



内参酒鬼双轮驱动，酒鬼酒加速回归

核心观点

文化名酒，整理之后再出发。酒鬼酒股份有限公司前身是创建于1956年的吉首酒厂，公司成立超过60载。由于高管层的频繁变动导致公司错过了白酒发展黄金期，再加上公司塑化剂、亿元存款不翼而飞等多起黑天鹅事件发生，酒鬼酒陷入了低谷期。2014年起中粮入主激发新的活力，酒鬼酒全面开启精细化管理，经过多年的改革和发展，酒鬼酒产品矩阵清晰，公司战略目标明确，品牌知名度直线上升。2021年公司预期实现营收34亿元左右，同比增长86%左右，酒鬼酒有望加速回归。

白酒行业消费升级，高端酒、次高端酒扩容空间大。白酒行业已告别以量驱动为主的时代，量减价增，市场份额不断向头部酒企集中。在消费升级的背景下，高端酒量价齐升，从量上看，近4年高端白酒容量CAGR为8.9%，扩容确定性增加。从价上看，消费升级势头持续，高端白酒价格持续上行，名酒企开启了提价潮。同时高端酒的提价使次高端酒更具性价比，为次高端酒的扩容提供了空间。次高端酒品牌众多，市场集中度远不如高端白酒，其市场份额也有逐步向名酒集中的趋势，高端酒、次高端酒市场未来增长潜力大。

公司产品矩阵清晰，内参、酒鬼定位明确，助力公司高速成长。内参系列高端定位坚实，独特的馥郁香工艺和黄氏文化背书助力其夺得高端酒“第四张门票”，在内参销售公司新模式下，其深耕湖南，布局北京、河北、广东等战略市场，紧密捆绑了经销商利益，从而实现了高增长。酒鬼系列产品结构持续优化，在渠道上重点布局优商、大商，借助大商资源发展团购渠道，同时持续在湖南根据地市场及省外重点市场开展核心终端建设，启动全国专卖店布局工作。内参、酒鬼二者势能互补，共同推动酒鬼酒高速成长，公司的成长空间不断打开。

投资建议

考虑到公司的内参系列以及酒鬼系列增长势头强劲，且公司全国化扩张战略稳步推进，我们预计2021/2022/2023年公司的EPS分别为2.90/4.28/6.14元，基于2022年4月28日收盘价154.16元，对应的PE分别为73.30/36.02/25.11X，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

风险提示

经济出现超预期波动；食品安全；改革进度不及预期。

盈利预测

项目(单位:百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1826.17	3408.76	4708.95	6356.14
增长率(%)	20.79	86.66	38.14	34.98
归母净利润	491.61	942.05	1390.81	1994.67
增长率(%)	64.15	91.63	47.64	43.42
EPS(元/股)	1.51	2.90	4.28	6.14
市盈率(P/E)	103.44	73.30	36.02	25.11
市净率(P/B)	17.80	18.57	9.98	7.24

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

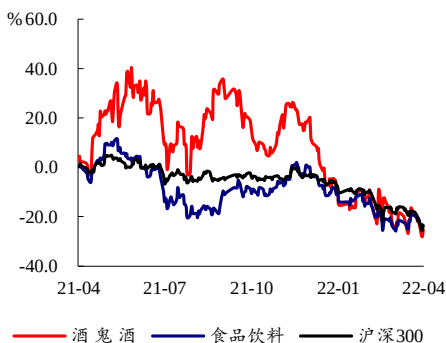
注: 以上数据基于2022年4月28日收盘价154.16元计算所得

评级 强烈推荐(首次覆盖)

报告作者

作者姓名 汪玲
 资格证书 S1710521070001
 电子邮箱 wangl665@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	324.93
流通A股/B股(百万股)	324.93/0.00
资产负债率(%)	31.47
每股净资产(元)	9.66
市净率(倍)	14.95
净资产收益率(加权)	16.40
12个月内最高/最低价	272.73/139.29

相关研究

正文目录

1. 文化名酒，整理之后再出发.....	4
1.1. 品质优秀与文化营销双轮驱动下的头部酒企.....	4
1.2. 回顾历史：波动中错失发展良机，整理之后再出发.....	7
1.2.1. 1997-2002 年：上市后产品一度大卖，经验不足导致经营失控.....	7
1.2.2. 2003-2006 年：成功集团抽逃资金，酒鬼酒被迫寻求新出路.....	8
1.2.3. 2007-2014：全面改制完成，黑天鹅事件频发，酒鬼酒再次陷入困境.....	8
1.2.4. 2014 年-至今：借中粮之力，酒鬼酒品牌价值稳步提升.....	10
1.3. 推进三大核心策略，产品体系持续优化.....	12
2. 行业现状：少喝酒喝好酒观念普及，量缩价升将是常态.....	13
2.1. 白酒：行业经历多次兴衰更替，需求端升级成主要驱动力.....	13
2.1.1. 白酒行业市场规模近 6000 亿，仍处于扩容期.....	13
2.1.2. 白酒消费分层清晰，升级趋势显著.....	14
2.2. 高端酒、次高端酒扩容，未来增长空间较大.....	15
2.2.1. 高端白酒量价齐升，市场集中度高.....	15
2.2.2. 次高端酒扩容速度远超白酒行业，竞争格局尚未固化.....	18
3. 酒鬼酒：产品矩阵清晰，内参、酒鬼系列势能互补，未来增长潜力大.....	20
3.1. 内参：馥郁香型和黄氏文化助力其抢夺高端酒“第四张门票”.....	20
3.1.1. 产品端：具备高端酒基因，差异化优势突出.....	20
3.1.2. 渠道端：成立内参销售公司，深耕湖南市场，布局省外重点市场.....	20
3.1.3. 品牌端：圈层营销打入高端群体，品牌知名度直线上升.....	22
3.2. 酒鬼：次高端市场加速扩容，酒鬼系列空间广阔.....	24
3.2.1. 产品端：优化 SKU，产品持续聚焦.....	24
3.2.2. 渠道端：内参、酒鬼分开运作，酒鬼系列具备全国化基础.....	24
3.2.3. 品牌端：举办多场馥郁荟活动，加大推广力度.....	25
3.3. 高盈利能力+费用精准投放+营运能力提升推动酒鬼酒高速增长.....	25
4. 盈利预测.....	27
5. 风险提示.....	28

图表目录

图表 1. 酒鬼酒是湖南省龙头企业.....	4
图表 2. 酒鬼酒位于北纬 30 度黄金酿酒纬度带.....	5
图表 3. 酒鬼酒位于全国罕见的“三个自然带”上.....	5
图表 4. 馥郁香型白酒酿制工艺要求较高且有众多要点.....	6
图表 5. 酒鬼酒形象由艺术大师黄永玉亲自设计.....	7
图表 6. 酒鬼酒包装极具文化特色.....	7
图表 7. 1998 年酒鬼酒归母净利润位居行业第二.....	8
图表 8. 2002 年非典疫情和公司激进策略导致严重亏损.....	8
图表 9. 截至 2007 年年底，中皇有限公司为酒鬼酒第一大股东.....	9
图表 10. 2013-2014 年遭受多起黑天鹅事件，公司进入低谷期.....	10
图表 11. 中粮入主，酒鬼酒精细化管理全面开启.....	11
图表 12. 中粮入主后业绩逐渐改善.....	12
图表 13. 酒鬼酒产品矩阵.....	13
图表 14. 中国白酒市场规模（亿元）.....	14
图表 15. 酒类 CPI 近年来较为稳定.....	14

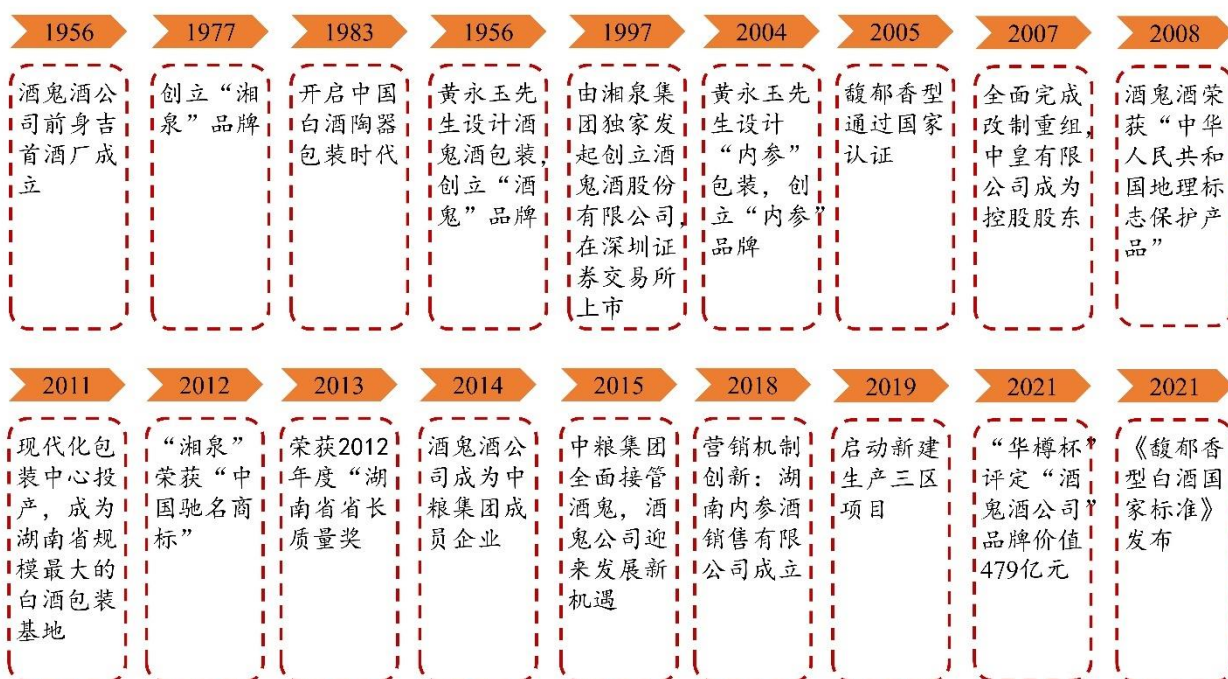
图表 16.	人均可支配收入上升，消费需求开始升级.....	14
图表 17.	2020 年高端白酒以及次高端白酒市场规模占比合计为 36%.....	15
图表 18.	2023 年高端白酒以及次高端白酒市场规模占比合计预计为 45%.....	15
图表 19.	前八大上市酒企收入利润对白酒行业占比逐年上升.....	15
图表 20.	我国高净值人群数量和财富稳定增长.....	16
图表 21.	高端白酒开启了提价潮.....	17
图表 22.	众名酒企中贵州茅台品牌力最强，企业品牌价值最高.....	17
图表 23.	次高端酒市场持续扩容.....	18
图表 24.	次高端酒市场竞争格局（2020）分散，各酒企市占率较低.....	19
图表 25.	次高端酒市场集中度逐年上升.....	19
图表 26.	内参销售公司运作模式.....	21
图表 27.	2017-2021H1 内参系列营收高速增长.....	21
图表 28.	2021 年内参销量有望接近千吨.....	21
图表 29.	各地区经销商数量（家）逐年增加.....	22
图表 30.	内参酒圈层营销之路.....	23
图表 31.	公司销售费用逐年上升.....	23
图表 32.	近几年酒鬼系列加速回归.....	24
图表 33.	酒鬼酒净利率（%）近年来处于快速上升趋势.....	26
图表 34.	酒鬼酒的存货周转率（次）处于较低水平.....	26
图表 35.	酒鬼酒的总资产周转率（次）稳定上升.....	26
图表 36.	酒鬼酒的销售费用率（%）仅次于水井坊.....	27
图表 37.	酒鬼酒的财务费用率（%）下降幅度最大.....	27
图表 38.	酒鬼酒的管理费用率（%）逐年下降.....	27
图表 39.	酒鬼酒的研发费用率（%）水平较低.....	27

1. 文化名酒，整理之后再出发

1.1. 品质优秀与文化营销双轮驱动下的头部酒企

公司成立超过 60 载，已成长为湖南省龙头企业。酒鬼酒股份有限公司前身是创建于 1956 年的湘西州第一家作坊酒厂吉首酒厂，其 1996 年改制为湖南湘泉集团有限公司，是湖南省 50 家最早进行现代企业制度改革的企业之一。1997 年由湘泉集团独家发起创立酒鬼酒股份有限公司，随后在深圳证券交易所上市。公司是湖南省农业产业化龙头企业，是湘西州最大的工业企业。

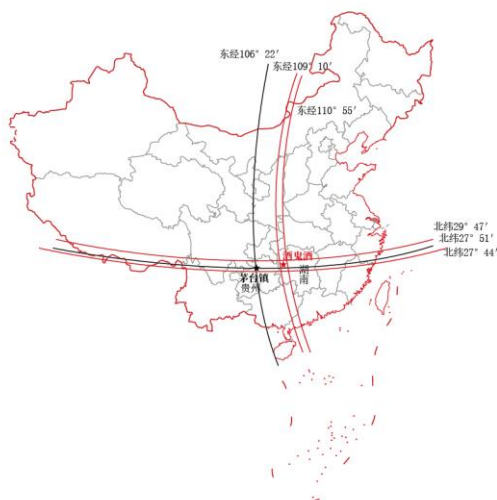
图表1. 酒鬼酒是湖南省龙头企业



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

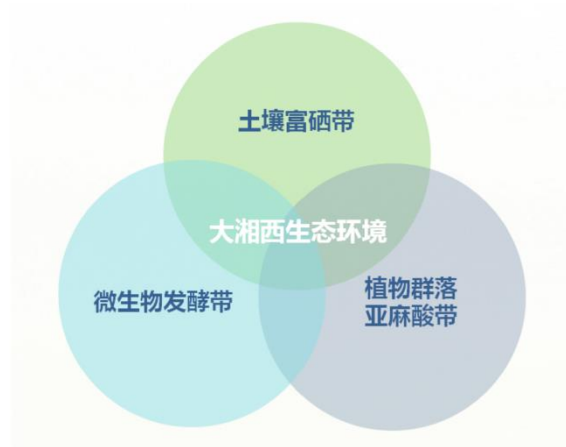
独特且优越的自然环境保障了酒鬼酒卓越的品质。优质白酒的酿造对于自然环境的要求较高，湘西位于北纬 30 度黄金酿酒纬度带，除了酒鬼酒的馥郁香外，此维度上还坐落着贵州酱香酒产区、四川浓香酒产区，得天独厚的地理优势是酒鬼酒卓越产品品质的先天保障。且酒鬼酒位于全国罕见的“三个自然带”上，即气候上的微生物发酵带、土壤中的富硒带以及植物群落的亚麻酸带，独特的自然环境使得酒鬼酒天然就带着高端性与稀缺性的标签。水是另一决定白酒品质的重要原料，泉水的品质在很大程度上决定了白酒的品质，中国的优质酒产地往往均有优质的泉水，如茅台的赤水河、五粮液的岷江，而酒鬼酒依托泉水水质清芬甘醇的三眼泉，酿出的酒也在品质上具有先天优势。

图表2. 酒鬼酒位于北纬 30 度黄金酿酒纬度带



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

图表3. 酒鬼酒位于全国罕见的“三个自然带”上



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

独特工艺打造馥郁香型，成为另一白酒国标香型。酒鬼酒的酿造工艺也别具特色，公司独创中国馥郁香型白酒酿酒工艺，在中国白酒业中独树一帜。馥郁香型白酒酿造工艺是酒鬼酒在传承湘西民间白酒酿造工艺的基础之上，加之以现代大曲、小曲的工艺优点，最终形成了独具特色的馥郁香型酿造工艺。馥郁香型创造性地将白酒三大香型集于一身，其具有“前浓、中清、后酱”的“一口三香”的口感特征。2021 年国家市场监督管理总局发布的《中华人民共和国国家标准公告（2021 第 3 号）》中包含了馥郁香型白酒国家标准，这也标志着馥郁香型正式成为了中国第十一大白酒国标香型。

图表4. 馥郁香型白酒酿制工艺要求较高且有众多要点

工艺要点	内容
多粮颗粒原料	采用高粱、糯米、大米、小麦和玉米五粮配方，并且在行业内第一家采用小曲多粮糖化生产技术。高粱要浸泡、粮食要清蒸，酒中带来复合的粮食香气。
小曲培菌糖化	小曲培菌糖化相当于二次制曲，再次网罗环境中的微生物。料醅在培菌过程中网罗了空气中的大量微生物，同时，部分淀粉转化为还原糖，并形成一定量的呈香前体物质，是南方小曲清香型白酒的典型工艺。小曲培菌糖化是酒鬼酒生产工艺的重要特征，这也是与浓香型白酒工艺的主要区别之一。
大曲配醅发酵	将糖化好的料进行配糟加大曲入小泥窖续糟发酵的独特工艺，是馥郁香型对浓香型大曲酒生产工艺的继承和发展。馥郁香型白酒生产采用中偏高温大曲，培养时间较长，最高温度达62℃，采用架式与地面培养相结合的立体培养方式。
窖泥提质增香	酒鬼生产使用的发酵窖池为泥质小窖。窖池四壁及窖底的窖泥均是精心培养、品质优良的人工老窖，它是形成酒鬼酒独特风格的基本保障。
粮醅清蒸清烧	清蒸清烧即蒸粮与馏酒完全分开进行，有利于保持酒体的净爽感，与清香型白酒操作方法类似。与传统的老五甑操作法有着本质的不同。蒸馏时严格执行分层上甑、掐头去尾、分类、级接酒，按类入库贮存（63℃）。
洞穴储存陈酿	湘西溶洞藏于地层，且多阴河伏流，其内气温一般不超过20度，湿度不低于80%，地面温湿变化对其影响不大。这种恒温恒湿避光的天然条件下，通过缓慢、均匀的物理化学变化，不断的分子缔合，酒体自然老熟，改善了酒的口感，提高了酒的质量。
精心组合勾兑	为保证出厂酒鬼酒的质量平衡稳定、酒体完美、风格突出，细致、精心的勾兑调味这一工艺环节成了关键。

资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

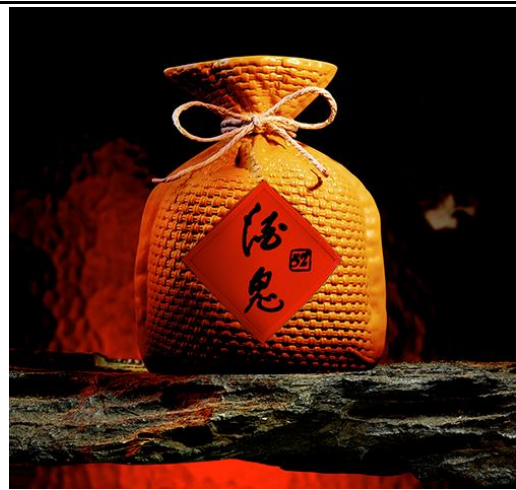
优秀的品质以及文化气息使得酒鬼酒曾经风光无限。由于白酒的生产对于自然资源具有极大的依赖性，同时卓越的自然资源以及地理优势具有不可替代性，酒鬼酒依托其极为优秀的先天条件在品质上形成了自己的特色。在营销层面，酒鬼酒更是中国文化酒的开创者，其创办了中国白酒企业第一份文化报《湘泉之友》，当时《湘泉之友》有4个版，第一版宣传党的方针政策，第二版、第三版宣传酒文化，第四版纯粹是让文人尽情发挥，当时吸引了王蒙、艾青、蒋子龙以及中国台湾诗人洛夫等一批文人专程到湘西进行参观。在外观方面，酒鬼酒、内参酒、湘泉酒系列产品均由中国美术大师、“画坛鬼才”黄永玉题名设计，开启了中国白酒陶瓷包装时代。自身过硬的素质以及文化白酒的气息使得酒鬼酒曾经风光无限，根据著名作家郑作时《酒鬼计》的描述，1996年湘泉集团北方营业部每天都有经营者提货，酒鬼酒面临着供不应求的局面，酒鬼酒的价格也从1993年开始就已经超过了茅台。上市后名声与盈利能力达到新高度，酒鬼酒盛极一时。在1998年，酒鬼酒的归母净利润达到了1.96亿元，位于行业第二位，仅次于五粮液，高于贵州茅台的1.47亿元。

图表5. 酒鬼酒形象由艺术大师黄永玉亲自设计



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

图表6. 酒鬼酒包装极具文化特色



资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

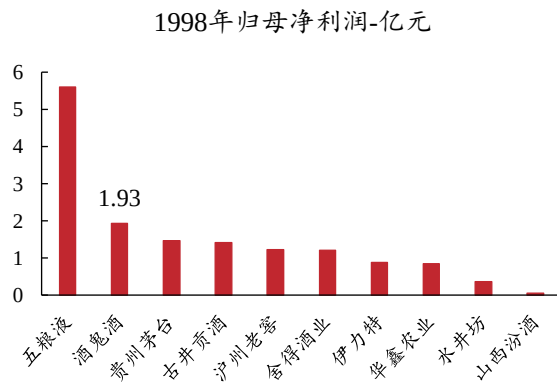
1.2. 回顾历史：波动中错失发展良机，整理之后再出发

1.2.1. 1997-2002 年：上市后产品一度大卖，经验不足导致经营失控

渠道变革失策，市场一片混乱。1998 年，酒鬼酒公司开始建立新销售体系，进行销售渠道端的改革。相继在北京、上海等地设立办事处，开始自己分销，改变了过去由各省代理商经营的做法。利润水平一度高过贵州茅台，仅次于五粮液，位居行业第二。随后公司开始通过不断提价，挤占经销商利润，与经销商矛盾加深。此外，公司内部管理混乱，出现抢地盘、打价格战甚至进行赊账等一系列“自相残杀”的事件，截至 2000 年底，造成公司应收账款 7 亿元，存货囤积，金额高达 3 亿。

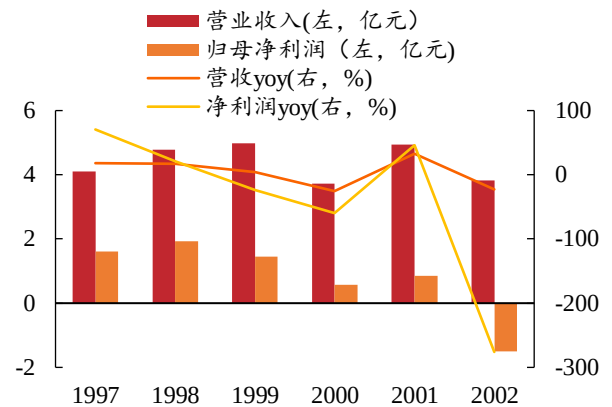
多元化路线使得酒鬼酒盈利能力大幅下降。随着酒鬼酒在全国范围内热卖，公司知名度提高，酒鬼酒市场需求急速上升，公司开始盲目扩展多元化业务，扩大经营范围。但由于白酒行业竞争激烈，市场产能过剩，酒鬼酒销量由 1999 年的 4990 吨下滑到 2000 年的 3719 吨。此外，湘泉集团投资建设的湘泉大酒店、常德德山和武陵酒厂也连年亏损。2002 年，湘泉集团为缓解资金周转困难，不定期向酒鬼酒公司借入短期周转金，累计金额达 7.69 亿元，此外，公司还为湘泉集团提供高达 5082 万元的担保贷款。由于公司价格、管理、渠道网络体系还处于完善之中，销售费用居高不下，产品市场占有率低，影响了公司的盈利能力，2002 年酒鬼酒公司净利润同比下降 269.19%，一度陷入困境。

图表7. 1998 年酒鬼酒归母净利润位居行业第二



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表8. 2002 年非典疫情和公司激进策略导致严重亏损



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

1.2.2. 2003-2006 年：成功集团抽逃资金，酒鬼酒被迫寻求新出路

成功集团受让湘泉股份，成为公司第一大股东。湘泉集团为了解决自身的债务问题，分两次转让了手中的国有法人股。第一次于 2003 年 7 月 14 日，湘泉集团将 8800 万股（占本公司总股本的 29.04%）过户给成功集团，成功集团成为本公司第二大股东。此时湘泉仍为公司第一大股东。第二次于 2003 年 12 月 12 日，湘泉集团将 3000 万股过户给上海鸿仪投资发展有限公司，过户完毕后，成功集团持有本公司股份 8800 万股，占公司总股本的 29.04%，成为本公司第一大股东，湘泉集团共持有本公司股份 7780 万股，占本公司总股本的 25.67%，为本公司的第二大股东。

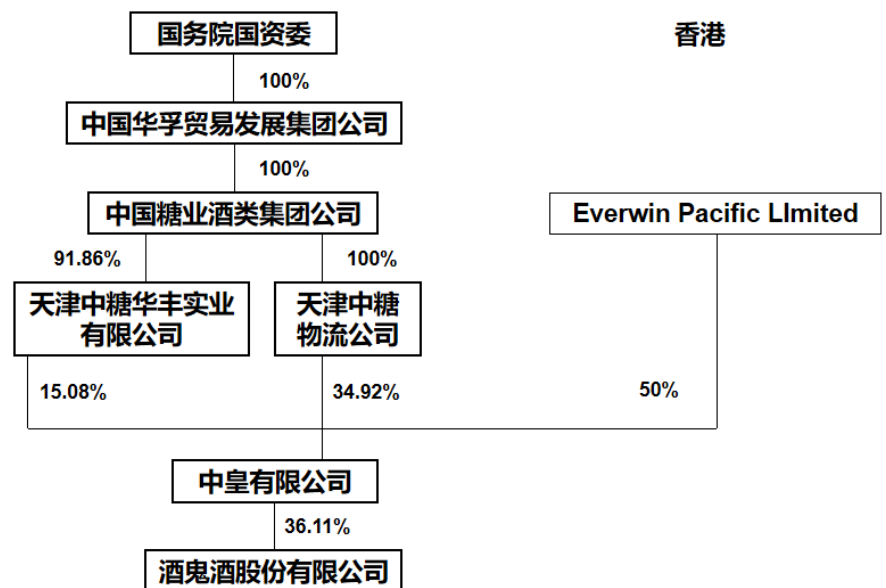
成功集团资金抽逃致公司陷入困境，酒鬼酒寻求新的重组路径。2005 年，成功集团及其关联方从酒鬼酒公司抽逃 4.15 亿巨资后，公司在产品、金融和证券市场的形象受到较大影响，销售市场一直没有起色，生产开工不足，资产、人力和能源闲置浪费严重，成本费用增大。加之公司应付款项不断增加，公司短长期借款 4.67 亿元，主要借款涉讼金额达 2.94 亿元，债权人催款力度加大，且公司前三大股东持有的公司股权共 19580 万股（占公司总股本的 64.61%）均被司法冻结，酒鬼酒公司大部分土地和房产均被债权人进行司法冻结或查封。公司生产经营资金严重紧缺，导致公司当年亏损 2.8 亿元，净利润同比增速为-982.20%，呈断崖式下滑。公司同时也备受其他关联企业的拖累，生产经营每况愈下，急需进行企业改制和重组，寻求新的出路。

1.2.3. 2007-2014：全面改制完成，黑天鹅事件频发，酒鬼酒再次陷入困境

中皇有限公司成为控股股东，酒鬼酒经营不断优化。2007 年，成功集团、湘泉集团、上海鸿仪三家公司持有的公司法人股权先后被司法拍卖，在 2017 年年底时，中皇有限公司持有酒鬼酒公司 7943 万股，占总股本的

36.11%，成为公司第一大股东。中皇有限公司入主后，企业完成改制，转换企业经营机制。一方面迎接北京奥运，开启洞藏酒鬼。推出具有纪念、收藏、鉴赏价值和庆功、礼仪功能的 2008 洞藏酒鬼酒，为中国北京奥运会争光添彩。另一方面实行聚焦战略，重构销售思路，注重开发湖南本土市场。酒鬼酒公司通过与中国糖酒集团达成合作协议，补足了终端销售不足的短板。中国糖酒同时也协助酒鬼酒公司在全国设立营销机构或办事处等分支机构，使酒鬼酒公司进一步优化营销网络。

图表9. 截至 2007 年年底，中皇有限公司为酒鬼酒第一大股东



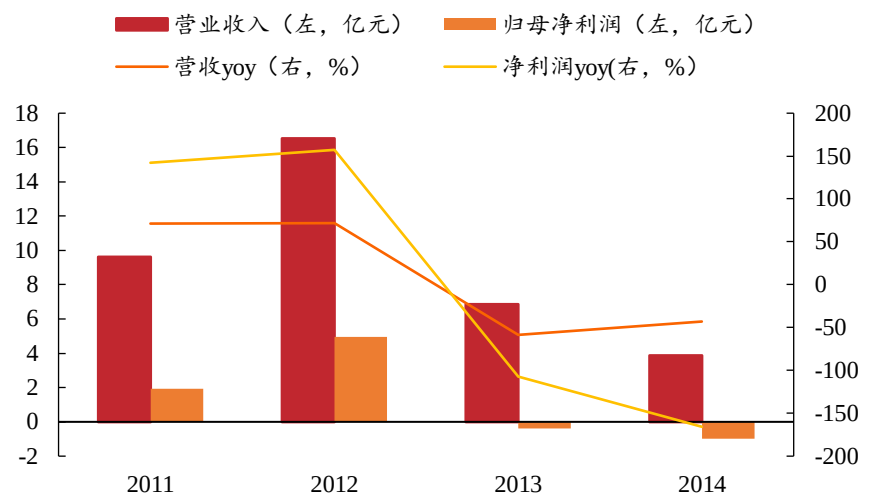
资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

复兴酒鬼，重振旗鼓，公司进入快速发展期。2009 年，为进一步扎实推进公司战略，管理层迎来三大帮手。前五粮液总经理徐可强出任酒鬼酒总经理，五粮液子品牌“百年老店”缔造者韩经纬成为常务副总经理，全面接管市场营销，五粮液前车间主任曾盛全主管酒鬼酒技术和生产，三人合力助力酒鬼酒的复兴。在营销策略方面，围绕“精耕湖南、控制终端、突出重点、复兴全国”营销思路，公司对重点市场采用大客户运作模式和区域性自控终端运作模式，建立了湖南根据地市场，着力巩固本土市场的基础性地位；启动了广东、山东、北京、河北等全国重点市场，成立了湖南片区、山东片区、华北片区、广东片区等全国重点市场作战指挥部。通过调整市场布局、健全销售网络、探索销售模式，为全面复兴酒鬼、启动全国市场打下了坚实基础。在产品策略方面，形成了以内参酒和洞藏酒为超高端产品、以 52°精品酒鬼酒和封坛年份酒鬼酒为标杆产品、以湘泉系列为中低端产品的产品体系。公司产品结构、产品体系更加优化，产品概念、产品文化更加丰富，产品价格体系更加科学。公司在 2009 年扭亏为盈，在随后的几年中，公司业绩飞速增长，公司在 2012 年的业绩达到历史最高点，实现营业收入 16.5

亿元。

黑天鹅事件频发，公司再入低谷，进入调整期。2012年，随着禁酒令的出台，政务消费下降挤压行业需求，渠道动销缓慢，行业遭遇寒冬。同年年底，酒鬼酒爆出塑化剂事件，被全国各地的商超下架。虽然公司反应迅速，于2012年11月底完成全部整改工作，但酒鬼酒在市场上的消费信心已经严重受损，公司经营出现了严重下滑。而在2013年酒鬼酒子公司的1亿元存款分三次被盗转，又一次向公众暴露了公司内部资金管理不当的问题，酒鬼酒的发展也再次遇到了重大挑战，公司营业收入由2012年的16.52亿迅速下滑到2014年的3.88亿，公司进入了调整期。

图表10. 2013-2014年遭受多起黑天鹅事件，公司进入低谷期



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

1.2.4. 2014年-至今：借中粮之力，酒鬼酒品牌价值稳步提升

中粮入主激发新活力，酒鬼酒管理改善。2014年，国资委百分百控股的中粮集团合并中国华孚贸易发展集团公司，酒鬼酒的最终控制人变为中粮集团有限公司。在上市的24年里，公司经历了三次大股东易主、12任（代）董事长、8任总经理，管理层非常不稳定，经营方针也难以有效执行。2019年之后中粮酒业先后向酒鬼酒派驻多名高管，中粮系高管入驻后酒鬼酒在组织架构、薪酬激励、产品策略、市场管理、公司内部治理等方面进行了改革，酒鬼酒公司精细化管理能力加强。目前现任董事长王浩曾在中粮集团担任财务、纪检、审计监察、法律风控等部门的负责人，并于2017年任中粮酒业董事长，在公司内部治理方面有丰富经验。

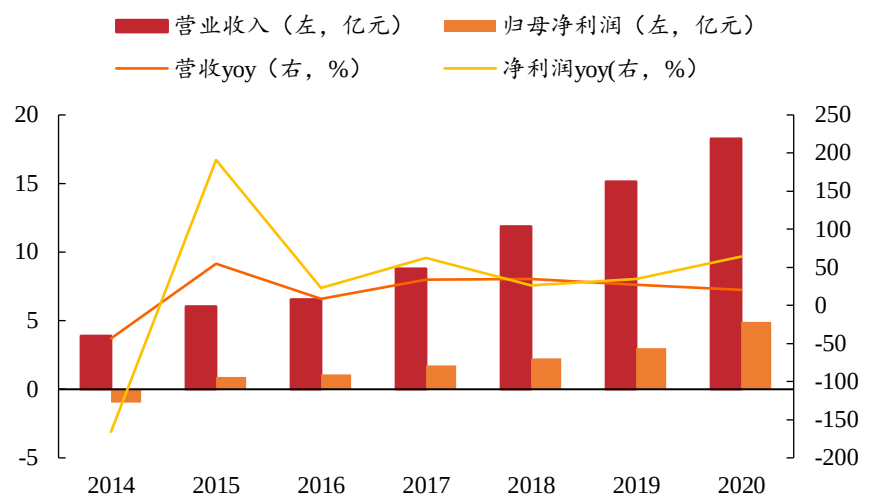
图表11. 中粮入主，酒鬼酒精细化管理全面开启

改革形式	改革内容
组织架构	公司组织架构由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。进一步加强人员梯队建设，不断合理优化队伍，促进队伍年轻化、专业化。2021年，公司以“创新驱动”为核心，推动人才体系发展，加强培训力度。培训计划开班率达80%以上，全员培训覆盖率达80%以上，提高整体人员素质。
薪酬激励	公司创新薪酬考核机制和激励机制，实施了新的中高层绩效考核方案。以岗位价值和个人价值为基础，完成全体员工薪酬套改工作，将绩效结果与月度、季度、年度奖金挂钩，全面推进以业绩为导向的分配和任用机制。高管人员薪酬实行年薪制“基本薪酬+年度奖励薪酬+三年任期激励奖金”。其中：基本薪酬按月考核发放，年度奖励薪酬依据年度考评结果确定发放计划，三年任期激励奖金期满后根据考核结果核算发放。这样短期和长期激励相结合，更符合目前公司战略目标。
品牌建设	公司坚持以“中国文化酒的引领者”为战略使命，围绕酒鬼酒馥郁香品牌定位，明确了品牌建设年度战略目标，聚焦“聚势”、“造事”、“拓市”三个方向，优化品牌传播策略，提升品牌推广形式。通过持续品牌投入和一系列品牌建设举措，酒鬼酒品牌价值得到快速提升，在2020年华樽杯评选中，酒鬼酒的品牌价值评定为396亿，较2019年的318亿，提升了25%，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；红坛酒鬼被评为中国馥郁香型白酒领袖品牌；传承酒鬼荣获中国十大经典明星单品。根据凯度消费调研显示，消费者购买转化率提升了32%，品牌忠诚度提高了40%。
市场管理	公司依靠模式创新、一地一策实现客户快速布局，省内基本实现扁平化。2020年湖南省县级市场覆盖率由年初的48.3%提高到了年末的73.6%。随着产品结构的持续优化，2020年，52度内参酒、红坛酒鬼、传承酒鬼销售占比分别提升到26%、12%和7%，战略大单品已具备雏形。酒鬼全年新开专卖店93家，达到了176家。内参全年新开专卖店65家，达到了88家。2020年，公司加强厂商合作开拓市场，全国省会级城市覆盖率达97%，地级城市覆盖率由年初的56%提高到了年末的62%。
内部治理	公司继续推进激励机制、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，形成“共创价值、共同成长、共享馥郁”的创业文化，构建投资者、经营者、消费者共同价值体系。防止公司类似过去的股东抽逃资金、1亿巨款失踪等事件的发生。

资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

中粮集团实力强劲，酒鬼酒步入快速发展期。 中粮作为综合性食品集团，是中国最大的粮油食品企业。其产业覆盖农产品、粮油食品、饮料、酒业、糖业、饲料、肉食、地产、金融等。中粮入主后，公司各项战略稳步落地，业绩逐渐改善。酒鬼酒公司营业收入由2016年的6.6亿元，增长至2020年的18.26亿元，CAGR为28.89%；其中内参酒与酒鬼酒系列增长亮眼，两者合计营业收入由2016年的5.3亿增长至2020年的15.86亿元，营收占比由80.2%升至86.84%。目前中粮集团已经将“酒鬼酒”作为集团五个重点发展的品牌之一，借助中粮系统影响力，酒鬼酒围绕内参酒及酒鬼系列高频开展圈层营销活动，品牌影响力得以迅速提升。

图表12. 中粮入主后业绩逐渐改善



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

1.3. 推进三大核心策略，产品体系持续优化

产品定位明确，中高端产品扎实布局。随着公司近年来的战略调整和市场端的需求升级，近几年公司核心支柱产品和优化产品布局的路径逐渐清晰。2016年，公司确定了“内参”、“酒鬼”、“湘泉”三大品牌线、八大重点产品（52度500ml内参酒、52度500ml红坛酒鬼酒、52度500ml紫坛酒鬼酒、52度500ml精品酒鬼酒、50度500ml酒鬼酒、简优湘泉酒、盒优湘泉酒、彩陶湘泉酒），以内参酒为高端形象大单品，以“高度柔和”红坛酒鬼酒为首个核心战略大单品。提出“内参”酒系列稳价增量、“酒鬼”系列量价齐升、“湘泉”系列增品增量的三大核心策略。重点打造以内参酒系列酒、酒鬼系列酒主导的中高端产品线，加速扩展核心战略大单品的市场占有率和盈利能力。2020年，公司实现营业收入18.26亿元，同比增长20.79%；实现归母净利润4.92亿元，同比增长64.15%。其中内参系列酒营业收入同比增加72.88%，占总营业收入的31.34%，毛利率为92.41%。酒鬼系列酒营业收入占总营业收入的55.5%，毛利率为79.37%。

图表13. 酒鬼酒产品矩阵

系列	产品定位	销量占比	收入占比	主要产品	终端价 (500ml)	产品图片
内参系列	高端	7%	31%	内参高尔夫版-52 度	2999	
				内参大师版-52 度	2899	
				内参生肖酒-52 度	2019	
				内参-58 度	1999	
				内参-54 度	1599	
				内参-52 度	1499	
酒鬼系列	次高端	26%	55%	酒鬼紫坛-52 度	698	
				酒鬼红坛-52 度	598	
				酒鬼传承-52 度	478	
				酒鬼黄坛-52 度	289	
				酒鬼原浆-52 度	239	
				酒鬼内品-52 度	228	
湘泉系列	中低端	67%	9%	湘泉湘聚-52 度	158	
				湘泉城事-52 度	128	
				湘泉优盒-52 度	79	
				湘泉老坛-52 度	59	

资料来源：酒鬼酒官网，京东商城（2022 年 4 月 27 日），东亚前海证券研究所

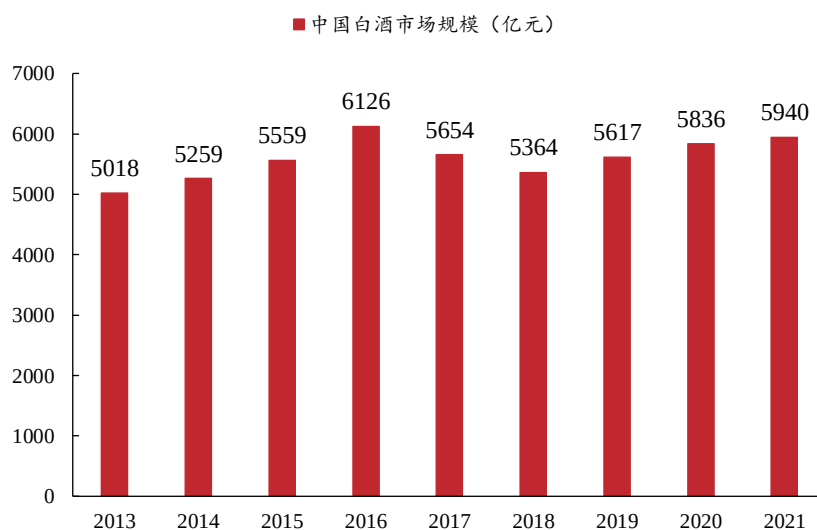
2. 行业现状：少喝酒喝好酒观念普及，量缩价升将是常态

2.1. 白酒：行业经历多次兴衰更替，需求端升级成主要驱动力

2.1.1. 白酒行业市场规模近 6000 亿，仍处于扩容期

白酒行业的核心驱动因素随着宏观经济波动和行业政策变动周期更迭，中国白酒行业市场规模近年来维持在 5800 亿左右的水平。行业经历三起三落，在不同的消费水平阶段，驱动因素显示出明显的差异。随着消费升级，白酒市场由原先的供给决定消费正在向需求决定消费转变，即产品有差别向需求有差别转变。根据国家统计局数据，2018 年以后，规模以上白酒企业销售额恢复增长，2020 年规模以上企业营业额达 5836 亿元，同比增长 3.90%。根据艾媒咨询，2021 年中国白酒市场规模达到 5940 亿元。

图表14. 中国白酒市场规模（亿元）



资料来源：国家统计局，艾媒咨询，东亚前海证券研究所

2.1.2. 白酒消费分层清晰，升级趋势显著

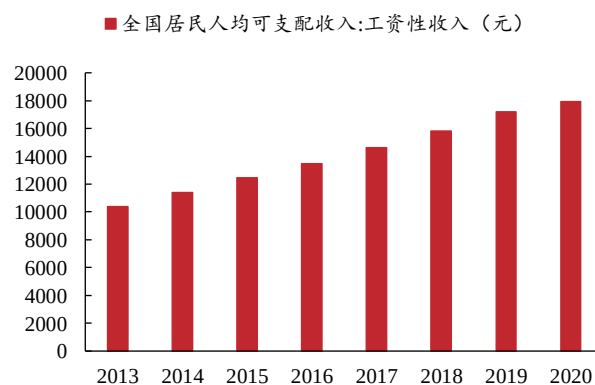
目前我国正处于消费升级的初级阶段，酒类有望持续受益。随着人均可支配收入的上升，2015年之后我国的消费需求不断由量向质进行转变，消费增速放缓，消费结构开始深度调整。并且我国烟酒类消费者物价指数（CPI）近年来保持在较为稳定的水平，在酒类方面仍然具有很大的消费潜力。

图表15. 酒类 CPI 近年来较为稳定



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表16. 人均可支配收入上升，消费需求开始升级

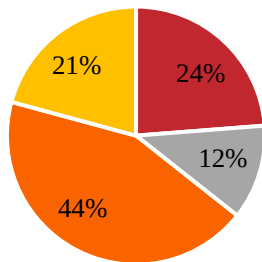


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

消费升级趋势之下，高端白酒以及次高端白酒价格带市场规模快速扩大。根据不同的价格档次，可以将白酒划分为高端型（600 元以上）、次高端型（300-600 元）、中端型（100-300 元）和低端型（100 元以下）四种，根据酒业家数据，2020 年高端白酒以及次高端白酒市场规模占比合计为 36%，预计到 2023 年其合计占比将达到 45%。

图表17. 2020 年高端白酒以及次高端白酒市场规模占比合计为 36%

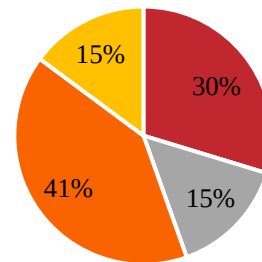
■ 高端 ■ 次高端 ■ 中端 ■ 低端



资料来源：酒业家，东亚前海证券研究所

图表18. 2023 年高端白酒以及次高端白酒市场规模占比合计预计为 45%

■ 高端 ■ 次高端 ■ 中端 ■ 低端



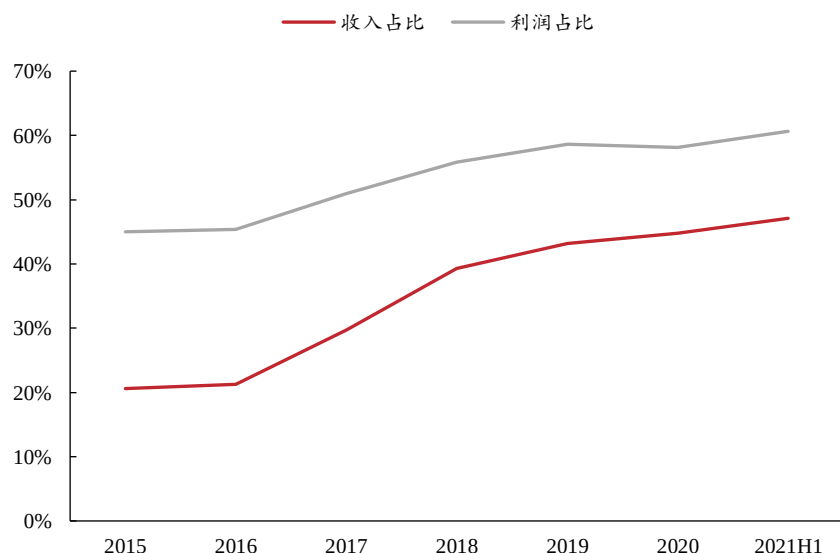
资料来源：酒业家，东亚前海证券研究所

2.2. 高端酒、次高端酒扩容，未来增长空间较大

2.2.1. 高端白酒量价齐升，市场集中度高

白酒行业已告别以量驱动为主的时代，量减价增，市场份额不断向头部集中。2015 年-2020 年，白酒行业产量 CAGR 为-10.80%，利润 CAGR 为 17%。随着消费需求端的升级，消费者品牌意识加强，白酒行业开始向优势企业和产区集中。2015-2021H1 前八大白酒上市公司收入占行业总收入的比例从 20.60%增加到 47.10%，利润占比从 45%增加到 60.64%。在这一过程中，高端白酒呈现出持续扩容态势。

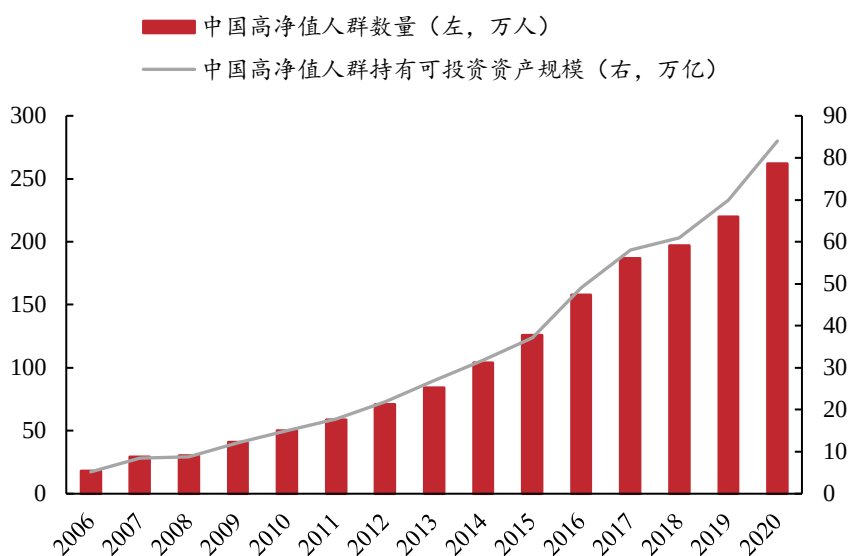
图表19. 前八大上市酒企收入利润对白酒行业占比逐年上升



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

从量上看，2019-2025 年高端白酒整体销量 CAGR 或将达到 7.48%，持续扩容确定性增加。以茅台、五粮液、国窖作为高端白酒的代表，根据前瞻产业研究院数据，2019-2025 年，飞天、普五、国窖的销量或将分别以 6%、6%和 13%的复合增长率增长，整体销量 CAGR 或将达到为 7.48%。2021 年我国 GDP 增速达到 8.1%，经济发展韧性较强，高净值人群数量也呈现稳定增长趋势，由 2016 年的 158 万人增长到了 2020 年的 262 万人，CAGR 为 13.5%，并且他们的财富也从 49 万亿增加到 84 万亿，CAGR 为 14.43%。高净值人群数量和高净值人群财富的稳定增长，在需求端为高端白酒的持续扩容提供了基础。

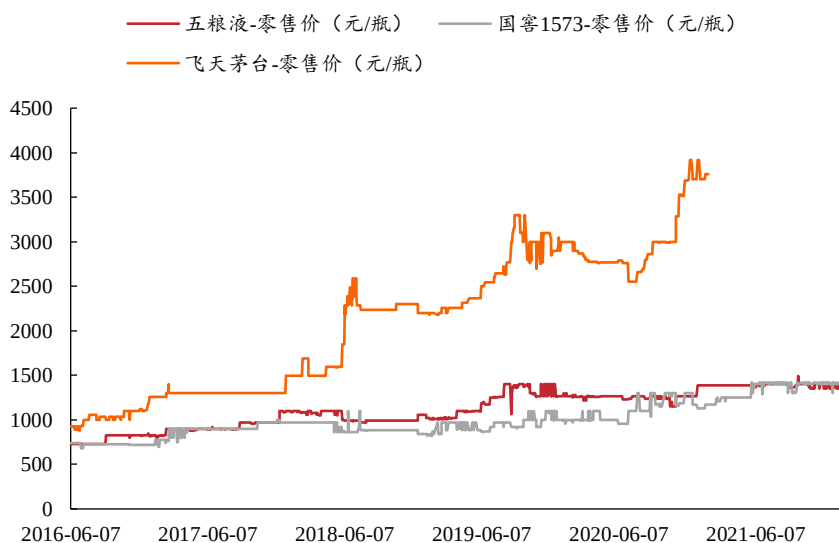
图表20. 我国高净值人群数量和财富稳定增长



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

从价上看，消费升级势头持续，高端白酒价格持续上行。随着居民可支配收入的提升，行业消费升级趋势持续，近年来白酒行业的吨价也在显著提升。根据同花顺 iFinD 数据，2017 年-2021 年期间，五粮液在京东零售价复合增速为 13.77%，国窖 1573 在京东零售价复合增速为 11.90%，飞天茅台在京东零售价复合增速为 34.45%。

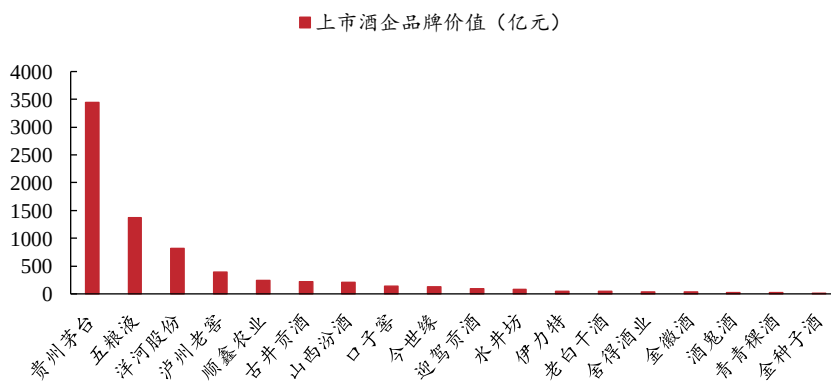
图表21. 高端白酒开启了提价潮



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

高端白酒呈一超多强格局，品牌力是首要竞争因素。目前高端白酒行业市场集中度高，名酒企业更加重视品牌差异化，讲好品牌故事，强调品牌价值。贵州茅台坚持质量为本，建设新型营销体系，注重品牌塑造。茅台已成为独一档的超高端品牌，掌握着高端白酒定价权，不断拉高白酒价格的天花板。五粮液产品矩阵更加清晰、定位更加准确，以新消费、新文创的个性化系列产品高质量满足消费者的多样化需求，并且其批价在一定程度上为高端和次高端酒企定价提供参考。泸州老窖清晰聚焦“双品牌、三品系、大单品”战略，头曲二曲营销管理改革成效显著，品牌复兴和价值回归稳步推进，公司将继续采取小步跟随提价方式实现价位上移，从次高端产品竞争中抽身。

图表22. 众名酒企中贵州茅台品牌力最强，企业品牌价值最高

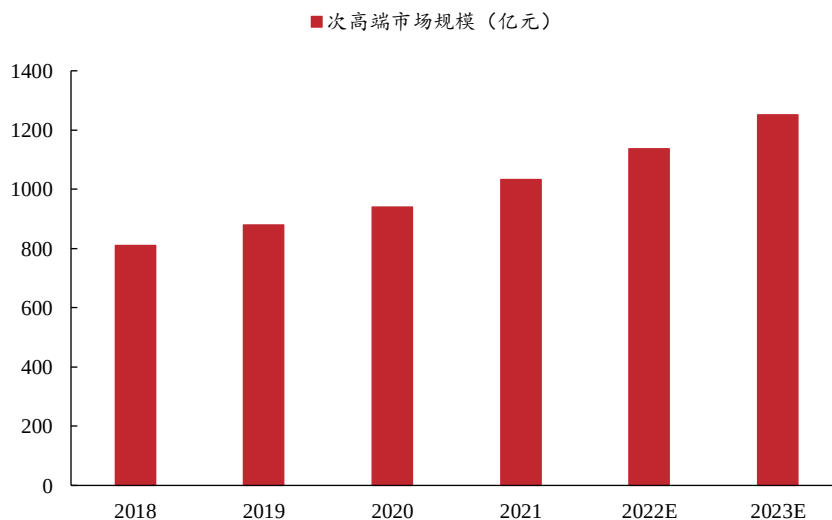


资料来源：2021 中国上市公司品牌价值榜，东亚前海证券研究所

2.2.2. 次高端酒扩容速度远超白酒行业，竞争格局尚未固化

次高端酒扩容的背后逻辑是市场自上而下和自下而上的双重推动。一方面高端酒批价提升，给次高端酒留下较大的运作空间，次高端酒性价比相对提高；另一方面是受益于中产阶级崛起推动的消费升级，次高端白酒消费转向了商务和大众消费，这也使得次高端白酒企业营收以及利润的韧性更强。

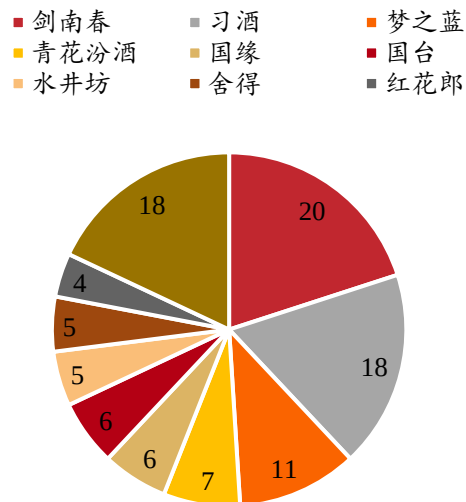
图表23. 次高端酒市场持续扩容



资料来源：中国酒业协会，观研天下，前瞻产业研究院，东亚前海证券研究所

次高端酒品牌众多，竞争格局分散。次高端酒市场尚未出现绝对龙头企业，区域性较强，行业集中度较低，根据酒业家的数据，2020 年次高端价格带市占率较高的前 5 大酒企分别为剑南春 20%、习酒 18%、梦之蓝 11%、青花汾酒 7%、国缘 6%，CR5 约为 62%，远不如高端酒的 90%。现阶段各类酒企都在进行产品结构升级，谋求品牌影响力的持续提升，市场目前还没有出现绝对的龙头，各大品牌均有机会在次高端酒快速扩容之时抢占更大的市场份额。

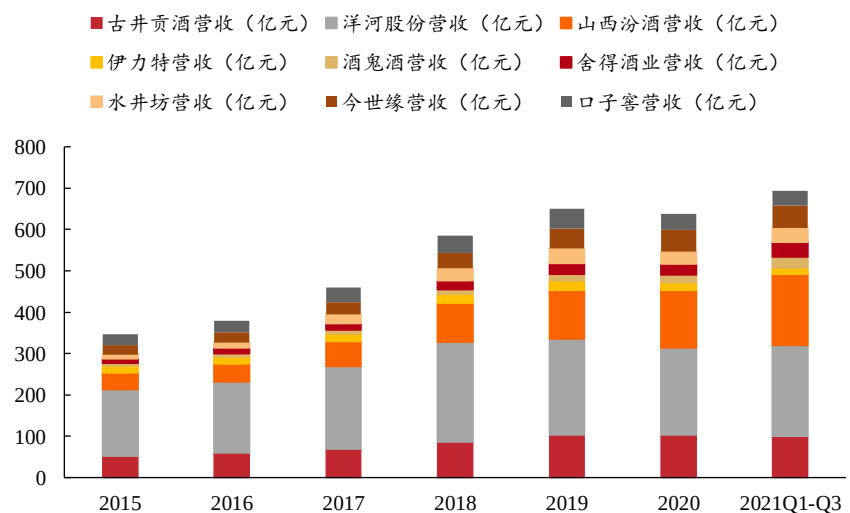
图表24. 次高端酒市场竞争格局（2020）分散，各酒企市占率较低



资料来源：酒业家，东亚前海证券研究所

当前市场份额逐步向名酒集中。与高端白酒相比，次高端白酒市场集中度较为分散，但是随着时间的推移，次高端酒市场同样有向名酒集中的趋势。在 2015 年-2021 前三季度，洋河股份营收从 160.52 亿元增长到 219.42 亿元，古井贡酒营收从 52.53 亿增加到 101.02 亿元，山西汾酒营收从 41.29 亿元增长到 172.57 亿元。未来次高端白酒将以品牌力更强的白酒为主。

图表25. 次高端酒市场集中度逐年上升



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

3. 酒鬼酒：产品矩阵清晰，内参、酒鬼系列势能互补，未来增长潜力大

3.1. 内参：馥郁香型和黄氏文化助力其抢夺高端酒“第四张门票”

3.1.1. 产品端：具备高端酒基因，差异化优势突出

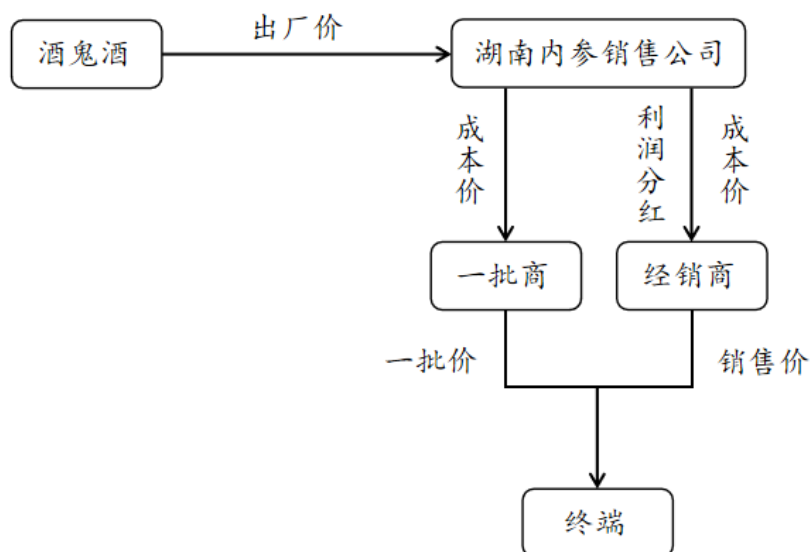
目前高端酒市场前三甲品牌认知度清晰，其余品牌仍在争夺高端酒的“第四张门票”。从飞天茅台、八代五粮液及国窖 1573 产品的经验可以看出，名酒要形成稳固的高端消费认知，必须具备文化背书及工艺代表性，内参酒凭借四十年来的黄氏文化和独特的馥郁香型工艺符合高端酒的定位。

馥郁香集浓、清、酱三大香型于一身，内参系列为其工艺顶峰。酒鬼酒凭借得天独厚的自然地理环境优势以及传承的湘西民间藏酒技法创造了馥郁香型，它融“泸型之浓香”、“茅型之酱香”、“汾型之清香”于一身，香气优雅，酒体醇和、丰满、圆润。公司年产基酒分为次级和优级（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，酒鬼储藏 5 年，内参则需储藏 8 年。

3.1.2. 渠道端：成立内参销售公司，深耕湖南市场，布局省外重点市场

新型营销模式使得公司与经销商变成利益共同体，渠道端发力更集中。2018 年 12 月湖南内参销售有限公司成立，由全国 30 多位高端白酒“亿元大商”共同出资，构建厂商价值一体化营销模式。为了防止之前“内战”事件的发生，此次公司股权层面没有酒鬼酒公司参与，且经销商持股更加扁平，但决策由酒鬼和内参主要股东商议决定。在新模式下，深耕湖南，布局北京、河北、广东等战略市场，既维护又紧密捆绑了经销商利益，降低了公司相关费用投入，推进渠道扁平化。

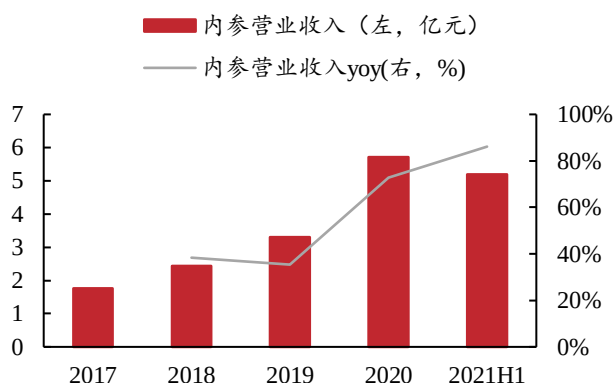
图表26. 内参销售公司运作模式



资料来源：东亚前海证券研究所

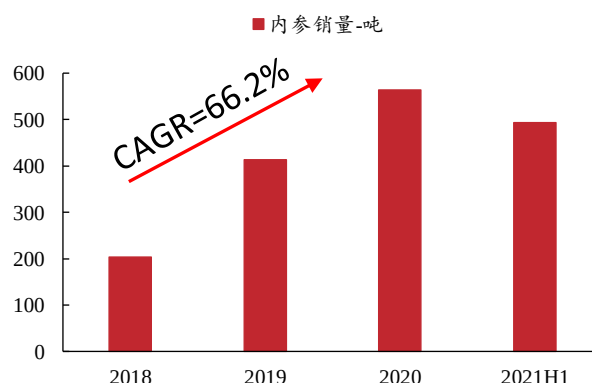
打造优商体系，加强核心终端建设，内参营收实现高增。借鉴茅五泸经验，内参充分借助优商资源开拓市场，提高招商门槛，持续打造优商体系，培育多个亿元样板市场，以核心市场带动周边发展。公司持续在湖南根据地及省外核心市场开展终端直营商建设，通过有序建设内参核心店、内参形象店和内参专卖店，有效实施“优商工程、智慧终端工程、名人堂、内参价值研讨会”等一系列重点工作。在渠道的发力下，内参系列 2021 年上半年营收达到 5.19 亿元，增速高达 86.13%。

图表27. 2017-2021H1 内参系列营收高速增长



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表28. 2021 年内参销量有望接近千吨

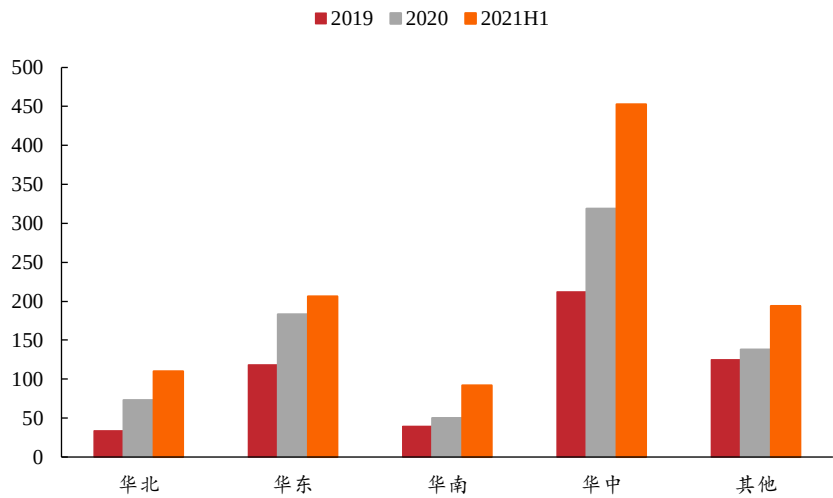


资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

内参不断进行全国化布局，市场空间不断被打开。2019 年内参系列在省外市场重点深耕北京、河北、广东等战略市场，并成立北京、华北、中原、华南四个省外战区，开启内参全国化进程。2020 年全国化进程加速，公司

通过加强厂商合作开拓市场，内参系列或将凭借公司的全国化进程实现更快速的增长。

图表29. 各地区经销商数量（家）逐年增加



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

3.1.3. 品牌端：圈层营销打入高端群体，品牌知名度直线上升

通过圈层营销抓住核心人群，构建高端影响力。随着消费层级的上升，终端核心消费者的重要性也愈加重要。近两年，内参系列深挖金融圈、体育圈、艺术圈等高端圈层，通过举办“高端酒价值论坛”、“名人堂”、“馥郁荟”等活动做大圈层营销，邀请了众多专家名人大咖站台，实现对高端酒客群的精准营销。

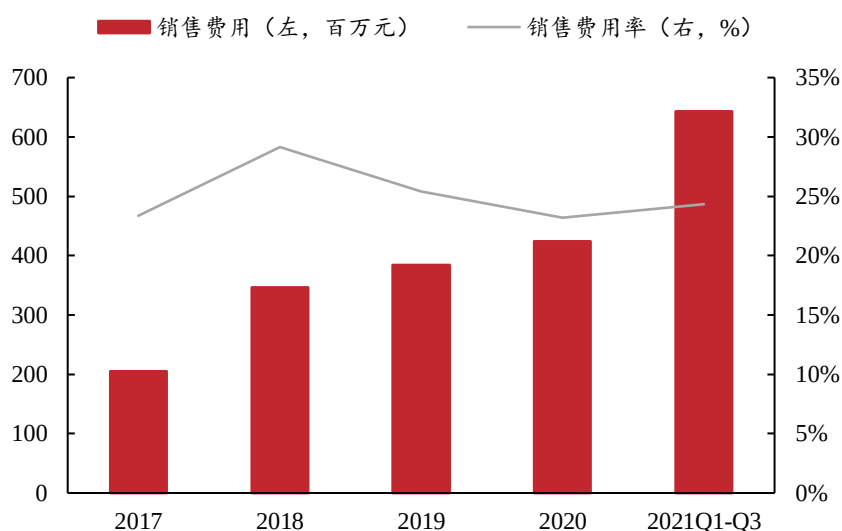
图表30. 内参酒圈层营销之路

时间	营销活动
2018 年	内参名人堂启动，培养高端酒客群 公司战略单品 9 次荣登上合组织青岛峰会等国事盛宴、2 次精彩亮相联合国国际盛会 内参酒作为国家高端白酒的代表全面助力 2018 夏季达沃斯年会顺利进行
2019 年	举办内参酒价值研讨会，搭建沟通平台，提升内参品牌及文化价值。 内参酒成为 CCTV 财经频道《对话》、新华社《参考消息》合作伙伴 内参酒成为 2019 欧亚经济论坛指定用酒，并成为第十四届中国 CFO 大会合作伙伴 成立杭州馥郁荟，随后在青岛、临沂、济宁、菏泽、聊城、济南和德州七大城市举行
2020 年	在长沙北辰洲际酒店举办名人堂音乐会 价值研讨会相继在先、邯郸、合肥、深圳等地举办 名人堂精英论坛-金融圈相继在北京、杭州举行，众多名人专家参加论坛
2021 年	与“翰林盃”高尔夫精英赛组委会达成战略合作 “中英人寿-内参名人堂”探秘内参馥郁香之旅 价值研讨会在南京、厦门、石家庄、济南、郑州等地举办 举办“名人堂”长株潭城市网球精英赛 价值研讨会在上海举办

资料来源：公司官网，东亚前海证券研究所

坚持品牌引领，提升品牌价值。2021 上半年酒鬼酒公司积极开展品牌推广活动，通过馥郁香型白酒价值高峰论坛、“翰林盃”高尔夫精英赛系列赛事等推广活动提升品牌高度，建立消费群体的价值认同；通过《万里走单骑》、《中国国家地理》系列输出酒鬼酒品牌价值观，提升品牌知名度；同时公司不断加大在央视等主流媒体的广告宣传，进一步树立了品牌价值。

图表31. 公司销售费用逐年上升



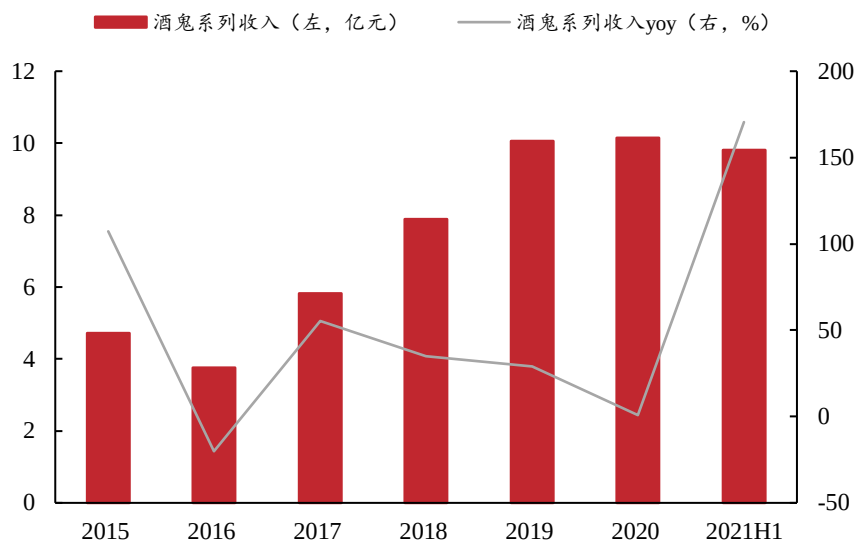
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

3.2. 酒鬼：次高端市场加速扩容，酒鬼系列空间广阔

3.2.1. 产品端：优化 SKU，产品持续聚焦

中粮入主后推行大单品战略，产品聚焦推动酒鬼系列稳健增长。回顾酒鬼酒历史，股东的频繁变动导致公司错失白酒黄金发展期，面对着“内忧外患”的局面，公司开始大量贴牌，增加 SKU，产品体系管理混乱，导致品牌形象严重受损。中粮入主后大量收缩 SKU，公司精细化管理使得酒鬼系列营业收入逐年增加。

图表32. 近几年酒鬼系列加速回归



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

3.2.2. 渠道端：内参、酒鬼分开运作，酒鬼系列具备全国化基础

发布优商计划，推进专卖店“千店”计划。酒鬼系列重点布局优商、大商，借助大商资源发展团购渠道，聚焦政商意见领袖，提升品牌美誉度；持续在湖南根据地市场及省外重点市场开展核心终端（直营商）建设，启动全国专卖店布局工作。2021 年半年度酒鬼系列营业收入约为 9.8 亿元，同比增长 170.51%，酒鬼优商计划进行顺利，渠道推动力显著增强。

省内：酒鬼作为地产酒品牌地位突出，更易受到政策扶持，发展潜力大。根据酒业家数据，2021 年湖南省次高端容量约为 40 亿元，主要的竞争品牌中剑南春规模约为 7 亿，水井坊规模约为 5-6 亿，洋河规模约为 3 亿，而酒鬼酒在省内次高端价格带的规模约为 5 亿元左右，占比仅为 12%左右。根据糖酒快讯以及立鼎产业研究中心的数据，2018 年汾酒在山西的市占率便达到了 50%，2018 年洋河以及今世缘在江苏的市占率合计也达到了 45%，酒鬼酒在省内的市场份额仍有较大的提升空间。2018 年湖南省酒业协会发布《湘酒发展白皮书》，指明当前湘酒发展情况，并提出到 2025 年要将湘酒

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。酒鬼作为湖南本地酒的标杆，已在省内形成规模效应，无论是借助中粮的资源平台还是地方政策的扶持都有优势，酒鬼系列增长空间很大。

省外：以华北为战略市场，以华东、华南为重点市场。酒鬼系列在外省已经有一定的知名度，具备全国化的基础，公司在 2010-2012 年省外收入占比均超 50%，酒鬼系列在省外收入占比超 75%。2019 年酒鬼酒系列确立以华北为战略市场（京津冀、山东、河南），以华东、广东为重点市场，其它省份为机会市场的战略，战略市场可控售点分销覆盖率大幅提升。2021 年中原、华北、华南为核心省外样板市场，其中北京、河北、河南、湖南本土、广东为最大区域，我们预计重点市场收入能实现翻番式增长。由于公司在华北地区布局较早(2011 年成立了北方营销中心)，采取突出开发地级市、建立核心消费圈层策略来打造样板城市，目前已初显成效，未来有望成为新的成长极。

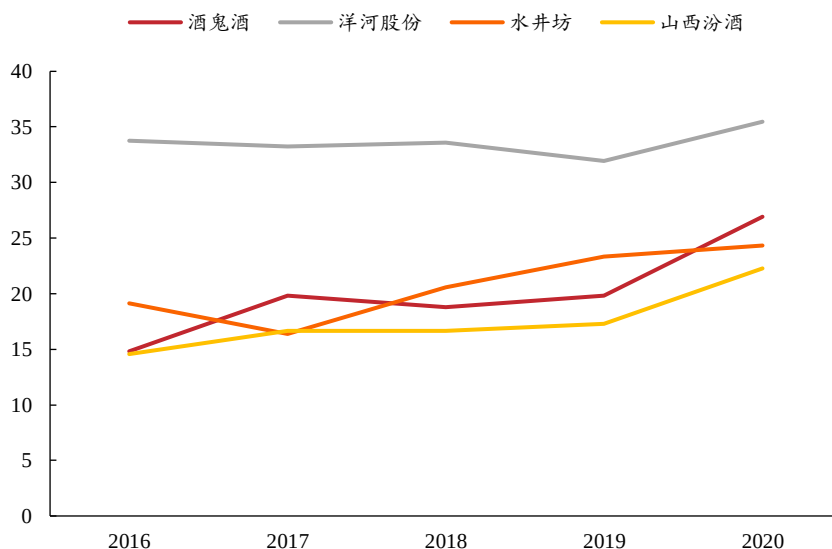
3.2.3. 品牌端：举办多场馥郁荟活动，加大推广力度

酒鬼系列的品牌营销方式与内参类似。2020 年 7 月在青岛举办首场馥郁荟，随后在多个城市成立馥郁荟，通过圈层营销推进名酒名企活动，协助经销商进行市场开拓，2020 年底酒鬼品鉴中心成立，截至目前全国共有 40 多家。同时酒鬼红坛通过亮相上合组织青岛峰会、首届中非经贸博览会、G20 劳工就业部长和能源会议等国宴，品牌影响力大大提升。

3.3. 高盈利能力+费用精准投放+营运能力提升推动酒鬼酒高速增长

酒鬼酒近年来盈利能力显著增强。2020 年酒鬼酒营业收入为 18.26 亿元，选取次高端市场里的主要竞争品牌洋河股份、水井坊、山西汾酒作为可比公司。可以看到，虽然酒鬼酒净利率相对洋河股份较低，但与其它两个品牌不相上下，并且酒鬼酒的净利率相对可比公司上升趋势最快，盈利能力显著增强。

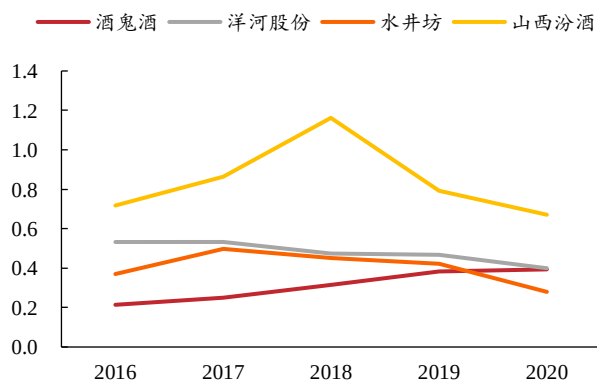
图表33. 酒鬼酒净利率(%)近年来处于快速上升趋势



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

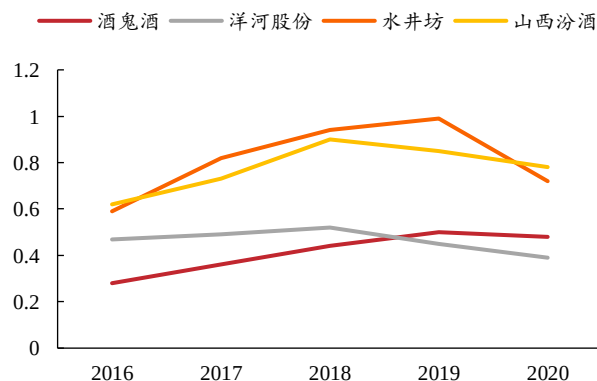
相对于可比公司, 酒鬼酒的营运能力增长速度最快。从存货周转率的角度来看, 酒鬼酒在 2020 年的存货周转率为 0.39 次, 相对于可比公司较低, 但上升趋势最强, 原因在于公司基酒存货较多, 长期来看基酒的充足储备可以支持公司未来放量。从总资产周转率的角度, 随着中粮入主以后, 公司精细化管理加强, 2019 年总资产周转率超过洋河股份 (0.45 次), 酒鬼酒的经营效率未来仍会保持上升趋势。

图表34. 酒鬼酒的存货周转率(次)处于较低水平



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表35. 酒鬼酒的总资产周转率(次)稳定上升

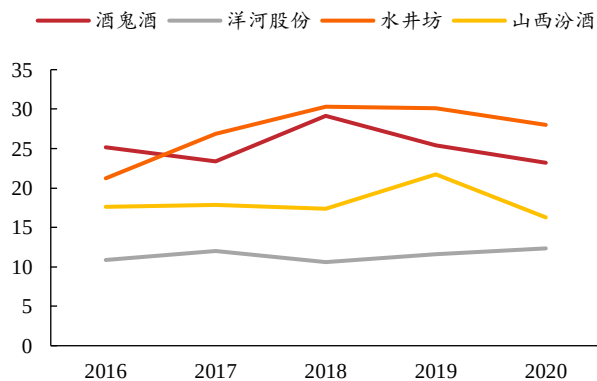


资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

酒鬼酒的费用投放更加贴合公司战略目标。从销售费用率来看, 公司持续推行优商计划, 进一步优化销售费用管理体系, 落实渠道扁平化和单品招商, 打造样板市场。2020 年酒鬼酒的销售费用率为 23.20%, 近三年的销售费用率明显下降, 投放效率更加高效; 从财务费用率来看, 2020 年酒鬼酒的财务费用率为 -1.51%, 相对于可比公司, 财务费用率最低, 而且下降幅

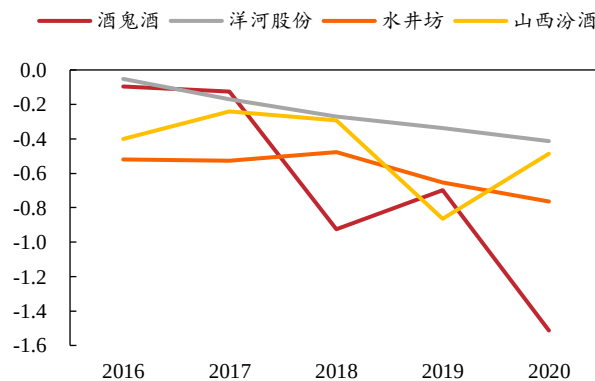
度最大；从管理费用率来看，2020 年酒鬼酒管理费用率为 8.57%，仅高于山西汾酒（7.90%）。从研发费用率来看，2020 年其研发费用率为 0.59%，仍处于较低水平。虽然酒鬼酒费用率近年来处于下降趋势，但是销售费用率和管理费用率水平仍然较高，有助于公司管理能力加强和品牌知名度的提升，符合公司战略目标。

图表36. 酒鬼酒的销售费用率（%）仅次于水井坊



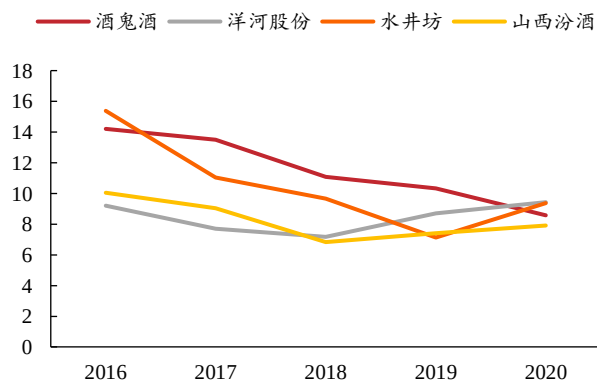
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表37. 酒鬼酒的财务费用率（%）下降幅度最大



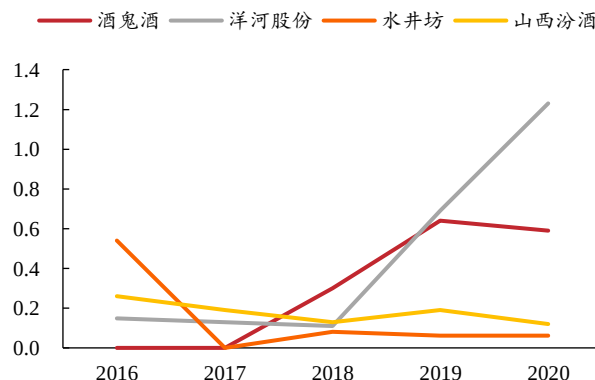
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表38. 酒鬼酒的管理费用率（%）逐年下降



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表39. 酒鬼酒的研发费用率（%）水平较低



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

4. 盈利预测

核心假设：

1. 公司内参系列高端定位坚实，考虑到其渠道营销新型模式的顺利开展，营收占比明显上升，我们预计 2021/2022/2023 年公司内参系列的营收增速分别为 100%、40%、30%。
2. 公司的酒鬼系列在湖南本土知名度高，其全国化进程加快，我们预计 2021/2022/2023 年公司酒鬼系列的营收增速分别为 90%、40%、40%。

投资建议：

考虑到公司的内参系列以及酒鬼系列增长势头强劲，且公司全国化扩张战略稳步推进，我们预计 2021/2022/2023 年公司的 EPS 分别为 2.90/4.28/6.14 元，基于 2022 年 4 月 28 日收盘价 154.16 元，对应的 PE 分别为 73.30/36.02/25.11X，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

经济出现超预期波动：当前节点海外局势有所震荡，在美联储加息节奏不确定性以及俄乌战争的影响之下，国内经济可能会在一定程度上受到影响。

食品安全问题：白酒作为食品行业重要板块，安全是板块长久发展的前提。如若板块爆发大规模食品安全问题事件并广泛受到关注，将会对公司营收产生严重不利影响。

全国化推进不及预期：当前酒鬼酒不断进行全国化扩张，其将会显著影响到公司的盈利能力。若全国化推进不及预期，将会导致公司的成长能力低于市场预期。

利润表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1826	3409	4709	6356
%同比增速	21%	87%	38%	35%
营业成本	386	668	862	1102
毛利	1440	2741	3847	5254
%营业收入	79%	80%	82%	83%
税金及附加	285	519	715	956
%营业收入	16%	15%	15%	15%
销售费用	424	761	1028	1363
%营业收入	23%	22%	22%	21%
管理费用	146	200	243	290
%营业收入	8%	6%	5%	5%
研发费用	11	22	38	55
%营业收入	1%	1%	1%	1%
财务费用	-28	-42	-54	-89
%营业收入	-2%	-1%	-1%	-1%
资产减值损失	0	-19	-19	-16
信用减值损失	-2	-6	-7	-10
其他收益	3	5	7	10
投资收益	-2	-3	-2	-2
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	-0	0	0	0
营业利润	602	1258	1856	2661
%营业收入	33%	37%	39%	42%
营业外收支	53	2	2	2
利润总额	655	1260	1858	2663
%营业收入	36%	37%	39%	42%
所得税费用	163	318	467	668
净利润	492	942	1391	1995
%营业收入	27%	28%	30%	31%
归属于母公司的净利润	492	942	1391	1995
%同比增速	64%	92%	48%	43%
少数股东损益	0	0	0	0
EPS (元/股)	1.51	2.90	4.28	6.14

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	1.51	2.90	4.28	6.14
BVPS	8.79	11.45	15.45	21.28
PE	103.44	73.30	36.02	25.11
PEG	1.61	0.80	0.76	0.58
PB	17.80	18.57	9.98	7.24
EV/EBITDA	75.18	51.96	24.56	16.53
ROE	17%	25%	28%	29%
ROIC	16%	25%	27%	28%

资产负债表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2154	2888	4408	6679
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	391	629	836	1220
存货	1027	1445	1634	1796
预付账款	11	18	19	28
其他流动资产	7	16	17	24
流动资产合计	3590	4996	6914	9748
长期股权投资	42	39	37	35
投资性房地产	62	80	105	120
固定资产合计	400	395	367	346
无形资产	195	230	274	299
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	22	22	22	22
其他非流动资产	27	30	33	43
资产总计	4337	5791	7752	10612
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	158	249	327	427
预收账款	0	303	354	348
应付职工薪酬	79	142	171	226
应交税费	123	253	326	447
其他流动负债	1106	1110	1539	2235
流动负债合计	1465	2057	2717	3682
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	9	9	9	9
其他非流动负债	6	6	6	6
负债合计	1480	2072	2732	3697
归属于母公司的所有者权益	2857	3719	5020	6915
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	2857	3719	5020	6915
负债及股东权益	4337	5791	7752	10612

现金流量表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	950	898	1688	2434
投资	0	-18	-25	-15
资本性支出	-50	-63	-51	-45
其他	0	-3	-2	-2
投资活动现金流净额	-50	-83	-79	-63
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0
筹资成本	-65	-80	-90	-100
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流净额	-65	-80	-90	-100
现金净流量	836	734	1520	2271

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

汪玲，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层
上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼
广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：100086
邮编：200120
邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>