

市场价格(人民币): 25.19元

## 乘势而上, 全力加速

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	324.93
总市值(百万元)	8,184.96
年内股价最高最低(元)	31.66/16.65
沪深 300 指数	3892.84
深证成指	10701.32



项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.334	0.542	0.827	1.189	1.634
每股净资产(元)	5.74	6.17	6.85	7.89	9.37
每股经营性现金流(元)	0.67	0.69	0.89	1.25	1.70
市盈率(倍)	61.40	50.59	30.12	20.94	15.23
行业优化市盈率(倍)	17.07	17.07	17.07	17.07	17.07
归母净利润增长率(%)	22.60%	62.18%	52.52%	43.88%	37.43%
净资产收益率(%)	5.82%	8.78%	12.07%	15.08%	17.44%
总股本(百万股)	324.93	324.93	324.93	324.93	324.93

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **行业结构升级和新管理层改革推动, 近年业绩处于上升通道:** 酒鬼酒近年业绩持续上升, 2015-2017 年营收和净利平均增速分别实现 20.9%和 53.2%, 远高于 1997 年上市以来平均增速 3.9%和 0.4%。一方面得益于行业结构升级, 另一方面得益于中粮新管理层上任后, 推进了内部管理体制机制的完善、品牌和产品线的梳理、产品结构的优化, 省内外销售战略的明确、激励机制的优化和历史遗留问题的解决, 共同促进近年业绩持续攀升。
- **2018 年酒鬼酒乘势而上, 业绩有望持续高增长:** 2018 年初酒鬼酒高层调整, 体现中粮集团对酒业及酒鬼酒业务的战略重视。2018 年 Q1 得益于酒鬼酒超级大单品内参和高柔红坛增速迅猛 (+35%/+80%以上) 推进高档产品 (酒鬼+内参) 占比提升, 营收和净利分别实现 46.1%和 68.9%增长。2018 年新管理层将延续 2017 年在产品结构、渠道建设、品质、营销和人才建设等方面的既定战略, 同时加速进行激励机制改革, 分层推行绩效与超额利润分享机制。
- **2020 年酒鬼酒发展多方看点, 预期有望实现:** 酒鬼酒 2020 年发展具有三大看点: (1) 国企改革逐步进入“深水区”, 人力机制调整逐步深化, 将加速公司激励机制、考核约束机制、选人用人机制的创新和改革, 建立以绩效和价值为导向的长效机制; (2) 2020 年前酒鬼酒中高端产品占比有望持续提升, 我们预计 2020 年营收和净利将达到 20.2 亿元和 5.31 亿元, 考虑到白酒周期影响, 若三年内无“黑天鹅”事件影响, 经过测算, 仅需 2018/2019/2020 年营收增速保持在 39.3%/30.9%/26.2%, 归母净利增速保持在 52.5%/43.9%/37.4%即可完成。(3) 中粮集团期望白酒板块壮大, 推进旗下食品板块的有力发展。新任管理层上任或将加速发展, 在白酒行业消费升级推动下, 乘势而上。

## 投资建议

- 预计酒鬼酒 2018-2020 年总收入为 12.2 亿/16.0 亿/20.2 亿元, 同比 +39.3%/30.9%/26.2%。归母净利分别为 2.69 亿/3.86 亿/5.31 亿元, 同比 +52.5%/42.9%/37.4%, 折合 EPS 为 0.827/1.189/1.634 元, 对应 2018-2020 年 PE 为 30X/21X/15X。我们坚定看好 2018 年业绩表现, 同时认为中长期来看酒鬼酒具备多重向好因素, 给予“买入”评级。

## 风险提示

- 需求下滑/次高端竞争加剧/省内外销售不达预期

于杰

分析师 SAC 执业编号: S1130516070001  
yujie@gjzq.com.cn

申晟

分析师 SAC 执业编号: S1130517080003  
(8621)60230204  
shensheng@gjzq.com.cn

## 内容目录

一、历年业绩波动频繁，目前处于新一轮上升周期	4
1.1 管理层变动频繁，业绩伴随行业波动而波动	4
1.2 长期规模偏小，产品享受次高端增长红利	5
1.3 行业结构升级和新管理层改革推动，业绩处于上升通道	7
二、2018 年酒鬼酒乘势而上，引领业绩持续增长	9
2.1 高端产品占比提升，推进 Q1 业绩较快增长	9
2.2 持续推进既定战略，助力全年业绩	9
2.3 分层推行绩效与超额利润分享机制，促进全员加速中	11
三、2020 年酒鬼酒发展多方看点，预期有望实现	12
3.1 改革逐步调整人力机制，全新酒鬼呼之欲出	12
3.2 预期产品结构不断优化，推进收入利润持续增长	13
3.3 白酒板块酝酿变化，酒鬼将承担更大责任	14
四、盈利预测	14
五、风险提示	16

## 图表目录

图表 1：酒鬼酒历年公司变动情况	4
图表 2：众多内部管理问题造成净利低谷不断（亿元）	4
图表 3：国内白酒产量历年增长情况（万吨）	4
图表 4：营收多受行业波动影响（万吨、亿元）	5
图表 5：资产负债率和应收账款周转天数均有较大波动	5
图表 6：1998-2016 白酒制造行业主营收入变化（亿元）	5
图表 7：1998-2016 酒鬼酒营收变化（亿元）	5
图表 8：2015-2017 年主要白酒企业营收（亿元）	6
图表 9：酒鬼酒 2004-2017 年分地区收入占比（亿元）	6
图表 10：2015-2017 重点次高端营收（亿元）	6
图表 11：2016 年白酒企业产品定位（亿元、万吨）	6
图表 12：2017 年酒鬼酒主要核心产品情况	6
图表 13：近年城镇和农村居民可支配收入（亿元）	7
图表 14：个人消费占比提升推动行业持续增长	7
图表 15：2015-2017 年 SKU 数量和贴牌产品占比下降	8
图表 16：2014-2017 年内参和酒鬼系列占比迅速提高	8
图表 17：湖南县级市覆盖率逐步提升	8
图表 18：酒鬼酒湖南省内外经销商数量不断提升	8
图表 19：2014-2017 年业绩持续向好	8
图表 20：2014-2017 年销管费用率逐步降低	8
图表 21：2017 年 12 月高柔红坛提价 14%（元/瓶）	9

图表 22: 2018 年 Q1 业绩同比增速.....	9
图表 23: 2018 年酒鬼酒 SKU 目标降低到 75 个.....	10
图表 24: 2018 年内参+高柔红坛占比将继续提升.....	10
图表 25: 酒鬼酒市场渠道建设策略.....	10
图表 26: 2015-2017 年酒鬼酒员工学历结构.....	11
图表 27: 酒鬼酒高管绩效与超额利润分享机制.....	12
图表 28: 酒鬼酒人力机制改革逐步进行.....	12
图表 29: 预计 2018-2020 年内参+酒鬼系列占比提升.....	13
图表 30: 预计 2018-2020 年酒鬼酒收入 (亿元).....	13
图表 31: 预计 2018-2020 年毛利率与销售费用率走势.....	14
图表 32: 预计 2018-2020 年酒鬼酒归母净利 (亿元).....	14
图表 33: 中粮集团食品板块公司.....	14
图表 34: 酒鬼酒主营业务销售预测.....	15

## 一、历年业绩波动频繁，目前处于新一轮上升周期

酒鬼酒前身为始建于1956年的吉首酒厂，1997年7月上市，截至目前已有52年发展历史、21年上市历史，期间业绩波动频繁，我们认为主要由于公司控股权变动频繁造成的政策不延续和波动影响，同时历年内部粗放式管理引发的问题不断，加之白酒行业周期性影响，共同造成酒鬼酒长期规模偏小。从2016年起，在新控股中粮集团酒业公司任命的管理层改革带动下，结合行业结构升级推动，酒鬼酒进入新一轮上升周期。

### 1.1 管理层变动频繁，业绩伴随行业波动而波动

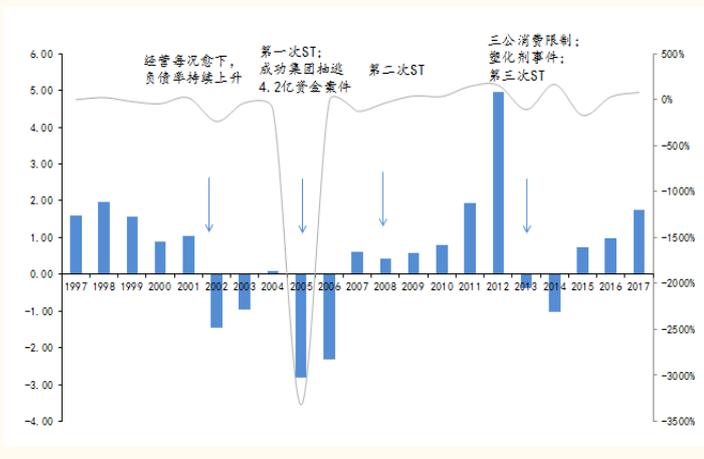
酒鬼酒上市21年，业绩起伏波动较大，基本每隔5-7年业绩下滑便会有新的控股股东入驻，共经历湘泉集团、成功集团、华孚集团和中粮集团的更替。其中中粮集团为最新的控股股东，于2014年底进驻。上市以来管理层中董事长历经约数十位，平均2年换一次，虽然均在更换后进行新的改革和调整，但几经易主带来每个发展阶段不同的战略方向和政策及引发的各种“黑天鹅”事件，仍是影响公司沿着既定方向逐步壮大的较大阻碍。

图表 1：酒鬼酒历年公司变动情况

时间	控股股东	董事长	公司基本情况
1996-2000	湘泉集团	王锡炳	<ul style="list-style-type: none"> <li>行业：供过于求，产量下滑</li> <li>运营：内部多项投资亏损，负债率提升较快</li> <li>业绩：营收基本波澜不惊，净利逐步下滑，但基本保持盈利</li> </ul>
2001-2003	湘泉集团	杨波、田家贵、彭善文、樊耀传	
2003-2005	成功集团	刘虹	<ul style="list-style-type: none"> <li>业绩：净利持续亏损，成功集团抽逃4.2亿元，进一步加重公司亏损，公司首次ST</li> </ul>
2006-2013	华孚集团-中皇有限公司	杨波、王新国、赵公微	<ul style="list-style-type: none"> <li>行业：逐步进入上升周期</li> <li>运营：公司大力改革和调整</li> <li>业绩：2012年达历史高峰：营收16.5亿元，净利5.0亿元。但2013年后，公司持续受三公消费限制、塑化剂事件影响，营收腰斩，净利从高峰跌到亏损，再加上现金被盗事件影响，业绩转变极大</li> </ul>
2014至今	中粮集团	江国金、王浩	<ul style="list-style-type: none"> <li>行业：逐步恢复增长</li> <li>运营：持续进行大力改革和调整</li> <li>业绩：持续增长，2015-2017年营收CAGR为20.9%，净利CAGR为52.2%</li> </ul>

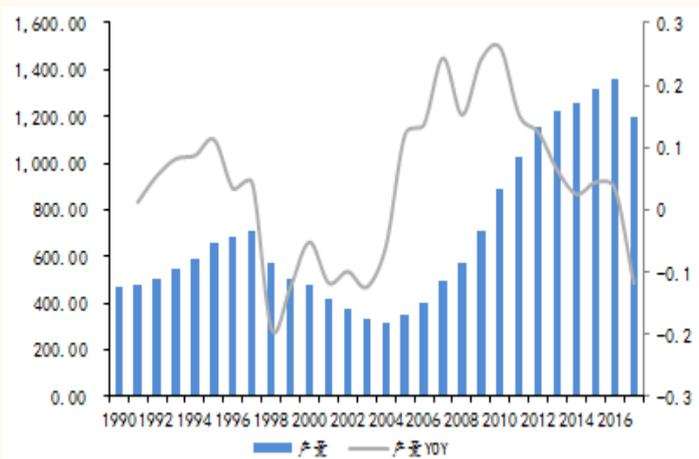
来源：国金证券研究所

图表 2：众多内部管理问题造成净利低谷不断（亿元）



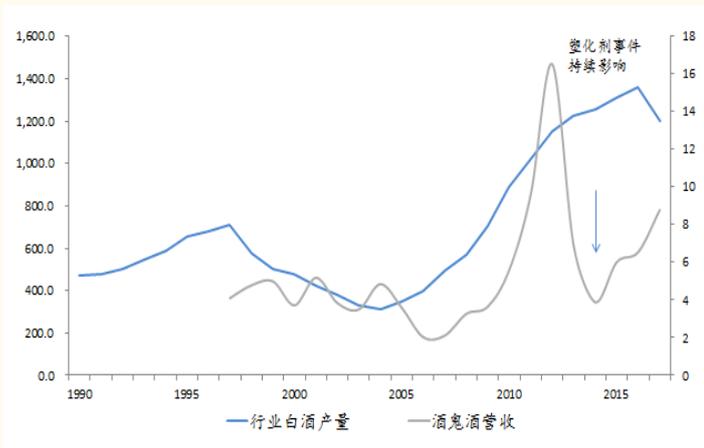
来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：国内白酒产量历年增长情况（万吨）



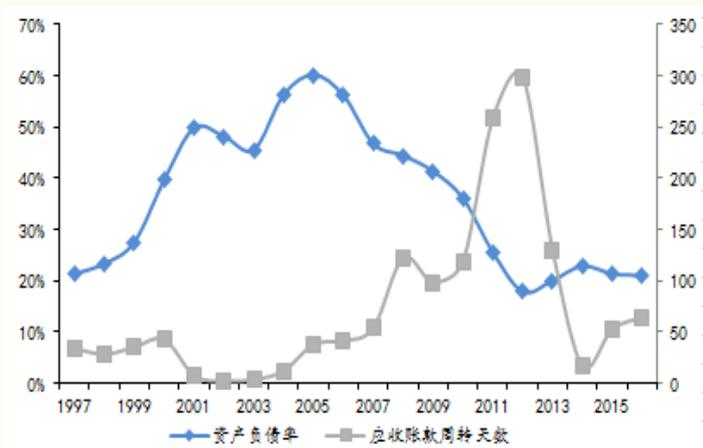
来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：营收多受行业波动影响（万吨、亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：资产负债率和应收账款周转天数均有较大波动



来源：Wind，国金证券研究所

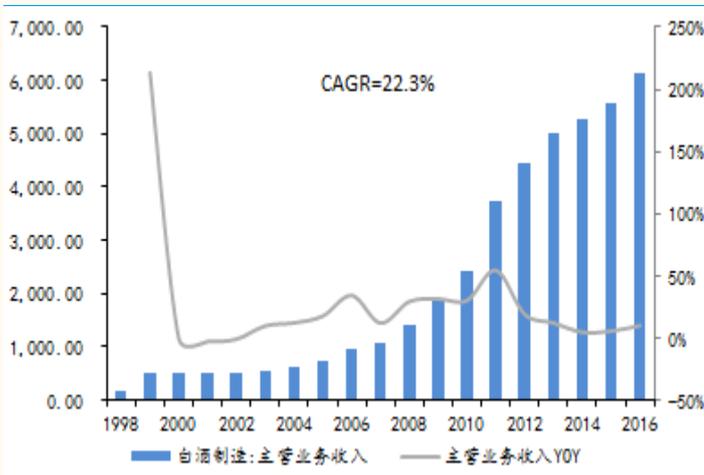
### 1.2 长期规模偏小，产品享受次高端增长红利

酒鬼酒 1998-2016 年营收复合增长率仅为 1.8%，而同期国内白酒制造行业主营收入复合增长率为 22.3%。长期以来酒鬼酒规模相对较小，主要营收贡献区域是大本营湖南市场所在的华中地区（50-60%），其次是华北地区（20%左右），其他地区如华东、华南等地区占比较小，均在 10%以下。

酒鬼酒主要核心产品包括内参、酒鬼和湘泉系列。其中酒鬼系列是最核心系列，2017 年占比约 66%，主要产品价格带位于 300-500 元之间，属于次高端定位。虽然 2016 年行业次高端规模占比仅有 3.9%，但由于近年行业高端产品提价和提速，为次高端带来了空间扩容和红利机会。

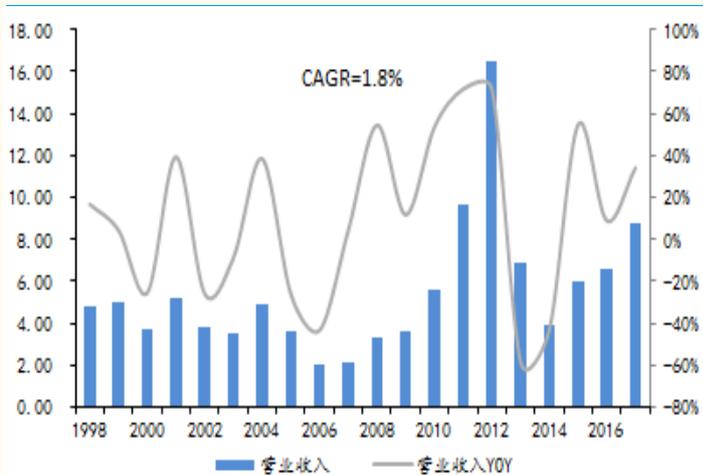
酒鬼酒每个价格带均有相应产品覆盖。其中内参酒定位高端，一般终端指导价格高于千元，除核心大单品 52 度 500ml 外，还有 52 度 258ml 内参品鉴级酒（盒装）等。内参主要竞品是全国性品牌飞天茅台、五粮液水晶瓶和国窖 1573，虽然品牌知名度和全国性品牌差距较大，但凭借酒鬼酒内参文化推广，在华中市场仍占据一席之地。次高端产品主要打造核心大单品 52 度 500ml 红坛（高度柔和）和 50 度 500ml 酒鬼酒，分别定位于 400-600 元和 200-400 元价格带，主要竞品是水晶剑南春、洋河天之蓝、梦之蓝 M1/M3、红花郎 15 年、品味舍得、水井坊井台、青花汾酒 30 年以及泸州老窖窖龄和特曲等。酒鬼酒低端产品主要是湘泉系列，价格带在 200 元以下，有数十个 SKU，包括盒优、简优、彩陶和一些其他低价产品，面临同价位竞品的竞争较为激烈。

图表 6：1998-2016 白酒制造行业主营收入变化（亿元）



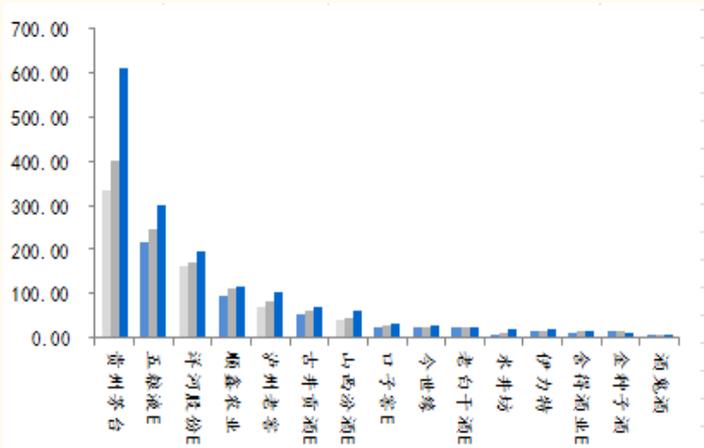
来源：Wind，国金证券研究所

图表 7：1998-2016 酒鬼酒营收变化（亿元）



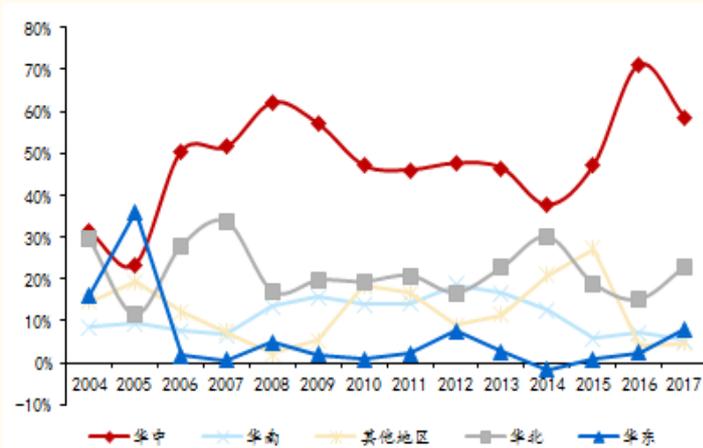
来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：2015-2017 年主要白酒企业营收（亿元）



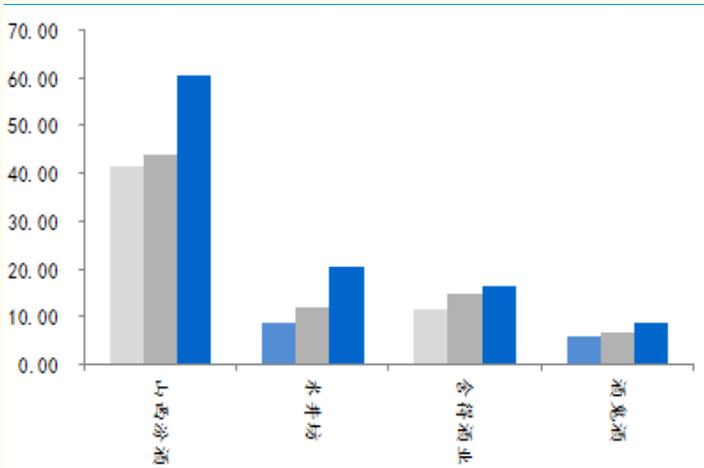
来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：酒鬼酒 2004-2017 年分地区收入占比（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 10：2015-2017 重点次高端营收（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 11：2016 年白酒企业产品定位（亿元、万吨）

产品定位	价格带	主要白酒企业	规模	规模占比	销量	销量占比
高端	>500	茅台/五粮液/泸州老窖	750	12.2%	5	0.5%
次高端	300-500	剑南春/沱牌舍得/水井坊/酒鬼酒/山西汾酒等	240	3.9%	4	0.4%
中端	100-300	口子窖/老白干/古井贡酒等	2550	41.6%	102	9.3%
低端	<100	大多数地方性品牌	2586	42.2%	989	89.9%

来源：公开资料，国金证券研究所

图表 12：2017 年酒鬼酒主要核心产品情况

产品系列及定位	系列规模（亿元）	规模占比	主要核心产品	产品图片	零售单价（元/瓶）	主要竞品
内参系列（高端）	1.8	20%	52 度 500ml 内参酒		1280	水晶五粮液/飞天茅台/国窖 1573
酒鬼系列（次高端）	5.8	66%	52 度 500mL 新老红坛（高度柔和）		568	水晶剑南春/洋河梦之蓝 M3/红花郎 15 年/品味舍得/水井坊井台/青花汾酒 30 年等
			52 度 500mL 柔和紫坛		568	
			52 度 500mL 酒鬼酒（精品）		428	
			50 度 500mL 酒鬼酒		218	洋河天之蓝/梦之蓝 M1/湘窖/泸州老窖窖龄、特曲等
湘泉与其他系列（低端）	1.2	14%	54 度 500mL 湘泉酒（盒优）		179	古井贡酒/口子窖/稻花香/白云边等

来源：公开资料，国金证券研究所

### 1.3 行业结构升级和新管理层改革推动，业绩处于上升通道

从行业角度看，虽然限制三公消费使得原本占次高端以上档次白酒 20%以上的政务消费急速下降，但是居民可支配收入增长推动了个人消费量增长，支撑了行业的增长和酒鬼酒的业绩恢复。从公司内部看，2015 年中粮集团实质性控制酒鬼酒后，于 2016 年初任命江国金为董事长，新管理层对酒鬼酒进行了一系列改革和管理调整工作，推动了酒鬼酒业绩的飞速提升。这些工作主要有：

**(1) 内部管理体制机制的完善：**以中国食品体制机制为标准，统一进行各项制度的对接，包括 SAP 系统和 BPM 审批系统对接、人力薪酬和体系梳理以及中国食品大区体制机制的协同；

**(2) 进一步明确产品线战略：**以中国食品统一管理为主，对旗下长城葡萄酒、进口酒、黄酒和酒鬼酒进行梳理品牌和产品线工作，确定发展超级大单品思路，其中针对酒鬼酒确立了内参、酒鬼和湘泉三大品牌和八大重点产品，以高度柔和红坛酒鬼酒作为战略核心大单品，在酒鬼酒和中粮酒业层面进行资源倾斜；

**(3) 推进产品结构优化：**不断减少低效、无效 SKU 和降低贴牌产品收入占比，推进产品结构优化，提升高档产品占比。2017 年 SKU 数量已从 2015 年远超 400 个降低到约 90 个，贴牌产品收入从占比 28% 降到约 5%，高档产品（内参+酒鬼系列）占比已从 2014 年 58.9% 提升到 2017 年 86.7%。

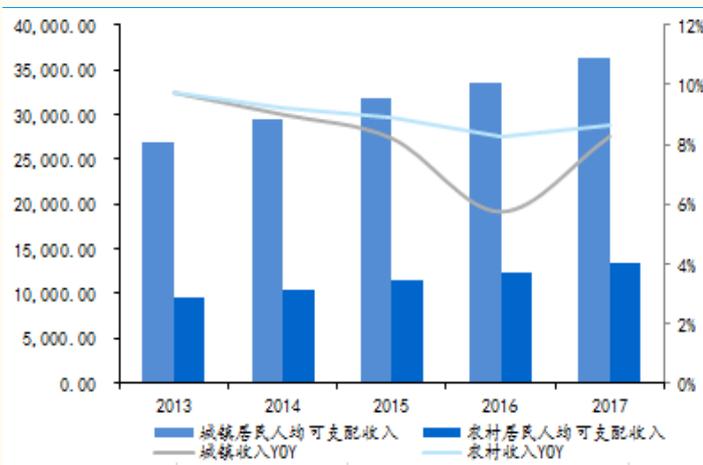
**(4) 确立省内精耕和省外重点布局战略：**省内大力进行渠道下沉，推进县级市场覆盖率提升，扩大经销商数量，提高终端门店签约数量。2017 年湖南县级市场覆盖率已从 2016 年的 43% 提高到 76%，省内经销商数量从 90 个提高到约 108 个，省外从 78 到约 84 个，主导产品签约核心终端门店数量超两千家、售点逾万家，基本实现县级市场陈列全覆盖。省外打造重点省份重点地级市，如河北唐山、邯郸、保定、张家口、廊坊和沧州，还有山东、河南等样板市场，主要通过中粮食品营销公司渠道资源进行线上和线下商超及门店铺货。目前已完成河北、山东地级区域全覆盖，广东等重点市场则稳步推进中。另外，通过中粮酒业团购渠道也贡献部分增量。

**(5) 进一步优化激励机制：**包括针对管理层实行超额利润分享计划，对销售人员进行薪酬体制调整等。

**(6) 进一步解决历史遗留问题：**包括存款被盗等历史遗留问题，目前进展顺利。

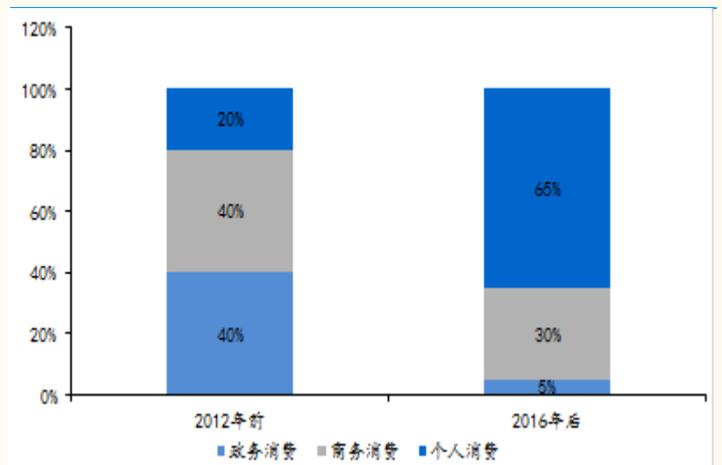
除此之外，新管理层在品牌建设、生产技术、内控和人才建设等方面也做了很多优化和改革工作，总体来看，新管理层稳定了酒鬼酒的内部管理，采取的各项政策都有力的推进了营收的提高，降低了销售和管理费用率，最终提升了净利润，使得酒鬼酒伴随行业增长而将继续保持处于上升通道。

图表 13：近年城镇和农村居民可支配收入（亿元）



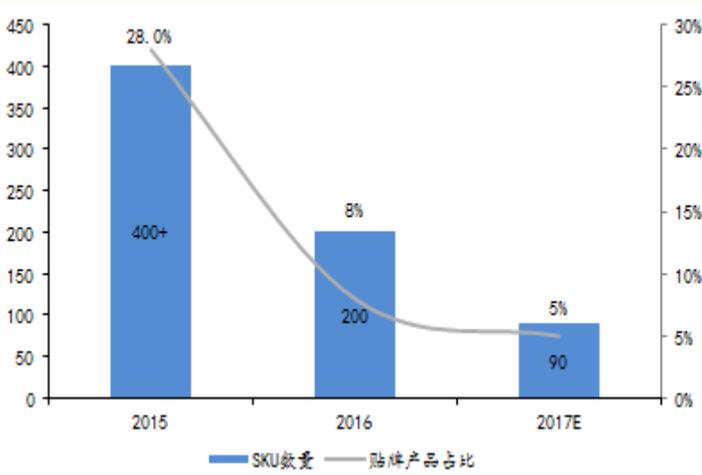
来源：Wind，国金证券研究所

图表 14：个人消费占比提升推动行业持续增长



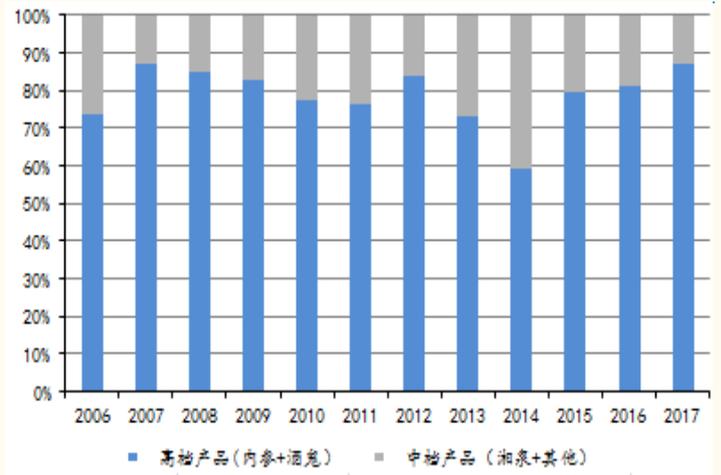
来源：Wind，国金证券研究所

图表 15: 2015-2017 年 SKU 数量和贴牌产品占比下降



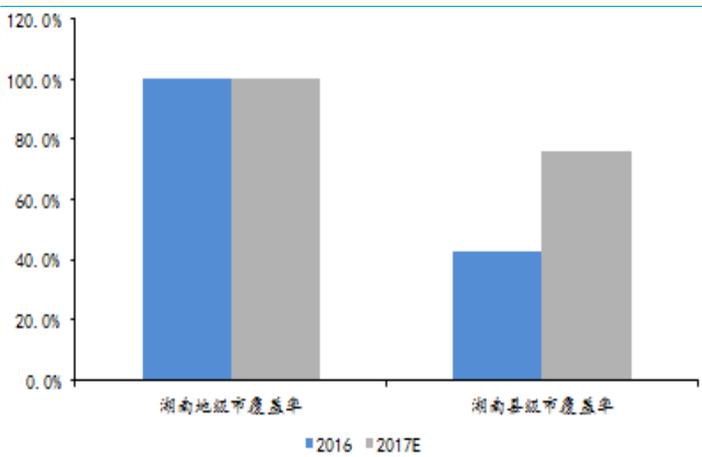
来源: 公开资料, 国金证券研究所

图表 16: 2014-2017 年内参和酒鬼系列占比迅速提高



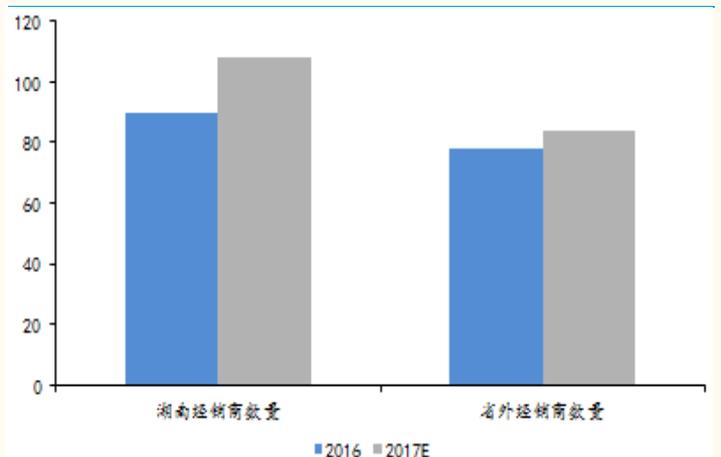
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 17: 湖南县级市覆盖率逐步提升



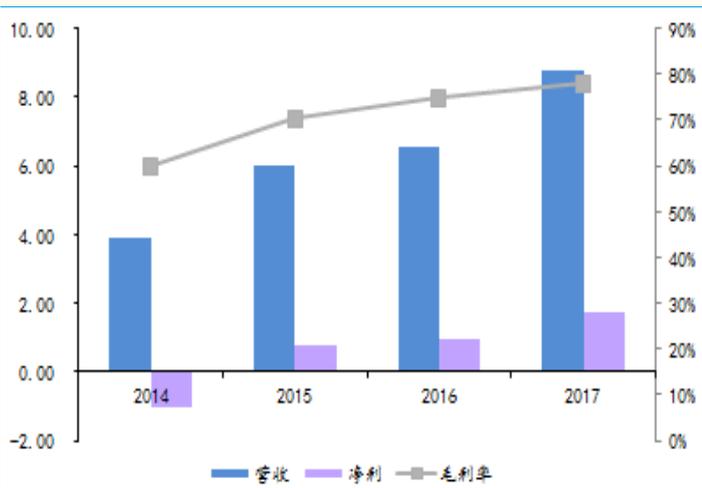
来源: 公开资料, 国金证券研究所

图表 18: 酒鬼酒湖南省内外经销商数量不断提升



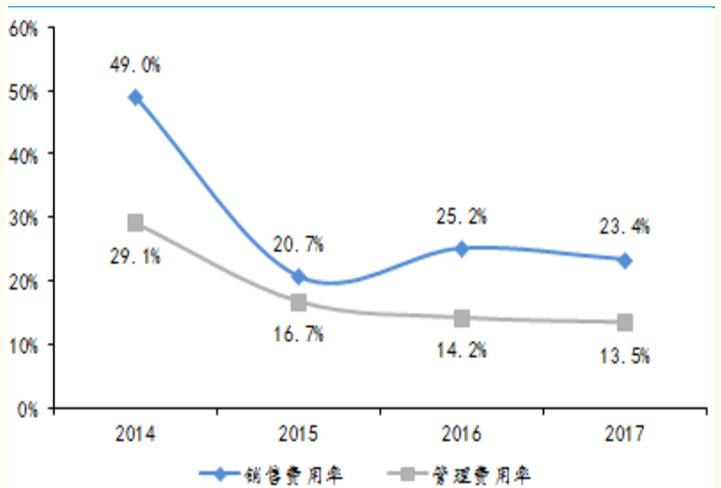
来源: 草根调研, 国金证券研究所

图表 19: 2014-2017 年业绩持续向好



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 20: 2014-2017 年销管费用率逐步降低



来源: Wind, 国金证券研究所

## 二、2018 年酒鬼酒乘势而上，引领业绩持续增长

2016 年，酒鬼酒自从中粮新管理层开始推行改革后，经过两年的运转，整体运营效率有了较大的提高，营收实现持续增长，利润水平恢复显著。2017 年实现营收 8.78 亿元，同比增长 34.1%，净利润实现 1.74 亿元，同比增长 79.5%，净利润增幅远超营收增幅，体现酒鬼酒内部各项管理效率优化的结果。

2018 年初，中粮酒业高层调整，酒鬼酒董事长与副董事长分别由中粮酒业管理层王总和李总担任。上任后新管理层延续以往既定政策，继续加强品牌梳理和渠道建设等。酒鬼酒一季报显示，营收实现 2.65 亿元，同比+46.1%，归母净利润实现 0.63 亿元，同比+68.9%，验证了新管理层的持续改革效果。我们认为，2018 年酒鬼酒将能继续实现较大飞跃，不断朝向 2012 年历史高峰业绩迈进。

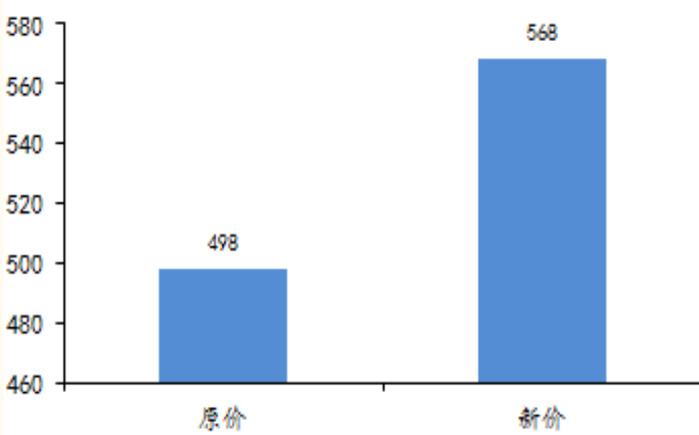
### 2.1 高端产品占比提升，推进 Q1 业绩较快增长

由于 2018 年春节需求强势带动加之春节错峰，酒鬼酒外部仍受益于消费升级和次高端扩容推动，内部受益于品牌和产品线优化、渠道下沉增加终端门店和销售政策优化等推动，Q1 前 2 个月业绩实现爆发性增长，营收和净利同比增速均在 80%以上，3 月有所回落。

18Q1 净利增速高于营收增速，主要得益于酒鬼酒产品结构优化。大单品内参实现同比超 35%以上增速，酒鬼高柔红坛同比超 80%增长，推进产品结构优化和高档产品（内参+酒鬼系列）占比提升，推高酒鬼酒毛利率 4 个百分点。此外，由于销售费用投放精准化和管理费用控制，再结合酒鬼酒 2017 年底高度柔和红坛提价 14%，共同为净利贡献较高增量。

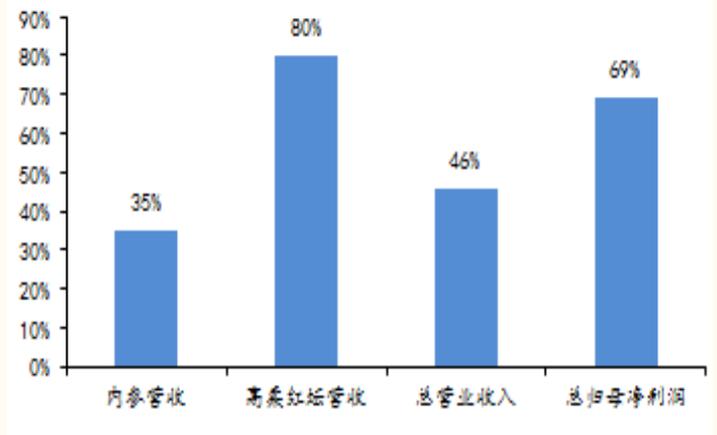
我们认为，开门红将为酒鬼酒今年业绩提升贡献较高推力，结合目前公司管理层稳定、各项政策统一，均有助于推动酒鬼酒业绩的长期向好。

图表 21：2017 年 12 月高柔红坛提价 14%（元/瓶）



来源：公开资料，国金证券研究所

图表 22：2018 年 Q1 业绩同比增速



来源：草根调研，公司公告，国金证券研究所

### 2.2 持续推进既定战略，助力全年业绩

2018 年酒鬼酒将继续推进既定战略，延续 2017 年制定的战略方向和举措，在品牌和产品结构管理上继续支持和提高超级大单品占比，持续压缩和削减边际贡献低的 SKU；在市场渠道上面继续加大渠道下沉和省外重点样板城市建设，市场费用将选择重点区域、重点产品重点投放；在产品品质和消费者体验上面将持续改进酒质，升级重点产品包装；在营销上面将侧重消费者研究，针对核心消费群进行精准营销；最后加强人才建设，整体助力全年业绩提升。

#### ■ 持续优化产品结构。2018 年酒鬼酒将继续优化产品结构工作，主要有三点：

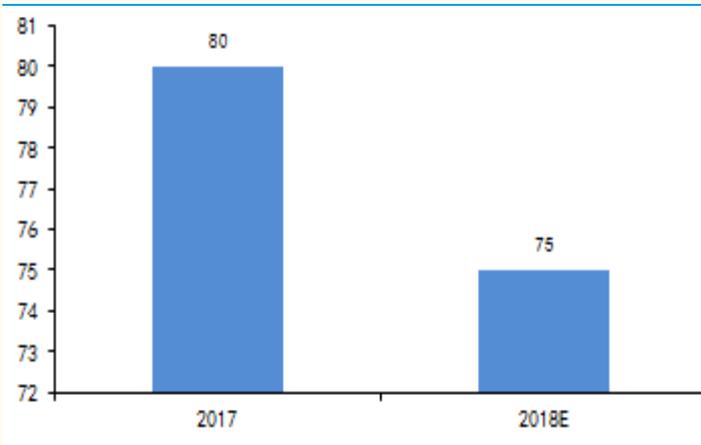
(1) 继续压缩 SKU。SKU 将继续精简，主要压缩和削减的是市场反馈不佳和边际贡献低的 SKU，在 2017 年基础上压缩到 75 个。

(2) 开发满足消费者需求的新产品。2018 年 3 月酒鬼酒经过多轮研发，开发出一款新品——酒鬼酒传承版：酒精 52 度、口感清新淡雅、香味愉悦，馥郁

舒适，零售价格 428 元/瓶，填补了目前 400-500 元价格带的空白，迎合了白酒消费升级的趋势，推进产品结构更加清晰和完善。

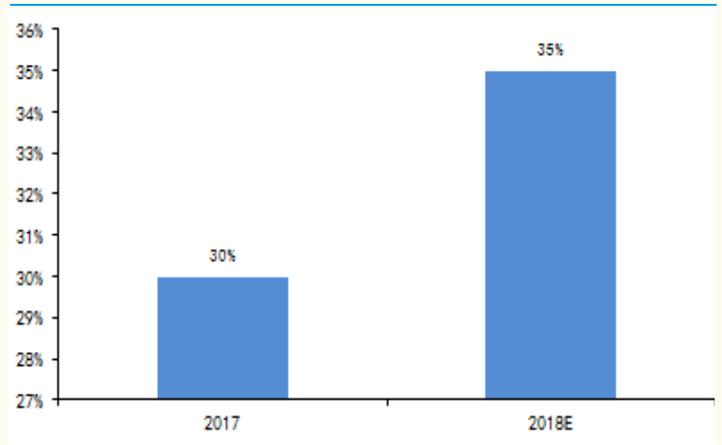
(3) 提高超级大单品占比。2018 年将继续把资源倾斜在 52 度内参和高度柔和红坛酒鬼酒两大单品上面。2017 年两大单品占比高于 30% (预估 31.5%)，我们预计 2018 年将会持续提高，保守预估占比将达到 35%。

图表 23: 2018 年酒鬼酒 SKU 目标降低到 75 个



来源: 公开资料, 国金证券研究所

图表 24: 2018 年内参+高柔红坛占比将继续提升



来源: Wind, 国金证券研究所

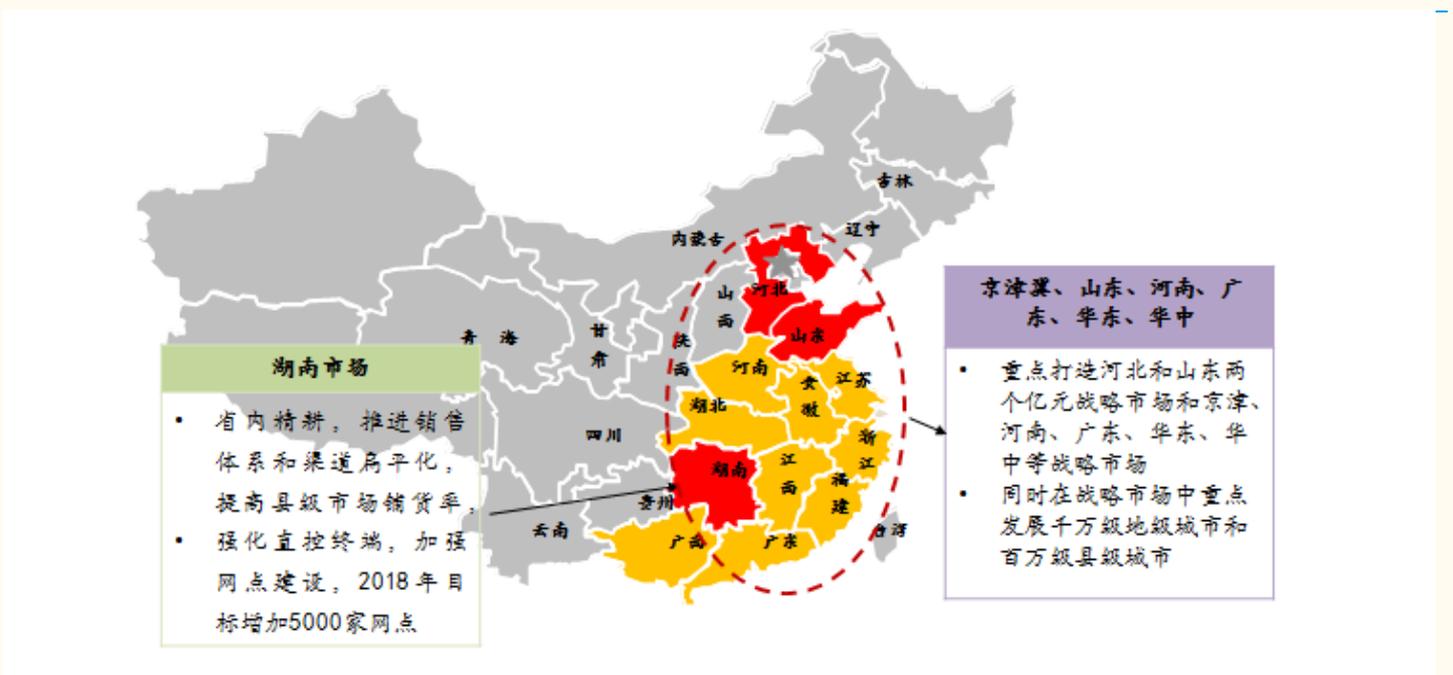
■ 持续市场渠道建设。酒鬼酒在市场渠道建设上面主要延续举措有:

(1) 将湖南省作为核心市场发展，继续省内精耕，推进销售体系和渠道扁平化，渠道下沉提高县级市场铺货率，同时强化直控终端，加强网点建设，2018 年目标增加 5000 家网点;

(2) 省外重点打造河北和山东两个亿元战略市场和京津、河南、广东、华东、华中等战略市场，重点发展千万级地级城市和百万级县级城市;

(3) 市场费用将侧重于核心市场、战略市场以及核心大单品进行集中和定向投放，提高费效比。我们预计，在份额较为分散的湖南市场，以酒鬼酒品牌力为内核，以市场渠道推进为驱动力，2018 年酒鬼酒必将持续维持较高增长。

图表 25: 酒鬼酒市场渠道建设策略



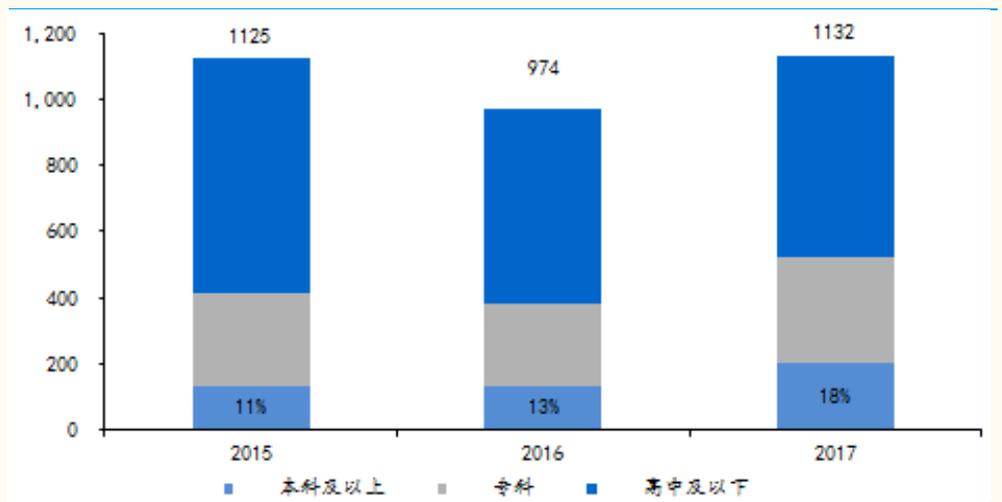
来源: 公开资料, 国金证券研究所

(4) 继续开拓线上销售，迎合白酒线上高速发展态势。据 21 世纪经济研究院联合京东发布的《2018 年线上酒业消费报告》显示，2017 年酒水市场线上保持 50% 以上增速，因此酒鬼酒不能放弃线上市场。2016 年新管理层开始大力推进线上渠道开拓，与京东、天猫、酒仙网和腾讯合作，逐步引入以线上销售为主的经销商，目前在前十大经销商中数量接近一半，这些经销商在 2017 年实现收入迅猛增长，约占总收入 10%。2018 年将继续高速增长，我们看好酒鬼酒线上渠道发力，预计增速将高于行业平均水平。

- **持续品质、营销和人才建设。**品质是食品企业之魂，2013 年酒鬼酒如无塑化剂风波，也不会业绩下滑严重至难以恢复。近年酒鬼酒加强了品控，在品质端不断探索消费者喜好和适宜口感，引入现代化设备提升工艺，持续改进酒质，并推出新产品迎合消费者，也不断升级优化重点产品包装，提升消费者购买体验。这方面是中粮酒业各事业部统一要求（要求以消费者需求为导向，深入研究中国消费者的喜好和适宜口感，不断创新产品口感，改善产品品质，提升产品力），同时也是酒鬼酒长期战略的产品保障。

在营销方面，2018 年酒鬼酒将重点针对核心消费群，采取体验式营销，包括旅游文化传播、品鉴会等方式进行精准营销，比如“证券圈”等。人才建设方面，持续引进专业化、市场化的营销策划及品牌管理人才，同时提高人才队伍综合素质能力。2017 年酒鬼酒员工总数 1,132 人，其中本科及以上占比 18%，相比 2015 和 2016 年已经分别提升了 7ppt 和 5ppt，我们认为这一比例在 2018 年还将继续提升，人才队伍结构不断优化和人才建设基础不断夯实将有助于酒鬼酒走的更远。

图表 26：2015-2017 年酒鬼酒员工学历结构



来源：Wind，国金证券研究所

### 2.3 分层推行绩效与超额利润分享机制，促进全员加速中

酒鬼酒并入中粮集团后在人力薪酬体制上面最开始与中国食品进行接轨，超额利润分享机制是中粮集团针对下属各单位管理层实行的年终业绩考评机制，决定各单位管理层是否有可能分享公司超额的利润。酒鬼酒高管层也享受这样的机制。

一般来说，酒鬼酒内部员工年度薪酬以基本工资+绩效奖金作为全年总收入，如果本年公司业绩达到一个“标准”后，高管人员还将获得一定比例超出的利润作为奖金。这部分奖金的获取数量与每位高管岗位责任权重、对标公司薪酬水平有直接关系。2018 年将继续进行激励机制改革，分层推行绩效与超额利润分享机制，我们分析认为会扩大覆盖范围，让更多员工加入此机制，激励公司员工加速创造效益。由于从 Q1 业绩来看，全年有望达到超额利润分享的“标准”，我们认为此激励机制如能如期推行，将会极大程度提高全员干劲，促进全年业绩再创新高。

图表 27：酒鬼酒高管绩效与超额利润分享机制

薪酬发放对象	发放标准	发放原则
高级管理人员	全年薪酬=基本薪酬+ 年终奖励薪酬  年终奖励薪酬=工作绩效 奖金+超额利润分享	与公司整体业绩挂钩，体现薪酬与公司发展规模和经营水平相符，体现绩效与超额利润分享
		与其岗位风险大小、责任大小挂钩，体现薪酬与岗位价值和履行责任义务相符
		与其岗位绩效挂钩，体现薪酬发放与年度业绩成效相符
		体现个人学识水平和专业技能
		参照同类行业、同类地区、同等规模公司报酬平均水平确定薪酬总体水平
		短期与长期激励相结合的原则，体现薪酬与公司持续发展的目标相符
		激励与约束相结合的原则，体现奖罚分明

来源：公司公告，国金证券研究所

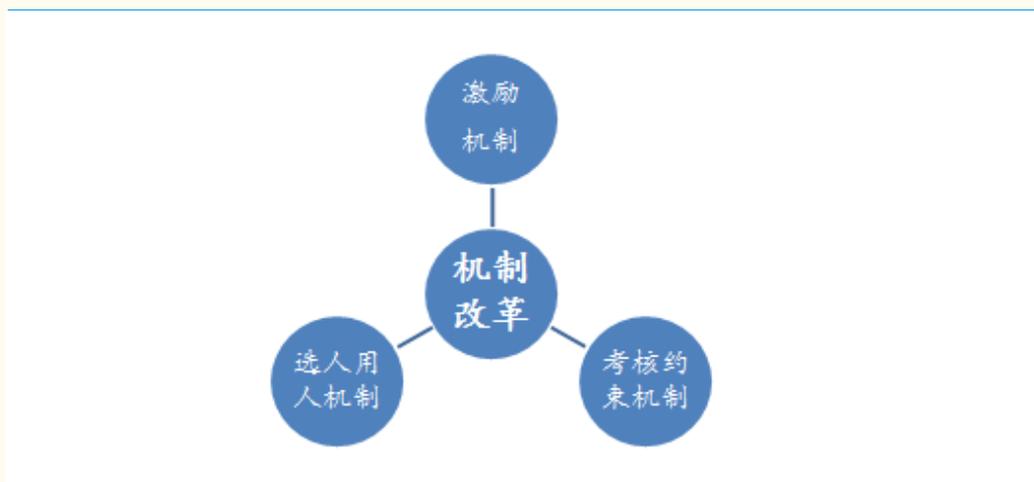
### 三、2020 年酒鬼酒发展多方看点，预期有望实现

酒鬼酒作为中粮酒业白酒业务板块唯一企业，受中粮酒业平台——中粮酒业垂直管理，而中粮酒业受中粮集团管理和考核，所以酒鬼酒业绩直接关系到中粮酒业被集团考核的业绩。在中粮酒业制定的 2020 年战略规划中，酒鬼酒是其重要的组成部分，因为酒鬼酒是中粮酒业主要的利润贡献部门。因此中粮酒业高层必将更多侧重酒鬼酒的未来发展。我们认为酒鬼酒 2020 年将具备多方看点。

#### 3.1 改革逐步调整人力机制，全新酒鬼呼之欲出

2015 年中粮集团掌控酒鬼酒后，在中国食品有限公司层面推进与酒鬼酒体制机制对接，包括制度、各部门流程梳理、IT 系统、销售体系协同等。但伴随中粮集团国企改革深入，体制调整将进入“深水区”，未来酒鬼酒将全面推行和加快公司人力方面机制改革，包括激励机制、考核约束机制、选人用人机制的创新和改革，建立以绩效和价值为导向的长效机制。

图表 28：酒鬼酒人力机制改革逐步进行



来源：Wind，国金证券研究所

具体来讲，激励机制中将更多侧重为员工按贡献取酬，以贡献作为薪水制定标准，加大这部分因素的权重，同时设计机制分享增量利润，将其有机纳入激励机制中，激发员工潜力。考核约束机制将全面设计结果考核和过程考核有机结合模式，被考核者层级越高越侧重结果考核，被考核者层级越低越侧重过程考核，加强对一线业务团队的过程考核。一线业务团队过程考核的重要性即在于加强了过程考核，结果便是自然而然。人才选拔将加大市场化竞聘，淘汰不胜

任的经理人和员工，这将在极大程度上调整人员素质结构，提高人员综合能力。

我们认为，酒鬼酒作为老牌酒企，人才建设和各项机制改革调整将逐步优化现有团队战斗力，激发团队活力，将其未来发展打下坚实的基础，2020年前我们期待一个全新的酒鬼问世。

### 3.2 预期产品结构不断优化，推进收入利润持续增长

酒鬼酒近年收入和利润持续增长的最重要推手便是推动了产品结构的优化，提高了中高端产品（内参+酒鬼系列）的占比，并且由于集中精力做大做强中高端产品中的超级大单品，费用投放更加精准，销售策略更加清晰，因此推动了收入的有力增长。另外，由于中高端产品毛利率较高，因此占比提高后，在销售费用率下降的基础上提高了净利。我们认为在酒鬼酒稳定的管理层战略和策略下，2020年前酒鬼酒中高端产品占比仍会持续上升。

从收入端来看，由于行业次高端扩容仍在继续，我们预计酒鬼酒仍存在次高端大单品占比提高空间（2017年酒鬼高柔红坛占比仅为11%），推动整体中高端产品系列占比提高。根据我们预测拆分（见图表34），2018/2019/2020年中高端产品占比将从2017年的86.7%，持续提高到91.0%/91.9%/92.6%，背后的逻辑是量价齐升：中高端占比提高推进均价提升，省内外渠道持续发力推进销量的提升。我们预计公司2018/2019/2020年营收达到12.2亿/16.0亿/20.2亿元，对应增速为39.3%/30.9%/26.2%。

从利润端来看，由于中高端产品占比提升，推进了整体毛利率的增长，我们预计2018/2019/2020年将达到79.56%/81.31%/82.30%。而从销售费用率来看，近年费用投放更加精准，重点市场重点渠道重点产品精确投放，提高了费效比，我们认为这一趋势还将继续延续，预计2018/2019/2020年销售费用率将达到23.5%/23.0%/22.0%。因此，归母净利将由于中高端产品占比提升及费用率的下降持续增长，预计2018/2019/2020年净利润分别为2.69亿/3.86亿/5.31亿元，对应增速为52.5%/43.9%/37.4%。

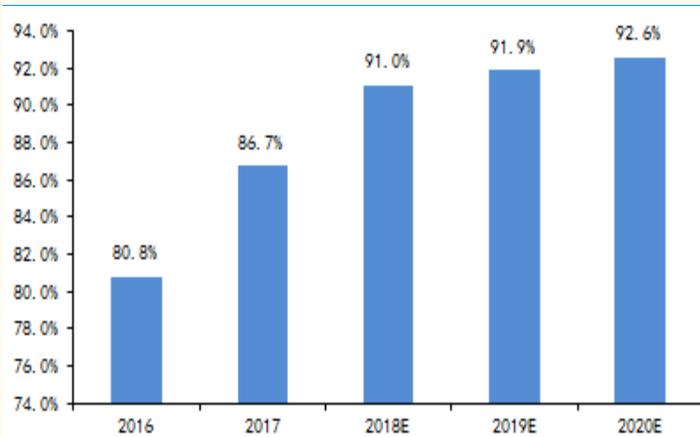
我们认为上述目标有望实现，主要基于：

(1) 从2018Q1业绩增速来看，营收增速46.1%，归母净利增速68.9%，均高于2018年测算增速39.3%和52.5%。另外，酒鬼酒2018年营收/利润目标也不低于此增速，因此我们预计2018年业绩大概率会达到我们的测算数字，为2019-2020年减少任务压力。

(2) 如假设2019/2020年公司未遇到“黑天鹅”事件，经营稳定，再考虑到未来白酒周期影响，我们认为每年营收净利增速或稳步下降，但结合酒鬼酒省内外份额稳步扩张来看，分别保持30.9%/26.2%和43.9%/37.4%是有可能实现的。

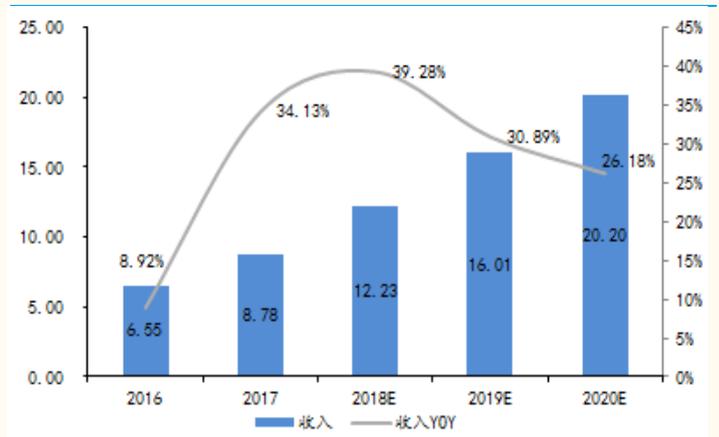
整体来看，酒鬼酒未来三年已经基本没有造成过去业绩波动较大的内部影响因素，管理层稳定，且历史遗留问题不断解决中（2017年底约挽回50%以上经济损失），有望实现业绩更大的提升。

图表 29：预计 2018-2020 年内参+酒鬼系列占比提升



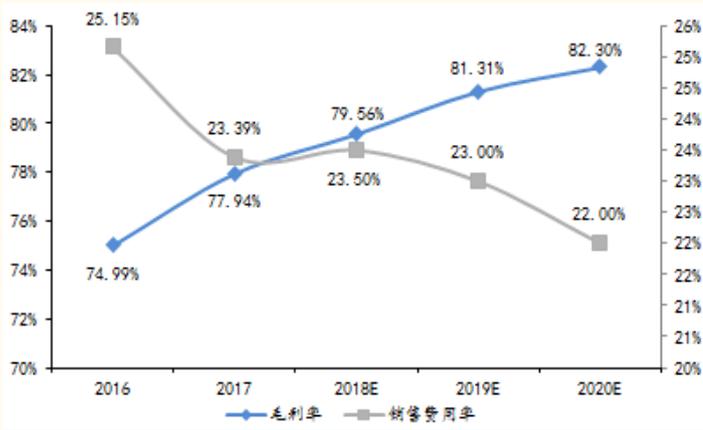
来源：Wind, 国金证券研究所

图表 30：预计 2018-2020 年酒鬼酒收入（亿元）



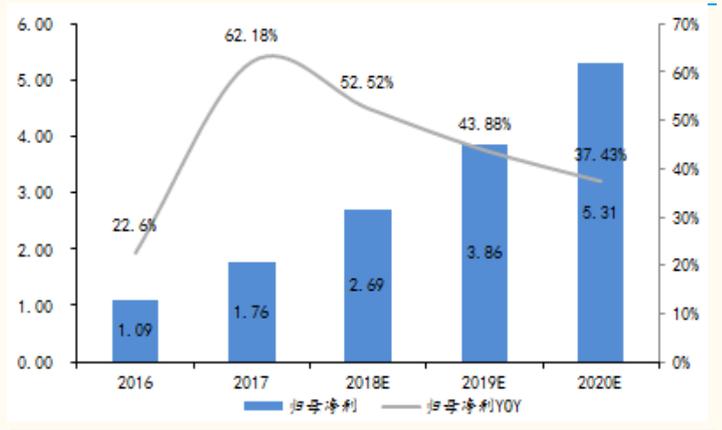
来源：Wind, 国金证券研究所

图表 31：预计 2018-2020 年毛利率与销售费用率走势



来源：Wind, 国金证券研究所

图表 32：预计 2018-2020 年酒鬼酒归母净利润 (亿元)



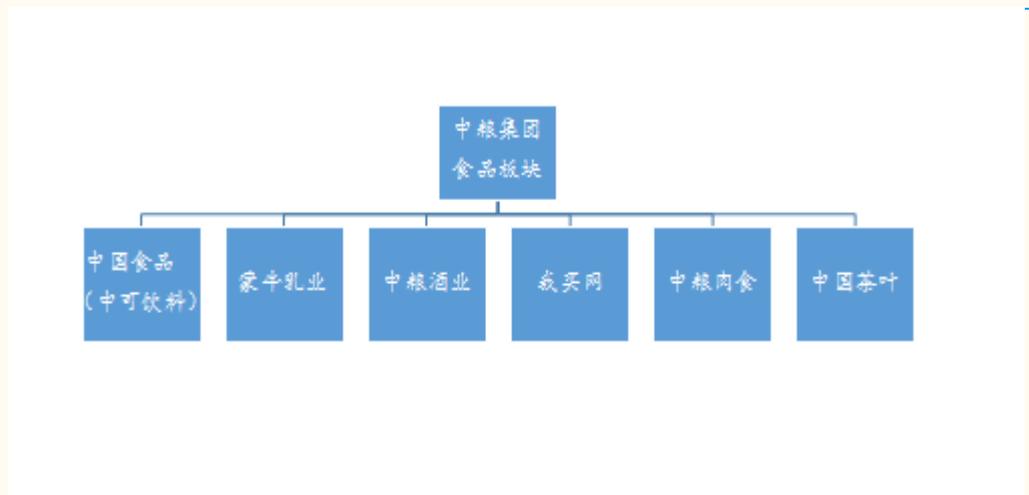
来源：Wind, 国金证券研究所

### 3.3 白酒板块酝酿变化，酒鬼将承担更大责任

酒鬼酒作为中粮集团白酒板块，整体战略方向由集团把控。中粮集团旗下食品业务无论效益如何，大部分在其细分行业内排名前列，如中粮可口可乐饮料公司、长城葡萄酒、蒙牛乳业等，而酒鬼酒在上市白酒企业中规模及利润均靠后，不符合中粮集团对旗下业务板块长远发展的定位。中粮集团一直期待白酒板块壮大，推进旗下食品板块的有力发展。目前就酒鬼酒的规模基数来讲，中短期做大做强仍有较大难度，因此我们认为白酒板块可能仍在酝酿变化。

2018 年新任管理层上任，我们认为可能会加速这种变化，在白酒行业消费升级推动下，乘势而上。我们期待 2020 年前中粮集团或将中粮酒业打造成旗下又一个百亿收入业务板块，而白酒业务作为酒业板块中的重要一环将承担起更大责任，因此我们判断中粮酒业或以外延式扩张方式做大做强白酒业务板块。而酒鬼酒作为中粮酒业目前唯一上市公司平台，有望受益于中粮集团及中粮酒业的扩张战略。

图表 33：中粮集团食品板块公司



来源：Wind, 国金证券研究所

## 四、盈利预测

预计公司 2018-2020 年收入分别为 12.2 亿元/16.0 亿元/20.2 亿元，同比 +39.3%/30.9%/26.2%。

我们认为 2017 年酒鬼酒继续加强改革后，2018-2020 年运营效率将不断提高，产品结构不断优化，将推动公司毛利率不断改善。预计 2018-2020 年酒鬼酒毛利率分别为 79.56%/81.31%/82.30%。

预计公司 2018-2020 年归母净利分别为 2.69 亿元/3.86 亿元/5.31 亿元，同比 +52.5%/42.9%/37.4%，对应净利率分别为 22.0%/24.1%/26.3%，折合 EPS 为 0.827/1.189/1.634 元，对应 2018-2020 年 PE 为 30X/21X/15X，给予“买入”评级。

**图表 34：酒鬼酒主营业务销售预测**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>销售收入</b> (人民币百万)					
内参系列	149.30	176.57	248.06	297.22	350.12
酒鬼系列	376.03	583.43	865.51	1,173.51	1,520.24
湘泉及其他系列	125.13	116.39	109.73	130.50	150.00
<b>销售总收入</b>	<b>650.46</b>	<b>876.39</b>	<b>1223.30</b>	<b>1601.22</b>	<b>2020.36</b>
<b>销售收入 YoY</b>					
内参系列	28.22%	18.27%	40.49%	19.81%	17.80%
酒鬼系列	6.07%	55.16%	48.35%	35.59%	29.55%
湘泉及其他系列	2.19%	-6.98%	-5.73%	18.93%	14.94%
<b>销售收入 YoY</b>	<b>9.62%</b>	<b>34.73%</b>	<b>39.58%</b>	<b>30.89%</b>	<b>26.18%</b>
<b>总销量 (吨)</b>					
内参系列	135.00	140.00	160.00	180.00	200.00
酒鬼系列	1,592.00	1,535.00	1,545.00	1,675.00	1,745.00
湘泉及其他系列	4,540.00	4,143.00	3,850.00	4,500.00	5,000.00
<b>总销量 (吨)</b>	<b>6267.00</b>	<b>5818.00</b>	<b>5555.00</b>	<b>6355.00</b>	<b>6945.00</b>
<b>总销量增速</b>					
内参系列	3.85%	3.70%	14.29%	12.50%	11.11%
酒鬼系列	-9.03%	-3.58%	0.65%	8.41%	4.18%
湘泉及其他系列	-12.89%	-8.74%	-7.07%	16.88%	11.11%
<b>总销量增速</b>	<b>-11.63%</b>	<b>-7.16%</b>	<b>-4.52%</b>	<b>14.40%</b>	<b>9.28%</b>
<b>均价 (元/吨)</b>					
内参系列	110.59	126.12	155.04	165.12	175.06
酒鬼系列	23.62	38.01	56.02	70.06	87.12
湘泉及其他系列	2.76	2.81	2.85	2.90	3.00
<b>均价 (元/吨)</b>	<b>10.38</b>	<b>15.06</b>	<b>22.02</b>	<b>25.20</b>	<b>29.09</b>
<b>均价 YoY</b>					
内参系列	23.47%	14.04%	22.93%	6.50%	6.02%
酒鬼系列	16.60%	60.92%	47.39%	25.06%	24.35%
湘泉及其他系列	17.32%	1.93%	1.45%	1.75%	3.45%
<b>均价 YoY</b>	<b>24.05%</b>	<b>45.13%</b>	<b>46.19%</b>	<b>14.42%</b>	<b>15.46%</b>
<b>毛利率 (%)</b>					
内参系列	91.19%	93.41%	94.50%	95.50%	96.50%
酒鬼系列	76.32%	79.33%	84.56%	86.07%	86.56%
湘泉及其他系列	10.45%	6.48%	6.40%	6.20%	6.00%
<b>毛利率 (%)</b>	<b>67.06%</b>	<b>72.49%</b>	<b>79.56%</b>	<b>81.31%</b>	<b>82.30%</b>
<b>毛利率 YoY</b>					
内参系列	-	2.22ppt	1.09ppt	1.00ppt	1.00ppt
酒鬼系列	-	3.01ppt	5.23ppt	1.51ppt	0.49ppt
湘泉及其他系列	-	-3.96ppt	-0.08ppt	-0.20ppt	-0.20ppt
<b>毛利率 YoY</b>	<b>-</b>	<b>5.43ppt</b>	<b>7.07ppt</b>	<b>1.75ppt</b>	<b>0.99ppt</b>

来源：草根调研，公司公告，国金证券研究所

## 五、风险提示

- **需求下滑。**受宏观经济、政策等因素影响，行业存在需求下滑风险。
- **次高端竞争加剧。**一方面需警惕高端产品价格带及需求下滑对次高端生存空间形成压缩，另一方面需警惕次高端进入企业和产品较多加剧竞争。
- **省内外销售不达预期。**湖南省内渠道下沉和省外扩张需警惕成本投入产出比不达预期。

**附录：三张报表预测摘要**

**损益表 (人民币百万元)**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>主营业务收入</b>	<b>601</b>	<b>655</b>	<b>878</b>	<b>1,223</b>	<b>1,601</b>	<b>2,020</b>
增长率	-	8.9%	34.1%	39.3%	30.9%	26.2%
主营业务成本	-178	-164	-194	-250	-299	-358
%销售收入	29.5%	25.0%	22.1%	20.4%	18.7%	17.7%
毛利	424	491	685	973	1,302	1,663
%销售收入	70.5%	75.0%	77.9%	79.6%	81.3%	82.3%
营业税金及附加	-91	-97	-141	-183	-240	-303
%销售收入	15.2%	14.8%	16.1%	15.0%	15.0%	15.0%
营业费用	-124	-165	-205	-287	-368	-444
%销售收入	20.7%	25.2%	23.4%	23.5%	23.0%	22.0%
管理费用	-101	-93	-118	-147	-176	-202
%销售收入	16.7%	14.2%	13.5%	12.0%	11.0%	10.0%
息税前利润 (EBIT)	107	136	220	356	517	713
%销售收入	17.8%	20.8%	25.0%	29.1%	32.3%	35.3%
财务费用	-1	1	1	8	10	14
%销售收入	0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.6%	-0.6%	-0.7%
资产减值损失	-22	-33	-28	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	11	8	35	5	5	5
%税前利润	11.4%	7.0%	15.2%	1.3%	0.9%	0.7%
营业利润	96	112	229	368	532	732
营业利润率	16.0%	17.0%	26.1%	30.1%	33.2%	36.2%
营业外收支	3	0	0	3	3	3
税前利润	100	112	229	371	535	735
利润率	16.6%	17.1%	26.1%	30.4%	33.4%	36.4%
所得税	-26	-15	-55	-93	-134	-184
所得税率	25.7%	13.3%	23.9%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	74	97	174	279	401	551
少数股东损益	-14	-12	-2	10	15	20
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>89</b>	<b>109</b>	<b>176</b>	<b>269</b>	<b>386</b>	<b>531</b>
净利率	14.7%	16.6%	20.0%	22.0%	24.1%	26.3%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	74	97	174	279	401	551
少数股东损益	-14	-12	-2	10	15	20
非现金支出	61	81	69	32	35	39
非经营收益	7	-2	-39	4	-8	-8
营运资金变动	87	43	21	-25	-22	-31
<b>经营活动现金净流</b>	<b>230</b>	<b>219</b>	<b>225</b>	<b>289</b>	<b>406</b>	<b>551</b>
资本开支	-51	-54	-8	-55	-58	-58
投资	-60	-240	-210	-100	-200	-200
其他	8	8	67	5	5	5
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-102</b>	<b>-286</b>	<b>-151</b>	<b>-150</b>	<b>-253</b>	<b>-253</b>
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	-6	0	0
其他	1	-1	-36	-49	-49	-49
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>1</b>	<b>-1</b>	<b>-36</b>	<b>-55</b>	<b>-49</b>	<b>-49</b>
<b>现金净流量</b>	<b>128</b>	<b>-68</b>	<b>38</b>	<b>85</b>	<b>105</b>	<b>250</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	386	308	342	426	531	781
应收款项	94	59	127	143	187	236
存货	767	763	778	958	1,112	1,294
其他流动资产	197	459	604	705	906	1,107
流动资产	1,444	1,589	1,852	2,232	2,737	3,417
%总资产	63.3%	67.3%	72.9%	76.0%	78.9%	82.0%
长期投资	44	45	50	50	50	50
固定资产	536	489	411	434	451	465
%总资产	23.5%	20.7%	16.2%	14.8%	13.0%	11.2%
无形资产	112	108	92	101	109	117
非流动资产	837	772	690	705	730	753
%总资产	36.7%	32.7%	27.1%	24.0%	21.1%	18.0%
<b>资产总计</b>	<b>2,281</b>	<b>2,361</b>	<b>2,542</b>	<b>2,937</b>	<b>3,467</b>	<b>4,170</b>
短期借款	30	30	0	0	0	0
应付款项	412	373	382	504	629	770
其他流动负债	67	88	148	197	250	309
流动负债	509	491	530	701	879	1,079
%总资产	22.3%	20.8%	20.9%	23.9%	25.1%	25.9%
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	14	15	6	0	0	0
<b>负债</b>	<b>523</b>	<b>506</b>	<b>536</b>	<b>701</b>	<b>879</b>	<b>1,079</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,757</b>	<b>1,865</b>	<b>2,006</b>	<b>2,226</b>	<b>2,563</b>	<b>3,046</b>
少数股东权益	1	-10	0	10	25	45
<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,281</b>	<b>2,361</b>	<b>2,542</b>	<b>2,937</b>	<b>3,467</b>	<b>4,170</b>

**比率分析**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.273	0.334	0.542	0.827	1.189	1.634
每股净资产	5.406	5.741	6.173	6.849	7.889	9.373
每股经营现金净流	0.707	0.674	0.693	0.891	1.251	1.697
每股股利	4.374	0.110	0.150	0.150	0.150	0.150
<b>回报率</b>						
净资产收益率	5.04%	5.82%	8.78%	12.07%	15.08%	17.44%
总资产收益率	3.88%	4.60%	6.93%	9.15%	11.15%	12.74%
投入资本收益率	4.46%	6.27%	8.34%	11.93%	14.99%	17.31%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	54.76%	8.92%	34.13%	39.28%	30.89%	26.18%
EBIT增长率	N/A	27.03%	61.34%	61.76%	45.51%	37.85%
净利润增长率	-190.86%	22.60%	62.18%	52.52%	43.88%	37.43%
总资产增长率	8.26%	3.50%	7.66%	15.55%	18.05%	20.27%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	0.9	0.5	1.4	1.3	1.2	1.1
存货周转天数	1,591.6	1,705.4	1,452.0	1,398.2	1,356.8	1,320.5
应付账款周转天数	116.2	142.3	109.0	100.2	95.8	99.6
固定资产周转天数	321.8	268.7	168.2	126.7	100.5	82.0
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-20.23%	-14.97%	-17.04%	-23.54%	-32.10%	-41.44%
EBIT利息保障倍数	157.2	-216.7	-199.3	-44.7	-52.2	-52.5
资产负债率	22.94%	21.43%	21.09%	23.88%	25.35%	25.88%

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	3	7	8	13
增持	0	3	11	11	15
中性	0	1	4	4	4
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>1.00</b>	<b>1.71</b>	<b>1.86</b>	<b>1.83</b>	<b>1.72</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用;非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH