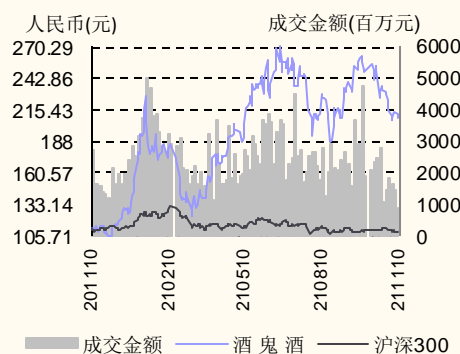


市场价格 (人民币): 208.12 元

目标价格 (人民币): 268 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	3.25
已上市流通 A 股(亿股)	3.25
总市值(亿元)	676.24
年内股价最高最低(元)	271.99/105.71
沪深 300 指数	4821
深证成指	14516



相关报告

1. 《业绩持续高增长，内参酒鬼齐头并进-酒鬼酒三季报点评》，2021.10.22
2. 《21Q2 业绩实现高增长，内参酒鬼加速放量-酒鬼酒中报点评》，2021.8.27
3. 《Q1 业绩超预期，内外部改革加速深化-酒鬼酒年报及一季报点评》，2021.4.29

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchengqian@gjzq.com.cn

libenyuan@gjzq.com.cn

内参酒鬼双轮驱动，全国化路径清晰

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,512	1,826	3,445	4,729	6,216
营业收入增长率	27.38%	20.79%	89%	37%	31%
归母净利润(百万元)	299	492	970	1,451	2,019
归母净利润增长率	34.50%	64.15%	97%	50%	39%
摊薄每股收益(元)	0.92	1.51	2.98	4.46	6.21
每股经营性现金流净额	1.06	2.92	3.55	4.79	6.55
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.32%	17.21%	28.21%	34.23%	37.09%
P/E	38.89	103.44	69.75	46.61	33.49
P/B	4.79	17.80	19.68	15.96	12.42

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **内参优势: 馥郁香型独树一帜, 全面借鉴茅五泸经验。**内参香型独特, 储藏 8 年 (长于酱酒), 本身具备高端基因, 前身作为政务用酒品质优良。内参的全国化全面借鉴了茅五泸的成功经验: **1)** 内参于 18 年成立民营销售公司独立运作, 既深度绑定入股经销商利益, 又能在费用投放、激励上解决央企灵活性差的问题。内参销售公司的经营权由上市公司把控, 且单独运作内参品牌, 避免了老窖染泉模式过分依赖经销商的弊端。**2)** 内参的经销商、终端利润率在双位数以上, 对比五粮液、国窖优势明显, 渠道积极性高。**3)** 内参通过合作优商、打造专卖店、圈层营销 (名人堂、价值研讨会)、政务消费 (依托中粮亮相国宴), 把握核心消费群, 持续提升品牌力。
- **内参空间: 省内追赶五、泸, 省外聚焦三类市场。****1) 省内:** 高端规模约 50 亿, 21 年内参看齐国窖 (销售口径 8 亿), 中长期或追赶五粮液。**2) 省外:** 20 年省外占比 30%, 21H1 接近 40%, 21 年有望为 45%。分区域看, 四大核心市场精耕细作 (销售口径 21 年河南或超 2 亿, 河北、广东、山东均有望过亿, 北京、天津几千万), 培育市场借助大商 (21 年华东近亿), 空白市场通过招商基础覆盖 (东北、西北等, 弱势地级市体量 1-200 万)。
- **酒鬼优势: 本身具备全国化基础, 产品、渠道改革带来转机。**酒鬼 5 年储藏时间可媲美酱酒, 10-12 年省内外比例曾达 1:1, 本身具备一定知名度。当前, 酒鬼通过改革逐步解决产品线杂乱、渠道利润低、省内外窜货的问题。
- **酒鬼空间: 省内湘酒振兴, 省外发力河南、河北、山东。****1) 省内:** 公司在 2000-10 年历经波折, 错失成长为强势地产酒的良机; 且湖南开放程度高, 外来名酒横行, 湘酒占比仅 3 成, 酒鬼酒份额约 5%。20 年以来, 政策规范湘酒成为公务接待用酒, 龙头有望率先获益。**2) 省外:** 重点区域河南 (2-3 亿)、河北 (京津冀近 2 亿)、山东; 华东、华南试点战略联盟体, 通过额外费用支持迅速突破销量。全国来看, 井台、八号、品味舍得均达 10 亿级别, 20 年酒鬼红坛仅 2 亿多, 紫坛、传承 1 亿左右。公司规划未来 2-3 年逐步培养出 1-2 个 10 亿以上的大单品, 红坛、传承等具备发展潜力。

投资建议与估值

- 预计 21-23 年营收增速 89%/37%/31%, 归母净利增速 97%/50%/40%, EPS 为 2.98/4.46/6.21 元, PE 为 70/47/33 倍。22 年可比公司 PE 均值为 37X, 考虑公司成长弹性领先, 给予 22 年 60 倍 PE (PEG=1), 目标价 268 元, 维持“买入”评级。

风险提示

- 区域竞争加剧/省内外动销不及预期/疫情反复风险/政策风险/食品安全风险。

内容目录

引言	4
一、内参	4
1.1 优势：馥郁香型独树一帜，全方位借鉴茅五泸经验	4
1.2 空间：省内追赶五、泸，省外聚焦三类市场	6
二、酒鬼	8
2.1 优势：本身具备全国化基础，营销模式类似内参	9
2.2 转机：改革深化，产品、渠道问题逐个击破	10
2.3 空间：省内湘酒振兴，省外发力河南、河北、山东市场	11
三、盈利预测	14
3.1 产能测算：基酒储备充足+工程扩建，护航全国化进程	14
3.2 收入预测：内参、酒鬼双引擎驱动	15
3.3 利润预测及估值：盈利能力提升具备确定性，22年目标 PE 为 60 倍 ...	16
四、风险提示	17

图表目录

图表 1：内参全面借鉴茅五泸成功经验	4
图表 2：茅五泸及内参渠道、终端利润对比	5
图表 3：公司专卖店数量（单位：家）	5
图表 4：内参典型圈层营销事件	5
图表 5：酒鬼酒销售费率在上市酒企中领先	6
图表 6：酒鬼酒历次亮相国宴	6
图表 7：千元价格带主要单品规模	6
图表 8：茅五泸批价走势（单位：元/瓶）	7
图表 9：茅五泸终端价格走势（单位：元/瓶）	7
图表 10：江苏高端白酒市场竞争格局	7
图表 11：湖南高端白酒竞争格局（20 年）	7
图表 12：内参三层次市场布局	8
图表 13：内参省内外收入占比	8
图表 14：内参系列各大区销售口径增速规划（21 年）	8
图表 15：公司各地区收入占比（2006-2019 年）	9
图表 16：公司产品结构（2011-2021H1）	9
图表 17：洋河股份组织架构	9
图表 18：酒鬼系列各大区销售口径增速规划（21 年）	9
图表 19：酒鬼系列省内外收入占比	10
图表 20：2020 年以来“酒鬼酒”馥郁荟在多个城市成立	10
图表 21：2015 年以来公司 sku 数量大幅减少	10
图表 22：酒鬼系列产品结构（2021E）	10

图表 23: 酒鬼&湘泉&其他系列重点产品价格体系	11
图表 24: 次高端大单品价格变化 (单位: 元/瓶)	11
图表 25: 全国次高端白酒竞争格局.....	11
图表 26: 重点白酒企业本省省内市占率.....	12
图表 27: 湖南白酒市场竞争格局.....	12
图表 28: 安徽 vs 江苏 vs 湖南次高端市场竞争格局	12
图表 29: 2019-2021H1 公司经销商数量 (单位: 个)	13
图表 30: 21H1 上市酒企经销商数量 (单位: 个)	13
图表 31: 各香型次高端大单品规模 (20 年)	13
图表 32: 历年曲酒产量 (吨, 2015-2020 年)	14
图表 33: 酒鬼酒在建产能梳理.....	14
图表 34: 酒鬼酒收入预测 (按量价拆分)	14
图表 35: 酒鬼酒收入预测 (按区域拆分)	16
图表 36: 可比公司估值对比.....	17

引言

- 受益于内参、酒鬼系列的全国化招商、铺货，酒鬼酒短期业绩增速靓丽。当前市场关注：1) 公司的业绩弹性是否具备可持续性；2) 中长期成长的空间如何；3) “十四五”目标的实现路径。本文探讨了内参、酒鬼有望发展为全国性大单品的优势，更新当前全国化进度，展望未来潜在空间。

一、内参

1.1 优势：馥郁香型独树一帜，全方位借鉴茅五泸经验

- **产品：香型独特，储存 8 年保障品质。**馥郁香口感前浓中清后酱，独特香型可带来新颖感，也符合口味多元化的趋势。此外，内参储存时间为 8 年，长于酱酒的 3-4 年，本身具备高端酒的基因，前身为政务用酒，优质品质受消费者认可。
- **渠道&营销：全面借鉴茅五泸成功经验，全国化路径清晰。**

图表 1：内参全面借鉴茅五泸成功经验

	营销方式	贵州茅台	五粮液	泸州老窖	内参
渠道	利益绑定			✓	✓
	高渠道利润	✓		✓	✓
	合作优商	✓	✓	✓	✓
品牌	专卖店打造	✓	✓		✓
	圈层营销	✓			✓
	政务消费	✓			✓

来源：国金证券研究所

1) 渠道：

- **① 成立销售公司绑定利益。**泸州老窖通过柒泉模式深度绑定经销商的利益，短期内实现了迅速发展。内参销售公司于 2018 年底成立，共有 30 多名经销商全资持股，并在成立之初设定了连续 3 年每年翻倍增长的目标。我们认为，**销售公司的优势在于：**1) 入股的经销商具备高端酒渠道资源，销售公司模式可将经销商利益与上市公司深度绑定，充分激发积极性，有利于管控价格体系。2) 中粮收购后，酒鬼酒自身的决策需经国企审批流程，灵活性、时效性受到影响。内参公司是独立的民营企业，费用投放、员工薪酬激励更灵活。内参公司的销售费用包含在货折中，销售人员已从 2018 年底的 20 多人发展到 2021 年的 500-600 人，具备较强战斗力。我们认为，**内参公司模式一定程度避免了柒泉模式的弊端：**1) 不同于柒泉模式对经销商的依赖，内参公司入股的经销商具备分红权，但管理、经营权主要由上市公司把控。上市公司销售、管理人员先解聘再与内参公司重新签约，进一步强化上市公司对渠道、终端的管控。2) 柒泉模式同时运作 1573、特曲、窖龄品牌，存在侧重推广高利润率的品种而忽视其他品牌的现象。不同于柒泉模式，内参公司单独运作内参品牌，资源投放更集中、准确。
- **② 高渠道利润率提振积极性。**上市公司对内参公司的售价约 500-600 元，经销商的开票价（不含返利）为 950，7 月 1 日起开票价提 80 元至 1030 元。当前内参批价约 820-830 元，终端成交价约 900-1000 元。考虑返利后，经销商单瓶赚 30 元，叠加分红后的利润率为 12-15%；终端利润约 100-120 元/瓶（含 25 元/瓶的返利），利润率约双位数。内参经销商、终端的利润率明显高于普五、1573（不足 10%）。

图表 2: 茅五泸及内参渠道、终端利润对比

产品	出厂价(含货折、计划外打款)	批价	终端价	经销商利润率(含返利、分红)	终端利润率
普飞	969	2700	3300	64%	18%
普五	910-930	970-980	1050-1100	5-6%	8-10%
1573	900-910	900-920	950-1000	成都 5%，河南 8-10%	6-8%
内参	500-600	820-830	900-1000	12-15%	双位数(含 25 元返利)

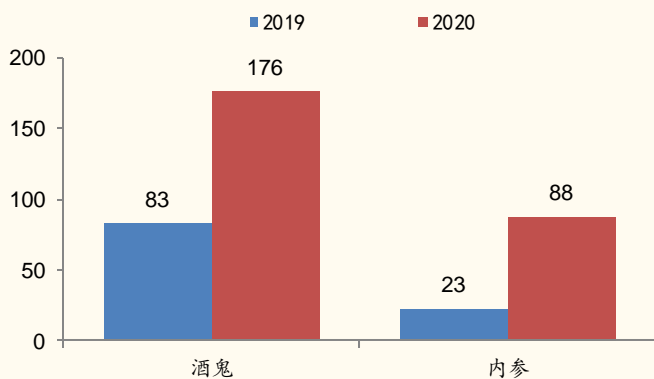
来源: 渠道调研, 国金证券研究所

- ③合作优商加速渗透省外核心市场。优商具备良好的品牌美誉度、资源和资金实力, 类似茅五泸, 内参充分借助优商资源开拓市场。内参全国化招商设定门槛, 强调需具备高端酒销售经验, 并对体量、首批打款、分销渠道有一定要求。当前省内大商布局完成, 后续将着重发力团购商; 省外华北、河南、山东等核心市场以优商为主; 华东新合作 4 个大商, 21 年销售口径收入有望接近亿元。

2) 营销:

- ①专卖店打造: 专卖店通过陈列产品, 充分展示品牌形象, 树立价值标杆, 是团购、品鉴、宣传的平台。茅台早期的渠道网络以传统专卖店、社会经销为主, 五粮液 20 年 9 月底专卖店约 1600 余家。内参专卖店以销售内参酒为主, 厂家会给予适当装修、运营费用补贴。内参专卖店数量已从 2019 年的 23 家上升至 2021 年 7 月底的 140 余家(省内约 63 家, 已基本实现对省内地级市的覆盖), 未来将逐步在全国打造上千家内参、酒鬼专卖店。
- ②圈层营销: 圈层营销是高端酒培养客群的重要手段, 内参通过价值研讨会、“名人堂”等活动抓住核心消费人群, 构建高端影响力。价值研讨会发起于 20Q3, 邀请多位社会、政治、军事、外交、高端酒的专家大咖站台, 至今已在京津冀、华东、华南等地的多个城市开展。名人堂于 20 年成立, 已组织会员开展酒企参访、精英论坛、高尔夫和网球精英赛等多种活动, 深挖金融圈、艺术圈、高尔夫圈等高端圈层, 实现对目标群体的精准营销。

图表 3: 公司专卖店数量(单位: 家)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

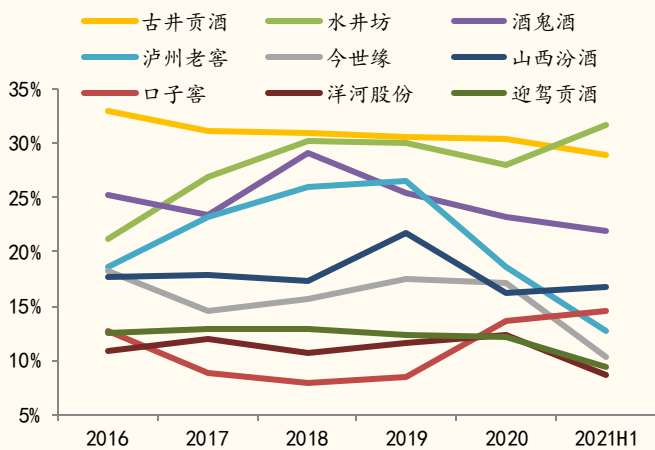
图表 4: 内参典型圈层营销事件

时间	事件
2018.10	内参名人堂启动
2019.6-2020.9	价值研讨会在长沙、沈阳、广州、北京、西安、邯郸、邢台、厦门、合肥、深圳等地举办
2020.9	举办名人堂中秋音乐会
2020.9-2020.12	在长沙、北京、杭州举办内参名人堂
2021.4	与“翰林盃”高尔夫精英赛组委会达成战略合作
2021.6	“中英人寿·内参名人堂”探秘内参馥郁香之旅
2021.4-6	价值研讨会在南京、厦门、石家庄、济南、郑州等地举办
2021.7	举办“名人堂”长株潭城市网球精英赛
2021.10	价值研讨会在上海举办

来源: 公司官网, 国金证券研究所

- ③政务消费: 在中粮(央企)背书下, 内参亮相 G20 财长和央行行长会议、首届中非经贸博览会、达沃斯论坛、中国国际酒博会等国际国内会议和行业展会, 升华“品内参、知大事”的品牌内涵, 助推省外政商消费。

图表 5: 酒鬼酒销售费率在上市酒企中领先



来源: 公司公告, 国金证券研究所, 注: 内参部分销售费用以货折形式给予销售公司, 并未计入报表中的销售费用科目

图表 6: 酒鬼酒历次亮相国宴

时间	事件
2016	“高度柔和”红坛酒鬼酒亮相 G20 劳工就业部长会议、G20 能源部长会议、G20 财长和央行行长会议晚宴; 内参酒亮相 G20 财长和央行行长会议晚宴
2017	“高度柔和”红坛酒鬼酒亮相金砖国家农业部长会议、财长和央行行长会议、经贸部长会议
2018	战略单品 9 次荣登上合组织青岛峰会、博鳌企业家论坛等国事盛宴, 2 次精彩亮相联合国国际盛会
2019	“内参酒”、“酒鬼酒”亮相第 13 届夏季达沃斯论坛年会、首届中非经贸博览会、中国国际酒博会、东北亚博览会、西安欧亚论坛等国家国际舞台, “红坛酒鬼酒”成为首届中非经贸博览会指定用酒, “内参酒”成为第十四届中国 CFO 大会合作伙伴
2021	“酒鬼酒”和“内参酒”成为上海合作组织国际投资贸易博览会的指定用酒, 亮相博鳌亚洲论坛年会

来源: 公司官网, 国金证券研究所

1.2 空间: 省内追赶五、泸, 省外聚焦三类市场

■ 千元价格带市场集中, 茅台价格抬升给予扩容空间

千元价格带集中度高, 内参初具雏形。千元带市场主要由五粮液、国窖和青花郎占据, 其中五粮液+国窖占有率超 85%, 其余由钓鱼台国宾、金沙摘要、内参、君品习酒等瓜分。千元带品牌壁垒高, 品牌力已在消费者中已形成一定共识, 预计 20 年市场规模约 630 亿元, 内参市占率约 1%。

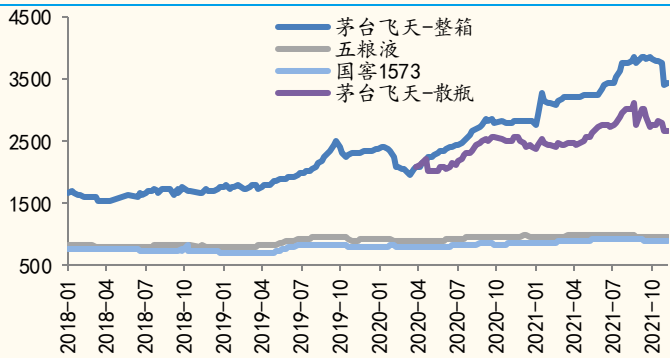
图表 7: 千元价格带主要单品规模

品牌	香型	报表端营业收入 (2019)	销量 (2020)	报表端营业收入 (2020)	20 年收入增速	零售价 (京东)	市场份额 (2020)
普五	浓香	397 亿 (普五及以上)	普五约 2.1 万吨, 1618、低度等 0.7 万吨	440.61 亿	13.92%	1399	70%
国窖 1573	浓香	86.0 亿	1 万吨, 高度占比约 33%	100 亿+ (预估)	两位数	1419	15%+
青花郎	酱香	31.97 亿	0.28 万吨	42.26 亿	32.16%	1299	7%
钓鱼台国宾	酱香			10 亿+ (预估)		1399	1%+
金沙摘要酒	酱香			15 亿+ (预估)		1175	2%+
君品习酒	酱香			5.6 亿		1399	1%
内参	馥郁香	3.31 亿	564 吨	5.72 亿	72.88%	1499	1%
市场规模		540 亿 (预估)		630 亿 (预估)	17% (预估)		100%

来源: wind, 各公司公告, 渠道调研, 京东, 国金证券研究所, 注: 零售价为截至 2021 年 9 月的价格

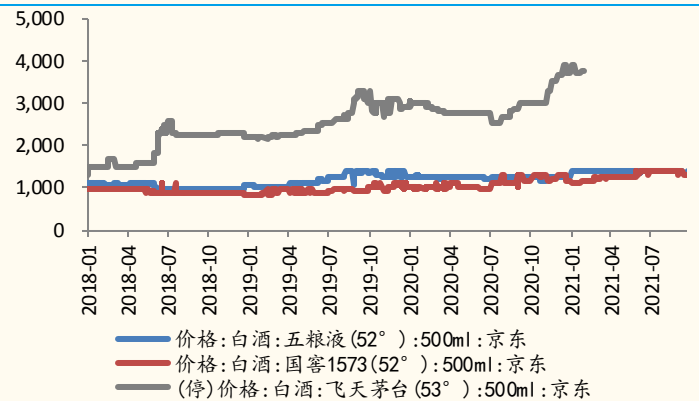
千元价格带扩容, 次高端酒企竞相布局。我们认为, 消费升级趋势不变, 茅台批价抬升为千元价格带扩容带来机遇, 叠加飞天拆箱政策使得送礼需求急需被承接, 五粮液、国窖、内参 Q1 收入增速 20%、20-30%、50%+, 春节期间均有不俗表现。供给层面, 龙头加紧布局千元价格带, 汾酒推出青花 30 复兴版替代青花 30, 21 年剑指 20 亿+; 国窖 21 年销售口径目标从 30%上调至 40-45%, 22 年突破 200 亿, 25 年实现 300 亿; 水井坊 8 月成立平台公司运作, 规划典藏及以上占比从 20 年的 5%+提升至 25 年的双位数。

图表 8: 茅五泸批价走势 (单位: 元/瓶)



来源: 渠道调研, 今日酒价, 国金证券研究所

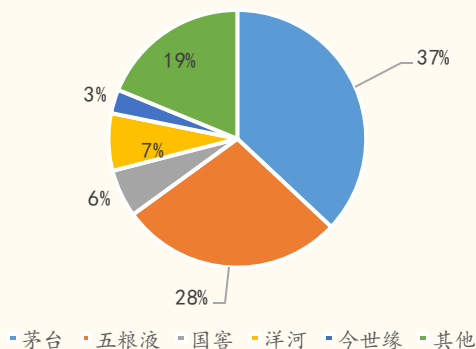
图表 9: 茅五泸终端价格走势 (单位: 元/瓶)



来源: wind, 国金证券研究所

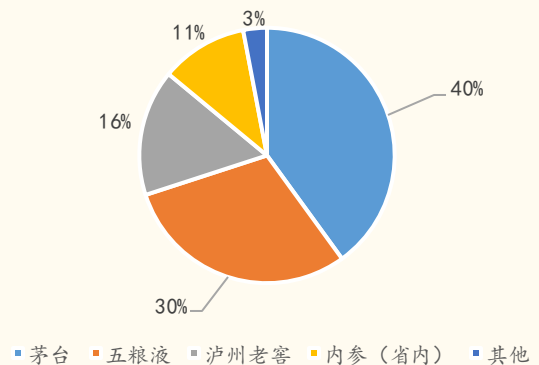
- **省内: 短期看齐国窖, 中长期有望实现 13-16 亿。**以江苏为例, 本土酒洋河、今世缘在高端的份额合计约 10%+, 高于国窖的 6%。湖南高端酒 20 年市场规模约 50 亿 (茅台 20 亿+、五粮液 10-15 亿、国窖 7-8 亿、内参 5-6 亿), 内参体量 21 年有望向国窖看齐 (销售口径 8 亿以上)。假设湖南高端酒规模的复合增速为 11% (参考湖南人均 GDP 过去 10 年 CAGR 为 11%), 到 25 年内参省内实现 20-25% 的市占率, 对应销售口径收入约 17-21 亿元, 报表口径约 13-16 亿元 (折算比例为 75%), 20-25 年 CAGR 约 25-30%。

图表 10: 江苏高端白酒市场竞争格局



来源: 渠道调研, 国金证券研究所

图表 11: 湖南高端白酒竞争格局 (20 年)



来源: 渠道调研, 国金证券研究所

- **省外: 深耕四大核心市场, 借助大商开拓培育市场, 招商覆盖空白市场。**内参 20 年受省外疫情影响, 收入省内: 省外=7:3。21 年省外加速发力, H1 省外占比已接近 40%, 全年目标占比 45%。分区域看,

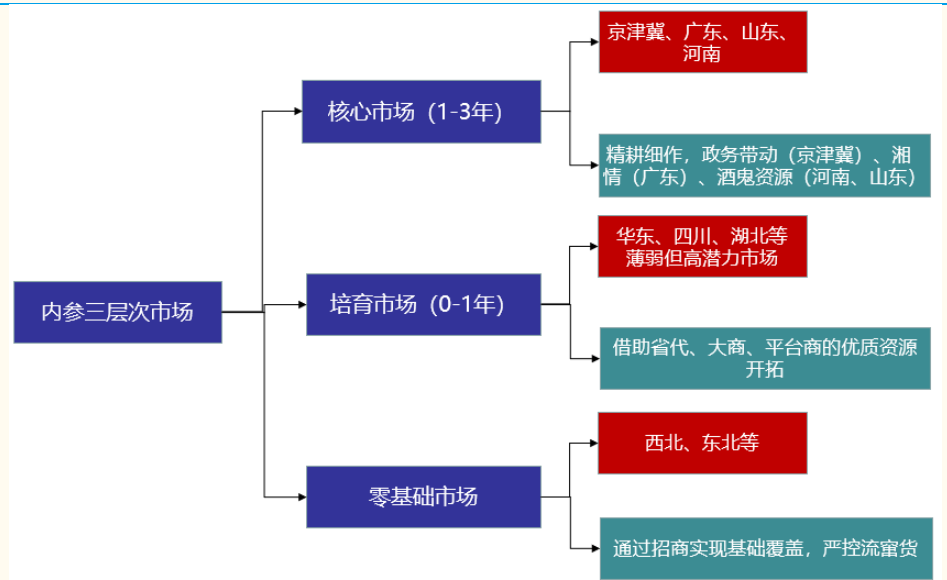
1) **深耕四大核心市场:** 京津冀、广东、山东、河南经过 1-2 年的培育, 均取得良好进展。报表口径, 20 年省外收入约 8 亿 (内参 1-2 亿), 内参+酒鬼北京近 1 亿, 河南 2-3 亿 (内参几千万), 广东 1 亿 (主要是内参)、山东 1 亿。预计 21 年内参销售口径下, 河南或将过 2 亿, 河北、广东、山东均有望过亿 (广东、山东体量接近), 北京、天津几千万。①京津冀优先借助中粮资源开拓, 并通过中粮背书亮相国宴, 进一步提升品牌知名度。②广东地区消费水平偏高, 且来自湖南的商务群体基础良好, 内参可依赖湘情辐射更多人群。③山东、河南本是白酒大省, 也是酒鬼系列的优势区域 (报表口径, 酒鬼系列河南 20 年 2 亿、21 年 2-3 亿), 内参有望充分借助酒鬼的资源。国窖河南 23 年目标 12 亿 (中原会战规划)、广东 18 年约 4-5 亿、北京约 5-10 亿、山东 19 年约 15 亿、河北市场仅次于四川 (四川几十亿)。我们假设, 到 25 年河南内参实现 5-10 亿, 广东、北京、山东的内参: 国窖=1:3, 河北内参 3-5 亿, 则对应内参销售口径收入约 15-20 亿元, 报表口径约 12-15 亿元 (折算比例为 75%)。

2) 借助大商开拓培育市场: 华东、四川、湖北等相对薄弱但高潜力的市场,今年将借助省代、大商、平台商的优质资源加速拓展。以华东为例,通过新合作苏糖、浙糖大商,叠加优商计划,预计**21年内参销售口径有望近亿**。华东是国窖的10亿级市场,前期已投入大量资源,成长性在过去3-4年里领先全国。我们假设,华东市场国窖到25年复合增速为25-30%,内参:国窖=1:9,即对应25年内参销售公司口径收入约3-4亿元,报表口径约3亿元。综合考虑四川、湖北等市场,预计销售体量有望进一步提升。

3) 招商覆盖零基础市场: 对于西北、东北等零基础、品牌认可度低、动销弱的市场,内参将通过招商实现基础覆盖。酒鬼酒地级市覆盖率20年为62%,21年目标100%,特别偏远地区不低于90%。尽管部分弱势区域体量仅100-200万,但聚少成多或将形成一定规模。对于弱势市场,公司未来将投入费用举办品鉴会,通过广告、地铺提升品牌力,并提供有经验的人员支持,严打流窜货问题。我们假设,到25年全部地级市均实现覆盖,单个地级市平均体量约200万元,剔除上述测算中涵盖的市场,则对应内参销售口径收入约4亿元,报表口径约3亿元。

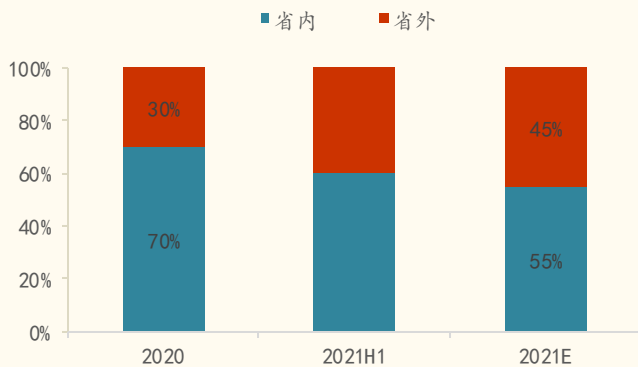
综上所述,我们预计,内参省外到25年销售口径体量约30亿(预估为国窖的1/10),报表口径约20-25亿元,20-25年CAGR为65-70%。

图表 12: 内参三层次市场布局



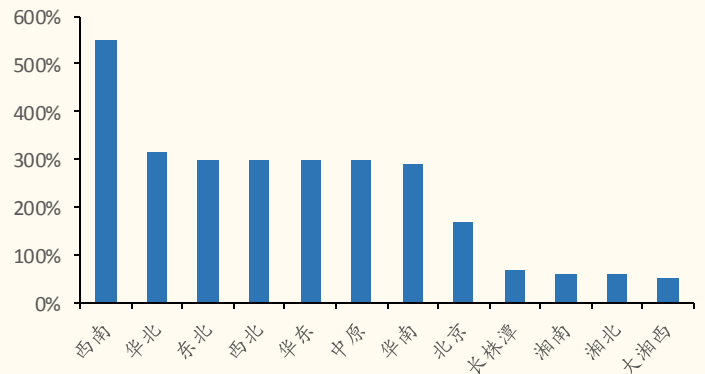
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 13: 内参省内外收入占比



来源: 渠道调研, 国金证券研究所

图表 14: 内参系列各大区销售口径增速规划 (21年)



来源: 渠道调研, 国金证券研究所

二、酒鬼

2.1 优势：本身具备全国化基础，营销模式类似内参

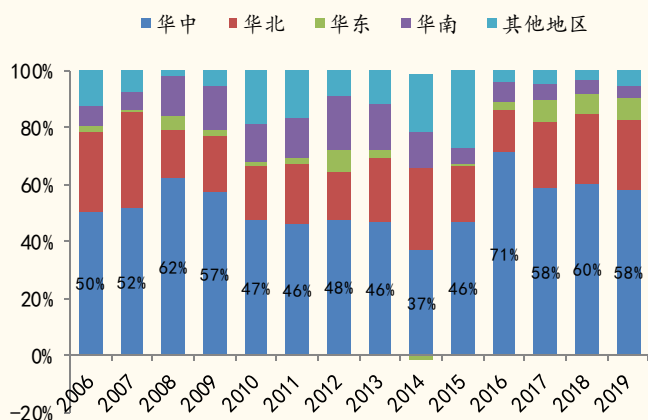
1) 产品：

- **馥郁香型独特，储藏期偏长。**从酿造流程上看，初次酿造的酒分为次级和优级（优酒率 50%+）。次级品用储酒罐储存，用来生产湘泉；优级品用陶坛储存，后经检测后筛选出更优质的部分进行更长时间的储藏。内参和酒鬼均来自优级品，内参储藏 8 年，酒鬼储藏 5 年。酒鬼系列香型独特，坛储时间可媲美酱酒。

2) 渠道：

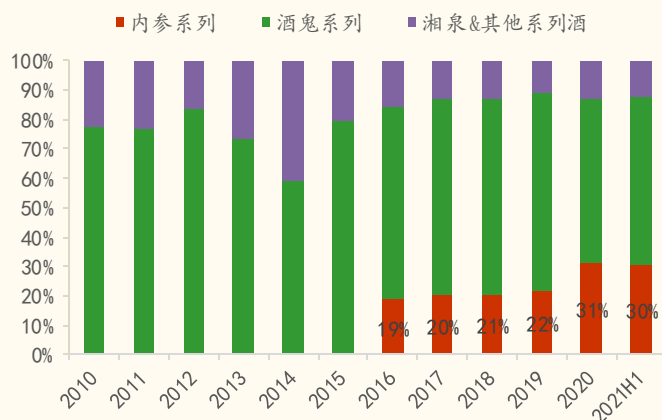
- **省内外比例曾达 1:1，本身具备全国化基础。**2010-12 年公司省外收入占比均超 50%，酒鬼系列（当时口径包含内参）收入占比超 75%。我们判断，酒鬼系列在省外已享有一定知名度，本具备全国化基础。据调研反馈，酒鬼系列 19 年省外占比 60%，20 年 60%+，21H1 接近 70%，全国化进程快于内参。

图表 15：公司各地区收入占比（2006-2019 年）



来源：公司公告，国金证券研究所

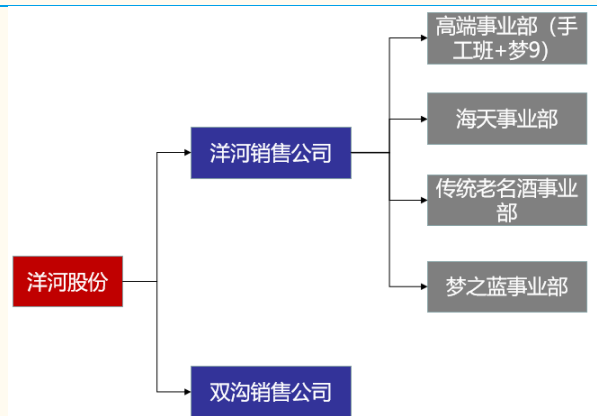
图表 16：公司产品结构（2011-2021H1）



来源：公司公告，国金证券研究所，注：自 2016 年起酒鬼和内参分开统计

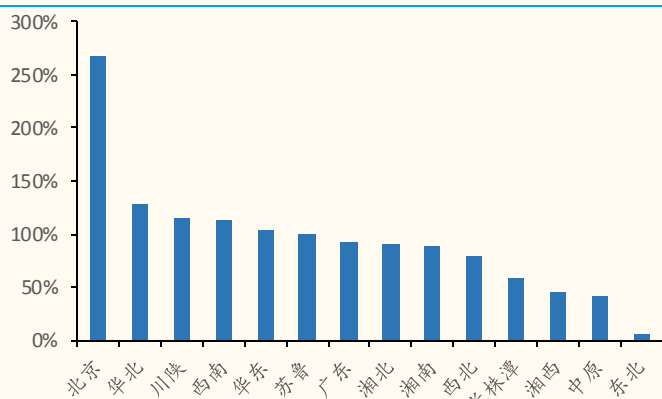
- **内参、酒鬼分开运作，提升费效比。**我们认为，洋河全国化能取得成功的主要原因之一是海天、梦分事业部运作，针对不同消费群体，因地制宜选择侧重推广的系列，促进费用精准投放。酒鬼酒的内参和酒鬼针对高端、次高端价格带，内参成立销售公司运作，内参、酒鬼分别招商，更易优化费用投放效率。

图表 17：洋河股份组织架构



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 18：酒鬼系列各大区销售口径增速规划（21 年）



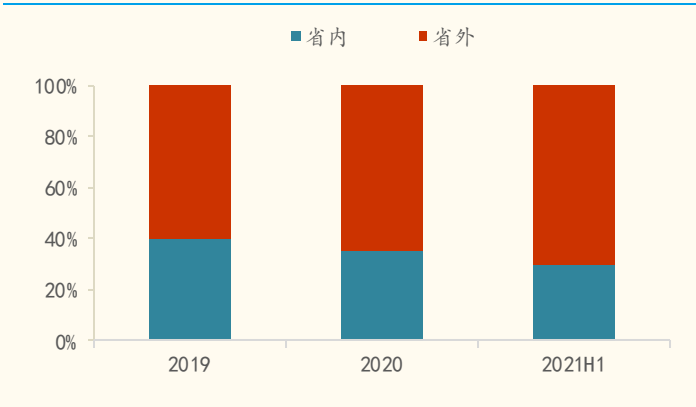
来源：渠道调研，国金证券研究所

3) 营销：

- 酒鬼系列的品牌营销方式类似于内参：①**圈层营销**：20 年 7 月首场馥郁荟在青岛发起，随后多个城市成立馥郁荟，并推进名酒进名企活动吸引核心

消费群。②专卖店、品鉴中心打造：20年酒鬼新增专卖店93家，达到176家；酒鬼品鉴中心于20年年底启动，截止目前全国共40多家。③政务消费：酒鬼红坛通过亮相G20劳工就业部长会议、金砖国家农业部长会议、上合组织青岛峰会等国宴，实现品牌影响力的提升。

图表 19：酒鬼系列省内外收入占比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 20：2020 年以来“酒鬼酒”馥郁荟在多个城市成立

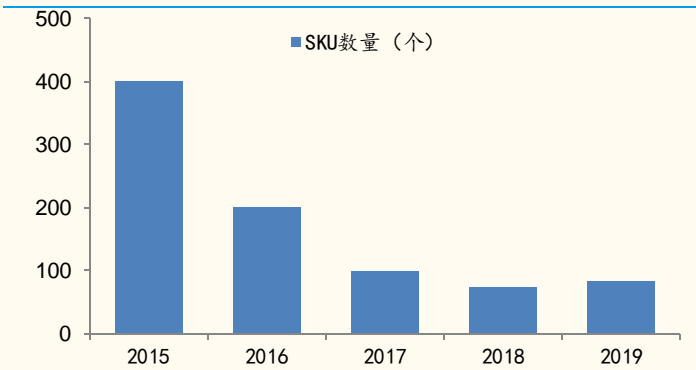
省份	城市
山东	青岛、临沂、济宁、菏泽、聊城、德州、济南、淄博
浙江	杭州
江苏	南京、盐城
河北	张家口、石家庄、唐山
河南	郑州、南阳、驻马店、平顶山
甘肃	敦煌、定西
广东	广州
安徽	阜阳
湖南	娄底、吉首、长沙
广西	南宁
四川	成都

来源：公司官网，国金证券研究所

2.2 转机：改革深化，产品、渠道问题逐个击破

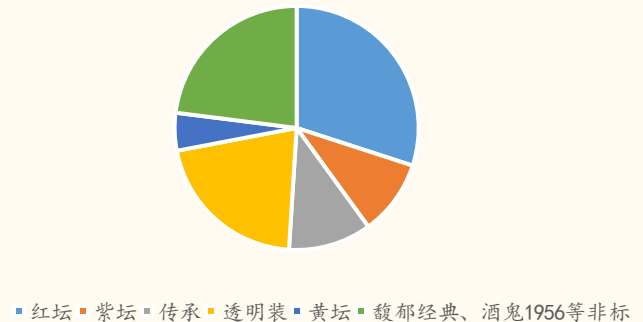
- 1) 产品：精简 sku，红坛核心、传承区域核心。公司 sku 总数从 15 年的超 400 个降到 19 年的 85 个以内，产品矩阵愈发清晰。从产品结构上看，红坛仍为主要大单品。预计 21 年酒鬼系列中红坛占比 25% 以上；紫坛、传承分别占比 10% 左右；透明装虽非核心单品，但深受消费者喜爱，占比 20% 以上；黄坛占比个位数；馥郁经典、酒鬼 1956 等非标品占比 20% 多。未来红坛占比有望提升，确立绝对核心地位；传承占比提升，成为区域核心。

图表 21：2015 年以来公司 sku 数量大幅减少



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 22：酒鬼系列产品结构 (2021E)



来源：渠道调研，国金证券研究所

- 2) 渠道：换代提振渠道利润，省内外分开运作减少窜货。由于湖南高桥市场是全国有名的白酒流贷基地，省内外分开运作有望降低窜货的可能性。
 - ①红坛：20年10月，红坛换新推出红坛18和红坛20，分别针对省内、省外。21Q2老红坛库存耗尽，新红坛开始放量，当前红18、红20终端成交价为380-450、400多元，已接近目标水平，单瓶终端毛利率15%以上，具备一定竞争力。
 - ②紫坛：20年上半年，紫坛换新推出柔和紫坛，主打省内，今年表现相对平淡、终端利润偏低，预计系酒鬼1956、红坛高度柔和（批价350-360）价格带相近影响。
 - ③传承：主打省外和省内团购，成交价约350。

图表 23: 酒鬼&湘泉&其他系列重点产品价格体系

系列	主要核心产品	终端零售价	批价	终端单瓶毛利	目标成交价	主打区域	产品图片
酒鬼系列	52度 500mL 红坛 (18)	380-450	从年初 280 元提到 320-330 元	70-80	380 以上	省内	
	52度 500mL 红坛 (20)	400 多	300-400	几十元	400 以上	省外	
	52度 500mL 紫坛	400-420	380-390	20-30	--	省内	
	52度 500ml 传承 1956	350 左右	200-300	几十元	--	省内团购&省外	
	52度 468ml 黄坛	240-280 (黄坛透明装接近 300)	从年初 160 元提到 200 元左右	40-60	--	省内&省外	
湘泉系列	52度 500mL 盒优	50 多	--	--	70-100	传统优势区域	
其他系列	52度 500mL 内品	200 出头	稳定在 150 元	40-50	--	今年推出, 省内初步铺货	

来源: 公司公告, 渠道调研, 京东商城, 今日酒价, 国金证券研究所

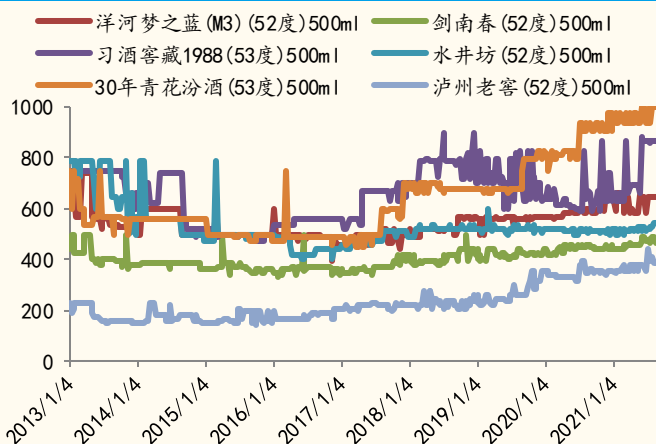
2.3 空间: 省内湘酒振兴, 省外发力河南、河北、山东市场

■ 次高端景气度向上, 集中度有待提高

大众消费崛起+高端酒打开价格空间, 次高端发展迎机遇。三公消费受限后, 大众消费迅速崛起, 居民消费能力提高为次高端量价齐升提供物质基础, 次高端需求释放。此外, 高端酒价格带上移, 普酒热倒逼价格升级加速, 次高端向上空间打开。

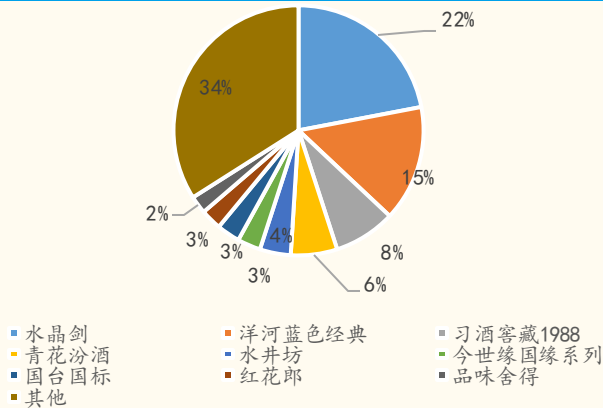
次高端格局分散, 份额有望进一步集中。20 年水晶剑占比约 22%, CR2 市占率不及 40%。我们认为, 次高端量价齐升需要品牌力的保障, 疫情也加速抗风险能力差的中小酒企出清, 预计未来名酒龙头将继续收割市场份额。

图表 24: 次高端大单品价格变化 (单位: 元/瓶)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 25: 全国次高端白酒竞争格局



来源: 渠道调研, 国金证券研究所

■ 省内: 政策扶持湘酒振兴, 龙头份额有望提升

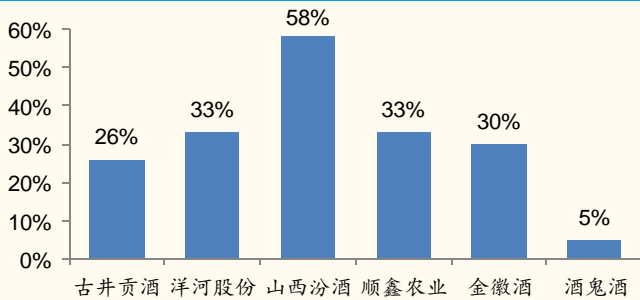
历经波折, 错失成为强势地产酒的良机。从整体看, 酒鬼酒湖南省占率约 5%, CR2 (酒鬼酒+湘窖) 占比不足 10%, 湘酒占比共计约 30%, 黔酒占比 20%, 川酒占比 20%, 鄂酒、苏酒、皖酒及其他外来品牌占比约 30%。对比其他省份, 古井、洋河、顺鑫、汾酒在本省内的市占率约 26%、33%、33%、58%, 湘酒省内市占率较低。从次高端市场看, 江苏、安徽

次高端市场地产酒 CR1 均在 35%以上，CR2 在 50%以上，湖南酒鬼次高端占比 10%左右。湖南省内多家重点酒企规模位于 1-3 亿，大部分只有几千万，且产品价格带多集中在中档、次高档。我们认为，酒鬼酒在本地市场实力偏弱，主要系：1) 2000-2010 年间，大众品牌意识逐步增强，但酒鬼酒历经改制、集团抽逃资金、股权拍卖等波折，错失成长为强势地产酒的良机；2) 湖南市场开放程度较高，拥有全国闻名的高桥大市场，外来名酒流入瓜分份额。

政策扶持振兴湘酒，酒鬼有望率先受益。2018 年湖南省酒业协会发布《湘酒发展白皮书》，挑明湘酒发展现状；2019 年省领导开展白酒发展专题工作，召开座谈会，并赴酒鬼酒、湘窖等 5 家龙头酒企实地调研；2020 年起，湘西、邵阳、常德等政府出台政策文件，加大对湘酒的扶持力度。其中，湘西州规划，到 25 年白酒产业主营业务收入突破 100 亿，力争培育年收入超过 70 亿元的白酒企业 1 户，10 亿元以上 1 户，亿元以上企业 20 户。我们认为，政策引导下，未来有望规范湘酒成为公务接待用酒，酒鬼作为湘酒龙头，有望充分获益。

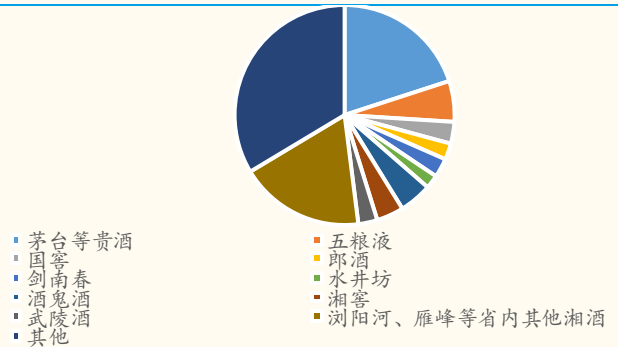
我们认为，酒鬼一直以来并未以地产酒的模式运作，湖南市场兼容并济，通过抢存量来打造地产酒的模式可能难以走通，故中长期省内市占率对标徽酒、苏酒的可能性较低。湖南次高端体量约 40 亿，参考湖南人均 GDP 过去 10 年 CAGR 为 11%，假设湖南省内次高端 20-25 年 CAGR 为 12-15%，酒鬼系列市占率提升至 15%（对标省内剑南春），对应 25 年省内规模约 10-12 亿元。

图表 26: 重点白酒企业本省市占率



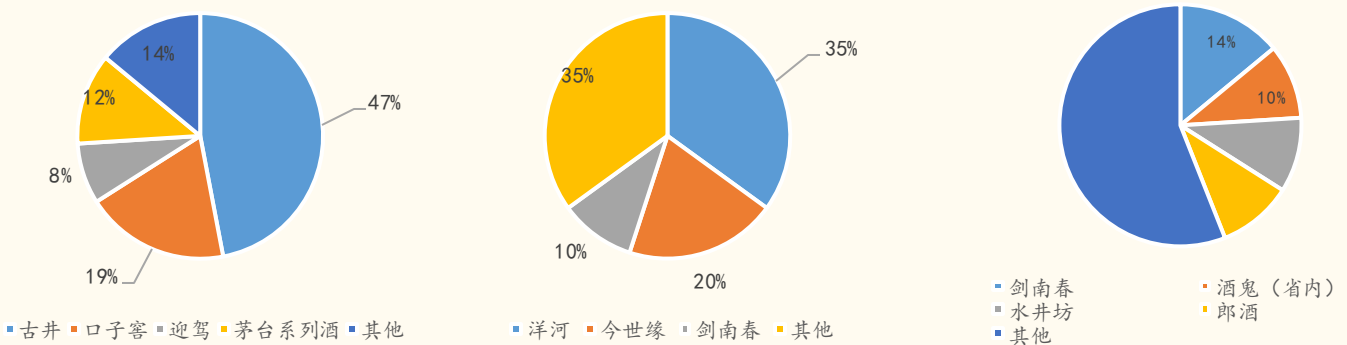
来源：渠道调研，国金证券研究所

图表 27: 湖南白酒市场竞争格局



来源：渠道调研，国金证券研究所

图表 28: 安徽 vs 江苏 vs 湖南次高端市场竞争格局



来源：公司公告，国金证券研究所

■ 省外：重点布局河南、河北、山东，华东、华南成立战略联盟体

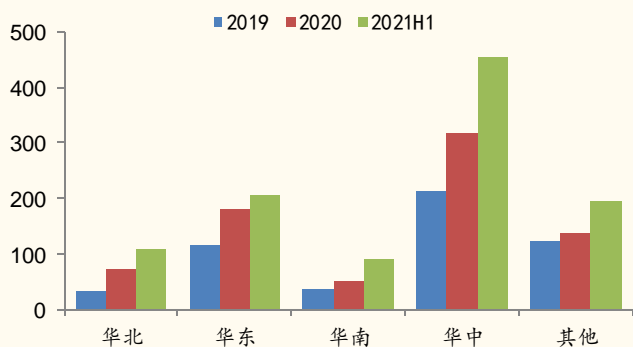
重点发力的河南、河北、山东市场。酒鬼的省外优势区域在白酒消费量大且地产酒式微的河南、河北、山东。20 年报表端酒鬼系列省外收入约 6 亿，其中：河南 2 亿，山东、河北的内参+酒鬼各 1 亿；预计 21 年酒鬼系列在河南 2-3 亿，京津冀接近 2 亿，山东和广东 1 亿多。河南、山东、河北的次高端市场

规模约 60、60、20 多亿，剑南春约 20 亿、6-7 亿、1 亿以上。河南、山东、河北白酒市场规模约 400-500、500-600、200-300 亿，洋河在河南、山东约 30-40 亿元、20-30 亿元；古井在河南、河北约 10-15、5-10 亿元。我们假设，3 个市场次高端 5 年复合增速约 11%，酒鬼市占率到 25 年达到 5-6%，对应河南、山东、河北收入合计约 10-15 亿元。

华东、华南等成立战略联盟体绑定利益。酒鬼酒在广东、浙江、西安等地试点战略联盟体，由本地的优商、超级终端组成联盟公司。联盟体成员可获得单独给予的费用支持、市场投入，通过集中力量迅速实现出货率、销售量的突破。

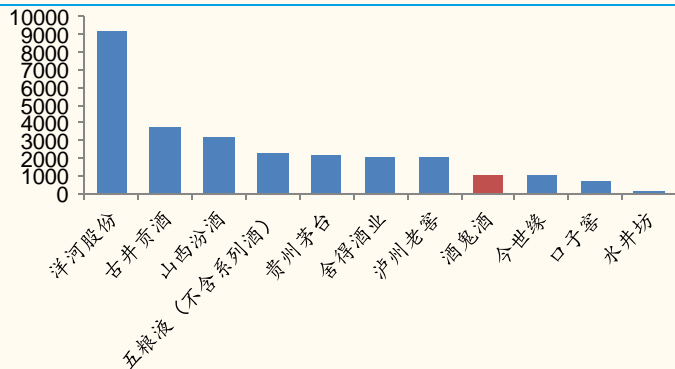
全年招商进度超预期，省外地级市、省内县级市全覆盖。21 年酒鬼酒目标省外地级市覆盖率达 90%以上（20 年为 62%）、省内县级市覆盖率达 100%（20 年为 73.6%），全年计划招商酒鬼系列 400 家、内参系列 180-200 家，H1 净增加经销商 292 家，半年进度超半，新招商贡献约 60%的增量。

图表 29: 2019-2021H1 公司经销商数量 (单位: 个)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 30: 21H1 上市酒企经销商数量 (单位: 个)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

对标次高端酒企，酒鬼系列存在打造大单品的可能。20 年次高端价格带中，水晶剑、梦 3、习酒窖藏 1988 等单品的体量均超 40 亿，三线龙头的井台、八号、品味舍得也达 10 亿级别。酒鬼系列的全国性单品红坛体量仅为 2 亿多，紫坛、省外单品传承 1 亿左右，具备广阔的提升空间。**公司规划未来 2-3 年逐步培养出 1-2 个 10 亿以上的大单品，红坛、传承等发展潜力充足。**

图表 31: 各香型次高端大单品规模 (20 年)

香型	公司	产品	京东零售价	规模 (2020 年)
浓香	泸州老窖	窖龄 (30/60/90)	250/338/556	35 亿左右
		特曲 (老字号)	320	
	今世缘	国缘对开	334	超 10 亿
		国缘四开	535	15 亿左右
	古井贡酒	古 8/古 16/古 20	360/450/700	35-40 亿
	口子窖	口子 10/口子 20	348/448	10 多亿
	洋河股份	天之蓝	344	35-40 亿
		梦 3 (水晶梦)	500	40 亿左右
		梦 6+	768	25 亿左右
	水井坊	臻酿八号	364	10 亿左右
		井台	515	15 亿
		典藏	859	约 1.5 亿
	舍得酒业	品味舍得	425	15 亿左右
智慧舍得		640	2 亿	
剑南春	水晶剑	469	百亿	
酱香	茅台系列酒	王子 (普)	258	超 40 亿
		贵州大曲 (70/80 年)	354/278	超 10 亿
		汉酱	498	超 10 亿
		赖茅 (传承蓝)	488	超 10 亿
	郎酒	红花郎 (10/15 年)	389/576	18 亿

	珍酒	珍酒(15年)	467	超10亿(预估)
	国台	国台国标	549	20-30亿(预估)
	习酒	习酒窖藏1988	617	超50亿
清香	山西汾酒	青花20	465	20-25亿
		青花30	1099	15亿
馥郁香	酒鬼酒	酒鬼红坛	350	10亿
		酒鬼传承	478	
		酒鬼紫坛等	500	

来源：各公司公告，酒业家，国金证券研究所

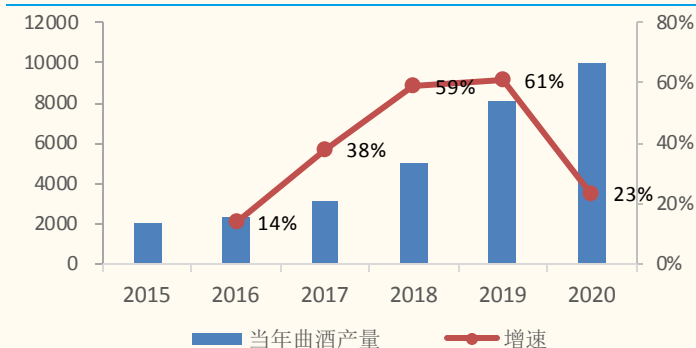
三、盈利预测

3.1 产能测算：基酒储备充足+工程扩建，护航全国化进程

内参、酒鬼在全国化过程中，产能供给充足，无需过分担忧。

- 内参需储藏8年，2012年曲酒产能约1000吨，13-17年的曲酒产量区间为1000-3000吨（20-30%可做内参）。根据我们对内参销量的测算，预计21-25年销量区间为1000-3000吨。部分投资者关注，过去8年曲酒产量不足或导致内参产能存在瓶颈，我们认为：
 - ①据我们测算，预计21-25年销量合计0.9万吨，公司20年底拥有4.1万吨的储蓄型基酒库存（平均酒龄在十年以上），足以满足未来内参供给。
 - ②公司20年基酒产能1万吨（对应内参产能3000吨），实现满负荷生产。21年9月底启动三区工程（一期新增产能3000吨、二期新增7800吨），预计于23年底完工并实现投产。改扩建二区一期工程项目已被董事会通过，工期1年以内。公司到24年产能有望翻倍到2.28万吨（按25-30%折算，对应内参为0.6-0.7万吨），中长期四区工程或将逐步落地，产能供给问题无需过度担忧。

图表 32：历年曲酒产量（吨，2015-2020年）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 33：酒鬼酒在建产能梳理

项目	投入金额	资金来源	建设产能	进展
三区一期工程	7.79亿元	自有资金	新增基酒年产能3000吨、储酒1.6万吨	21年9月底开工，预计23年底完工
三区二期工程	15.11亿元	自有资金	新增基酒年产能7800吨、储酒4000吨	24年基本投产
改扩建生产二区一期工程	1.62亿元	自有资金	新增基酒年产能2000吨	董事会已批准，工期1年内

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 34：酒鬼酒收入预测（按量价拆分）

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入	1511.90	1826.17	3445.20	4728.93	6215.98	7672.22	9083.54
营收 YOY	27.38%	20.79%	88.7%	37.3%	31.4%	23.4%	18.4%
营业成本	336.37	385.86	668.77	851.85	1058.48	1265.77	1451.54
营业毛利	1175.54	1440.31	2776.43	3877.08	5157.49	6406.45	7631.99
毛利率	77.75%	78.87%	80.6%	82.0%	83.0%	83.5%	84.0%
内参系列	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
收入占比	21.9%	31.3%	32.5%	35.6%	37.5%	39.5%	41.3%
销售收入	331.04	572.30	1118.97	1683.15	2332.85	3032.70	3748.42
收入 YOY	35.4%	72.9%	95.5%	50.4%	38.6%	30.0%	23.6%
销售成本	33.48	43.43	84.82	123.71	170.30	219.87	269.89
销售毛利	297.56	528.87	1034.15	1559.44	2162.55	2812.83	3478.53
毛利率	89.89%	92.41%	92.42%	92.65%	92.70%	92.75%	92.80%
销量(吨)	400.0	564.0	1060.3	1463.2	1931.5	2414.3	2897.2

销量 YOY	100.0%	41.0%	88%	38%	32.0%	25%	20.0%
出厂吨价 (万元/吨)	82.8	101.5	105.5	115.0	120.8	125.6	129.4
吨价 YOY	-32.3%	22.6%	4%	9%	5%	4%	3%
酒鬼系列	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
收入占比	66.5%	55.5%	58.9%	55.9%	54.1%	51.9%	50.1%
销售收入	1005.41	1013.61	2029.25	2645.74	3361.41	3981.59	4548.57
收入 YOY	27.6%	0.8%	100.2%	30.4%	27.1%	18.5%	14.2%
销售成本	197.54	209.11	420.46	515.92	621.86	716.69	796.00
销售毛利	807.87	804.51	1608.79	2129.82	2739.55	3264.91	3752.57
毛利率	80.35%	79.37%	79.28%	80.50%	81.50%	82.00%	82.50%
销量 (吨)		3207	5836.7	7179.2	8686.8	9989.8	11188.6
销量 YOY			82%	23%	21%	15%	12%
出厂吨价 (万元/吨)		31.6	34.8	36.9	38.7	39.9	40.7
吨价 YOY			10%	6%	5%	3%	2%
湘泉&其他系列酒	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
收入占比	11.3%	12.9%	8.5%	8.4%	8.3%	8.5%	8.6%
销售收入	170.59	235.43	291.97	395.04	516.71	652.92	781.55
收入 YOY	11.5%	38.0%	24.0%	35.3%	30.8%	26.4%	19.7%
销售成本	102.64	130.49	160.59	209.37	263.52	326.46	382.96
销售毛利	67.95	104.94	131.39	185.67	253.19	326.46	398.59
毛利率	39.83%	44.57%	45.0%	47.0%	49.0%	50.0%	51.0%
销量 (吨)		4192	4443.5	5465.5	6558.6	7673.6	8747.9
销量 YOY			6%	23%	20%	17%	14%
出厂吨价 (万元/吨)		5.6	6.6	7.2	7.9	8.5	8.9
吨价 YOY			17%	10%	9%	8%	5%
其他业务	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
收入占比	0.3%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
销售收入	4.87	4.83	5	5	5	5	5
收入 YOY	208.8%	-0.8%	3.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售成本	2.70	2.84	2.9	2.85	2.8	2.75	2.7
销售毛利	2.16	1.99	2.1	2.15	2.2	2.25	2.3
毛利率	44.5%	41.3%	42%	43%	44%	45%	46%

来源：公司公告，国金证券研究所，标黄为预测值

3.2 收入预测：内参、酒鬼双引擎驱动

- **1) 内参系列：**千元价格带快速扩容，内参通过销售公司独立运作，先通过高利润率开拓渠道；而后全方位借鉴茅五泸成功经验，凭借优质的产品力（曾为政务酒、香型独特、储藏 8 年）、圈层营销（名人堂、价值研讨会）、专卖店的打造巩固消费人群。

分区域看，①省内：严控配额延续，湘酒振兴背景下，我们预计，21 年内参赶超国窖，销售口径实现 8 亿以上收入；22 年延续 20-30% 的增长，25 年湖南高端市场占有率或达 20-25%，销售口径实现接近 20 亿的收入。
②省外：分为三层次市场，四大核心市场精耕细作（京津冀、广东、山东、河南），培育市场借助大商开拓（华东、四川、湖北等），空白市场通过招商基础覆盖（西北、东北等）。21 年内参销售口径下，河南或将过 2 亿，河北、广东、山东均有望过亿，华东近亿，北京、天津几千万，新覆盖的多个百万级别的地级市。我们预计，内参省外 21 年报表端收入 5 亿（占比 45%），25 年销售口径 30 亿（占比 60%），河南市场有望培育至 5-10 亿。
③全国：我们预计，内参 21 年翻倍增长，销售口径 23 年突破 30 亿元、25 年接近 50 亿元。

分量价看，内参阶段性以规模为重，长期目标是量价齐升。当前，省内严控配额降低省内外价差，省外积极招商开拓。7 月 1 日起，焕新升级使战略价上调 80 元，但大商全年打款基本完成，预计提价效果将在明年显现。

- **2) 酒鬼系列：**次高端量价齐升的逻辑强化，有望持续兑现业绩高弹性。①量上，大众消费崛起带动消费升级，疫情后名酒集中度加速提升；②价上，

高端打开价格空间，酱酒热提升价格升级速度。酒鬼 5 年储藏时间可媲美酱酒，10-12 年省内外比例曾达 1:1，本具备一定知名度。酒鬼通过改革逐步梳理产品线（精简 sku，红坛绝对核心、传承区域核心）、提升渠道利润（产品换代升级、成立战略联盟体）、减轻省内外窜货（省内外分开运作），迎来边际改善。21Q2 新红坛成功换代放量，当前，红坛、黄坛等批价对比年初已提升 40-50 元，渠道积极性增强，库存处于良性。

分区域看，①省内：酒鬼过去错失成为强势地产酒的良机，当前省内次高端市场份额位于前三。政策规范湘酒成为公务用酒，酒鬼有望迎来发展机遇。我们预计，21 年酒鬼省内占比约 30%，中长期有望逐步降低。**②省外：**21 年酒鬼酒目标省外地级市覆盖率达 90%以上（20 年为 62%）、省内县级市覆盖率达 100%（20 年为 73.6%）。酒鬼重点发力河南、山东、河北市场（20 年河南 2 亿，山东、河北的内参+酒鬼各 1 亿；预计 21 年河南 2-3 亿，京津冀接近 2 亿，山东和广东 1 亿多），华东、华南等成立战略联盟体实现销量迅速突破。我们预计，21 年省外占比接近 70%。**③全国：**井台、八号、品味舍得等单品规模在 10 亿级以上，酒鬼的红坛、传承 20 年仅 2 亿多、1 亿多，公司规划未来 2-3 年逐步培养出 1-2 个 10 亿以上的大单品，红坛、传承等具备发展潜力。预计酒鬼系列 21 年收入 20 亿元，25 年实现 40 亿以上。

分量价看，21 年新红坛放量+非重点产品调价，助推吨价拉升；未来红坛、传承占比有望提升，内部产品结构优化可期。

- **3) 湘泉及其他系列酒：**未来将加快收缩低效益产品，换代升级主流产品，聚焦盒优、特优（盒优从 50 元提至 100 元），吨价有望持续上行。而其他系列中会推出内品等填补酒鬼系列升级带来的价格带空缺。我们预计，21 年内品省内实现 8000 万，中长期湘泉及其他系列收入占比迈向 10%。

图表 35：酒鬼酒收入预测（按区域拆分）

内参系列	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
收入占比	31.3%	32.5%	35.6%	37.5%	39.5%	41.3%
销售收入	572.30	1118.97	1683.15	2332.85	3032.70	3748.42
收入 YOY	72.9%	95.5%	50.4%	38.6%	30.0%	23.6%
省内收入占比	70%	55%	47%	43%	41%	39%
省内收入	400.61	615.43	791.08	1003.12	1243.41	1461.88
yoy		53.6%	28.5%	26.8%	24.0%	17.6%
省外收入占比	30%	45%	53%	57%	59%	61%
省外收入	171.69	503.54	892.07	1329.72	1789.29	2286.54
yoy		193.3%	77.2%	49.1%	34.6%	27.8%
酒鬼系列	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
收入占比	55.5%	58.9%	55.9%	54.1%	51.9%	50.1%
销售收入	1013.61	2029.25	2645.74	3361.41	3981.59	4548.57
收入 YOY	0.8%	100.2%	30.4%	27.1%	18.5%	14.2%
省内收入占比	35%	30%	28%	26%	25%	24%
省内收入	358.82	608.78	740.81	873.97	995.40	1078.01
yoy		69.7%	21.7%	18.0%	13.9%	8.3%
省外收入占比	65%	70%	72%	74%	75%	76%
省外收入	654.79	1420.48	1904.93	2487.45	2986.20	3470.56
yoy		116.9%	34.1%	30.6%	20.1%	16.2%
湘泉及其他系列	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
收入占比	12.9%	8.5%	8.4%	8.3%	8.5%	8.6%
销售收入	235.43	291.97	395.04	516.71	652.92	781.55
收入 YOY	38.0%	24.0%	35.3%	30.8%	26.4%	19.7%

来源：公司公告，国金证券研究所，标黄为预测值

3.3 利润预测及估值：盈利能力提升具备确定性，22 年目标 PE 为 60 倍

- 1) 利润率：

- ① **毛利率**：内参占比提升驱动结构升级；酒鬼、湘泉内部也在做产品结构升级，我们假设 21-23 年毛利率为 80.6%/82.0%/83.0%。
- ② **费用率**：21Q1-3 销售费率同比+0.12pct，公司招商进展顺利，配套费用投放好于预期，部分本土核心市场费率缩减。22-23 年省外市场持续开拓，山东、河南等相对成熟的市场费率下行，安徽、四川、湖北等培育市场费率提升，中长期成熟市场增加将进一步释放利润。此外，随着销售团队扩张，计提激励奖金的增加，但随着规模效应的显现，预计费率整体稳中有降。

2) **估值**：预计 21-23 年营收同比+89%/37%/31%，归母净利同比+97%/50%/40%，对应 EPS 为 2.98/4.46/6.21 元。我们选取贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、舍得酒业、水井坊 7 家作为估值参考，可比公司 21-23 年预测 PE 均值分别为 48/37/30 倍，PEG 均值约 1.4。考虑公司优于可比公司的成长弹性，给予 22 年 60 倍 PE (PEG 为 1)，目标价 268 元，维持“买入”评级。

图表 36: 可比公司估值对比

股票代码	公司简称	收盘价	总市值	EPS (元/股)				PE			归母净利	PEG (22 年 PE/复合增速)
		(元)	(亿元)	2020	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	20-23 年 CAGR	
600519.SH	贵州茅台	1,753.99	22,033.58	37.17	41.98	48.82	56.15	42	36	31	15%	2.4
000858.SZ	五粮液	205.70	7,984.47	5.14	6.19	7.36	8.65	33	28	24	19%	1.5
000568.SZ	泸州老窖	219.05	3,208.54	4.10	5.25	6.59	8.15	42	33	27	26%	1.3
600809.SH	山西汾酒	297.90	3,634.72	3.55	4.52	6.14	8.02	66	49	37	47%	1.0
000596.SZ	古井贡酒	235.53	1,245.01	3.68	4.50	5.68	6.93	52	41	34	25%	1.6
600702.SH	舍得酒业	182.01	604.40	1.75	3.88	5.55	7.44	47	33	24	62%	0.5
600779.SH	水井坊	128.91	629.56	1.50	2.38	3.12	3.93	54	41	33	38%	1.1
	平均值							48	37	30		1.4
	中位数							47	36	31		1.3
000799.SZ	酒鬼酒	208.12	676.24	1.51	2.98	4.46	6.21	70	47	33	60%	0.8

来源：wind，国金证券研究所，注：酒鬼酒为国金研究所预测，其余均为 wind 一致预期，截至 2021 年 11 月 10 日

四、风险提示

- **区域竞争加剧**：河南、山东、河北、广东等省份地产酒实力弱，本是外来次高端、高端名酒的兵家必争之地。若区域市场竞争格局恶化，竞品名酒费用投放大幅增加，势必将阻碍公司渠道全国化扩张的进程。
- **省内外动销不及预期**：当前，内参、酒鬼的产品体量小，省外市场尚不成熟，增长过半由招商贡献而非真实动销，消费者培育尚需时间，需警惕中长期真实动销乏力的风险。
- **疫情反复风险**：白酒的终端需求包括宴席、餐饮、商务宴请，假设疫情影响加重，消费场景受限，或将制约公司阶段性业绩增长。
- **政策风险**：假设政策层面直接限制白酒消费，限制白酒出厂价提升，加重消费税税负，则可能会对公司盈利产生负面影响。
- **食品安全风险**：若行业或公司发生食品安全问题，将严重挫伤企业本身乃至行业形象。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	1,187	1,512	1,826	3,445	4,729	6,216	货币资金	1,007	1,318	2,154	2,791	3,316	4,304
增长率		27.4%	20.8%	88.7%	37.3%	31.4%	应收款项	257	211	398	445	606	797
主营业务成本	-251	-336	-386	-669	-852	-1,058	存货	822	933	1,027	1,283	1,517	1,740
%销售收入	21.2%	22.2%	21.1%	19.4%	18.0%	17.0%	其他流动资产	10	5	11	14	16	19
毛利	936	1,176	1,440	2,776	3,877	5,157	流动资产	2,095	2,467	3,590	4,532	5,455	6,860
%销售收入	78.8%	77.8%	78.9%	80.6%	82.0%	83.0%	%总资产	73.0%	76.4%	82.8%	84.4%	82.0%	82.3%
营业税金及附加	-190	-241	-285	-524	-714	-936	长期投资	45	101	103	116	116	120
%销售收入	16.0%	16.0%	15.6%	15.2%	15.1%	15.1%	固定资产	496	427	424	491	824	1,080
销售费用	-346	-384	-424	-799	-1,021	-1,256	%总资产	17.3%	13.2%	9.8%	9.1%	12.4%	12.9%
%销售收入	29.1%	25.4%	23.2%	23.2%	21.6%	20.2%	无形资产	96	200	195	207	229	255
管理费用	-128	-147	-146	-193	-255	-329	非流动资产	776	762	747	839	1,193	1,480
%销售收入	10.8%	9.7%	8.0%	5.6%	5.4%	5.3%	%总资产	27.0%	23.6%	17.2%	15.6%	18.0%	17.7%
研发费用	-4	-10	-11	-10	-9	-12	资产总计	2,870	3,229	4,337	5,372	6,648	8,340
%销售收入	0.3%	0.6%	0.6%	0.3%	0.2%	0.2%	短期借款	0	0	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	268	394	575	1,250	1,877	2,624	应付款项	356	418	453	765	965	1,172
%销售收入	22.6%	26.1%	31.5%	36.3%	39.7%	42.2%	其他流动负债	325	366	1,012	1,156	1,423	1,701
财务费用	11	11	28	45	55	69	流动负债	680	784	1,465	1,921	2,388	2,873
%销售收入	-0.9%	-0.7%	-1.5%	-1.3%	-1.2%	-1.1%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-6	18	2	-2	4	2	其他长期负债	10	14	15	14	22	22
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	690	798	1,480	1,935	2,411	2,896
投资收益	18	11	-2	1	2	3	普通股股东权益	2,180	2,430	2,857	3,437	4,238	5,445
%税前利润	6.1%	2.8%	n.a	0.1%	0.1%	0.1%	其中：股本	325	325	325	325	325	325
营业利润	295	400	602	1,294	1,937	2,698	未分配利润	467	710	1,137	1,717	2,518	3,725
营业利润率	24.8%	26.5%	33.0%	37.6%	41.0%	43.4%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	4	1	53	2	2	2	负债股东权益合计	2,870	3,229	4,337	5,372	6,648	8,340
税前利润	299	401	655	1,296	1,939	2,700	比率分析						
利润率	25.2%	26.5%	35.9%	37.6%	41.0%	43.4%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-76	-101	-163	-327	-489	-680	每股指标						
所得税率	25.4%	25.3%	24.9%	25.2%	25.2%	25.2%	每股收益	0.69	0.92	1.51	2.98	4.46	6.21
净利润	223	299	492	970	1,451	2,019	每股净资产	6.71	7.48	8.79	10.58	13.04	16.76
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.65	1.06	2.92	3.55	4.79	6.55
归属于母公司的净利润	223	299	492	970	1,451	2,019	每股股利	0.15	0.20	0.70	1.20	2.00	2.50
净利率	18.8%	19.8%	26.9%	28.1%	30.7%	32.5%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	10.22%	12.32%	17.21%	28.21%	34.23%	37.09%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	7.76%	9.28%	11.34%	18.05%	21.82%	24.21%
净利润	223	299	492	970	1,451	2,019	投入资本收益率	9.16%	12.08%	15.06%	27.15%	33.06%	36.00%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	43	23	43	37	41	48	主营业务收入增长率	35.13%	27.38%	20.79%	88.66%	37.26%	31.45%
非经营收益	-11	-2	6	-4	-4	-5	EBIT增长率	22.04%	46.98%	45.81%	117.48%	50.11%	39.84%
营运资金变动	-42	25	408	151	70	67	净利润增长率	26.45%	34.50%	64.15%	97.21%	49.63%	39.20%
经营活动现金净流	212	346	948	1,153	1,557	2,129	总资产增长率	12.92%	12.49%	34.33%	23.85%	23.77%	25.45%
资本开支	-120	-35	-50	-121	-388	-327	资产管理能力						
投资	200	400	0	-6	-5	-5	应收账款周转天数	1.9	1.5	1.0	1.2	0.9	1.1
其他	23	13	0	1	2	3	存货周转天数	1,162.2	951.9	927.0	700.0	650.0	600.0
投资活动现金净流	102	378	-50	-126	-391	-329	应付账款周转天数	102.7	113.2	131.3	125.0	120.0	120.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	147.2	102.9	79.9	45.2	35.4	30.3
债权募资	0	0	0	0	8	0	偿债能力						
其他	-49	-49	-65	-390	-650	-812	净负债/股东权益	-46.18%	-54.22%	-75.38%	-81.21%	-78.25%	-79.05%
筹资活动现金净流	-49	-49	-65	-390	-642	-812	EBIT利息保障倍数	-24.5	-37.4	-20.8	-28.1	-34.1	-38.3
现金净流量	266	675	834	637	525	988	资产负债率	24.06%	24.72%	34.12%	36.02%	36.26%	34.72%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	5	27	32	51	73
增持	1	13	14	21	2
中性	0	0	0	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	1.17	1.33	1.30	1.32	1.08

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

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

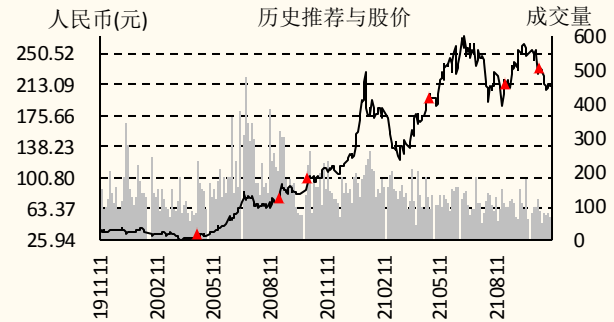
最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-12-22	买入	39.15	50.00 ~ 50.00
2	2020-04-17	买入	29.30	N/A
3	2020-08-27	买入	75.55	N/A
4	2020-10-14	买入	99.63	N/A
5	2021-04-29	买入	203.00	N/A
6	2021-08-27	买入	208.53	N/A
7	2021-10-22	买入	233.41	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

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

特别声明:

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

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

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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

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

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402