



Research and
Development Center

馥郁香万里传，高端化迈全国

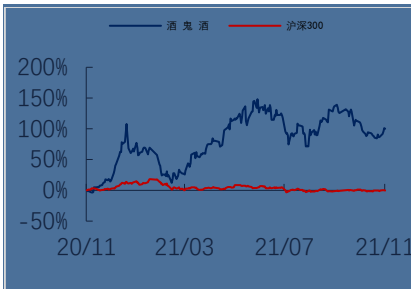
—酒鬼酒(000799)公司深度报告

2021年11月26日

马铮 首席研究员
S1500520110001
mazheng@cindasc.com

相关研究

1. 持续品牌文化输出，全国化高增势头不减
2. 招商进展顺利，价量齐升促高增长

证券研究报告
公司研究
公司深度报告
酒鬼酒(000799)
投资评级 **买入**
上次评级 **无评级**


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	219.69
52周内股价波动区间(元)	272.73-106.00
最近一月涨跌幅(%)	-5.90
总股本(亿股)	3.25
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	713.84

资料来源：信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

馥郁香万里传，高端化迈全国

2021年11月26日

本期内容提要：

- ◆投资建议：中粮赋能公司管理，内参引领品牌复兴。** 经过多次大股东变更，酒鬼酒公司终于在2016年后开启稳定发展，中粮派驻多位集团内部资深高管担任公司核心管理职务，并先后和管理架构、团队建设、薪酬机制、预算管理、市场价格管理和生产标准化管理等方面进行改革，管理效率极大改善。2018年，公司成立内参销售公司，采用股权商模式，制定连续三年翻番的目标并且基本实现，成功树立高端品牌形象，激活品牌势能。用时五年，公司走出低谷，创造营收历史新高，省内不断深耕精细化，省外全国化进程加速，奋力打造“十四五”百亿宏图。我们预计2021-2023年EPS分别为3.04、4.48和6.17元，对应2021年11月25日收盘价（219.69元/股）市盈率72/49/36倍，首次给予“买入”评级。
- ◆馥郁香国标落地，打造内参高端名片。** “多粮颗粒原料、小曲培菌糖化、大曲配醅发酵、泥窖提质增香、洞穴储存陈酿、粮醅清蒸清烧、精心组合勾兑”造就了酒鬼酒特有的馥郁香气。在公司数年的积极推动下，馥郁香正式成为中国白酒第十一大国标香型，赋予公司专属香型赛道。目前，公司拥有酒鬼、内参、湘泉三大品牌，重点打造以内参酒、酒鬼系列酒主导的中高端产品线，加速拓展核心战略大单品的市场占有率和盈利能力。由于酒鬼酒在90年代曾一度是“最贵的白酒”，具备高端酒基因，由此应运而出内参高端产品线；酒鬼系列则以紫坛、红坛、传承、黄坛等为核心产品，布局次高端大众消费价格带。2020年，52度内参酒、红坛酒鬼、传承酒鬼销售占比分别提升到26%、12%和7%，战略大单品已具备雏形。
- ◆厂商联盟，内参销售公司为渠道赋能。** 2018年，全国30多位高端白酒“亿元大商”共同出资成立内参销售公司，负责内参的全国市场运作，形成以酒鬼公司为主导、以核心经销商为主线的联盟共同体。与2010年成立的湖南销售公司不同，内参销售公司在股权层面没有酒鬼酒公司参与，且经销商持股更加扁平。这种模式下，酒鬼酒公司给内参销售公司的出厂价较低，内参销售公司再以统一战略价销售给经销商，渠道推广费由内参销售公司承担，费用投放不再需要酒鬼酒公司审批，灵活性大幅提升，渠道推力明显增强。同时，股权经销商还拥有分红收益，销售费用使用效率与内参销售公司利润直接相关，价盘稳定性提升，乱价行为减少。正是在厂商共同发力下，内参高端品牌打响，规模快速提升。
- ◆推动“文化酒鬼”建设，构筑品牌核心价值。** 公司自成立以来就拥有文化名酒基因，三大品牌湘泉、酒鬼及内参均由艺术大师黄永玉独家设计包装。中粮入主后，公司依托于优质央企资源持续赋能品牌价值，发布“全力打造中国文化白酒第一品牌”和“将内参酒打造成中国四大高端白酒品牌之一”的战略愿景。在营销层面，公司高举高打，通过央视节目冠名、国事活动亮相提升品牌知名度；同时通过“名人堂”、内参酒价值研讨会、“馥郁荟”，开展精准圈层营销，向市场持续传递馥郁之美、实现内参酒与核心消费者的长效沟通，持续提升酒鬼酒、内参品牌价值。
- ◆展望未来，省内深耕精细化，全国化进程加速，“十四五”奋力实现百亿宏图。** 2020年末，公司在经销商大会上提出销售目标要突破30亿，跨越50亿，争取迈向100亿的愿景，并打造“1379”战略规划，助力“十四五”期间高质发展。通过近年来的深耕细作，公司在省内已基本

实现扁平化布局，本土市场体量仍有较大提升空间；2021 年，凭借馥郁香口感的独特性及内参高端形象的市场认可，公司省外招商加快，在河南、河北、山东、广东已形成一定氛围及复购动销，全国化正在加速。

◆**股价催化剂：**次高端市场扩容

◆**风险因素：**宏观经济不确定风险；市场开拓不及预期风险；行业竞争加剧风险

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,512	1,826	3,389	4,662	6,020
增长率 YoY %	27.4%	20.8%	85.6%	37.6%	29.1%
归母净利润(百万元)	299	492	988	1,455	2,003
增长率 YoY%	34.5%	64.1%	101.0%	47.2%	37.7%
毛利率%	77.8%	78.9%	82.4%	83.5%	84.7%
净资产收益率 ROE%	12.3%	17.2%	28.4%	32.4%	33.7%
EPS(元)	0.92	1.51	3.04	4.48	6.17
市盈率 P/E(倍)	38.89	103.44	72.25	49.06	35.63
市净率 P/B(倍)	4.79	17.80	20.53	15.89	12.02

资料来源：万得，信达证券研发中心；股价为2021年11月25日收盘价

目录

投资逻辑:	6
1. 历史复盘: 几经波折, 馥郁香再度起航	7
1.1 1956-1996年: 品牌溯源悠久, 积淀深厚名誉	7
1.2 1997-2002年: 上市后风光一时, 盲目扩张致经营失控	8
1.3 2003-2006年: 成功集团经营不善, 公司濒临退市边缘	8
1.4 2007-2012年: 中糖开启品牌复兴, 重现酒鬼风光	9
1.5 2013-2014年: 行业调整叠加黑天鹅, 经营遭受重创	12
1.6 2015年至今: 中粮入主, 精细化管理全面开启	13
2. 核心优势: 高端产品战略, 渠道改革+拓展助力成长	14
2.1 馥郁香工艺标准化, 正式确立国家标准	14
2.2 产品结构持续优化, 聚焦打造高端战略产品	15
2.3 打造“文化酒鬼”, 品牌营销构筑核心价值	18
2.4 厂商联盟, 内参公司为渠道赋能	19
2.5 持续深耕省内市场, 全国化进程加速	21
3. 展望十四五: 产能扩建有保障, 争取迈向百亿	22
4. 盈利预测和评级	23
4.1 盈利预测及假设	23
4.2 投资评级	24
5. 风险提示	24

表目录

表 1: 2009-2010 年初, 酒鬼酒大举扩张全国市场	10
表 2: 中粮派驻多位内部高管, 加强酒鬼酒管理改善	13
表 3: 馥郁香型国标落地之路	15
表 4: 酒鬼酒文化营销之路	19
表 5: 省内市场建设发展历程	21
表 6: 省外市场建设发展历程	22
表 7: 公司收入预测	23
表 8: 可比公司盈利及估值对比	24

图目录

图 1: 酒鬼酒发展历程	7
图 2: 1998 年酒鬼酒利润行业第二	8
图 3: 1997 年香港回归限量产品	8
图 4: 2007 年内部整合, 员工数大幅缩减	9
图 5: 中糖控股后的大变革	9
图 6: 中皇对酒鬼酒的渠道支持	10
图 7: 2011 年构建三大营销中心, 加快省内深耕与省外扩张	11
图 8: 2011-2012 年, 公司省内外深耕收效	12
图 9: 2009-2012 年, 酒鬼与湘泉共同快速增长	12
图 10: 2009-2012 年, 公司经营实现爆发式增长	12
图 11: 2013-2014 年, 公司经营遭受重创	12
图 12: 2018 年, 酒鬼酒正式并入中粮酒业版图	13
图 13: 湘西生态环境优势	15
图 14: 2013-2014 年, 公司经营遭受重创	15
图 15: 酒鬼价格带及产品定位	16
图 16: 2015-2017 年, 公司 SKU 数量大幅缩减	16
图 17: 产品结构持续优化	16
图 18: 内参、酒鬼系列保持高毛利率水平	17
图 19: 公司盈利能力稳步提升	17
图 20: 2020 年, 红坛酒鬼在省内外分产品运作	17
图 21: 2021 年, 内参换新三大亮点	17
图 22: 酒鬼酒公司近年产品战略	17
图 23: 老酒兑换规则	18
图 24: 内参年份酒回购价格体系	18
图 25: 黄永玉先生作独家包装设计	18
图 26: 公司销售费用率较高	19
图 27: 酒鬼酒品牌价值逐年提升	19

图 28: 内参销售公司部分股权结构	20
图 29: 内参酒销售运作模式	20
图 30: 内参系列收入逐年高增	20
图 31: 2021 年, 内参销量预计接近千吨	20
图 32: 公司招商进程加快	21
图 33: 公司省内外发展齐头并进	21
图 34: “1379”战略规划	22
图 35: 公司“十四五”百亿目标	22
图 36: 公司产销保持动态平衡	23
图 37: 公司厂区俯瞰图	23

投资逻辑：

随着馥郁香国标落地、内参扎稳高端赛道，酒鬼酒在 2021 年实现超越预期的高速发展。市场担忧，公司今年招商铺货式发展未形成动销复购，2022 年增长或出现明显降速。

我们认为，公司为保证战术执行不变形，2022 年可能不会制定过高的基础增长目标，但提供一定的超额激励，存在超预期增长的可能性。内参配额的稀缺性吸引了大商的参与，省外渠道推力有保障，目前在河南、河北、山东、广东已形成一定的馥郁香消费氛围及复购动销，但当前全国化程度仍较低，具备持续的招商增长逻辑。

回顾过去，品牌底蕴厚，中粮带来管理改善，公司绝地反击。2014 年中粮入主以来，率先从管理架构、团队建设、薪酬机制、预算管理、市场价格管理和生产标准化管理等方面进行改革，加强品牌梳理，构建复兴底层逻辑：缩减 SKU 聚焦核心单品，强调内参酒高端定位，股权商模式增强渠道推力，推动馥郁香国标落地，独占特殊香型赛道。通过五年时间，酒鬼酒公司走出低谷，创造营收历史新高。

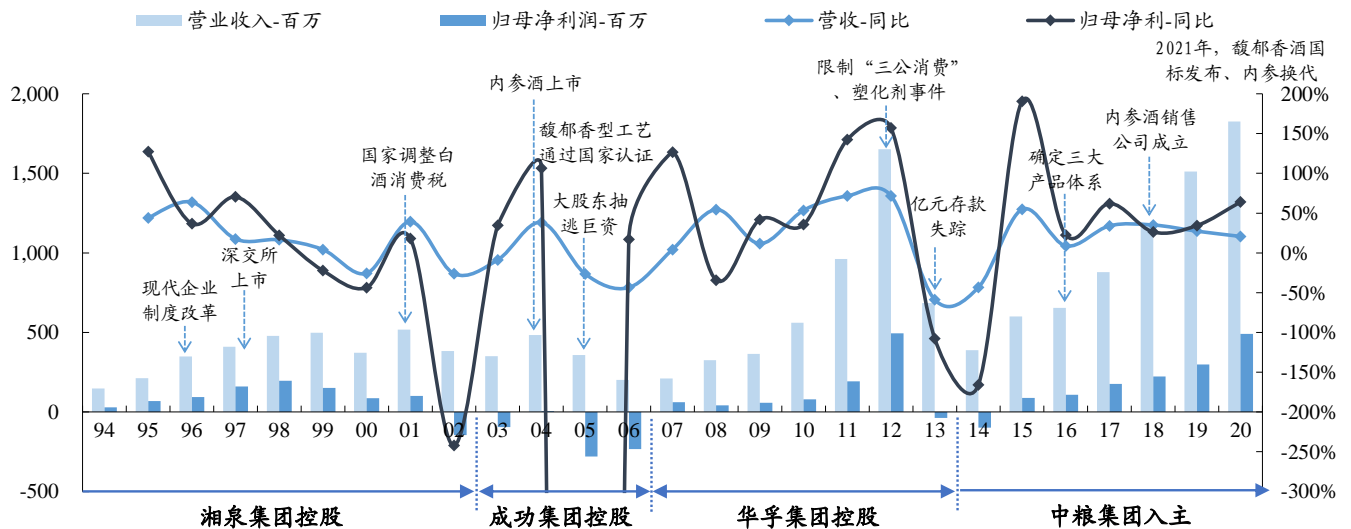
具备高端稀缺品牌，大商参与度高，全国化推力强。在 90 年代，酒鬼酒曾一度是“最贵的白酒”，拥有高端酒基因。由黄永玉大师联袂命名设计，内参高端品牌应运而生。中粮入主后，意将内参酒打造成中国四大高端白酒品牌之一。2018 年，公司采用股权商模式，通过灵活的费用投放和收益分红，激发经销商活力，快速做大内参规模，制定连续三年翻番的目标并且基本实现。随着内参高端定位的认可度不断提升，凭借高端品牌的稀缺性，内参吸引了一批大商参与，对其全国化提供更强的推力保障，并带动起酒鬼酒的全国消费氛围。

中长期来看，酒鬼酒在省内深耕布局后，仍具量增空间，省外全国化程度较低，招商扩张可持续。当前，公司在省内已基本实现扁平化布局，但作为湖南本土第一名酒，其市场份额占比与其他省酒在大本营市场的表现仍有较大差距。2020 年，公司通过红坛酒鬼换代，对经销商结构进行优化，品牌使命感增强，未来可依靠厂商合力扩大市场份额。内参的省内销售规模接近国窖，次于五粮液，配额控制较为严格，渠道利润极具竞争力，具备继续做大的基础条件。虽然今年以来，公司在省外招商扩张进程较快，但主要氛围市场集中在河南、河北、山东、广东，全国覆盖程度在全国化次高端名酒中较低。2021 年，公司在安徽、江苏、上海、福建等市场加快布局运作，作为省外第二梯队市场，或在大商的助推下，加强消费氛围培育，做稳做实，并继续开拓其余省份的招商布局，享有持续的招商扩张红利。

1. 历史复盘：几经波折，馥郁香再度起航

酒鬼酒股份有限公司位于湖南省吉首市，由始建于1956年的湘西第一家作坊酒厂吉首酒厂发展而成，并于1997年7月在深圳证券交易所上市。公司依托“地理环境的独有性、民族文化的独特性、包装设计的独创性、酿酒工艺的始创性、馥郁香型的和谐性、洞藏资源的稀缺性”六大优势资源，形成“内参”、“酒鬼”、“湘泉”三大品牌矩阵，主导产品内参、紫坛、红坛、黄坛等，在高端及次高端市场均享有一定份额。公司销售市场主要在湖南大本营市场及京津冀、山东、河南、广东、华东等省外重点市场，其品牌张力及馥郁香特色香型推动其加快全国化布局。

图 1：酒鬼酒发展历程



资料来源：Wind，信达证券研发中心

1.1 1956-1996年：品牌溯源悠久，积淀深厚名誉

首创馥郁香型，大师设计独特外形。公司前身“吉首酒厂”于1956年诞生在湖南醉乡湘西，也是当地第一家作坊酒厂。1976年初，酒厂成立了名酒研制攻关小组，先后派人到全国的名优酒厂学习取经，最后决定在原料成分上借鉴五粮液，在发酵工艺上借鉴董酒，同时尽量保留湘西传统酿造配方，以湘西香糯米和云雾糯高粱为原料，取龙、凤、兽三眼穿石而出的泉水，采取大小曲结合发酵，于1978年成功酿出了自己的好酒，创立“湘泉”品牌，并于1983年邀请黄永玉大师设计湘泉酒瓶。时任厂长的王锡炳运用名酒、文化与名人三位一体的办法，走文化路线，极大地扩展了“湘泉”品牌影响力。随后，公司延伸推出酒鬼酒产品，兼具“泸型之芳香、茅型之细腻、清香之纯净、米香之优雅”，具有“一口之间即有前浓、中清、后酱”的独特口感。黄永玉为其设计了麻袋状紫砂陶瓶，正面题名“酒鬼”，背面呈现“无上妙品”的印章文字，颇具古典风格。一时间，酒鬼酒与黄永玉的画、沈从文的书、宋祖英的歌并成为湘西对外宣传的四大名片，品牌风光可见一斑。

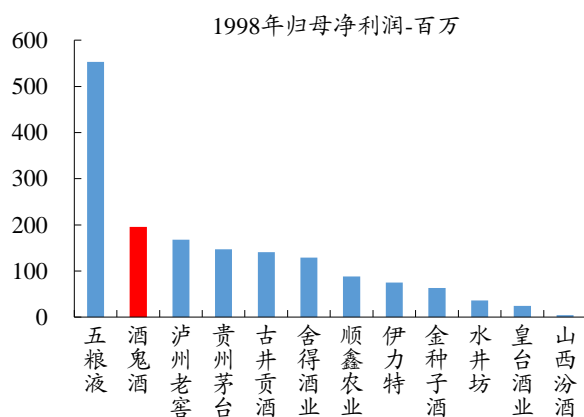
大胆提价，跻身高档酒之列。1988年元旦、春节白酒旺季到来之前，36种国家名酒名烟价格放开，我国经济由计划经济向市场经济转变，酒类市场的活力开始释放。1988年下半年投放市场时，酒鬼酒第一批只投放了5吨酒，一度供不应求，并保持控量挺价的市场策略，跻身高档市场。根据作家郑作时在《酒鬼记》中的描述，1996年“北京西单、王府井等几家大商场，酒鬼酒卖到了280元，在天津则有突破300元的”，而彼时茅台酒也不过200多元，酒鬼酒一跃成为当时“最贵的酒”。1996年，公司成为湖南省50家最早进行现代企业制度改革的企业之一，改制为湖南湘泉集团有限公司，后一年即创立酒鬼酒股份有

限公司并于深交所上市。自此，经历了四十余年的摸索发展，酒鬼酒伴随着深厚的先天名誉问世。

1.2 1997-2002 年：上市后风光一时，盲目扩张致经营失控

利润行业第二，负有盛名。上市当年，酒鬼酒的净利润达到了 1.6 亿元。这一年，酒鬼酒用窖藏 50 年的美酒，为庆祝香港回归祖国限量生产 10000 瓶特制庆功酒，每瓶酒都有特殊编码，且瓶身和包装盒皆有程思远的题字：“天下第一酒”。彼时，酒鬼酒在行业内有着较大的消费基础和话语权，1998 年利润水平一度高过贵州茅台，仅次于五粮液，位于行业第二位。上市叠加品牌深厚积淀，酒鬼酒名声大热。

图 2：1998 年酒鬼酒利润行业第二



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：1997 年香港回归限量产品



资料来源：中国酒投网，信达证券研发中心

渠道变革混乱，厂商矛盾突出。1998 年，酒鬼酒公司开始变革渠道，实行的新销售体系，一改过去由各省代理商经营的做法，在北京、上海等地设立了一些办事处，自己分销。此外，公司还不断提价，挤占经销商利益，与各地经销商的矛盾不断凸显。一边是经销商不满，一边是内部混乱，抢地盘、拼价格甚至不惜赊账。到 2000 年，造成应收账款 7 亿元，存货达 3 亿元，管理失控，市场一片混乱。

盲目扩张业务，陷入困局。随着名气的提升、市场认可度的提高，酒鬼酒市场需求快速扩大，公司开始过度追求规模，涉足资本运作，盲目扩张业务。1999 年以后的酒鬼酒开始向多元化发展，然而在行业产能过剩、市场供大于求的背景下，过宽的产品线不能阻挡酒鬼酒整体销量下滑的趋势。湘泉集团在长沙投资 3.5 亿元建设的湘泉大酒店每年亏损 5000 万元左右；投资常德德山、武陵两酒厂也是连连亏损。因为销售管理不善，公司死账呆账多达 4.3 亿元。2002 年，酒鬼酒为湘泉集团累计提供资金 7.69 亿元，占公司 2001 年末净资产的 59.9%。截止 2002 年底，湘泉集团共占用酒鬼酒公司的资金达 1 亿多元。此外，酒鬼酒公司还为集团提供担保贷款 5082 万元，严重违犯深交所股票上市规则。正是由于上市后盲目扩张，存在大量不规范运作，以及体制改革严重滞后、内部经营管理不善等问题，母公司湘泉集团经营效益大幅下滑，酒鬼酒也开始陷入困境。

1.3 2003-2006 年：成功集团经营不善，公司濒临退市边缘

成功集团违规经营，酒鬼酒连年亏损。2003 年，酒鬼酒母公司湘泉集团因债务问题，分两次转让了手中的酒鬼酒国有法人股，成功集团依靠不法手段获得了酒鬼酒的控股权。但成

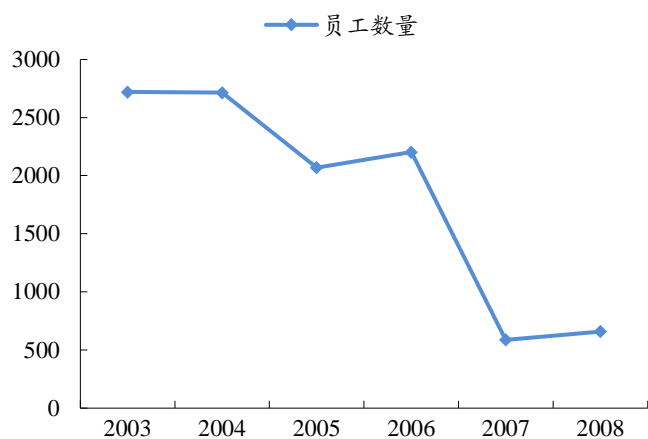
功集团此前缺乏酒类市场生产和管理经验，不仅酒鬼酒固有的问题没有得到解决，生产经营每况愈下，而且因其旗下的关联企业严重亏损，让酒鬼酒备受拖累。2005年，成功集团从酒鬼酒抽逃4.2亿巨资，造成公司上市后的最大财务黑洞并直接导致当年亏损2.8亿元。2005年末，酒鬼酒的负债高达10亿元，其中短期、中期、长期贷款5亿元，债务涉诉金额近3亿元。酒鬼酒因债务无法清偿而被债权人告上法庭，旗下的资产也被司法冻结彼时品牌声誉下挫，生产几近停滞，库存居高不下，经销商数量从高峰期的500多家锐减至50多家，2006年上半年销售额在50万元以上的只有21家。而湘泉集团也因经营管理不善、资不抵债申请破产，最终由当地政府接管酒鬼酒，寻求新的重组路径。

坚持产品锻造，内参酒上市。2004年，一直关注和关心酒鬼发展的黄永玉老先生再次伸出援助之手，为酒鬼酒公司不遗余力地出谋划策，80岁高龄的黄老又设计出不规则的形状、布满褶皱纹理的瓶型，并联袂命名其为“内参”，取内部参读、享用之意。在酒质上，内参也代表了酒鬼的最高水准，采用多年积累的顶级原酒调制而成，产量极其有限，只能实施限量生产，定量销售，如黄永玉大师所言“喝一瓶少一瓶，喝一口少一口”。内参酒上市定价480元/瓶，而彼时茅台酒出厂价为268元/瓶，零售价350元左右，这为酒鬼酒决胜未来的高端市场埋下了重要的种子。

1.4 2007-2012年：中糖开启品牌复兴，重现酒鬼风光

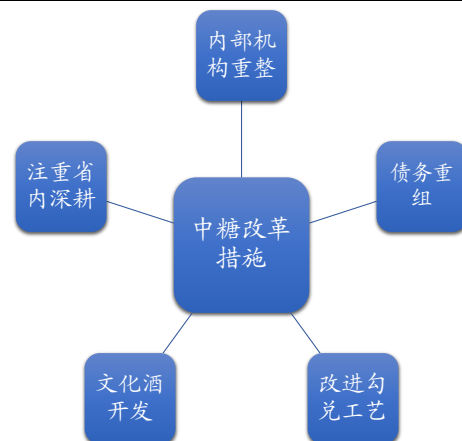
国资加持，公司重回发展正轨。2006-2007年，成功集团、湘泉集团、上海鸿仪持有的酒鬼酒股权分别被司法拍卖。2007年，中糖集团旗下控股中皇有限公司通过拍卖和收购成为酒鬼酒第一大股东，持股31%。中糖集团由华孚集团全资控股，而华孚集团则隶属于国务院国资委，实力和资源丰富。中糖入主酒鬼酒后，进行了大手术：首先是内部机构重新整合，原来上岗的2000多人直线下降到500多人；其二，对债务进行了重组，包括投入1.5亿元还银行的债务；第三是对品牌进行了调整，改进勾兑工艺；第四是在品牌开发上则继续打文化酒品牌；第五是中糖重新调整了销售思路，注重开发湖南本土市场。并且对酒鬼公司未来三年的经营业绩进行了承诺，2007年营业利润不低于800万元，2008年净利润不低于3000万元，2009年净利润不低于5000万元。

图4：2007年内部整合，员工数大幅缩减



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图5：中糖控股后的大变革

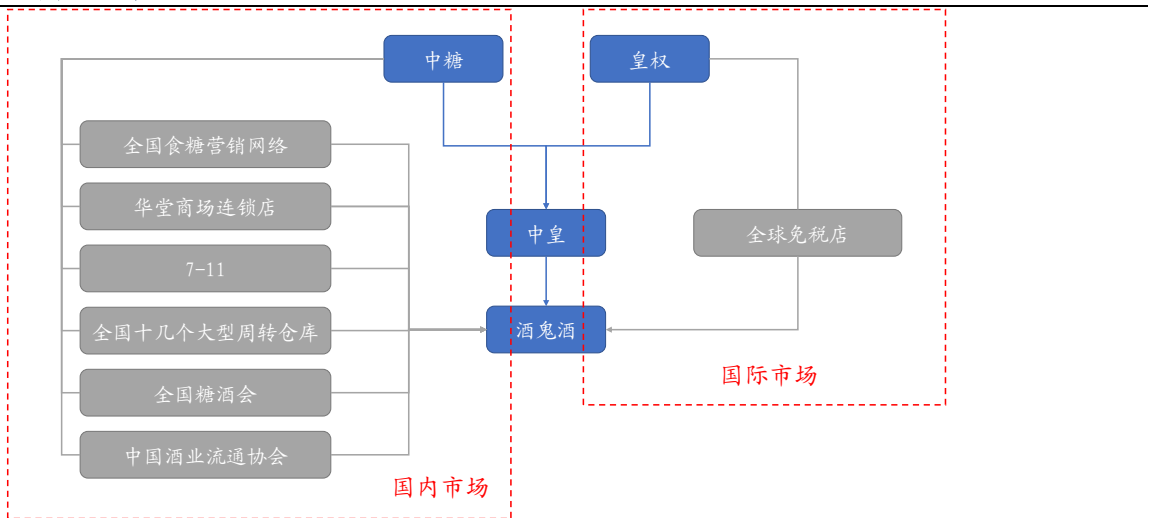


资料来源：信达证券研发中心

依托中糖渠道，聚焦白酒主业。酒鬼酒与中国糖酒达成合作协议，解决终端销售不足的短板，包括直属销售网络支持和连锁店渠道支持。此外，中国糖酒在全国十几个城市所拥有大型周转仓库，酒鬼公司可以按成本价格使用上述仓库，提供物流方面的支持。中国糖

酒同时也协助酒鬼公司在全国设立营销机构或办事处等分支机构，使酒鬼公司逐步建立和完善独立的全国营销体系。并且，酒鬼公司充分利用全国糖酒会、中国酒类流通协会两大平台，全面提升酒鬼酒的品牌形象，高度聚焦主业，专心致志作好白酒产业。

图 6: 中皇对酒鬼酒的渠道支持



资料来源: 信达证券研发中心

徐可强出山执掌酒鬼，进攻全国市场。2009年，被业界称为“渠道变革者”的徐可强出任酒鬼酒总经理；曾成功买断运作五粮液的子品牌“百年老店”的韩经纬成为常务副总经理，全面接管市场营销；五粮液前车间主任曾盛全主管酒鬼酒技术和生产。三人有意合力在酒鬼酒的复兴上大展拳脚。

- 2009年7月，酒鬼酒推出高端新品封坛年份酒系列，洞藏系列产品以及蛰伏多年的老品牌“湘泉”酒系列，从价位到形象，再到广告语，全都进行了较大的调整。与此同时，公司还收回很多包括“小酒鬼”在内的贴牌产品，由公司直接运作管理。
- 此前中糖始终推行聚焦战略，以湖南市场为核心进行深度开发，辅之以山东、安徽等酒鬼酒传统辉煌市场进行适度开发。韩经纬上任后，对酒鬼酒的管理架构重新搭建，原有的市场团队和框架逐渐解体，认可韩经纬经营理念的外部人员陆续进入公司，担任起中层骨干，集中分布于市场、营销等部门。
- 品牌造势上走高调路线，在国内多家平面媒体购买了100个广告版面，同时巨额投放户外广告、区域电视媒体和电影植入广告，趁势发起“以湖南为根据地，打造全国重点市场，继而总攻全国”的招商行动。
- 公司对重点市场采用大客户运作模式和区域性自控终端运作模式，并对引入业外资本和战略投资者。在湖南市场，培育了一批有网络、有实力、有队伍的经销商，同时启动了广东、山东、北京、河北等全国重点市场，成立了湖南片区、山东片区、华北片区、广东片区等全国重点市场作战指挥部。

表 1: 2009-2010 年初，酒鬼酒大举扩张全国市场

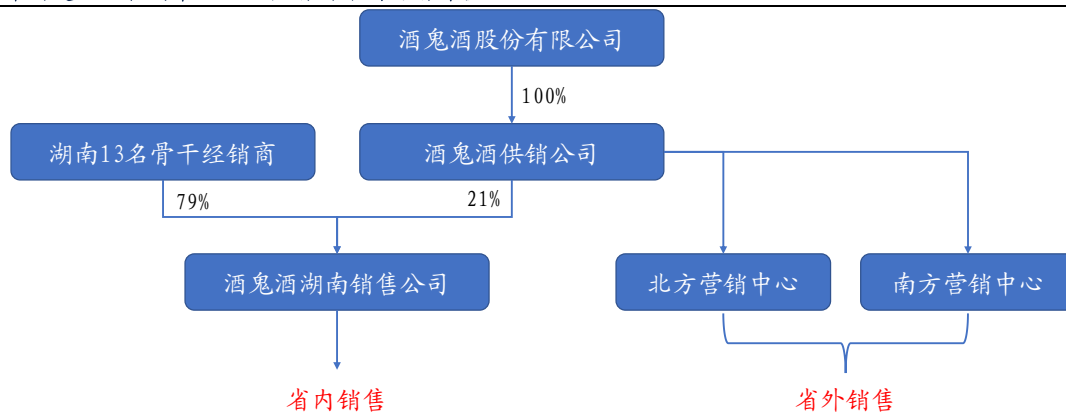
时间	事件
2009.05	珠海首富李健康结盟酒鬼酒，以“买断经营权”方式合作
2009.09	“酒鬼酒苏鲁豫皖经销商”大会在济南召开，催动酒鬼酒发动全国攻势
2009.10	与河南盐业公司、(湖南)大汉控股集团、山西朔州煤矿等达成合作协议，业外资本以合作的方式注入酒鬼酒
2009.11	以5000万元中标央视《焦点访谈》提要后正一条广告等多个版块 斥资1800万元与北京主流媒体《京华时报》达成战略合作协议
2010.03	与北京海福鑫等实力派渠道运营商签署合作协议，客户来自多个外省市场，签约金额在一亿元左右

资料来源: 信达证券研发中心

大股东与管理团队出现分歧，多方利益斡旋。中糖和管理团队的分歧体现在：一是“要不要贴牌”，中糖考虑的是发展贴牌，可以尽快看到销售业绩，管理团队则希望取消贴牌，大量引进业内经销商以实现真正的市场份额；二是“守湖南还是打全国”，中糖认为“只要湖南守住，酒鬼酒就可以生存”，管理团队却坚持全国攻略，而这恰恰建立在大成本消耗上。管理团队一心一意按照大品牌的发展路径在经营市场，但市场需要时间培育，短短 8 个月的时间并不能满足资方对投入产出率的渴求。2009 年，公司营收 3.65 亿，净利润 5848 万，扣非净利润 1531 万，未达成管理层与中糖协定的“2009 年销售额 5 亿，利润 5000 万以上”对赌协议。对于酒鬼酒的发展，中糖还是希望培养出自己的人。面对业绩的拷问，管理团队跟中糖的矛盾不断激化，最终以中糖的经营理念为公司发展的主基调。

保留改革成果，重建管理团队。2010 年 7 月，徐可强辞去总经理职务，其原有改革成果保留，公司组建了以中糖和皇权公司高管人员为核心的管理团队。徐可强执掌酒鬼期间，酒鬼酒高管人数达 30 人，仅经理层就超过 10 人，并配备了 4 名总经理助理，其中 3 名来自中糖，年龄均在 40 岁左右，这些年轻骨干对徐可强团队的企业运作方式较为熟悉，能够合理的批判和学习，弥补中糖对白酒运作经验不足的短处。并且，管理者与资方的利益和思路已经达成一致，围绕“精耕湖南、做透亮点，拓展全国、突出重点，加大促销、活跃终端，整合资源，抢占高端”的营销思路，加大市场推广投入，形成了湖南本土市场、北方市场、南方市场 3 大营销中心的战略格局。

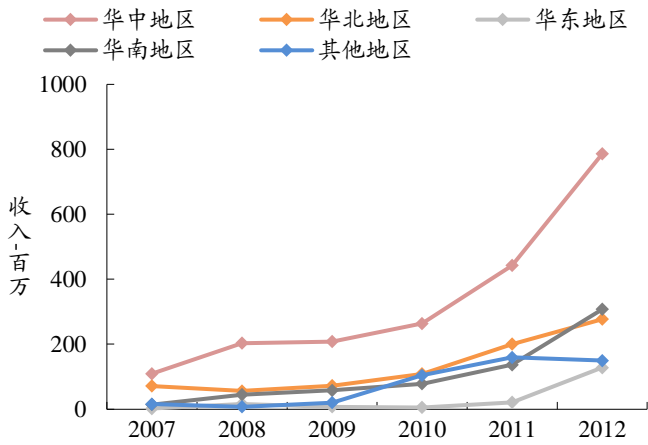
图 7：2011 年构建三大营销中心，加快省内深耕与省外扩张



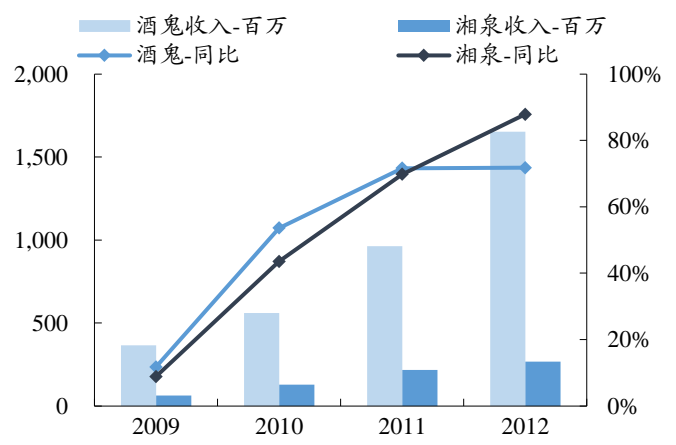
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

成立酒鬼酒湖南销售公司，加快省内市场深耕下沉。2010 年 7 月，酒鬼酒供销公司与湖南省骨干经销商共同出资成立了酒鬼酒湖南销售有限责任公司，实现厂商利益一体化，代替酒鬼酒供销公司在湖南省内的销售职责，加强渠道深耕工作，以服务经销商、服务客户为主。公司在省内重新设立 3 个品牌经理（酒鬼、湘泉、内参）和 7 个大区经理，实行网格化管理：品牌经理主要负责各个片区销售推广活动，大区经理负责各个片区经营。品牌经理和大区经理职能分开，更好的管理市场。全省 136 个县覆盖到位，每个县都有 3-4 个经销商，并且经销商分产品来做。并且，依托湖南销售公司的电子化平台，公司可以在一周内把货发到经销商手上，并监控经销商库存情况，和经销商形成了良性合作，管理效率大大提升。

省外因地制宜，重点实施百强县工程。公司针对省外重点市场，灵活采用不同模式：北方市场采用盛初咨询“1+1+1”的发展模式，即公司出一个人、一级经销商出一个人、分销商再出一个人，三者共同开发市场，达到利益共享、风险共担的运作模式，实施百强县工程，实现渠道快速下沉；广东仍是大招商模式；福建则是与省级平台商一起走专卖店模式。

图 8: 2011-2012 年, 公司省内外深耕收效


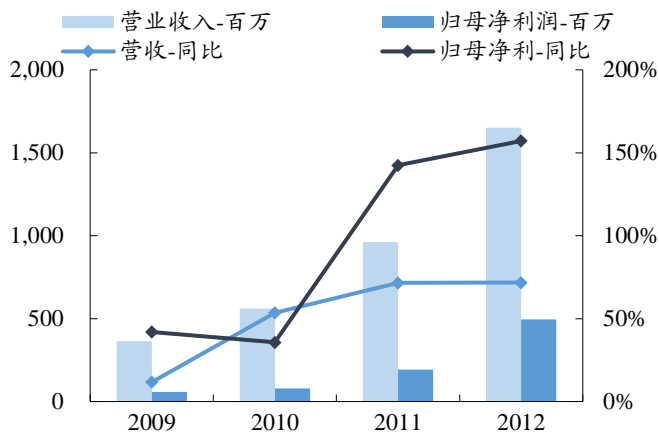
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9: 2009-2012 年, 酒鬼与湘泉共同快速增长


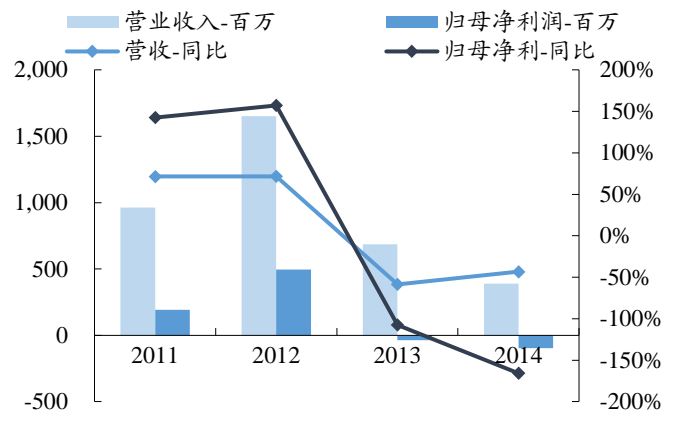
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

品牌独立运作, 多轮驱动业绩提升。公司将品牌分事业部独立运营: 洞藏事业部、内参事业部、酒鬼酒系列事业部、湘泉事业部, 多轮驱动促进业绩提升。2010 年, 公司联合两家北京大商共同出资成立北京京糖酒鬼酒有限公司 (酒鬼酒公司占股 25%), 与经销商利益捆绑, 利用其渠道助推内参在北京市场的销售工作。2010 年, 公司对湘泉系列产品口感进行了调整, 使其在保持原有特色的同时更适合大众口味, 并于 2011 年初抽调骨干正式组建湘泉事业部。2012 年, 公司与珠海塔鑫各出资 5000 万成立的酒鬼洞藏酒销售有限公司, 负责洞藏系列的全国市场运营销售工作。

爆发式增长, 重振旗鼓。在中糖的操盘下, 酒鬼酒凭借之前积累起来的口碑和知名度, 开始重振旗鼓, 在省内外市场均实现快速增长。2009 年, 公司扭亏为盈, 2009-2012 年期间, 公司营收、净利分别增长 5 倍和 12 倍。

图 10: 2009-2012 年, 公司经营实现爆发式增长


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 11: 2013-2014 年, 公司经营遭受重创


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

1.5 2013-2014 年: 行业调整叠加黑天鹅, 经营遭受重创

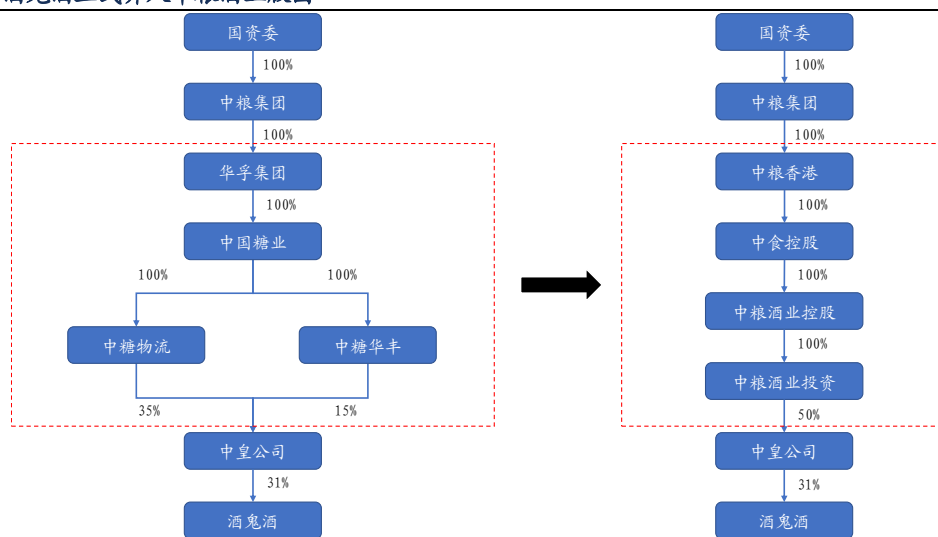
禁酒令+塑化剂风波, 公司经营一落千丈。2012 年下半年, 限制“三公消费”的禁令出台, 政务消费下降挤压行业需求, 渠道动销缓慢, 行业遭遇寒冬。而同年年底, 一篇《酒鬼酒塑化剂超标高达 260%、毒性为三聚氰胺 20 倍》的调查报告刊登媒体宣传平台, 酒鬼酒公司股票紧急停牌。随后湖南质监局检测报告称酒鬼酒送检样品的塑化剂 DBP 含量为 1.04mg/kg, 超过 0.3mg/kg 标准, 且公告称未发现酒鬼酒公司存在人为添加塑化剂的行为。此后, 公司投入 2000 万元对生产包装车间含塑料部件做彻底整改, 整改完毕已得到质监

部门正面的检测结果。虽然此次塑化剂事件严重性低于三聚氰胺事件，但酒鬼酒在市场上的消费信心严重受损，全国销售额均出现大幅下滑，公司经营出现连续亏损，再度带帽。而在 2013 年酒鬼酒在农行杭州分行华丰路支行活期账户里的 1 亿元人民币，分三次被盗转。亿元存款不翼而飞也向市场传递了企业资金管理不善的消极信号，企业市值缩水严重。

1.6 2015 年至今：中粮入主，精细化管理全面开启

央企改革，中粮将酒鬼酒并入酒业版图。2014 年，中粮集团合并同为央企的华孚集团，间接持股成为酒鬼酒的实际控制人。2016 年起，中粮集团为加强各版块间协同效应，实现专业化运营，逐步对旗下酒业资产进行有效整合，将长城葡萄酒、中粮名庄荟国际酒业、酒鬼酒、黄酒等酒类业务划归中粮酒业管理，中粮酒业也成为中粮集团旗下 18 个专业化平台之一。

图 12：2018 年，酒鬼酒正式并入中粮酒业版图



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

管理层趋于稳定，公司内部改善加强。在上市的 24 年里，公司经历了三次大股东易主、12 任（代）董事长、8 人总经理，管理层非常不稳定，经营方针也难以长期有效执行。中粮入主后，派驻多位集团内部资深高管担任公司核心管理职务，并先后和管理架构、团队建设、薪酬机制、预算管理、市场价格管理和生产标准化管理等方面进行改革。随着管理架构及管理团队的改革调整，公司经营效率也进一步提升。

表 2：中粮派驻多位内部高管，加强酒鬼酒管理改善

姓名	职务	任职时间	履历
王浩	董事长	2018.3 至今	1990 年加入中粮集团，在集团及子公司多部门工作过，2006 年任集团财务部副总监，2013 年兼任中粮财务公司总经理，2014 年任集团党组纪检组副组长兼审计监察部总监，2016 年任集团审计与法律风控部总监，2017 年任中粮酒业董事长、党委书记。
郑轶	副董事长	2020.9 至今	2001 年加入中粮集团，先后就职于集团法律咨询部、法律部合同与公司司法部，2014 年任中国食品总法律顾问兼法律部总经理，2016 年兼任特渠部负责人，2016 年任中粮酒业投资有限公司副总经理。
江国金	前董事长	2016.2-2018.2	1989 年加入中粮集团，先后任职于中粮麦芽多地公司总经理、中国粮油控股有限公司副总经理兼啤酒原料部总经理、中粮肉食总经理、中国食品有限公司董事总经理及执行董事、中粮集团行业资深总经理，粮油食品业务及综合管理方面拥有丰富经验和优秀业绩。
李士伟	前副董事长	2018.3-2019.4	2007 年加入中粮集团，2014 年任中国食品进口酒业务部总经理，2016 年任中粮酒业副总经理兼进口酒事业部总经理，2017 年兼任长城酒事业部总经理。

董顺钢	前总经理	2016.1-2020.4	1989年加入中粮集团，在中粮啤酒原料、麦芽公司有丰富工作经验，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。
程军	前副总经理	2020.4-2021.8	2000年参加工作，在中粮长城葡萄酒有丰富工作经验，2018-2020年任中粮酒业长城酒事业部供应链管理中心的副总经理兼中粮长城葡萄酒(蓬莱)有限公司总经理。
李明	前副总经理	2016.1-2019.6	1995年加入中粮集团，先后任职于粮油部门，2007年任厨房食品事业部销售部南区总监，2012年任中国食品有限公司华东大区总经理，拥有丰富的快消品业务及销售团队管理经验。

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

- 团队建设方面**，公司不断优化组织结构，完善用人机制。2020年，公司管理机构由5大中心改组为6大中心、3个部门，其中6大中心分别为综合管理、供应链管理、品牌管理、销售管理（由内参销售管理和酒鬼酒销售管理中心合并而成）、企业文化中心（新增）、技术研发中心（新增），进一步完善公司组织架构，明确管理职责。公司以“从严治企，以奋斗者为本”为理念加强员工培训力度，年度全员培训覆盖率目标为80%以上，提高整体素质；持续引进应届大学生，推行大学生定向培养机制，同时不断完善经理人市场化聘任机制，促使队伍市场化、职业化、年轻化。
- 薪酬激励方面**，公司推进各层级薪酬套改工作，实行积分调薪、正向激励，其中在职能部门、生产车间和销售体系将绩效结果与月度、季度、年度奖金挂钩，实行以业绩为导向的分配机制。根据公司《2020年度公司高级管理人员薪酬方案》，管理层薪酬机制由2019年的“年度绩效奖金+超额利润分享”调整为“基本薪酬+年度绩效奖金+三年任期激励奖金”，其中年度绩效奖金根据公司年度业绩达成、个人考核及贡献核定分配，三年任期激励奖金（2019-2021年）按年度预提，期满后依据考核结果核算发放，此方案更加注重短期与长期激励相结合原则，更好匹配公司持续发展的战略目标。
- 预算管理方面**，公司对费用项目进行精准定额、实时监控、按月考核，实现管理费用和销售费用的精准投放，降低费用率，优化资产结构。
- 价格管理方面**，公司2016年采用“经销价+返利+方案制”模式，严查窜货及低价销售行为；2017年加强线上线下价格管控，严控折现渠道分销政策，减少随货配发现象；2019年将市场秩序管理纳入经销商年度合作组成部分，按市场级别统一产品政策，严控可变费用，强化战略单品市场及线上渠道价格管控；同时专门成立督导队伍，维护市场秩序。
- 生产标准化管理方面**，公司2016年通过中国安全生产科学研究院安全生产标准化一级评审；2017年将质量体系与质量检测队伍建设作为内控管理工作的重点，并于同年荣获“湖南省质量检验诚信示范单位”、“2017年度湖南好产品企业”、“湖南质量信用AAA级企业”称号；2018年馥郁香型白酒列入《饮料酒分类和术语》国家标准，完成馥郁香型白酒国家标准项目立项；2019年自主开发检测新方法，提升产品质量监控能力，在生产车间实行按月绩效考核，推行5S管理，实现全过程管控。

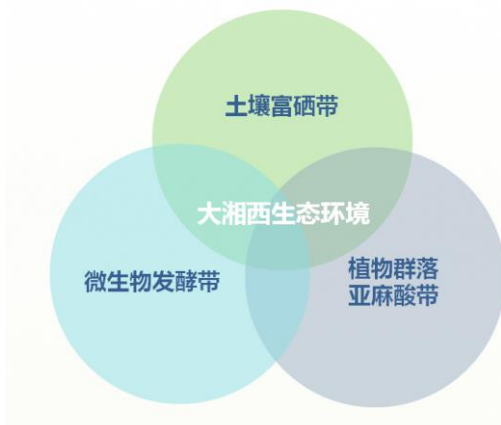
2. 核心优势：高端产品战略，渠道改革+拓展助力成长

2.1 馥郁香工艺标准化，正式确立国家标准

前浓中清后酱，馥郁香别有韵味。得益于湘西独特的生态环境，北纬30度热带湿润季风气候形成当地微生物发酵带，叠加富硒的生态原料和洞藏溶洞等条件赋予酿酒发酵的先天优

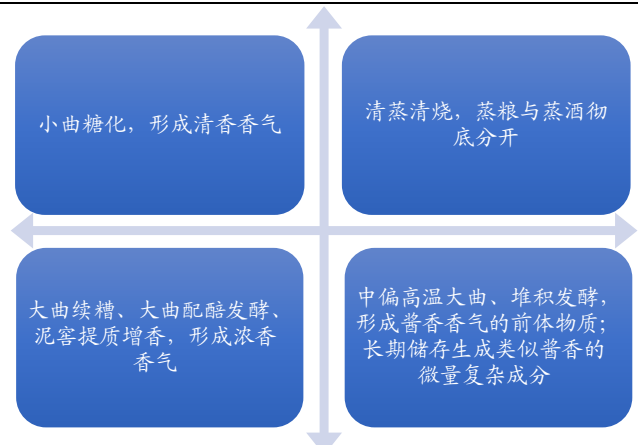
势，伴随着当地民间酿酒工艺的传承发展，酒厂在不断钻研和探索下将大、小曲酒酿酒技术进行融合创新，最终创立 523 馥郁香型白酒酿造技艺，所谓二者为兼，三者为复，馥郁香兼有浓、清、酱三大白酒基本香型的韵味，一口品三香，前浓、中清、后酱。其工艺特征可以概括为：多粮颗粒原料，小曲培菌糖化，大曲配醅发酵，泥窖提质增香，粮醅清蒸清烧，洞穴贮存陈酿，精心组合勾兑。

图 13: 湘西生态环境优势



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 14: 2013-2014 年，公司经营遭受重创



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

馥郁香国标确立，正式成为第十一大国标香型。由于公司起步较晚，生产规模、科研水平、销售额、市场覆盖面等未能达到国家确定独立香型的基本标准和条件，错失了当年国家标准香型的制定机会，被冠以“兼香型酒”分类。1997 年酒鬼酒上市后，随着酿酒工艺的改良和市场影响力的稳步提升，馥郁香型白酒得到正名，2005 年，馥郁香型白酒工艺通过了国家鉴定和认证，并于 2007 年确定了馥郁香型典型风格，随后，馥郁香型酒鬼酒获得“国家地理标志保护产品”认证，品类价值不断释放。由于馥郁香型白酒酿造工艺源于湘西独创，拥有独立的知识产权，故而被列入湖南省非物质文化遗产。2019 年，公司被认可具备制定国标香型“馥郁香型”的资质条件，作为标准制定者联合中国食品发酵工业研究院等参与了《馥郁香型白酒》的国标起草工作。2021 年 3 月，馥郁香型白酒国家标准制定正式落地，馥郁香型正式成为中国白酒第十一大国标香型。

表 3: 馥郁香型国标落地之路

时间	事件
1992 年	湘泉集团组建酒业研究所，并把研究湘泉酒、酒鬼酒的香型申报列为省级科研项目。
1994 年	“湘泉酒香型研讨会”召开，“浓香兼蜜香，馥郁芬芳，醇绵爽净，后味怡畅”等香型特点被总结，会上首次就酒鬼酒、湘泉酒香型名称进行讨论，初步设想为“复合型”或“结合型”
1998 年	湘泉酒长沙酒业研究所成立，开始以课题推动工艺和香型研究。
2005 年	湖南省科技厅在吉首主持召开“酒鬼酒馥郁香型研究”成果鉴定会，经湖南省科技信息研究所查新，馥郁香型白酒成为我国一种创新香型。
2007 年	馥郁香型酒鬼酒质量研讨会召开，馥郁香型白酒“前浓、中清、后酱”的典型风格得到确定。
2008 年	国家质量监督检验检疫总局正式批准将酒鬼酒列为国家地理标志产品。
2019 年	《馥郁香型白酒》国家标准获准立项，国标起草启动会议在北京中国酒业协会召开，《馥郁香型白酒》国家标准起草工作会议在湖南吉首酒鬼酒公司召开，馥郁香型国标雏形初现。
2021 年	《馥郁香型白酒》国家标准正式颁布。

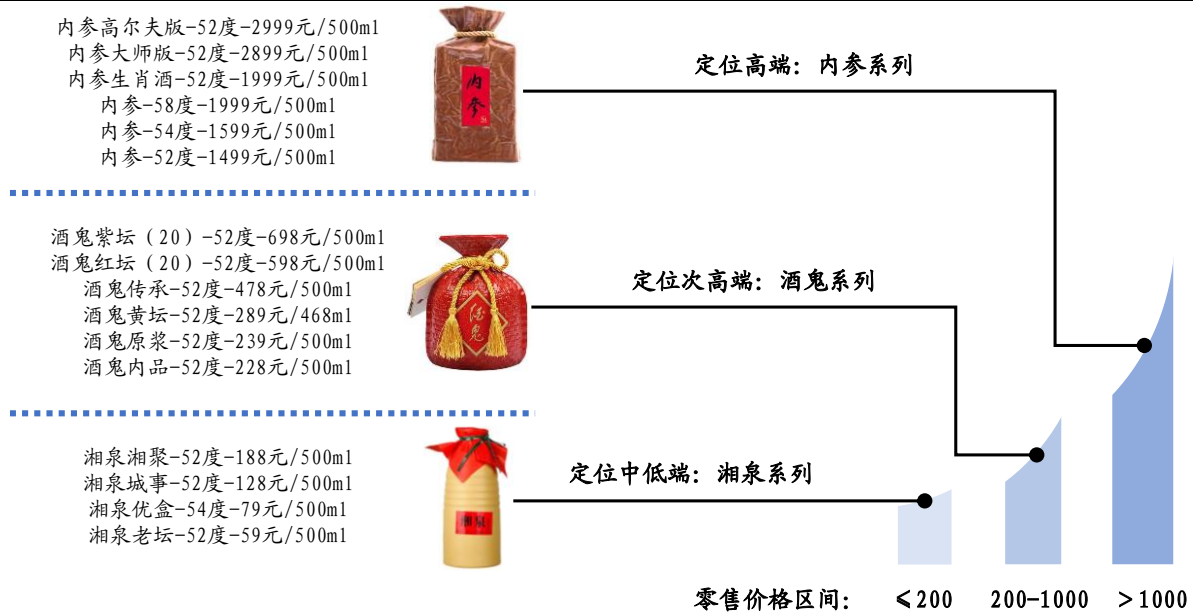
资料来源：信达证券研发中心

2.2 产品结构持续优化，聚焦打造高端战略产品

公司产品画像清晰，推动差异化品牌战略。公司于 2016 年确定了“内参”、“酒鬼”、“湘泉”三大品牌线及八大重点产品，明晰了产品层次划分和价格段定位，主推内参系列渗透高端产品市场，酒鬼和湘泉系列覆盖次高端和中低端市场。依据产品特性和定位的差别，

公司提出“内参”酒系列稳价增量、“酒鬼”系列量价齐升、“湘泉”系列增品增量的三大核心策略。内参酒作为终端价格破千的高档单品，是公司营收的重要增长点。湘泉系列产品价格低廉，未来将进一步在放量的同时注重品质提升。

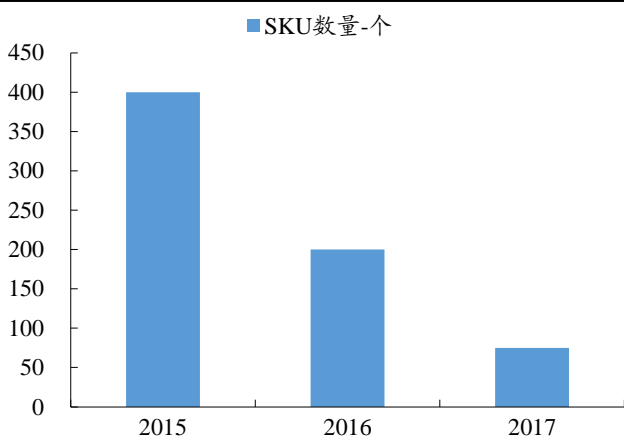
图 15: 酒鬼价格带及产品定位



资料来源: 信达证券研发中心

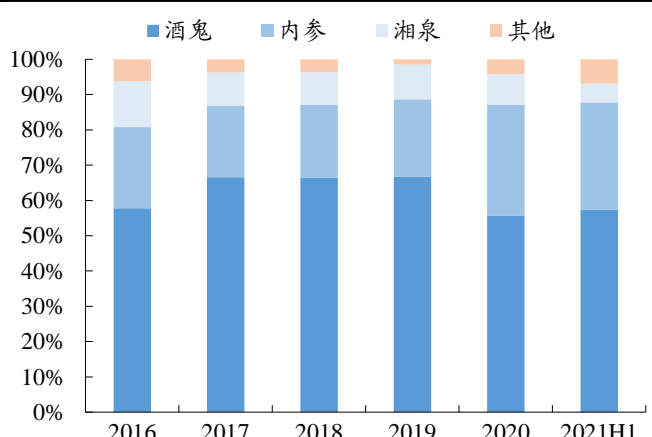
产品结构优化, 品牌形象提升。在中粮控股前十余年, 公司主推中低档产品湘泉系列, 高端产品线空虚, 质量抬升困难。而随着近几年的战略调整和消费端需求升级, 公司确定核心支柱产品和优化产品布局的路径逐渐明晰。2016年, 公司推行“聚焦主导产品, 打造核心大单品”的品牌战略, 有倾向性地分配企业资源。重点打造以内参酒、酒鬼系列酒主导的中高端产品线, 加速拓展核心战略大单品的市场占有率和盈利能力。与此同时, 公司跟进对低端产品线的精简和清理, 控制低端贴牌产品的占比, 通过缩减 SKU 数量来提升平均品质和品牌声誉, 从 2015 年的 400 多个 SKU 缩减至 2020 年的 85 个以内。

图 16: 2015-2017 年, 公司 SKU 数量大幅缩减



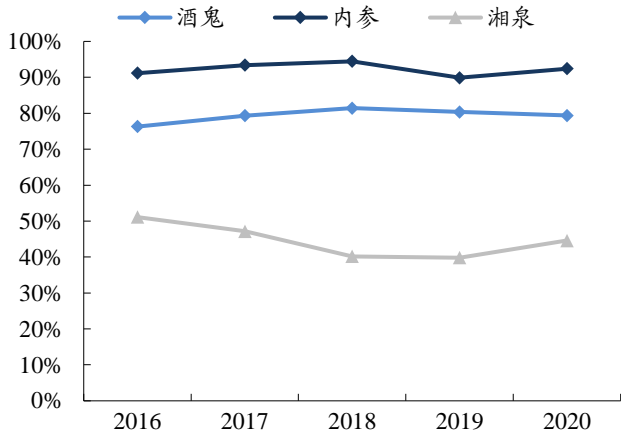
数据来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 17: 产品结构持续优化



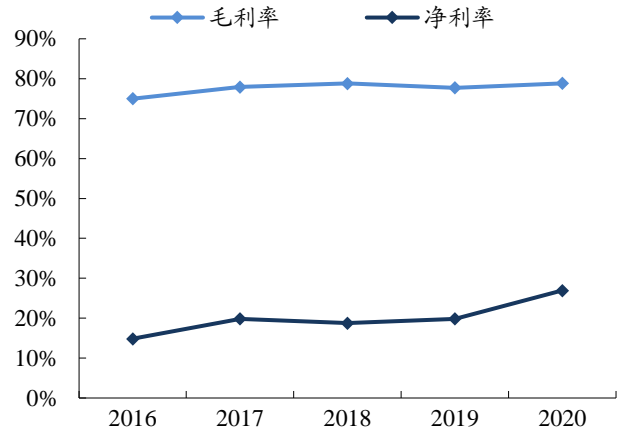
数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 18: 内参、酒鬼系列保持高毛利率水平



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 19: 公司盈利能力稳步提升



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

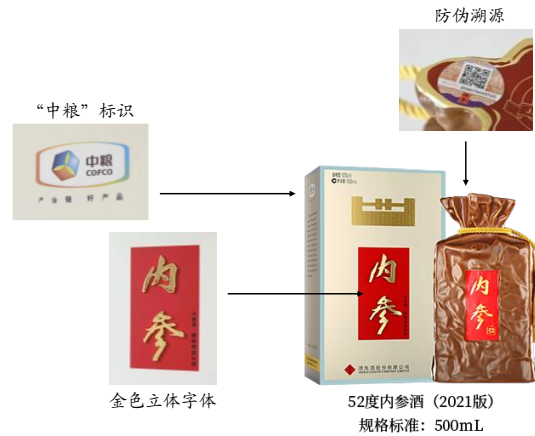
核心产品换代, 中粮背书。2016年, 中粮全面接手酒鬼酒后, 于当年6月对产品进行升级, 推出了“高度柔和”红坛酒鬼, 其成为酒鬼酒产品体系中首款使用中粮背书的产品, 随后也一直是公司核心战略大单品, 帮助企业复苏。2020年, 公司再度推出红坛酒鬼酒升级新品——红坛酒鬼酒(18)将主要投放于湖南省内市场, 红坛酒鬼酒(20)将主要投放于省外市场。2021年3月, 公司推出54度内参酒, 回归馥郁香初心, 主要在省外销售; 同年8月, 内参酒迎来上市17年来的首次升级, 以“高颜值、高品质、高价值”为立足点, 包装盒侧面印有“中粮”标识, 是首款中粮背书内参产品。

图 20: 2020年, 红坛酒鬼在省内省外分产品运作



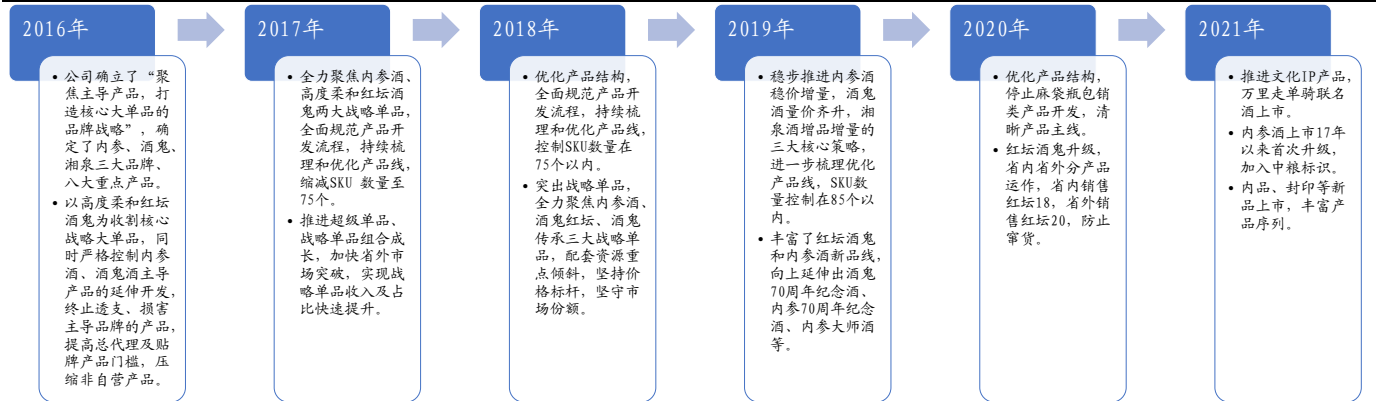
资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

图 21: 2021年, 内参换新三大亮点



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

图 22: 酒鬼酒公司近年产品战略



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

加码老酒赛道，提升价值体系。2021年6月，公司旗下两大核心品牌内参酒、酒鬼酒发起老酒征集令，并发布最新的年份酒回购价格和标准，其中，2004年出厂的内参酒零售指导价为10099元/瓶，1997年出厂的54度500mL酒鬼酒（天下第一酒）指导建议价格为10000元/瓶。根据年份不同，老酒可以兑换52度500ML酒鬼酒4件至22件不等；若酒友们的藏酒不愿置换，外盒破损但内盒品相完好，经鉴定为瓶贮年份老酒，可免费为其更换外盒包装并授予“内参酒瓶贮老酒鉴定证书”、“酒鬼酒瓶贮老酒鉴定证书”。老酒价格体系发布，是酒鬼酒建立良性的老酒市场渠道秩序的重要举措，有助于保障、提升老酒收藏爱好者的利益，进而提高内参酒和酒鬼酒在收藏市场的影响力和美誉度，有助于提升两大品牌在收藏价值。

图 23: 老酒兑换规则

1、2004年—2009年生产批次的内参酒，包装品相完好，整件征集，可兑换价值2899元/瓶的2021年52度500mL内参酒(大师)如下：

序号	出厂年份	零售指导价	数量(瓶)	超值兑换 >>	2021年52度500mL内参大师酒(瓶)
1	2004年	10099元/瓶	6		
2	2005年	6799元/瓶	6		14
3	2006年	5799元/瓶	6		12
4	2007年	4999元/瓶	6		10
5	2008年	4299元/瓶	6		9
6	2009年	3799元/瓶	6		8

资料来源：酒业家，信达证券研发中心

图 24: 内参年份酒回购价格体系



资料来源：酒业家，信达证券研发中心

2.3 打造“文化酒鬼”，品牌营销构筑核心价值

品名文化别出心裁，战略愿景清晰。公司自成立以来就拥有文化名酒基因，三大品牌“湘泉”“酒鬼”及“内参”注重品名文化，均由艺术大师黄永玉独家设计包装。“馥郁香型”白酒酿制工艺为公司自主研发、拥有独立知识产权，被列为湖南非物质文化遗产名录。酒鬼酒曾荣获“中国十大文化名酒”，被誉为“文化酒鬼酒，和谐馥郁香”。中粮入主后公司依托于优质央企资源持续赋能品牌价值，并发布“全力打造中国文化白酒第一品牌”和“将内参酒打造成中国四大高端白酒品牌之一”的战略愿景。

图 25: 黄永玉先生作独家包装设计



资料来源：信达证券研发中心整理

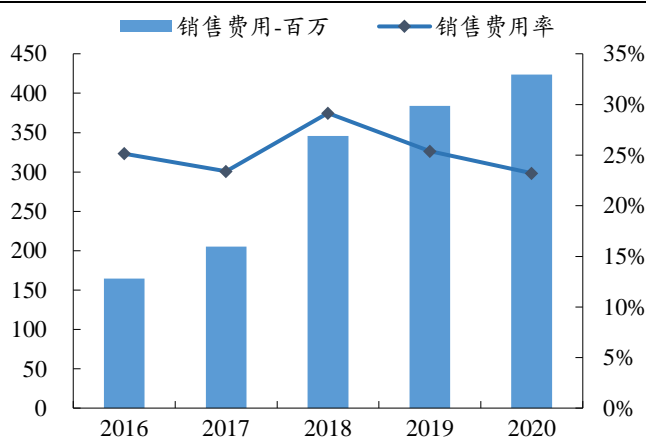
持续发力文化营销，抓住核心意见领袖。2016年，公司成立“内参诗酒文化社”，将内参酒打造成高端文化酒的引领者。2017年春糖期间，公司邀请文化名人共同参加文艺午宴，共品内参酒。公司也大力挖掘产品的文化内涵，将人文情怀融入湘泉“情怀”系列的“乡恋、城事、湘聚”三大新品。2018年以来，公司将“文化酒鬼”列为品牌价值链的核心，将战略中心由重品质转向强品牌和强推广，尤其重视高端品牌内参的推广运营。公司将内参酒的战略定位为：“内参回归中国白酒第一阵营，成为第四大高端品牌”。在营销层面，公司高举高打，加大营销费用投入，通过央视节目冠名、国事活动亮相提升品牌知名度。同时，公司开展精准圈层营销，通过“名人堂”、内参酒价值研讨会、“馥郁荟”，向市场持续传递馥郁之美、实现内参酒与核心消费者的长效沟通，持续提升酒鬼酒、内参品牌价值。

表 4：酒鬼酒文化营销之路

时间	营销事件
2016年	“高度柔和”红坛酒鬼和内参酒亮相G20； 成立“内参诗酒文化社”，将内参酒打造成高端文化酒的引领者。
2017年	“高度柔和”红坛酒鬼亮相金砖国家会议； 举行“香港回归20周年纪念酒”品鉴推广会； 冠名湖南经视大型湖湘文化答题类节目，并在湖南14个地州市开展了30场大型推广活动。
2018年	酒鬼酒冠名CCTV-5《直播周末》，CCTV-2与CCTV-10硬广覆盖12个精品财经节目； 内参酒冠名央视《对话》栏目，再登《参考消息》； 公司战略单品9次荣登国事盛宴，2次精彩亮相联合国国际盛会； 成立内参名人堂，招募会员实，现内参酒与核心消费者的长效沟通。
2019年	酒鬼酒冠名CCTV-5《直播周末》； 内参酒成为CCTV财经频道《对话》、新华社《参考消息》合作伙伴； 酒鬼酒、内参酒亮相第13届夏季达沃斯论坛年会、首届中非经贸博览会等国家国际舞台； 举办内参酒价值研讨会，深度挖掘产品价值，搭建沟通平台，提升内参品牌及文化价值。
2020年	成立馥郁荟，提供“服务、交流、合作、共赢”的平台，向市场持续传递馥郁之美。
2021年	独家冠名《万里走单骑》，将品牌文化融入中国世界遗产文化

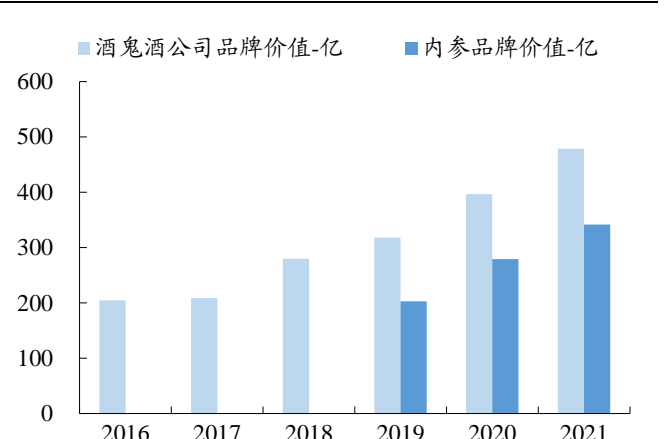
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 26：公司销售费用率较高



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 27：酒鬼酒品牌价值逐年提升



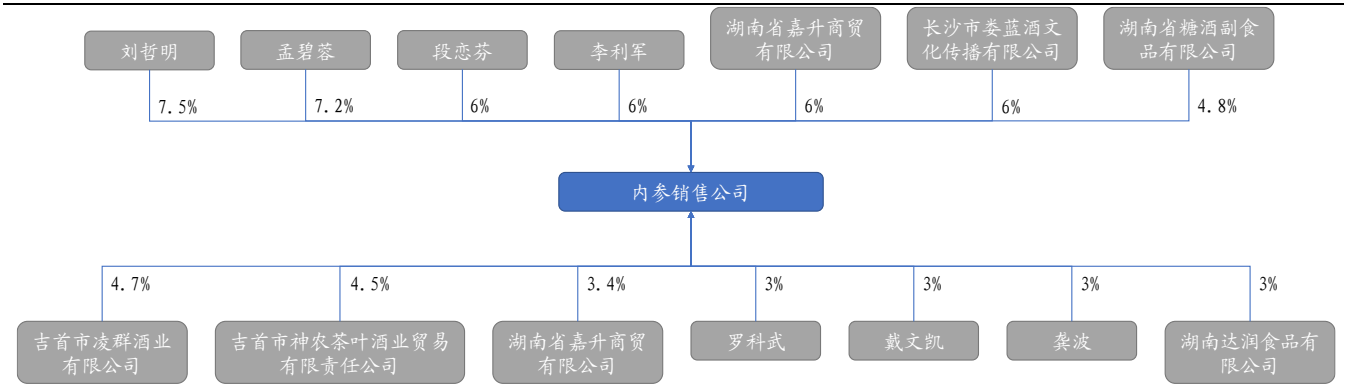
数据来源：信达证券研发中心整理

2.4 厂商联盟，内参公司为渠道赋能

内参销售公司成立，渠道推力增强。2018年12月26日湖南内参销售有限责任公司成立，由全国30多位高端白酒“亿元大商”共同出资，构建以酒鬼公司为主导、以核心经销商为主线的营销价值链，打造联盟共同体，充分整合优势资源，提高市场竞争力。与2010年公司成立的湖南销售公司不同，内参销售公司在股权层面没有酒鬼酒公司参与，但决策由酒鬼和内参主要股东商议而定，且经销商持股更加扁平。这种模式下，酒鬼酒公司给内参销售公司的出厂价较低，内参销售公司再以统一战略价销售给经销商，渠道推广产生的销售

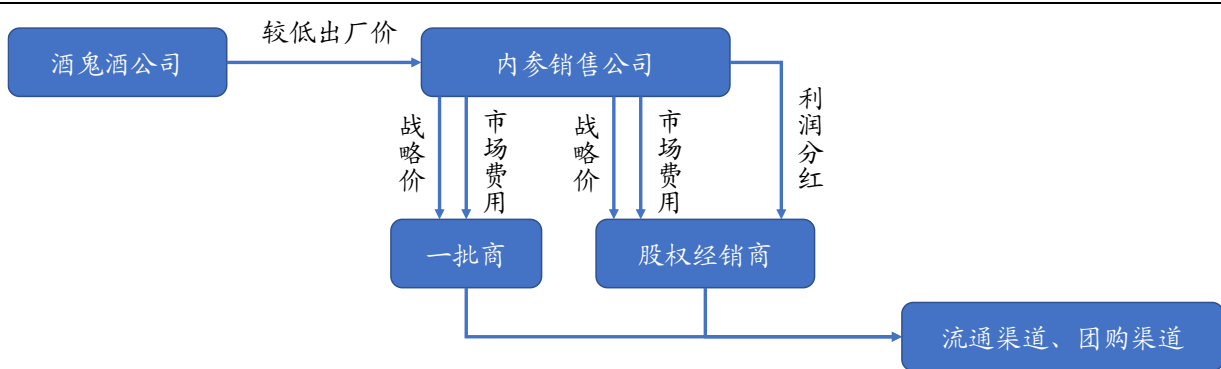
费用由内参销售公司承担，费用投放不再需要酒鬼酒公司审批，灵活性大幅提升，渠道推力明显增强。同时，股权经销商还拥有分红收益，销售费用使用效率与内参销售公司利润直接相关，价盘稳定性提升，乱价行为减少。

图 28: 内参销售公司部分股权结构



资料来源: 天眼查, 信达证券研发中心

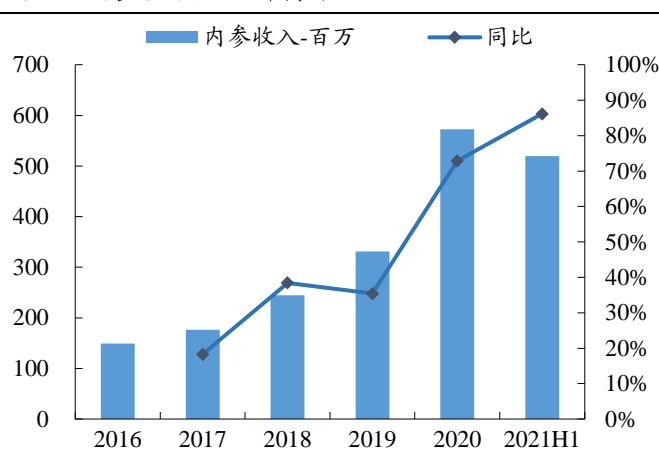
图 29: 内参酒销售运作模式



资料来源: 信达证券研发中心

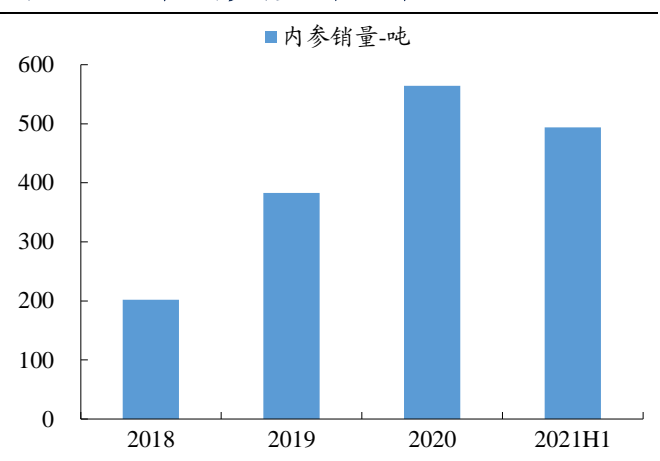
加快终端直营建设，专卖店规模快速提升。通过内参销售公司，渠道建设向大店打造、大商扶持、区域为王的基点的区域精耕转化。公司持续在湖南根据地及省外重心市场开展终端直营商建设，并启动内参核心店、内参形象店、内参专卖店建设，并通过名人堂、内参酒价值研讨会等活动进一步提高内参酒知名度。2019年，内参就在湖南市场完成793家终端直营商建设，可控售点分销实现全覆盖。2020年，内参全年新开专卖店65家，累计达到了88家。

图 30: 内参系列收入逐年高增



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 31: 2021年，内参销量预计接近千吨



数据来源: Wind, 信达证券研发中心

2.5 持续深耕省内市场，全国化进程加速

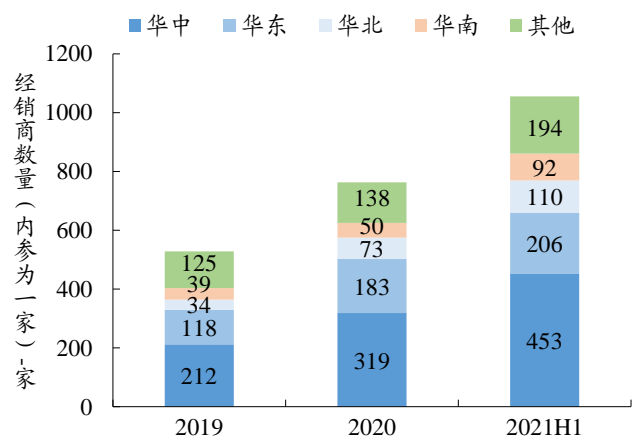
湖南地区市场空间大，持续深耕省内市场。湖南省酒类社会零售总额在 380 亿元左右，其中白酒零售总额约 270 亿元左右，人均白酒量为 9.4 公斤左右，接近全国人均的 2 倍；但在 380 亿酒类消费量中湘酒占比不足三成，同时湖南白酒总产量在全国排名 17 位，只占全国总产量的 1.2%。2018 年，湖南省酒业协会会长刘维平曾表示，湖南省争取到 2025 年将湘酒打造成年销售额突破 500 亿元的产业，占湖南省社会零售总额的 3% 以上，从规划目标来看，湖南地区市场还有较大发展空间。酒鬼酒公司也不断在省内做渠道深耕，2016 年在湖南省设立 4 大销售片区，推进渠道全面下沉至县级城市，同年省内签约核心店达到 426 家；2017 年终端核心门店数量超 2000 家，售点过万家，基本实现县级城市陈列覆盖；2018 年将全国市场进行细分，资源聚焦核心、战略市场；2019 年以长沙、湘西为样板市场，通过内参销售公司推动厂商模式转变，促进核心市场、样板市场直控终端逐步落地。2020 年，依靠模式创新、一地一策实现客户快速布局，省内基本实现扁平化，湖南县级市场覆盖率由年初的 48.3% 提高到了年末的 73.6%。

表 5：省内市场建设发展历程

时间	市场建设内容
2016 年	湖南省设立 4 大销售片区；渠道全面下沉，重点加速县级市场开发布局，湖南省签约核心店 426 家。
2017 年	推进终端核心店建设，年末门店数量超 2000 家，售点过万家，基本实现县级市场陈列全覆盖。
2018 年	将全国市场细分为核心、战略、重点、发展市场，湖南为核心市场。
2019 年	内参销售在省内以长沙、湘西为样板市场，推进厂商模式转变，促进核心市场、样板市场直控终端逐步落地。
2020 年	依靠模式创新、一地一策实现客户快速布局，省内基本实现扁平化，湖南县级市场覆盖率由年初的 48.3% 提高到了年末的 73.6%。

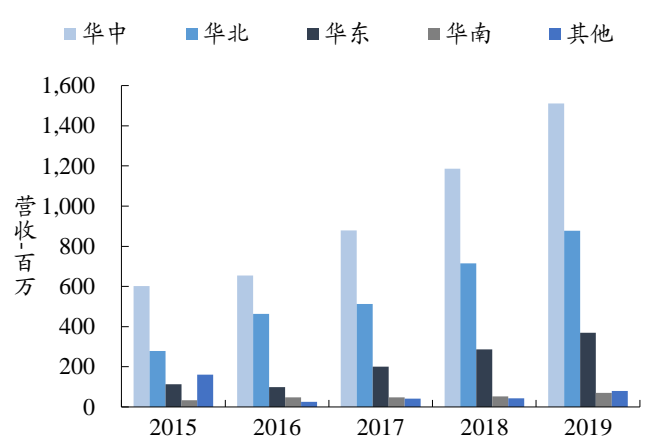
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 32：公司招商进程加快



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 33：公司省内外发展齐头并进



数据来源：Wind，信达证券研发中心

全国化进程加速。2016 年公司在 22 个省外城市设立 8 大销售片区；2017 年重点布局地级市场；2018 年着力打造京津冀、山东、河南、广东、华东、华中等亿元战略市场、千万级重点地级市场、百万级县级城市；2019 年“内参”系列布局北京、河北、广东等战略市场，并成立北京、华北、中原、华南四个省外战区，酒鬼系列以华北为战略市场，以华东、广东为重点市场，其他省份为机会市场，战略市场中的地级市场基本实现产品覆盖。2020 年，公司夯实渠道基本盘，快速提高核心终端覆盖，省外市场核心终端网点达到 8347 家，同比增长 73%，通过加强厂商合作开拓市场，全国省会级城市覆盖率达 97%，地级城市覆盖率由年初的 56% 提高到了年末的 62%。

表 6: 省外市场建设发展历程

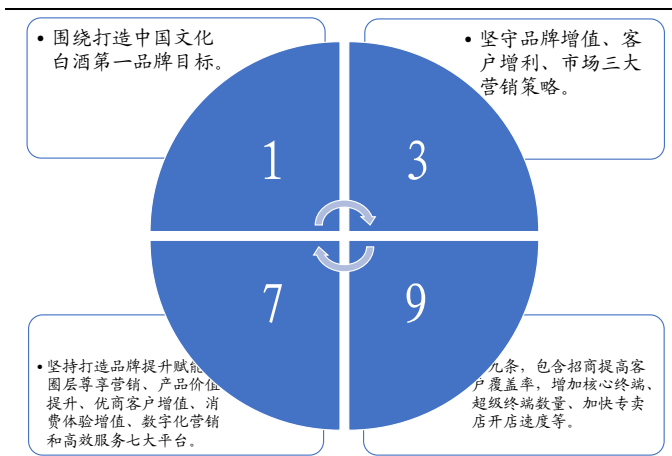
时间	事件
2016 年	省外 22 个省设立 8 大销售片区，30 多个直属办事处，横向拓展，重点布局地级市场。
2017 年	打造重点样板市场，突出开发地级市，建立核心消费群，其中河北、山东、河南样板市场已完成区域全覆盖。
2018 年	打造亿元战略市场（京津冀、山东、河南、广东、华东华中等）、千万级重点地级城市、百万级县级城市。
2019 年	内参：布局北京、河北、广东等战略市场，成立北京、华北、中原、华南四个省外战区 酒鬼：以华北为战略市场（京津冀、山东、河南），以华东、广东为重点市场，其他省份为机会市场。
2020 年	夯实渠道基本盘，快速提高核心终端覆盖，省外市场核心终端网点达到 8347 家，同比增长 73%；通过加强厂商合作开拓市场，全国省会级城市覆盖率达 97%，地级城市覆盖率由年初的 56% 提高到了年末的 62%。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

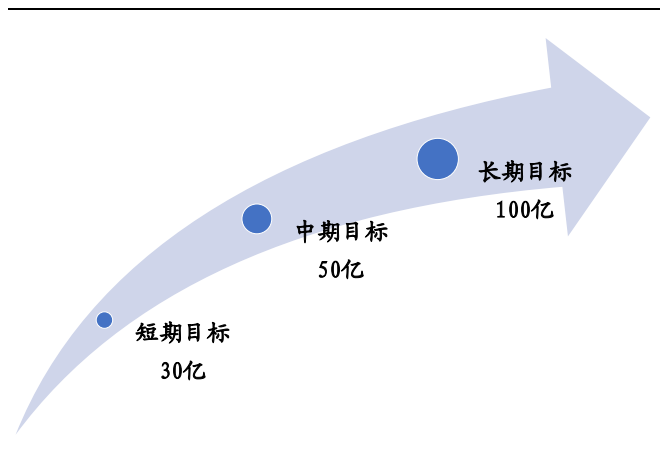
线上线下渠道齐头并进，开拓新型渠道。公司线下渠道以湖南为核心市场，推进渠道扁平，逐步实现分区域、分产品的扁平化招商；省外市场实现地级市全覆盖，其他市场寻求战略客户合作，落实优商计划。经过多年渠道建设，公司电商渠道与天猫、酒仙网、京东、腾讯四大平台合作，并入驻酒仙名酒城 500 家新零售门店，重启苏宁易购平台合作，进一步完善电商平台渠道。KA 渠道则有序进入山姆、沃尔玛、家乐福、麦德龙、步步高 5 个全国平台门店，其中内参酒完成麦德龙系统全覆盖、简优湘泉实现步步高系统全覆盖；推进与湖南中石化系统、湖南中国邮政系统合作。

3. 展望十四五：产能扩建有保障，争取迈向百亿

发展目标明确，战略规划清晰。2020 年酒鬼酒年度经销商大会上，程军总提出公司销售目标要突破 30 亿，跨越 50 亿，争取迈向 100 亿；王哲总提出“1379”战略规划，“1”即围绕打造中国文化白酒第一品牌目标，“3”即酒鬼酒将坚守品牌增值、客户增利、市场三大营销策略，“7”为坚持打造品牌提升赋能、圈层尊享营销、产品价值提升、优商客户增值、消费体验增值、数字化营销和高效服务七大平台，“9”即牛九条，包含招商提高客户覆盖率，增加核心终端、超级终端数量、加快专卖店开店速度等，助力在“十四五”期间高质量发展。

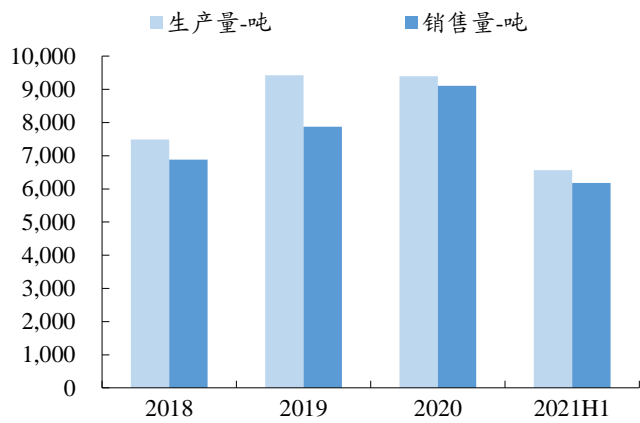
图 34：“1379”战略规划


资料来源：信达证券研发中心

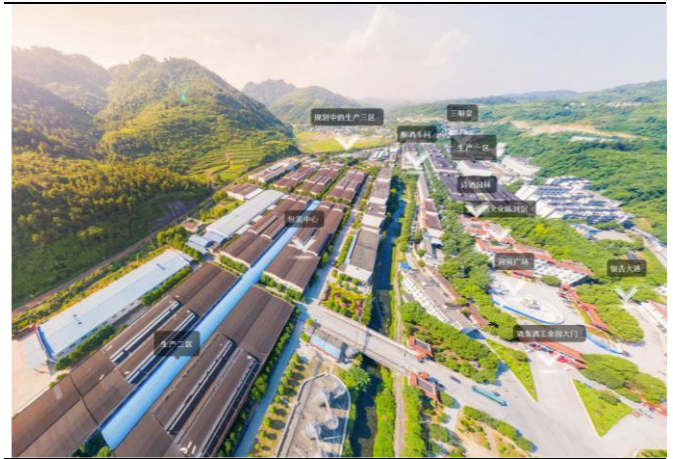
图 35：公司“十四五”百亿目标


资料来源：信达证券研发中心

三区工程开建，提供扩张产能保障。2021 年 9 月，公司投资 23 亿的生产三区建设项目正式开工，占地约 328 亩，公司预计 2023 年底竣工投产，将新增年生产 1.08 万吨馥郁香型基酒及 1.78 万吨基酒储存能力。目前，公司产能 10000 吨左右，三期工程完成后，产能将突破 2 万吨，为公司百亿愿景提供充足基酒保障。

图 36: 公司产销保持动态平衡


数据来源: Wind, 信达证券研发中心

图 37: 公司厂区俯瞰图


资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

4. 盈利预测和评级

4.1 盈利预测及假设

收入预测: 我们预计酒鬼酒 2021-2023 年的收入将分别达到 33.89 亿元、46.62 亿元和 60.20 亿元, 分别同比增长 85.6%、37.6%和 29.1%。

表 7: 公司收入预测

		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
酒类收入	收入-百万元	1507	1821	3389	4662	6020
	YOY	27%	21%	86%	38%	29%
	毛利率	77.9%	79.0%	82.4%	83.5%	84.7%
酒鬼系列	收入-百万元	1005	1014	2027	2737	3421
	YOY	28%	1%	100%	35%	25%
	毛利率	80.4%	79.4%	79.5%	80.0%	80.5%
内参系列	收入-百万元	331	572	1087	1631	2283
	YOY	35%	73%	90%	50%	40%
	毛利率	89.9%	92.4%	92.5%	93.0%	94.0%
湘泉系列	收入-百万元	149	157	196	216	238
	YOY	36%	6%	25%	10%	10%
	毛利率	39.8%	44.6%	50.0%	51.0%	52.0%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

毛利率预测: 我们预计酒鬼酒 2021-2023 年的毛利率将分别达到 82.4%、83.5%和 84.7%, 分别同比上升 3.4pct、1.1pct 和 1.2pct。

费用率预测: 我们预计酒鬼酒 2021-2023 年期间销售费用率和管理费用率合计分别达到 29.0%、27.5%和 26.0%, 呈下降趋势。

净利润预测: 我们预计酒鬼酒 2021-2023 年的归母净利润将分别达到 9.88 亿元、14.55 亿元和 20.03 亿元, 分别同比增长 101.0%、47.2%和 37.7%。

4.2 投资评级

表 8: 可比公司盈利及估值对比

2021/11/25	总市值 (亿元)	EPS			CAGR		PE			PEG	PS		
		20A	21E	22E	2020-21	20A	21E	22E	20A		21E	22E	
贵州茅台	24,572	37.17	42.01	49.42	15.3%	52.62	46.57	39.58	2.59	25.07	22.50	19.44	
五粮液	8,654	5.14	6.20	7.47	20.5%	43.37	35.96	29.86	1.46	15.10	12.90	11.07	
泸州老窖	3,441	4.10	5.25	6.59	26.7%	57.30	44.75	35.68	1.33	20.66	16.93	13.89	
山西汾酒	3,846	2.52	4.56	6.13	55.9%	124.89	69.07	51.38	0.92	27.49	17.93	14.07	
洋河股份	2,639	4.97	5.10	6.27	12.3%	35.27	34.34	27.94	2.26	12.51	10.78	9.14	
今世缘	746	1.25	1.59	1.99	26.1%	47.62	37.50	29.94	1.15	14.57	11.64	9.50	
古井贡酒	1,172	3.51	4.50	5.69	27.3%	63.20	49.32	39.00	1.43	11.39	9.29	7.85	
舍得酒业	734	1.75	3.93	5.67	80.0%	126.24	56.17	38.96	0.49	27.13	15.57	11.44	
水井坊	630	1.50	2.38	3.13	44.5%	86.21	54.18	41.27	0.93	20.97	13.87	10.90	
平均					34.3%	70.75	47.54	37.07	1.39	19.43	14.60	11.92	
酒鬼酒	714	1.51	3.04	4.48	72.0%	145.21	72.25	49.06	0.68	39.09	21.06	15.31	

资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 泸州老窖、古井贡酒、水井坊选用 Wind 一致预测, 其余均为信达预测

我们预计酒鬼酒 2021-2023 年 EPS 分别为 3.04、4.48 和 6.17 元, 对应 2021 年 11 月 25 日收盘价 (219.69 元/股) 市盈率 72/49/36 倍, PEG 为 0.68, 低于行业平均水平, 首次给予“买入”评级。

5. 风险提示

宏观经济不确定风险: 2021 年, 国外新冠疫情仍在持续, 国际经济形势更加复杂, 给白酒行业和白酒企业的发展带来了一定的风险。

市场开拓不及预期风险: 2021 年, 公司招商铺货增长贡献超六成, 若新市场培育不佳, 未形成良好的复购动销, 长期增长或受阻。

行业竞争加剧风险: 随着白酒行业集中度不断提升, 主要名优酒企更加重视营销工作、加大招商力度、加强渠道建设等, 白酒行业和白酒企业间竞争将更加激烈。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	2,467	3,590	4,700	6,194	8,062	
货币资金	1,318	2,154	3,059	4,315	5,968	
应收票据	198	388	464	575	660	
应收账款	7	3	6	6	7	
预付账款	4	11	18	23	28	
存货	933	1,027	1,142	1,262	1,384	
其他	8	7	11	14	17	
非流动资产	762	747	857	1,016	1,205	
长期股权投资	43	42	42	42	42	
固定资产	426	400	435	501	596	
无形资产	200	195	189	183	177	
其他	93	110	190	290	390	
资产总计	3,229	4,337	5,557	7,210	9,267	
流动负债	784	1,465	2,065	2,703	3,315	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	120	158	212	273	327	
其他	664	1,308	1,853	2,430	2,988	
非流动负债	14	15	15	15	15	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	14	15	15	15	15	
负债合计	798	1,480	2,080	2,718	3,330	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司	2,430	2,857	3,477	4,493	5,937	
负债和股东权益	3,229	4,337	5,557	7,210	9,267	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	1,512	1,826	3,389	4,662	6,020	
同比	27.4%	20.8%	85.6%	37.6%	29.1%	
归属母公司净利润	299	492	988	1,455	2,003	
同比	34.5%	64.1%	101.0%	47.2%	37.7%	
毛利率(%)	77.8%	78.9%	82.4%	83.5%	84.7%	
ROE%	12.3%	17.2%	28.4%	32.4%	33.7%	
EPS(摊薄)(元)	0.92	1.51	3.04	4.48	6.17	
P/E	38.89	103.44	72.25	49.06	35.63	
P/B	4.79	17.80	20.53	15.89	12.02	
EV/EBITDA	23.73	78.85	51.95	34.87	24.80	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	1,512	1,826	3,389	4,662	6,020	
营业成本	336	386	595	767	918	
营业税金及附加	241	285	508	699	903	
销售费用	384	424	813	1,072	1,324	
管理费用	147	146	169	210	241	
研发费用	10	11	17	23	30	
财务费用	-11	-28	-26	-37	-51	
减值损失合	-18	0	1	1	1	
投资净收益	11	-2	2	2	3	
其他	2	1	8	5	6	
营业利润	400	602	1,323	1,935	2,665	
营业外收支	1	53	-6	5	6	
利润总额	401	655	1,317	1,940	2,671	
所得税	101	163	329	485	668	
净利润	299	492	988	1,455	2,003	
少数股东损	0	0	0	0	0	
归属母公司	299	492	988	1,455	2,003	
EBITDA	435	618	1,315	1,924	2,637	
EPS(当年)(元)	0.92	1.51	3.04	4.48	6.17	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	382	950	1,411	1,879	2,425	
净利润	299	492	988	1,455	2,003	
折旧摊销	41	43	30	34	34	
财务费用	0	0	0	0	0	
投资损失	-11	2	-2	-2	-3	
营运资金变	25	408	395	399	398	
其它	27	6	-1	-6	-7	
投资活动现金流	378	-50	-105	-123	-121	
资本支出	-35	-50	-111	-126	-125	
长期投资	400	0	4	0	0	
其他	13	0	2	2	3	
筹资活动现金流	-49	-65	-400	-500	-650	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-49	-65	-400	-500	-650	
现金流净增加额	711	836	906	1,255	1,654	

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，6年证券研究经验，曾在深圳市规划国土委从事房地产税基评估课题（国家社科基金）研究，关注宏观、地产、财税问题。2015年入职国泰君安证券，具有销售+研究从业经历，聚焦突破行业及个股，对白酒、休闲食品、调味品、速冻食品等板块有深度研究与跟踪，重视估值和安全边际的思考。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。