

公司研究/首次覆盖

2021年01月28日

食品饮料/饮料

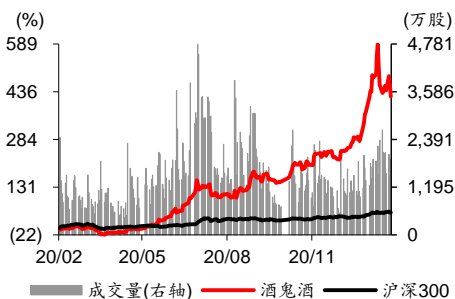
投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 172.66
目标价格(元): 199.95

龚源月 SAC No. S0570520100001
研究员 SFC No. BQL737
gongyuanyue@htsc.com

张墨 SAC No. S0570119030032
联系人 SFC No. BQM965
zhangmo@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

新的征程，内参闪耀，高增可期

酒鬼酒(000799)

新的征程，内参闪耀，高增可期

随着公司对组织架构、管理团队、经营战略进行了全面梳理和变革，新的时代酒鬼正迈上新的征程。中短期看，结构高端化（内参为核、酒鬼为翼）、渠道变革释动能、市场拓展（省内提升本土影响力，省外加速扩张）是业绩增长的核心驱动力。中长期看，我们看好内参高成长的持续性，主要基于对内参品牌定位、品质和文化自信、价值重塑以及市场运作策略的认可，有望成功打造成为中国第四大高端白酒。我们预计 20-22 年 EPS1.46/2.15/2.99 元，首次覆盖给予“增持”评级。

几经蛰伏，馥郁香型白酒龙头开启成长新周期

围绕股东及经营管理团队变更、内部治理等问题，1997 年上市至今酒鬼经历多次起伏，公司因此错失 03-12 年白酒黄金十年发展期，直至 15 年中粮全面入主，公司在变局中理顺思路，开启成长新周期。公司背靠中粮，平台资源优势凸显、带来更多的经销渠道网络和品牌支持；中粮入主后公司组织架构进一步扁平化，2020 年管理团队调整到位，管理革新利于提升公司经营效率，经营管理迈向规范化和精细化；激励重整，公司以三年为考核收入 and 利润，增加考核要求。

加速成长：结构优化、渠道变革、市场扩展

1) 结构优化：内参为核，酒鬼为翼，精简 SKU，聚焦中高端产品线，配套资源重点倾斜。2) 渠道变革：优化机制，激发动能，成立内参销售公司独立运作内参品牌，推动厂商关系由原有的买卖交易向利益协同转变，高端酒经销商作为股东带来资源赋能。3) 市场拓展：湖南白酒市场集中度较低，外来名酒挤压市场份额，酒鬼省内市占率具备提升空间；公司全国化进程加速，内参省外重点布局广东/京津冀，酒鬼系列省外重点布局河南/河北及山东，21 年酒鬼酒有望实现全面布局空白市场。

内参闪耀，高成长具备可持续性

内参 19-21 年目标收入 5/10/20 亿（零售口径，19 年目标达成），我们认为，品宣/招商/费用投放确实是促进其短期高成长因素之一，但更长维度看，高成长的核心要素是消费者对于高端品牌的认可，进而才能享受高端白酒的稀缺性带来的溢价和市场扩容。我们认为其目前在打造内参成为中国第四大高端白酒过程中所做的事情都正确的，包括：1) 树立品牌自信和宣扬文化底蕴，独具一格的馥郁香型和卓越的产品品质是其打造高端酒的品类资本；2) 渠道变革（内参独立运作释放渠道推力）和市场拓展（内参志在全国化）。

看好公司营收/净利高成长的可持续性，首次覆盖“增持”评级

我们预计 20-22 年 EPS1.46/2.15/2.99 元，参考可比公司 21 年平均 PE63x（Wind 一致预期），公司 20-22 净利 CAGR（48%）快于可比均值（24%），21 年 PEG（1.67x）显著低于可比均值（2.70x），给予一定的 PE 估值溢价，给予其 21 年 93x PE，目标价 199.95 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：食品安全，疫情风险，竞争加剧，省外扩张不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	324.93
流通 A 股 (百万股)	324.93
52 周内股价区间 (元)	26.11-228.38
总市值 (百万元)	56,102
总资产 (百万元)	3,642
每股净资产 (元)	8.30

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,187	1,512	1,812	2,546	3,352
+/-%	35.13	27.38	19.83	40.54	31.64
归属母公司净利润 (百万元)	213.13	299.50	475.15	699.34	970.01
+/-%	21.94	40.52	58.65	47.18	38.70
EPS (元, 最新摊薄)	0.66	0.92	1.46	2.15	2.99
PE (倍)	263.23	187.32	118.07	80.22	57.84

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

核心观点	4
公司核心逻辑	4
几经蛰伏，馥郁香型白酒龙头开启成长新周期	5
变局中迎发展，理顺战略思路	5
中粮入主，管理革新，资源倾斜	7
品牌价值重塑，定位馥郁香型领导者	9
盈利分析：小而美，未来可期	10
加速成长：结构优化、渠道变革、市场扩展	12
结构优化：内参为核，酒鬼为翼	12
渠道变革：优化机制，激发动能	15
市场拓展：省内提升市占率，省外战略市场加速扩张	16
盈利预测与估值	19
盈利预测	19
估值	21
风险提示	21
PE/PB - Bands	21

图表目录

图表 1：酒鬼酒发展历程	5
图表 2：酒鬼酒上市以来重大事件	6
图表 3：公司 2018 年底战略调整前后对比	6
图表 4：酒鬼酒股权结构（截至 2020 年三季报）	7
图表 5：中皇公司股权划归中粮酒业（2018 年 5 月）前的股权结构	7
图表 6：中皇公司股权划归中粮酒业（2018 年 5 月）后的股权结构	7
图表 7：公司组织架构	8
图表 8：公司归属中粮酒业后管理层变动（部分）	8
图表 9：国标十一香型	9
图表 10：14-20 年酒鬼酒品牌价值	10
图表 11：公司 16-19 年营业总收入 CAGR=25.9%	10
图表 12：公司 16-19 年归母净利润 CAGR=35.6%	10
图表 13：酒鬼酒与可比公司毛利率对比情况	11
图表 14：定位高端的内参和中高端的酒鬼毛利率高于公司整体毛利率	11
图表 15：酒鬼酒与可比公司 15-19 ROE 情况（%）	11
图表 16：酒鬼酒与可比公司 15-20Q1-3 净利率情况（%）	11
图表 17：酒鬼酒 15-20Q3 存货情况	11
图表 18：酒鬼酒与可比公司存货周转率情况	11
图表 19：公司近年来产品策略变化	12

图表 20: 公司产品展示 (2021 年 1 月)	12
图表 21: 公司 15-20H1 营业收入结构	13
图表 22: 三大产品系列价值体系	13
图表 23: 酒鬼酒提价历史进程	14
图表 24: 内参销售公司投资人 (部分)	15
图表 25: 酒鬼酒销售系统分解	15
图表 26: 内参公司的战略目标及“中国文化白酒第一品牌”战略愿景	16
图表 27: 湖南市场主要酒类品牌收入分布	17
图表 28: 湖南白酒市场竞争格局 (2019 年)	17
图表 29: 公司 2015-2020H1 分区收入情况 (单位: 百万元)	17
图表 30: 公司 2015-2020H1 分区收入同比增速 (%)	17
图表 31: 内参省外重点布局广东及京津冀地区	18
图表 32: 酒鬼系列省外重点布局河南、河北及山东地区	18
图表 33: 酒鬼酒收入预测 (单位: 亿元)	19
图表 34: 酒鬼酒毛利预测 (单位: 亿元)	20
图表 35: 酒鬼酒费用率预测明细	20
图表 36: 归母净利润预测明细	20
图表 37: 可比公司估值表	21
图表 38: 酒鬼酒历史 PE-Bands	21
图表 39: 酒鬼酒历史 PB-Bands	21

核心观点

公司核心逻辑

本文从两部分对酒鬼酒展开全面剖析：

一是回顾上市至今二十余年的更迭起伏，希望探究其在过往历史中汲取的经验教训，以及站在新的起点，伴随着公司战略思路的捋顺，公司将迎来怎样的成长新周期：

- 1) 回顾过往，公司的主要问题集中在股东及经营管理团队变更、内部治理等问题，而伴随着 15 年中粮集团全面接管酒鬼，公司治理问题得到了解决，同时大股东带来了资源倾斜（经销渠道支持、品牌力支持等）。
- 2) 展望新一轮的成长周期，核心看点在于管理革新、品牌价值重塑，这将是奠定公司推进结构优化、渠道变革和市场拓展的基础。

二是探析酒鬼未来业绩增长的核心驱动力：

- 1) **结构高端化：内参为核，酒鬼为翼。**梳理产品线，精简 SKU，聚焦大单品，内参“稳价增量”、酒鬼“量价齐升。”
- 2) **渠道变革：优化机制，激发动能。**内参公司的独立运作推动了厂商关系由原有的买卖交易向利益协同转变，充分调动经销商积极性，在渠道建设、市场运作、费用投放、管理机制上带来了资源和活力。
- 3) **市场拓展，湖南省内提升空间较大，省外战略市场加速扩张，全面布局空白市场。**湖南白酒消费市场集中度较低，外来名酒挤压市场份额，酒鬼酒在省内市占率具备提升空间，省外打造华北为战略市场，以广东等地为重点市场，21 年酒鬼酒有望实现全面布局空白市场。

区别于市场的观点：市场对于内参的高成长的持续性较为担心，为什么内参能够在高端白酒市场占有一席之地是值得探讨的。我们认为，品宣活动、费用投放加大确实是促进内参短期高成长的因素之一，但更长维度看，高增长的核心要素是消费者对于品牌的认可，进而才能享受高端白酒的稀缺性带来的溢价和市场扩容。我们认为其目前在打造内参成为中国第四大高端白酒过程中所做的事情都是正确的，包括：1) 树立品牌自信和宣扬文化底蕴，独具一格的馥郁香型和卓越的产品品质是其打造高端酒的品类资本；2) 渠道变革（内参独立运作释放渠道推力）和市场拓展（内参在省内依托本地优势营造品牌力，省外重点布局广东和京津冀地区开启全国化进程）。

几经蛰伏，馥郁香型白酒龙头开启成长新周期 变局中迎发展，理顺战略思路

酒鬼酒股份有限公司成立于1997年7月，是国内馥郁香型白酒龙头企业。公司由创建于1956年的一家作坊酒厂吉首酒厂发展而成，此后历经几次改制重组，于2007年公司全面完成改制重组。公司深耕湖南，以华北为战略市场，开启全国化进程。目前公司主营业务为生产、销售“内参”、“酒鬼”、“湘泉”三大系列白酒产品。公司产品质量卓越，消费群体广泛。酒鬼酒是“中国地理标志产品”，其中“酒鬼”、“湘泉”系列是中国“驰名商标”。

图表1：酒鬼酒发展历程

时间	大事纪
1956年	湘西州第一家作坊酒厂吉首酒厂成立
1977年	创立“湘泉”品牌
1985年	创立“酒鬼酒”品牌
1996年	改制为湖南湘泉集团有限公司，成为湖南省50家最早进行现代企业制度改革的企业之一
1997年	创立酒鬼酒股份有限公司；在深圳证券交易所上市
2004年	成功推出“内参”产品
2007年	酒鬼酒馥郁香型得到国家鉴定和认定；全面完成改制重组，中皇有限公司成为公司控股股东
2014年	华孚集团并入中粮集团后，酒鬼酒成为中粮集团成员企业
2018年	确定以“中国馥郁香型白酒”为战略定位、以“中国文化酒引领者”为战略使命、以“中国文化白酒第一品牌”为战略愿景

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

围绕着管理层变动和食品安全问题，公司上市至今经历着多次起伏。

1) 控股股东变更，遭遇资金抽逃危机（1997年-2006年）。1997年湘泉集团发起创立酒鬼酒股份公司，并在深交所上市，控股股东为湘泉集团。2003年成功集团受让酒鬼酒29%股权、成为控股股东，然而在2005年遭遇股东成功集团抽逃资金事件，制度的缺陷导致酒鬼酒创始人离职、股东抽逃资金、经营亏损等负面问题出现，公司经营业绩逐年下滑。

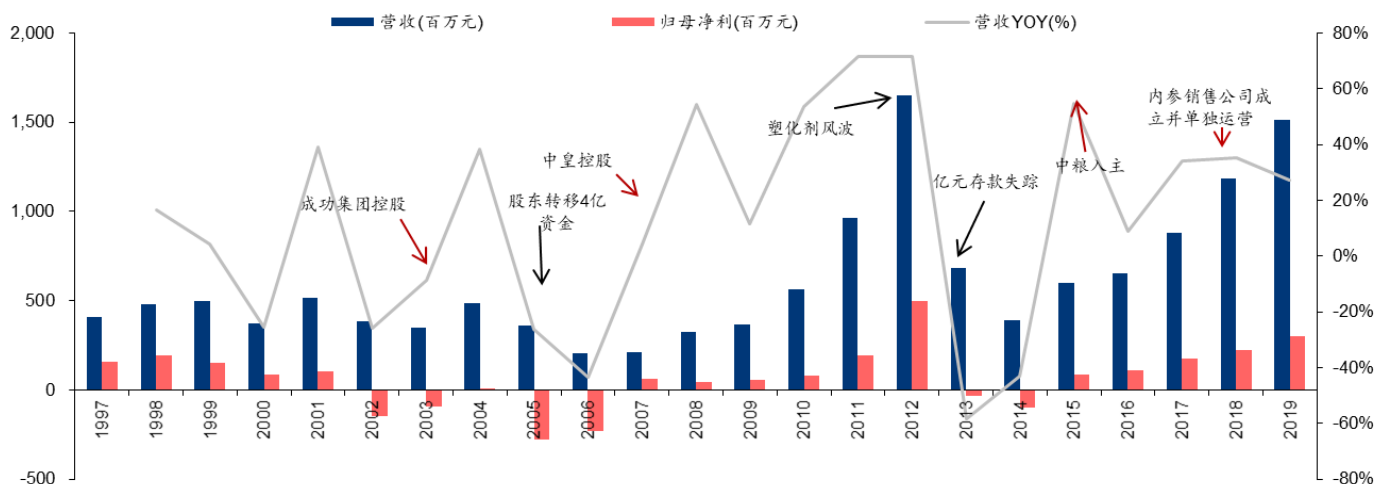
2) 中皇入主，经营状况逐步改善（2007年-2012年）。2007年公司完成改制重组，华孚集团通过控股中皇入主酒鬼酒，借助股东在终端销售渠道优势，公司营收稳步改善，2008-2012年公司归母净利润CAGR为86%，业绩处于高速增长期。

3) 再次遭遇“黑天鹅”，塑化剂风波、存款失踪、三公消费限制等导致公司经营再陷泥潭（2013年-2014年）。2012年的塑化剂风波、2013年的管理漏洞导致亿元存款失踪等负面事件再次突发，导致2013/2014年公司营收同比下滑58.6%、43.3%。

4) 中粮入主，再现生机（2015年-2017年）。2014年国企改革中，华孚集团并入中粮集团后，酒鬼酒成为中粮集团成员企业。2015年，中粮集团全面接管酒鬼，公司迎来发展新机遇，也标志着公司管理逐步迈向规范化、精细化。

5) 架构重建，股东支持，自身改革，经营管理全面提升（2018年至今）。2018年中粮酒业董事长王浩加入直控公司经营，同年组织架构重建、“内参”公司成立并独立运营。2019年，公司二度陷入食品安全问题，虽经市场监督管理局抽检均未检出甜蜜素，但甜蜜素事件对于公司对标高端白酒的战略仍造成了一定的冲击。但整体来看，借助大股东中粮的支持和自身改革的不断推进，公司的整体经营迈入全面提升阶段。

图表2: 酒鬼酒上市以来重大事件



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

2018年底确定了以“文化酒鬼”为核心的品牌价值链，对标“文化酒引领者”。2018年底，公司首次将“文化酒鬼”列为品牌价值链核心，以“生态酒鬼”和“馥郁酒鬼”为支撑。与此相适应，公司对自身多项战略进行了调整，将战略重心由强品质转向强品牌、强推广，我们认为，这表明了公司希望以“文化酒”为标签冲击高端白酒品牌的决心，公司近几年对于“内参”品牌持续进行重点投入和支持。

图表3: 公司2018年底战略调整前后对比

战略调整前	战略调整后
品质强基础: 以消费者需求为导向, 改善消费者饮用体验; 加快生产技术环节的技术改造	实施三大品牌核心新策略: “内参”稳价增量, “酒鬼”量价齐升, “湘泉”增品增量; 聚焦内参酒、酒鬼酒红坛、酒鬼酒传承三大战略单品; 加大广告投入和品牌推广力度
品牌提实力: 加大与主流媒体战略合作; 聚焦战略单品; 加强产品分享体验活动	在以战略单品为核心的基础上, 构建“酒鬼红坛”、“湘泉”系列新品线
渠道控终端: 继续优化市场布局; 继续推动渠道下沉; 强化直控终端管控	开启“内参”、“酒鬼”营销新模式: 推进“内参”品牌全国化、推进“终端建设年”、做实做大样板市场、加强消费者培育。
队伍添活力: 重点引进专业化、市场化的营销策划及品牌管理人才	建立“馥郁香型白酒”新标准
改革促发展: 加快激励机制、考核约束机制、分配机制、选人用人机制的创新和改革	提升酒鬼酒工业园新产能

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

19年公司确立三大品牌价值链，聚焦三大战略单品，推进三大核心策略。根据公司年报，公司聚焦“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。稳步推进“内参酒”稳价增量、“酒鬼酒”量价齐升、“湘泉酒”增品增量的三大核心策略，进一步梳理优化产品线，湖南省内终止销售“52度500ml精品酒鬼酒”，SKU总数控制在85个以内，产品体系持续优化。

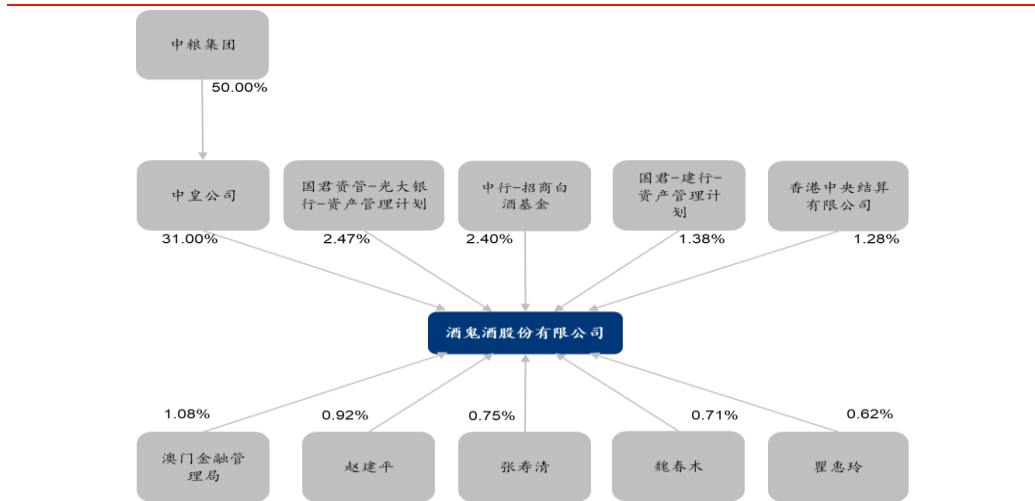
20年公司目标打造高端白酒，着力提升品牌价值，重点关注产品品质。20年公司从机制创新、品牌赋能、央企背书、品质保障等方面持续发力，提出致力将内参打造成为中国第四大高端白酒、夯实品牌地位，打造高端圈层价值，与经销商一起构建共同的价值体系。

21年公司将以“1379”为整体营销策略，即“一个目标、三大策略、七大平台、牛团九条”。公司在20年经销商大会上提出，1个目标即坚定“打造中国白酒文化白酒第一品牌”的目标。3大策略即坚守“品牌增值”、“客户增利”、“市场增量”三大策略。7个平台即坚持打造“品牌提升赋能平台”、“圈层尊享营销平台”、“产品价值提升平台”、“优商客户增值平台”、“消费者体验增值平台”、“数字化营销平台”、“牛团队高效服务平台”。牛团9条即布局牛、终端牛、利润牛、圈子牛、文化牛、专卖店牛、客户牛、管理牛、团队牛。

中粮入主，管理革新，资源倾斜

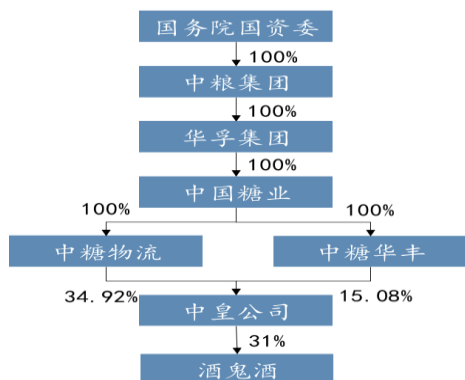
背靠“中粮”，平台资源优势凸显。2014 年，公司成为中粮集团成员企业，中粮入主使得公司实际控制人的频繁更替的问题得到解决。2018 年 5 月，为有效整合旗下优质酒业资产，中粮集团将中国糖业间接持有的中皇公司股权划转至中粮酒业，中糖酒业持有中皇公司 50.0% 股权，并通过中皇公司间接持有酒鬼酒 31.0% 的股权，自此酒鬼酒正式归属于专业化经营酒类业务的管理平台中粮酒业，公司管理相应转交给更具酒企管理、产品营销经验的团队。

图表4：酒鬼酒股权结构（截至 2020 年三季度）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：中皇公司股权划归中粮酒业（2018 年 5 月）前的股权结构



资料来源：公司收购报告书，华泰证券研究所

图表6：中皇公司股权划归中粮酒业（2018 年 5 月）后的股权结构

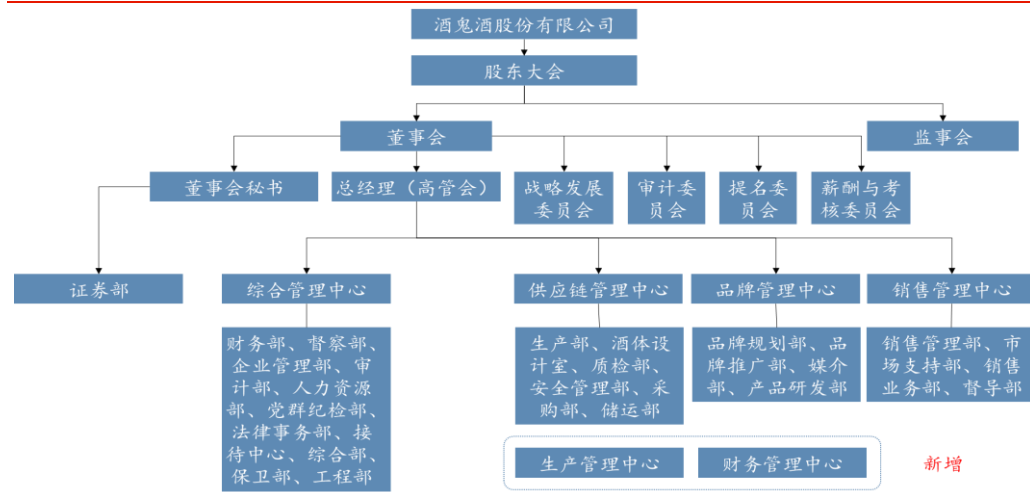


资料来源：公司收购报告书，华泰证券研究所

1) 架构重塑：中粮入主后公司管理组织架构进一步扁平化，公司经营管理更加规范化和精细化。中粮入主后，公司组织架构重新调整，在原基础（供应链管理中心、品牌管理中心、销售管理中心）上新增生产管理中心、财务管理中心，组织架构更加扁平化，明确定位，强化品类管理，优化经理人配备。

2) 管理改善：公司高层调整基本完成，管理革新利于提升公司经营效率。据 2020 年 4 月公司公告显示，原董事、总经理董顺钢辞去所任各项职务，转由现副总经理兼财务总监程军行使总经理职责；原内参酒销售公司总经理王哲上任公司销售管理中心总经理，全面负责酒鬼、内参、湘泉三大品牌营销工作。从 2019 年以来，多位高管职位变动，目前管理层调整基本到位，程军曾任职长城蓬莱工厂负责生产经营且精通供应链管理，我们认为，其加入酒鬼酒意味着公司未来将更加注重生产品质经营，王哲总具备强有力的营销管理能力，二人组合将带领新领导班子加快推进公司的品牌发展和渠道营销工作。另一方面，由于此前管理团队变动频繁，存在经销商费用投入缺乏规划、投后缺少核销环节等问题，随着各级管理团队调整基本到位，经销商激励力度将得到有效提升。

图表7： 公司组织架构



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表8： 公司归属中粮酒业后管理层变动（部分）

职务	变动前（2018年5月前）	变动后（2018年5月后）
董事长	江国金：曾任中粮集团行业资深总经理，在粮油食品业拥有丰富经验	王浩：现任酒鬼酒董事长、董事，中粮酒业董事长、党委书记
董事	逯晓辉：曾任酒鬼酒董事，中国食品有限公司执行董事、首席财务官 付磊：曾任酒鬼酒独立董事，现任首都经济贸易大学会计学院院长	李士祎（已离职）：曾任酒鬼酒董事，中粮酒业副总经理(主持经营班子工作)，兼任长城酒事业部总经理，进口酒事业部总经理。 郑轶：现任酒鬼酒董事，中粮酒业副总经
总经理	夏心国：曾任酒鬼酒总经理、董事、副董事长； 现任中皇有限公司董事	董顺钢（已离职）：曾任中粮麦芽总经理，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；曾任酒鬼酒董事、总经理 程军：现任中粮酒业长城酒事业部供应链管理中心副总经理兼中粮长城葡萄酒（蓬莱）有限公司总经理；现任酒鬼酒副总经理（主持工作，行使总经理职权）
销售总经理	郝刚：曾于中国糖业酒类集团市场部工作；曾任酒鬼酒董事、副总经理、酒鬼酒供销公司总经理	李明（已离职）：拥有丰富的快消品业务及销售团队管理经验；曾酒鬼酒副总经理、酒鬼酒供销公司总经理 王哲：曾任内参酒销售公司总经理；现任酒鬼酒公司销售管理中心总经理，负责酒鬼、内参、湘泉三大品牌的营销工作

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

3) 中粮平台资源带来更多经销渠道支持。根据调研，省外市场开拓，通过中粮介绍经销商，中粮经销商数千个，小部分成为公司经销商。京津冀地区也是重要省外增长点，主要是中粮在该地区影响度强，内参多次登上国宴等重要场合宴席，对当地消费者提高内参认可度有促进作用。

4) 品牌力的支持。高端酒的推广需要较有力的品牌力支持，而在京津冀地区，中粮国家级别的推广把内参的品牌地位拉升得较高，效果显著。根据微酒新闻，公司借助中粮平台优势，先后亮相 G20 峰会、2019 “一带一路”国际商协会等活动，助力公司提升品牌价值。

5) 考核和激励并重。以三年为考核收入和利润：中粮对酒鬼酒股份公司主要考核收入、利润这两项指标，其他的方面是综合性考核目标。**激励重整，促进管理层的稳定性和积极性：**公司公布《2020 年度公司高级管理人员薪酬方案》显示，公司新增三年任期激励奖金，分配规则为 19-21 年年度预提，期满后依据考核结果核算发放，同时年度绩效奖金内容由 2019 年的“年度绩效奖金+超额利润分享”调整为 2020 年的“业绩达成、个人考核及贡献核定分配”。此次调整强调了长期任职目标和个人贡献核定，增加考核要求，完善激励制度，我们预计新激励方案目标激发管理层积极性。

品牌价值重塑，定位馥郁香型领导者

品牌战略定位优化，重心从“生态酒鬼”转向“文化酒鬼”。2019 年以前，公司品牌定位强调以地理“生态”支撑产品“品质”。此后公司明确了新的品牌战略，重新确定将“文化酒鬼”取代“生态酒鬼”作为品牌价值链之首。我们认为此举目的在于公司希望通过高端、次高端白酒的发展机遇，进一步提升酒鬼酒的品牌价值。

19 年酒鬼酒成为馥郁香型标准制定者。作为馥郁香型首创者，酒鬼酒兼纳浓、清、酱 3 种香型，一口可品“前浓、中清、后酱”独特风味。20 世纪 60 年代，国内开始对白酒香型进行划分，受限于公司生产规模、销售额、市场份额等，尽管酒鬼酒有着独特的风味和良好的口碑，仍未达到确定国标香型的基本标准和条件，酒鬼酒被迫归为“兼香型”和“其他香型”，错失了独立香型的历史机遇。20 世纪 90 年代，酒鬼酒开启了十几年的香型改良之路，并在 05 年被正式命名为“馥郁香型”。自上一个白酒国标确立过去八年后，19 年，公司作为馥郁香型白酒标准制定者参与《馥郁香型白酒》国家标准起草工作，有助于扩大公司“馥郁香型”白酒品牌的影响力。

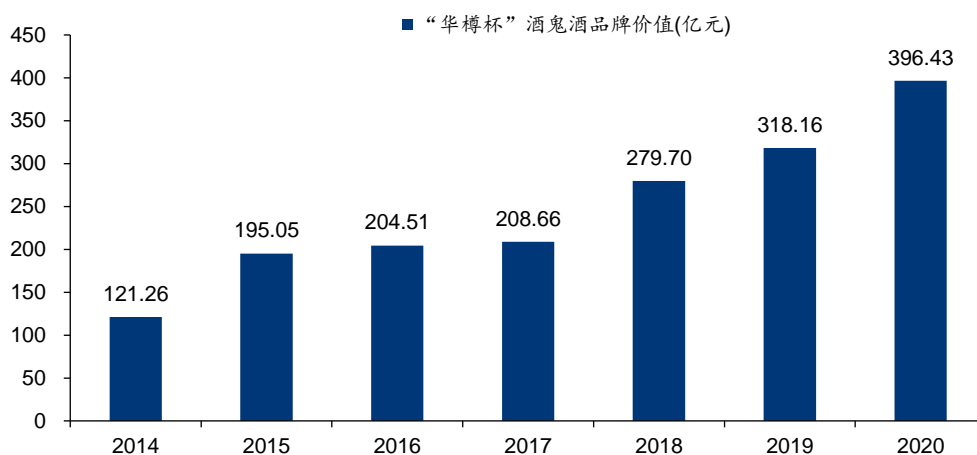
图表9： 国标十一香型

香型	香型代表	参与国标起草酒企
酱香型酒	贵州茅台酒、四川郎酒	贵州茅台、四川郎酒集团
浓香型酒	五粮液、泸州老窖、剑南春、水井坊、沱牌舍得	五粮液集团、泸州老窖、安徽古井贡酒、江苏洋河酒厂、四川剑南春、湖北稻花香酒业、山东景芝酒业、山东扳倒井、济南趵突泉酿酒公司、湖北枝江酒业、泰山酒业、江苏今世缘酒业、古贝春集团、沱牌舍得、河南宋河酒业、水井坊
清香型酒	山西汾酒	山西杏花村汾酒厂
兼香型酒	安徽口子窖	湖北白云边公司
米香型酒	桂林三花酒、全州湘山酒	广西桂林三花公司
凤香型酒	陕西西凤酒	陕西西凤酒公司
芝麻香型酒	山东景芝神酿酒	山东景芝酒业
豉香型酒	广东佛山玉冰烧酒	广东省九江酒厂、广东顺德酒厂
特香型酒	江西四特酒	四特酒公司、江西浮云酒业、江西临川酒厂
老白干香型酒	衡水老白干	河北衡水老白干酿酒集团
馥郁香型酒	酒鬼酒	酒鬼酒公司、中粮酒业、江西四特酒公司、湖南水田河酒厂

资料来源：中国酒业协会，华泰证券研究所

依托中粮大平台，参与大型会议提升品牌知名度和品牌价值。凭借过硬的品质和中粮集团的资源优势，公司多次荣登国事盛宴和国际盛会，彰显了馥郁香型白酒的品质与文化。根据公司公告，公司先后亮相 G20 峰会、2019“一带一路”国际商协会、夏季达沃斯论坛、中国国际酒博会、东北亚博览会等国际舞台。据第 12 届华樽杯中国酒类品牌价值研究，2020 年度酒鬼酒品牌价值高达 396.43 亿元，其中内参 2020 年度品牌价值达 279.04 亿元，荣获 2020 年度华樽杯中国四大高端文化白酒品牌，位列全球酒类产品百强品牌。

图表10: 14-20年酒鬼酒品牌价值

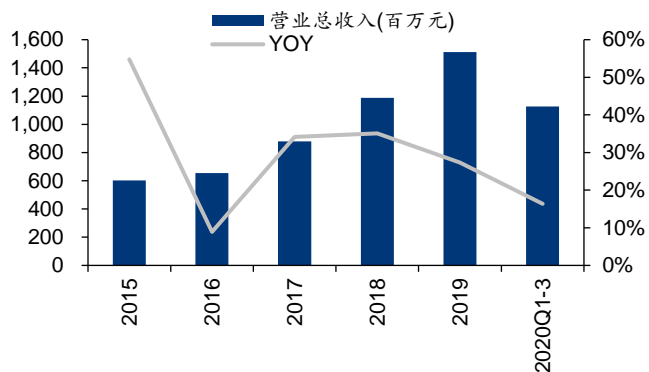


资料来源:《第12届“华樽杯”中国酒类品牌价值200强研究报告》,华泰证券研究所

盈利分析:小而美,未来可期

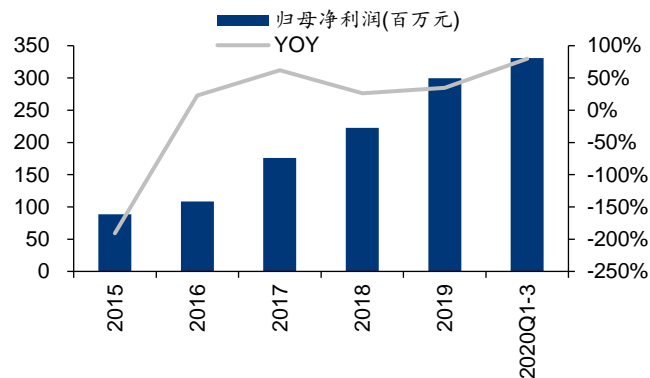
回顾公司过去五年的业绩增长,自2015年中粮集团全面接管酒鬼以来,公司的经营业绩处于上升通道。伴随着中粮入驻公司,白酒行业调整期结束等利好因素,公司仅用一年时间乘势扭亏为盈,扭转2014年亏损9747.53万元至2015年盈利8856.96万元。2020Q1-3公司实现营业收入11.27亿元,同比增长16.3%;实现归母净利润3.31亿元,同比增长79.8%,16-19年公司营收CAGR达25.9%,公司归母净利润CAGR达35.6%,超越行业平均增速(16-19年CS白酒板块营收CAGR为12.4%,净利润CAGR为19.6%)。

图表11: 公司16-19年营业总收入CAGR=25.9%



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

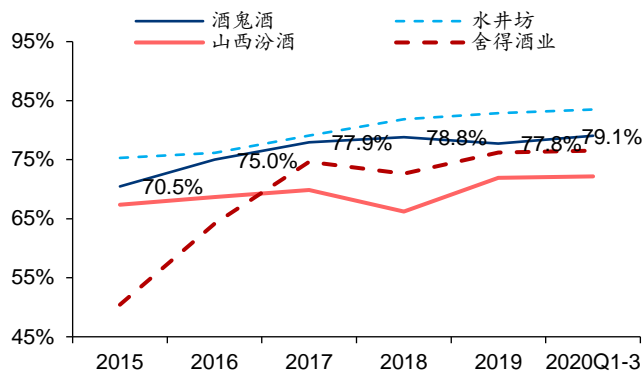
图表12: 公司16-19年归母净利润CAGR=35.6%



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

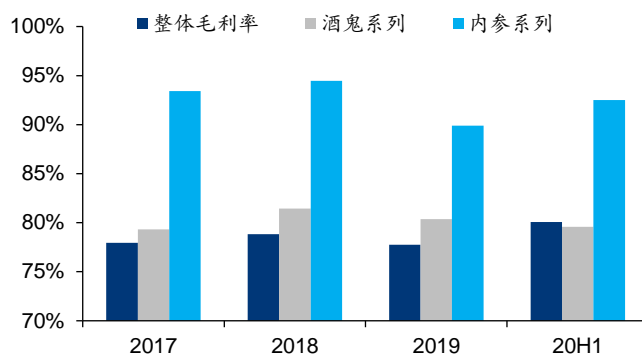
受益于定位高端的内参系列营收占比提升,公司整体毛利率稳步提升。在次高端白酒品牌中,公司的毛利率较高,15-19年公司毛利率为70.4%/74.99%/77.94%/78.83%/77.75%,20前三季度毛利率为79.0%。受益于白酒行业逐步复苏和公司核心单品战略,16-19年公司逐步提升“酒鬼”系列产品价格,同时高毛利率“内参”系列占营收比重持续增长,由17年占比20.10%提升至19年占比21.90%,20H1内参营收占比达到38.67%(同比+16.18pct),公司综合毛利率总体保持上升趋势,公司内参酒“稳价增量”、酒鬼酒“量价齐升”策略将有助于未来毛利率水平持续提升。

图表13: 酒鬼酒与可比公司毛利率对比情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

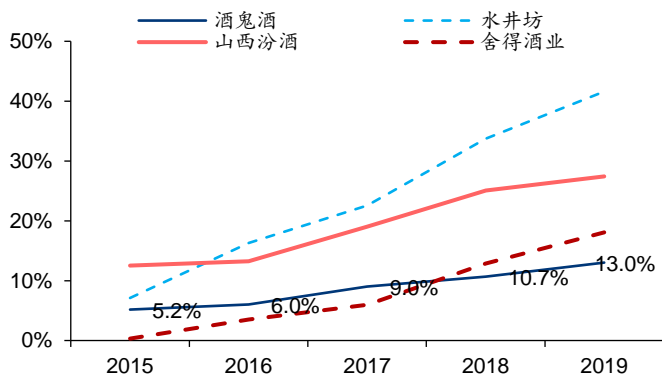
图表14: 定位高端的内参和中高端的酒鬼毛利率高于公司整体毛利率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

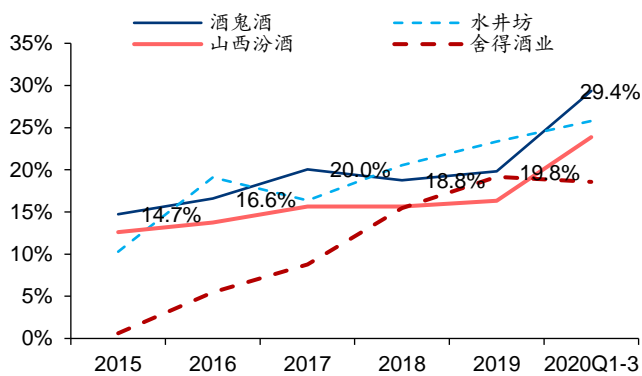
公司净利率高于大多数可比公司, ROE 较低主要受营销规模限制。15-19 年公司净利率逐步上升, 且领先大部分可比公司, 盈利能力较好。受公司产销规模影响, 公司 ROE 水平在同行业中靠后, 但 ROE 在低位缓慢提升。公司库存量及存货周转率存忧, 但总体上处于合理可控水平。截至 20Q3, 公司存货为 9.8 亿元, 占总资产比 26.9%, 占流动资产比 34.0%, 相较于可比公司, 公司存货周转不具备相对优势, 但总体上 15-19 年逐步提升。另一方面, 截止 19 年末, 公司基酒账面价值 6.9 亿元, 占期末存货金额的 72.6%, 考虑到基酒作为公司重要的战略资产储备, 主要服务于酒鬼酒年份认证及提升品牌价值, 短期内基酒大规模进入生产流通过程的可能性较小, 我们认为, 公司真实的存货压力可能小于账面反映的情况。

图表15: 酒鬼酒与可比公司 15-19 ROE 情况 (%)



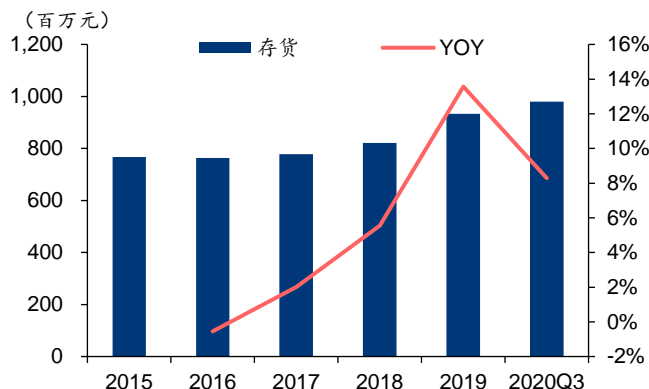
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表16: 酒鬼酒与可比公司 15-20Q1-3 净利率情况 (%)



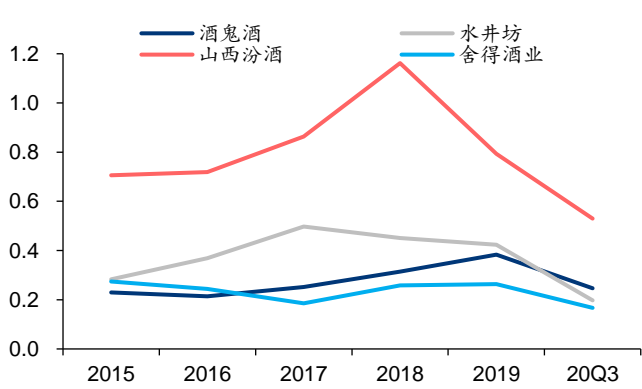
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表17: 酒鬼酒 15-20Q3 存货情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表18: 酒鬼酒与可比公司存货周转率情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

加速成长：结构优化、渠道变革、市场扩展

结构优化：内参为核，酒鬼为翼




结构高端化：梳理产品线，精简 SKU，聚焦大单品。公司的“内参”、“酒鬼”、“湘泉”三大品系分别对应公司分类的高中低端系列。在中粮入主之前的14年，公司的产品策略主要为完善升级低端的“湘泉”系列产品，积极推动中低档产品的营销布局和市场拓展，彼时公司的产品策略为“走量”模式。自15年中粮入主后，公司开始确立自己的核心支柱产品为内参+酒鬼，不断优化自身产品结构，产品高端化的路径逐渐清晰，这是符合公司自身的发展定位的，能够最大程度的展现公司自身深厚的文化品牌价值和产品价值。在保持品系齐全的前提下，公司力求全而精。近几年公司针对主导品牌创收不突出的问题，持续优化产品结构，缩减SKU数量，根据19年年报，19年公司将SKU控制在85个以内，同比减少1%。公司聚焦中高端产品线，打造内参酒、酒鬼酒红坛、酒鬼酒传承三大战略单品，配套资源重点倾斜。

图表19：公司近年来产品策略变化

时间	产品策略
2014年	完善升级湘泉酒系列产品，不断开发区域专销产品，积极推动中低档产品的营销布局和市场拓展。
2015年	坚持重点产品与基础产品相结合，以重点产品提升盈利能力，以基础产品提高市场占有率，确立三个核心支柱单品：“内参酒”、“50度酒鬼酒”、“红坛酒鬼酒”
2016年	确立了“聚焦主导产品，打造核心大单品”的品牌战略。确定了三大产品线“内参”、“酒鬼”、“湘泉”，八大重点产品：内参酒、红坛酒鬼酒、紫坛酒鬼酒、精品酒鬼酒、酒鬼酒、简优湘泉酒、盒优湘泉酒、彩陶湘泉酒
2017年	确立全国性战略单品内参酒、高度柔和红坛酒鬼酒
2018年	优化产品结构，全面规范产品开发流程，持续梳理和优化产品线，突出战略单品，全力聚焦内参酒、酒鬼酒红坛、酒鬼酒传承三大战略单品，配套资源重点倾斜，坚持价格标杆，坚守市场份额。
2019年	继续聚焦“内参酒”、“红坛酒鬼酒”、“传承酒鬼酒”三大战略单品，进一步明确“内参”、“酒鬼”、“湘泉”三大品系的定位区隔和价格区隔，稳步推进“内参酒”稳价增量、“酒鬼酒”量价齐升、“湘泉酒”增品增量的三大核心策略，进一步梳理优化产品线。

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

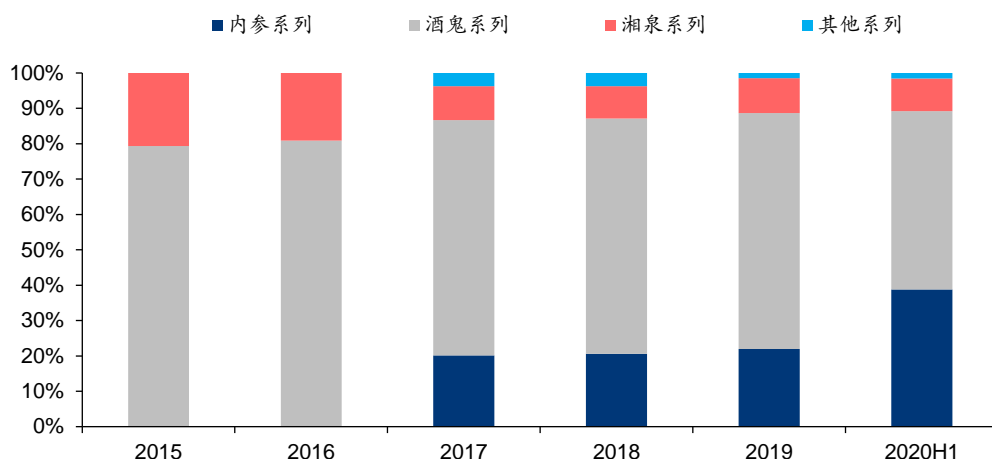
图表20：公司产品展示（2021年1月）

系列	图片展示	档次	主打单品	2021年1月19日零售价	特点
内参系列		高档	52度500mL内参酒	1249元/瓶 500mL	采用公司多年积累的顶级原酒调制而成，诸香馥郁，绵柔优雅，圆润醇厚，诸味协调，回味悠长，馥郁香型风格突出，是馥郁香型白酒中的极品
酒鬼系列		中档	52度500mL红坛20酒鬼酒	619元/瓶 500mL	色清透明、诸香馥郁、入口绵甜、醇厚丰满、香味协调、回味悠长
			52度500mL传承酒鬼酒	598元/瓶 500mL	
湘泉系列		低档		39.9-58元/瓶 500mL	无色透明，香气纯正，诸香协调，酒体醇和，回味净爽

资料来源：公司公告，京东商城，华泰证券研究所

产品结构持续优化，内参为核，酒鬼为翼。17-19年公司高端产品“内参”系列实现营收占比分别为20.1%/20.6%/21.9%，20H1内参营收同比占比提升16.18pct至38.67%；中端“酒鬼”系列17-19年营收占比分别为66.4%/66.4%/66.5%，20H1营收占比为50.17%；低端“湘泉”系列17-19年营收占比分别为9.5%/9.2%/9.9%，20H1营收占比为9.2%。高端内参系列占比逐年提升，中低端产品占比逐年下降。

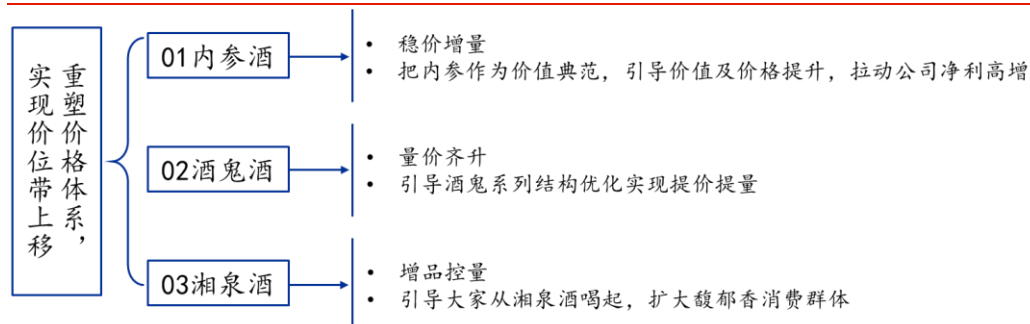
图表21： 公司 15-20H1 营业收入结构



资料来源：Wind，华泰证券研究所

针对三大产品系列，公司的产品价格体系为：1) 把内参作为价值典范，首要目的在于稳价增量，同时引导价值不断提升；2) 通过引导酒鬼系列结构优化推动量价齐升；3) 引导大家从湘泉酒喝起，扩大馥郁香消费群体。根据调研，未来公司将削减低价产品、对核心产品加强把控，拉升整体价格、加强控货、增加与经销商沟通，以共赢方式推动产品销售，实现价格体系的重塑。

图表22： 三大产品系列价值体系



资料来源：华泰证券研究所

内参：定位高端，稳价增量

酒鬼励志将“内参酒”打造成中国四大高端白酒品牌之一。我们看好内参酒成功跻身高端白酒阵营的原因主要有：

- 1) 品牌是第一要素，酒鬼深厚的文化底蕴使得其具备打造高端白酒品牌的基础。**酒鬼是中国洞藏文化酒的首创者、中国馥郁香型工艺白酒的始创者、中国白酒陶瓷包装时代的开创者，使得其打造“中国文化白酒第一品牌”成为可能，在这一点上，公司正在学习高端白酒第一品牌茅台做品牌价值。
- 2) 文化营销的引领者，圈层营销精准锁定消费人群。**酒鬼是中国白酒文化营销先行者，在不断地传播中国馥郁香型白酒工艺文化，宣传酒鬼酒独特的包装设计艺术文化。同时，在内参圈层营销上，以“名人堂”等形式做精准营销，有助于锁定高端白酒的消费人群。
- 3) 卓越的产品品质，独具一格的馥郁香型是酒鬼酒的品类资本。**产地湖南湘西自治州位于云贵高原东侧的武陵山区，处于北纬 30 度世界酿酒黄金带，采用 5 种原料、融合大曲小曲 2 种工艺、形成浓、清、酱 3 种香型和谐共生。馥郁香型酒鬼酒色、香、味俱佳，具备“颜色的透明感、香气的优雅感、口味的净爽感、风格的自然感”四大高端白酒品质。

内参系列加快放量，高增长可期。公司持续推进“内参酒”稳价增量战略，丰富“内参”新品线，延伸推出“内参 70 周年纪念酒”、“内参大师酒”、“内参生肖酒(猪年)”等产品。根据公司年报，17-19 年公司内参系列收入分别为 1.8/2.4/3.3 亿元，2018/2019 年营收同比+38.4%/+35.4%，在公司所有系列中增速最快。自 2018 年年底成立内参酒销售有限责任公司以来，根据调研，内参系列积极开展市场拓展，与大商达成战略联盟，大幅提升内参酒渠道运作能力，省内作为内参系列主战区，大商已基本布局完毕，内参系列在省外采取的策略为：核心市场华北、河南、山东等地区以优商大商为主，非核心市场要依附酒鬼渠道，筛选核心点，以团购为主，实现产品销量大幅提升。在 2019 年 7 月的内参纪念酒发布会上，公司提出了内参酒“从 5 亿到 10 亿，再到 20 亿”的三步走愿景。20H1 公司内参系列营收同比增长 75.2%，营收占比大幅提升 16.18pct 至 38.67%，凭借其高毛利率属性带动公司毛利率水平提升 2.5pct 至 80.1%。

酒鬼系列：次高端扩容，量价齐升

酒鬼系列定位次高端，次高端白酒扩容趋势明显。近年来得益于高端白酒提价打开次高端价格的天花板，次高端白酒价格持续提升带动收入规模的扩大，次高端营业收入占白酒制造业主营业务收入从 2011 年的 7.6% 提升至 2019 年的 11.1%（详见 2020.11.18 日发布的华泰证券食品饮料 21 年度策略《时间孕育价值，格局优行致远》）。**酒鬼系列自 16 年调整之后，步入持续增长期。**11-15 年，酒鬼系列由于当时开发产品众多、市场价格较为混乱，销售收入增长一直处于波动中，直至 2016 年公司调整酒鬼体系，控制 SKU 总数，制定酒鬼酒量价齐升的核心策略，2019 年酒鬼系列营收已达到 10.05 亿元，营收占比达 66%，17-19 年营收 CAGR 达 38%，20H1 酒鬼系列营收占比为 50.17%，主要受疫情影响。公司从战略角度出发，将酒鬼系列定位次高端，目标量价齐升，计划“酒鬼酒”品系将在团购价 300-1000 元之间形成“红坛酒鬼酒”、“传承酒鬼酒”、“紫坛酒鬼酒”等主线产品及价格层级，全面梳理麻袋瓶“酒鬼”品牌 SKU，保护品牌核心文化资产，逐步取缔线上、线下战术性、区域性及包销类低价“酒鬼”产品，促进次高端白酒“酒鬼”系列增长扩容。

历史提价多为稳固品牌定位，开展主动提价彰显公司定价权。酒鬼酒历次涨价的主线思路为稳固品牌定位，伴随中粮管理团队逐步调整到位，公司提价化被动为主动。中粮入主前，酒鬼酒提价多是跟风提价以保持市场定位，较少从战略角度规划酒鬼酒的价格区间和品牌形象。管理层调整到位后，公司逐步内化中粮酒企管理经验，多以主动涨价巩固其品牌形象，增厚渠道经销商利润，最终推动终端价格提升。

图表 23：酒鬼酒提价历史进程

时间	具体内容	契机
2008 年底	酒鬼酒提价 15%-25%	跟随高端白酒涨价潮保证品牌形象，消化粮食涨价压力
2012 年 1 月	酒鬼系列产品提价 20% 左右，零售价涨幅为 50-100 元	茅台、五粮液持续涨价控量使得提价策略成为酒鬼酒掌控市场的手段之一，且白酒销量较大，提价对市场、经销商影响较小
2017 年 12 月	52 度 500mL 红坛酒鬼酒零售价提价 70 元，调整后零售价 568 元	500 元价位白酒竞争小、红坛酒作为核心大单品底气足、渠道调整到位
2018 年 7 月	52 度高度柔和红坛和 52 度紫坛酒鬼酒分别提价 22 元、20 元	消费升级刺激高端白酒需求增长，高端白酒价格增长的刚性动力强劲
2019 年 11 月	订购合同约定配额外的 52 度 500mL 内参酒提价 20 元	目的在于拉升品牌形象及价格占比
2020 年 1 月	52 度 500mL 内参酒配额内战略价上调 50 元	成本及市场费用上涨，同时为内参酒价格定位稳固进一步赋能
2020 年 5 月	52 度 500mL 红坛酒鬼酒价格上调 30 元	意在稳定酒鬼系列价格和经销商信心，持续高端化布局，同时也是为红坛酒鬼酒新品面市做铺垫
2020 年 6 月	52 度 500mL 紫坛酒鬼酒价格上调 40 元	考虑到刺激市场，维持渠道价格稳定，符合酒鬼系列量价齐升目标

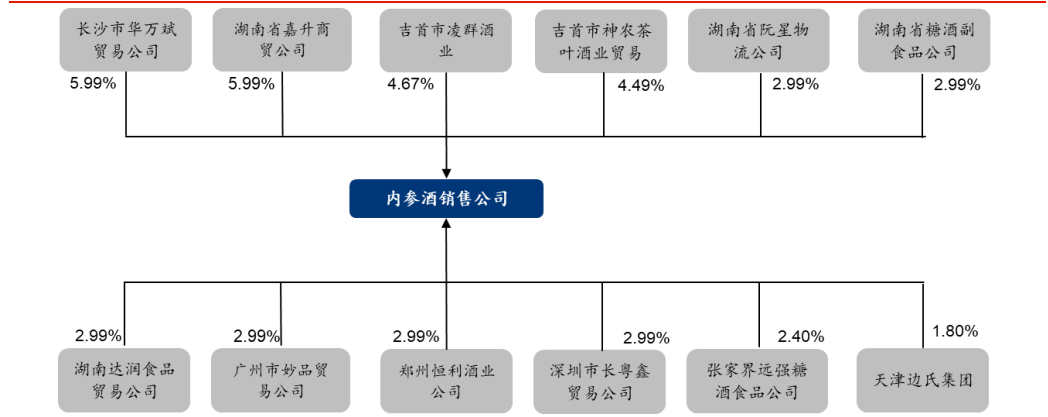
资料来源：微酒，华泰证券研究所

渠道变革：优化机制，激发动能

(一) 架构优化：成立内参销售公司独立运作内参品牌

成立内参公司独立运作，渠道市场宣传优势突出。2018年底，30多位亿元高端白酒经销商共同出资成立了内参酒销售公司，对内参品牌独立运作，大商遍布湖南、河南、广东、天津等地。从渠道结构上看，“内参”酒销售直达一级经销商，动销扁平化；从市场反应上看，独立营销适应白酒消费品快速反应的市场需求，消费者诉求快速传达；从品牌宣传上看，“内参”系列区别于“酒鬼”、“湘泉”系列，产品宣传面向高端消费场景，独立公司更好地服务于差异化品牌定位。

图表24：内参销售公司投资人（部分）

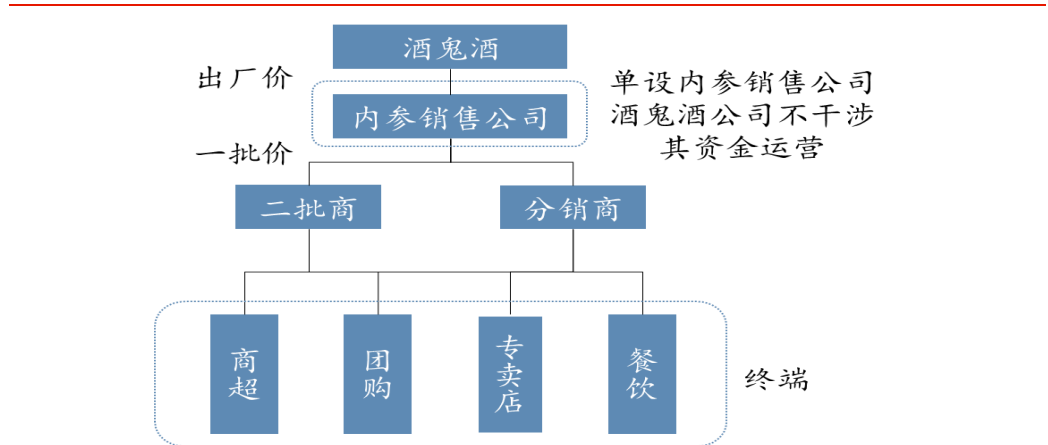


资料来源：天眼查，华泰证券研究所

销售管理层经验丰富，组织架构优势逐步释放。内参销售公司总经理王哲自2010年进入酒鬼酒营销系统以来，先后负责酒鬼酒区域营销工作和整体营销工作，2018年12月出任内参酒销售公司总经理，在任期间战略规划明确执行力高。2020年4月，公司将酒鬼酒的组织架构调整为六大板块，同时将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。扁平化的组织架构将有效提升公司运营效率，促进酒鬼酒三大品牌的渠道联动，叠加管理层的丰富运营经验，公司的组织架构改革势能被逐步释放，有望快速实现渠道下沉及全国化布局。

厂商关系由买卖交易向利益协同转变。从厂商关系来看，内参公司的成立推动了厂商关系由原有的买卖交易向利益协同转变，充分调动了经销商积极性。内参销售公司有效推进经销商扩张及区域下沉，践行利益共享、风险共担、费用共管及渠道共控。考虑到内参酒销售公司的主要出资商均为高端白酒经销商，公司有望依托其丰富的渠道资源，实现进一步的渠道深耕及资源整合，加速拓展区域市场实现渠道下沉。

图表25：酒鬼酒销售系统分解



资料来源：华泰证券研究所

（二）渠道变化：渠道建设叠加市场运作及费用投放

经销商资源赋能，有效抬升渠道推力。经销商作为股东，积极调整渠道建设、市场运作、费用投放、管理机制，从而为公司带来了资源和活力。

1) 在渠道建设方面，公司依托经销商丰富的资源，积极开展终端建设，根据年报，2019 年内参酒在湖南市场完成 793 家终端直营商建设，可控售点分销实现全覆盖。未来公司将继续深耕湖南根据地，强化终端建设，实现直营商精准签约，有效维护公司基础盘。

2) 在市场运作方面，除常规的销售公司外，公司新设专卖店模式，基于经销商在租金、人力等方面的支持，在湖南大本营及省外重点市场不断加强内参、酒鬼专卖店、形象店等核心终端的建设，实现专卖店的全国化布局，2020 年经销商大会上公司指出，20 年全年公司新开设超 60 家内参专卖店，未来公司将继续推进“内参”品牌公司化运作、全国化营销，将“内参”酒打造成中国最具品质、最具价值的四大高端白酒品牌之一。

3) 在费用投放方面，销售费用 19 年开始由内参公司规划和承担。

4) 在管理机制方面，公司渠道团队管理建设不断优化，20 年公司将总部销售团队整合为销售管理中心，统筹酒鬼、内参和湘泉三个品牌协同发展，主要承担战略规划、统筹协调的工作，扁平化的组织架构将有效提升公司运营效率，进一步抬升渠道推力。

（三）考核目标：收入目标三年连年翻倍

制定考核目标及利益分配方式，内参收入目标 19-21 年三年连年翻倍，公司长远目标打造“中国文化白酒第一品牌”，营收百亿。在 2020 年 7 月的内参纪念酒发布会上，公司提出了内参酒 19-21 年目标销售收入 5/10/20 亿（零售口径，19 年顺利达成目标）。公司董事长程军于 20 年济南全国糖酒会上表示，“公司将同经销商朋友一起通过做强品牌、做好文化、做实市场、做精产品、做专队伍、做大产业，全构建消费者、奋斗者、投资者的共同价值体系，实现公司短期 30 亿，中期 50 亿，长期 100 亿的战略目标和‘中国文化白酒第一品牌’的战略愿景。”我们认为，受益于组织架构优化叠加产品渠道变革，公司有望达成其制定的战略目标，带动湘酒整体上的协同发展，实现湘酒振兴的长远目标。

图表26：内参公司的战略目标及“中国文化白酒第一品牌”战略愿景



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

市场拓展：省内提升市占率，省外战略市场加速扩张

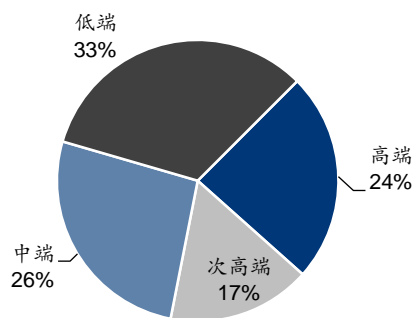
湖南白酒消费市场集中度较低，外来名酒挤压市场份额，酒鬼有望凭借省内持续深耕+品牌势能持续释放推动其在湖南省内市占率提升。湖南省作为白酒消费大省，2019 年其市场规模大约在 280-320 亿之间，其中高端/次高端/中端/低端白酒市场规模分别为 70 亿/50 亿/80 亿/100 亿左右。湖南白酒市场中当地酒企份额占比较少（占比低于 30%，除酒鬼酒外本土酒企规模多在 5 亿以下），以茅台、五粮液、剑南春、水井坊、泸州老窖为代表的外来名酒纷纷抢占市场份额，整体竞争格局激烈，市场集中度较低。据渠道调研，19 年酒鬼酒公司湖南市场销售额占比约 5%，内参在湖南市场的销售规模大约 3.4 亿元（销售口径），规模较小主要系历史原因（公司错过了白酒发展的黄金时期导致其在本土的销量地位远低于品牌地位）。且伴随着未来人均消费水平的不断提高，消费升级趋势逐渐明朗，湖南白酒市场有望进一步扩容，叠加公司渠道精耕、品牌势能释放，酒鬼酒在湖南省内市场份额有望实现提升。

图表27: 湖南市场主要酒类品牌收入分布

价格带	市场规模 (亿元)	公司名称	19年估算营收 (亿元)
高端	70 左右	茅台	50
		五粮液	10
		国窖 1573	8-9
		内参	3.4
次高端	50 左右	剑南春	5
		水井坊	5
		酒鬼酒	5
		洋河梦系列	5
		茅台系列酒	2
中端	80 左右	五粮液	2
		郎酒特曲	2
		顺鑫农业	4
低端	100 左右	小郎酒	4-6
		湘窖酒业	4
		双沟大曲	1.5-2
		老窖头曲	1.5-2

资料来源: 佳酿网, 华泰证券研究所

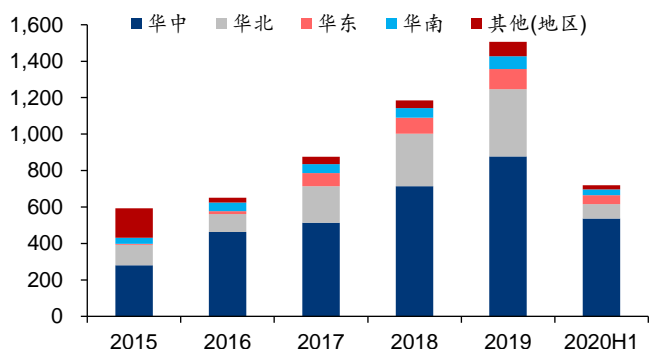
图表28: 湖南白酒市场竞争格局 (2019年)



资料来源: 华泰证券研究所

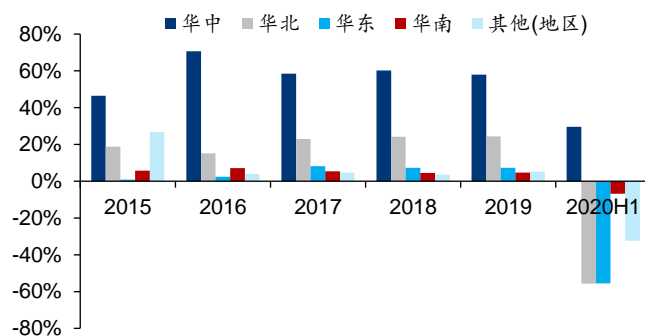
华北/华东/华南市场潜力大, 全国化进程稳步推进。省外市场方面, 打造华北为战略市场, 华东/广东为重点市场, 加速全国化进程。15-19年华北地区营收 1.13/0.99/2.01/2.87/1.78 亿, 占比达 18.99%/15.18%/22.97%/24.25%/25.18%, 华北市场营收占比自 16 年来保持稳步提升态势。但在 20H1 受疫情影响, 省内销售情况好于省外, 华中地区 20H1 营收 5.4 亿, 同比+29.5%, 占比 74.3%, 华北地区营收 0.8 亿, 同比下滑 55.7%, 营收占比 10.9%。

图表29: 公司 2015-2020H1 分区收入情况 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表30: 公司 2015-2020H1 分区收入同比增速 (%)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

分产品来看，公司内参系列及酒鬼系列均精耕省内市场，在打造省外重点市场上各有侧重。内参系列主要布局广东和京津冀地区，成立了北京、华北、中原、华南四个省外战区，酒鬼系列则以河北、山东、河南地区为战略市场，以华东、广东为重点市场。全国化进程加速，21年提出酒鬼酒要实现全面布局空白市场。酒鬼酒公司销售管理中心总经理王哲总在2020年经销商大会上提出，21年营销工作规划将以“1379”为整体策略，整体而言，21年酒鬼酒要实现全面布局空白市场，在省外地级城市客户覆盖率达到100%、省内县级城市客户覆盖率达到100%，特别偏远地级城市覆盖率不低于90%。专卖店方面，酒鬼酒、内参专卖店21年目标开店数要突破千家，并且全面提高合作门槛、提升专卖店质量。

(一) 内参系列：省内市场持续放量，开启内参酒全国化进程

1) **省内市场持续放量，依托本地优势营造品牌力。**内参系列19年以省内销售为主，在湖南省内市场具备一定的本地优势，根据调研，19年内参酒3.31亿元营收中省内营收占比高达72%。近年来，公司精耕省内渠道，招募了大批湖南有实力的经销商，在省内外长株潭地区超额完成目标，叠加中粮在高端宴席中的推广作用，未来省内市场有望继续放量，进一步提升内参品牌知名度，将内参酒打造成中国最具品质、最具价值的四大高端白酒品牌之一。

2) **开启内参酒全国化进程，重点布局广东和京津冀地区。**内参系列在省外布局的重点市场主要包括广东和京津冀地区，就广东地区而言，因为广东外来湖南人较多，借助湖南人对内参的认可，有望打开内参在广东的市场，培育更多消费者。京津冀地区也是省外的重要增长点，主要由于中粮在该地区影响度强，内参多次登上国宴等重要场合宴席，对当地消费者提高内参认可度有促进作用。18年酒鬼酒登上国宴9次、登上国家宴会15次、2次到访联合国机构，CCTV硬广覆盖12个精品节目，共触达7.6亿人次。除重点地区外，公司计划通过大商合作方式进驻一些其他省份，但并不将其作为战略重点。

(二) 酒鬼系列：战略深耕省内市场，积极开拓省外空白市场

1) **战略深耕省内市场，分区域招商精细化运作。**由于湖南市场包容度较高，外来品牌如茅台、五粮液、郎酒、水井等竞争激烈，酒鬼系列在省内市场销售情况波动较大。20年公司不断深耕渠道精细化运作，在省内市场实现分区域分产品招商，调整销售队伍考核制度，目前酒鬼系列仍处于调整期，但随着消费升级趋势的推动及品牌知名度的不断提升，未来酒鬼酒在省内市场的占比有望进一步提升。

2) **积极开拓省外空白市场，大商合作推行全国化营销。**酒鬼系列在省外布局的重点市场主要包括河南、河北及山东地区，近年来，公司通过和全国大商优商合作，实现省外市场的快速扩张。同时公司聚焦专卖店、形象店建设，公司在2020年经销商大会上指出，公司20年新开酒鬼酒专卖店近100家。

图表31：内参省外重点布局广东及京津冀地区



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表32：酒鬼系列省外重点布局河南、河北及山东地区



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

盈利预测与估值

盈利预测

随着中粮入主以及公司对组织架构、管理团队、品牌价值、产品体系、渠道和市场进行了全面梳理和变革，公司坚守“品牌增值”、“客户增利”、“市场增量”三大策略，以内参为核，酒鬼为翼，结构优化、渠道变革、市场拓展三箭齐发，助力公司加速成长。我们预计20-22年营收为18.12亿/25.46亿/33.52亿，同比+19.8%/+40.5%/+31.6%，归母净利为4.75亿/6.99亿/9.70亿，同比+58.7%/+47.2%/+38.7%。（公司2021.1.15日发布业绩预告，预计2020年实现归母净利4.55-4.95亿元，同比+51.9%~65.3%）。

收入预测：

1) 酒鬼系列：酒鬼系列经历多年梳理整顿，目前市场秩序已逐步理顺，并基本建立起由传承、红坛、紫坛构成的价格区隔分明的主线产品体系。2020前三季度酒鬼收入基本追平19年同期水平，我们预计四季度有望延续良好增势，全年有望实现小幅正增长，预计20年酒鬼系列营收10.56亿，同比+5%；2021-2022年在省内市场渠道深耕、省外空白市场积极开拓的带动下，有望恢复较快增长，我们预计21-22年酒鬼系列营收12.14亿/13.35亿，同比+15%/+10%，21年增速更快主要系20年疫情之下低基数影响。

2) 内参系列：考虑内参销售公司将厂商与公司利益深度绑定，并实现经营机制、渠道扩张模式的深度转变，品牌经营活力显著释放，价格管控措施执行得力。公司19年开始内参全国化进程，品牌力在省外提升明显，省外招商卓有成效，全国化布局蓄势向上。在2019年翻倍增长基础上，20年前三季度依然保持了相对较快的增长，疫情之下内参20H1营收同比高增75%，20Q3营收同比40%（同比增速有所下滑主要系Q3省内开始控量所致），但我们预计20年收入同比仍有望达到70%左右的高增长，预计21年随着消费场景恢复，有望实现恢复性增长，实现营收翻倍的目标，21年实现营收11.26亿，同比+100%；22年有望延续高增长，我们预计22年营收18.01亿，同比+60%。内参放量的核心驱动力为品牌势能的释放和渠道变革带来的推力。

3) 其他：考虑到其他业务非公司重点发展业务，我们预计20-22年营收将与19年呈持平。

图表33：酒鬼酒收入预测（单位：亿元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总收入	8.78	11.87	15.12	18.12	25.46	33.52
YOY	34%	35%	27%	20%	41%	32%
酒鬼系列	5.83	7.88	10.05	10.56	12.14	13.35
YOY	53%	35%	28%	5%	15%	10%
内参系列	1.77	2.44	3.31	5.63	11.26	18.01
YOY	21%	38%	35%	70%	100%	60%
湘泉系列	0.84	1.09	1.49	1.67	1.80	1.89
YOY	-33%	31%	36%	12%	8%	5%
其他系列	0.33	0.44	0.22	0.22	0.22	0.22
YOY		33%	-50%	0%	0%	0%
其他业务	0.02	0.02	0.05	0.05	0.05	0.05
YOY		-19%	209%	0%	0%	0%

资料来源：Wind，华泰证券研究所。注：按公司披露口径，内参和酒鬼被纳入高档产品，湘泉被纳入中档产品。

毛利率预测：受益于白酒行业逐步复苏和公司核心单品战略，定位高端的内参系列营收占比持续增长，公司整体毛利率稳步提升，19年公司整体毛利率为77.8%。公司内参酒“稳价增量”、酒鬼酒“量价齐升”策略将有助于未来毛利率水平持续提升。我们预计20-22年公司整体毛利率为78.8%、81.6%、83.5%，同比分别增加1.0pct、2.8pct、1.9pct。

1) 19年酒鬼系列毛利率为80.4%，20H1酒鬼系列毛利率同比-0.4pct，毛利率下降预计与公司进行产品梳理有关，我们预计20H2可能保持着与20H1相同的毛利率下降幅度，预计20年酒鬼系列毛利率同比-0.4pct至80%；在酒鬼酒出厂价21-22年不会调整的假设下，我们预计21-22年毛利率水平有望与20年持平，预计20-22年酒鬼系列毛利率均为80.0%。

2) 19年内参系列毛利率为89.9%，同比下滑4.6pct，判断与出厂价调整有关，我们预计20-22年内参系列毛利率89.9%、90.9%、91.4%，毛利率呈现逐步提升态势主要系内参规模效应下单位成本有望降低，内参总成本的提升幅度会低于收入增长幅度。

3) 我们预计湘泉系列和其他系列20-22年毛利率分别为43.0%和16.0%，预计毛利率持平主要系湘泉及其他业务为非重点发展业务，成本端相对稳定，预计出厂价格基本与19年持平，毛利率不会产生大幅度波动。

图表34：酒鬼酒毛利预测（单位：亿元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利	6.85	9.36	11.76	14.28	20.77	28.00
酒鬼系列	4.63	6.42	8.08	8.44	9.71	10.68
内参系列	1.65	2.31	2.98	5.06	10.23	16.45
湘泉系列	0.43	0.57	0.64	0.72	0.78	0.81
其他系列	0.12	0.06	0.03	0.03	0.03	0.03
其他业务	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02
毛利率(%)	77.9%	78.8%	77.8%	78.8%	81.6%	83.5%
酒鬼系列	79.3%	81.5%	80.4%	80.0%	80.0%	80.0%
内参系列	93.4%	94.5%	89.9%	89.9%	90.9%	91.4%
湘泉系列	51.8%	51.8%	43.2%	43.0%	43.0%	43.0%
其他系列	38.2%	12.8%	15.6%	16.0%	16.0%	16.0%
其他业务	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

费用率预测：

19年公司销售费用率同比下滑3.8pct至25.4%，20年前三季度销售费用率同比下降4.6pct，主要系疫情影响下上半年营销费用投放缩减叠加公司收入规模扩大费效比提升，预计20年销售费用率为22.9%，同比下滑2.5pct；我们预计21-22年销售费用率为21.39%、21.39%，销售费率将处于持续小幅下降通道主要系规模效应下费用投放总额会加大，但费用率会缩减，且主导产品内参的市场费用投放计入在内参销售公司层面不体现在上市公司报表层面。

19年公司管理费用率同比下滑1.1pct至9.7%，20年前三季度管理费用率同比下降1.8pct，费用管控和管理精细化效果显现，我们预计随着管理革新效用逐渐显现，20-22年管理费用率8.70%、8.49%、8.49%，同比-1.0pct、-0.2pct、持平。

图表35：酒鬼酒费用率预测明细

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	23.39%	29.15%	25.39%	22.90%	21.39%	21.39%
管理费用率	13.48%	10.79%	9.69%	8.70%	8.49%	8.49%
研发费用率	0.00%	1.02%	0.64%	0.64%	0.64%	0.64%
财务费用率	-0.13%	-0.92%	-0.70%	-0.67%	-0.62%	-0.60%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

综上，我们预计20-22年营收为18.12亿/25.46亿/33.52亿，同比+19.8%/+40.5%/+31.6%，归母净利润为4.75亿/6.99亿/9.70亿，同比+58.7%/+47.2%/+38.7%，对应净利率水平为26.2%/27.5%/28.9%。

图表36：归母净利润预测明细

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
归母净利润	175	213	299	475	699	970
净利率	19.9%	18.0%	19.8%	26.2%	27.5%	28.9%
同比	61.0%	22%	41%	58.7%	47.2%	38.7%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

估值

我们预计 20-22 年 EPS 分别为 1.46/2.15/2.99 元, 参考可比公司 2021 年平均 PE 估值 63x, 公司 20-22 净利复合增速(48%)显著快于可比均值(24%), 公司 21 年 PEG 估值(1.67x)显著低于可比公司均值 (2.70x), 公司作为馥郁香型白酒龙头, 认可给予其一定的 PE 估值溢价, 给予其 21 年 93x PE, 目标价 199.95 元, 首次覆盖给予“增持”评级。

图表37: 可比公司估值表

公司简称	股票代码	市值(mn)		PE (倍)				EPS (元)				20-22 净利润 CAGR	21 年 PEG
		2020/1/27	19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E			
山西汾酒	600809 CH	316,365	162	113	88	69	2.23	3.22	4.15	5.24	33%	2.66	
泸州老窖	000568 CH	372,047	80	64	52	44	3.17	3.97	4.84	5.79	22%	2.36	
贵州茅台	600519 CH	2,624,197	64	57	48	41	32.80	36.63	43.31	50.76	16%	3.08	
平均值		1,104,203	102	78	63	51	12.73	14.61	17.43	20.60	24%	2.70	
中间值		372,047	80	64	52	44	3.17	3.97	4.84	5.79	22%	2.66	
酒鬼酒	000799 CH	56,102	187	118	80	58	0.92	1.46	2.15	2.99	48%	1.67	

注: 可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期

资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰证券研究所

风险提示

食品安全问题。如果白酒出现食品安全问题, 公司销售也会受到影响。

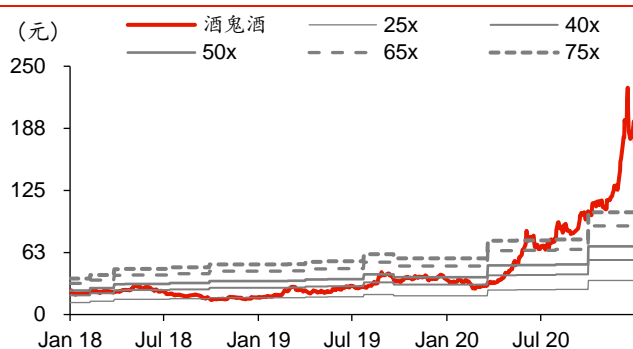
疫情风险拖累白酒消费。疫情影响及持续时间超预期, 疫情导致消费和生产在短期内都受到一定影响, 影响范围广泛波及所有地区和多个行业。公司的经销商、零售商等利益相关方均受到不同程度影响, 终端需求虽然处于逐步复苏过程中, 但仍需密切跟踪和评估疫情对公司经营的影响。

行业竞争加剧。行业竞争加剧将影响公司产品销量, 可能存在内参系列增长不及预期的风险。

省外扩张不及预期。从区域市场来看, 内参系列开启全国化进程, 重点布局广东和京津冀地区, 酒鬼系列积极开拓省外空白市场, 大商合作推行全国化营销, 因此, 省外扩张不及预期的风险。

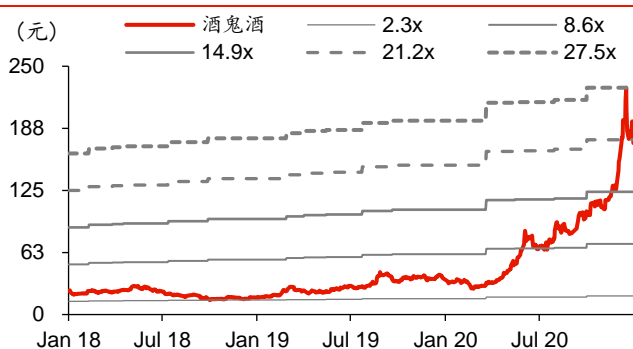
PE/PB - Bands

图表38: 酒鬼酒历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表39: 酒鬼酒历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,095	2,467	3,051	3,948	5,083
现金	1,007	1,318	1,727	2,270	3,046
应收账款	6.05	6.73	8.06	11.33	14.92
其他应收账款	11.15	6.34	7.59	10.67	14.05
预付账款	9.65	4.03	4.60	5.61	6.60
存货	821.50	932.94	1,065	1,317	1,562
其他流动资产	239.57	198.88	238.05	334.01	439.28
非流动资产	775.55	761.76	758.78	767.40	786.45
长期投资	45.45	43.30	43.30	43.30	43.30
固定投资	478.58	426.22	317.88	222.59	140.02
无形资产	95.73	199.69	300.12	397.13	490.85
其他非流动资产	155.79	92.56	97.49	104.38	112.29
资产总计	2,870	3,229	3,810	4,716	5,869
流动负债	680.38	784.16	955.06	1,265	1,600
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	88.59	120.01	137.06	167.34	196.86
其他流动负债	591.80	664.15	818.00	1,097	1,403
非流动负债	10.04	13.97	13.97	13.97	13.97
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	10.04	13.97	13.97	13.97	13.97
负债合计	690.42	798.13	969.03	1,279	1,614
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	324.93	324.93	324.93	324.93	324.93
资本公积	1,161	1,161	1,161	1,161	1,161
留存公积	693.44	944.27	1,354	1,951	2,769
归属母公司股东权益	2,180	2,430	2,841	3,437	4,255
负债和股东权益	2,870	3,229	3,810	4,716	5,869

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	212.26	381.91	490.74	670.69	958.81
净利润	213.13	299.50	475.15	699.34	970.01
折旧摊销	37.31	41.04	42.64	43.31	44.27
财务费用	(10.97)	(10.53)	(12.06)	(15.81)	(20.78)
投资损失	(18.26)	(11.19)	(11.19)	(11.19)	(11.19)
营运资金变动	(34.15)	34.85	12.17	(28.99)	(7.53)
其他经营现金	25.20	28.26	(15.97)	(15.97)	(15.97)
投资活动现金	102.32	378.14	(28.47)	(40.73)	(52.13)
资本支出	121.69	35.37	39.66	51.92	63.32
长期投资	(200.00)	(400.00)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(24.00)	(13.50)	(11.19)	(11.19)	(11.19)
筹资活动现金	(48.72)	(48.71)	(52.92)	(87.29)	(130.97)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(48.72)	(48.71)	(52.92)	(87.29)	(130.97)
现金净增加额	265.85	711.34	409.35	542.67	775.71

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,187	1,512	1,812	2,546	3,352
营业成本	251.21	336.37	384.16	469.03	551.76
营业税金及附加	189.90	241.16	279.92	373.02	491.07
营业费用	345.92	383.88	414.70	544.63	716.98
管理费用	128.11	146.52	157.45	216.19	284.60
财务费用	(10.97)	(10.53)	(12.06)	(15.81)	(20.78)
资产减值损失	(5.66)	(18.21)	(20.01)	(24.30)	(26.96)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	18.26	11.19	11.19	11.19	11.19
营业利润	285.10	399.96	569.11	932.59	1,295
营业外收入	4.31	2.33	72.00	5.00	5.00
营业外支出	0.28	1.34	5.00	1.34	1.34
利润总额	289.13	400.95	636.11	936.24	1,299
所得税	76.00	101.45	160.96	236.90	328.58
净利润	213.13	299.50	475.15	699.34	970.01
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	213.13	299.50	475.15	699.34	970.01
EBITDA	309.05	445.02	618.11	986.59	1,352
EPS (元, 基本)	0.66	0.92	1.46	2.15	2.99

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	35.13	27.38	19.83	40.54	31.64
营业利润	25.11	40.29	42.29	63.87	38.85
归属母公司净利润	21.94	40.52	58.65	47.18	38.70
获利能力 (%)					
毛利率	78.83	77.75	78.80	81.58	83.54
净利率	17.96	19.81	26.23	27.47	28.94
ROE	10.18	12.99	18.03	22.28	25.22
ROIC	13.80	26.47	37.24	61.96	82.38
偿债能力					
资产负债率 (%)	24.06	24.72	25.44	27.12	27.50
净负债比率 (%)	0	0	0	0	0
流动比率	3.08	3.15	3.19	3.12	3.18
速动比率	1.87	1.96	2.08	2.08	2.20
营运能力					
总资产周转率	0.44	0.50	0.51	0.60	0.63
应收账款周转率	192.93	236.64	244.96	262.56	255.39
应付账款周转率	3.55	3.23	2.99	3.08	3.03
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.66	0.92	1.46	2.15	2.99
每股经营现金流(最新摊薄)	0.65	1.18	1.51	2.06	2.95
每股净资产(最新摊薄)	6.71	7.48	8.74	10.58	13.10
估值比率					
PE (倍)	263.23	187.32	118.07	80.22	57.84
PB (倍)	25.74	23.08	19.75	16.32	13.18
EV_EBITDA (倍)	175.90	122.16	87.95	55.10	40.22

免责声明

分析师声明

本人，龚源月，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或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。本公司的资产管理部、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。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师蔡源月本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com