



## 增持(首次)

所属行业: 食品饮料/饮料制造  
当前价格(元): 238.00

### 证券分析师

花小伟

资格编号: S0120521020001

邮箱: huaxw@tebon.com.cn

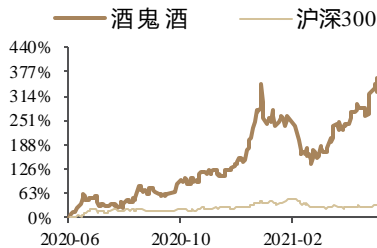
邓周贵

资格编号: S0120521030005

邮箱: dengzg@tebon.com.cn

### 研究助理

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	8.95	39.56	69.76
相对涨幅(%)	4.31	33.79	68.24

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

### 相关研究

# 酒鬼酒(000799.SZ) 深度报告: 内参酒鬼双轮驱动, 湘酒龙头加速扩张

### 投资要点

- **馥郁香领袖品牌, 产品品质优良。**酒鬼酒作为“湘西名片”, 品牌基因优秀, 其独特的包装艺术、特有的少数民族文化加上神秘的地域文化奠定了酒鬼酒文化名酒的底蕴。湘西特殊的地理位置和气候、“523”酿造工艺和独特的湘西溶洞洞藏从酿造环境、工艺、储藏多维度保障了酒鬼酒的高品质。在优良的品牌、品质基础上, 公司基酒储量超4万吨, 目前高端销量仅600吨, 未来高端放量有保障。目前公司已经形成了内参、酒鬼、湘泉三大品牌, 各品牌定位明确, 产品矩阵完善。
- **中粮入主全面革新, 公司发展提速。**公司历史上曾经历4任控股股东的更迭, 中粮入主后, 消除了此前公司管理团队不稳定的制约因素。中粮集团极其重视酒业发展, 积极推动中粮酒业混改, 力争打造中国综合性酒企巨头, 酒鬼酒也被列入中粮集团5大战略品牌。背靠中粮平台, 酒鬼酒各项战略稳步落地, 品牌潜能不断释放, 无惧疫情影响, 业绩逐年加速。
- **内参馥郁香引领产品, 打造第四大高端品牌。**茅台引领下高端白酒持续扩容, 预计未来5年年复合增速15%, 而千元价位段增速会更快。内参优势在于先天就具有较高品牌形象, 2018年底内参公司的成立解决了机制问题, 通过圈层营销紧抓意见领袖, 销售口径连续三年翻番, 馥郁香国标落地助力品牌势能不断提升, 内参作为少有的拥有独立品牌且有一定规模的高端白酒品牌, 有望成为未来最有成长潜力的单品之一。
- **酒鬼省内市占率提升空间大, 省外认可度提升加速扩张。**高端白酒价格上移, 次高端白酒进入新一轮扩容周期, 预计未来5年年复合增速20%以上, 增量规模超1000亿元。公司近年对酒鬼系列进行梳理, 大量缩减SKU, 对产品进行升级迭代, 渠道进行精耕细作。省内充分发挥区域龙头优势, 不断向县级市场下沉带来销量提升。省外内参引领下馥郁香消费氛围逐渐形成, 通过“一地一策”方式进行布局, 省外开拓进展良好, 经销商打款积极, 酒鬼系列顺势消费者口味多元化需求, 有望成为次高端价位段又一泛全国化产品, 增速或迈上新台阶。
- **投资建议: 首次覆盖, 给予“增持”评级。**预计21-23年公司营业收入分别为30.6/41.1/51.8亿元, 归母净利润分别为8.4/12.0/15.7亿元, EPS分别为2.6/3.7/4.8元, 对应当前股价PE为92.6/64.2/49.2, 基于内参高增长潜力, 酒鬼系列加速崛起, 充分享受全国次高端扩容盛宴, 我们首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示: 省内外竞争加剧, 食品安全问题, 渠道扩张不及预期**

### 股票数据

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):	51.50-259.91
总市值(百万元):	77,333.10
总资产(百万元):	4,543.87
每股净资产(元):	9.62

资料来源: 公司公告

### 主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,512	1,826	3,060	4,111	5,181
(+/-)YOY(%)	27.4%	20.8%	67.6%	34.3%	26.0%
净利润(百万元)	299	492	835	1,204	1,572
(+/-)YOY(%)	34.5%	64.1%	69.8%	44.2%	30.5%
全面摊薄EPS(元)	0.92	1.51	2.57	3.71	4.84
毛利率(%)	77.8%	78.9%	82.6%	84.6%	85.9%
净资产收益率(%)	12.3%	17.2%	24.3%	27.1%	27.5%

资料来源: 公司年报(2019-2020), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润



## 内容目录

投资要点.....	6
关键假设.....	6
区别于市场的观点.....	6
股价上涨催化剂.....	6
盈利预测.....	6
1. 公司概况：中国文化名酒，馥郁香型领袖品牌.....	7
1.1. 品牌基因优秀，历史上曾比肩茅台.....	7
1.2. 产区优越、523 工艺、溶洞洞藏、品质优良.....	8
2. 中粮入主全面革新，馥郁香+文化名酒构筑独特优势.....	11
2.1. 控股股东更迭频繁，公司发展一波三折.....	11
2.2. 中粮入主实力雄厚，稳健增长可期.....	12
2.3. 酒鬼酒独特的馥郁香+文化酒定位，差异化优势突出.....	15
2.4. 品系定位明确，产品矩阵完善，业绩逐年改善.....	17
3. 内参：馥郁香引领产品，打造中国高端文化白酒.....	20
3.1. 高端白酒市场广阔，千元价位大有可为.....	20
3.2. 改革渠道模式，激发渠道动力.....	21
3.3. 创新品牌营销方式，紧抓意见领袖.....	23
3.4. 多品类开发，营造内参消费氛围.....	25
3.5. 省内省外齐发力，打造第四大高端品牌.....	26
4. 酒鬼：量价齐升，升级换代走向全国.....	30
4.1. 次高端价格带扩容，进入新一轮增长周期.....	30
4.2. 酒鬼酒：产品持续聚焦，渠道深耕细作.....	32
4.3. 湘酒龙头，省内份额提升空间大.....	34
4.4. 馥郁香认可度提升，省外扩张有望提速.....	36
5. 盈利预测与投资建议.....	41
5.1. 盈利预测.....	41
5.2. 相对估值.....	42
6. 风险提示.....	42

## 图表目录

图 1: 酒鬼酒历史回顾 .....	7
图 2: 地处北纬 30°线, 位置优越.....	8
图 3: 获得“中国地理标志产品”称号.....	8
图 4: 酒鬼酒“523”工艺流程.....	9
图 5: 酒鬼洞藏文化.....	9
图 6: 近三年研发投入稳步增长 (单位: 万元) .....	10
图 7: 2013 年公司股权结构 .....	12
图 8: 2020 年公司股权结构 .....	12
图 9: 中粮酒业业务板块构成 .....	13
图 10: 公司组织结构图.....	15
图 11: 公司管理费用率逐步恢复正常.....	15
图 12: 2020 年上市酒企管理费用率 .....	15
图 13: 中国白酒香型衍生图.....	16
图 14: 酒鬼酒品名文化.....	16
图 15: 酒鬼瓶身独特.....	16
图 16: 酒鬼酒文化宣传途径.....	17
图 17: 文化名人为酒厂挥毫泼墨.....	17
图 18: 酒鬼酒产品矩阵.....	18
图 19: SKU 大幅缩减.....	18
图 20: 进一步明确“内参+酒鬼+湘泉”三大品系.....	18
图 21: 中高端产品占比持续提升 .....	19
图 22: 吨酒价稳步提升.....	19
图 23: 毛利率稳步提升.....	19
图 24: 净利率稳步提升.....	19
图 25: 分品牌毛利占比.....	19
图 26: 分品牌毛利率.....	19
图 27: 2017-2020 全球主要经济体 GDP 增速 .....	20
图 28: 我国高净值人群数量和人均拥有财富稳步增长 .....	20
图 29: 2010 年湖南销售公司成立后销售模式.....	22
图 30: 内参公司股权结构 (部分) .....	22
图 31: 内参酒吨价 (单位: 万元/吨) .....	23
图 32: 酒鬼酒湖南销售有限责任公司营业收入 (单位: 亿元) .....	23

图 33: 意见领袖引领后通过渠道进行放量.....	24
图 34: 洋河股份在高速增长期净利率迅速提升.....	25
图 35: 酒鬼酒净利率仍有改善空间.....	25
图 36: 2019 年以来推出多款文创和跨界产品.....	25
图 37: 世遗地插画融入“麻袋瓶”凸显纪念价值.....	25
图 38: 围绕内参主品逐步形成“倒 T”型产品结构.....	26
图 39: 标品和非标品相互促进形成正循环.....	26
图 40: 2006 年长沙高档酒市场部分品牌价格.....	27
图 41: 2020 年公司产量构成.....	27
图 42: 2019 年高端品牌湖南省销售规模.....	27
图 43: 2019 年湖南高端酒市占率.....	27
图 44: 湖南省对接外部重要经济区示意图与 2021 年内参酒规划增速.....	28
图 45: 内参销售公司成立后营收高速增长.....	29
图 46: 2018-2020 年内参销售量.....	29
图 47: 酒鬼酒、五粮液、国窖 1573 渠道利润率.....	29
图 48: 内参酒市场结构.....	29
图 49: 2014-2020 年全国城镇居民人均可支配收入与增速.....	30
图 50: 全国 36 大中城市中低档、高档白酒平均价格.....	30
图 51: 2014-2020 年全国城镇居民人均消费支出: 食品烟酒.....	30
图 52: 2014-2021 年消费者信心指数.....	30
图 53: 2016-2021 茅台、五粮液一批价.....	31
图 54: 白酒各价格带规模演化图.....	31
图 55: 次高端市场规模.....	31
图 56: 次高端酒企 2021 年一季度营收同比高增长.....	31
图 57: 2019 年主要次高端品牌市占率.....	32
图 58: 中粮入主后酒鬼系列收入稳健增长.....	32
图 59: 销售人员持续增加.....	32
图 60: 公司优化产品结构, 大单品具备雏形.....	33
图 61: 2020 年新开酒鬼酒专卖店 93 家, 达到了 176 家.....	34
图 62: 2021Q1 预收款同比增长明显.....	34
图 63: 2019-2021 年第一季度酒鬼酒营业收入.....	34
图 64: 2019-2021 年第一季度内参酒营业收入.....	34
图 65: 湖南省次高端竞争格局.....	36

图 66: 酒鬼酒省内市占率远低于其他省龙头酒企.....	36
图 67: 馥郁香国家标准.....	37
图 68: 各地“馥郁荟”陆续成立.....	37
图 69: 2020 年公司经销商数量迅速增加.....	37
图 70: 酒鬼酒市场划分.....	38
图 71: 酒鬼区域收入结构.....	39
图 72: 华北增长态势好.....	39
图 73: 酒鬼酒亮相“国宴”.....	39
图 74: 华东地区收入情况.....	40
图 75: 华南地区收入情况.....	40
图 76: 2021 年部分大区内参和酒鬼规划增速.....	40
表 1: 酒鬼酒所获荣誉.....	8
表 2: 酒鬼酒发展历程.....	11
表 3: 中粮旗下 18 家专业化平台.....	12
表 4: 中粮酒业混改大事件与主要人事变动.....	12
表 5: 酒鬼酒历年核心高管梳理.....	13
表 6: 酒鬼酒发布“1379”战略.....	14
表 7: 白酒价格带划分及市场规模.....	20
表 8: 2020 年全国高端白酒体量.....	21
表 9: 内参公司部分股东介绍.....	23
表 10: 湖南省酒鬼酒销售公司与内参销售公司对比.....	23
表 11: 近年来公司举办多个论坛邀请各领域专家参会.....	24
表 12: 酒鬼酒近期部分提价与控货信息.....	33
表 13: 湖南地区白酒竞争格局.....	34
表 14: 2020 年区域龙头酒企省内收入情况.....	35
表 15: 酒鬼酒主营业务拆分及预测.....	41
表 16: 可比公司估值表 (以 2021 年 6 月 11 日收盘价计算).....	42

## 投资要点

### 关键假设

高端内参预计未来仍将维持高增长，假设内参 21-23 年的收入增速分别为 89%/43%/31%；次高端酒鬼系列 20 年因疫情受损，疫情影响淡化及多轮改革完成后将恢复高增长趋势，量价齐升，假设 21-23 年增速分别为 68%/33%/25%；湘泉系列 21-23 年的增速分别为 16%/12%/9%。

假设 21-23 年高端内参毛利率分别为 93.9%/94.9%/95.5%，酒鬼系列毛利率为 81.4%/82.6%/83.4%，中档产品毛利率为 45.9%/46.9%/47.7%。

酒鬼酒是湖南龙头酒企，随着市占率的提升，规模效应起来后销售费用率和管理费用率将呈下降趋势，假设 21-23 年销售费用率分别为 23.0%/22.5%/22.2%，管理费用率分别为 7.9%/7.7%/7.8%。

### 区别于市场的观点

高端白酒内参过去 2 年收入复合增速为 53%，市场认为内参收入增长来自铺货，增长不具有持续性。我们认为内参酒先天具备高端酒基因，内参公司成立解决了机制问题，激活了经销商积极性，且经过多年的消费者培育，馥郁香型白酒认知度提升，具备差异化竞争优势。内参酒的增长确实有一部分来自渠道扩张带来的铺货效应，但从经销商打款及核心门店销售来看，内参动销表现突出，我们认为内参是未来高端白酒中最有成长潜力的单品之一，预计仍将继续维持较快增长。

酒鬼系列收入从 18 年的 7.9 亿元增长到 20 年的 10.1 亿元，复合增速为 13.4%，市场认为酒鬼系列过去几年增速较低，对酒鬼系列预期不高。我们认为，经过几年的梳理，过去管理层不稳定带来的贴牌产品过多、渠道管理粗放等问题已经逐步解决。省内酒鬼作为白酒龙头，目前体量与其地位不匹配，市占率提升空间大，省外在内参引领下，酒鬼消费氛围逐步形成，次高端竞争格局仍未固化，酒鬼在次高端具备较强品牌力，有望享受次高端快速扩容红利。我们认为酒鬼系列有望乘馥郁香春风，成为次高端又一泛全国化大单品。

### 股价上涨催化剂

1.酒鬼系列持续超预期增长；2.内参全国化加速；3.规模效应显现业绩增长超预期。

### 盈利预测

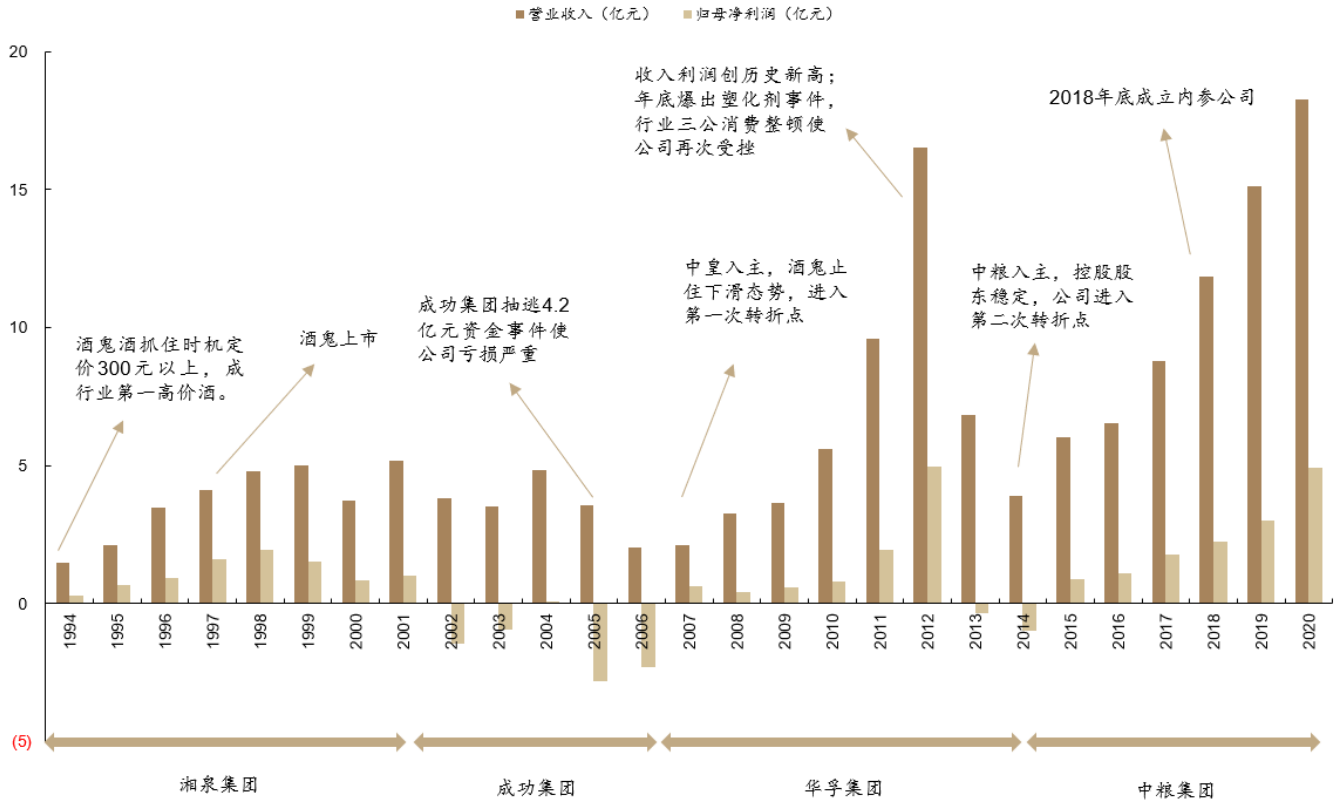
酒鬼酒是湖南区域白酒龙头，同时又是高端白酒潜在的参与者。2020 年收入和归母净利分别为 18.3 亿元和 4.9 亿元，过去 2017-2020 年复合增速分别为 27.6%和 40.8%，业绩增速在白酒中排名靠前。预计 21-23 年公司营业收入分别为 30.6/41.1/51.8 亿元，归母净利润分别为 8.4/12.0/15.7 亿元，EPS 分别为 2.6/3.7/4.8 元，对应当前股价 PE 为 92.6/64.2/49.2，基于内参高增长潜力，酒鬼系列加速崛起，充分享受全国次高端扩容盛宴，我们首次覆盖，给予“增持”评级。



## 1. 公司概况：中国文化名酒，馥郁香型领袖品牌

公司前身是1956年创立的湘西州第一家作坊酒厂吉首酒厂，1997年在深交所上市。旗下有“内参”、“酒鬼”、“湘泉”三大品系，是中国馥郁香型白酒开创品牌。近二十年由于大股东频繁变更，经营管理波动较大，发展相对较慢，2014年中粮入驻后困境反转，经营重回上升轨道。

图 1：酒鬼酒历史回顾



资料来源：Wind，德邦研究所

### 1.1. 品牌基因优秀，历史上曾比肩茅台

作为“湘西名片”，历史上曾比肩茅台。湖南本地酒众多，酒鬼酒作为湖南八大名酒之一，率先以“中国文化名酒”而独步中国酒林。1985年，公司曾任董事长王锡炳创立了酒鬼品牌。早期利用名酒、名人和文化效应，将“鬼”文化张扬于天下，将湘西的神秘文化融于酒瓶和酒体的设计中，开“文化酒”的先河，打破了当时白酒江湖陈旧的观念，让各个白酒宗派见识到了文化的力量。1993年，基于对产品品质的自信，酒鬼酒大胆将零售价调高到300元以上，高于茅台、五粮液、剑南春大家公认的三大高档酒品牌，成为了风云一时的文化酒代表。酒鬼酒的酒与沈从文的书、宋祖英的歌、黄永玉的画并列列为湘西的“四张名片”。

酒鬼酒自成立以来，获奖不断。先后荣获法国波尔多世界酒类博览会、比利时布鲁塞尔世界酒类博览会、中国首届食品博览会等国际博览会金奖；酒鬼酒还曾荣获“中国十大文化名酒”、“中华白酒十大全球代表性品牌”等奖项。

表 1: 酒鬼酒所获荣誉

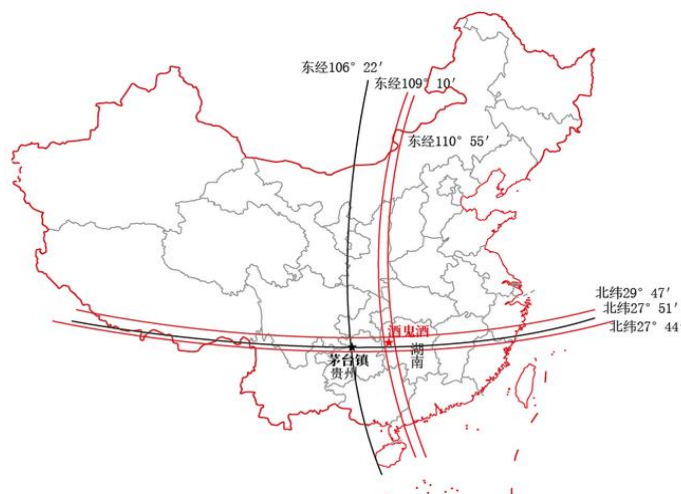
时间	事件
1993 年	酒鬼酒、湘泉酒双双荣获“法国波尔多世界酒类博览会金奖”
1994 年	湘泉酒、酒鬼酒双双荣获“比利时布鲁塞尔世界酒类博览会金奖”
2001 年	21 世纪中国文化名酒高层研讨会被评为“中国十大文化名酒”
2012 年	获得湖南省“省长质量奖”
2019 年	入选最具投资价值百强上市公司，酒鬼酒荣获金融界 2019 年金智奖之“杰出产品奖”
2020 年	2020 年华樽杯评选中，酒鬼酒的品牌价值评定为 396 亿，内参品牌价值 279 亿，内参酒被评为中国四大高端文化白酒品牌

资料来源：公司官网，德邦研究所

## 1.2. 产区优越、523 工艺、溶洞洞藏、品质优良

**优越的地理环境-中国地理标志产品。**酒鬼酒产地位于湖南湘西自治州，地处全国罕见的“三个自然带”上，即气候上的微生物发酵带、土壤中的富硒带以及植物群落的亚麻酸带，是典型的高端白酒黄金酿造地带，同时酒鬼酒也处在黄金纬度线上-北纬 30° 线，在该纬度带上产生了以贵州省茅台酒为代表的酱香型白酒，以四川省五粮液、泸州老窖等为代表的浓香型白酒，地理位置优越，为酒鬼酒创造了极佳的酿造环境。

图 2: 地处北纬 30° 线，位置优越



资料来源：公司官网，德邦研究所

图 3: 获得“中国地理标志产品”称号

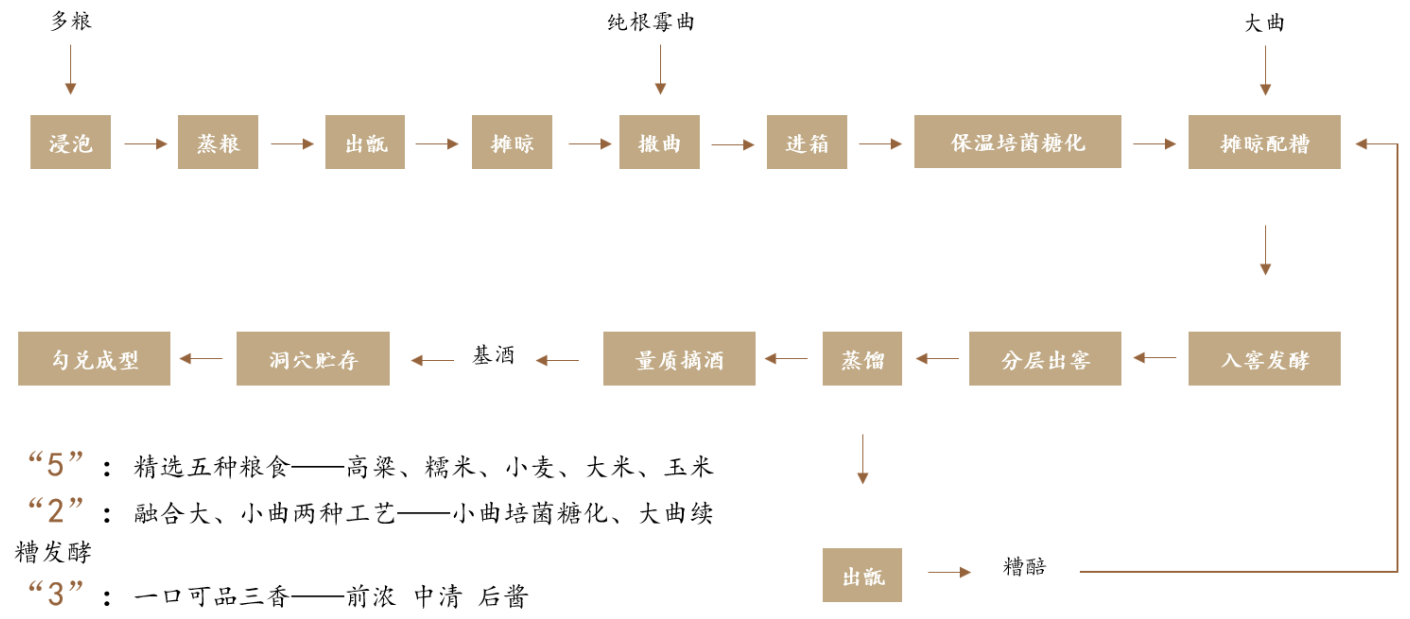


资料来源：公司官网，德邦研究所

**523 工艺独具一格，铸就馥郁香品质。**酒鬼酒生产工艺凝结了几代人、几十年的研究及心血，采用高粱、糯米、小麦、大米、玉米五种粮食为原料，高温泡料、原料清蒸、小曲糖化、大曲发酵、低温入窖、窖泥增香，充分体现了用料独特、用曲独特、工艺独特。此外，泥窖发酵对酒体起到了调节和增香作用，堆积发酵可能产生酱香前体物质，各环节独特的工艺相结合使得酒鬼酒“前浓、中清、后酱”一口三香完美体现。



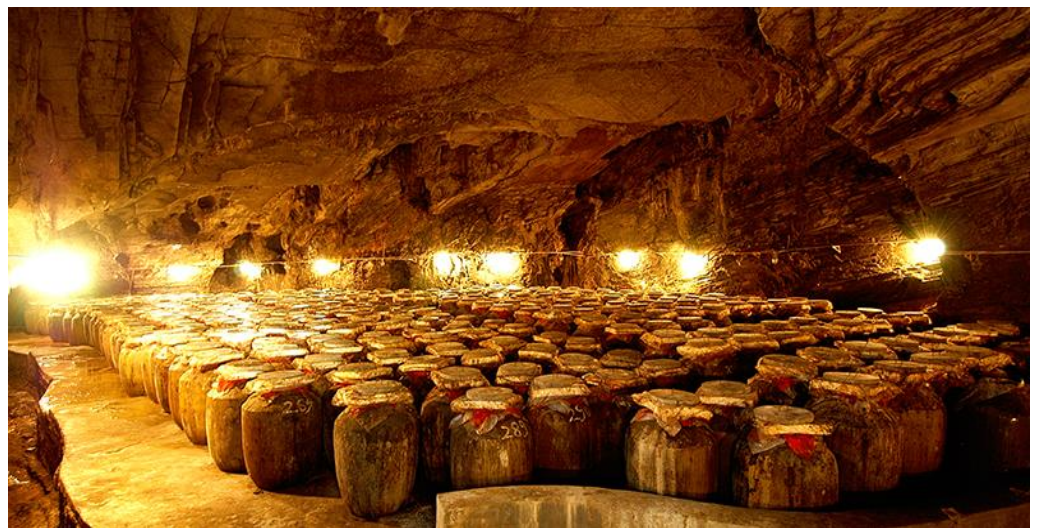
图 4：酒鬼酒“523”工艺流程



资料来源：公开资料整理，德邦研究所

**酒鬼酒独特的洞藏文化，使得优酒更优。**大湘西溶洞资源为贮藏白酒创造了最佳环境，资源稀有不可复制。由于形成久远，发育成熟，与其它洞藏酒相比最大特点是湘西溶洞都有阴河相贯，为贮藏白酒创造了最佳环境。酒鬼洞藏文化酒采用优质基酒，陶坛密封贮存，酒体自然演化，酒的辛辣味及杂质逐渐释放，馥郁香气更加浓郁。

图 5：酒鬼洞藏文化



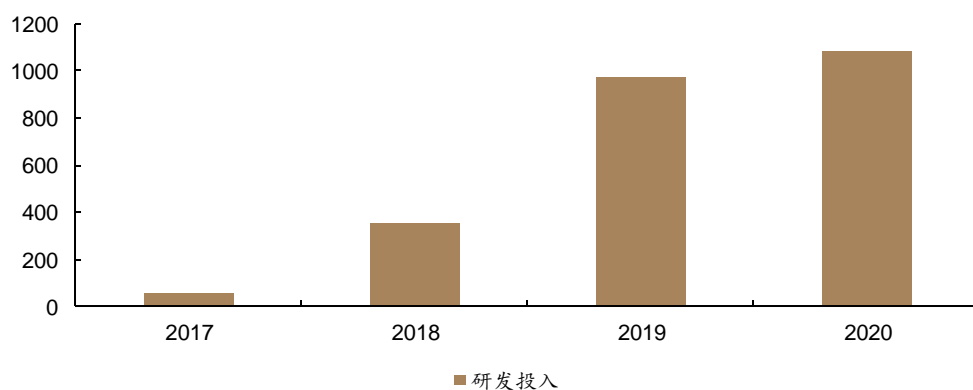
资料来源：公司官网，德邦研究所

**基酒储量充足，为优质酒放量提供保障。**基酒是白酒企业最重要的资产，酿造出来之后一般需要存放数年，才能达到勾调优质酒的标准。不同档次的白酒的勾调对不同年份的基酒需求也有差异，以内参大师酒为例，80%的基酒都是年份酒，其中19/15/7年原酒比例分别为47.27%/9.28%/23.45%，总体加权平均年份

达到 15 年。公司核心高端产品内参目前销量不到 1000 吨，而 2020 年末公司基酒库存 40832 吨，4 万余吨的基酒储能为酒鬼酒高端产品未来的放量提供了基础和保障。

**公司持续加大研发投入，优化馥郁香体系，保障产品品质。**近几年公司产品研发投入持续增加，2020 年研发投入 1082 万元，同比提升 11%，研发投入占比 0.6%。研发人员数目 64 人，研发人员占比 4%。通过引入中粮营养研究院、中国发酵研究院、北京工商大学等科研团队，就馥郁香型白酒的香味特征、健康成份、国家标准等方面开展系统研究，馥郁香型白酒作为中国白酒 12 大香型之一成为国家标准。持续的研发投入完善了酒体品质，在当前“少喝酒，喝好酒”氛围下也会培育出更适合消费者饮用习惯的好酒。

图 6：近三年研发投入稳步增长（单位：万元）



资料来源：Wind，德邦研究所

## 2. 中粮入主全面革新，馥郁香+文化名酒构筑独特优势

### 2.1. 控股股东更迭频繁，公司发展一波三折

公司上市以来，三度易主，动荡中错失发展机遇。自上市以来，公司共历经4任控股股东，分别是湘泉集团、成功集团、华孚集团、中粮集团。股东频换带来管理层的变动，同时带来公司销售策略、产品策略以及渠道管理的不稳定，限制了公司政策的落地执行。行业黑天鹅事件造成再次损害，公司内部治理频出，大股东占款、塑化剂事件、现金被盗案件等事件拖累公司发展，公司三度被ST，错失行业发展机遇，营收停滞不前。

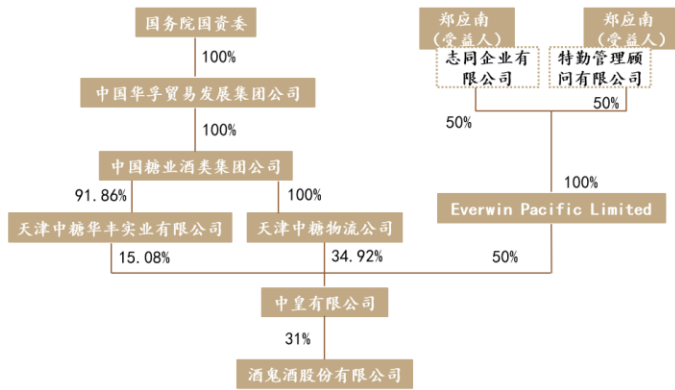
表 2：酒鬼酒发展历程

时间	控股股东	事件	业绩表现
1956-2001	湘泉集团	1956年:起源于吉首酒厂。 1991年:更名为湖南省湘西湘泉酒总厂。 1994年:我国税制改革后,对白酒同时征收增值税和消费税,其中,粮食类白酒消费税率25%,薯类为15%,增值税率为17%。在此背景下,酒鬼酒将产品定价在300元以上,超过茅五剑等名酒,在全国范围内热卖。 1996年:湘泉酒总厂改组为国有独资公司,更名为湖南有限公司湘泉集团。 1997年:湘泉集团有限公司发起设立湖南酒鬼酒股份有限公司,并成功上市。	1994-1997年,收入从148亿元增长到4.1亿元,CAGR为41%;归属母公司净利润从0.3亿增长到1.6亿,CAGR为75%。
2002-2006	成功集团	2002年:成功集团受让湘泉集团39%股份,成为酒鬼酒第一大股东。但是并没有解决酒鬼酒本身即存在的问题,生产经营状况反而进一步恶化。 2005年:大股东成功集团从酒鬼酒抽离资金4.2亿元,公司陷入谷底,当年亏损达2.8亿元。 该阶段衰落的主要原因:(1)公司规模快速扩张,市场打开后营销管理体系未能跟上,赊销问题严重,市场混乱导致经销商倒戈。(2)上市后,公司盲目投资,由于内部管理不善,总体扩张项目效果不佳。	收入从1998年的4.78亿元下滑至2006年的2.02亿元,归属母公司利润下滑幅度则更大,1998年归属母公司净利润为1.96亿元,2005年、2006年连续两年分别亏损2.80亿元、2.32亿元。
2007-2014	华孚集团	2007年:中皇有限公司正式收购酒鬼酒1.09亿股,占总股本的36.11%,成为公司实际控制人,公司迎来第一次转折点。期间也作了不少重要工作,聘请了原国窖1573的设计师吴小平完善酒体风格,聘请了原五粮液总经理徐可强任公司总经理。 2012年底:酒鬼酒爆出塑化剂事件,公司遭遇重创,面临临时停牌,与此同时,酒鬼酒被全国各地商超下架,虽然后面通过整顿恢复生产,但是公司品牌形象严重受损。彼时又是中央严禁三公消费的时期,白酒行业进入深度调整期,加上子公司的亿元存款失踪案,酒鬼酒发展又一次陷入了泥潭之中。	中皇入主后一系列改革措施也使公司经营状况有所改善。2012年酒鬼收入利润分别达到16.52亿元和4.95亿元,创出历史新高。 后续黑天鹅频发,使得2013年和2014年连续亏损。
2014-至今	中粮集团	2014年:中国华孚贸易发展集团公司并入中粮集团有限公司,成为其全资子公司。由此,酒鬼酒的最终控制人变为中粮集团有限公司,公司迎来第二次转折点。随后中粮系高管入驻,股东结构和管理层基本稳定下来。一系列的品牌聚焦和营销改革后,在行业复苏的大背景下,酒鬼酒步入快速发展阶段。	自中粮接手以来,近五年(2015-2020)收入和净利润复合增长率分别达到24.88%和40.89%。

资料来源:公开资料整理, Wind, 德邦研究所

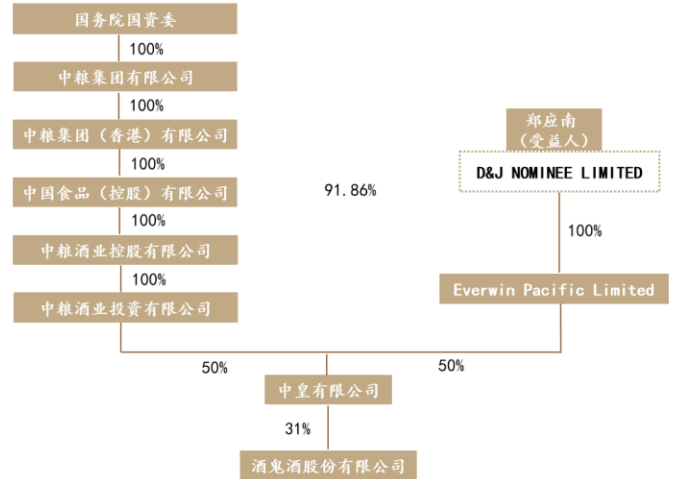
借央企改革中粮集团曲线入主酒鬼酒，公司发展迎来转折点。2014年，华孚集团整体并入中粮集团有限公司，中粮集团曲线入主酒鬼酒。2017年下半年开始，中粮集团加速推进旗下酒业专业化公司混改，于2017年8月授权中食控股全资设立中粮酒业投资，2018年中粮酒业取得证监会豁免的要约收购义务，通过中皇公司间接控制酒鬼酒31%股权，酒鬼酒也是中粮集团酒类唯一上市平台。

图 7：2013 年公司股权结构



资料来源：公司年报，德邦研究所

图 8：2020 年公司股权结构



资料来源：公司年报，德邦研究所

## 2.2. 中粮入主实力雄厚，稳健增长可期

中粮入主后全面支持公司发展，酒鬼酒背靠央企平台，借助中粮集团的整体优势和平台资源，各项战略稳步落地，业绩逐渐改善。2020 年收入和利润分别为 18.26 亿元和 4.92 亿元，2017-2020 年复合增速分别为 28%和 41%，业绩增速在白酒中排名靠前。

**中粮集团实力雄厚，对酒业高度重视。**中粮集团作为世界 500 强企业，是中国最大的粮油食品企业，产业覆盖农产品、粮油食品、饮料、酒业、糖业、饲料、肉食、地产、金融等。2016 年中粮集团开始将长城葡萄酒、中粮名庄荟国际酒业、酒鬼酒、黄酒等业务在管理架构上划归中粮酒业，中粮酒业由此成为集团旗下 18 个专业化平台之一，与此同时，中粮集团积极推进国企改革，通过多元混改激发体制活力，在 2017 年将长城葡萄酒剥离至中粮酒业，2018 年将中糖物流和中糖华丰分别持有的酒鬼酒控股股东中皇有限公司 34.92%、15.08%股权划转至中粮酒业。

表 3：中粮旗下 18 家专业化平台

中粮国际	中粮贸易	蒙牛乳业	中国纺织	中粮工科	我买网
中粮油脂	中粮粮谷	中粮包装	<b>中粮酒业</b>	中粮可口可乐	中粮资本
中粮生物科技	中粮糖业	大悦城控股	中粮肉食	中国茶叶	中粮营养健康研究院

资料来源：中粮集团官网，德邦研究所

表 4：中粮酒业混改大事件与主要人事变动

时间	事件
2016 年	中粮集团推进专业化公司改革，成立中粮酒业，开始将中粮旗下的葡萄酒、白酒、进口酒、黄酒等业务进行整合。
2017 年 8 月 21 日	中粮集团授权中食控股全资设立中粮酒业投资，主营酒业投资管理，作为中粮集团酒业专业化经营管理平台。
2017 年 9 月	中粮名庄荟国际酒业总经理李士伟出任中粮集团长城酒事业部总经理一职，并继续兼任原职务。
2017 年 10 月 16 日	中粮集团旗下上市公司中国食品发布公告，宣布向控股股东中粮集团全资附属公司出售所持有的全部酒品类业务及其他非饮料业务，其中主要包括“长城”葡萄酒的生产及分销。
2018 年 1 月 1 日	王浩任中粮酒业董事长、党委书记；李士伟任中粮酒业副总经理，主持经营工作；江国金任中粮肉食董事长、党委书记。
2018 年 3 月 12 日	中粮集团将中糖物流和中糖华丰分别持有的酒鬼酒控股股东中皇有限公司 34.92%、15.08%股权划转至中粮酒业投资。
2018 年 5 月 29 日	中粮集团旗下 5 家 A 股上市平台之一的酒鬼酒公告，中粮酒业有限公司要约收购公司股份获得证监会核准。



2019年6月21日 中粮酒业副总经理兼长城酒事业部总经理李士祎同志不再兼任进口酒事业部总经理、党支部书记；焦国强同志任进口酒事业部总经理、党支部书记，不再担任黄酒事业部总经理、党支部书记；李明同志任黄酒事业部总经理、党支部书记，不再担任酒鬼酒股份有限公司副总经理、党委副书记。

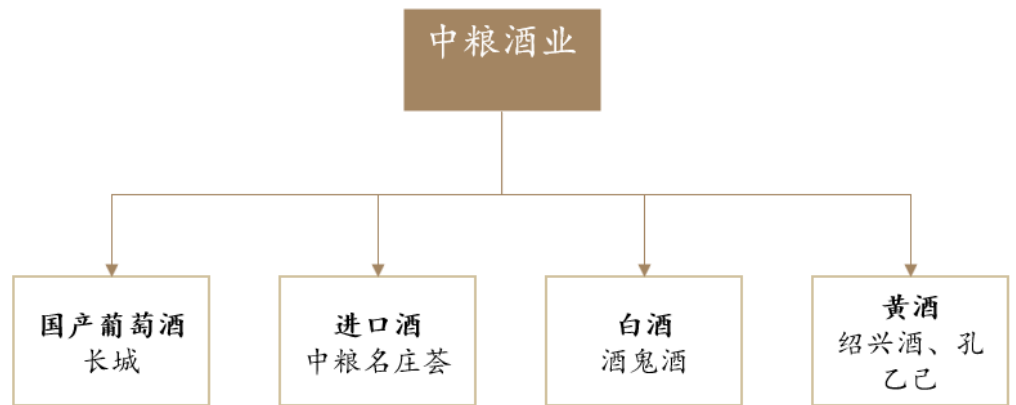
2019年6月 中粮酒业副总经理、中粮长城酒业总经理李士祎将不再分管进口酒板块，由中粮绍兴酒有限公司总经理焦国强接任。

2019年9月 中粮酒业副总经理兼长城酒事业部总经理李士祎职务调整，长城酒业务暂由长城酒事业部副总经理刘鑫负责。

资料来源：公开信息整理，德邦研究所

**酒业布局中更可能向白酒发力，酒鬼酒凸显重要性。**中粮酒业业务涵盖黄酒、白酒、进口酒、葡萄酒，拥有“长城”、“桑干”、“酒鬼”、“内参”、“湘泉”、“中粮名庄荟”、“孔乙己”等知名品牌。分业务来看，葡萄酒行业增长疲软，参考A股上市公司过去5年受进口冲击国产葡萄酒收入和利润几乎没有增长，长城之前在中国食品旗下2015-2017年连续亏损，之后剥离至中粮酒业，管理层变更，业绩才实现逆转。黄酒品类受众范围有限，价格带区分不强，市场容量有限，白酒是食品饮料品类中市场规模最大、盈利能力最强的品类，酒鬼酒是目前中粮酒业旗下唯一上市平台，从中粮集团的角度，要打造中国综合性酒企，也更可能在白酒上发力。酒鬼酒也被列入中粮集团5大战略品牌。

图9：中粮酒业业务板块构成



资料来源：德邦研究所

**中粮酒业高度重视酒鬼酒，资源倾斜，同时向公司派驻多名高管，有利于中粮集团管理赋能。**2018年中粮酒业董事长王浩出任酒鬼酒董事长，董顺钢、李明等有丰富快消品经验的领导进入管理层。2020年4月，内参酒销售公司原总经理王哲出任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。各级管理层基本到位，将给酒鬼酒发展带来管理红利。

表5：酒鬼酒历年核心高管梳理

历任核心高管	职位	入职时间及背景
王浩	董事长，董事	1990年加入中粮集团，2018年1月任中粮酒业董事长，2018年3月至今任酒鬼酒股份有限公司董事长
郑轶	副董事长，董事	2001年8月加入中国粮油食品进出口(集团)有限公司，2016年10月至今任中粮酒业副总经理，现任本公司董事
程军	董事、财务总监、副总经理	2018年6月至2020年4月任中粮酒业长城酒事业部供应链管理中心副总经理，2020年4月至今任酒鬼酒股份有限公司董事、财务总监、副总经理
王哲	销售管理中心总经理	2010年加入酒鬼酒营销体系，2020年4月出任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。
江国金	董事长	1989年加入中粮集团，在粮油食品业务方面有丰富经验，2016年2月至2018年2月任酒鬼酒股份有限公司董事长
董顺钢	董事、总经理、财务总监	1989年加入中粮集团，具备多年贸易工作经验，2016年2月至2020年4月任酒鬼酒股份有限公司董事、总经理、财务总监



李明	副总经理	1995 年加入中粮集团，拥有丰富的快消品业务管理经验，2016 年 1 月至 2019 年 6 月任酒鬼酒股份有限公司副总经理
赵公微	董事长	历任商业部副食品局主任科员，中糖酒类销售公司经理，2013 年 2 月至 2016 年 1 月任酒鬼酒股份有限公司董事长
王新国	董事长	2000 年 4 月开始担任中国糖业酒类集团公司总经理，2008 年 6 月至 2013 年 2 月任酒鬼酒股份有限公司董事长
许可强	总经理	曾任五粮液股份有限公司总经理，2009 年 2 月至 2010 年 8 月任酒鬼酒股份有限公司总经理
杨波	董事长、董事	先后担任湖南省吉首市政府办公室主任，吉首市副市长，2005 年 11 月至 2008 年 6 月任酒鬼酒股份有限公司董事长
刘虹	董事长、董事、总经理	湖南成功集团控股有限公司董事长，2003 年 5 月至 2005 年 9 月任酒鬼酒股份有限公司董事长、总经理
彭善文	董事长	2001 年任湘西土家族苗族自治州人民政府副州长，2002 年 5 月至 2002 年 9 月任酒鬼酒股份有限公司董事长
田家贵	董事长、董事	曾任湘西自治州人民政府常务副州长等职，2001 年 2 月至 2002 年 4 月任酒鬼酒股份有限公司董事长
王锡炳	董事长	先后任吉首酿酒总厂厂长、湘西湘泉酒总厂厂长，1997 年 7 月至 2000 年 12 月任酒鬼酒股份有限公司董事长

资料来源：Wind，德邦研究所

**白酒主业规划清晰，稳健增长可期。**酒鬼酒作为中粮集团重点关注的品牌之一，2016 年提出聚焦主导产品，打造全国性战略核心单品，目标重回白酒一线阵营，2017 年中粮酒业成立，2018 年中粮酒业党委书记、董事长王浩亲自担任酒鬼酒董事长，并提出短中长期收入目标分别为：短期 30 亿，中期 50 亿，远期销售 100 亿。2020 年底，酒鬼酒发布 1379 战略，我们认为未来随着中粮混改的加快，酒鬼酒发展势能将不断提升，助力中粮酒业成为中国最大的综合性酒企之一。

**表 6：酒鬼酒发布“1379”战略**

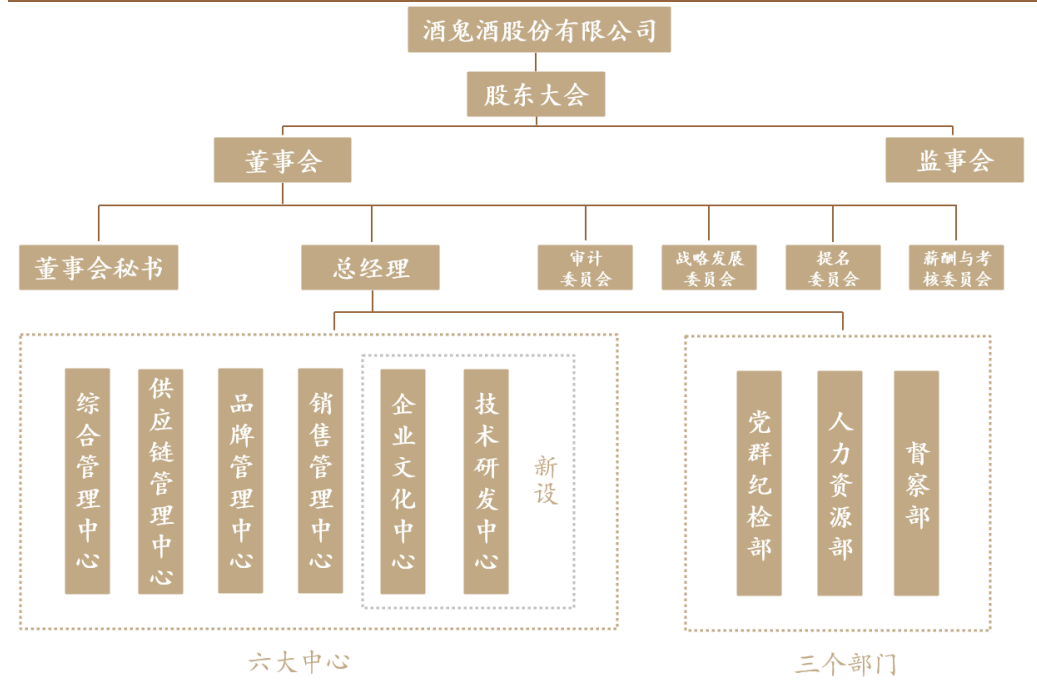
“1”	以打造“中国文化白酒第一品牌”为目标。
“3”	坚持品牌增值、客户增利、市场增量三大营销策略。
“7”	建立品牌建设提升赋能、圈层尊享营销、产品价值提升、优商客户增值、消费体验增值、数字化营销和牛团高效服务等七大平台。
“9”	从布局、终端、利润、圈子、文化、专卖店、客户、管理以及团队为要点，全面布局空白市场，招商提高客户覆盖率，稳步增加核心终端、超级终端数量，加快专卖店的开店速度，建设客户利润平台，全面提升产品价值。

资料来源：酒鬼酒 2020 经销商大会，德邦研究所

同时，公司针对内部进行了一系列改革，有效解决内部管理薄弱问题：

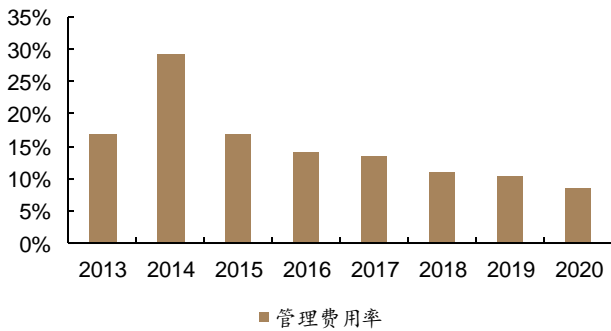
- ✓ 组织架构上由 5 大中心改组为 6 大中心、3 个部门。合并酒鬼和内参销售管理中心成立销售管理中心，新成立企业文化中心、技术研发中心。
- ✓ 内控管理上推进激励机制、考核约束机制、分配机制、选人用人机制的创新和改革，建立以绩效和价值为导向的长效机制。
- ✓ 信息化管理上推进全面预算管理、内部控制流程信息化管理，搭建完成 SAP 系统、一物一码系统、局域网及应用系统、物流防伪系统升级，实现办公智能化、网络化。

图 10：公司组织结构图



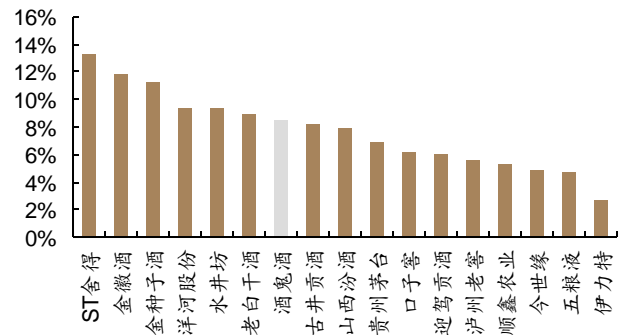
资料来源：公司公告，德邦研究所

图 11：公司管理费用率逐步恢复正常



资料来源：Wind，德邦研究所

图 12：2020 年上市酒企管理费用率

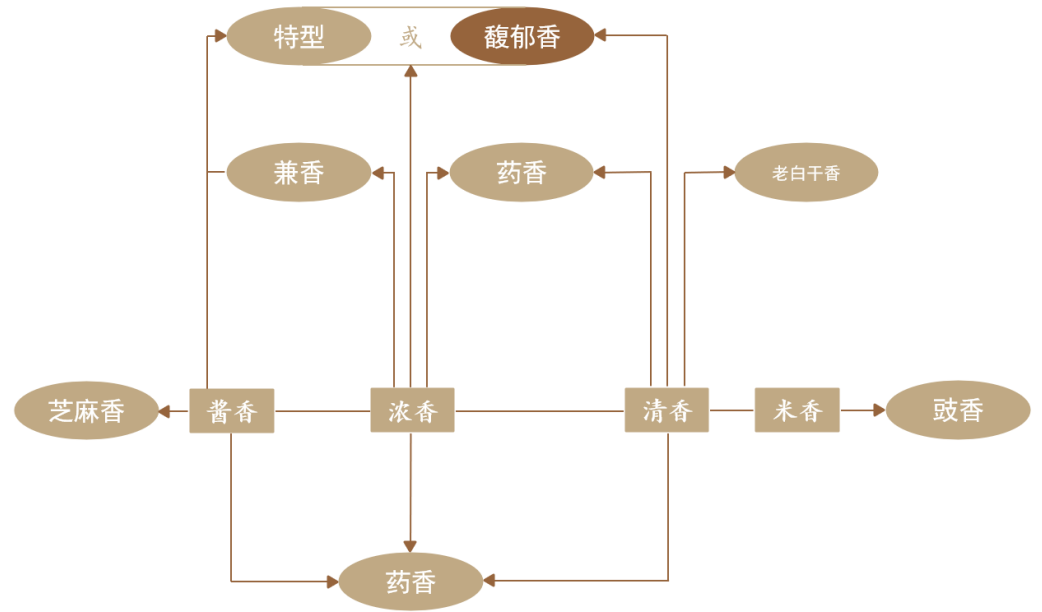


资料来源：Wind，德邦研究所

### 2.3. 酒鬼酒独特的馥郁香+文化酒定位，差异化优势突出

**酒鬼酒独创的馥郁香型，别具一格。**酒鬼酒在秉承湘西传统小曲工艺的基础上，大胆吸纳中国传统大曲生产工艺的精髓，两者巧妙融合，其融“泸型之浓香、汾型之清香、茅型之酱香”于一体，一口三香，前浓、中清、后酱，令人回味无穷。厚重的文化底蕴和优良的品质成就其独特的口感，让消费者易于识别并形成强烈印象，被称为“无上妙品”。

图 13：中国白酒香型衍生图



资料来源：公司资料整理，德邦研究所

酒鬼酒坚持以“文化酒鬼”为价值核心，从产品设计、品牌宣传、营销推广无不烙印的文化的踪迹：

酒鬼品名和瓶身由国画大师黄永玉设计。瓶体采用土陶工艺制成，特有的麻袋包装造型古朴。一侧有看上去充满东方式幽默的酒鬼背酒鬼的写意画，另一侧打上似收藏印章一样的“无上妙品”四个大字。这与瓶标上红底黑字狂草体的“酒鬼”二字里外呼应，动静结合，是典型的异类包装。

图 14：酒鬼酒品名文化

内参	“内参”是内部参考读物之意，代表品质与成功，彰显尊贵与尊严，蕴含使命与责任。
酒鬼	“酒鬼”与“鬼才”一样，代表超脱自由、胸怀才智、不甘平庸，代表非同寻常、不居庙堂、特立独行。
湘泉	黄永玉先生在设计、提名“湘泉”酒时，赋有“湘泉颂”

资料来源：公司公告，德邦研究所

图 15：酒鬼瓶身独特

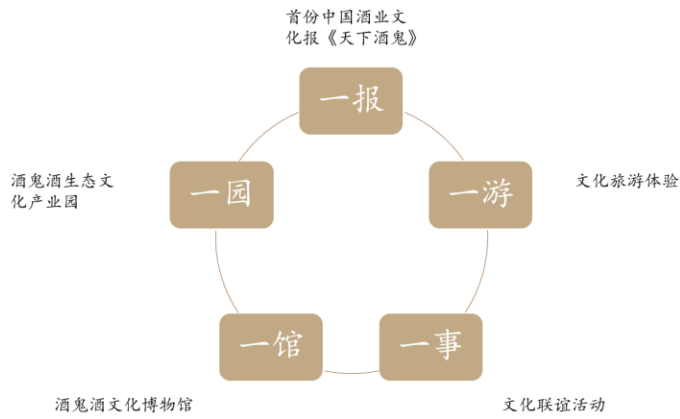


资料来源：公司官网，德邦研究所

坚持推广文化名酒，与艺术对话，推动文化名酒与文化名人联姻。公司旗下三大品牌的设计都具有艺术性，独特的湘西酒文化吸引了众多文人墨客，据统计，前往酒鬼酒公司作客的文化名家就达近百位。历史上酒鬼酒也是最早动用文化营销的白酒品牌，上世纪九十年代便打出了“做文化酒引领者”的旗帜。中粮集团入

主之后，继续坚持文化推广，在做好“报、馆、园、游、事”的基础上，借助平台资源与优势，酒鬼酒在文化宣传中更加积极进取，邀请众多文化大家进行品牌宣传和营销，通过举办内参中国高端文化白酒·内参酒价值研讨会、内参名人堂等活动加大意见领袖和消费者培育。

图 16：酒鬼酒文化宣传途径



资料来源：公司官网，德邦研究所

图 17：文化名人为酒厂挥毫泼墨











资料来源：公司官网，德邦研究所

## 2.4. 品系定位明确，产品矩阵完善，业绩逐年改善

**多品牌全价格带布局，产品层次分明。**高端产品有内参和内参大师，在 1000 元以上，对标茅五泸；次高档产品主要是酒鬼系列，价格在 300-800 元之间，包括紫坛、红坛、黄坛等产品，主要竞争品牌有全国化品牌剑南春，水井坊以及本土的湘窖酒业等；中低档产品由湘泉系列覆盖，价格在 200 元以下，主要竞争对手有邵阳老酒、开口笑、稻花香等。**多品牌分价格带运作，各品牌定位清晰，有利于公司市场策略有序执行落地。**

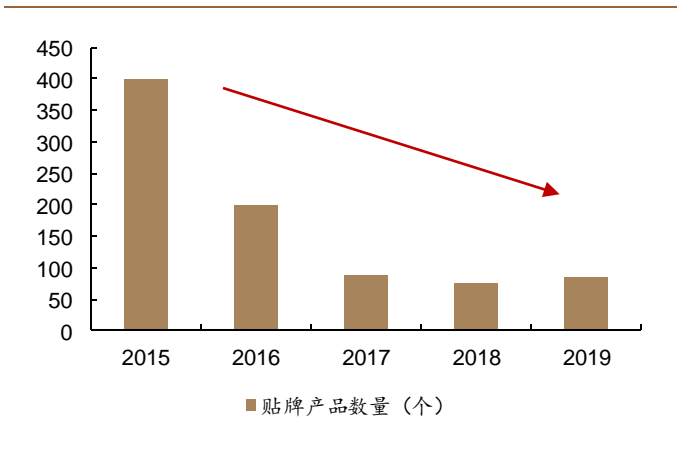
图 18: 酒鬼酒产品矩阵

价格带	收入占比	主要产品	终端零售价 (元)	产品展示
高端	31%	52° 500ml 内参70周年纪念酒	2999	
		52° 500ml 内参大师	2899	
		52° 500ml 500 内参	1499	
次高端	56%	52° 500ml 紫坛	568	
		52° 500ml 传承	528	
		52° 500ml 红坛 (20)	458	
		52° 468ml 黄坛酒鬼	279	
中低端	11%	52° 500ml 原浆湘泉	139	

资料来源: 京东商城, 德邦研究所

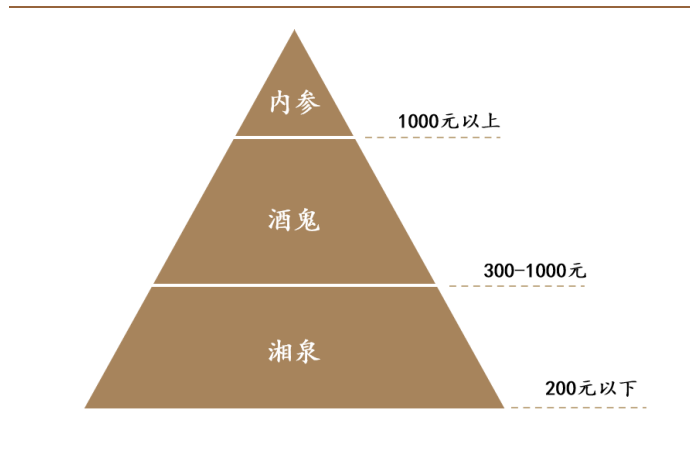
**明确三大品系, 优化 SKU, 提升品牌形象。**公司明确“内参+酒鬼+湘泉”三大品系, 大幅收缩 SKU。在 2015 年以前, 公司主要销售湘泉等低端产品, 占比超过 40%, 大量的贴牌和代理产品消耗了公司的品牌力。随着中粮的入驻, 公司对产品线进行精简, 从 2015 年 400 多个缩减到 2019 年的 85 个以内。

图 19: SKU 大幅缩减



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 20: 进一步明确“内参+酒鬼+湘泉”三大品系



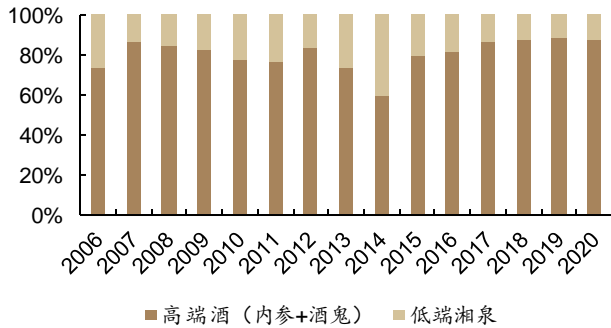
资料来源: 公司公告, 德邦研究所

**品系定位明确, 产品进一步聚焦, 结构不断优化。**在内参+酒鬼+湘泉”三大品系基础上, 酒鬼酒重点打造内参酒、红坛酒鬼、酒鬼传承版三大战略单品。2020 年高端内参与次高端酒鬼营收合计占比超过 87%, 较 2015 年提升 9pcts。其中



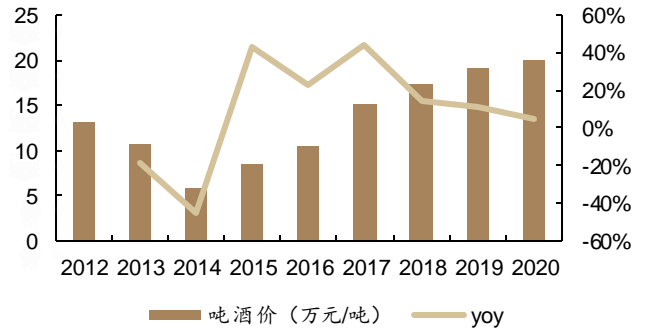
2020 年内参营业收入 5.72 亿元，同比增长 73%，占比 31%；酒鬼系列 10.14 亿元，同比增长 1%，占比 56%；湘泉系列 2.4 亿元，同比增长 38%，占比 13%。随着公司中高端产品占比不断提高，公司 2020 年吨酒价也达到 20 万元/吨，同比提高 4%。

图 21：中高端产品占比持续提升



资料来源：Wind，德邦研究所

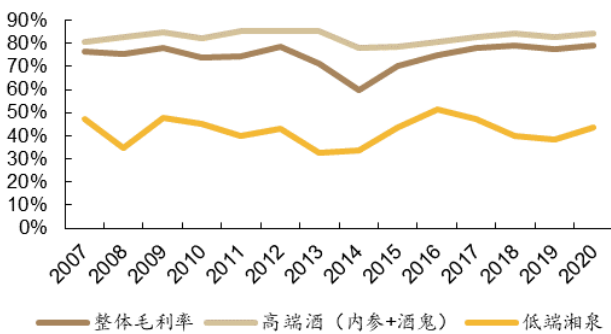
图 22：吨酒价稳步提升



资料来源：Wind，德邦研究所

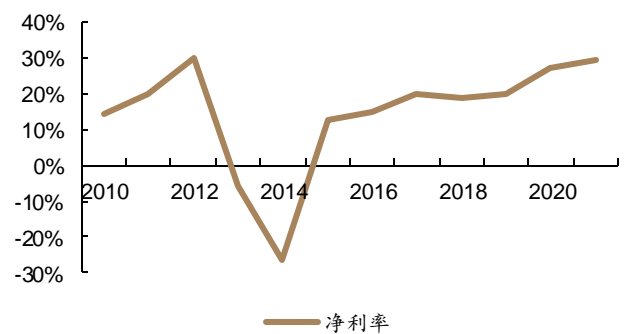
高端化+优化 SKU 效果明显，盈利能力大幅提升。公司自 2016 年至 2020 年，综合毛利率从 75% 提升至 79%。其中 2020 年高端内参毛利率达到 92%，次高端酒鬼毛利率 79%，湘泉毛利率为 43%。净利率从 15% 提升至 27%，净利润从 1.1 亿元提升至 4.9 亿元。

图 23：毛利率稳步提升



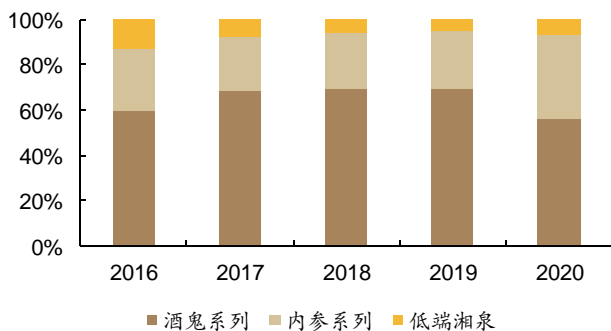
资料来源：Wind，德邦研究所

图 24：净利率稳步提升



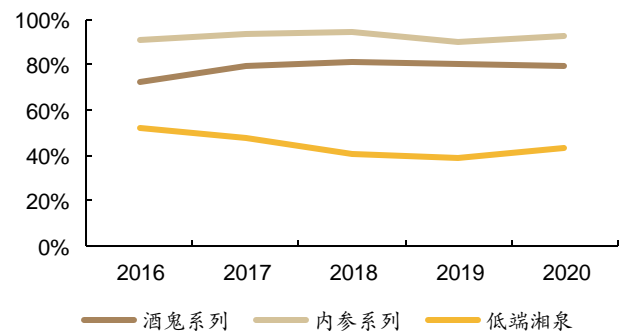
资料来源：Wind，德邦研究所

图 25：分品牌毛利占比



资料来源：Wind，德邦研究所

图 26：分品牌毛利率



资料来源：Wind，德邦研究所

### 3. 内参：馥郁香引领产品，打造中国高端文化白酒

#### 3.1. 高端白酒市场广阔，千元价位大有可为

高端白酒快速扩容，2019年市场规模约1500亿元。通过国家统计局数据，我们测算出高端白酒市场规模约为1500亿元，约占白酒市场整体规模的27%。预计高端白酒价格每年5年将维持7-8%的增速，销量也将维持大个位数增长，整体规模增速有望维持15%左右，2024年规模或达3017亿元。

表 7：白酒价格带划分及市场规模

价格带划分	价格带 (元)	2019 年市场规模 (亿元)	预测 2024 年规模 (亿元)	CAGR5(%)
高端白酒	>800	1500	3017	15%
次高端白酒	300-800	700	1742	20%
中端白酒	100-300	1500	1914	5%
低端白酒	<100	1900	1470	-5%

资料来源：Wind，德邦研究所

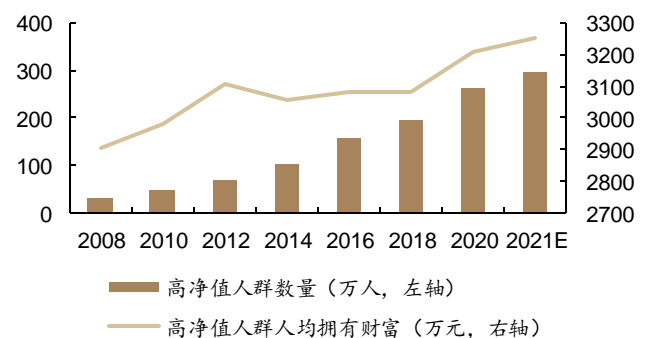
中国经济发展韧性足，高净值人群财富稳步增长。我国 GDP 增速多年位于主要经济体前列，疫情防控和经济恢复都走在世界前列，世界银行预测 2021 年我国 GDP 增速将达 7.9%，展现较强韧性。经济快速发展下，高净值人群数量呈现稳定增长态势，2016-2020 年高净值人群数量 CAGR 为 13.5%，预计 2021 年将达到 296 万人。高净值人群增长为高端白酒市场在需求端提供确定性。

图 27：2017-2020 全球主要经济体 GDP 增速

	2017	2018	2019	2020Q1	2020Q2
中国	6.8%	6.6%	6.1%	-6.8%	3.2%
印度	7.0%	6.1%	5.0%	3.1%	-23.9%
加拿大	3.2%	2.0%	1.7%	-1.3%	-12.0%
德国	2.5%	1.5%	0.6%	-1.9%	-11.3%
法国	2.3%	1.8%	1.5%	-5.0%	-18.9%
美国	2.2%	3.2%	2.3%	0.6%	-9.1%
日本	2.2%	0.8%	0.7%	-2.0%	-9.9%
英国	1.9%	1.3%	1.4%	-1.6%	-21.7%
意大利	1.7%	0.8%	0.3%	-5.4%	-17.7%
巴西	1.3%	1.3%	1.1%	-0.3%	-11.4%

资料来源：IMF，德邦研究所

图 28：我国高净值人群数量和人均拥有财富稳步增长



资料来源：招商银行，德邦研究所

注：高净值人群的定义为可投资资产超过 1 千万元人民币的人群

供给端：竞争格局相对稳固，茅五泸外其他酒企业体量均较小。由于高端酒需要以不断提价的方式拔高品牌，所以高端酒不存在价格恶性竞争情况，且高端酒对品牌要求较高，目前 800 元以上的高端酒为一超多强格局，基本上被茅台、五粮液和国窖 1573 垄断，2020 年普飞、普五和国窖 1573 对应的销量分别为 3.4 万吨、2.8 万吨和 0.9-1 万吨，其他拥有独立品牌且有一定规模的主要包括青花郎、内参等，其他更多为产品系列向上衍生的高端产品，规模体量较小。

**表 8：2020 年全国高端白酒体量**

品牌	香型	批价	规模
飞天茅台	酱香	2790 元	3.4 万吨
普通五粮液	浓香	985 元	2.8 万吨
国窖 1573	浓香	930 元	0.9-1 万吨
郎酒青花郎	酱香	950 元	0.25 万吨 (2019 年)
内参	馥郁香	850 元	564 吨

资料来源：渠道调研，德邦研究所

**茅台产能有限，其他品牌承接茅台溢出红利。**高端白酒由于工艺原因，产能提升速度相对较慢，以茅台为例，2020 年生产茅台基酒 5.02 万吨，目前规划仅 5.6 万吨，2024 年高端酒市场需求预计将达 10 万吨，茅台溢出需求或由五粮液、国窖 1573、内参酒等高端产品承接。

**内参的优势在于，其长期高端的定位在湖南人心中有深刻的烙印。**在湖南内参是有着“茅台替代品”的称号，品牌形象高于五粮液和国窖。我们认为内参在湖南的拓展空间依然极大。一方面是整个高端白酒的市场扩容速度仍然保持较高增速，高端的蛋糕在不断扩容。另一方面随着品牌势能逐渐起来，其在湖南高端酒的份额是有望持续提升。

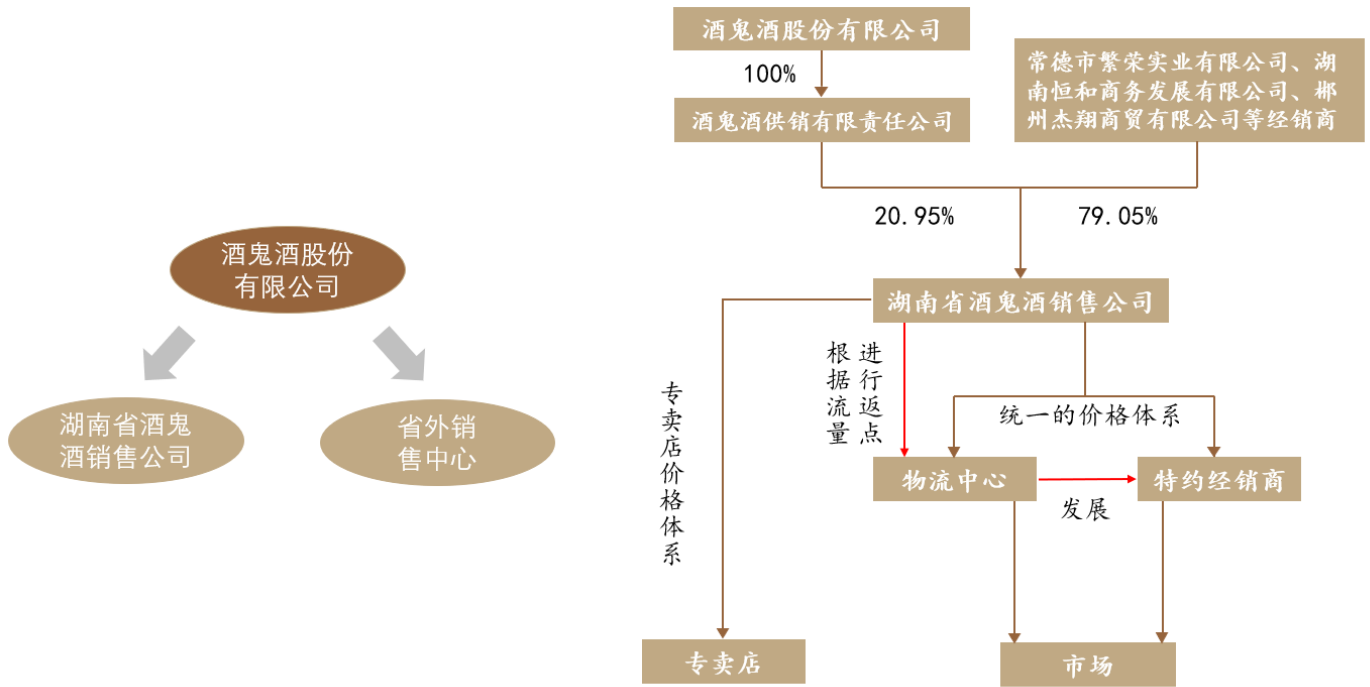
### 3.2. 改革渠道模式，激发渠道动力

**2010 年与经销商合资设立销售公司，在省内进行渠道模式创新初尝试。**2010 年公司与常德市繁荣实业有限公司、湖南恒和商务发展有限公司等经销商合资设立酒鬼酒湖南销售有限责任公司，公司出资 2000 万元，占注册资本的 20.95%。当时湖南销售公司学习的泸州老窖柒泉模式，销售公司的股东之一湖南恒和商务本身就是泸州老窖 6 年陈的运营商，对柒泉模式有较深刻的认识。

**设立之初经销商积极性高，发展势头迅猛。**新成立的湖南销售公司下设物流中心，销售公司股东通过发展特约经销商从物流中心获得返点与费用支持。在这种模式下经销商积极性高，积极进行渠道投入和品牌宣传，内参酒一度卖断货，2011 年销售收入 3 亿元，增速达 200% 以上，彼时湖南省高端白酒市场整体规模仅约 15 亿元。

**规模急速扩张中弊病显现，行业调整背景下陷入迷途。**湖南销售公司设立之初发展的特约经销商规模较小，随着特约经销商数量增多，经销商队伍水平变的参差不齐，很快引起酒鬼酒市场秩序恶化。同时物流中心与特约经销商在市场上以价格方式进行竞争，导致没有经销商愿意对渠道进行投入，再加上压货、窜货等问题出现，酒鬼酒市场迅速恶化。

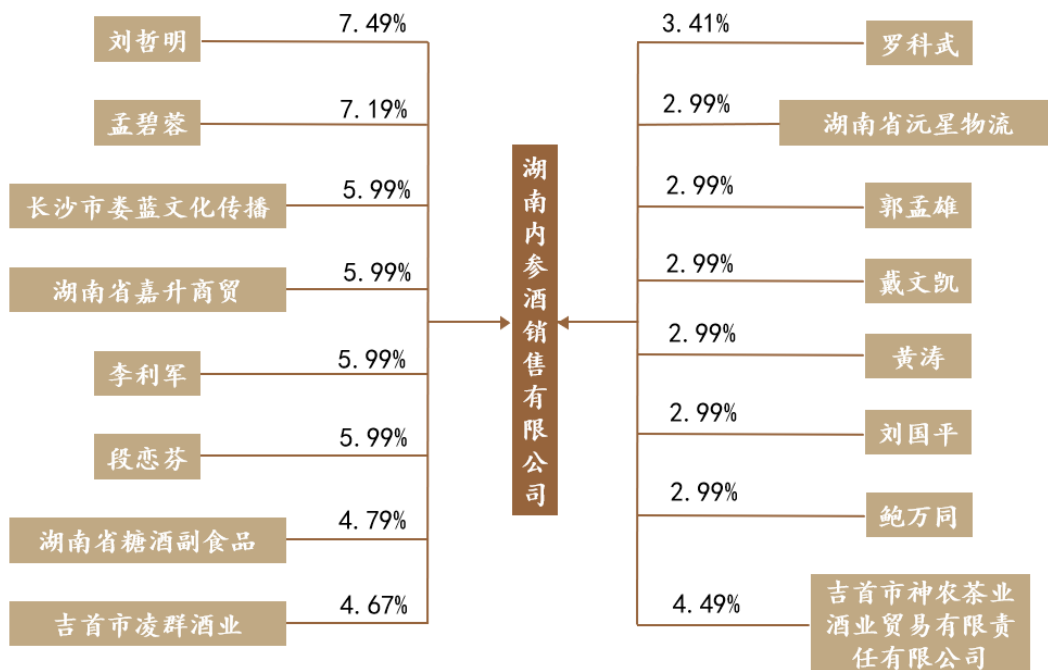
图 29：2010 年湖南销售公司成立后销售模式



资料来源：公开资料整理，德邦研究所

**2018 年底成立内参酒专营公司，优化渠道模式。**内参酒销售有限公司总共 30 多个经销商，80%是湖南本土最优质经销商，其他的包括部分省外的大商。内参公司在股权层面跟酒鬼公司没有关系，但决策层面酒鬼则扮演很重要的角色，其决策主要由酒鬼+内参主要股东商议而定。酒鬼公司给内参公司的供货价较之前有较大下降，但销售费用由内参公司自己承担，通过费用共管，风险共担的方式，实现营销力的最大化。

图 30：内参公司股权结构（部分）



资料来源：天眼查，德邦研究所

表 9：内参公司部分股东介绍

股东	经营介绍
湖南省嘉升商贸有限公司	湖南最大的世界名酒交易平台
湖南糖酒副食品有限公司	之前是湖南泸州老窖、剑南春的经销商
郑州恒利酒业有限公司	经营郑州泸州老窖窖龄酒公司
张家界远强糖酒食品有限公司	经销五粮液、茅台、剑南春等

资料来源：Wind，德邦研究所

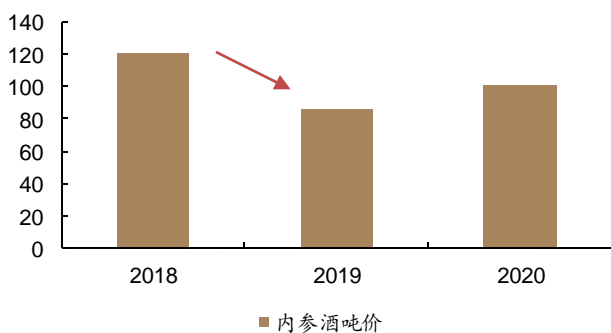
表 10：湖南省酒鬼酒销售公司与内参销售公司对比

	湖南省酒鬼酒销售公司	内参销售公司
股权结构	上市公司持股比例为 20.94%，其余为经销商持股	上市公司不持股，主要由具有高端白酒资源的大商出资组建
运营产品	全品系	以内参系列为主
运营区域	湖南省内	全国
利润来源	渠道价差、发展特约经销商，从物流中心获得返点收入、分红收益	渠道价差、分红收益、公司额外奖励

资料来源：公开资料整理，德邦研究所

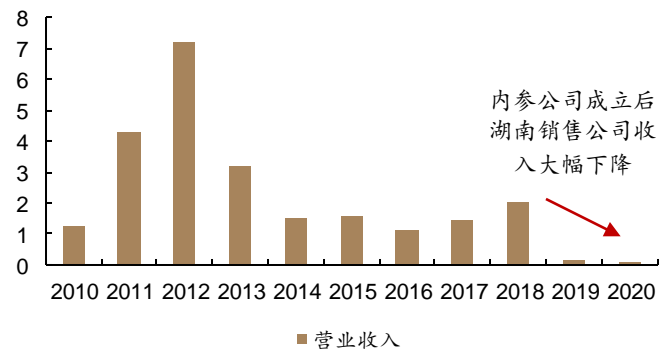
**机制理顺后内参快速实现高增。**2019 年内参销售收入约 5 亿元（销售公司口径，报表口径为 3.3 亿元），同比口径增长将近 100%。销量方面 2019 年内参公司销量 383 吨，同比增长 89.6%。2020 年在疫情影响与省内控货背景下收入仍达到 5.7 亿元，同比增长 73%，在 2019 年的高基数下继续保持高成长。渠道调研来看 2021 年一季度内参同比增长 58%，而且渠道利润方面，内参公司的渠道利润比五粮液和国窖都要高，通过绑定核心经销商的利益和机制的松绑，内参未来放量可期。

图 31：内参酒吨价（单位：万元/吨）



资料来源：公司官网，德邦研究所

图 32：酒鬼酒湖南销售有限责任公司营业收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告，德邦研究所

### 3.3. 创新品牌营销方式，紧抓意见领袖

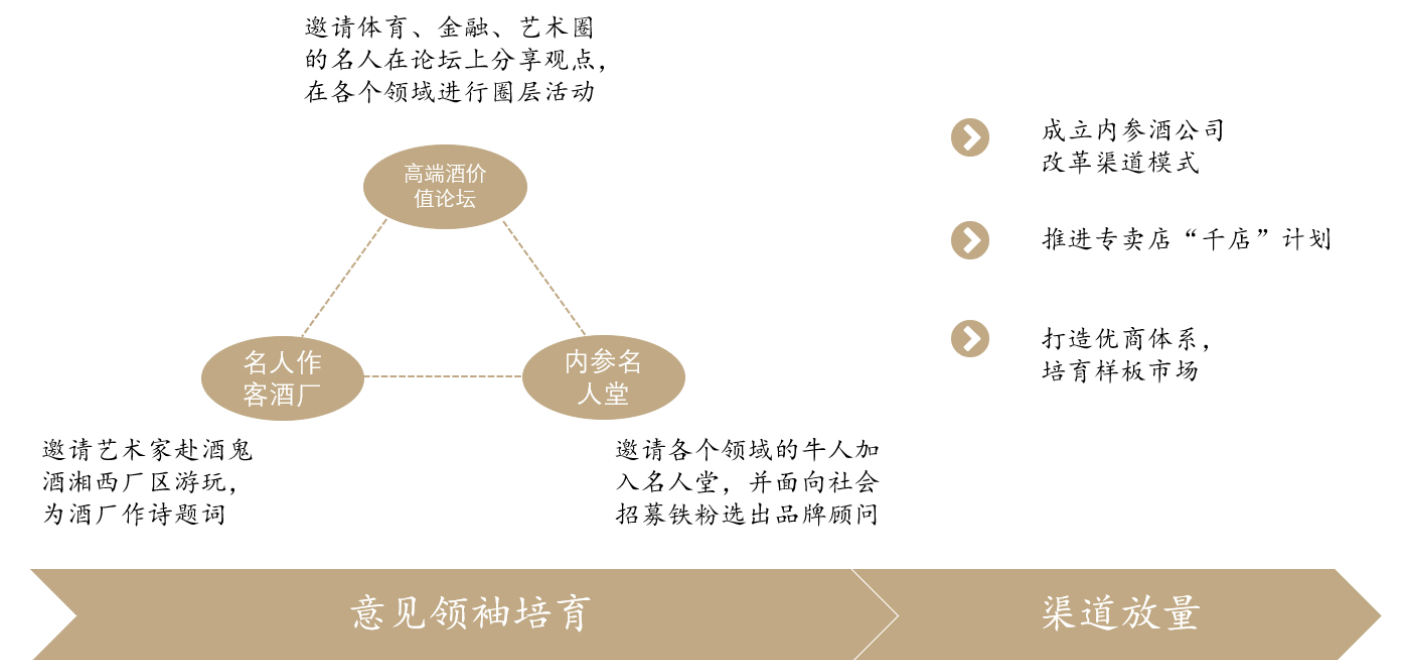
白酒终端推荐影响力随价格提高下降，培养意见领袖对高端白酒尤为重要。终端对中低端酒消费者购买决策有一定影响，而次高端、高端酒消费者自点率高，终端推荐影响力显著减弱。能否与关键意见领袖建立较牢固的关系，通过意见领袖影响周边消费人群，是高端白酒企业竞争的关键要素之一。



**邀请众多名人扩列“朋友圈”，文化营销独领风骚。**近两年在全国化的布局中，酒鬼酒通过在多个一二线城市举办“高端酒价值论坛”的方式邀请众多体育、金融、艺术圈的名人以及经销商、终端老板，让参会者了解内参酒，为内参酒造势。此外，内参名人堂还面向社会招募会员，从酒鬼酒铁粉中甄选出品牌顾问，成为“内参智库专家”。

这些举措本质上是以活动为载体，培育高端核心意见领袖，通过以点带面的方式影响消费者，在完成了意见领袖的引领后进一步通过渠道完成产品放量，而酒鬼酒正是以文化营销出名，先天的文化酒基因使其在培育意见领袖上拥有独特的竞争力。

图 33：意见领袖引领后通过渠道进行放量



资料来源：公司公告，德邦研究所

表 11：近年来公司举办多个论坛邀请各领域专家参会

活动	时间	地点	参会人员
中国高端文化白酒·内参酒价值研讨会	2021年6月3日	石家庄	国务院参事室特约研究员、国家统计局原总经济师姚景源
	2021年4月26日	厦门	国务院参事室特约研究员、国家统计局原总经济师姚景源
	2021年4月21日	南京	有“诗人外交家”之称的中国外交部前部长、中国人民外交学会名誉会长李肇星、原中国男篮主教练李楠
	2020年10月31日	深圳	联合国原副秘书长、著名外交官沙祖康
	2020年9月20日	合肥	著名军事专家尹卓、中国科学技术大学教授刘志迎、皖新供应链董事长郑赤燕
	2020年9月5日	邯郸	中国酒业协会副秘书长刘振国
	2020年8月15日	西安	海军少将、著名军事专家、中央电视台特约评论员张召忠
	2019年12月14日	邢台	北京大学文化资源研究中心主任、全国政协委员张颐武、邢台本地书画名家
	2019年10月16日	北京	中国当代著名学者、作家、哲学研究者周国平、江南大学工学博士、高级工程师、国家级白酒评委葛向阳
	2019年9月8日	广州	北京大学文化资源研究中心主任、全国政协委员张颐武
2019年8月19日	沈阳	北京大学文化资源研究中心主任、全国政协委员张颐武	
2019年6月14日	长沙	畅销小说《青瓷》作者浮石	
内参名人堂	2020年12月12日	杭州	内参名人堂首席会员朱江军、著名经济专栏作者布尔费墨、著名书画家、中国美院教授张楠
	2020年11月21日	北京	著名经济学家、中国农业银行前首席经济学家向松祚教授、国泰君安证券消费组组长誉猛

2020年9月20日 长沙

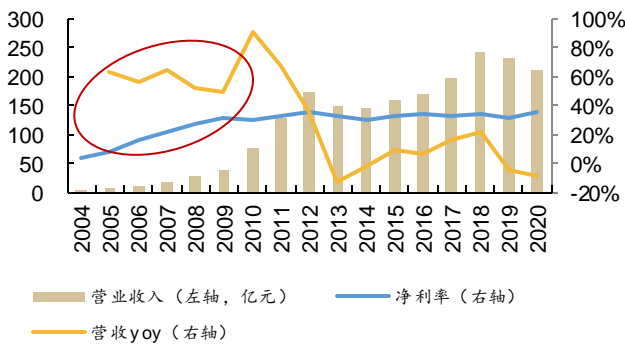
内参名人堂会员、酒鬼酒投资者、内参酒平台商、团购消费组近500人

资料来源：公司官网，官方公众号，酒说等新闻网站，德邦研究所

### 3.4. 多品类开发，营造内参消费氛围

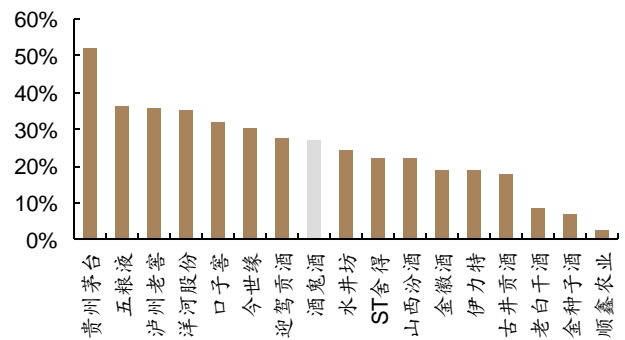
公司目前以做大规模为导向，在规模扩张过程中提高品牌影响力。参考洋河发展路径，规模效应下净利率提升明显，未来随着酒鬼在湖南省市占率的进一步提升，以及内参的全国化推进，有望加强规模效应，高端化的过程提升毛利率，规模扩大的过程费用率下降，净利率还有较大提升空间。

图 34：洋河股份在高速增长长期净利率迅速提升



资料来源：Wind，德邦研究所

图 35：酒鬼酒净利率仍有改善空间



资料来源：Wind，德邦研究所

2019年以来，公司陆续推出各种文创产品和跨界产品。除了削减低价产品与升级主营产品，公司陆续开发新颖的文化创意产品，扩大品牌文化价值：2019年开始发布生肖纪念酒，同年推出首款15年真实年份酒——内参大师版；跨界产品推出内参高尔夫酒，并与世遗IP《万里走单骑》合作推出联名限量礼盒。

图 36：2019年以来推出多款文创和跨界产品



资料来源：酒鬼酒公众号，德邦研究所

图 37：世遗地插画融入“麻袋瓶”凸显纪念价值



资料来源：京东商城，德邦研究所

围绕内参主品进行个性化布局，逐步形成“倒T”型产品结构。“倒T”结构

中的“横”代表生肖酒、纪念酒、高尔夫酒等非标产品，这些产品往往限量发售，价格也略高于标品；“竖”代表高端年份系列产品，高价位的年份产品抬高价格带上沿，起到提升品牌形象的作用。“横”与“竖”的交点是**大单品 52 度内参酒**，也是中心产品，其他产品围绕中心产品进行布局。目前，酒鬼酒内参系列已初步形成“倒 T”型产品结构，未来通过新品的推出将继续在“横”与“竖”的方向上进行拓展，在拓展过程中挖掘系列酒潜力，有望继续向“山”型演变。

**非标产品组合减轻主品压力，适合内参品牌运作。** 高端白酒容易在放量的时候牺牲价格，或是为了提价造成销量损失，非标产品扩大了消费者覆盖面，在一定程度上减轻标品量的压力。由于非标产品价格往往高于标品，对标品的价格也起到了带动作用，标品价格提升又反过来带动非标产品，形成良好的协同关系。同时，非标产品有助于盘活团购资源，加强高端资源培育，提高品牌活跃度，在当前阶段，非标产品组合的方式适合内参品牌运作，也有利于提升渠道动力。

图 38：围绕内参主品逐步形成“倒 T”型产品结构



资料来源：公司官网，德邦研究所

图 39：标品和非标品相互促进形成正循环



资料来源：德邦研究所

### 3.5. 省内省外齐发力，打造第四大高端品牌

内参酒最早在 2004 年研发出来，在三公消费之前，在湖南省内政商务宴请方面明显好于泸州老窖和五粮液，只是后面由于管理层的频繁变动导致公司政策没有延续下来。中粮入主后，提出要将内参打造成继茅五泸后的第四大高端品牌，短中期目标是 2019-2021 每年在原来的收入基础上连续翻番。

内参是目前唯一与五粮液和国窖差不多价格定位，并有一定体量，快速成长的高端品牌，这是其他区域酒或者次高端酒没有的品牌优势。内参之所以能参与到高端的竞争：

- ✓ **酒鬼本身独特的品牌属性、较高的历史定位。** 内参酒是 2004 年推出，面市之初便定位超高端，其包装再次由黄永玉大师设计，并亲笔题写“内参”两字，凸显高品质与身价。
- ✓ **酒鬼独特的馥郁香型赋予了品牌差异化的香型竞争优势。** 酒鬼酒将小曲和大曲酒工艺结合，生产出集主流三大香型浓、酱、清于一身的馥郁香型酒，口味独特。

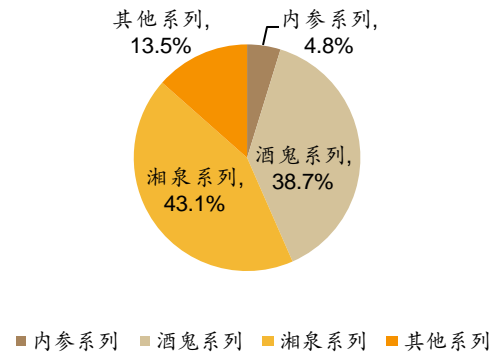
- ✓ **顶级原酒调制，在品质上提供保障。**馥郁香型工艺优酒率约 50%，其中普通优级酒用于生产酒鬼系列，特优级用于内参系列生产。内参系列由储存多年的特优级原酒调制而成：内参酒使用 8 年基酒，内参大师综合年份 15 年，并且是第一个取得官方年份认证的产品。

图 40：2006 年长沙高档酒市场部分品牌价格

品牌	零售价 (元)
内参酒	1580
60度国窖1573	约1000
61度水井坊典藏	约1000
52度水井坊井台	400+
52度国窖1573	400+
茅台	360
五粮液	380
琼坛世家	280

资料来源：公开资料整理，德邦研究所

图 41：2020 年公司产量构成



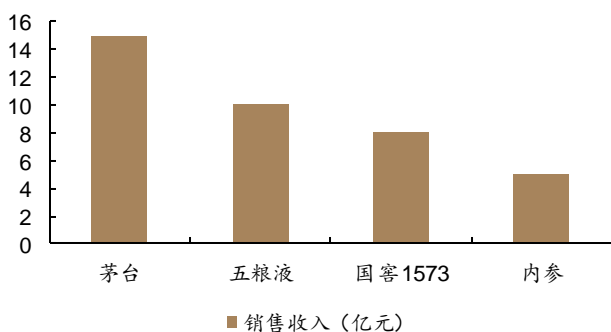
资料来源：公司公告，德邦研究所

### 分区域来看：

省内市场内参长期高端的定位在湖南人心中有深刻的烙印。在湖南内参是有着“茅台替代品”的称号，品牌形象高于五粮液和国窖。我们认为内参在湖南的拓展空间依然极大。一方面是整个高端白酒的市场扩容速度仍然保持较高增速，高端的蛋糕在不断扩容。另一方面随着品牌势能逐渐起来，其在湖南高端酒的份额是有望持续提升。

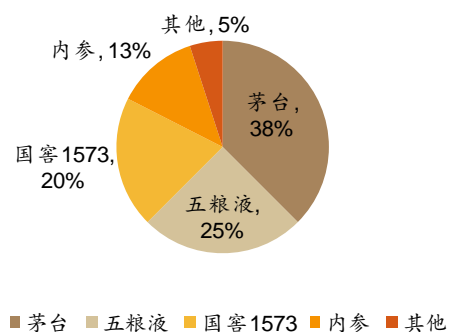
内参省内体量仍然较小，增长弹性大。2019 年内参收入 3.3 亿元，销售口径约 5 亿元，其中 72% 来自湖南 (3.6 亿元)，28% 来自省外 (1.4 亿元)，其中湖南省内预计 70%-80% 来自长株潭地区，湖南其他市场未来可开拓的空间仍大。假设 2021 年内参收入达到 11 亿元，预计湖南省内也仅约 6 亿元规模，其体量仍是较小的。目前湖南本地高端酒容量约 40 亿元，尚在持续扩容中，公司目标将内参打造为湖南第一大高端品牌，我们认为超过茅台暂时还有难度，但是凭借内参长期的高端定位以及政府振兴湘酒的战略规划，未来超过老窖，追平五粮液是值得期待的，对应当前有翻倍空间。

图 42：2019 年高端品牌湖南省销售规模



资料来源：渠道调研，德邦研究所

图 43：2019 年湖南高端酒市占率

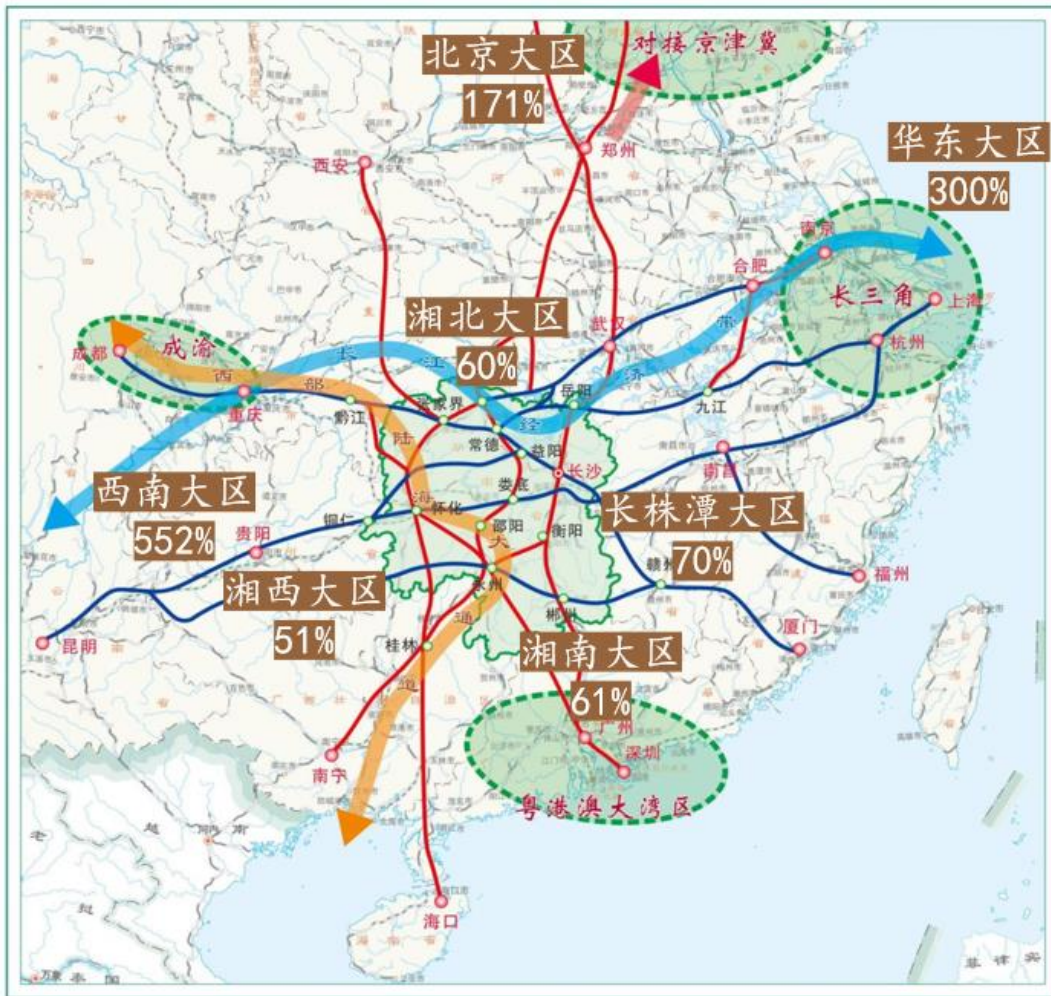


资料来源：渠道调研，德邦研究所



湖南省在区域经济格局中地位逐步提高，政商交流日趋频繁。湖南省在“一带一路”、长江经济带、粤港澳大湾区、长三角一体化等国家战略中具有重要地位。根据湖南省十四五规划，将在基础设施、商贸物流、科技信息等领域加大投资，在新发展格局中势必会与周边省份进行战略协同，人员流动与交往加强将给湖南省白酒带来更多消费场景。

图 44：湖南省对接外部重要经济区示意图与 2021 年内参酒规划增速

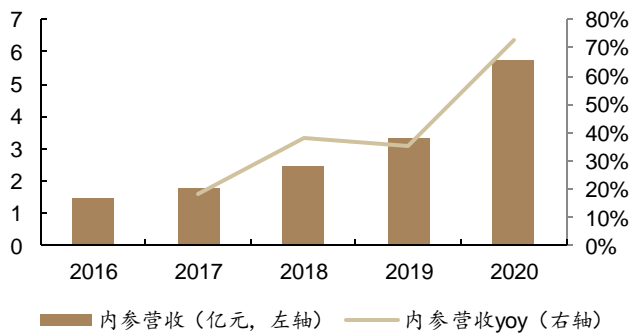


资料来源：2020 年酒鬼酒经销商大会，德邦研究所

省外市场重点突破，根据区域市场灵活应对，复制湖南经验。内参在省外目前做的比较好的市场主要包括广东以及京津冀市场，体量仍很小，通过灵活的经销模式解决了招商的难题，正在通过持续的文化名酒输出推动动销，省外通过甄选个别消费潜力较大、对酒鬼内参有一定品牌接受度的市场进行逐渐培养，以点带面，长期空间巨大。

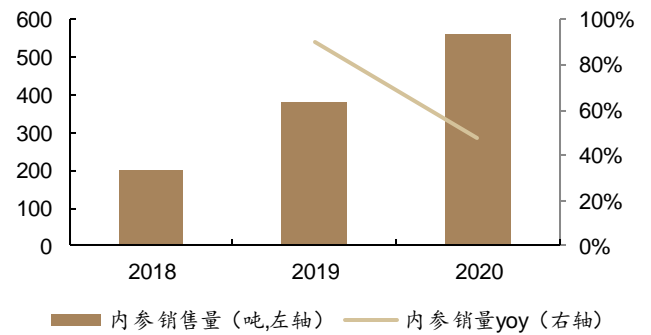


图 45: 内参销售公司成立后营收高速增长



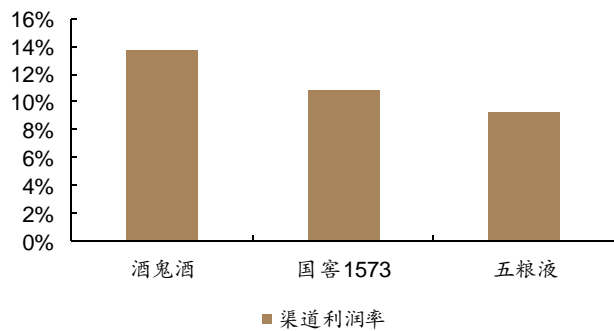
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 46: 2018-2020 年内参销售量



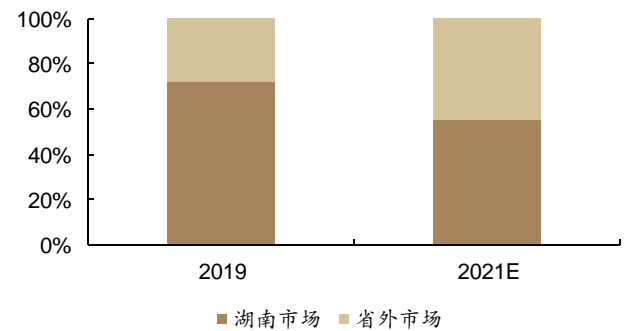
资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 47: 酒鬼酒、五粮液、国窖 1573 渠道利润率



资料来源: 渠道调研, 德邦研究所

图 48: 内参酒市场结构



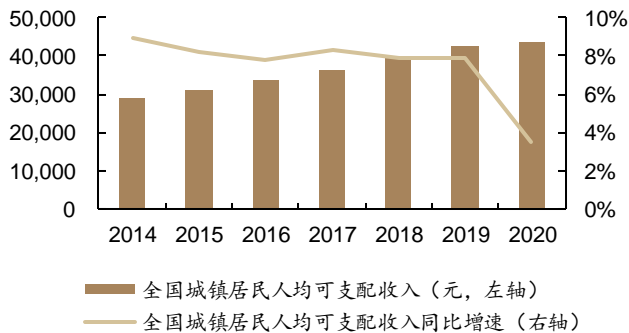
资料来源: 公司年报, 德邦研究所

## 4. 酒鬼：量价齐升，升级换代走向全国

### 4.1. 次高端价格带扩容，进入新一轮增长周期

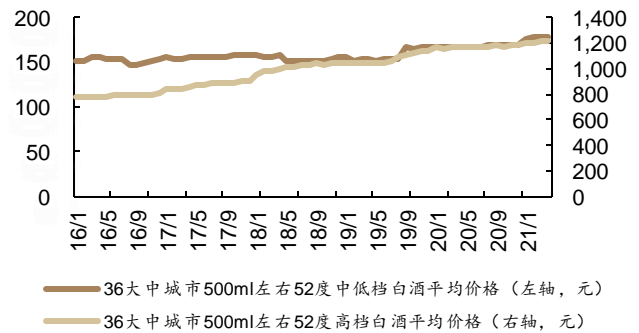
消费升级大背景下，白酒主流消费价格带不断提升。近年来，全国城镇居民人均可支配收入不断提升，居民财富不断积累，消费意愿提高，消费观念逐渐改变，“少喝酒，喝好酒”的观念深入人心，白酒消费的平均价格提升明显，具有一定品牌力的酒企充分享受消费升级红利。

图 49：2014-2020 年全国城镇居民人均可支配收入与增速



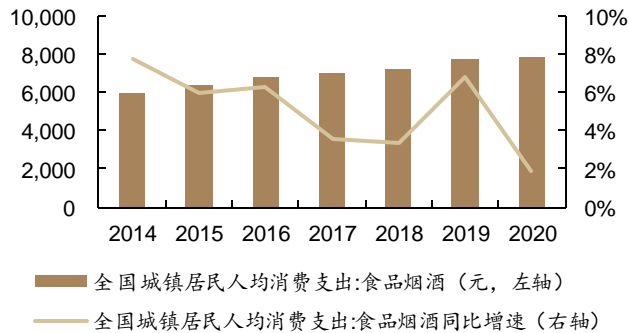
资料来源：Wind，德邦研究所

图 50：全国 36 大中城市中低档、高档白酒平均价格



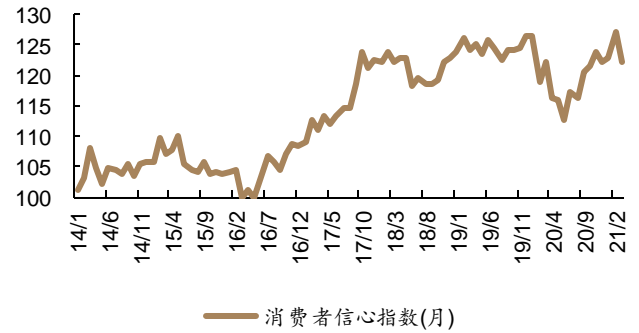
资料来源：Wind，德邦研究所

图 51：2014-2020 年全国城镇居民人均消费支出：食品烟酒



资料来源：Wind，德邦研究所

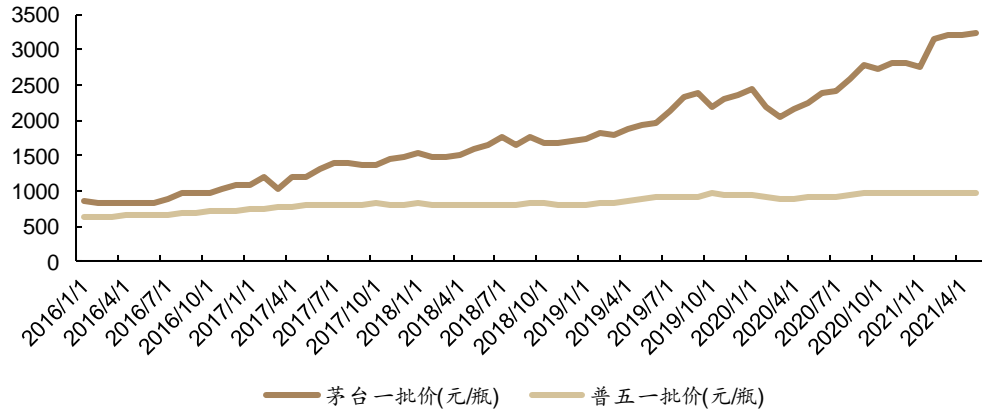
图 52：2014-2021 年消费者信心指数



资料来源：Wind，德邦研究所

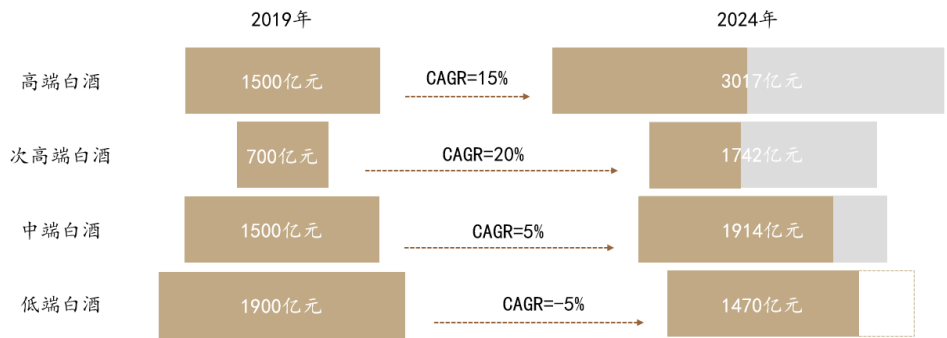
高端酒价格上行为次高端价格打开空间，次高端或成增速最高赛道。飞天茅台供求维持紧平衡，批价持续上行站上 2000+ 价格带，带动五粮液与国窖 1573 上行，高端白酒千元价格带成形，次高端白酒长线空间打开，我们预计次高端主流价格带将从 300 元跟随剑南春的步伐上移至 400 元，600 元价位段将成为新兴的主流价格带之一。从行业规模来看，2019 年次高端收入规模约 700 亿元，体量小增速高，2015-2019 年 CAGR 达 37.8%。老牌浓香酒企加码次高端，新兴酱酒定位多在次高端价格带，预计未来 5 年仍能保持年复合 20% 以上的增速，是白酒增速最高的价格带，2024 年市场规模或达到 1742 亿元，约有 1000 亿元以上扩容空间。

图 53: 2016-2021 茅台、五粮液一批价



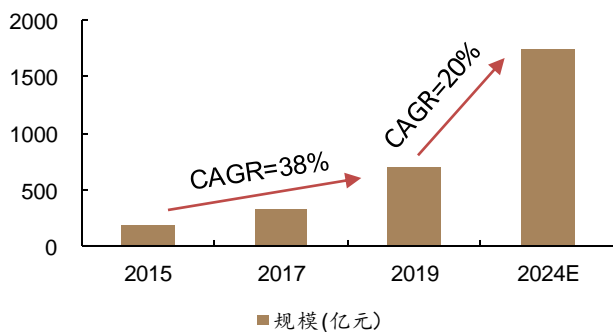
资料来源: 渠道调研, 德邦研究所

图 54: 白酒各价格带规模演化图



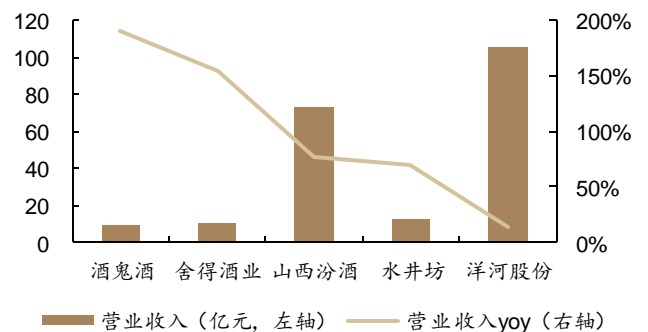
资料来源: Wind, 酒说, 德邦研究所

图 55: 次高端市场规模



资料来源: Wind, 渠道调研, 德邦研究所

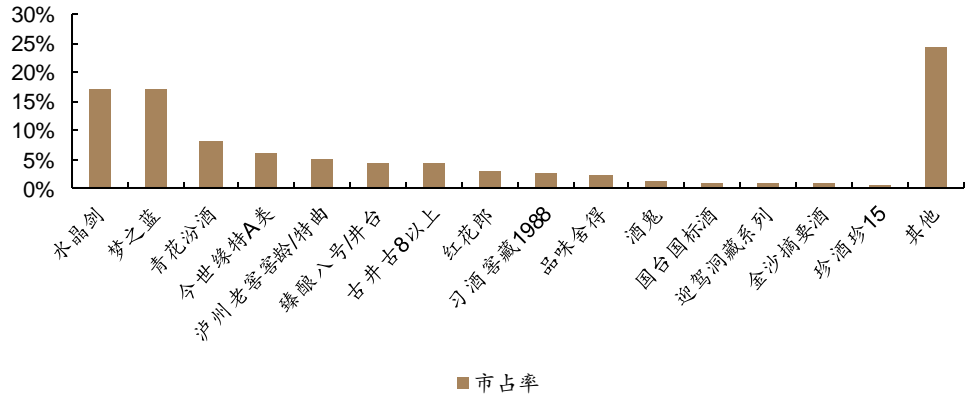
图 56: 次高端酒企 2021 年一季度营收同比高增长



资料来源: Wind, 德邦研究所

**次高端参与品牌众多, 竞争格局尚未固化。**次高端参与品牌主要有全国名酒以及各地地产酒, 目前 CR5 约 54%, 与高端酒 90% 以上的集中度相比, 目前远未到竞争格局固化阶段。许多消费者消费次数仍然较少, 尚处于品牌尝试阶段, 各大品牌均有机会, 能在次高端快速扩容期攫取较大增量蛋糕的酒企或将胜出。

图 57：2019 年主要次高端品牌市占率



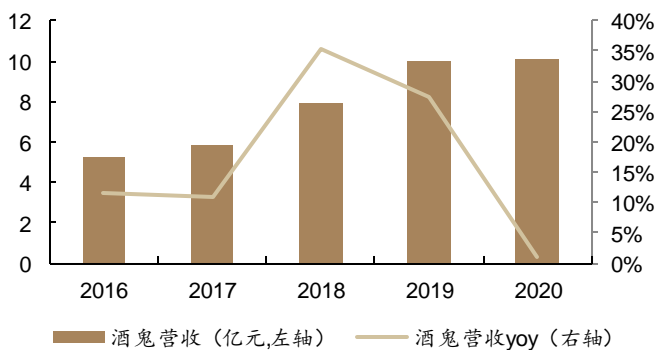
资料来源：Wind，渠道调研，德邦研究所

#### 4.2. 酒鬼酒：产品持续聚焦，渠道深耕细作

酒鬼系列过去没有做起来的原因：酒鬼股东频繁变动导致错失白酒发展黄金期；业绩压力下大量贴牌，SKU 非常多，影响了品牌形象；渠道管理粗放，价格体系混乱，极易发生窜货行为。

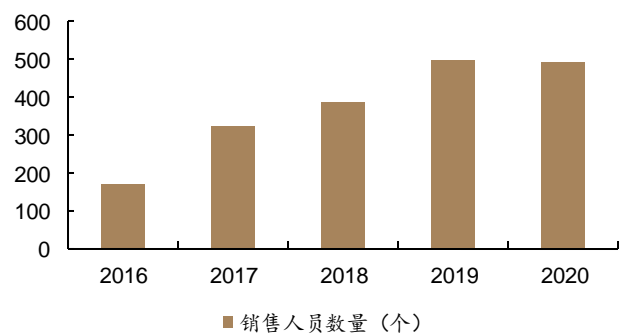
中粮入主后看到的变化是：大量收缩 SKU，重点聚焦战略在红坛（400 元），并形成紫坛、红坛、传承的产品梯队。同时管理层变迁：内参总经理王哲回到酒鬼公司，统管“内参+酒鬼”系列。多轮改革下渠道管理从过去粗放向精细转变，销售人员持续增加，酒鬼系列收入在稳健增长。

图 58：中粮入主后酒鬼系列收入稳健增长



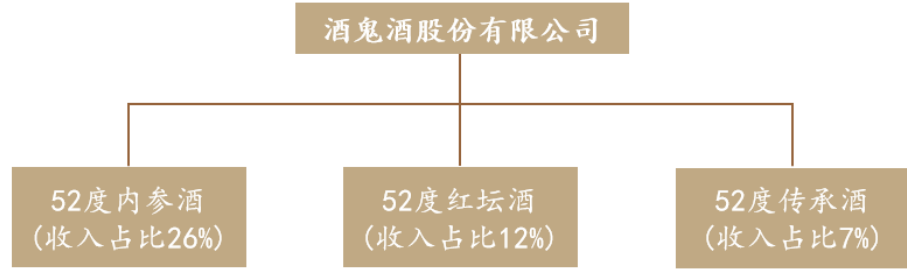
资料来源：Wind，德邦研究所

图 59：销售人员持续增加



资料来源：Wind，德邦研究所

图 60：公司优化产品结构，大单品具备雏形



资料来源：公司年报，德邦研究所

**2020 年次高端受疫情影响大，公司主动对酒鬼系列进行调整。**2020 年突发疫情，次高端酒面临消费场景缺失，动销困难问题，公司顺势对酒鬼酒系列进行调整，对客户和产品进行优化升级：

- ✓ 产品方面继续聚焦传承、红坛大单品，通过升级迭代、控货提价方式理顺价格体系，用产品区隔的方式防止窜货，紫坛和红坛 18 主要针对省内市场，红坛 20、传承针对省外市场。
- ✓ 品牌上加大推广力度，举办多场馥郁荟活动，推进名酒进名企活动，协助经销商进行市场开拓。
- ✓ 渠道方面发布优商计划，招优商招大商进行战略合作，成立专门的团队，运作方式更加注重品牌建设，同时清理了一些省内经销商；推进专卖店“千店”计划，核心终端进行提质、提量建设。

经过一年多的梳理，酒鬼系列调整已基本到位：老红坛库存消化后新红坛批价持续提升，逐步在 350 元左右开始动销；新产品利润明显提升，经销商打款积极，2021 年一季度酒鬼系列销售约 5.4 亿元，同比增长约 300%，较 2019 年增长约 135%。库存问题逐步解决，渠道推动力强，酒鬼知名度提升新招商顺利，2021 年酒鬼系列或加速成长。

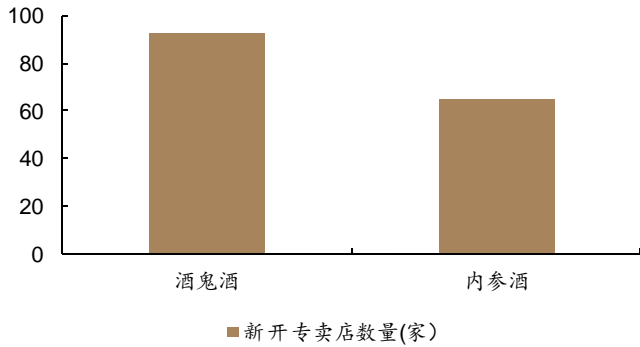
表 12：酒鬼酒近期部分提价与控货信息

时间	主题	详情
2020/5/26	提价	52 度 500ml 红坛酒鬼酒（高度柔和）战略价上调 30 元/瓶
2020/6/25	提价	52 度 500ml 紫坛（柔和）战略价上调 40 元/瓶
2020/9/1	提价	52 度 500ml 黄坛酒鬼酒（2018 版）战略价上调 30 元/瓶
2021/1/15	提价	42 度 500ml 酒鬼酒战略价上调 20 元/瓶
2021/1/28	提价	52 度 500ml 酒鬼酒（专卖店销售）战略价上调 20 元/瓶
2021/4/16	停货	52 度 500ML 酒鬼酒（透明装）、42 度 500ML 酒鬼酒（透明装）停止供货
2021/5/7	提价	新升级产品 52 度 500ml 酒鬼酒（透明装）（鉴赏）、42 度 500ml 酒鬼酒（透明装）（鉴赏）2021 年 5 月开始市场供货，战略价分别上调 10 元/瓶，零售指导价分别上调 20 元/瓶
2021/5/18	停货	50 度 500mL 酒鬼酒将于 2021 年 5 月 20 日起停止供货，已生产的库存产品自然消化至完毕。提质升级后的 50 度 500mL 酒鬼酒供货时间以公司通知为准
2021/7/15	提价	自 2021 年 7 月 15 日起，52 度 500ml 酒鬼酒（传承）、39 度 500ml 酒鬼酒（传承）、42 度酒鬼酒（传承）（1987）战略价分别上调 10 元/瓶，零售指导价分别上调 20 元/瓶。

资料来源：微酒，酒说，云酒头条，德邦研究所

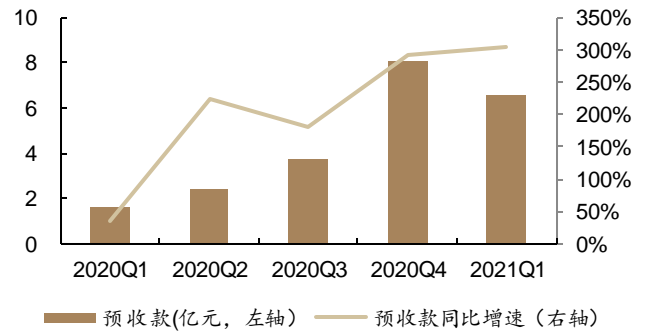


图 61: 2020 年新开酒鬼酒专卖店 93 家, 达到了 176 家



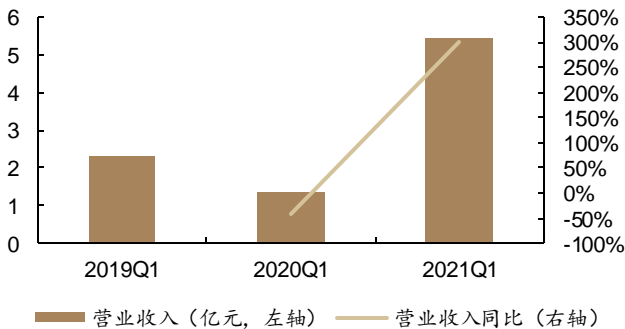
资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 62: 2021Q1 预收款同比增长明显



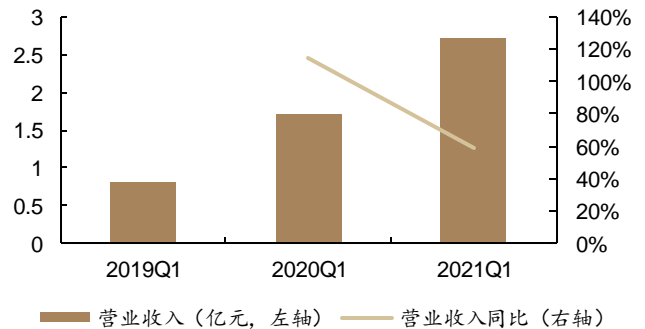
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 63: 2019-2021 年第一季度酒鬼酒营业收入



资料来源: 渠道调研, 德邦研究所

图 64: 2019-2021 年第一季度内参酒营业收入



资料来源: 渠道调研, 德邦研究所

### 4.3. 湘酒龙头, 省内份额提升空间大

湖南 2019 年白酒市场规模(出厂口径)整体预计约 240 亿元, 2020 年受疫情影响或有下滑。高端酒预计 40 亿元(800 元以上), 次高端(300-800 元)预计 35 亿元, 大众及低端约 165 亿元。

- ✓ **高端白酒主要品牌分别为:** 茅台约 15 亿元, 五粮液约 12 亿元, 国窖约 8 亿元, 内参约 3.6 亿元(销售口径), 省内湘窖虽然针对千元价位推出要情品牌, 但销售远不如内参, 内参酒是唯一切入到高端价格带竞争的区域品牌。
- ✓ **次高端容量大但竞争更为分散:** 湖南省次高端容量约 35 亿元, 目前主要的竞争品牌包括: 剑南春约 7 亿元、水井坊 5-6 亿元、洋河 3 亿元、武陵酒 3 亿元, 舍得酒 1.5-2 亿元。酒鬼酒次高端系列整体体量约 10 亿元, 其中预计湖南在 5 亿元左右。
- ✓ **大众及低端:** 主要包括本地品牌湘窖 20 亿元以上(开口笑等)、酒鬼湘泉 2 亿元, 以及其他众多的大众及低端酒(洋河海之蓝、枝江、稻花香、浏阳河、牛栏山等)。

表 13: 湖南地区白酒竞争格局

品牌定位	品牌	主要产品	价格带	收入规模
高端	贵州茅台	普飞	2000元以上	高端容量约40亿元：其中茅台约15亿元，五粮液约12亿元，国窖1573约8亿元，酒鬼内参销售口径约3.6亿元左右。
	五粮液	普五	1000元以上	
	泸州老窖	国窖1573	1000元	
	酒鬼酒	内参	900-1000元	
次高端	剑南春	水晶剑	400元	次高端容量约35亿元：剑南春约7亿元、水井坊5-6亿元、酒鬼酒约5亿元、洋河3亿元、武陵酒3亿元、舍得约1.5-2亿元。
	水井坊	臻酿8号+井台	300-500元	
	洋河股份	梦3、梦6	300-500元	
	郎酒股份	红花郎	400-600元	
	舍得酒业	舍得	400-500元	
	湘窖酒业	湘窖	300-600元	
	武陵酒业	武陵酱酒	300-600元	
	酒鬼系列	红坛+紫坛	300-600元	
中低端	湘窖酒业	开口笑9年、10年	100-300元	中低端容量约165亿元。
	酒鬼酒	湘泉	50-200元	
	泸州老窖	泸州老窖特曲、头曲	50-300元	

资料来源：渠道调研，德邦研究所

**预计湖南省内2024年白酒规模达340亿元左右，复合增速达7.21%。** 本文从两个维度对2024年白酒市场规模进行测算：

- ✓ 量价维度来看，湖南省2014到2019年常住人口复合增长率约0.53%，预计白酒消费量增长空间不大。根据湖南省十四五规划，2020到2025年GDP年均复合增速预计大于6%，考虑到城镇化率的提升（规划2025年从2020年的58.5%提升到63%），预计吨价增速约7~8%。综合来看，预计5年复合增速约7~8%，2024年规模达到337~353亿元。
- ✓ 从各价格带扩容情况来看，2019年湖南省高端、次高端、中低端规模分别为40、35、165亿元，湖南省中低档酒占比大，消费升级潜力较高，预计到2024年高端、次高端分别扩容至90、85亿元，中低档酒规模保持不变，白酒整体规模达到340亿元。

**湖南省外来酒企占比高，地产酒份额相对较低。** 湖南白酒市场外来酒占比达7成以上，本土酒企所占的比重不到3成，大部分市场空间被外来酒品牌抢占。全省酒类生产企业销售额上10亿元的只有酒鬼和湘窖酒业两家，其他重点酒企均徘徊在1-3亿元左右，多数企业只有几千万。我们对比其他区域白酒龙头企业，比如安徽的古井、口子窖，江苏的洋河和今世缘，山西的汾酒，可以发现全国性的知名区域品牌洋河和古井收入都在100亿元左右、而地区次高端品牌今世缘和口子窖的收入也基本在40亿元左右。而作为“湘酒第一品牌”的酒鬼酒省内收入只有约10亿元，与其身份地位严重不匹配。我们认为酒鬼在湖南基地市场的提升潜力极大。

表 14：2020 年区域龙头酒企省内收入情况

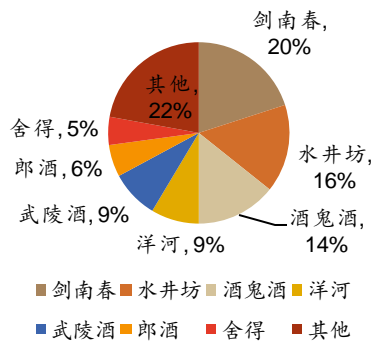
品牌	所属省份	公司收入	省内人口数量
古井贡酒	安徽	90.16 亿（华中地区）	0.64 亿
口子窖	安徽	31.74 亿（省内）	0.64 亿
洋河股份	江苏	95.60 亿（省内）	0.81 亿
今世缘	江苏	47.68 亿（省内）	0.81 亿
山西汾酒	山西	59.96 亿（省内）	0.37 亿
<b>酒鬼酒</b>	<b>湖南</b>	<b>8.77 亿（华中地区）</b>	<b>0.69 亿</b>

资料来源：Wind，德邦研究所

注：人口数量和酒鬼酒收入为2019年数据

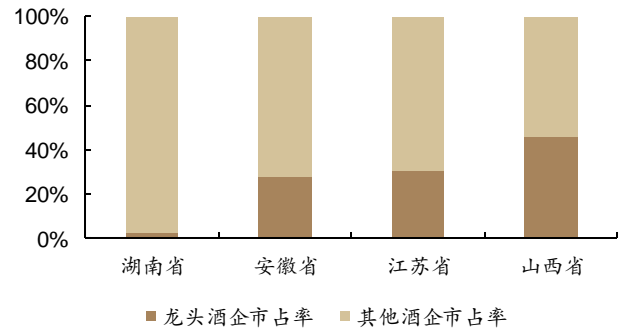
省内市场集中度仍然较低，酒鬼酒成长潜力较大。酒鬼酒 2019 年以湖南为主的华中地区的销售收入为 8.77 亿元，市场占有率不到 3%。集中度相对较低的基地市场为酒鬼酒在次高端领域发力提供了广阔的市场空间。参照其他地区龙头酒企洋河和汾酒在江苏和山西的市占率约为 30%和 46%，酒鬼酒市场占有率水平仍然有极大的提升空间，按 10%市占率计算，酒鬼酒省内销售规模达约 34 亿元，有较大提升空间。

图 65：湖南省次高端竞争格局



资料来源：渠道调研，德邦研究所

图 66：酒鬼酒省内市占率远低于其他省龙头酒企



资料来源：Wind，酒说，德邦研究所

卡位 400 元价位带，次高端主力产品把握主动权。2020 年酒鬼系列营业收入 15.9 亿元，占比达 55.5%，未来几年仍将是公司的核心产品。目前酒鬼系列主打单品红坛定位在 400 元左右，卡位湖南市场规模最大的次高端价格带。湖南该价格带竞争十分分散，但我们认为酒鬼的优势在于：

- ✓ 相比于本区域品牌，酒鬼品牌定位长期较为高端，品牌地位突出。在品牌力上是湖南本地酒的标杆。
- ✓ 相比于全国名酒，酒鬼系列在省内已形成规模效应，在费用投入、渠道把控上更占主动权。
- ✓ 政府支持：湘酒振兴计划。湖南省酒业协会会长 2018 年提出争取到 2025 年将湘酒打造成年销售额突破 500 亿元的产业，占全省社会消费品零售总额的 3%以上。
- ✓ 中粮的平台优势，中粮作为国内最知名的央企，其在全国品牌力宣传上（酒鬼多次上国宴）、以及地方资源的争取上都有更强的优势。

充分发挥区域龙头优势，不断向县级市场下沉带动销量提升。2019 年开始，公司率先从省会城市长沙入手进行渠道深耕，构建厂商利益共同体，以向部分经销商销售个性化产品的方式有效激发经销商积极性，同时在 C 端组建专职营销团队加强服务，实现终端精细化建设。2020 年省内基本实现扁平化，县级市场覆盖率由 2020 年初的 48.3%提高到了年末的 73.6%，未来将继续对空白地区进行填补，并细化对已有网点的管理。

#### 4.4. 馥郁香认可度提升，省外扩张有望提速

馥郁香顺应消费者口味多元化需求，省外消费基础逐渐形成。酱酒热背后是

消费者口味多元化的体现，馥郁香型亦能满足消费者口味的多元化需求。馥郁香型酒和酱香型酒口味接近，通过差异化的文化酒营销传播，借势酱香热，经过近几年内参对高端人群的培育，省外馥郁香型白酒的消费基础正在逐渐形成。

**馥郁香国标发布进一步扩大酒鬼品牌影响力。**经过多年的研究探讨和筹备工作，2021年3月9日，国家市场监督管理总局（国家标准化委员会）正式发布“馥郁香型白酒”国家标准。酒鬼酒是馥郁香型的引领者，直接受益于馥郁香国标的发布，馥郁香型国标的发布为酒鬼酒进军省外市场又添一利器。

图 67：馥郁香国家标准



资料来源：公开资料整理，德邦研究所

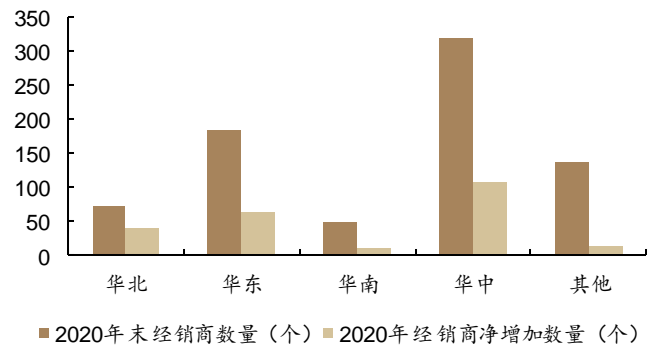
**借助“馥郁荟”提升省外知名度，进一步打造品牌核心价值。**2020年以来，酒鬼酒在多地成立了“馥郁荟”。“馥郁荟”是由酒鬼酒粉丝汇集组成，以酒鬼酒首创的馥郁香型白酒为基础，以酒鬼酒独特文化为魅力，持续有组织地向外扩散酒鬼酒文化。与内参价值研讨会和名人堂相比，“馥郁荟”偏向落地层面，是服务核心终端、优质经销商以及忠实消费者的平台。接下来“馥郁荟”将在全国遍地开花，成为酒鬼酒圈层营销的重要阵地。

图 68：各地“馥郁荟”陆续成立

省份	城市
山东	青岛、临沂、济宁、菏泽、聊城、德州、济南、淄博
浙江	杭州、温州
江苏	南京、盐城
河北	张家口、石家庄、唐山
河南	郑州、南阳、驻马店
甘肃	敦煌、定西
广东	广州、潮州
广西	南宁
安徽	阜阳
湖南	娄底、吉首、长沙
	天津

资料来源：公司官网，德邦研究所

图 69：2020 年公司经销商数量迅速增加



资料来源：公司公告，德邦研究所

**创新发展模式，省外市场根据实际发展情况一地一策进行布局：**

- ✓ 在山东、河南等酒鬼酒发展较好的区域，公司采取精耕细作的模式，并精选样板市场，向周边市场辐射，实现销售连片化。
- ✓ 在华东等基础薄弱的地区采取平台商模式，与优质经销商共同开发，借助经销商的力量快速进行市场布局。

截至 2020 年，公司在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%，2021 年地级市计划全覆盖。当前省外空白市场仍很多，基数较小，随着品牌消费氛围提升，通过差异化竞争优势，与当地优质大商合作，业绩弹性很大。

图 70：酒鬼酒市场划分

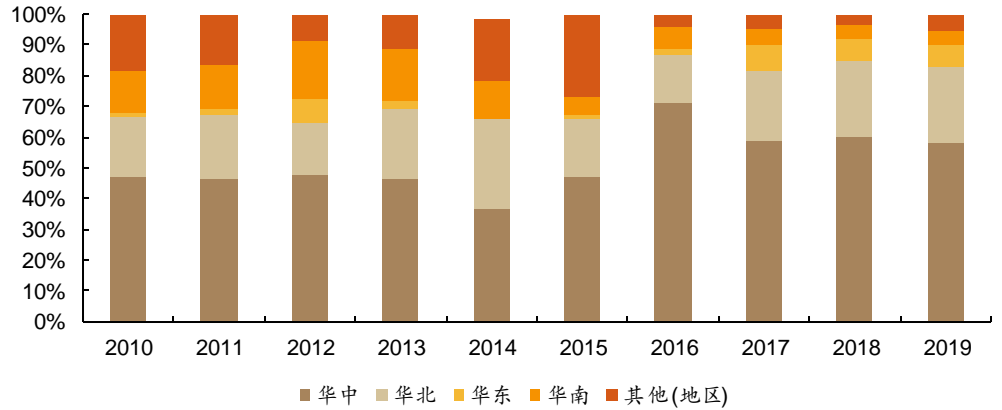


资料来源：公司公告，德邦研究所

**省外市场表现良好，销售占比提升明显。**从酒鬼酒区域结构来看，中华和华中占收入的主要部分，其中华中地区的收入以酒鬼酒的基地市场湖南为主，19 年华中地区收入占比 58%。而省外非华中地区占比呈现明显上升趋势，从 2016 年的 29% 提升到 2019 年的 42%。



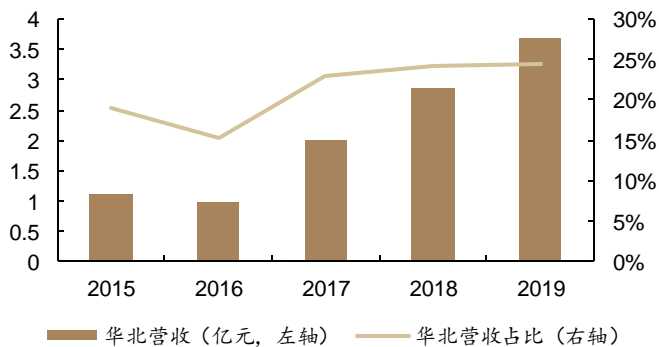
图 71：酒鬼区域收入结构



资料来源：Wind，德邦研究所

当前公司在省外发展的比较好的是华北市场，华北市场营收从 2015 的 1.13 亿元提升到 2019 年 3.69 亿元，复合增长达到 35%，地区收入占比从 19%提升到 25%。显示了良好的增长态势。华北地区主要以京津冀地区为主，凭借中粮强大的品牌力和渠道(酒鬼酒多次上国宴和重要场合的宴席)，未来在该地区大有可为。

图 72：华北增长态势好



资料来源：Wind，德邦研究所

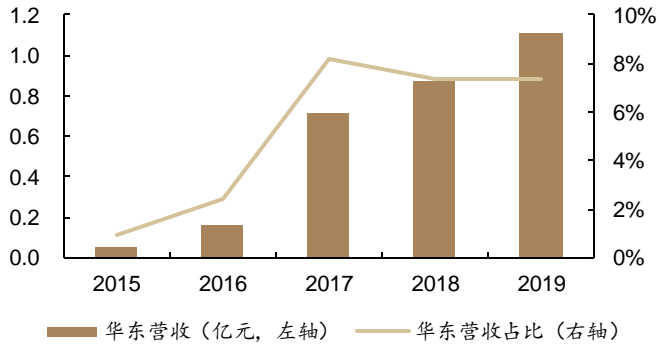
图 73：酒鬼酒亮相“国宴”



资料来源：公司官网，德邦研究所

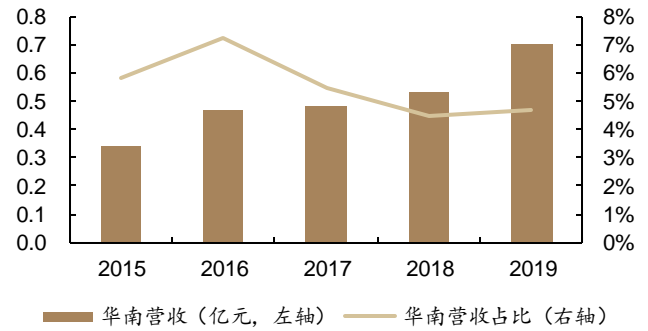
其他重点市场主要是华东市场和以广东为主的华南市场。2019 年华东、华南市场分别为 1.11 亿元和 0.7 亿元，同比增长 27%和 33%，目前这两个地区体量仍很小。未来在这些地区可以通过当地意见领袖的培育，来逐渐建立品牌势能，从而逐渐占领消费者心智。

图 74: 华东地区收入情况



资料来源: Wind, 德邦研究所

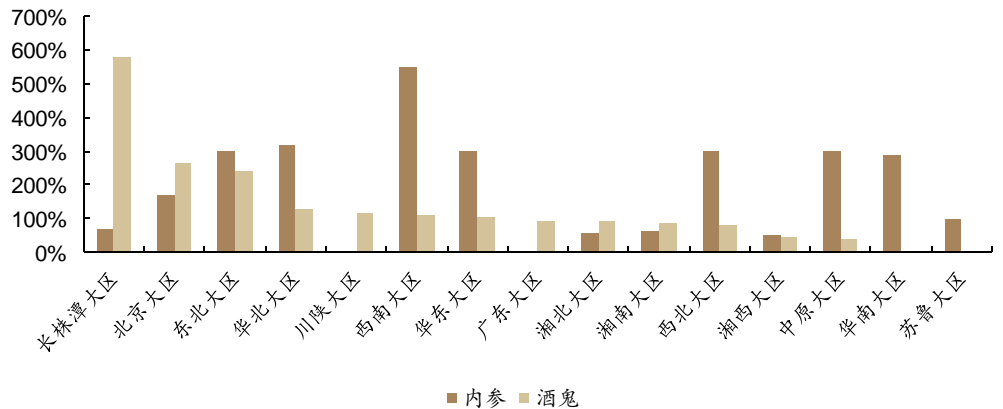
图 75: 华南地区收入情况



资料来源: Wind, 德邦研究所

省外市场规划乐观，2021年积极向好。根据酒鬼酒2021年大区规划增速数据，省外大区在收入规划上乐观积极，多个省外大区对酒鬼和内参的收入增速规划均达到了翻番以上。酒鬼酒省外市场在价格和销量上均有较大空间，我们看好公司顺利完成既定目标。

图 76: 2021年部分大区内参和酒鬼规划增速



资料来源: 2020年酒鬼酒经销商大会, 德邦研究所

## 5. 盈利预测与投资建议

### 5.1. 盈利预测

高端内参预计未来仍将维持高增长，假设内参 21-23 年的收入增速分别为 89%/43%/31%；次高端酒鬼系列 20 年因疫情受损，疫情影响淡化及多轮改革完成后将恢复高增长趋势，假设 21-23 年增速分别为 68%/33%/25%；湘泉系列 21-23 年的增速分别为 16%/12%/9%。

随着内参系列涨价以及文创酒等非标酒占比提升，假设 21-23 年高端内参毛利率分别为 93.9%/94.9%/95.5%。酒鬼系列低价酒逐步取消，老品通过产品迭代方式提高毛利率，预计酒鬼系列毛利率为 81.4%/82.6%/83.4%，中档产品毛利率预计为 45.9%/46.9%/47.7%。

随着市占率的提升，规模效应起来后销售费用率和管理费用率将呈下降趋势，假设 21-23 年销售费用率分别为 23.0%/22.5%/22.2%，管理费用率分别为 7.9%/7.7%/7.8%。

预计 21-23 年公司营业收入分别为 30.6/41.1/51.8 亿元，归母净利润分别为 8.4/12.0/15.7 亿元，EPS 分别为 2.6/3.7/4.8 元。

表 15：酒鬼酒主营业务拆分及预测

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>内参系列</b>				
销量 (吨)	564.00	987.00	1332.00	1666.00
YOY	47.26%	75.00%	35.00%	25.00%
吨价 (万元/吨)	101.47	109.59	116.16	121.97
YOY	17.40%	8.00%	6.00%	5.00%
营收 (亿元)	5.72	10.82	15.48	20.32
YOY	72.88%	89.00%	43.00%	31.00%
<b>酒鬼系列</b>				
销量 (吨)	3207.00	4811.00	6013.00	7216.00
YOY		50.00%	25.00%	20.00%
吨价 (万元/吨)	31.61	35.40	37.52	39.02
YOY		12.00%	6.00%	4.00%
营收 (亿元)	10.14	17.03	22.56	28.16
YOY	0.82%	68.00%	33.00%	25.00%
<b>湘泉与其他系列</b>				
销量 (吨)	5338.00	5872.00	6342.00	6722.00
YOY		10.00%	8.00%	6.00%
吨价 (万元/吨)	4.41	4.60	4.75	4.88
YOY		4.34%	3.18%	2.68%
营收 (亿元)	2.35	2.70	3.01	3.28
YOY	38.01%	14.77%	11.43%	8.84%
<b>主营业务合计</b>				
销量 (吨)	9109.00	11669.00	13687.00	15603.00
YOY	15.73%	28.11%	17.29%	14.00%
吨价 (万元/吨)	20.00	26.18	29.99	33.17
YOY	4.43%	30.92%	14.58%	10.58%
营收 (亿元)	18.21	30.55	41.05	51.75
YOY	20.86%	67.72%	34.39%	26.06%

资料来源：Wind，德邦研究所

## 5.2. 相对估值

酒鬼酒作为湖南区域白酒龙头，同时也是高端白酒潜在的参与者，2021年馥郁香国标颁布，酒鬼酒省外市场迎来扩展机遇。2020年收入和归母净利分别为18.3亿元和4.9亿元，过去2017-2020年复合增速分别为27.6%和40.8%，业绩增速在白酒中排名靠前。

预计21-23年公司营业收入分别为30.6/41.1/51.8亿元，归母净利润分别为8.4/12.0/15.7亿元，EPS分别为2.6/3.7/4.8元，对应当前股价PE为92.6/64.2/49.2。基于内参系列高增，酒鬼系列享受全国次高端扩容盛宴加速崛起，我们首次覆盖，给予“增持”评级。

表 16：可比公司估值表（以 2021 年 6 月 11 日收盘价计算）

股票代码	公司简称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	市盈率				每股收益			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
600519	贵州茅台	27,370	2,178.81	53.75	50.76	43.53	37.97	37.17	42.93	50.05	57.39
000858	五粮液	11,706	301.57	56.77	47.98	40.32	34.24	5.14	6.28	7.48	8.81
000568	泸州老窖	3,783	258.25	55.16	50.11	40.44	32.52	4.10	5.15	6.39	7.94
600809	山西汾酒	4,098	470.25	106.22	91.51	68.90	52.63	3.53	5.14	6.83	8.94
002304	洋河股份	3,184	211.28	47.53	38.82	33.21	28.60	4.97	5.44	6.36	7.39
000596	古井贡酒	983	228.00	73.86	48.65	40.01	33.78	3.68	4.69	5.70	6.75
600702	舍得酒业	685	203.77	49.43	70.33	50.82	38.90	1.73	2.90	4.01	5.24
600779	水井坊	597	122.25	55.45	54.93	42.56	34.56	1.50	2.23	2.87	3.54
<b>000799</b>	<b>酒鬼酒</b>	<b>773</b>	<b>238.00</b>	<b>103.44</b>	<b>92.62</b>	<b>64.21</b>	<b>49.21</b>	<b>1.51</b>	<b>2.57</b>	<b>3.71</b>	<b>4.84</b>

资料来源：Wind 一致预期，德邦研究所

注：除酒鬼酒以外其余公司为 Wind 一致预期

## 6. 风险提示

省内外竞争加剧，食品安全问题，渠道扩张不及预期

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	1.51	2.57	3.71	4.84
每股净资产	8.79	10.59	13.68	17.60
每股经营现金流	2.92	2.39	3.54	4.93
每股股利	0.70	0.92	1.23	1.66
价值评估(倍)				
P/E	103.44	92.62	64.21	49.21
P/B	17.80	22.47	17.39	13.52
P/S	42.35	25.27	18.81	14.93
EV/EBITDA	78.85	64.68	45.09	34.33
股息率%	0.4%	0.4%	0.5%	0.7%
盈利能力指标(%)				
毛利率	78.9%	82.6%	84.6%	85.9%
净利润率	26.9%	27.3%	29.3%	30.3%
净资产收益率	17.2%	24.3%	27.1%	27.5%
资产回报率	11.3%	15.6%	18.0%	18.9%
投资回报率	15.1%	23.6%	26.5%	26.9%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	20.8%	67.6%	34.3%	26.0%
EBIT 增长率	45.8%	88.3%	44.8%	30.8%
净利润增长率	64.1%	69.8%	44.2%	30.5%
偿债能力指标				
资产负债率	34.1%	35.5%	33.4%	31.4%
流动比率	2.5	2.4	2.4	2.5
速动比率	1.7	1.6	1.6	1.7
现金比率	1.5	1.4	1.3	1.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	0.7	1.7	1.6	1.7
存货周转天数	971.5	985.1	980.6	982.1
总资产周转率	0.4	0.6	0.6	0.6
固定资产周转率	4.6	7.1	5.5	4.5

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	492	835	1,204	1,572
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	45	74	84	96
非经营收益	6	-3	-4	-3
营运资金变动	408	-130	-134	-61
经营活动现金流	950	776	1,151	1,603
资产	-50	-72	-421	-317
投资	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
投资活动现金流	-50	-72	-421	-317
债权募资	0	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-65	-300	-400	-540
融资活动现金流	-65	-300	-400	-540
现金净流量	836	404	330	746

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 6 月 11 日  
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,826	3,060	4,111	5,181
营业成本	386	532	632	731
毛利率%	78.9%	82.6%	84.6%	85.9%
营业税金及附加	285	481	645	814
营业税金率%	15.6%	15.7%	15.7%	15.7%
营业费用	424	704	925	1,150
营业费用率%	23.2%	23.0%	22.5%	22.2%
管理费用	146	241	317	404
管理费用率%	8.0%	7.9%	7.7%	7.8%
研发费用	11	19	25	32
研发费用率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
EBIT	575	1,082	1,567	2,051
财务费用	-28	-24	-27	-33
财务费用率%	-1.5%	-0.8%	-0.7%	-0.6%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	-2	0	0	0
营业利润	602	1,110	1,601	2,092
营业外收支	53	3	4	3
利润总额	655	1,113	1,605	2,095
EBITDA	618	1,156	1,651	2,147
所得税	163	278	401	523
有效所得税率%	24.9%	25.0%	25.0%	25.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	492	835	1,204	1,572

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,154	2,557	2,887	3,633
应收账款及应收票据	391	517	728	897
存货	1,027	1,437	1,698	1,967
其它流动资产	18	25	27	36
流动资产合计	3,590	4,537	5,340	6,532
长期股权投资	42	42	42	42
固定资产	400	432	754	1,144
在建工程	24	49	274	354
无形资产	195	190	184	178
非流动资产合计	747	799	1,340	1,804
资产总计	4,337	5,336	6,680	8,336
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	158	204	250	285
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,307	1,675	1,969	2,319
流动负债合计	1,465	1,879	2,219	2,604
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	15	15	15	15
非流动负债合计	15	15	15	15
负债总计	1,480	1,893	2,233	2,618
实收资本	325	325	325	325
普通股股东权益	2,857	3,442	4,446	5,718
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	4,337	5,336	6,680	8,336



# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，餐饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管 (IAMAC) 最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20% 以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5% 以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10% 以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。