

酒鬼酒(000799)

报告日期: 2021年01月26日

深度报告

行业公司研究——食品饮料——

证券研究报告

双引擎带动高质量发展, 酒鬼酒改革红利持续释放

——酒鬼酒深度报告

✍️ 分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002
☎️ 联系人: 杨骥、张潇倩
✉️ yangji@stocke.com.cn

报告导读

当前内参酒已成为公司经营规模扩张、利润增长的关键支撑点, 而收入占比超50%的酒鬼酒仍为公司重要发展引擎。我们认为内参酒表现持续超预期+酒鬼酒系列结构升级+省内纵向延伸叠加省外横向拓张为公司未来看点。

投资要点

□ 几经浮沉, 全方位改革推动内参崛起铸就新辉煌

随着中粮入主, 公司经营情况趋于稳定, 精细化管理能力得到显著增强, 16-19年公司收入及净利润 CAGR 分别达 36.0%、50.1%, 我们认为驱动公司驶入快车道的主要动力为渠道改革成功+产品矩阵定位清晰+管理精细度加强+品牌营销投入力度加大, 其中 2018 年底 30 多位高端白酒“亿元大商”共同出资成立内参销售公司为业绩关键转折点。在公司确立了“内参”酒稳价增量、“酒鬼”酒量价齐升、“湘泉”酒提价保量的三大核心品牌策略的背景下, 受益于高端化战略全面实施, 公司吨价从 14 年的 5.9 万元/吨提升至 19 年 22.4 万元/吨; 毛利率从 14 年的 59.9%提升至 19 年的 77.8%, 盈利能力得到显著增强, 同时公司跨越 50 亿、努力迈向 100 亿的十四五目标彰显对未来发展的信心。

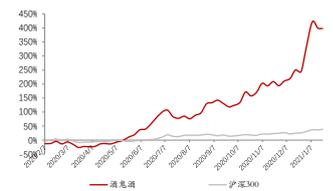
□ 未来看点

- ★ **看点一: 内参酒乘高端酒持续扩容之风, 划正确操作思路之桨, 有望延续超预期发展态势。**行业因素: 乘消费升级之风, 未来 3 年高端白酒容量增长有望保持 8~10% 的复合增长, 处于快速扩容期; 内部因素: 中粮入主后产品三大问题得以解决, 同时内参酒销售公司的成立(独立品牌、独立公司运作)推动内参酒实现高速发展, 并成为公司业绩支撑点、利润增长点——内参酒销量从 18 年的 200 吨增长至 19 年的 400 吨(+100%); 收入从 18H1 的 1 亿元增至 20H1 的 2.8 亿元(CAGR 达 65.4%), 收入占比从 19.5%提升至 38.7%; 20Q1-3 在酒鬼酒、湘泉系列收入为负增长的背景下, 内参酒收入增速预超 70%, 远高于其他同价位白酒, 内参连续两年的高增长已验证了公司与经销商利益共享操作思路的正确性。**超预期原因:** 我们判断内参酒将凭借其拥有的四大竞争力继续驱动公司收入利润超预期高增——①内参销售公司通过费用共管渠道共控、利益共享风险共担实现营销力的最大化, 成为内参酒实现高增长的核心动力; ②文化内涵+圈层营销+文创新品打造内参强品牌力; ③独特工艺叠加稀缺产能凸显内参稀缺性; ④省内外比例有望从 6:4 转变为 5:5。短期来看, 考虑到销售公司业绩翻番目标, 我们预计 21 年内参酒报表口径收入将实现至少 80% 的高增长, 收入占比有望超 38%; 中长期来看, 茅台溢出效应带动千元价格带内参酒放量逻辑持续存在, 内参酒延续超预期发展态势概率较大。
- ★ **看点二: 酒鬼酒系列有望分享次高端酒发展红利, 实现产品升级、顺价销售, 2021 年报表口径收入有望实现超 50% 的高增长; 湘泉系列将控量挺价, 未来或将在光瓶酒及小酒市场有较优表现(湖南地区小酒市场持续繁荣)。**
- ★ **看点三: 省内市占率稳步提升确定性强, 省外重点市场有望加速横向拓展。**省内市场: 湖南地区白酒市场容量约 300 亿元, 其中全国名酒市占率达 74%, 而酒鬼酒市占率尚不足 5%, 相较于江苏、安徽、山西等省份市占率均高于 10% 的区域龙头酒企, 公司省内市占率提升空间大; 省外市场: 省外重点战略市场发力, 采取突出开发地级市、建立核心消费圈层策略来打造样板城市, 空白地区加大招商力度, 目前

评级 买入

上次评级 首次评级
当前价格 194.6

单季度业绩	元/股
4Q/2019	0.36
1Q/2020	0.30
2Q/2020	0.27
3Q/2020	0.45



公司简介

公司是中国白酒行业中文化营销的开创者、文化酒的引领者、洞藏文化酒的首创者、馥郁香型工艺白酒的独创者, 公司主营业务为生产、销售洞藏酒、内参酒、酒鬼酒、湘泉酒等系列白酒产品。

相关报告

分析师: 马莉
联系人: 杨骥、张潇倩

已初显成效，我们看好省外重点市场拓展速度。

□ 盈利预测及估值

酒鬼酒在白酒行业呈挤压式增长的背景下，公司凭借较强的渠道力、清晰的产品定位、不断加强的管理精细度、逐步释放的品牌力实现业绩高增，其中成立了销售公司的内参酒已成为公司经营规模扩张的重要驱动力、利润增长的关键支撑点，我们认为内参酒表现持续超预期+酒鬼酒及湘泉系列结构持续升级+省内纵向延伸叠加省外横向拓张为公司未来看点。预计公司 2020-2022 年收入增速分别为 20%、50%、29%；归母净利润增速分别为 54%、54%、33%；EPS 分别为 1.4、2.2、2.9 元/股；PE 分别为 137、89、67 倍。长期看业绩成长性强，可消化当前水平估值，首次覆盖给予买入评级。

□ **催化剂：**消费升级持续、高端酒需求不断扩容；

□ **风险提示：**国内疫情二次爆发，影响白酒整体动销；高端酒动销情况不及预期；管理层变动风险。

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	1512	1821	2736	3539
(+/-)	27.4%	20.4%	50.3%	29.3%
净利润	300	461	710	943
(+/-)	34.5%	53.9%	54.1%	32.9%
每股收益 (元)	0.9	1.4	2.2	2.9
P/E	211.1	137.2	89.0	67.0

正文目录

1. 几经浮沉，全方位改革推动内参崛起铸就新辉煌	6
1.1. 历史复盘：利润规模曾位居行业前三，多番浮沉终入中粮怀抱	6
1.2. 中粮入主，产品+营销+渠道+管理全方位改革	8
1.2.1. 精细化管理能力加强，长效激励制度建立	8
1.2.2. 营销投入力度加大，三大维度传播品牌价值	9
1.2.3. 产品矩阵清晰，稳步推进三大核心系列策略	10
1.2.4. 巩固省内优势区域拓展省外潜力市场，持续丰富新渠道	12
2. 行业情况：酒鬼酒有望分享高端酒、次高端酒扩容红利	13
2.1. 高端酒：千元价位带扩容速度或超预期，内参有望乘扩容之风腾飞	13
2.1.1. 未来3年高端白酒容量增长有望保持8~10%的复合增长	13
2.1.2. 高端白酒竞争格局稳定，内参等高端酒新秀崭露头角	14
2.2. 次高端酒：处于快速扩容阶段，仍有较大增长空间	15
2.2.1. 次高端酒扩容速度或超预期，利好酒鬼系列发展	15
2.2.2. 处于战国时代竞争激烈，酒鬼酒市占率有望进一步提高	16
3. 看点一：产品体系精简有致，内参系列为核心驱动力	17
3.1. 产品体系三大问题得以解决，中高端酒路线明晰	17
3.2. ★ 内参系列：股权经销商模式激发活力，驱动公司收入利润高增	19
3.2.1. 品牌力：文化内涵+圈层营销+文创新品打造内参品牌力	19
3.2.2. 产品力：独特工艺叠加稀缺产能凸显内参稀缺性	21
3.2.3. 渠道力：内参销售公司为内参酒发展的转折点	21
3.2.4. 市场情况：省内销售为主，省外占比有望达到50%	25
3.3. 酒鬼系列：迭代升级进行时，有望享受次高端酒发展红利	26
3.4. 湘泉系列：推行提价保量策略，或将进军潜力小酒光瓶酒市场	27
4. 看点二：省内持续深耕，省外潜力市场有望加速拓展	28
4.1.1. 省内：湖南地区市场空间大，市占率稳步提升确定性高	28
4.1.2. 省外：发力重点战略市场，积极打造样板城市	30
5. 盈利预测及估值分析	31
5.1. 盈利预测	31
5.2. 估值分析	32
6. 风险提示：	33

图表目录

图 1: 1998 年酒鬼酒归母净利润规模曾名列前茅	6
图 2: 2002-2003 年、2005-2006 年酒鬼酒连续亏损	6
图 3: 酒鬼酒发展历程情况一览	7
图 4: 中粮入主后公司业绩提升显著	8
图 5: 中粮入主后公司盈利能力提升显著	8
图 6: 公司各系列产品占比 (2020H1)	11
图 7: 公司产量、销量及产销率情况	11
图 8: 2018 年起内参增速超过酒鬼和湘泉系列	11
图 9: 毛利率与净利率逐年上升	11
图 10: 酒鬼酒主要收入来源为华中大本营地区	12
图 11: 酒鬼酒各区域收入增速情况一览	12
图 12: 中国出生人口情况一览	14
图 13: 高端酒呈扩容性增长	14
图 14: 白酒产业分布从金字塔型、纺锤型变为哑铃型	14
图 15: 白酒市场份额不断向高端酒聚集	14
图 16: 五粮液与贵州茅台批价差不断拉开, 五粮液价空间大	15
图 17: 未来国窖将占位 1000 元价位, 五粮液批价将超 1300	15
图 18: 白酒价格带分布情况	15
图 19: 规模以上酒企发展情况	15
图 20: 次高端各产品市占率一览	16
图 21: 为精简产品体系, 酒鬼酒 SKU 数量显著下降	18
图 22: 中高端高毛利产品收入占比显著提升	18
图 23: 酒鬼酒系列产品定位发展历程情况一览	18
图 24: 湘西的生态环境利于酿酒发酵	21
图 25: 酒鬼酒承载了湘西鬼神文化的特质	21
图 26: 2018 年以来内参系列收入高速增长	23
图 27: 2019 年内参系列销量实现翻番	23
图 28: 柒泉模式情况一览	24
图 29: 内参系列收入占比提升显著	25
图 30: 内参销售公司三年收入目标为翻番	25
图 31: 酒鬼酒系列各区域 2021 年目标增长率	26
图 32: 内参系列各区域 2021 年目标增长率	26
图 33: 酒鬼酒系列收入增速较为稳健	27
图 34: 酒鬼系列新品线不断丰富 (高价位)	27
图 35: 柒泉系列战略定位变化一览	28
图 36: 湖南地区 2019 年分价位流通价规模占比情况一览	29
图 37: 湖南地区 2019 年三类企业流通规模占比情况一览	29
图 38: 省内市场战略变化情况一览	30
图 39: 省外市场战略变化情况一览	31
图 40: 次高端二线名酒估值情况	33
图 41: 酒鬼酒与山西汾酒估值差	33

表 1: 酒鬼酒首创馥郁香型白酒	7
表 2: 酒鬼酒管理层变动频繁	8
表 3: 来自中粮的管理层人员信息一览	9
表 4: 公司荣誉奖项多, 品牌力较强	10
表 5: 公司产品结构一览	11
表 6: 公司近年市场战略变化情况一览	13
表 7: 主要次高端大单品情况一览	17
表 8: 内参酒近年来提价控货情况一览	20
表 9: 内参酒近年来圈层营销情况一览	20
表 10: 主要次高端大单品情况一览	22
表 11: 湖南内参酒销售公司股东相关信息	23
表 12: 2020Q1-3 高端及次高端酒主要单品均表现优异, 部分实现高速增长	25
表 13: 2019 年湖南地区酒类流通行业规模约为 184 亿元 (按批发价口径统计)	29
表 14: 酒鬼酒白酒板块业务业绩拆分表	32
表 15: 酒鬼酒白酒板块业务业绩拆分表	33
表附录: 三大报表预测值	34

1. 几经浮沉，全方位改革推动内参崛起铸就新辉煌

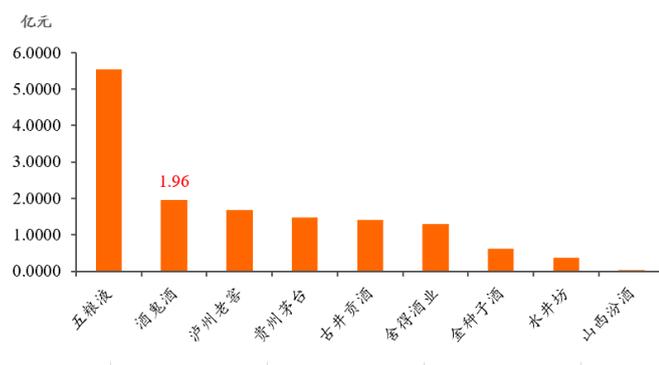
酒鬼酒位于历史文化深厚、自然资源丰富的大湘西地区。自公司前身吉首酒厂于1956年创建以来，依托湘西所独有的人文地理，结合当地民间酿酒工艺秘方，辅之以现代制酒技术，独创中国馥郁香型白酒酿酒工艺。近二十年，由于公司大股东更替频繁，公司业绩波动较大，2016年中粮入主后，公司通过在产品、渠道、管理、营销等方面进行全方位改革，业绩得到显著提升，高端化趋势显著。

1.1. 历史复盘：利润规模曾位居行业前三，多番浮沉终入中粮怀抱

回顾公司发展历程，公司过去受股权及管理层变更频繁、股东抽资出逃、爆发塑化剂事件等因素影响，业绩波动较大。近年来酒鬼酒随着中粮入主，公司经营情况趋于稳定，改革红利开始逐步释放：

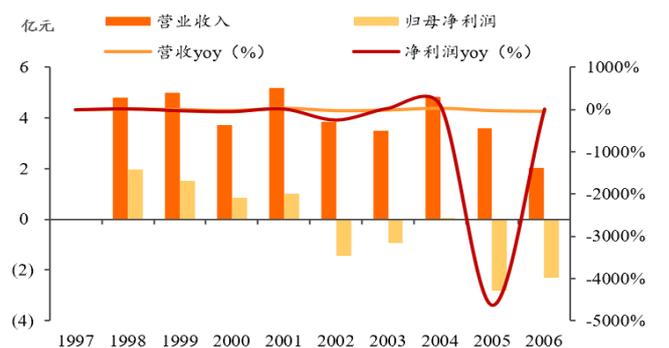
- (1) **湘泉集团时代（1997-2002）：曾盛极一时，内外部因素使得公司业绩下降。**1993年酒鬼酒每瓶定价300元以上，比当时茅台、五粮液、剑南春三大名酒价格还高，酒鬼酒在全国范围热卖，一瓶难求，1998年公司利润规模仅次于五粮液而高于贵州茅台，在假酒事件爆发之时，酒鬼酒受在全行业中影响较小，可见当时公司产品力之强，公司在2001年达到鼎盛，收入达5.2亿元（2010年公司收入仅5.6亿）。2001-2003年公司营收下滑，主因：1）国家实行“从价计税”以及“从量计税”的消费税政策调整；2）“非典”疫情爆发；3）公司采取激进的发展战略盲目扩张。
- (2) **成功集团时代（2003-2006）：控股股东资金抽逃致公司业绩连续亏损。**2003年成功集团受让公司29.04%股份，成为公司控股股东。2004年公司扭亏为盈，但2005年成功集团及其关联方抽逃公司4.2亿巨款，公司2005-2006年出现连续亏损。

图 1：1998 年酒鬼酒归母净利润规模曾名列前茅



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：2002-2003 年、2005-2006 年酒鬼酒连续亏损



资料来源：Wind，浙商证券研究所

- (3) **华孚集团时代（2007-2014）：公司进入快速发展期，塑化剂事件叠加三公消费限制影响使得公司再次进入调整期。**2007年华孚集团通过控股中皇入主酒鬼酒，这一期间白酒行业步入以政商务消费市场主导的黄金十年高速发展期。华孚集团控股后，市场上稳固湖南大本营和布局全国网点、品牌上首创馥郁香型并得到国家鉴定和认定、内部管理上实现上市公司与控股股东“五分开”，公司经营况况明显改善。2012年公司业绩达到历史最高点，当年营业收入实现16.5亿元，2008-2012五年CAGR为50.9%，归母净利润实现5.0亿元，五年CAGR为51.3%。2012

年末因为爆发了酒鬼酒塑化剂“黑天鹅”事件，再加上三公消费限制的叠加效果，白酒进入了两到三年的深度调整期。期间，公司受塑化剂事件、存款涉嫌被盗、行业进入调整期等因素影响，2013-2014年连续亏损，其中2014年公司营业收入和归母净利润分别为3.9亿元、-1.0亿元，此时公司更名为“ST酒鬼”。

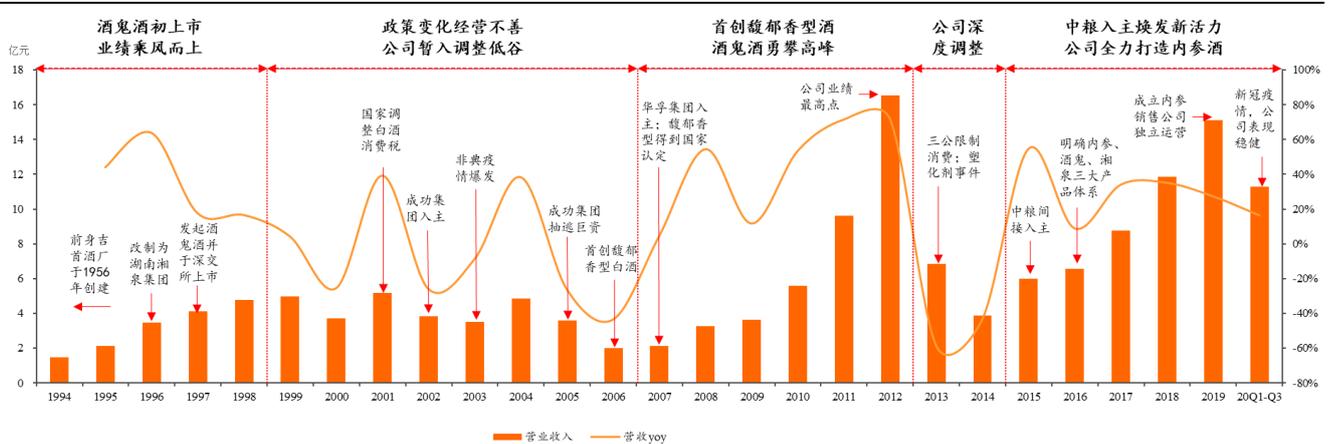
表 1：酒鬼酒首创馥郁香型白酒

香型	代表品牌	特点
豉香型	玉冰烧、九江双蒸	清亮透明，口味绵软，落口稍苦，后味清爽
药香型	董酒	清澈透明，药香舒适，酸度较高，后味较长
凤香型	陕西西凤	醇厚丰满，甘润挺爽，诸味协调，尾净悠长
馥郁香型	酒鬼酒	色清透明、诸香馥郁、入口绵甜，前浓、中清、后酱
金门高粱酒	金门高粱酒	清香纯正、入口绵软、落口较甜、饮后余香
酱香型	贵州茅台、贵州国台、四川郎酒	酱香突出、幽雅细腻、酒体醇厚、回味悠长
老白干香型	衡水老白干	醇香清雅、醇厚甘冽、余味净爽、清亮透明
米香型	桂林三花酒	蜜香清雅、入口绵柔、落口爽净、回味怡畅
浓酱兼香型	口子窖、白云边	浓酱协调，幽雅馥郁，细腻丰满，回味悠长
浓香型	泸州老窖、五粮液、江苏洋河、今世缘、安徽贡井贡酒	窖香浓郁、绵甜甘冽、香味协调、尾净香长
清香型	山西汾酒、汾阳王酒、河南宝丰酒	清香纯正、诸味协调、醇甜柔口、余味爽净
特香型	四特	复合香气，香味协调，酒体柔和，余味悠长
小曲清香型	云南玉林泉，四川峨眉春酒	醇香清雅、醇和协调、纯正自然、回味怡畅
芝麻香型	一品景芝	幽雅纯正、醇和细腻、香味协调、余味悠长

资料来源：Wind，浙商证券研究所

(4) 中粮集团时代(2014-至今)：2014年中粮集团通过并入华孚集团间接控制公司31%的股权成为公司的实际控制人，中粮集团管理层在公司治理运营方面经验丰富，成为公司的控股人之后，改革公司内部机制、重塑产品体系、调整市场布局、变更渠道战略、设立内参销售公司，驱动公司重新步入快速增长

图 3：酒鬼酒发展历程情况一览



资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

表 2：酒鬼酒管理层变动频繁

年份	内容
2002	田家贵、彭善文、周祖德、雷光勇、高扬先、樊耀传等高管发生变动
2003	彭善文、曹宏杰、李伟、宋清宏、向逸华、周祖德、雷光勇、刘虹、马军、张儒平、杨建军、柳思维、王锡谷、鲁观平、龚雄兵、彭司权、张林安、意舒良进、刘晓方、胡启模先、李文生、樊耀传、刘虹、杨波、樊耀传、王本习、张儒平、曹宏杰、石东升、刘建新、郑凤林、张林安等高管发生变动。
2006	王新国、赵公微、夏心国等高管发生变动
2007	李伟、王俊等高管发生变动
2008	王新国、赵公微、夏心国、郑应南、邱生顺、张儒平、王俊、郭国庆先、高一斌、张贵华、杨波、杨建军、吴晓萍、范震、姚蔚、白敬、郝刚、樊林、彭司权、郑凤林、胡启模、滕建新、陈芳、李小平、李文生、刘龙、彭司权、郑凤林、胡启模等高管发生变动
2009	杨建军、任宝岩等高管发生变动
2010	韩冬、苏晓颺、郝刚、姚蔚、徐可强、夏心国等高管发生变动
2011	高一斌等高管发生变动
2013	王新国、王俊、陈芳、郝刚等高管变动
2014	熊福、苏晓颺、郭国庆、张贵华、白敬、赵公微、郑应南、夏心国、郝刚、沈树忠、黄镇茂、王茹芹、姚小义、付磊、滕建新、李小平、郑达财、刘龙、李文生、张儒平、任宝岩、范震、郝刚、姚蔚、刘发宏、樊林等高管变动
2015	郝刚、沈树忠、赵公微、夏心国等高管变动
2016	赵公微、沈树忠、范震、刘发宏、张儒平、高力文、李文生等高管变动
2017	夏心国、任宝岩、姚蔚、付磊、刘晓光、郑达财、樊林、滕建新、高力文等高管变动
2018	江国金、逯晓辉等高管变动
2019	李士祎、周晨光、李明、王美等高管变动

资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.2. 中粮入主，产品+营销+渠道+管理全方位改革

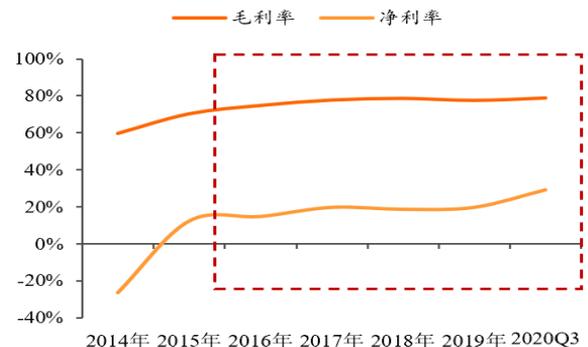
中粮入主后，公司在体制机制、产品结构、渠道结构、营销战略等方面实行全面改革，业绩提升显著：营业收入由 2016 年的 6.6 亿元，增长至 2019 年的 15.1 亿元，CAGR 为 36.0%；归母净利润由 4.9 亿元增长至 11.8 亿元，CAGR 为 50.1%，其中内参酒与酒鬼酒系列增长亮眼，两者合计营业收入由 2016 年的 5.3 亿增长至 2019 年的 13.4 亿元，营收占比由 80.2% 升至 88.4%。目前中粮集团已经将“酒鬼酒”作为集团五个重点发展的品牌之一，未来将会在品牌、政策、渠道等多方面给予支持，从而进一步提升品牌力。

图 4：中粮入主后公司业绩提升显著



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 5：中粮入主后公司盈利能力提升显著



资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.2.1. 精细化管理能力加强，长效激励制度建立

新管理层由中粮集团资深高管组成，经验丰富。目前公司现任董事长王浩曾在中粮集团担任财务、纪检、审计监察、法律风控等部门的负责人，在内控方面有丰富经验；现任总经理及副董事长亦拥有酒类行业相关从业经历，公司管理团队同时兼备较强风控意识及产业敏锐度，管理能力及专业能力突出。

精细化管理能力增强，长效激励机制建立，市场秩序管控全面加强。公司过去的股东抽逃资金、巨额存款失踪等事件发生的根本原因为公司内控较为薄弱，中粮入主公司让原

本薄弱的内控体系有了直接改善，内部管理、体制机制、薪酬激励等方面有了以下积极变化：

1) 内部管理方面：在中粮新管理层上任后，新管理层将中粮集团先进的管理理念引入公司运营中，不仅对各项规章制度进行全面梳理，还狠抓质量体系标准建设和质量检测队伍建设；

2) 激励机制方面：公司完成了全员薪酬套改工作，分层推行绩效挂钩与超额利润分享机制；在职能部门和车间推行分级绩效考核机制，将绩效结果与月度、季度、年度奖金挂钩；对中高层管理人员推行超额利润分享机制；完善管理人员选拔晋升机制。2020年公司营销团队调整思路，针对市场动销、市场支持流程长反应慢等问题进行调整，KPI动态考核、引导销售团队针对不同市场积极反应为2020年重点工作之一。

3) 预算及市场管理方面：2015年公司开始对费用项目精细化管控，做到精准定额、实时监控、按月考核，当年营销费用迅速下降；2016年公司全面采用“经销价+返利+方案制”模式政策；2017年公司继续加强线上线下价格管控，严控折现渠道分销政策，减少随货配发政策，坚决打击窜货行为；2019年公司将市场秩序管理纳入经销商年度合作组成部分，严控可变费用，重点治理战略单品市场价格秩序，整治费用套现行为。近年来公司窜货及费用套现等问题得到控制，渠道信心明显增强；2020年公司通过控货来直接杜绝酒鬼系列的窜货行为，另外也加大了督查力度，对于乱价处罚，跟内参类似，一开始警告和罚款，之后减少合作或取消合作；

4) 强化危机管理：建立了公司“生产安全事故”、“突发环境事件”、“食品安全突发危机事件”、“新闻及信息披露危机”、“突发性群体事件”五大应急预案，确保及时、有效地处理各类突发危机事件；

5) 强化信息化管理：在供应链管理方面上线了SAP系统，内部升级了信息系统，升级“一物一码”物流防伪营销系统。

表 3：来自中粮的管理层人员信息一览

管理层	职务	任职时间	履历情况
王浩	董事、董事长	2018年3月至今	1990年加入中粮，先后在中粮集团总公司审计部、深圳中粮实业公司、中粮果菜水产进出口公司、鹏利国际(北京)公司财务部、中粮国际(北京)有限公司财务部、集团战略规划部等单位工作。2017年12月任中粮酒业董事长、党委书记。
董顺钢	总经理、财务总监	2016年至今	1989年8月加入中粮集团有限公司，先后供职于中粮工业食品进出口公司、中粮南海油脂工业(赤湾)有限公司、中国粮油进出口总公司，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。
郑轶	董事	2019年至今	2011年加入中粮，先后就职于集团法律咨询部、法律部合同与公司法部，
江国金	前任董事长	2016-2018	1989年加入中粮，在粮油食品业务及综合管理方面拥有丰富经验和优秀业绩。

资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.2.2. 营销投入力度加大，三大维度传播品牌价值

营销投入力度加大，强化从三个维度传播公司品牌价值。自中粮集团入主公司五年以来持续加大品牌宣传力度，打造公司“生态”、“文化”、“馥郁”三方面品牌的核心价值，从品牌的高度、热度、粘度三个维度来强化传播：1) 树立品牌高度：以央视传播、高端价值研讨会、重大事件营销引领品牌形象，树立“中国文化酒引领者”的品牌高度；2) 提

高品牌热度：以冠名地方电视精品节目、新媒体讲述品牌故事、加大核心市场机场高铁及城市地标的广告投放，提升品牌热度。**3) 强化品牌粘度：**公司注重与消费者互动，不断组织产品品鉴会，新品发布会，白酒文化体验会等各种消费者培育活动，强化品牌氛围和粘度。

酒鬼酒具备全国性品牌基础，近年来品牌价值稳步提升。历史上，公司曾获得“中国驰名商标”、“世界名牌消费品”、“名牌消费品”、“全国酒文化优秀企业”、全国“五一劳动奖状”、“全国质量效益企业”、“中国公众形象优良企业”等多项奖项，曾经的辉煌、长期的历史积累，使酒鬼酒品牌形成了很高的知名度和美誉度，较强的品牌使得其拥有全国化基础；近年来，在公司持续的品牌建设下，公司完善了“内参”、“酒鬼”、“湘泉”品牌宪法、视觉识别、视觉传达系统，并基本上形成以“文化酒鬼”为价值核心、以“生态酒鬼”及“馥郁酒鬼”为价值支撑的品牌价值体系，公司的品牌价值不断提升，2019年“第十届华樽杯中国酒类品牌价值200强”活动评定“酒鬼”品牌价值为318亿元、“内参”品牌价值为203.5亿元。

表 4：公司荣获奖项多，品牌力较强

年份	内容
2016	围绕“生态酒鬼、文化酒鬼、馥郁酒鬼”品牌核心价值链，挖掘品牌内在价值，形成“生态”、“文化”、“馥郁”三方面品牌理论支撑体系，做中国原生态地理环境下的地理标志产品、中国文化酒引领者、中国馥郁香型白酒领袖品牌。酒鬼酒品牌价值以204.51亿元列酒类品牌第19位、白酒类品牌第13位。1月9日，中国食品工业协会白酒专业委员会成立30周年大会授予酒鬼酒“1985-2015中国白酒历史标志性产品”荣誉称号。
2017	围绕“生态酒鬼、文化酒鬼、馥郁酒鬼”核心价值链打造无上妙品酒鬼酒，以“生态”支撑“品质”，做中国原生态地理环境下的地理标志产品；以“文化”提升“品位”，做中国文化酒引领者；以“馥郁”占位“品类”，做中国馥郁香型白酒领袖品牌。
2018	确定了以“文化酒鬼”为核心、以“生态酒鬼”和“馥郁酒鬼”为支撑的品牌价值链，强化酒鬼酒“文化品位、生态品质、馥郁品类”三大核心品牌资本。2018年“第十届华樽杯中国酒类品牌价值200强”活动评定酒鬼酒品牌价值达279.7亿元，同比实现大幅增长。
2019	完善“内参”、“酒鬼”、“湘泉”品牌宪法、视觉识别、视觉传达系统，以“文化酒鬼”为价值核心、以“生态酒鬼”及“馥郁酒鬼”为价值支撑的品牌价值体系基本形成。“酒鬼酒”荣获金融界2019年金智奖之“杰出产品奖”；2019年“第十届华樽杯中国酒类品牌价值200强”活动评定“酒鬼”品牌价值为318亿元、“内参”品牌价值为203.52亿元。

资料来源：wind，浙商证券研究所

1.2.3. 产品矩阵清晰，稳步推进三大核心系列策略

公司产品定位明晰，坚持高端化战略。公司在加强品牌营销的同时，确立了“内参”酒稳价增量、“酒鬼”酒量价齐升、“湘泉”酒提价保量的三大核心策略：**1) 内参系列**（终端价1000元左右）：公司高端形象大单品，为近年来公司主要发力单品之一，其包装由艺术大师黄永玉设计，酒体经调酒大师精心勾调而成，采用酒鬼酒公司多年积累的顶级原酒调制而成，因此产量极其有限，只能实施限量生产，定量销售；**2) 酒鬼系列**（终端价格1000-200左右）：定位次高端产品；**3) 湘泉系列**（终端价格200以下），为公司改制前的老字号，定位中低端产品。

产品结构持续升级，盈利能力得到显著提升。受益于公司采取高端化品牌战略，推进“内参”品牌公司化运作、全国化营销，内参系列酒以及酒鬼系列酒合计占比从2016年的80.3%升至2019年的80.4%，其中内参收入提升为高端酒发展主要驱动力（内参收入从2017年的1.8亿增至2019年的3.3亿），2020Q3内参、酒鬼、湘泉系列占比分别约为33%、54%、10%，公司未来目标收入结构为内参、酒鬼、湘泉系列占比分别为40%、50%、10%。随着毛利较高的内参占比不断提升，公司盈利能力得到显著增强：公司吨价从2014年的9.8

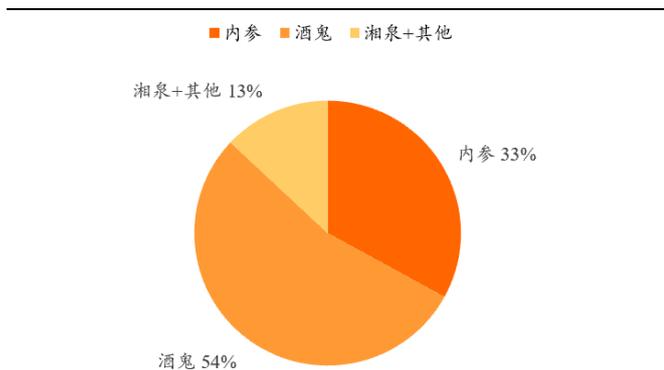
万元/吨提升至 2019 年 22.4 万元/吨；毛利率以及净利率分别从 2014 年的 59.87%、-26.68%提升至 2019 年的 77.75%、19.83%。

表 5：公司产品结构一览

品牌	产品	终端价(元)	定位	产品策略	主要竞品
内参	内参70周年纪念酒 52度	2899	高端	稳价增量	飞天茅台、五粮液、国窖1573
	内参酒大师版 52度	2599			
	内参酒 58度	1999			
	内参酒 52度	1499			
	内参酒 39度	1399			
酒鬼	酒鬼紫坛 52度	592.9	次高端	量价齐升	剑南春、梦之蓝、青花汾
	酒鬼传承 52度	528			
	酒鬼红坛 52度	438.9			
	酒鬼黑金 52度	429			
	酒鬼陈酿 52度	350.9			
	酒鬼黄坛 52度	279			
	酒鬼内品 52度	258			
	酒鬼珍藏特酿 52度	239			
湘泉	湘泉湘聚 52度	188	中低端	增品增量	海之蓝、泸州老窖头曲、五粮醇
	湘泉城事 52度	128			
	湘泉原浆10 52度	118			
	湘泉乡恋 52度	78			
	湘泉盒优 54度	56			
	湘泉老坛 52度	53			

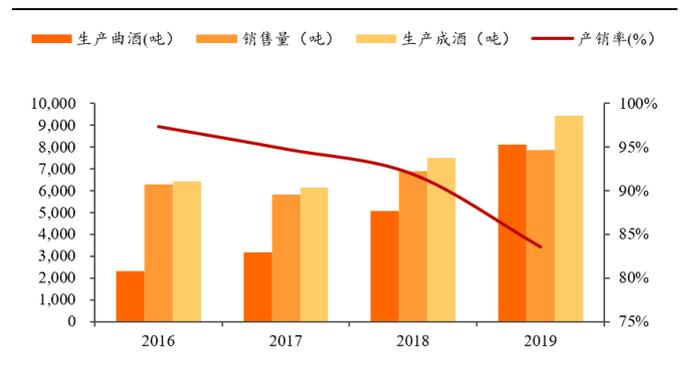
资料来源：京东商城，浙商证券研究所

图 6：公司各系列产品占比(2020H1)



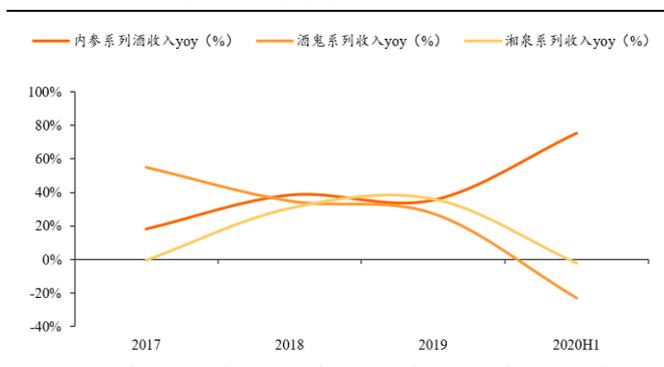
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 7：公司产量、销量及产销率情况



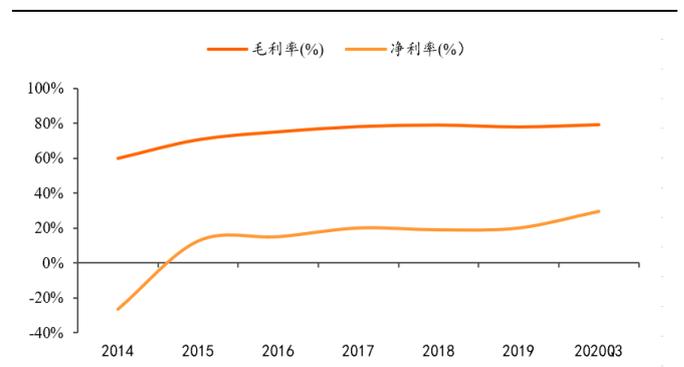
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 8：2018 年起内参增速超过酒鬼和湘泉系列



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 9：毛利率与净利率逐年上升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.2.4. 巩固省内优势区域拓展省外潜力市场，持续丰富新渠道

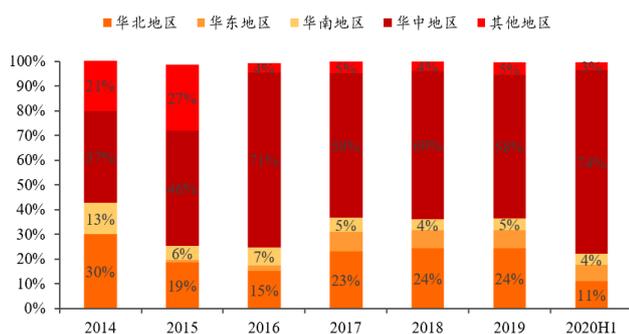
渠道模式：渠道模式不断丰富，高端化进程加速。目前公司主要渠道模式有以下三种：1) 常规线下经销模式；2) 常规线上及商超渠道模式；3) 内参销售公司；4) 专卖店模式。具体来看：线上方面，公司自 2013 年开始线上、商超渠道逐步打开，2019 年线上渠道占收入比 10%左右；内参销售公司：指 2018 年 12 月全国 30 多位高端白酒“亿元大商”共同出资成立的内参酒销售有限公司，旨在激发渠道活力，推动内参酒规模迅速扩张；专卖店模式：指和当地有团购资源的高端白酒经销商合作，旨在打造品牌形象、开发白酒团购客户（具体情况将在内参酒渠道部分进行详细阐述）。

渠道队伍：销售人员数量不断提升，2021 年预计将突破千人。2019 年，酒鬼酒+内参酒销售队伍 30 人以上，2020 年已达约 900 人（预计内参约 200 人，酒鬼酒约 700 人），2021 年春节预计达 1000 人以上；经销商数量 2019 年为 600 多家，目前接近 1000 家，其中内参经销商数量超 200 家，2021 年将预计将新增 1000+家。在经销商选择方面，继续打造优商体系，计划新招商 400 家，定目标、配支持、助提升、追结果。

市场布局：内参酒剑指全国化，酒鬼酒多层次布局市场。市场布局方面：1) 内参酒：深耕湖南，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，开启“内参”酒全国化进程；2) 酒鬼系列：深耕湖南市场，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，其它省份为机会市场。

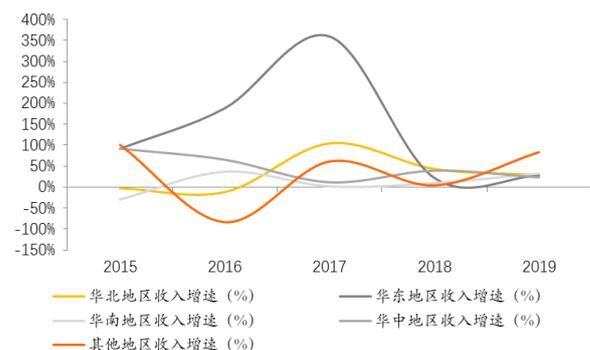
市场表现：湖南大本营深耕效果明显，潜力市场提升空间大。市场表现方面：2020H1 华中、华北、华东、华南收入占比分别为 74.3%、10.9%、6.8%、4.4%，2015-2019 年收入 CAGR 分别为 33.2%、34.4%、117.1%、19.8%，其中优势区域华中及华北地区合计占比从 15 年的 65.2%提升至 20H1 的 85.3%，优势区域持续发力。具体分析来看：1) 省外潜力市场华东及华南地区绝对规模仍较低，提升空间大；2) 包含大本营地区的华中区域收入占比从 15 年的 47.1%提升至 19 年的 58.2%显示省内下沉效果明显。

图 10：酒鬼酒主要收入来源为华中大本营地区



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 11：酒鬼酒各区域收入增速情况一览



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 6：公司近年市场战略变化情况一览

年份	市场策略
2015	坚持“省内重点做”与“省外做重点”的市场方针。集中优势资源，巩固湖南根据地市场的基础地位，
2016	一是省内纵向延伸，重点下沉县级市场。推动湖南大本营市场销售渠道全面下沉，重点加快县级市场开发布局。二是省外横向拓展，重点布局地级市场。省外已签约合作客户的市级市场有所提升。
2017	一是聚焦湖南市场，精耕细作，做实做透，基本实现县级市场陈列全覆盖。二是拓展省外市场，打造重点，建立样板。打造重点市场样板，突出开发地级市，建立核心消费群。
2018	聚焦核心市场、战略市场。将全国市场细分为核心、战略、重点、发展市场，继续优化市场布局，资源聚焦湖南根据地核心市场，集中到京津冀、山东、河南、广东、华东、华中等战略市场，打造亿元战略市场、千万级重点地级城市、百万级县级城市，核心市场和战略市场的销售占比不断提高。
2019	推进“酒鬼”品牌深耕湖南市场、布局省外重点市场。继续以湖南省为核心市场，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，其它省份为机会市场。战略市场中的地级市场、核心市场中的地级及县级市场基本实现产品全覆盖。

资料来源：wind，浙商证券研究所

2. 行业情况：酒鬼酒有望分享高端酒、次高端酒扩容红利

2.1. 高端酒：千元价位带扩容速度或超预期，内参有望乘扩容之风腾飞

2.1.1. 未来 3 年高端白酒容量增长有望保持 8~10%的复合增长

据国家统计局数据，自 2017 年以来白酒行业销量持续小幅下滑，行业进入“量平价增”阶段，并在过程中存在明显的“挤压效应”和行业集中度提升（向头部优势企业集中、向高端酒集中），在这一过程中，受益于消费升级，高端酒呈现持续扩容态势。我们认为未来高端酒千元价格带扩容速度及酒企提价速度将继续超预期：

1) 价：消费升级推动均价提升，高端酒大单品拥有持续提价能力

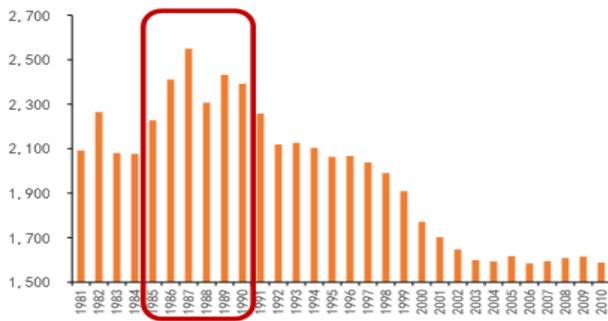
据中国酒业协会数据显示，2017 年高端酒销售额 900-1000 亿左右，2019 年高端酒规模约 1500—1600 亿，2017-2019 年复合增速超 20%。据波士顿咨询预测，2018-2023 年，高净值人群数量复合增速为 8%，伴随高净值人群数量的增加以及居民可支配收入的提升，行业消费升级趋势持续，近三年白酒行业吨价显著提升，由 2017 年的 4.7 万元/吨提升至 2019 年的 7.2 万元/吨；

高端酒大单品拥有持续提价能力。高端白酒核心大单品飞天茅台、经典五粮液、国窖 1573 由于具备强大品牌力，可以通过产品迭代更新、或顺应渠道终端价格上涨以实现提价。产品生命周期特点在高端白酒中并不凸出，因此高端白酒的经营核心在于对渠道库存进行管控，聚焦库存周期带来的市场波动。

2) 量：未来三年高端白酒容量有望实现 8-10%复合增速

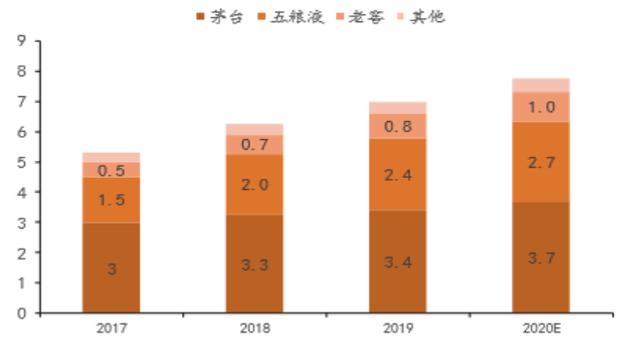
人口基数稳定、消费升级持续促使高端酒消费容量释放。以茅五泸为主的高端白酒市场总量从 2012 年的 4.5 万吨扩容至 2019 年的 7 万吨，总量增长 55.6%，中国主流白酒消费人口基础稳固、中期内白酒行业消费需求不存在快速下滑的风险，高端酒需求提升具有确定性，预计至 2020 年高端白酒市场容量将达约 8 万吨规模，高端白酒市场份额提升至 20%，未来 3 年高端白酒容量增长有望保持 8~10%的复合增长，超市场预期。

图 12：中国出生人口情况一览



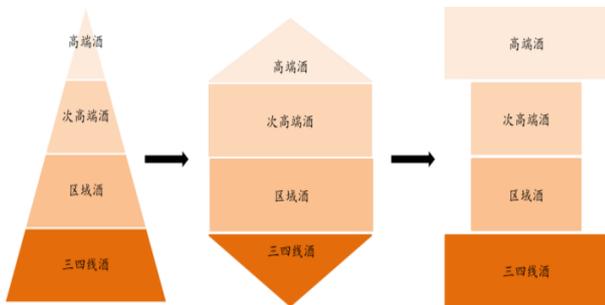
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 13：高端酒呈扩容性增长



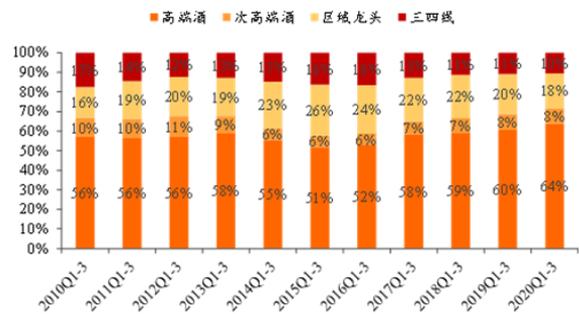
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 14：白酒产业分布从金字塔型、纺锤型变为哑铃型



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 15：白酒市场份额不断向高端酒聚集



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.1.2. 高端白酒竞争格局稳定，内参等高端酒新秀崭露头角

高端酒竞争格局稳定，是白酒板块确定性最高的价格带。目前高端酒行业格局稳定，目前贵州茅台已成为独属一档的超高端品牌，因此五粮液批价在一定程度上决定了诸多高端及次高端酒企提价空间，在消费品牌意识不断增强、五粮液内部改革稳步推进的背景下，我们认为未来茅五泸将实现各自占位，格局趋于稳定：

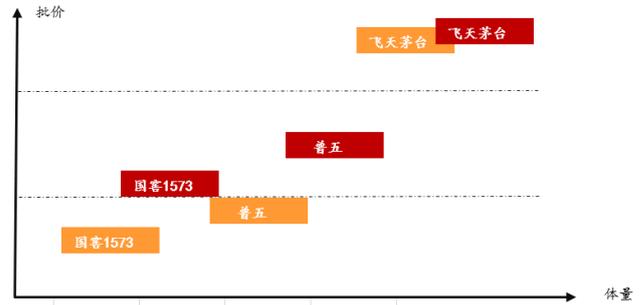
- ① 2021 年：在供需紧平衡状态下，贵州茅台批价将继续维持高位；我们预计明年五粮液春节前批价将跨越千元，而后批价实现跨越式提升(预计可达 1100-1200 元)，渠道利润将进一步增厚，在这一情况下，五粮液提价预期将增强；泸州老窖将继续采取小步跟随提价方式实现价位上移；
- ② 21-23 年：随着改革红利加速释放，五粮液批价有望达到 1300-1400 元，而泸州老窖批价将站上 1000 元价格以从与次高端及酱酒产品竞争中抽身，稳居高档酒阵营，最终茅五泸将在各自价位带实现稳定放量。

图 16：五粮液与贵州茅台批价差不断拉开，五粮液价空间大



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 17：未来国窖将占位 1000 元价位，五粮液批价将超 1300



资料来源：Wind，浙商证券研究所

综合实力较强的玩家已开始布局高端酒价位带以享受高端酒扩容红利、站稳次高端价位，内参等新晋高端酒崭露头角——上世纪 90 年代酒鬼酒开创文化营销先河，价格一度高于茅台五粮液，但后因多原因错失黄金发展机会，随着中粮入主后公司进行系列大刀阔斧改革，布局高端价位的内参表现亮眼。我们认为内参、古 20、汾酒 30 复兴版、今世缘 V9 等千元价位带产品均有望享受高端酒扩容红利。

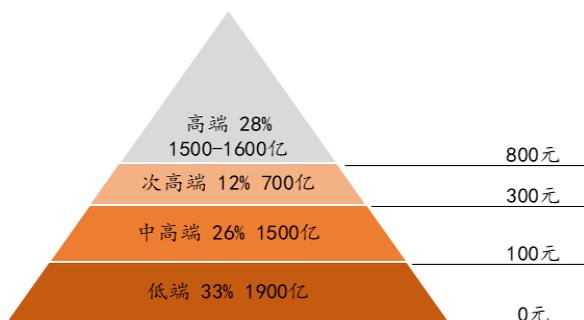
2.2. 次高端酒：处于快速扩容阶段，仍有较大增长空间

2.2.1. 次高端酒扩容速度或超预期，利好酒鬼系列发展

消费升级叠加高端酒提价，次高端白酒行业处于快速扩容阶段。中国酒业协会数据显示，2019 年规模以上白酒企业完成销售额 5618 亿元，其中次高端（300-800 元）白酒市场规模约 700 亿，2017-2019 年次高端酒收入 CAGR 为 27%（2017-2019 年规模以上酒企收入 CAGR 为 -0.32%），次高端酒扩容速度远超白酒行业主因自上而下和自下而上两种力量共同推动次高端市场容量不断扩大：一方面，高端酒批价提升后次高端的性价比相对提升；另一方面，受益于消费升级，部分中端酒消费者往次高端酒方向转移，次高端酒消费者不断增长；

次高端酒扩容速度或将继续保持超预期态势发展。白酒行业实现跨越式消费升级需要长久的阶梯式升级，最后呈现出“缓蓄势、急爆发”，从而在更高的一个价格带持续放量。我们认为消费升级趋势在已经形成的状态下，难以突然停下脚步，经济环境仅会影响消费升级速度。基于经济仍将实现持续发展、消费升级仍将延续假设下，次高端酒扩容速度或将继续保持超预期态势发展。

图 18：白酒价格带分布情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 19：规模以上酒企发展情况

年份	规模以上企业数	亏损企业数	产量(万千升)
2017	1593	128	1198.06
2018	1445	183	871.2
2019	1176	131	785.95
年份	销售收入(亿元)	本来累计利润总额(亿元)	吨酒价格(万元)
2017	5654.42	1026.48	4.72
2018	5363.83	1250.5	6.16
2019	5617.82	1404.09	7.15

资料来源：Wind，浙商证券研究所

次高端酒大单品韧性强，三季度实现爆发式增长，内参表现或超预期。疫情影响下，2020H1 高端酒及次高端酒收入增速分别为 12.1%、-5.5%；利润增速分别为 14.5%、9.9%；而 2020Q3 高端酒及次高端酒收入增速分别为 11.7%、25.4%；利润增速分别为 11.9%、62.8%，在收入占比较大的宴席市场回暖速度超预期、提价顺利的背景下，次高端酒业绩于三季度实现爆发式增长，内参(60%+)、酒鬼系列(持平)、古 8 及以上产品(20%~100%+)、梦 3 (15%+)、国缘 (11%)、青花系列 (30%+)、舍得系列 (10%+)、等次高端产品均实现高增长，次高端酒扩容为次高端酒大单品实现放量奠定了基础。从舍得角度看，2020Q1-Q3 中高档酒营收 13.42 亿 (-12.1%)，其中 Q3 中高档酒营收 5.88 亿 (+11.8%)，业绩逐季恢复显著。在消费升级持续、次高端酒持续扩容背景下，内参及酒鬼系列表现或超预期。

2.2.2. 处于战国时代竞争激烈，酒鬼酒市占率有望进一步提高

次高端白酒行业竞争激烈，酒鬼酒市占率有望进一步提高。目前高端白酒 CR2 高达 80% 以上，而次高端白酒 CR2 (剑南春+洋河) 仅 30% 左右，市占率较高的前十大酒企分别为剑南春 17%、洋河 15%、泸州老窖 10%、习酒 9%、古井贡酒 4%、茅台系列酒 4%、水井坊 4%、山西汾酒 4%、今世缘 3%、郎酒 3%，酒鬼酒占比较低。目前次高端酒仍处于战国时代，尚未出现全国化的绝对龙头企业，区域性较强，行业集中度较低，市场竞争激烈，主要品牌收入差距有限。我们认为次高端持续升级，全国名酒、地方龙头、酱酒分享未来三年红利，过程中要关注“地方龙头省内高端化推进、省外全国化推进”，同时关注“全国性名酒的地方化进程”，关注竞争中谁能力更全面、更有核心竞争力。

图 20：次高端各产品市占率一览



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 7：主要次高端大单品情况一览

香型	公司	次高端大单品	价格(元)	2017	2018	2019
浓香型	剑南春	水晶剑	435	80	100	120
		38度国窖	749	16	22	30
	泸州老窖	窖龄(30年/60年/90年)	318/428/598	29	37	37
		特曲(纪念版/第9代/第10代)	428/328/298			
	洋河	天之蓝	328	36	41	33
		梦3	388	25	31	34
		梦6	580	18	31	35
	舍得酒业	品味舍得	438	10	13	17
		智慧舍得	638			
	今世缘	国缘对开	288			
		国缘四开	468	11	16	24
		国缘新K(K3/K5)	496/588			
	水井坊	臻酿八号	360	16	23	28
		井台	519			
	口子窖	口子窖10年	328	11	13	14
口子窖20年		468				
古井贡酒	古8	409				
	古16	588	17	23	30	
	古20	789				
酱香型	茅台	赖茅(重沙/传承/红脚/金樽)	325/398/400/508	8	14	16
		汉酱(普通/铂金蓝)	368/488	8	12	13
	郎酒	红花郎(10)	408	13	19	21
		红花郎(15)	600			
	习酒	金质习酒(金钻)	428	13	25	42
国台	窖藏1988	588	12	16	20	
	国台国标酒	529	2	5	8	
清香型	山西汾酒	青花20	438	15	23	27
		青花30	788			
馥郁香型	酒鬼酒	酒鬼红坛/紫坛/传承)	428			
		酒鬼紫坛	538	6	8	10
		酒鬼传承	598			
主要酒企次高端产品收入(亿元)				347	472	561
yoy					36%	19%
规模以上白酒企业销售收入(亿元)				5654	5364	5618
yoy					-5%	5%

资料来源：wind，浙商证券研究所，注：标蓝为 400 元价格带，标红为 600 元价格带

3. 看点一：产品体系精简有致，内参系列为核心驱动力

3.1. 产品体系三大问题得以解决，中高端酒路线明晰

04 年公司推出内参之时，零售价一度超越贵州茅台，但由于控股股东变动频繁使得政策未得到延续，叠加塑化剂、三公消费等因素影响，公司业绩大幅下滑；2007 年酒鬼酒完成企业重组、改制后，产品开始收缩；2010 年中糖系郝刚和苏晓颺等新管理层上任，公司将封坛酒年份酒的产品从原来的 5 个减少至 3 个，并成立了湘泉事业部以加大“湘泉”系列产品的营销；2015 年中粮入主酒鬼后，确立了中高端产品战略，产品通过聚焦酒鬼系列以带动内参、湘泉；2018 年底公司成立了湖南内参销售有限责任公司，内参此后作为一个独立品牌、独立公司来运作。纵观酒鬼酒产品发展史，我们认为在中粮入主酒鬼前，公司产品线方面存在以下问题：

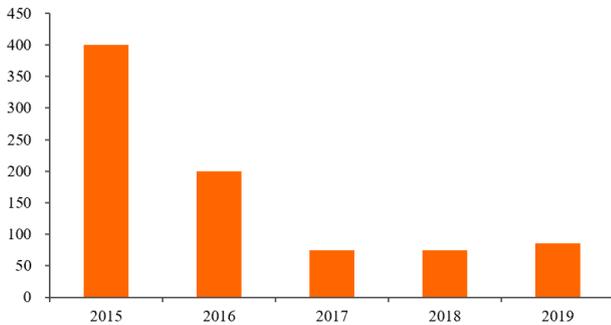
- 1) **问题：贴牌产品数量多，透支主产品品牌力。**2015 年公司通过开发大量贴牌产品以规避退市风险，当年 6 亿的营业收入中贴牌产品收入占比高达 40%，较高数量的贴牌产品在提升公司业绩的同时亦在透支品牌力。

→ **解决方案：精简 SKU，提高总代理及贴牌产品门槛。**中粮管理团队接手后，2016 年公司大幅减少买断产品，停止新开发贴牌产品，同时公司通过全面采用“经销价+返利+方案制”模式政策，对电商产品、总代理产品、贴牌产品价格以及长沙高桥市场流通价格进行严控，实施限底价销售，签订经销商稳价协议，明确各品牌事业部负责人为价格及市场管理第一责任人，严查窜货及低价销售行为。公司自此确立了“聚焦主导产品，打造核心大单品”的品

牌战略，严格控制内参酒、酒鬼酒主导品牌的延伸开发，终止透支、损害主导品牌的产品，提高总代理及贴牌产品门槛，压缩非自营产品；

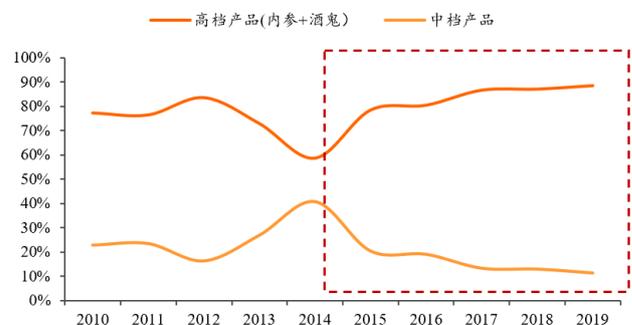
→ **当前：SKU 数量得到精简。**产品 SKU 数量从 15 年的 400 个减至 19 年的不足 85 个，品牌力得到有效提升。

图 21：为精简产品体系，酒鬼酒 SKU 数量显著下降



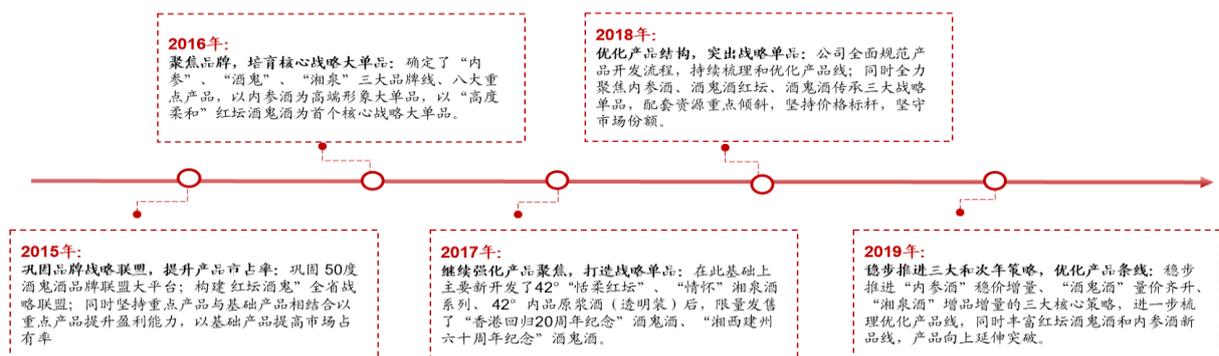
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 22：中高端高毛利产品收入占比显著提升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 23：酒鬼酒系列产品定位发展历程情况一览



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2) **问题：产品杂而交错，定位不明。**13 年开始，公司加大中低端新产品的开发投入，面向全国开发推出了 T3、T6“酒鬼老坛”，“彩陶湘泉”等系列中低端新品；14 年公司继续完善升级湘泉酒系列产品，不断开发区域专销产品，推动中低档产品的营销布局和市场拓展，随着 SKU 的不断增多，公司产品体系逐步出现杂而交错状态，产品定位明晰度不足。

→ **解决方案：明确三大品牌定位，优化产品结构。**2016 年开始公司坚持走中高端路线，削减贴牌产品，优化产品数量，比如公司主动控制“红坛十五年”放量以保障新推更高价位单品“高度柔和”上市成功，并确立 8 大单品；2018 年以来公司逐步明晰了对三大品牌定位——内参定位于高端产品（高于 1000 元），“稳价增量”；酒鬼定位于次高端产品（300-1000 元），“量价齐升”；湘泉定位于中低端产品（300 元以下），“增品增量”。

→ **当前：中高端产品占比持续提升，产品结构不断优化。**公司持续聚焦“52 度 500mL 内参酒”、“52 度 500mL 红坛酒鬼酒”、“52 度 500mL 传承酒鬼酒”

三大战略单品,并做好红坛酒鬼酒和传承酒鬼酒的迭代升级2019年“内参酒”、“红坛酒鬼酒”、“传承酒鬼酒”占比分别为21.89%、15.38%、8.51%,高端次高端营收占比从2014年58.9%快速提升至2019年88.4%,预计2020年毛利率较高的核心产品“内参酒”在收入翻番的基础上,收入占比将实现大幅提升。

3) 问题:与经销商议价能力弱,终端价格管理能力弱。

→ 解决方案:产品渠道多角度发力。中粮入主后,在对产品进行升级的基础上,全面导入控价模式,并对核心产品多次提出厂、终端零售价。同时公司于2016年进一步优化了营销组织结构;2017年在省内推进终端核心店建设;2018年推动渠道下沉、强化终端质控、推进销售渠道扁平化。

→ 当前:公司管控终端价格能力有所提升。产品价格体系表现向好,渠道力得到激发。

3.2. ★ 内参系列:股权经销商模式激发活力,驱动公司收入利润高增

内参酒为公司重点打造的全国性定位高端酒战略大单品,18H1~20H1内参酒收入CAGR达65.4%,收入占比从20%提升至39%,近年来内参乘高端酒扩容之风,成为公司经营规模扩张的重要驱动力、利润增长的关键支撑点。中粮集团和公司对于内参酒的定位为“回归中国白酒第一阵营,成为继茅台、五粮液、国窖1573之后的第四大高端品牌”——2018年为内参酒发展的夯实年、调整年(年底成立销售公司,销售收入仅为2.4亿元);2019年为内参酒的转型年(内参酒销量实现翻番,收入实现35.4%的高速增长);2020年为内参酒的高质量发展年,大概率将继续实现翻番增长;2021年省内稳价控量,省外主要对已有核心市场进一步覆盖,空白市场大力招商。我们认为内参较强的品牌力+产品力+渠道力构筑其参与高端酒竞争的入场券。

3.2.1. 品牌力:文化内涵+圈层营销+文创新品打造内参品牌力

文化历史为高端酒品牌力的核心支撑要素。内参为高端酒中唯一一款文人酒,是中国白酒文化营销的先行者、是中国文化酒的引领者。内参品牌所具备的独特名人文化、湘西文化、馥郁文化赋予内参一定稀缺性,但由于过去公司经营管理层面存在一定问题,内参的营销力不足使得其市场知名度与品牌价值错位,在内参销售公司成立后,公司通过调整量价及营销策略来解决“酒香也怕巷子深”问题,品牌力得到释放。

刚性稳定的价格为高端酒品牌力的体现。自2019年上半年起,内参公司通过严格执行控货提价以保证价格刚性,内参酒终端成交价始终保持在千元以上,处于高位的价格保障了内参酒高端属性。近期公司已将内参出厂价由900元上调至950元,团购建议价为1350元/瓶,零售建议价为1499元/瓶,预计未来内参酒价格还将继续上行。

营销层面:强调创新和效率,积极开展圈层营销。除了加大营销费用投入为,公司为提升高端消费人群覆盖精准度,公司通过圈层营销以提升消费端拉力,而内参酒名人堂就是做圈层营销的载体(酒鬼酒系列为馥郁荟):2021年内参酒除了继续面向金融圈、体育圈做推广活动外,还会开拓更多的圈层,这和渠道布局时“以点带面”颇为相似:圈层越高、越多,最终汇聚的影响力越大。

产品层面:加大文创产品投入和研发力度以进一步提升品牌力。近年来公司陆续推出生肖酒、纪念酒等新品,同时针对年轻人和一些地区消费群体,公司加大研发内参低度

酒产品,2019年文创和非标产品2020年规模不到1亿,2021年预计营收占比或达20%,加大文创占收入比旨在进一步支撑52度内参品牌力实现拉升。

表 8：内参酒近年来提价控货情况一览

措施	时间	内容
提价	2020/12/31	湖南内参酒销售公司发布通知。内容显示：经公司研究决定，52度500ml内参酒（大师）自1月18日起战略价上调100元/瓶，团购指导价调整为2580元/瓶，零售指导价调整为2899元/瓶
	2020/12/22	酒鬼酒供销有限责任公司下发关于42度500ml酒鬼酒调价的通知，通知显示：自2021年1月15日起，42度500ml酒鬼酒战略价上调20元/瓶。
	2020/8/12	核心单品“红坛18”、紫坛升级上市，红坛18（52度、500ml）以5年以上原酒为主体，紫坛（52度500ml）采用多年封坛老酒精心勾调而成
	2020/5/21	酒鬼酒发布调价通知：自6月25日起，52度500ml紫坛酒鬼酒（柔和）战略价上调40元/瓶。
	2020/4/30	4月30日向酒鬼酒各经销商及大区下发：自5月26日起，52度500ml红坛酒鬼酒（高度柔和）战略价上调30元/瓶。
	2020/2/1	52度500ml内参酒战略价上调20元/瓶
	2019/5/23	在湖南市场投放年份产品。内参酒年份产品比常规产品终端零售价高出100元/瓶达到1599元/瓶
	2019/4/20	湖南内参酒销售有限公司下发《关于52度500ml内参酒调价通知》文件，文件内容显示：为顺应市场发展需要，维护品牌价值，经公司研究决定，52度500ml内参酒自2019年4月22日起团购指导价调整为1350元/瓶，零售指导价调整为1499元/瓶。
	2019/2/20	自3月15日起52度500ml内参酒战略价上调20元/瓶
	控货	2020/12/31
2020/12/20		12月20日，湖南内参酒销售有限公司于日前发布文件称：52度500ml内参酒自即日起停止供货，客户无库存提货的，需由公司审批发货。内参酒此次停货和经销商库存紧密挂钩，对省内外经销商停止供货标准进行明确规定，其中湖南省外的经销商如果库存高于200件便停止供货，省内经销商的库存高于100件则不再供货
2020/12/18		12月18日，内参酒销售有限公司下方文件，宣布：52度500ml内参酒自即日起停止供货，客户无库存提货的，需由公司审批发货。据了解，本次停货主要是为了进一步净化市场，确保内参酒价格体系在上升通道中更加坚实有力
2020/7/23		湖南内参酒销售有限公司下发了《关于全国市场内参酒停止发货及取消窜货申诉制度的通知》：从7月23日起，全国市场内参酒停止发货（新客户、团购客户单次提货量<50件的除外）
2020/7/8		7月8日，湖南内参酒销售有限公司发布《关于湖南市场停止52度500ml内参酒（大师）收款与发货的通知》。内容显示，即日起湖南市场暂停52度500ml内参酒（大师）收款与发货，签约客户视同完成合同任务，按照年的内实际提货数量核算价格保证金。禁止各运营商向流通市场销售大师酒，一经发现，取消运营代理资格
2019/11/11		内参酒销售公司连续发布《关于湖南市场52度500ml内参酒停止供货及配合执行的通知》和《关于52度500ml内参酒调价的通知》两份文件。宣布从11月11日起，湖南市场52度500ml内参酒停止供货。
2019/4/11		酒鬼酒下发内参酒5月继续停止供货的通知。
2019/3/1		内参酒3月19日至4月30日期间停止供货
2018/12/17		酒鬼酒推出54度540ml改革开放四十周年纪念酒。
推新		2019/11/30
	2019/10/29	酒鬼酒公司在上海虹桥铂瑞酒店发布高尔夫圈层高端新品“内参高尔夫酒”。
	2019/10/19	内参大师酒发布，内参大师酒度数为52%vol，规格为500ml
	2019/8/27	推出首款70周年纪念酒，纪念酒为54%vol，采用大红国瓷瓶、皮质礼盒。瓶身以真金烤花工艺印字：“70”、“1949-2019纪念”。为了纪念“70”这个有着特殊意义的数字，纪念酒规格特别设置为700ml。

资料来源：wind，浙商证券研究所

表 9：内参酒近年来圈层营销情况一览

营销活动	时间	内容
中国高端文化白酒·内参酒价值研讨会	2020/10/31	以“中国高端文化白酒”为主题，内参酒价值研讨会第八站走进深圳，
	2020/9/12	“中国高端文化白酒·内参酒价值研讨会”在合肥洲际大酒店举行
	2020/9/5	由内参酒举办的“中国高端文化白酒”价值研讨会走进邯郸
	2020/8/16	“中国高端文化白酒·内参酒价值研讨会”在西安举行
	2019/10/17	“中国高端文化白酒·内参酒价值研讨会”在北京举行
	2019/9/10	“中国高端文化白酒·内参酒价值研讨会”在广州举行
	2019/8/19	“中国高端文化白酒·内参酒价值研讨会”在沈阳举行
馥郁荟	2020/8/31	酒鬼酒杭州馥郁荟成立暨酒鬼酒红坛（20）浙江省上市会正式举行。7月3日，酒鬼酒首场馥郁荟在青岛发起，随后在青岛、临沂、济宁、菏泽、聊城、济南和德州七大城市举行。至本次杭州馥郁荟成立，酒鬼酒已在不到2个月的时间布局8家“馥郁荟”。
	2020/6/27	由酒鬼酒股份有限公司主办的文化名酒、高端商机《中国酒业馥郁荟（内参酒）大讲堂》第四期震撼来袭。在新华社现场云、红网、微酒等四大直播平台播放
	2020/3/28	3月28日，以“天人合一·无上妙品”为主题的中国酒业馥郁荟（酒鬼酒）大讲堂直播课堂即将重磅开课！这场直播将通过红网时刻、红网时刻驻新华社现场直播平台、大家酒评三方平台同步直播。
内参名人堂	2020/12/12	“内参名人堂精英论坛·金融圈”活动在杭州喜来登大酒店举行。内参酒销售公司支部付卓，内参酒销售公司副总经理何飞龙，内参名人堂首席会员朱江军，著名经济专栏作者布尔费墨，著名书法家、中国美院教授张楠，以及企业家、投资人，共30多位嘉宾参加本次精英论坛
	2020/11/22	11月21日，内参名人堂精英论坛-金融圈活动在北京举行。著名经济学家、中国农业银行前首席经济学家向松祚发表主旨演讲。一如酒鬼酒所坚持的“中国文化白酒第一品牌”的目标。
	2020/9/21	内参名人堂中秋音乐会在长沙北辰洲际酒店举行
	2018/10/21	“发现文化的力量——内参酒·中国高端白酒市场趋势论坛”在长沙普瑞酒店隆重召开。论坛由中国酒业协会、中粮酒业有限公司主办，酒鬼酒股份有限公司和湖南省酒鬼酒内参诗酒文化社共同承办，内参名人堂启动
其他	2020/8/22	酒鬼酒和《中国国家地理》杂志决定开展全面战略合作。
	2020/5/17	5月17日下午，由酒鬼酒股份有限公司主办的《美酒中国·探秘湘西：邀您云游酒鬼酒酿酒生态园区》直播活动在湖南吉首举行。截止5月18日上午9:00，共有186.56万人次通过新华社、红网直播客户端、网易新闻、搜狐新闻、腾讯新闻和凤凰网平台参与。
	2019/7/5	2019夏季达沃斯年会，内参酒作为伴手礼赠与乌拉圭大使
	2019/9/10	9月10日，2019亚欧经济论坛在文化名城西安开幕，酒鬼酒公司为2019欧亚经济论坛官方指定赞助单位，“红坛酒鬼酒”及“内参酒”也成为2019欧亚经济论坛指定用酒
2018/9/30	2018夏季达沃斯年会，酒鬼酒作为本届东道主国家高端白酒的代表，携手央视财经，全面助力2018夏季达沃斯顺利举行。	

资料来源：wind，浙商证券研究所

3.2.2. 产品力：独特工艺叠加稀缺产能凸显内参稀缺性

自然环境方面：得天独厚。热带湿润季风气候、高山富硒生态原料、富硒窖泥、优质泉水、阴河贯通的洞藏溶洞等条件为馥郁香型酒鬼酒赋予了别具一格的品牌内涵；

酒体工艺方面：独特。内参酒主体酒为8年以上特优级基酒，同时内参酒独特的“5238”工艺赋予内参酒独特的馥郁香口感；

产能方面：稀缺。2011年公司累计了3万吨基酒（平均酒龄在10年以上，其中30-40%酒龄接近15年），按当时的原酒交易价格算，这部分基酒在当时价值300亿元；目前公司基酒产能已达1万吨水平（未来两年大概率将维持这一水平），库存为4.1万吨（平均酒龄在10年以上），丰富的老酒保障了内参近年的发展，但随着内参、酒鬼全国化进程的加快，预计2022年后公司产销缺口会打开（公司已在新建生产三区一期工程项目以扩充公司的基酒产能，预计三年内将完工，项目实施后基酒产能将增加3000吨/年，总共达13000吨，往后公司将根据需求，对三区进行二期、三期工程建设，三区工程建设完毕后，设计产能可增加1万吨，考虑到完成100亿元收入的长期目标需要3-4万吨的基酒产能支撑，公司未来或将进行四期工程项目）。另外，公司总经理董顺钢曾在2018年10月表示未来五年内，内参酒销量将不超过1000吨，产能稀缺进一步凸显内参稀缺性；

优酒率：稳定。公司目前优酒率约为50+%（即1万吨基酒有5000多吨可以通过长时间存放，用于酒鬼（8年）和内参（5年）的出品，剩下的4000多吨经过1~3年的存放，用于湘泉的调配，但中间有一部分经过提质工艺，少量质量较好的基酒可能会升级为酒鬼用酒。公司优酒率更依赖于班组人员熟练度（摘酒），较为熟练的班组优酒率可以达到50%~60%；新窖池和新的班组人员不太熟练的话，可能优酒率就是40%~50%。

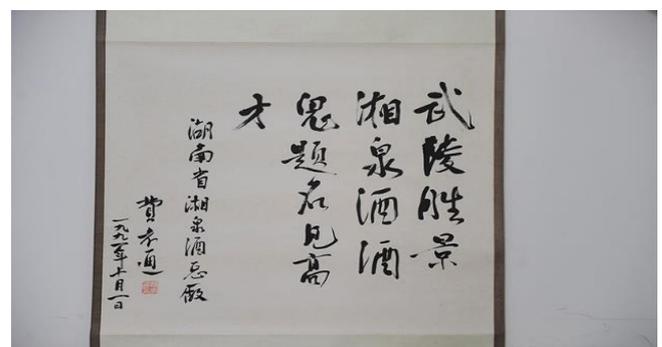
品牌系列方面：简洁。内参酒在布局全国之前，内参主要在湖南本土市场销售，只有一个大单品，即52度，内参于1999年才开始在度数上做延伸，但有一个原则，那就是延伸产品的价格基本都高于目前的主导产品，目前内参有7个品种，52度内参为核心产品，内参大师酒占比第二，54度、58度、生肖、高尔夫、内参一号（标价高于5000元）均为补充产品。

图 24：湘西的生态环境利于酿酒发酵



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 25：酒鬼酒承载了湘西鬼神文化的特质



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.2.3. ★ 渠道力：内参销售公司为内参酒发展的转折点

内参销售公司的成立为公司产品结构变化的重要转折点。2018年12月全国30多位高端白酒“亿元大商”共同出资成立了内参酒销售有限公司（主要负责销售及渠道建设，

成立之初规划内参酒销售目标三年增长翻番),内参酒将作为一个独立品牌、独立公司运作,公司推进内参销售向大店打造、大商扶植、区域占王为基点的区域精耕转变,并通过费用共管渠道共控、利益共享风险共担实现营销力的最大化,通过控制客户总体数量以确保渠道利润,稳步推进“内参”酒稳价增量。管理人员方面,内参公司总经理王哲于2010年进入酒鬼酒营销系统负责酒鬼酒区域营销工作,2018年内参酒销售公司成立后负责内参整体营销工作,2019年负责内参公司市场层面、品牌层面、渠道层面、管理层面,较强的管理能力赋能内参公司。我们认为内销销售公司有以下优势:

1) 厂商一体化模式树立,动作更灵活,更贴近市场。内参销售公司股东可从渠道价差、分红收益、额外奖励等多方面获取收入,维护极大的捆绑了经销商利益,降低了公司费用投入,推进渠道扁平化;

2) 更好的整合大商资源,推进渠道扁平化。参与出资的大商资源丰富,内参可通过大商资源实现迅速发展。

此外,公司通过有序建设“内参”核心店、“内参”形象店和“内参”专卖店,有效实施“牛团队工程、优商工程、智慧终端工程、名人堂落地工程”等重点工作,截止2020年3月,已有20+家内参专卖店,同时“内参酒”省内已完成可控售点分销实现全覆盖。公司在近期经销商大会上表示,2021年酒鬼、内参专卖店目标为破千。

在优商计划的带动下(在全国主要城市吸纳150-200位优质经销商加入内参酒经销商队伍),2019年内参公司在湖南市场完成793家终端直营商建设,同时成立背景、华北、中原、华南四大省外战略区域——销量从2018年的200吨增长至400吨(+100%);收入从2018年2.4亿增至2019年的3.3亿,近年来改革叠加茅台溢出效应带动千元价格带内参酒的放量逻辑将持续存在,内参酒三年增长翻番目标实现概率较大。

表 10: 主要次高端大单品情况一览

香型	公司	次高端大单品	价格(元)	2017	2018	2019
浓香型	剑南春	水晶剑	435	80	100	120
		38度国客	749	16	22	30
	泸州老窖	窖龄(30年/60年/90年)	318/428/598	29	37	37
		特曲(纪念版/第9代/第10代)	428/328/298			
	洋河	天之蓝	328	36	41	33
		梦3	388	25	31	34
		梦6	580	18	31	35
	舍得酒业	品味舍得	438	10	13	17
		智慧舍得	638			
	今世缘	国缘对开	288			
		国缘四开	468	11	16	24
	水井坊	臻酿八号	360	16	23	28
		井台	519			
	口子窖	口子窖10年	328	11	13	14
		口子窖20年	468			
古井贡酒	古8	409				
	古16	588	17	23	30	
	古20	789				
酱香型	茅台	赖茅(重沙/传承/红御/金樽)	325/398/400/508	8	14	16
		汉酱(普通/铂金蓝)	368/488	8	12	13
	郎酒	红花郎(10)	408	13	19	21
		红花郎(15)	600			
	习酒	金质习酒(金钻)	428	13	25	42
国台	窖藏1988	588	12	16	20	
清香型	山西汾酒	国台国标酒	529	2	5	8
		青花20	438	15	23	27
馥郁香型	酒鬼酒	青花30	788			
		酒鬼红坛/紫坛/传承	428	6	8	10
		酒鬼紫坛	538			
		酒鬼传承	598			
主要酒企次高端产品收入(亿元)				347	472	561
yoy					36%	19%
规模以上白酒企业销售收入(亿元)				5654	5364	5618
yoy					-5%	5%

资料来源:wind, 浙商证券研究所, 注: 标蓝为400元价格带, 标红为600元价格带

表 11：湖南内参酒销售公司股东相关信息

股东	持股比例	股东	持股比例
刘哲明	7.49%	戴文凯	2.99%
孟碧蓉	7.19%	郑州恒利酒业有限公司	2.99%
李利军	5.99%	湖南省沅星物流有限公司	2.99%
湖南省嘉升商贸有限公司	5.99%	湖南省达润食品贸易有限公司	2.99%
段恋芬	5.99%	张家界远强糖酒食品有限公司	2.69%
长沙市晏蓝酒文化传播有限公司	5.99%	广州市妙品贸易有限公司	1.80%
湖南省糖酒副食品有限公司	4.79%	张庆华	1.80%
吉首市凌群酒业有限公司	4.67%	关海涛	1.80%
吉首市神农茶业酒业贸易有限公司	4.49%	都学民	1.80%
罗科武	3.41%	谢扬波	1.80%
鲍万同	2.99%	天津边氏集团有限公司	1.80%
龚波	2.99%	永州醉潇湘贸易有限公司	1.80%
郭孟雄	2.99%	衡阳市天福乐贸易有限公司	1.20%
黄涛	2.99%	曹兵伟	0.60%
刘国平	2.99%	-	-

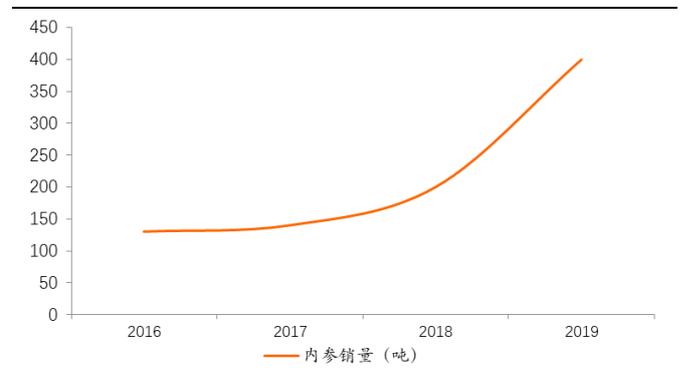
资料来源：wind，浙商证券研究所

图 26：2018 年以来内参系列收入高速增长



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 27：2019 年内参系列销量实现翻番



资料来源：Wind，浙商证券研究所

酒鬼酒的内参销售公司与泸州老窖曾经的柒泉公司存在一定相似性：

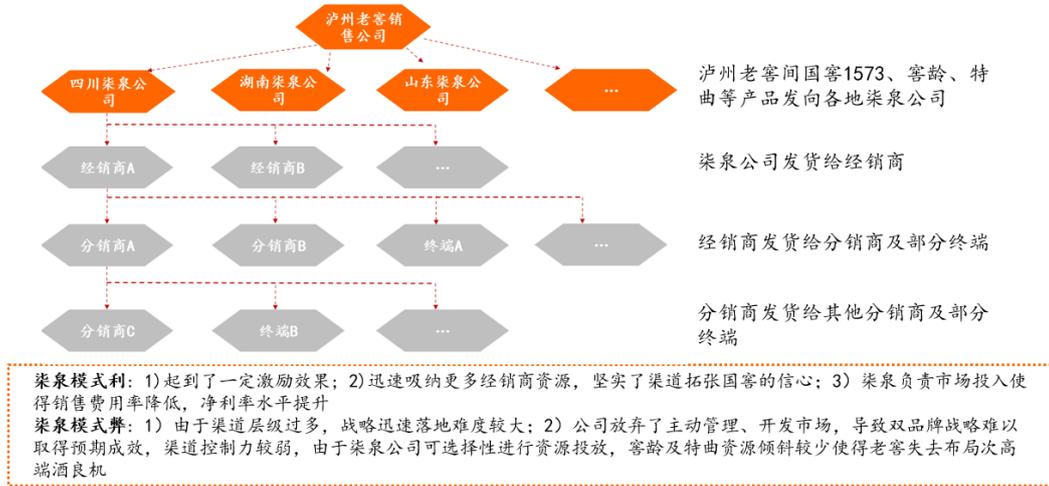
柒泉公司：在发展之初取得显著成效，但弊病逐步显现

2009 年泸州老窖开始推广柒泉模式（厂商员工与经销商共同组织联盟体，实现独立化运营，5 家柒泉公司主要负责当地渠道开拓及中高端产品的销售），柒泉模式在当时的时代背景下被证明是行之有效的——2010 年三家最大的柒泉公司（华北、西南、华中柒泉）收入占比在各自销售区域内已达 79%、50%、68%，同时前五大客户中柒泉公司占入比达 54.4%。柒泉公司虽然在黄金十年间助力公司发展，但在 08 年后混乱的销售模式对传统市场造成一定负面影响，调整期间放大了公司回落幅度；在经历行业深度调整期后，为解决原有的柒泉模式存在层级复杂、体系臃肿等缺点，公司进行了品牌专营模式改革——仍由大经销商出资建设，但渠道层级仅为两级，公司自主组建营销队伍，自主投放费用以开发、维护终端。实行品牌专营模式后，经销商利润较之前固化、渠道层级得到压缩、费用使用效率提升、终端控制力显著增强。

→ 柒泉模式的**优势**在于：① 在吸纳更多优秀经销商的通知深度捆绑了经销商利益，由于经销商可分享红利，因此提价落地较为顺利，同时规模实现快速扩张，为国窖 1573 跻身高端行业奠定基础；② 柒泉公司负责市场投入，公司销售人员大量减少，销售费用和管理费用率均明显下降，净利率明显提升。

→ 柒泉模式的劣势在于：① 由于层级过多，战略迅速落地难度大；② 柒泉公司主能动性高，追求自身利益最大化，公司渠道控制力较弱导致双品牌战略难以取得预期成效，部分地区出现了窜货现象，价格体系混乱不利于渠道政策的落地。

图 28：柒泉模式情况一览



资料来源：Wind，浙商证券研究所

内参销售公司与柒泉模式的异与同：

相似之处：均通过与经销商进行利益捆绑以提升经销商积极性，从而推动规模尚小的高端单品实现迅速扩张。**不同之处：**1) 酒鬼酒仅将高端产品—内参赋能销售公司（发力主品牌），而泸州老窖柒泉公司经营多个品牌（主品牌容易稀释）；2) 内参让经销大商全资经营（相当于成立一家具有活力的民营企业），泸州老窖销售团队与经销商股权合资（易出现内部矛盾）。综合来看，我们认为公司将高端酒内参通过成立独立的销售公司运作有利于在消费升级环境下实现规模的迅速扩张、提升高端酒市占率，进而提升酒鬼酒整体品牌价值，随着内参酒体量不断增长，公司或将转向类似品牌专营模式来提升市场管理能力。

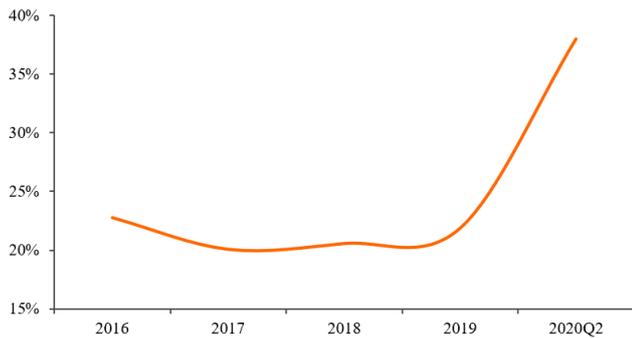
内参酒韧性较强，面对疫情仍实现逆势增长。2020Q1 公司收入 3.1 亿，同比下滑 9.7%，归母净利润 0.96 亿，同比增长 32.2%，酒鬼酒销售受疫情影响明显，而内参销售公司的灵活性及积极性显现，2020Q1 内参酒预计增长 70%（收入占比预计在 50%以上），同时内参在 2020Q2、2020Q3 亦保持较强增长势头（2020Q3 开始控货，渠道库存健康），2020Q1-3 内参销售收入增速预超 70%，远高于其他同价位白酒，内参连续两年的高增长已验证了公司与经销商利益共享操作思路的正确性。

表 12：2020Q1-3 高端及次高端酒主要单品均表现优异，部分实现高速增长

档次	公司名称	主要单品名称	Q1-3销售额增速(预计)
高档酒	贵州茅台	飞天茅台	12%
		系列酒	-1%
	五粮液	普五	出货预计2.1万吨,渠道反馈达成全年80%以上
次高端酒	泸州老窖	国窖1573	10%-20%
		特曲	(-10%) - (-20%)
	舍得酒业	品味舍得+智慧舍得	超10%
区域龙头酒	酒鬼酒	内参	超60%
		酒鬼系列	持平
		湘泉酒	超10%
三四线酒	古井贡酒	献礼	负增长
		古5	持平
		古8	20%
区域龙头酒	洋河股份	古16、古20	Q1-3表现良好,部分渠道同比增长超过100%
		海之蓝	大位数负增长
		天之蓝	两位数负增长
区域龙头酒	今世缘	梦3	省内约15%增长
		梦6+	由于产品换新影响,略有下滑(老梦6和梦6+加起来,目前基本达到去年老梦6的80%)
		特A+类(出厂指导价300元+)	11%
三四线酒	山西汾酒	特A类(出厂指导价100-300元)	-7%
		其他(出厂指导价100元以下)	-15%
		青花系列	超30%
三四线酒	顺鑫农业	巴拿马	平稳略增
		老白汾	
		玻汾	超20%
三四线酒	白酒业务	白酒业务	-1%

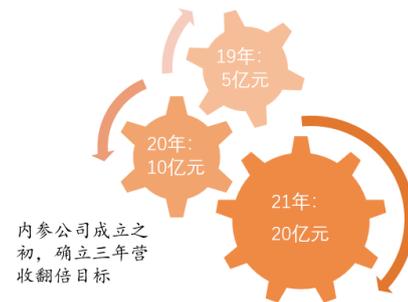
资料来源：wind，浙商证券研究所

图 29：内参系列收入占比提升显著



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 30：内参销售公司三年收入目标为翻倍



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.2.4. 市场情况：省内销售为主，省外占比有望达到 50%

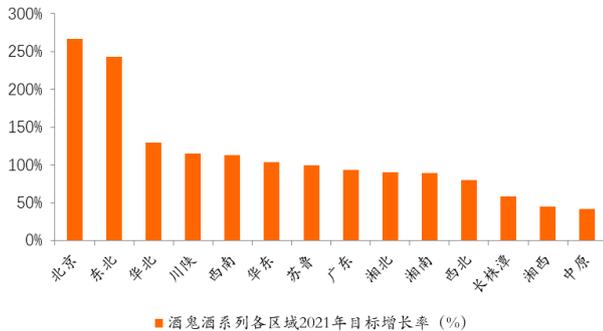
内参酒仍以省内销售为主，省外市场主要聚焦广州、深圳等经济发达地区，作为拥有全国化品牌基因的高端酒，内参省外发展空间广阔，未来公司争取进一步提升省外占比至 50%：

1) 省外发展情况——2019 年：是内参酒走出湖南、实施全国化的第一年，内参酒以“深耕渠道、夯实基础、决胜终端”为主线、推进市场全国化。区域布局上，内参酒实施了聚焦原则。在省内市场聚焦品牌高地——省会长沙市场，湖南省内公司已经实现了全区域无盲点布局，并在重点城市实现了渠道直营，内参市场规模从 7000 万元销售额提升至 2019 年的过两亿；在全国市场则聚焦少数区域，打造样板市场，包括京津冀、河南、山东、广东等地，实现了平台商和核心终端的双布局，同时内参酒营销团队继续聚焦以打造区域样板县、样板店；2020 年：是内参酒加速全国化进程的一年。内参酒在竞争激烈的安徽内参酒依然保持着自己的快节奏，安徽市场规模预计将破一亿元，未来安徽市场规模或将超过河北。

2) 省外潜力市场——北京、河北、广东等省份均为内参未来重点发展市场。1) 除湖南省所处的华中地区外，华北及华东地区为酒鬼酒原有优势区域，拥有良好群众基础，预

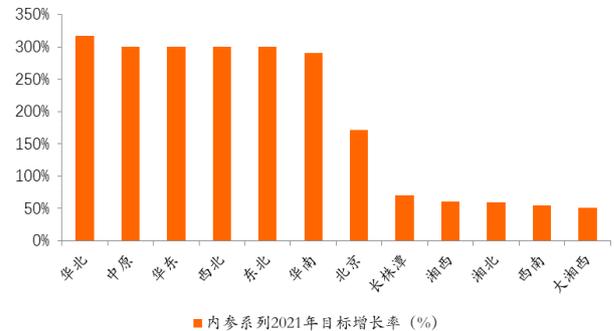
计公司将继续加大布局力度；2)自2019年以来，内参酒在全国召开了8场价值研讨会，召开城市分别是：沈阳（辽宁）、广州、北京、邢台（河北）、西安（陕西）、邯郸（河北）、合肥（安徽）、深圳，我们预计以上城市为内参目标省外潜力市场之一。

图 31：酒鬼酒系列各区域 2021 年目标增长率



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 32：内参系列各区域 2021 年目标增长率



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.3. 酒鬼系列：迭代升级进行时，有望享受次高端酒发展红利

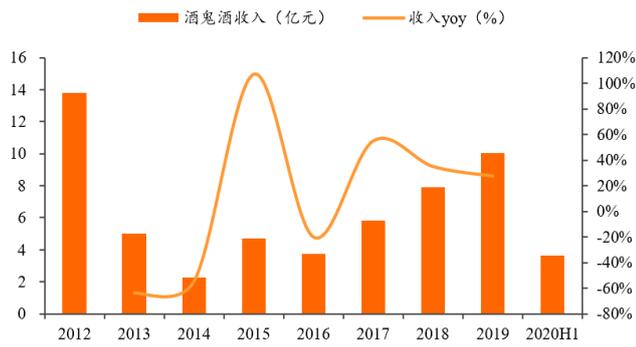
酒鬼系列为公司创立之本，目前处于升级迭代阶段，有望实现顺价销售：

(1) 从收入占比来看，由于内参增长迅速，酒鬼系列收入占比从 2012 年的超 80% 下降至 2020H1 的 50.2%。

(2) 从收入增速来看，2015 年公司通过加大贴牌产品开发实现收入的迅速增长；2016 年中粮入主后针对酒鬼系列存在的开发产品众多、价格混乱导致等问题进行改革，加强产品聚焦、加强价格管控，因此 2016 年酒鬼系列收入仅实现了 11.7% 的增长；2018 年公司确立了酒鬼酒“量价齐升”的核心策略；2019 年公司继续聚焦“52 度 500mL 红坛酒鬼酒”、“52 度 500mL 传承酒鬼酒”战略单品（当年收入占比分别为 15.4%、8.5%），同时丰富了酒鬼新品线；2020 年在原有策略基础上，公司对红坛酒鬼酒和传承酒鬼酒进行迭代升级提价以顺应消费升级趋势、符合提价放量目标，另外，公司将酒鬼系列省内省外分开做以维护价格体系；2021 年公司将继续砍掉低端产品线、进行产品结构提升，同时继续完善红坛、紫坛等传统大单品价格体系，今年酒鬼将上市一款定位红坛 20 之上的真实年份酒，争取提升经销商渠道利润；

(3) 从产品市场分布来看，目前传承已经换装，定位省外核心市场，红坛+紫坛定位省内市场，而红坛+传承定位省外市场，酒鬼未来会增加非标产品。伴随着提价战略的稳步推进，未来酒鬼系列有望进一步增厚利润。在内参规模扩大拉高酒鬼品牌势能的背景下，我们看好酒鬼系列乘次高端酒扩容之风的发展速度。

图 33：酒鬼酒系列收入增速较为稳健



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 34：酒鬼系列新品线不断丰富（高价位）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

三大品牌营销管理合并，酒鬼酒整体协同发展。2019 年公司进行组织架构调整，形成“综合管理、供应链管理、品牌管理、酒鬼销售管理、内参销售管理”五大中心，强化品类管理，优化经理人配备；2020 年组织架构将由“生产管理中心、销售管理中心、品牌管理中心、财务管理中心、供应链管理以及综合管理中心”六大板块组成，对酒鬼酒三大品牌营销管理合并，王哲被任命为酒鬼酒股份有限公司销售管理中心总经理，全面负责酒鬼、内参、湘泉三大品牌的营销工作，未来酒鬼酒各系列将进行协同作战，利于渠道加速下沉、全国化进程稳步推进。

3.4. 湘泉系列：推行提价保量策略，或将进军潜力小酒光瓶酒市场

定位中低端的湘泉系列占比小，提价保量策略推动结构升级。从收入角度来看，2015 年开始公司大力精简产品 SKU、调整产品结构，湘泉系列收入从 2012 年的 2.7 亿元下降至 2017 年的 0.8 亿元，收入占比从 16.2%下降至 9.5%；2019 年公司确立湘泉“增品增量”核心策略后，收入同比增长 36.2%至 1.5 亿元；2020 年公司调整了湘泉系列策略，确立了提价保量策略以提升产品结构、保证利润端表现。从毛利率角度看，2020H1 湘泉系列毛利率不足 35%，远低于内参系列、酒鬼酒系列 92.5%、79.6%的毛利率水平。

湖南中低端产品整体规模下降，但小酒光瓶酒之风盛行，未来湘泉系列或进军小酒市场。受消费升级、消费者更注重品牌等因素影响，湘泉系列目前所处的 50-200 元价位带市场规模在逐年下降，受到产能及销售成本增加影响，部分酒企尝试性的提升出厂价以提升终端成交价，短期内造成销量的回落（消费者价格敏感度高），目前湖南市场百元价位段主要被开口笑、海之蓝、毛铺苦荞等品牌瓜分，竞争较为激烈。反观作为湖南地区重要组成部分的 30 元以下的小酒市场——规模持续扩大，价位带上延。由于湖南地区消费者不喜豪饮，小酒受欢迎程度高，随着消费群体年轻化、消费品牌化、消费个性化，消费者对小酒价格的敏感度有所变钝，实际上近年来酒鬼酒系列已开发了“三两三”小酒（零售价 40 元，168ml），通过提升品质以提升价格，旨在打造一款品质高、有文化内涵的小酒，未来湘泉系列有望在小酒领域推出更多优质新品以提升产品结构、增厚公司利润。

图 35：柒泉系列战略定位变化一览



资料来源：Wind，浙商证券研究所

4. 看点二：省内持续深耕，省外潜力市场有望加速拓展

4.1.1. 省内：湖南地区市场空间大，市占率稳步提升确定性高

湖南地区白酒行业规模大，包容性强使得市场竞争较为激烈。湖南为酒类消费大省，酒类社会零售总额约 400 亿元，其中白酒零售总额近 300 亿元，人均白酒消费量约 10 公斤，为全国人均水平的 2 倍。据《中国酒类流通行业白皮书（2020）》显示，2019 年湖南地区酒类流通行业规模约为 184 亿元，较上年同期增长 3.4%（按批发价口径统计）。从消费区域来看，湘北市场受消费习惯影响，白酒消费量高于湘南地区，长潭株市场联动性较强，其中省会长沙白酒消费量占全省 40%左右。目前湖南省内白酒消费呈现以下特点：

- 1) **高端酒消费占比最高，次高端价位规模不断扩大，小酒持续繁荣。**从流通价位结构上看，800 元以上、300-500 元、30 元以下价位产品占比最大，分别为 38%、20%、17%：
 - ① **高端酒**——湖南地区多好客，消费频次高、消费价位高为其消费特征，因此高端酒消费占比最高；
 - ② **次高端酒**——湖南地区次高端酒容量约为 50 亿元，其中主销价位单 300-500 元占次高端酒容量 80%左右，而 500-800 元价位段容量较小，随着消费升级，次高端酒价位带亦处于迅速扩容状态，竞争激烈，300-500 元次高端酒价位带增速最高，达 15.2%；
 - ③ **中高端酒**——湖南中高端销量主要集中在 150-200 元、250-300 元价位段，受益于地产品牌多年的市场基础，地产品牌在中高端价位带中占有 8 亿元的市场销量，约占比 55%，其中酒鬼系列表现突出；
 - ④ **中低端**——100-150 元盒装白酒价位带容量有所下降，增速为-16.7%，消费疲软；
 - ⑤ **低端**——30 元以下小酒规模超 25 亿元，其中小郎酒约占小酒市场份额的 35%，受益于自饮场景需求大，湖南小酒发展趋势向好。
- 2) **全国名酒集中地，地产酒份额偏低。**从企业流通规模角度看，受益于湖南地区包容性强，全国名酒占比达 74%。湖南高端酒市场几乎被贵州茅台、五粮液、国窖 1573 三个品牌垄断，销量近 60 亿元，而本地品牌除“酒鬼酒”及湘窖外其他酒企销量较低。由于湖南地区本土品牌正品牌力普遍较弱，因此全国性名酒主导格局短期内不会改变。

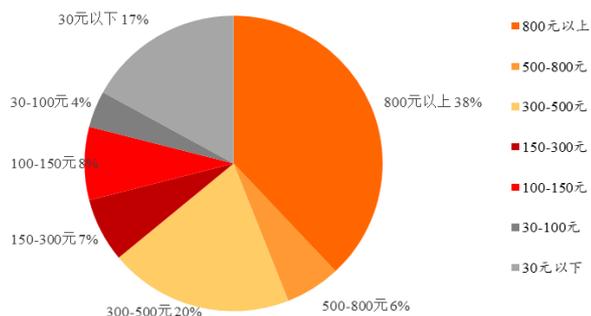
3) 本地高端酒品牌内参发展势头向好, 市占率有望得到提升。目前湖南地区本土品牌市占率偏低(省内最大的规模酒企——酒鬼酒及湘窖市占率均尚不足5%), 但地产高端品牌内参酒在这两年省内精耕细作后, 2019年销售收入达5亿元, 表现优异, 相较于在省内市占率分别超20%、10%的古井贡酒及口子窖, 相较于在省内市场市占率高于50%的山西汾酒, 相较于在省内市场市占率高于25%、10%的洋河股份及今世缘, 酒鬼酒在本省的市占率仍有较大提升空间。

表 13: 2019 年湖南地区酒类流通行业规模约为 184 亿元 (按批发价口径统计)

主流价位	代表产品	企业类型	流通规模 (亿元)			流通毛利		
			按照批发价口径统计			2017年	2018年	2019年
			2017年	2018年	2019年			
800元以上	茅台五粮液国窖1573、内参等	全国名企 省级龙头	65	70	72	10-40%	10-40%	10-40%
500-800元	洋河M3、M9/水井坊典藏	全国名企 省级龙头	10	10	10	20-30%	20-30%	20-30%
300-500元	南春、水井坊、舍得、洋河天之蓝、M3、郎酒、习酒、湘窖系列等	全国名企 区域酒企	30	33	38	10-20%	5-18%	5-15%
150-300元	酒鬼系列、洋河天之蓝、西凤等	省级龙头	15	15	15	15%	10-15%	10-13%
100-150元	海之蓝、开口笑、9年、毛铺苦荞、黑荞等	全国名企 区域酒企	10	12	10	18%	15-20%	15-18%
30-100元	湘泉系列、白云边5星、毛铺苦荞金荞、波汾等	区域酒企	10	8	8	20%	18%	15-18%
30元以下	牛栏山、小郎酒、酒中酒霸、湘泉简盒优、三两三江小白、小清纯、邵阳大曲。	全国名企 区域酒企	25	30	31	15-25%	20-25%	18-25%
总计			165	178	184			

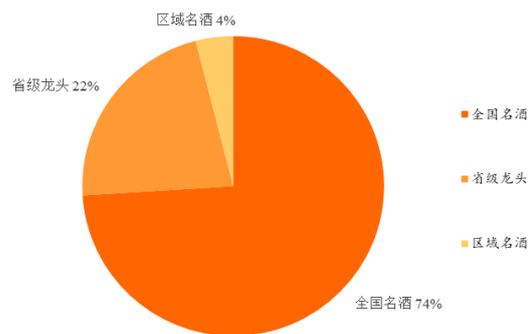
资料来源: wind, 浙商证券研究所

图 36: 湖南地区 2019 年分价位流通价规占比情况一览



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 37: 湖南地区 2019 年三类企业流通规模占比情况一览



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

精耕战略加速落地叠加享受高端及次高端酒扩容红利, 市占率将稳步提升。2015年中粮入主后, 公司即提出立足本土市场方针, 在此期间公司坚持聚焦省内湖南市场, 做到省内实现纵向延伸, 并将长沙及湘西作为样本市场, 2019年“酒鬼酒”湖南市场可控售点分销覆盖率大幅提升, “内参酒”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, 湖南地区所在的华中市场2016-2019年复合增长33%; 2020年公司将继续以湖南省为核心市场, 全力打造长沙、湘西样板市场, 落实湖南省直控终端, 长沙市场实现分区域分产品招商, 强化终端精细化管理, 2020H1省内收入同比增长29.50%, 主因内

参收入保持较高增长,预计内参未来在省内规模有望达10亿,而酒鬼酒将在省内主流300-500元次高端酒价位带实现放量,市占率将稳步提升。

图 38: 省内市场战略变化情况一览

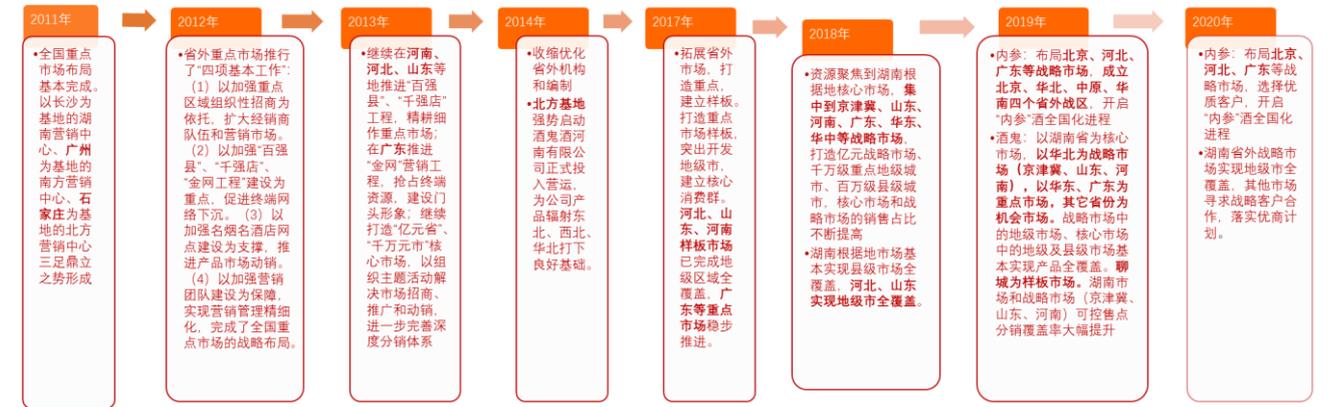


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

4.1.2. 省外: 发力重点战略市场, 积极打造样板城市

省外重点战略市场发力,积极打造样板城市,空白地区加大招商力度。公司通过对省外市场进行战略等级划分,以区域精耕、树立样本城市为主——**2017年**河北、山东、河南样板市场已完成地级区域全覆盖,广东等重点市场稳步推进;**2018年**公司将资源除了聚焦到湖南根据地核心市场外,还集中到京津冀、山东、河南、广东、华东、华中等战略市场;**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,而酒鬼酒系列则确立以华北为战略市场(京津冀、山东、河南),以华东、广东为重点市场,其它省份为机会市场的战略,战略市场可控售点分销覆盖率大幅提升;**2020年**内参将继续布局北京、河北、广东等战略市场;**2021年**中原、华北、华南为核心省外样板市场,其中北京、河北、河南、湖南本土、广东为最大区域,预计重点市场收入能实现翻番。由于公司在华北地区布局较早(2011年成立了北方营销中心),采取突出开发地级市、建立核心消费圈层策略来打造样板城市,目前已初显成效;公司在华东、华南等地区基础仍较为薄弱。空白市场方面,公司通过举办中国高端文化白酒“内参酒价值研讨会”等方式传播内参高端品牌价值,加大空白市场招商力度。除了传统经销渠道外,公司亦通过开拓线上电商、商超、特渠等渠道推进全国化战略。

图 39：省外市场战略变化情况一览



资料来源：Wind，浙商证券研究所

5. 盈利预测及估值分析

5.1. 盈利预测

假设：

收入端，我们认为酒鬼酒未来业绩核心驱动力为内参酒已踏上高速发展通道（渠道改革成效显著活力释放+省内深耕效果逐步显现+省外市场空间广阔），预计公司将继续保持超预期发展态势：

1) 内参系列方面：2020H1 内参系列占收入比约 39%，内参销售公司的成立使得品牌力较强的内参酒具备高势能，成为公司收入及利润重要增长点，我们预计 2020、2021、2022 年内参酒将继续延续高增长态势，财报收入端或将实现年均复合增速超 40%的高增长：

量：考虑到 2020-2021 年内参销售公司目标为销售口径三年连续翻番，其中 2019 年内参销售公司销量实现了从 200 吨到 400 吨的翻番任务，2020 年实现翻番目标概率大，2021 年内参销量将继续实现高增长，2022 年增速略微放缓，我们预计 2020-2022 年内参系列销量增速分别为 50%、58%、30%；

价：考虑到 2020 年公司在提高了内参酒出厂价格及零售价的同时推出高价位新品，我们预计内参酒价格实现高增长，2021-2022 年通过产品结构升级继续实现稳健增长，我们预计 2020-2022 年内参系列均价增速分别为 10%、4%、2%。

2) 酒鬼系列方面：2020H1 酒鬼酒系列占收入比约 50%，考虑到 2020 年酒鬼系列进行控量提价有效提升产品结构，2021 年提价红利释放叠加放量将推升业绩，我们预计 2020、2021、2022 年酒鬼系列销量增速分别为 10%、68%、32%；均价增速年均复合增速约为-1%，收入端增速分别为 2%、50%、30%，年均复合增速将超 20%。

3) 低端酒方面：2020H1 低端酒占收入比约 10%，考虑到公司将继续采取控量提价策略以提升整体产品结构，预计 2020-2022 年销量每年将以-10~-15%增速下降，但均价将以 5~15%的增速稳步提升，低端酒收入增速表现将以稳为主。

利润端：在消费升级趋势延续背景下，公司产品结构将呈持续上升趋势，其中定位高端价位带的内参酒吨价将保持高增长，而以“价升”为目标的酒鬼系列、湘泉系列吨价将保持稳健增长，预计酒鬼酒白酒业务 2020-2021 年吨价增速分别为 12%、8%、6%，毛利率分别为 80%、82%、83%，呈上升态势。

酒鬼酒在白酒行业呈挤压式增长的背景下，公司凭借较强的渠道力、清晰的产品定位、不断加强的管理精细度、逐步释放的品牌力实现业绩高增，其中成立了销售公司的内参酒已成为公司经营规模扩张的重要驱动力、利润增长的关键支撑点，我们认为内参酒表现持续超预期+酒鬼酒及湘泉系列结构持续升级+省内纵向延伸叠加省外横向拓张为公司未来看点。预计公司 2020-2022 年收入增速分别为 20%、50%、29%；归母净利润增速分别为 54%、54%、33%；EPS 分别为 1.4、2.2、2.9 元/股；PE 分别为 137、89、67 倍。长期看业绩成长性强，可消化当前水平估值，首次覆盖给予买入评级。

表 14：酒鬼酒白酒板块业务业绩拆分表

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	876	1185	1507	1816	2731	3534
YoY (%)	35%	35%	27%	20%	50%	29%
销量(吨)	5818	6877	7871	8468	11793	14394
YoY (%)	-7%	18%	14%	8%	39%	22%
毛利率(%)	78%	79%	78%	80%	82%	83%
占总收入比(%)	99.8%	99.9%	99.7%	99.7%	99.8%	99.9%
高端酒						
内参系列						
营业收入(百万元)	177	244	331	639	1050	1392
YoY (%)		38%	35%	93%	64%	33%
毛利率(%)	93%	94%	90%	90%	91%	91%
占总收入比(%)	20%	21%	22%	35%	38%	39%
酒鬼系列						
营业收入(百万元)	583	788	1005	1026	1538	2000
YoY (%)	11%	35%	28%	2%	50%	30%
毛利率(%)	79%	81%	80%	80%	81%	81%
占总收入比(%)	66%	66%	66%	56%	56%	57%
低端酒						
营业收入(百万元)	116	153	171	151	143	141
YoY (%)	-7%	31%	12%	-11%	-6%	-1%
毛利率(%)	47%	40%	38%	36%	35%	34%
占总收入比(%)	13%	13%	11%	8%	5%	4%

资料来源：wind，浙商证券研究所

5.2. 估值分析

纵向来看，A 股可比白酒公司按我们此前所预测的 2020/2021/2022 年 PE 均值来算分别为 64X/5X/41X，其中具高成长性（与酒鬼酒相似）的山西汾酒 2020/2021/2022 年 PE 分别为 121X/94X/75X；根据我们测算，酒鬼酒 2020/2021/2022 年 EPS 分别为 1.4/2.2/2.9 元，当前股价对应 PE 分别为 137X/89X/67X。考虑到酒鬼酒的高成长性（特别是内参酒业绩将持续超预期）及未来业绩高确定性，我们认为其持续超市场预期的业绩（基于正文内容及假设，2021 年公司营业收入或超 26 亿元，冲刺 30 亿元，同比增长至少 50%，较市场平均水平更为乐观）有望逐步消化估值，酒鬼酒当前估值水平与公司未来高成长性特性相匹配。另外，我们通过计算 PEG 把股票当前的价值和

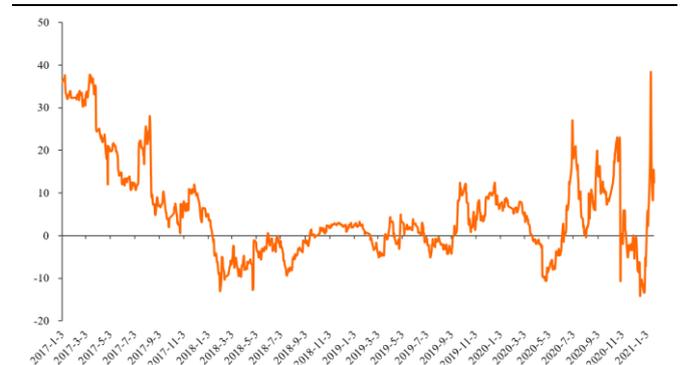
未来的成长进行关联(辅助参考指标),发现酒鬼酒 PEG 在可比公司中略低于平均值,具备一定性价比。

图 40: 次高端二线名酒估值情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 41: 酒鬼酒与山西汾酒估值差



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表 15: 酒鬼酒 PEG 在同行中仍具性价比

日期	2021/01/26	净利润(亿元)				PE			PEG		
证券代码	证券简称	2019	2020E	2021E	2022E	20E	21E	22E	PEG(Y1)	PEG(Y2)	PEG(Y3)
600809.SH	山西汾酒	20.5	28.1	36.2	45.7	121.3	94.3	74.7	4.0	3.1	2.4
002304.SZ	洋河股份	73.9	76.3	86.6	97.9	41.9	36.9	32.7	4.3	3.7	3.3
000596.SZ	古井贡酒	21.6	22.1	28.5	35.3	58.3	45.3	36.5	3.3	2.5	2.0
603369.SH	今世缘	14.6	15.8	19.8	24.6	48.9	38.9	31.3	2.6	2.0	1.6
600779.SH	水井坊	8.3	6.8	9.3	11.5	65.8	48.6	39.0	5.6	4.1	3.3
600702.SH	ST舍得	5.4	5.5	6.9	8.6	46.6	36.0	28.8	2.8	2.2	1.7
均值									3.7	2.9	2.4
000799.SZ	酒鬼酒	3.0	4.6	7.1	9.4	137.2	89.0	67.0	2.9	1.9	1.4

资料来源: wind, 浙商证券研究所, 注: PEG 计算盈利增长年限为 3 年

表 16: 酒鬼酒盈利预测情况一览

日期	2021/01/26	前收盘价	总市值	EPS(TTM)	市盈率	EPS			PE		
证券代码	证券简称	(元)	(亿元)	(TTM)	(TTM)	20E	21E	22E	20E	21E	22E
600809.SH	山西汾酒	391	3408	3.1	120.7	3.2	4.1	5.2	121.3	94.3	74.7
002304.SZ	洋河股份	212	3196	4.9	39.2	5.0	5.8	6.6	41.9	36.9	32.7
000596.SZ	古井贡酒	256	1291	3.8	62.0	4.2	5.3	6.4	58.3	45.3	36.5
603369.SH	今世缘	61	771	1.2	48.1	1.2	1.6	1.9	48.9	38.9	31.3
600779.SH	水井坊	92	450	1.4	61.3	1.4	1.9	2.4	65.8	48.6	39.0
600702.SH	ST舍得	78	262	1.5	50.9	1.6	1.9	2.4	46.6	36.0	28.8
平均值									63.8	50.0	40.5
000799.SZ	酒鬼酒	194.6	632.2	1.4	130.6	1.4	2.2	2.9	137.2	89.0	67.0

资料来源: wind, 浙商证券研究所

6. 风险提示:

国内疫情二次爆发,影响白酒整体动销;

高端酒动销情况不及预期;

管理层变动风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2467	2530	3142	4114	营业收入	1512	1821	2736	3538
现金	1318	1035	1250	1799	营业成本	336	359	487	598
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	241	290	436	564
应收账款	204	271	439	529	营业费用	384	419	657	849
其它应收款	6	18	21	26	管理费用	147	146	219	283
预付账款	4	9	12	12	研发费用	10	12	18	23
存货	933	997	1352	1658	财务费用	(11)	(13)	(13)	(18)
其他	1	201	67	90	资产减值损失	(18)	15	1	(4)
非流动资产	762	1175	1477	1562	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	11	21	17	17
长期投资	43	46	45	45	其他经营收益	2	2	2	2
固定资产	426	459	550	605	营业利润	400	616	950	1262
无形资产	200	226	268	324	营业外收支	1	1	1	1
在建工程	1	321	496	477	利润总额	401	617	951	1263
其他	92	122	118	111	所得税	101	156	241	320
资产总计	3229	3705	4619	5676	净利润	300	461	710	943
流动负债	784	950	1331	1656	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	300	461	710	943
应付款项	120	120	170	207	EBITDA	422.2	631.9	971.8	1285.2
预收账款	207	259	373	489	EPS (最新摊薄)	0.9	1.4	2.2	2.9
其他	457	571	789	959	主要财务比率				
非流动负债	14	10	11	12		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	14	10	11	12	营业收入	27.4%	20.4%	50.3%	29.3%
负债合计	798	960	1343	1667	营业利润	35.7%	54.0%	54.1%	32.9%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	34.5%	53.9%	54.1%	32.9%
归属母公司股东权益	2430	2745	3277	4009	获利能力				
负债和股东权益	3229	3705	4619	5676	毛利率	77.8%	80.3%	82.2%	83.1%
					净利率	19.8%	25.3%	26.0%	26.7%
					ROE	13.0%	17.8%	23.6%	25.9%
					ROIC	11.7%	16.3%	21.3%	23.1%
					偿债能力				
					资产负债率	24.7%	25.9%	29.1%	29.4%
					净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					流动比率	3.1	2.7	2.4	2.5
					速动比率	2.0	1.6	1.3	1.5
					营运能力				
					总资产周转率	0.5	0.5	0.7	0.7
					应收帐款周转率	236.6	216.2	229.0	224.5
					应付帐款周转率	3.2	3.0	3.4	3.2
					每股指标(元)				
					每股收益	0.9	1.4	2.2	2.9
					每股经营现金	1.2	0.6	2.2	2.7
					每股净资产	7.5	8.4	10.1	12.3
					估值比率				
					P/E	211.1	137.2	89.0	67.0
					P/B	26.0	23.0	19.3	15.8
					EV/EBITDA	24.5	98.4	63.8	47.8

现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	382	205	716	871
净利润	300	461	710	943
折旧摊销	41	32	38	45
财务费用	(11)	(13)	(13)	(18)
投资损失	(11)	(21)	(17)	(17)
营运资金变动	154	(131)	339	212
其它	(91)	(122)	(342)	(294)
投资活动现金流	378	(355)	(335)	(129)
资本支出	69	(381)	(301)	(77)
长期投资	(55)	35	(5)	(8)
其他	365	(9)	(29)	(44)
筹资活动现金流	(49)	(133)	(166)	(193)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(49)	(133)	(166)	(193)
现金净增加额	711	(283)	215	549

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>

