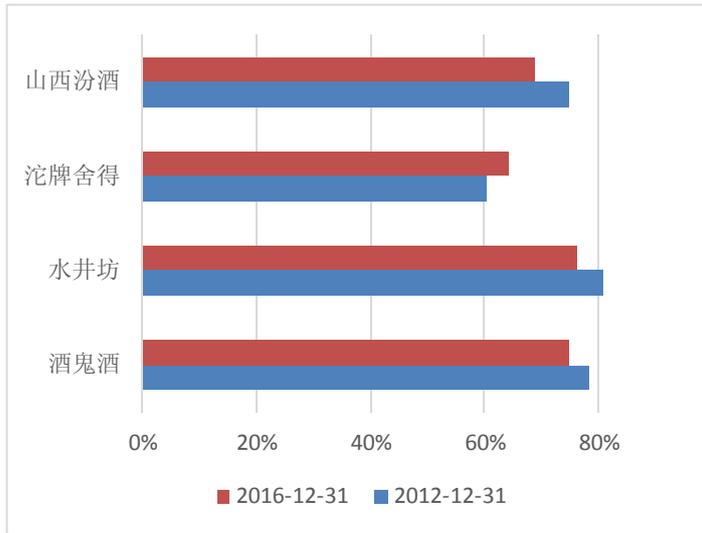
资料来源：公开信息，调研数据，东兴证券研究所

目前，次高端主流品牌包括酒鬼酒、水井坊、山西汾酒、沱牌舍得等，并没有绝对优势的全国化品牌，行业空间在 1500-2000 亿水平，市场集中度低，而未来受益于乡镇婚宴升级以及三四线消费水平提高，有望出现全国化巨头。同时随着消费升级的持续，次高端白酒的消费基础会不断扩大，对应价格带行业集中度将稳步提升，具有全国化品牌力的次高端白酒将伴随着行业增长的加速度，不断扩大自己的市场份额，一些优势品牌或单品将具备快速放量潜力，收入规模重回巅峰水平。

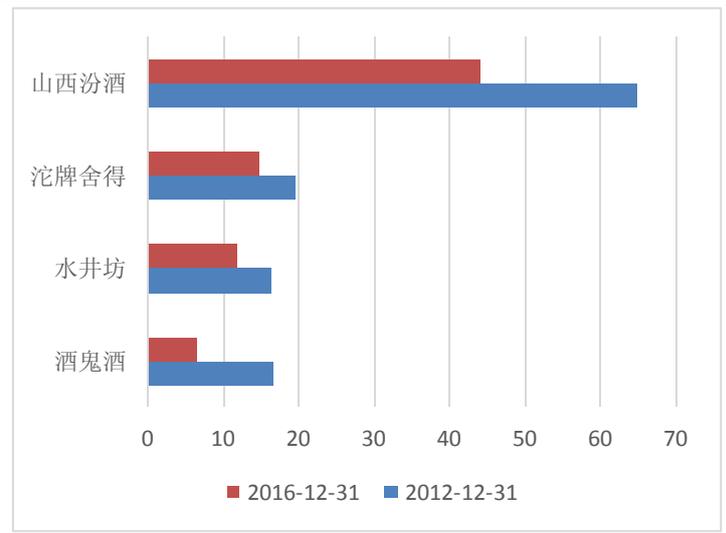
### 2.3 次高端自身优化借力上升，业绩有望重现往日辉煌。

2012 年是上一轮白酒行业的巅峰时期，酒鬼酒曾在 2012 年创下辉煌的历史，但是在随后的塑化剂风波中进入了深度调整期，经过 4 年的蛰伏与改变，公司各项变革与努力均已经取得了一定成绩。公司在毛利率水平的恢复程度上处于行业中游水平，与 2012 年仍然有 3%左右的差距，但是随着产品结构优化带来的核心产品快速放量，这部分差异有望快速弥补缺口；在营收规模上仍与 2012 年有较大差距，恢复程度也不及同行业其他可比公司，但是由于公司在销售渠道方面一直保持稳扎稳打，利润为先的

策略, 公司营收随着渠道数量和质量稳步到位而会有明显提升空间, 因此我们认为酒鬼酒未来的营收增量与弹性是值得期待的。

**图 14: 次高端白酒企业 2016 年与高峰期 2012 年毛利率(%)对比。**


资料来源: wind, 东兴证券研究所

**图 15: 次高端白酒企业 2016 年与高峰期 2012 年营收规模(亿元)对比。**


资料来源: wind, 东兴证券研究所

### 2.3.1 次高端四小虎股权管理层均有变化, 图谋次高端制高点

由于前几年白酒行业一直处于深度调整期, 四家可比公司的股权结构均发生了一定程度的改革, 也都对管理层制定了相应的激励政策, 管理层有充足的动力与野心。水井坊和沱牌舍得均在改革后业绩开始加速增长, 我们认为酒鬼酒多项改革也在逐步展现成效。水井坊从 2015 年起实施多项改革, 包括销售回归新总代模式, 中国籍团队重新接手水井坊、实施递延奖金计划等等, 其业绩也从 2015 年起步, 逐步实现高速增长。沱牌舍得在天洋入主后改革效果显著, 其在 2016 年简化了产品线、聚焦中高端, 建立了营销体系激励机制, 2016 年实现超过 8 千万的净利润, 同比增长超过 10 倍。而中粮新管理层入主酒鬼酒是公司实现增长的重要条件, 新管理层在营销团队、产品价格体系等方面的改革已经逐步展现成效, 产品结构已发生变化, 核心单品均实现增长, 2017 年稳扎稳打地把利润做起来, 预计到 2018 年将带来收入增速的大幅提升。

**表 2: 次高端白酒四家公司股东层面比较**

可比公司	股东背景	股东优势	营销动作
酒鬼酒	央企 (市国资委)	新管理层经验足, 动力强	明确以红坛酒鬼为核心单品的销售策略, 深耕省内大力推行终端门店的“千店工程”, 同时背靠中粮开拓省外样板市场, 线下基础渠道与线上团购渠道齐发力。
水井坊	外资 (帝亚吉欧)	职业经理人团队 2016 年成型, 市场化考核	明确新总代, 经销商稳定性增强; 样板市场+新重点市场并进, 全国化推进顺利; 核心门店模式坚持见效
沱牌舍得	民企 (天洋集团)	民企天洋集团入主, 控费能力强	重塑队伍, 增强队伍建设, 明晰大单品, 招商启动, 细化渠道, 推进精耕, 销售激励进步明显
山西汾酒	国企 (省国资委)	同省政府签订经营目标责任书, 高目标倒逼	销售改革明显, 完成销售公司人员身份转换, 升级销售激励机制, 激发活力; 优化资源配置, 渠道下沉精细化

## 改革

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

从产品结构上看，四家公司都在主动收缩中低端产品比重，着力发展利润率较高的高端次高端产品，利润率稳步恢复，收入结构逐渐优化。

表 3：次高端白酒四家公司产品结构层面比较。

公司	产品结构变化
酒鬼酒	打造战略单品，聚焦内参、高度柔和红坛、精品酒鬼酒和 50 度酒鬼几个产品，主动收缩中低端产品，进行产品梳理，上半年 SKU 同比减少 50%。
水井坊	三大核心单品，典藏系列定位高端白酒市场，井台和臻酿八号聚焦次高端
山西汾酒	青花瓷占比持续提升+公司力控玻汾占比 30%以内，毛利率有望加速恢复至历史高点，产品结构优化
沱牌舍得	实施聚焦战略，舍得聚焦高端、沱牌主打大众定位。梳理精简产品品种、规格，全面停止客户定制产品，主打沱牌天曲、沱牌特曲、沱牌优曲、沱牌大曲（低档）三款。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

从销售渠道方面看，四家公司均在努力开拓新的市场，提升渠道质量，扩张渠道数量，聚焦核心市场的终端门店。

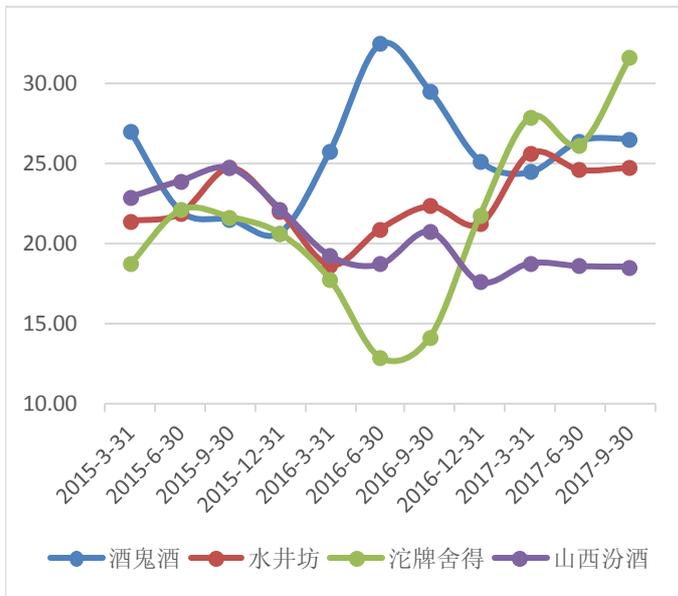
表 4：次高端白酒四家公司渠道策略与改善层面比较。

公司	渠道策略与改善
酒鬼酒	深耕省内背靠中粮，省内基础渠道增长近 50%，省外渠道增长 80%-100%，同时在全力发展线下基础渠道的同时没有放弃基础优良的团购渠道。
水井坊	聚焦核心门店推动产品放量，5+5 核心市场加速全国化扩张，16 年省外市场收入占比 84%，重点市场（河南、湖南、四川）保持 30%以上的增速，体量较小潜力市场保持 50%-80%的高速增长。
山西汾酒	在省内市场，公司产品定位中低端、渠道管理精细化、扁平化。省外市场，公司重点发展环山西市场，将原有团购商转型为经销商，重新招商扩充渠道数量，2017 年上半年省外市场均得到快速增长，营收同比增速 41%。
沱牌舍得	沱牌、舍得分类进行渠道拓展。一方面，通过厂家帮助经销商全面导入终端精细化营销模式，厂家人员拜访到每个终端门店的方式实现品味舍得聚焦；另一方面，通过采取厂商 1+1 运作模式，以区、县为单位全国扁平化招商的方式实现沱牌系列聚焦。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

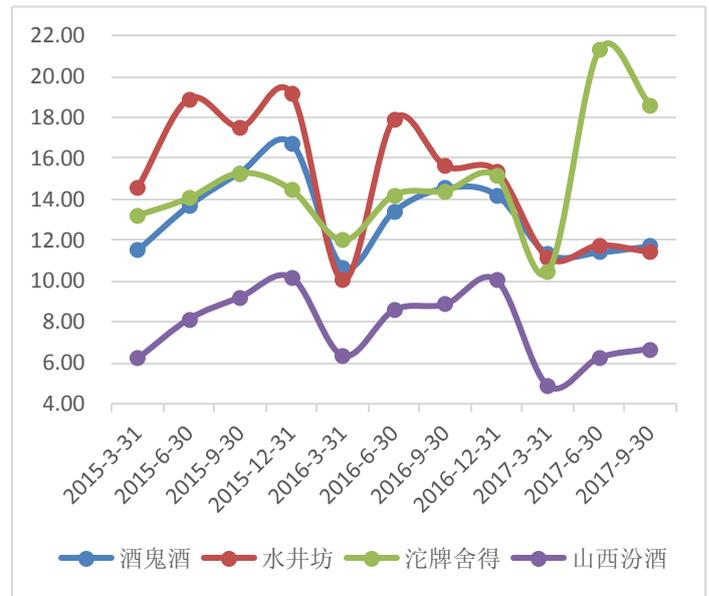
在费用投放方面，四家公司原先均存在费用投放不够精准不够理性的问题，如酒鬼酒投资欧洲杯广告，但是事实证明销量增长并不明显，以后类似的无效投放会减少。

图 16: 次高端白酒行业主要公司销售费用占总营收百分比



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 17: 次高端白酒行业主要公司管理费用占总营收百分比



资料来源: wind, 东兴证券研究所

### 2.3.2 次高端四小虎改善明显, 酒鬼酒报表端仍有较大改善空间

受 2012 年限制三公消费和塑化剂风波的影响, 整个行业进入深度调整期, 四家公司的毛利率净利率和营收增速几乎腰斩, 但是通过数据图表可以观察到自中粮入主全面改善公司治理结构后, 酒鬼酒公司在毛利率和营业收入的弹性上表现不俗, 同时净利率也快速恢复至第一梯队, 在挺过行业深度调整期之后快速反弹的强度和力度在四家公司中居首位, 期待明年酒鬼酒各项利润指标可以重返 12 年之前次高端白酒榜首的位置。进过 4 年的蛰伏与改变, 公司各项变革与努力都已经接近尾声, 产品结构优化具备快速放量潜力, 期待 2018 年行业复苏, 治理改善, 渠道发力三重共振, 收入规模重回巅峰水平。

图 18: 次高端白酒行业主要公司毛利率变化。



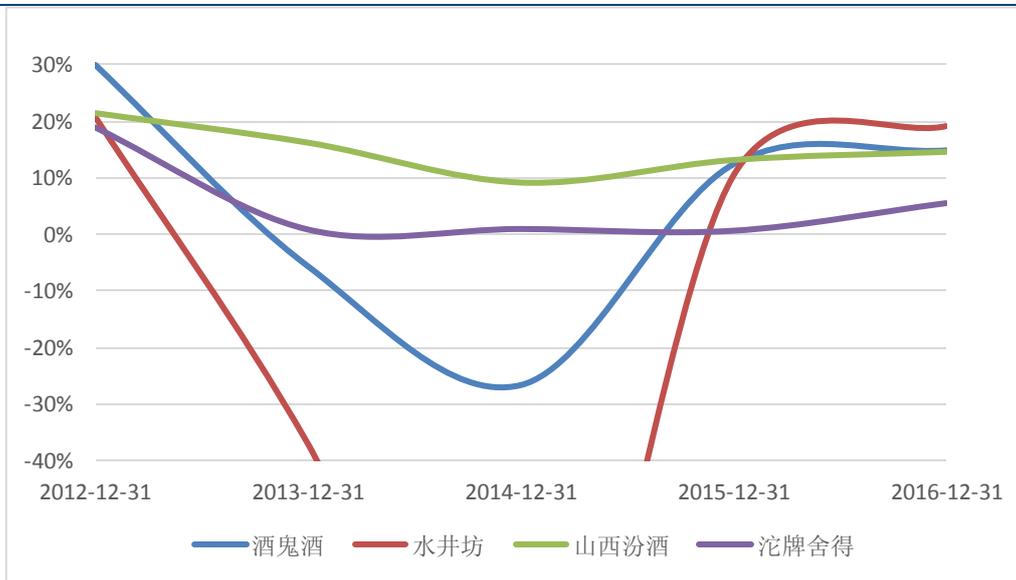
资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 19: 次高端白酒行业主要公司营业收入同比增速。



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 20: 酒鬼酒销售净利率快速回升至第一梯队。



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

## 2.4 次高端白酒将决战于 2018 年

2017 年次高端板块的快速成长除了系公司内部管理改善、外部渠道的努力外, 各家公司也均在积极的进行产品提价和补库存, 处于弹簧最后的势能向动能转化的阶段, 紧接着就是提价动力, 拉力明显。销量的增长和直接提价的产生的业绩增量将会逐步释放出来, 真正的实现量价齐升。

**表 5: 2017 年次高端白酒提价表**

提价时间	公司	产品	提价
2017.1	郎酒	郎酒 红花郎	适度调整红花郎系列和郎牌郎酒出厂价, 核心单品红花郎 15 年和 10 年出厂价分别提至 440 元和 300 元/盒, 2 月 25 日起执行; 郎牌郎酒出厂价上调 15 元, 同时取消直接市场投入
2017.1	沱牌舍得	舍得酒	自 1 月 21 日起, 对舍得酒执行新的价格体系, 52 度舍得酒到岸价提至 418 元/盒, 供团购价、分销商及名烟名酒店团购价为 468 元/盒, 商超餐饮店零售指导价为 568 元/盒。本次提价幅度为全渠道统一提升 20 元/盒
2017.2	洋河股份	海/天/梦	海之蓝产品每瓶上调 2 元, 天之蓝产品每瓶上调 3 元, 梦之蓝 M3、M6、M9 分别上调 10 元、20 元和 30 元
2017.2.	山西汾酒	头锅原浆汾酒	5L 66 度 2014 年头锅原浆汾酒价格由 4200 元上调至 4500 元, 5L 66 度 2015 年头锅原浆汾酒价格由 3900 元上调至 4200 元, 5L 66 度 2016 年头锅原浆汾酒价格由 3600 元上调至 3900 元, 2.5L 66 度 2016 年头锅原浆汾酒价格由 1900 元上调至 2000 元,
2017.5	山西汾酒	青花汾酒	5 月 25 日通知, 青花 20 年每瓶上涨 20 元, 青花 30 年 52 度和 48 度两个产品进行升级; 调整后, 52 度青花 20 年团购指导价 418 元, 青花 30 年团购价 558 元
2017.6	洋河股份	海/天系列	海之蓝终端价格上调 10 元/瓶, 天之蓝上调 20 元/瓶; 供货价单品调整幅度分别为 2.5 元和 8 元/瓶
2017.7	水井坊	典藏/臻酿 8 号 / 井台装	7 月 10 日通知, 在八月上旬之前, 典藏大师、井台以及臻酿八号出厂价每瓶分别上涨 15 元、10 元、10 元, 在此基础上, 其他非主力产品如鸿运装、小水井、晶莹装等出厂价都有上涨
2017.9	剑南春	水晶剑	自 10 月 10 日起, 52 度水晶剑统一零售价格不得低于 398 元/瓶; 自 9 月 10 日起, 52 度水晶剑包括酒店版和名烟酒版, 各经销商对终端供货价不得低于 345 元/瓶
2017.10	洋河股份	海/天/梦	针对经销商供货价调整, 海之蓝上涨超过 6 元/瓶, 天之蓝超过 9 元/瓶, 梦之蓝约 20 元/瓶
2017.10.14	洋河股份	梦之蓝手工班	洋河梦之蓝手工班零售指导价上调 100 元, 涨至 1788 元/瓶
2017.10.21	郎酒	酱香型白酒产品	10 年内的酱香型产品以两年为一档次进行定价, 超过 10 年的产品每一年份单独定价。以 2014/2013 年产的青花郎为例, 建议零售价 1298 元/瓶。

资料来源: Wind, 公司公告, 东兴证券研究所

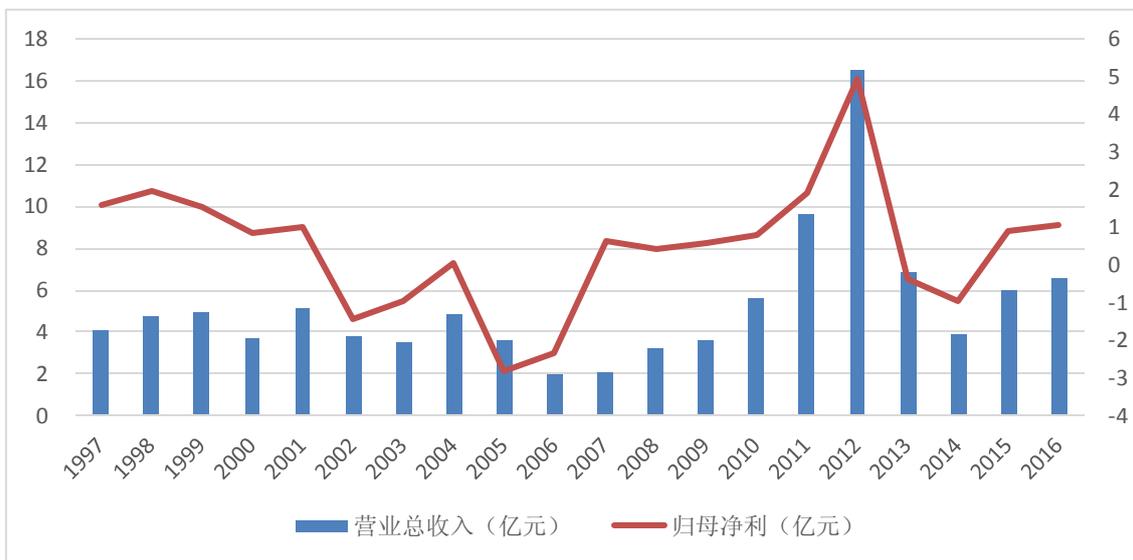
经过 2016 年行业复苏强化期和 2017 年公司治理改善和直接提价带来的快速成长期, 2018 年将是次高端白酒行业复苏和公司治理改善共振的一年, 各家公司的收入利润均预计得到一定程度的释放。同时由于茅台等高端白酒吸收过往经验后对经销商和终端价格的掌控更加有效, 整个行业的价格带分布将比上一轮更加良性, 有效避免价格泡沫。我们认为如果价格控制得当, 特别是高端白酒最后提价的最后阶段可以避免“囚徒困境”, 到 2020 年前后整个白酒行业的价格梯队将会趋于稳态, 也就是“弹簧”理论的最后阶段, 弹簧在“塑性形变”之前的状态, 量价可控, 拉力适度, 市场良性,

那么不同定位的企业之间市场空隙将会缩小。在此之前哪家公司可以更快更准的在自己合适的价格带抢占足够市场份额便可以发展的更加壮大，所以我们认为 2018 年时对次高端白酒行业至关重要的一年，一定程度可以认为将是次高端白酒公司之间决战的一年。

### 3. 品牌力强+管理体系改善+渠道加速布局，酒鬼酒为卷土重来做好准备

纵览酒鬼酒的历史，我们不难发现公司可以用命运多舛来形容，起起伏伏时至今日，其品牌力非但没有衰弱，中粮入驻之后更是大有重现辉煌的势头。1997 至 2006 年，酒鬼酒的收入在波动中下跌。从 2007 到 2012 年，酒鬼酒的收入持续回升，并于 2012 年达到了峰值。2012 年后，酒鬼酒表现再度下滑，直至 2014 年起才有所回升。

图 21: 酒鬼酒历史营收及归母净利总览



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

而中粮集团入主标志着 20 年来制约酒鬼酒公司长期发展的不利因素，如股权结构频繁变更，内部管理机制混乱等问题得到了根本层面上的解决。

此次中粮入主给酒鬼酒带来了三方面的重要提升，(1) 内部管理机制的全面完善。(2) 帮助酒鬼酒明确次高端白酒的市场定位，打响品牌，亮出产品。(3) 明确酒鬼酒铺开，挖深，打牢省内省外的销售渠道的基础之上，利用中粮的资源优势拓展销售渠道，把收入做大做强。

#### 3.1 管理层激励到位，未来目标明确，规模做大势在必行

中粮进入公司已有两年多时间，新任管理将中粮集团先进的管理理念引入酒鬼酒的实际运营中，逐步稳固公司的内部管理并对公司的生产管理、公司制度管理以及市场渠

道运作等方面都进行了大面积改革, 同时为提升管理层积极性, 公司还制定与整体业绩挂钩的高管薪酬激励机制, 为酒鬼酒的业绩复苏奠定了坚实基础。

**表 6: 酒鬼酒管理层纯薪资在白酒行业中排首位, 激励作用充足。**

公司	高管姓名	薪酬 (不考虑管理层持股)
贵州茅台	董事长	60 万
	副总经理	48 万
五粮液	总经理	152 万
	副总经理	123 万
酒鬼酒	总经理	187 万
	副总经理	145 万
水井坊	副总经理	81 万
	财务总监	75 万
沱牌舍得	副总经理	85 万
	原副董事长	92 万
山西汾酒	副董事长	56 万
	副总经理	57 万
口子窖	总经理	161 万
	副总经理	95 万
古井贡酒	副总经理	121 万
	总经理	73 万

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

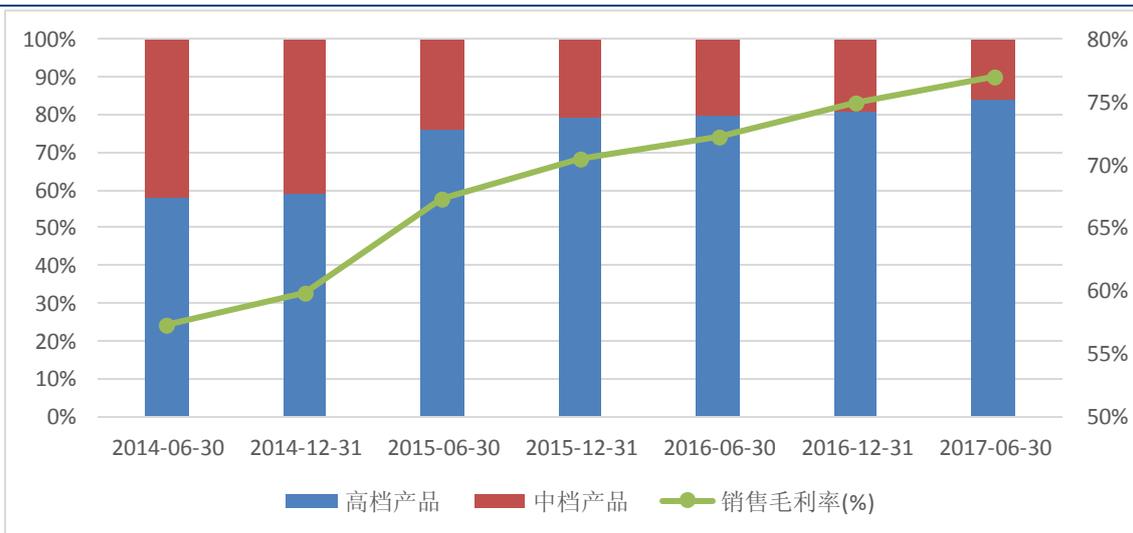
在内部管理方面, 中粮集团一方面更换了大批中层领导及大区经理, 另一方面引入先进并且严格的管理理念, 使得之前一些松散的员工自然淘汰, 逐步稳固公司的内部管理并对公司的生产管理、公司制度管理以及市场渠道运作等方面都进行了大面积改革, 同时中粮方面也对酒鬼酒的业绩恢复提出了很高的要求, 给现任管理层施加了一定程度的压力, 不达预期会有相应措施, 管理层有压力也有动力把公司的收入规模做大做强。

今年伊始, 中粮酒业将进行重大人事调整, 新任董事长王总, 原董事长江总接手中粮肉食。从经验上来看, 所有公司的重要人事调整一定伴随着经营战略的调整, 集团的目的就是进一步加强中粮酒业正在成型的头部优势, 酒鬼酒因其在中粮酒业中独特的战略位置将会在这一轮白酒复兴中乘风破浪。

### 3.2 产品结构优化中聚焦，利润率稳步回升至 20% 水平

自 2016 年开始，公司重新整合梳理产品结构，确立了“聚焦主导产品，打造核心大单品”的品牌战略，确定了内参、酒鬼、湘泉三大品牌线与八大重点产品，主动削减中低档产品数量，并将高度柔和红坛酒鬼酒确立为首个核心战略大单品，产品结构逐渐清晰，形成“1+5+3”的从高端到腰部产品到低端的有效配置。目前 52 度高度柔和红坛酒鬼酒的市场售价为 500 元左右，是典型的次高端白酒价位，酒鬼酒“抓中间，带两头”的策略，今年内参还处于控量提价的状态，未来各个产品结构有望一起放量。

图 22: 公司在中粮入主之后产品结构优化，毛利率稳步提升。



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

内参系列定位为高端白酒，未来甚至定位于超高端白酒，与茅台定制酒比肩；腰部次高端的酒鬼系列无论是在价格、性价比、口感香型等各个方面均在同类竞品中有很高的竞争力；低端的湘泉系列在新管理层大手笔削减 SKU 之后聚焦的很好，而公司做出一下砍掉 50% 的 SKU 的举动也体现了新管理层思路清晰，尽心尽力彻底杜绝之前的贴牌现象。

表 7: 酒鬼酒主要产品结构，单品售价、主要竞品及主要消费人群

主打产品及收入占比	具体单品	售价	主要竞品	目标人群
内参 (高端) 收入占比 20%	内参 52 度 500ml (核心大单品, 体量约 1 亿)	1280 元 (实际成交 980 元)	五粮液 飞天茅台 国窖 1573	商务 宴请
	52 度高度柔和红坛 500ml (核心战略大单品, 体量约 1.2 亿元)	499 元 (实际成交 370 元)	水晶剑 天之蓝	
酒鬼 (次高端) 收入占比 60%	50 度精品酒鬼酒 (包销核心单品, 体量 1 亿)	328 元 (实际成交 298 元)	梦之蓝 M3	商务
	黄坛 52 度 468ml (规模较小)	349 元	海之蓝 臻酿八号	宴请
	紫坛 52 度 450ml (规模较小)	499 元	井台装	一二线城市个人消费等

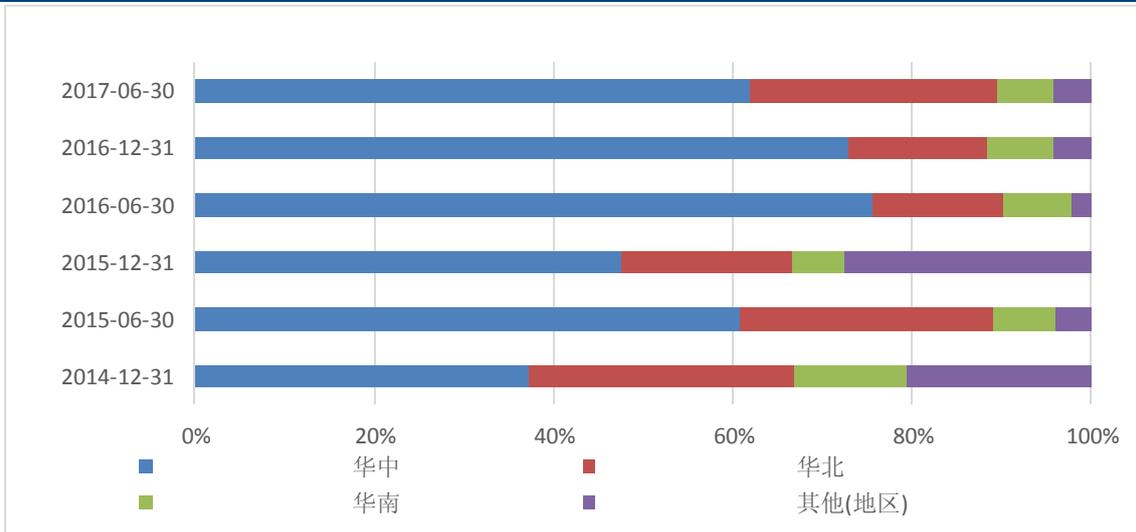
	珍藏特酿 52 度 500ml (5000 万)	268 元	湘窖	
			品味舍得	
			开口笑	
			五粮醇等	
湘泉及开发产品 (中低端) 各占 10%	54 度湘泉 500ml (瓦罐装)	49 元	文王	
	52 度百年湘泉 500ml	108 元	小贵宾郎	三四线城市居民消费等
	42 度湘泉	150 元	口子窖	
			稻花香等	

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

### 3.3 省内深耕湖南大本营, 省外市场网点翻倍增长

在销售渠道方面, 酒鬼酒核心是立足湖南省内市场, 2014-2015 年在以其为核心的华中地区总营收占比保持在 40%到 60%之间 (实际比例在 70%左右, 差异主要源于窜货流回), 2016 年公司在湖南省内设立 4 大销售业务片区, 签约核心店 426 家, 直控终端销售, 并推动湖南市场销售渠道全面向县市级下沉, 区域营收占比超过 70%。

图 23: 酒鬼酒营业收入各地区占比。



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

根据“酒业家”官网提供的统计数据显示, 2016 年湖南省酒类社会零售总额在 380 亿元左右, 其中白酒零售总额约 270 亿元左右, 人均白酒量为 9.4 公斤左右, 接近全国人均的 2 倍, 但是, 湖南本土酒企所占的市场比重甚少。在此以酒鬼酒公司 2016 年在以湖南为核心的华中地区销售收入总额 (4.63 亿元) 做估算, 其市场占有率仅为约 1.7%, 可见酒鬼酒作为湘酒第一品牌市场占有率水平仍然很低。

表 8：湖南省主要次高端白酒品牌及价格分布及体量。

品牌	产品	终端价格（元）	体量	优势区域
剑南春	水晶剑	300-400	5 亿	株洲、湘潭、望城
洋河	天之蓝、梦之蓝 M3	300-500	1 亿	市场渗透较广
水井坊	臻酿八号、井台	300-500	3 亿	长沙占比 1/4-1/3，是核心市场
酒鬼酒	52 度高度柔和红坛	498	3 亿	长沙占比 3/10、剩下 12 个地级市均有分布
湘窖	湘窖	400	5 亿	湘南地区
沱牌舍得	品味舍得	476	几千万	长沙

资料来源：Wind，东兴证券研究所

所以说制约公司在湖南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，必须将销售渠道下沉到之前公司存在大量空白网点的湖南省长株潭和湘西的县级以下城市，并贯彻公司大力推行的高度柔和红坛酒鬼酒终端“千店工程”着力在零售店渠道和婚宴渠道寻求增量，彻底挖深，打牢湖南本土市场才是重中之重。

根据调研数据，目前酒鬼酒公司传统销售渠道有 300-400 人。经销商八大厂区，湖南省（每个县都有）的经销商合作数有 2000 家，有效客户总数 150 家（有效客户是指年度回款 100 万以上），河南 70-80 家，山东，河北在 40 家以上。八大区域总共有有效客户合同总数在 500 家左右，市场空间大。

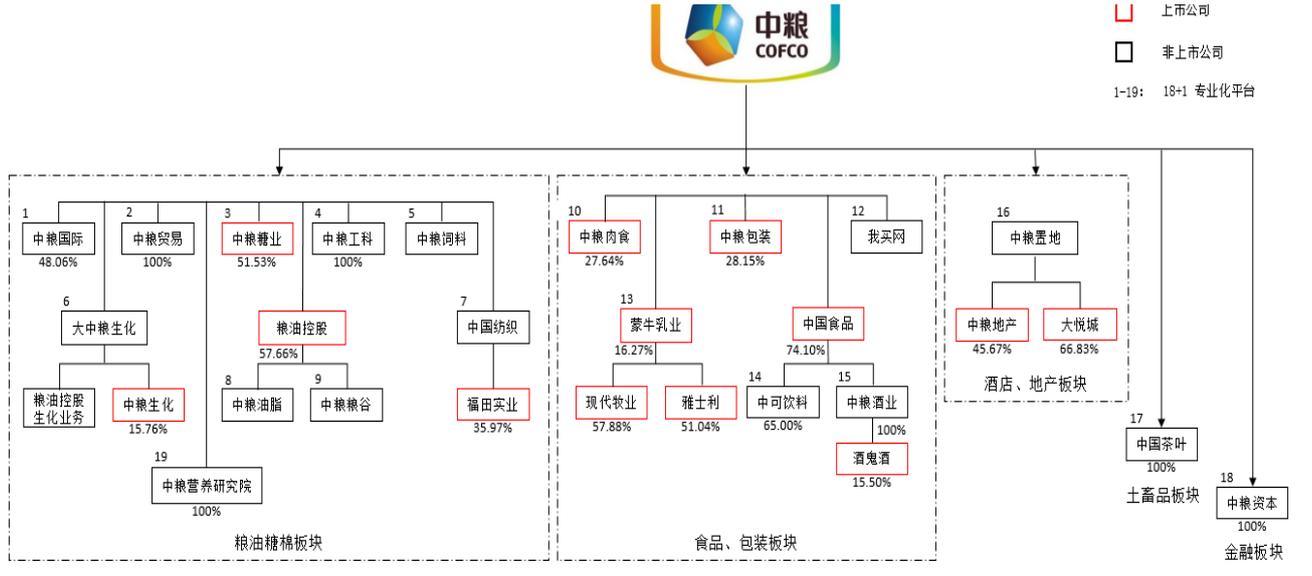
对于省外市场的开拓，则要主要依托中粮渠道资源。重点开发地级市，建立核心消费群，打造河北、山东重点市场样板（河北片区唐山、邯郸、保定、张家口、廊坊、沧州 7 个重点市场，山东片区聊城、东营、淄博、潍坊 4 个重点市场）。踏实而不乏野心地对市场进行开拓。

资料来源：公开信息，东兴证券研究所

### 3.4 中粮专业化聚焦业务，酒鬼酒作为中粮酒业唯一上市平台，未来想象空间大

中粮集团共有五大业务板块：粮油糖棉、食品及包装、地产、土畜品、金融，共计 18+1 家专业化平台公司。酒鬼酒目前位于食品和包装板块旗下的中粮酒业。

图 25: 中粮集团 18+1 专业化平台架构。



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

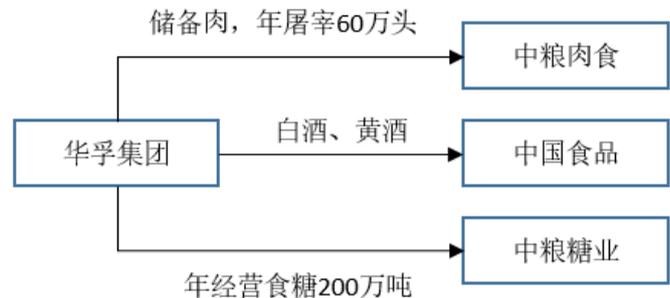
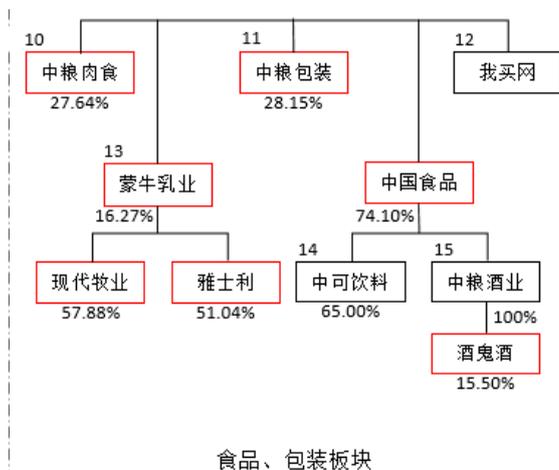
注：红色框线为上市公司，黑色框线为非上市公司

2014 年 11 月，经国务院批准，中国华孚贸易发展集团公司（原酒鬼酒母公司）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，中粮集团通过华孚贸易间接持有酒鬼酒 15.5% 股权。

之后中粮混改，将华孚贸易发展集团公司业务拆分，油脂资产注入中国粮油，糖类资产注入中国糖业，肉类业务注入中粮肉食，酒业资产注入中国食品。

图 26: 中粮集团食品包装板块结构。

图 27: 原华孚集团业务拆分示意。



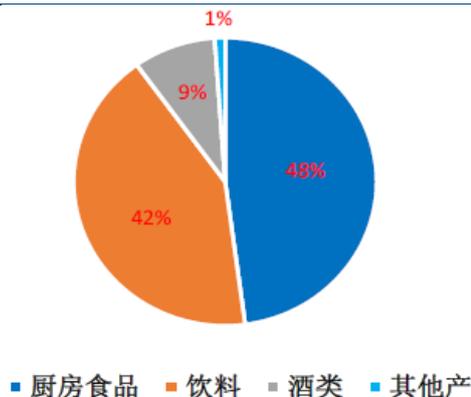
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2017年6月, 中国食品剥离旗下将原本占有半壁江山的福临门食用油剥离(厨房食品业务), 交至中国粮油控股公司旗下, 饮料业务成为独苗。

之后中国食品(00506)于2017年10月16日宣布, 公司作为卖方, 剥离全部酒品类业务及其他非饮料业务, 其中主要包括“长城”葡萄酒的生产及分销。

图 28:原中国食品业务结构占比。



资料来源: Wind, 公司公告, 东兴证券研究所

目前看来, 中粮混改后的战略结构已经明晰, 中国食品定位为中粮集团下的饮料平台, 中粮酒业为中国食品下的酒类平台, 而酒鬼酒就是中粮酒业下的白酒平台。

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, 而鉴于目前酒鬼酒体量较小(净资产规模仅为 19.46 亿元-17Q3) 向上弹性很大, 而且是中粮酒业旗下唯一的一家白酒上市企业, 我们判断公司会承担重要的战略地位。而且从中粮酒业的角度说, 长城增长乏力, 酒鬼酒承担着新的增长点, 所以发展酒鬼酒对做大做强中粮酒业至关重要。

## 4. 省内全产品系列发力, 省外大单品部分市场重点做, 强大团购基因是增量

我们认为, 公司在省内的渠道已经到位, 核心单品放量趋势明显, 未来公司在省内有三倍左右的增长空间, 同时中粮入主为公司带来的营销渠道+品牌力背书+低成本推广等一系列协同效应, 公司在省外的增长空间具有极大潜力。

### 4.1 核心终端施行“千店工程”, 省内短期看有三倍空间。

酒鬼酒公司营业收入按地区划分可看出华中和华北占收入的主要部分, 其中华中地区的收入以酒鬼酒的本土市场湖南为主。华中地区收入占总收入的比例如下图所示, 最高时为 2016 年可达 70.7%。公司 2014 年华中地区总收入 1.45 亿元, 占比 37.5%; 2015 年华中地区收入 2.79 亿元, 同比提升 92%, 华中地区收入占比 46.49%, 同比

提升 24%; 2016 年华中地区收入 4.63 亿元, 同比增长 65.9%, 华中收入占比由 2015 年 46.49% 提升至 2016 年 70.7%。

图 29: 酒鬼酒营业收入各地区占比



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 30: 酒鬼酒华中地区收入及毛利率变化



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

同时据 2017 年中报显示, 公司在华东地区销售收入占比较 2016 年提升 200% (基数效应), 在华北地区销售收入占比较 2016 年提升近 68%。表明公司聚焦省内渠道深耕战略效果突出, 省内渠道数量快速提升的同时也在省外渠道的数量质量上都有一定建树。

我们认为, 公司未来对于销售渠道扩张方面的思路与当下保持一致, 省内湖南省的市场份额是公司志在必得一定要抢夺到的, 而对于省外渠道的扩张目前看来主战场还是位于华北地区和华东地区, 特别是华东地区由于原有基数较小, 具有极大的增长潜力。

为了进一步提升, 打牢酒鬼酒在湖南本土市场的品牌影响力, 公司着力打造以高度柔和红坛酒鬼酒为核心终端陈列店的“千店工程”, 抢占终端渠道及拓展宴席市场。

表 9: 公司对于各级门店的支持。

门店类别	任务量 (件)	陈列费 (高度红坛)	品鉴酒
一级	80	4 瓶/月	2 瓶 500ml/月
二级	50	2 瓶/月	1 瓶 500ml/月
三级	30	1 瓶/月	1 瓶 285ml/月
四级	12	1 瓶/季	无

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

此外, 酒鬼酒在 2017 年还制定了六大营销行动: 启动湘酒湘菜家乡人的联合拓展行动; 用酒鬼上市 20 年、香港回归 20 年、湘西建州 60 周年等热点事件; 覆盖乡镇市场的赶集行动; 开发旅游消费、开发专项产品的跨界行动; 6 亿智能小屏 (手机) 46% 小屏购物的小屏营销行动以及内参诗酒文化日、小酒与湘菜文化共振的文化之旅等营销手段均产生了一定效果, 进一步深化了酒鬼酒作为湖南第一名酒在本地消费者心中的地位, 一定程度上提高了消费者的品牌忠诚度。同时酒鬼酒也与酒仙网等电商合作,

大力发展线上空间, 解决“多数人知道, 少数人喝到”的渠道窘境, 进一步释放省内销量。

因此我们预计 2018 年省内渠道数量的增量将保持在 40%-50%, 经销商在销售量方面通过借力公司各项措施的具体落实, 如“千店工程”项目和婚宴、线上线下零售的递延增量有望放量 100%-120%, 故我们认为短期看酒鬼酒在湖南生省内还有三倍左右的释放空间。

#### 4.2 核心单品逐渐放量, 18 年酒鬼系列收入翻一倍。

2016 年公司在 52 度老红坛的基础上推出核心战略大单品 52 度高度柔和红坛 (新红坛), 其终端价格在 400-500 之间 (498 元), 定位次高端, 此价位段迎合消费升级趋势, 与另外两大核心单品 50 度酒鬼酒 (200-300 元)、内参 (900 元以上) 价格差明显, 解决了两大单品老红坛 (300-400 元) 与 50 度酒鬼 (200-300 元) 价格带接近的问题, 主要大单品产品带划分更加清晰。

而随着近两年公司省内省外渠道的铺垫逐渐到位, 酒鬼系列的销量持续走高, 销售毛利率也呈现明显上升趋势, 在 3 年间上升 5%-8%。2014 年酒鬼系列总收入 2.27 亿元; 2015 年酒鬼系列总收入迅速提升达到 4.7 亿元, 同比增幅 107%; 2016 年酒鬼系列总收入 5.26 亿元, 受 2015 年基数较大影响, 同比增长率 12%; 而根据 2017 年中报显示, 公司上半年酒鬼系列收入 3.1 亿元, 相比去年同期增长 35%, 有明显放量趋势。

图 31: 酒鬼系列收入及毛利率逐步提升。



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

52 度高度柔和红坛定位在 400-500 元, 与其价格带相同的主要竞争产品为品味舍得、水井坊井台以及青花汾酒 30 年, 水晶剑南春等, 大多数竞品的核心市场不在湖南, 其中水井坊的核心市场在河南、江苏、湖南、四川等地, 沱牌舍得的核心市场在四川、重庆, 汾酒的核心市场在山西、河南, 水晶剑南春核心市场是河南和江浙。湖南市场

次高端酒相对并不强势, 同样体量较小的水井坊得以快速发展, 2016 年销量增长 60% 以上, 目前 52 度高度柔和红坛渠道利润在百分之二十至三十, 利润空间具备吸引力, 作为酒鬼酒新推出的的战略单品同样有望实现快速增长。

表 10: 红坛同等价位 (300-500 元) 主要竞争品牌概览。

公司	产品	售价	体量 (16 年)	17E	18E	优势地区
酒鬼酒	内参	980	1 亿	1.2 亿	3.5 亿	
	酒鬼系列	498	5.3 亿	4 亿	7.8 亿	主要市场是湖南本省
水井坊	井台装	469	3.5 亿	5.4 亿	7.9 亿	核心市场: 河南、江苏、湖南、四川、广东
	珍酿八号	339	6 亿	9.6 亿	14.3 亿	
沱牌舍得	品味舍得	476	4.8 亿	6.7 亿	9.4 亿	主要优势区域是四川、重庆、河南、江浙
山西汾酒	青花汾酒 30 年	469	4 亿	5.7 亿	8 亿	核心市场是山西、河南、北京
	青花汾酒 20 年	318	5 亿	7.2 亿	10 亿	

资料来源: Wind, 公司公告, 东兴证券研究所

### 4.3 团购基因注入新活力, 协同效应潜力巨大

2017 年 11 月春糖期间, 公司与华糖云商携手, 推出共享窖池, 在抢占共享经济大风口的同时着力打造酒鬼酒“窖池原酒”品牌, 建立全国统一的品牌形象, 深度绑定经销商利益, 创造性地将厂、商、消费者联系在一起。

这次的共享窖池项目也充分体现出酒鬼酒在大力发展线下基础渠道的同时没有放弃原有的线上团购平台, 而中粮集团的入主给酒鬼酒原有的优良团购基因又注入了新的活力。公司作为中粮旗下唯一白酒平台, 酒鬼酒可依托中粮集团、中国食品原有的营销网络体系实现销售, 进一步扩张公司的团购渠道。同时作为五百强集团, 中粮坐拥多家上市公司, 业务版图横跨多个行业, 很多业务更是粮油食品等领域, 对食品安全要求甚高, 我们认为依托中粮强大品牌背书, 酒鬼酒质量问题将会更容易得到消费者认可, 而且中粮集团更能够接触更多高规格会议, 作为文化名酒酒鬼酒可依托中粮大平台优势在重点会议中低成本亮相, 进一步增强公司品牌力度和影响力, 为公司吸引来新的团购渠道增量。

我们认为未来由于酒鬼酒与中粮携手而取得的在团购渠道上的协同效应潜力巨大, 且将会随着酒鬼酒规模的扩大, 渠道数量质量的提升而为公司取得明显的额外增量。

## 5. 盈利预测及投资评级

我们预计公司 2017-2019 年营业收入分别为: 8.9 亿元、14.0 亿元、20.2 亿元; 归属上市公司的净利润分别为: 1.7 亿元、3.1 亿元和 5.0 亿元, 对应 EPS 分别为 0.54 元、0.91 元和 1.47 元, 给予 2018 年 50 倍估值, 市值增长空间 50%, 对应目标价 46 元, 给予公司“强烈推荐”投资评级。

## 6. 风险提示：

次高端白酒竞争加剧；食品安全问题。

**表 11: 公司盈利预测表**

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产合计</b>	1444	1589	1969	2405	3033	<b>营业收入</b>	601	655	891	1398	2018
货币资金	386	308	1108	1347	1771	<b>营业成本</b>	178	164	195	279	364
应收账款	1	1	12	19	28	营业税金及附加	91	97	134	208	297
其他应收款	44	5	7	11	16	营业费用	124	165	232	382	545
预付款项	31	10	10	10	10	管理费用	101	93	120	185	262
存货	767	763	428	611	797	财务费用		-1	0	-1	-1
其他流动资产	166	399	399	399	399	资产减值损失	21.51	33.16	90.00	80.00	70.00
<b>非流动资产合计</b>	837	772	593	524	455	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	44	45	45	45	45	投资净收益	11.39	7.89	92.00	100.00	120.00
固定资产	530	482	431	373	315	<b>营业利润</b>	96	112	213	366	601
无形资产	112	108	97	87	76	营业外收入	4.94	2.26	20.00	30.00	40.00
其他非流动资产	123	110	0	0	0	营业外支出	1.50	1.92	8.00	6.00	5.00
<b>资产总计</b>	2281	2361	2482	2850	3408	<b>利润总额</b>	100	112	225	390	636
<b>流动负债合计</b>	509	491	543	650	782	所得税	26	15	49	84	137
短期借款	30	30	0	0	0	<b>净利润</b>	74	97	176	306	499
应付账款	65	63	112	160	209	少数股东损益	-14	-12	0	10	20
预收款项	191	154	190	246	326	归属母公司净利润	89	109	176	296	479
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	245	263	281	434	669
<b>非流动负债合计</b>	14	15	0	0	-1	<b>BPS (元)</b>	0.27	0.33	0.54	0.91	1.47
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>负债合计</b>	523	506	543	649	781	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	1	-10	-10	0	20	营业收入增长	54.76%	8.92%	36.06%	56.95%	44.30%
实收资本 (或股	325	325	325	325	325	营业利润增长	-165.16%	15.71%	90.59%	71.98%	64.36%
资本公积	1161	1161	1161	1161	1161	归属于母公司净利	62.23%	22.60%	62.23%	67.80%	61.97%
未分配利润	72	178	275	437	701	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	1757	1865	2015	2266	2673	毛利率 (%)	0.00%	74.57%	78.10%	80.07%	81.98%
<b>负债和所有者权</b>	2281	2361	2474	2842	3400	净利率 (%)	12.35%	14.82%	19.77%	21.85%	24.72%
<b>现金流量表</b>						<b>偿债能力</b>					
单位: 百万元						总资产净利润 (%)	3.88%	4.60%	7.10%	10.37%	14.05%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE (%)	5.04%	5.82%	8.74%	13.04%	17.91%
<b>经营活动现金流</b>	231	219	695	263	446	<b>营运能力</b>					
净利润	74	97	176	306	499	总资产周转率	0.27	0.28	0.37	0.53	0.65
折旧摊销	147.77	152.51	0.00	68.87	68.87	应收账款周转率	386	755	138	89	86
财务费用	1	-1	0	-1	-1	应付账款周转率	10.64	10.26	10.17	10.26	10.92
应收账款减少	0	0	-11	-7	-8	<b>每股指标 (元)</b>					
预收帐款增加	0	0	36	56	81	每股收益 (最新摊	0.27	0.33	0.54	0.91	1.47
<b>投资活动现金流</b>	-102	-286	161	20	50	每股净现金流 (最新	0.40	-0.21	2.46	0.74	1.31
公允价值变动收	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	5.41	5.74	6.20	6.97	8.23
长期股权投资减	0	0	50	0	0	<b>估值比率</b>					
投资收益	11	8	92	100	120	P/E	100.44	81.93	50.50	30.10	18.58
<b>筹资活动现金流</b>	1	-1	-57	-44	-71	P/B	5.06	4.77	4.42	3.93	3.33
应付债券增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	34.88	32.71	27.70	17.39	10.64
长期借款增加	0	0	0	0	0						
普通股增加	0	0	0	0	0						
资本公积增加	0	0	0	0	0						
<b>现金净增加额</b>	129	-68	800	239	424						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘畅

东兴证券食品饮料首席分析师、新财富团队成员，拥有买方、卖方双重工作经验，曾就职于天风证券研究所，东方基金，泰达宏利基金。硕士取得英国杜伦大学金融一等学位，本科取得北京航空航天大学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责白酒、乳制品、调味品、健康食品研究工作。

## 特别感谢

### 特别感谢：厚泽宇

东兴食品饮料团队实习生，首都经济贸易大管理学学士，Advanced Diploma in Accounting and Business

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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, 也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。