

2023年03月27日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 内参酒鬼两翼齐飞，馥郁美酒征战全国

买入(维持)

## —酒鬼酒(000799.SZ)公司深度报告 投资要点

分析师：孙山山 S1050521110005  
sunss@cfsc.com.cn

### 基本数据

2023-03-24

当前股价(元)	128.63
总市值(亿元)	418
总股本(百万股)	325
流通股本(百万股)	325
52周价格范围(元)	102.05-185.81
日均成交额(百万元)	1001.16

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

- 1、《酒鬼酒(000799)：总结反思向前进，稳扎稳打新阶段》2023-02-24
- 2、《酒鬼酒(000799)：费用改革加快动销，挺价策略持续推进》2023-02-09
- 3、《酒鬼酒(000799)：业绩符合预期，结构持续优化》2022-10-30

### ■ 中粮入主效果显著，全国化扩张正当时

2015年中粮入主公司以来，从优化组织结构、精简产品布局、推进全国化扩张等方面做出重大调整，叠加公司本身独特品牌禀赋，其全国化扩张正顺利开展，当前大有可为。目前公司拥有定位高端的内参系列、对标次高端的酒鬼系列及对应大众市场的湘泉系列，在中粮集团持续赋能下，坚守高端市场、打造次高端大单品、加速推进全国化布局。

### ■ 内参坚守高端，战略定力强

1) 高端酒市场量价齐升，驱动规模持续增长。2021年高端酒市场规模近1700亿元，同增14%，预计未来每年以15%复合增速增长，其中量增8.5%，价增6.0%，至2025年规模近3000亿元。2) 高端酒市场新进入者不断增多，CR3份额下降。2021年茅五泸市占率合计92%左右，较2016年下降7pct。3) 内参具备高端品牌基因和高端品质，①“13526”酿造密码，独特馥郁香打造稀缺价值；②2021年3月馥郁香型国标发布，是第11个白酒国标香型。4) 长期来看，公司多举并措助推内参挺价，坚守高端市场并做大内参系列。

### ■ 酒鬼系列进击次高端，聚焦打造红坛大单品

1) 价位段向上拓宽，次高端市场快速扩容。2021年次高端市场规模近1000亿元，同增29%，预计未来每年以25%复合增速增长，至2025年规模近2500亿元。2) 两大价格带密集布局，次高端市场竞争格局较分散。2021年次高端CR3、CR5分别为32%、45%，较2016年分别下降4pct、6pct。3) 酒鬼系列以红坛为主，多举并措推动放量。①产品分区运作，红坛18、紫坛、内品进攻省内，红坛20、透明装、传承覆盖省外。②预计2022年红坛占酒鬼系列18%左右，未来占比有望提至30%，聚焦打造次高端大单品。③提价及控货措施频繁，注重渠道良性运作；2022年红坛事业部成立与2023年专项费用投入提供双动能。④2022年54度事业部成立，开发多款54度产品以体现馥郁经典品质，与文创产品一同提高本品内源价值。

### ■ 渠道与终端双管齐下，全国化加速推进中

1) 全国化战略稳步推进，聚焦基地与高地两大主线。①2022年湖南省白酒市场规模280亿元，头部湘酒占比均不足10%，酒鬼酒占比7.5%，提升空间仍大。②截至2022H1，全国地级城市覆盖率72%，将持续巩固河南、河北、山东基地市场，深入县级城市开拓；京津、华东、华南高地市场逐步起量，向基地市场靠近。2) 渠道开启精细化运营，深入掌握终端。①管理改革，加强渠道管控，与经销商共赢。2020-

2022 年千万级以上大商数量 CAGR 超 60%。②费用改革，建立专卖店，注重终端消费者培育。2022 年酒鬼酒专卖店超 550 家，核心终端网点近 3 万家，未来公司专卖店、形象店、核心网点将分别突破 1000 家、5000 家、10 万余家，同时正式开启费用改革，将部分渠道费用转投放至终端。3) 产能支撑力提升，全国化弹性显现。2023 年底公司基酒总产能预计达到 2.28 万吨/年，将有力支撑公司中期 50 亿、远期 100 亿业绩目标。

### ■ 盈利预测

我们看好公司全国化扩张，2022 年是内参全国化扩张初步尝试，既有经验亦有教训。当前公司渠道库存环比继续改善，内参批价有望持续回升，红坛大单品有望放量。考虑公司节奏问题，我们略调整 2022-2024 年 EPS 分别为

3.34/4.00/5.14 元（前值分别为 3.33/4.16/5.44 元），当前股价对应 PE 分别为 39/32/25 倍，维持“买入”投资评级。

### ■ 风险提示

宏观恢复不及预期风险、内参批价不及预期风险、省外扩张不及预期风险、次高端竞争加剧风险、大单品红坛放量不及预期风险。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	3,414	4,082	4,761	6,013
增长率（%）	87.0%	19.6%	16.6%	26.3%
归母净利润（百万元）	893	1,087	1,300	1,671
增长率（%）	81.7%	21.6%	19.6%	28.5%
摊薄每股收益（元）	2.75	3.34	4.00	5.14
ROE（%）	25.4%	25.0%	24.4%	25.3%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 正文目录

1、 中粮入主效果显著，全国化扩张正当时	8
1.1、 二十六载起伏，终得向阳生长	8
1.1.1 1997-2002：湘泉控股，辉煌与危机并存	8
1.1.2 2003-2006：成功集团控股，经营困境加重	9
1.1.3 2007-2014：中皇公司改革迎生机，黑天鹅事件致深度调整	10
1.1.4 2015 至今：中粮入主，复兴之行正式启航	12
1.2、 中粮赋能，多措并举全力改革	13
1.3、 大股东稳定实力强，管理层契合	18
2、 内参坚守高端，战略定力强	20
2.1、 高端酒市场壁垒高，竞争决胜在于品牌	20
2.1.1 高端酒市场量价齐升，驱动规模持续增长	20
2.1.2 高端酒市场竞争加剧，参与者增多趋势下品牌为王	24
2.2、 品牌文化打造稀缺性，挺价战略支撑高端定位	26
2.2.1 品质奠基，文化领航，具备深厚品牌基础	26
2.2.2 回归战略定位，守住价格红线，呼应高端发展	29
3、 酒鬼系列进击次高端，聚焦打造红坛大单品	34
3.1、 次高端快速扩容，渠道与终端运作能力成关键	34
3.2、 酒鬼系列以红坛为主，多措并举推动放量	38
3.2.1 大单品战略确立，产品布局趋向合理化	38
3.2.2 专门业务部成立，渠道品牌共发力	40
4、 渠道与终端双管齐下，全国化加速推进中	42
4.1、 全国化战略稳步推进，聚焦基地与高地两大主线	42
4.1.1 本土市场保持优势，继续深耕	44
4.1.2 因地制宜推进全国化，建立省外优势市场	46
4.2、 渠道开启精细化运营，深入掌握终端	47
4.2.1 管理改革，加强渠道管控，与经销商共赢	47
4.2.2 费用改革，建立专卖店，注重终端消费者培育	49
4.3、 产能支撑力提升，全国化弹性显现	51
4.3.1 产能扩建进行时，为全国化扩张打好根基	51
4.3.2 外部因素逐渐消退，全国化进程提速	52
5、 盈利预测评级	53
6、 风险提示	54

## 图表目录

图表 1：酒鬼酒发展历程	8
图表 2：1998 年酒鬼酒净利润位于行业第二	9
图表 3：1999-2002 年酒鬼酒净利润急转直下	9
图表 4：2002-2006 年酒鬼负债率提升，经营现金流表现差	10
图表 5：2002-2006 年酒鬼酒扭亏为盈后再陷低谷	10

图表 6: 中皇改革措施.....	10
图表 7: 2007-2012 年酒鬼酒营收恢复加速.....	11
图表 8: 2013-2014 年黑天鹅事件叠加行业调整致亏损.....	11
图表 9: 2007-2012 年省外地区收入占比不断提升.....	11
图表 10: 2007-2012 年酒鬼系列增长迅速.....	11
图表 11: 公司股权结构 (截至 22 年三季度) .....	12
图表 12: 2015-2021 年酒鬼创收能力逐步恢复并迎高速增长.....	13
图表 13: 2015 年至今酒鬼酒净利率回升企稳.....	13
图表 14: 酒鬼酒组织结构优化.....	14
图表 15: 2015 年至今酒鬼酒员工学历结构向上拉升.....	14
图表 16: 2015 年至今酒鬼酒盈利能力明显上升.....	14
图表 17: 2015 年至今酒鬼酒管理费用率优化效果突出.....	14
图表 18: 2015 年起酒鬼酒人员激励及人效不断提升.....	15
图表 19: 2021 年酒鬼酒人均薪酬提升至行业中上水平.....	15
图表 20: 酒鬼酒主要布局产品列示.....	16
图表 21: 2017-2021 年内参系列营收占比逐步提升.....	17
图表 22: 2021 年内参与酒鬼两大系列营收高增.....	17
图表 23: 内参系列与酒鬼系列量价齐升.....	17
图表 24: 2021 年内参与酒鬼两大系列毛利率表现.....	17
图表 25: 2015-2019 年华东地区营收增速亮眼.....	18
图表 26: 2015-2019 年华北地区营收占比提升明显.....	18
图表 27: 1997 年以来酒鬼酒核心管理层变动时间表.....	18
图表 28: 酒鬼酒目前核心高管列示.....	19
图表 29: 酒鬼酒高管增持股份明细.....	20
图表 30: 2012-2021 高端白酒市场规模及增速.....	21
图表 31: 2014-2021E 中国高净值人群数量及增速.....	21
图表 32: 2015 及 2030 年我国人均年可支配收入.....	22
图表 33: 白酒消费以宴请、送礼为主.....	22
图表 34: 2020-2021 年茅五泸高端产品销量及占比.....	22
图表 35: 2020-2021 年茅五泸库存量 (万吨) 及增速.....	22
图表 36: 高端主流酒企扩产进行时.....	23
图表 37: 2015 年至今茅五泸高端产品批价变化.....	23
图表 38: 2020 年至今主流高端产品批价变化.....	23
图表 39: 茅五泸产品结构持续升级.....	24
图表 40: 2019-2021 年茅五泸销量及均价变化.....	24
图表 41: 2014-2021 年茅五泸高端产品占高端市场比重下降.....	25

图表 42: 2021 年高端白酒市场竞争格局.....	25
图表 43: 2017-2021 年高端产品的毛利率表现.....	26
图表 44: 2010-2021 年白酒行业各版块营收增速表现.....	26
图表 45: 高端酒竞争维度梳理.....	26
图表 46: 馥郁香工艺历经 8 次迭代升级.....	27
图表 47: 酒鬼酒“523”酿制工艺.....	27
图表 48: “13526”馥郁香酿制密码.....	27
图表 49: 北纬 30 度附近分布酒厂.....	28
图表 50: 大湘西原生态地理环境.....	28
图表 51: “酒鬼”形象.....	28
图表 52: 酒鬼酒包装独特.....	28
图表 53: 内参品牌建设列示.....	29
图表 54: 内参·名人堂城市网球精英赛.....	29
图表 55: 内参老酒鉴赏诗酒会.....	29
图表 56: 内参产品系列.....	30
图表 57: 2016-2022H1 内参系列营收及增速占比.....	31
图表 58: 内参系列未来结构上延.....	31
图表 59: 内参销售公司运行模式.....	31
图表 60: 2020-2021 年内参销售量大幅提升.....	32
图表 61: 2020 年内参专卖店新开 65 家.....	32
图表 62: 2022 年酒鬼酒客户满意度下降.....	33
图表 63: 2022 年内参批价下行(元).....	33
图表 64: 内参控货提价措施.....	34
图表 65: 次高端处于快速增长期.....	35
图表 66: 三公消费限制后白酒商务及大众消费占比抬升.....	35
图表 67: 中层城镇居民人均可支配收入增速高.....	35
图表 68: 普五和国窖 1573 批价上行.....	35
图表 69: 2021 年次高端酒企竞争格局分散.....	36
图表 70: 全国化与区域性次高端酒企产品布局策略不一.....	37
图表 71: 酱酒酒企与高端酒企加快布局次高端价位带.....	37
图表 72: 次高端酒企扩张策略.....	38
图表 73: 酒鬼系列产品列示.....	39
图表 74: 2015-2022H1 酒鬼系列收入及增速、占比.....	39
图表 75: 目前酒鬼系列单品收入占比.....	39
图表 76: 2020 年以来酒鬼系列主要产品批价(元).....	40
图表 77: 红坛渠道利润率在次高端单品中表现较好.....	40

图表 78: 酒鬼系列提价/控货措施	40
图表 79: 酒鬼酒品牌营销活动	41
图表 80: 酒鬼酒独家冠名《万里走单骑》第三季	42
图表 81: 酒鬼酒冠名《中国婚礼》	42
图表 82: 酒鬼酒全国化战略演变	43
图表 83: 2013-2019 年各区营收 (亿元)	43
图表 84: 2013-2019 年各区营收增速	43
图表 85: 2019-2022H1 各区经销商数量 (家)	44
图表 86: 2020-2022H1 各区经销商数量增速	44
图表 87: 2021 年主要省份白酒市场规模 (亿元)	44
图表 88: 2022 年湖南省白酒市场竞争格局	45
图表 89: 2022 年湖南省白酒市场各价位带布局	45
图表 90: 龙头酒企根据地市场市占率	45
图表 91: 2022 年酒鬼及内参系列省内外销售规模占比	46
图表 92: 酒鬼酒基地及高地市场分布	46
图表 93: 2022 年酒鬼系列在主要省份销售占比	47
图表 94: 2022 年内参系列在主要省份销售占比	47
图表 95: 2015 年至今全国化次高端经销商数量 (家)	48
图表 96: 2016 年至今全国化次高端经销商数量增速	48
图表 97: 2015 年至今全国化次高端经销商人均创收 (万元)	48
图表 98: 2016 年至今全国化次高端经销商人均创收增速	48
图表 99: 2020-2022 年不同数量级客户数量 (家)	49
图表 100: 2019-2022 年专卖店数量 (家)	50
图表 101: 2020-2022 年终端网点数量 (家)	50
图表 102: 2022 年以来公司终端建设活动	50
图表 103: 公司开瓶扫码活动	50
图表 104: 2016 至今公司产能、产量及产能利用率	51
图表 105: 2013 年至今公司生产、销售、库存量及产销量	51
图表 106: 公司扩改建项目列示	52
图表 107: 2008-2013 年全国化次高端酒企营收增速	53
图表 108: 2014 年至今全国化次高端酒企营收增速	53
图表 109: 2019-2022H1 酒鬼酒省内县级市场及全国地级市覆盖率	53
图表 110: 2012-2021 年次高端酒企省外营收占比	53
图表 111: 盈利预测	54

### 投资逻辑：

我们认为公司未来的增长点来自于以下几个方面：①公司管理持续优化，目前开启管理与费用改革；②内参在多重压力下仍保持高端定位，今年批价有望加速回升，后期是否放量取决于批价是否稳定；聚焦战略下，次高端大单品红坛今年放量预计加速，抢占次高端市场份额；③全国化正在加速推进，省内外均有空间；④经过 2022 年以来调整，估值已调整回落到五年来较低水平。

### 区别于市场的认识：

①市场对于内参批价是否上挺、渠道是否能恢复理性存在担忧，我们认为公司对于内参千元定位与高端战略具备较强定力，今年内参批价回升可期；②市场认为酒鬼在次高端价格带弹性较小，我们认为酒鬼逐步加大对打造次高端大单品红坛的重视，随着经济环境整体向好，全国化布局可期。

### 股价表现的催化剂：

①内参批价上挺并稳定；②红坛实现全国化放量；③回款/动销超预期；④内参增长超预期。

### 盈利预测与估值：

我们看好公司全国化扩张，2022 年是内参全国化扩张初步尝试，既有经验亦有教训。当前公司渠道库存环比继续改善，内参批价有望持续回升，红坛大单品有望放量。考虑公司节奏问题，我们略调整 2022-2024 年 EPS 分别为 3.34/4.00/5.14 元（前值分别为 3.33/4.16/5.44 元），当前股价对应 PE 分别为 38/32/25 倍，维持“买入”投资评级。

# 1、 中粮入主效果显著，全国化扩张正当时

酒鬼酒前身吉首酒厂成立于 1956 年，1997 年、1987 年“湘泉”品牌、“酒鬼”品牌先后诞生，1996 年酒厂改制为湖南湘泉集团有限公司，1997 年湘泉集团独家发起创立酒鬼酒股份有限公司，并在深圳交易所主板上市。自 1956 年至今，独创“馥郁香型”和“洞藏艺术”的酒鬼酒已走过六十七载，曾位居白酒板块净利润第二，亦经历过深度调整下的至暗时刻，上市后三度易主，终在中粮集团的引领下重迎生机。

立足于湘西特有的洞藏文化，酒鬼酒充分发挥馥郁香型工艺，辅以大师设计的陶瓷包装，形成了独特的品牌内涵和深厚的品牌基础。目前“湘泉”、“酒鬼”、“内参”三大产品体系定位清晰，在主流价格带打造核心大单品，并在湖南大本营市场继续深耕的基础上，加速全国化扩张。今年公司将以深入市场管理改革、加强终端掌控为核，进行费用改革与内部团队建设，同时在疫情影响消退下继续全国化布局，为长期增长打开想象空间。

图表 1：酒鬼酒发展历程



资料来源：WIND，酒鬼酒官网，公司公告，香烟网，搜狐，新浪，澎湃新闻，华声在线，新浪财经，华鑫证券研究

## 1.1、 二十六载起伏，终得向阳生长

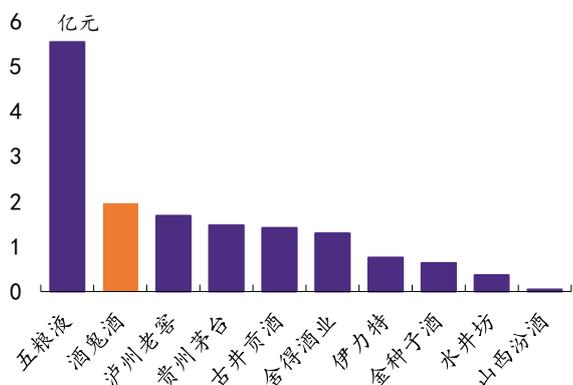
### 1.1.1 1997-2002：湘泉控股，辉煌与危机并存

**高端定位战略性正确，老优名酒地位奠基。**1978 年酒鬼酒酿造出第一瓶馥郁香型的湘泉酒，并于 1983 年由美术大师黄永玉先生为其设计陶瓷包装；1987 年“酒鬼”品牌诞生，馥郁香型的始创与独特的陶瓷包装充分支撑酒鬼的高端定位，1994 年零售价超过 300 元，甚至高于当时的茅台，成功打通“文化酒”标签。1997 年酒鬼上市后获得“天下第一酒”的称号，1998 年净利润水平仅次于五粮液，位于行业第二。

**大股东盲目扩张，酒鬼酒发展现危机。**1998 年白酒行业受宏观经济及假酒事件影响，逐步进入调整期，湘泉集团同步开启渠道改革，设立一级办事处以求实现扁平化，同时持续提价损害经销商利益，净利润连年下滑。2000 年酒鬼酒创始人王锡炳离职，次年白酒从量税政策出台，湘泉集团加速盲目扩张，一是加宽酒鬼酒产品体系、投入大量促销费用，

二是多元化投资酒店业、药业等带来亏损。截至 2002 年，湘泉集团累计向酒鬼酒借入资金达 7.69 亿元，同年公司亏损 1.45 亿元，同比下降 242.05%，陷入第一次资金危机。

图表 2：1998 年酒鬼酒净利润位于行业第二



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 3：1999-2002 年酒鬼酒净利润急转直下



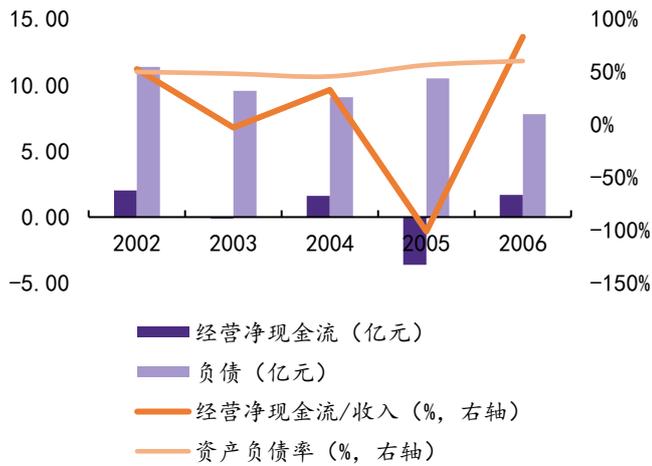
资料来源：WIND，华鑫证券研究

### 1.1.2 2003-2006：成功集团控股，经营困境加重

**因资金问题转让股权，实控人换帅。**2002 年 9 月和 11 月，湘泉集团为缓解经营资金短缺带来的债务问题，将其持有酒鬼酒 29.04%和 9.90%的股权分别转让给成功集团、上海鸿仪投资，转让后成功集团成为酒鬼酒实际控制人，湘泉集团以 25.67%的持股比例退居第二大股东。其中成功集团主营业务为创业投资、并购投资，而上海鸿仪投资主要是对旅游业、铝材业、高新技术产业的投资和开发。控股股东与酒鬼的业务层面关联度较低，缺乏酒类运营经验，同时遗留的不良资产问题未能有效得到处置，2002-2003 年公司仍面临亏损。

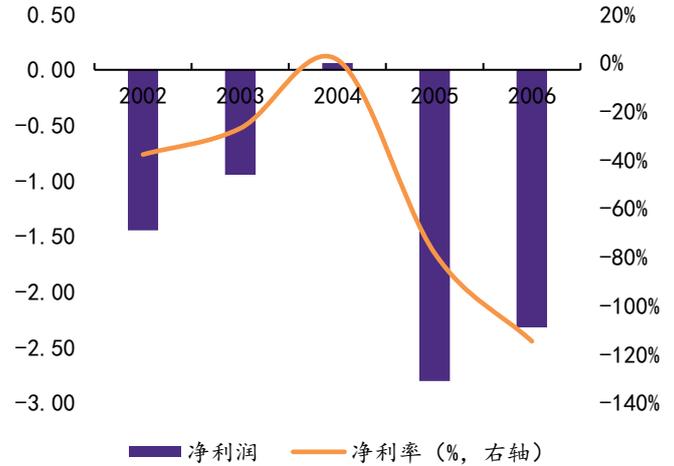
**控股股东非法占用资金，生产经营停滞。**2004 年公司扭亏为盈，但 2005 年 9 月，控股股东成功集团抽逃酒鬼酒资金 4.2 亿元，同年经营净现金流为-3.61 亿元，净亏损 2.80 亿元，负债 10.50 亿元，酒鬼酒再次陷入资金泥潭，完全停止生产。同时成功集团以股权转让等方式进行资金偿还，董事长兼总经理刘虹辞职。2005 年年末，第一大股东湘泉集团申请破产清算，时任吉首市政府办公室主任兼副市长的杨波接手，但仍未能实现业绩反转。

图表 4: 2002-2006 年酒鬼负债率提升, 经营现金流表现差



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 5: 2002-2006 年酒鬼酒扭亏为盈后再陷低谷



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

### 1.1.3 2007-2014: 中皇公司改革迎生机, 黑天鹅事件致深度调整

中皇公司资源丰富, 多项改革激发经营活力。2006 年 12 月, 湘泉集团和上海鸿仪投资持有的共计 10780 万股股权进行整体拍卖, 买受方为中皇公司和长城资管, 分别拍得 23.57% 和 12.00% 的股权, 另外中皇公司于 2007 年 1 月接受股权转让, 合计共持有公司股权 36.11%, 成为酒鬼酒第一大股东。中皇公司的入主为酒鬼酒带来新的生机, 从改善公司治理结构、加强内部管理、梳理产品体系、重新制定营销战略、提供资金支持、解决员工安置等多方面制定重组计划, 另外, 中皇公司为中国糖业酒类集团公司的控股子公司, 利于充分借助中糖旗下的食糖营销网络为酒鬼提供经营支持。

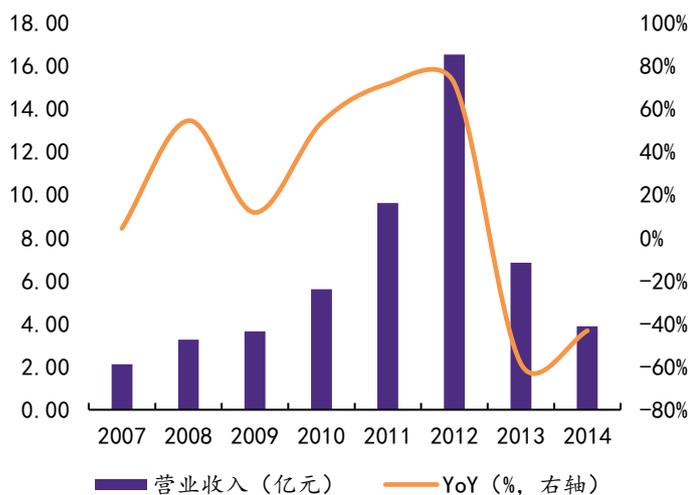
图表 6: 中皇改革措施

	改革措施/目标	完成情况
公司治理	1) 建立现代企业制度, 改善公司治理。2) 重组领导班子, 加强内部管理。	1) 组建了由酒类运营经验丰富、管理能力突出的人员组成的核心管理团队。2) 成立六大管理中心和八大内部控制管理体系。
产品体系	1) 整合产品体系, 发挥馥郁香型的品质价值, 推行馥郁香型科技成果转化。2) 加强成本管理, 强化生产控制。	1) 升级产品突出馥郁香“前浓、中清、后酱”的特点。2) 完成了 5 条灌装流水线技改工程。
品牌营销策略	1) 重点为酒鬼系, 确立酒鬼系的旗舰角色和主导地位。2) 湘泉系担当支持者角色。3) 输出品牌清理整顿。	1) 终止销售新世纪酒鬼、水晶酒鬼等品牌, 仅保留标准版传统酒鬼酒。2) 将原来 260 个品种整合缩减至 16 个。
区域市场策略	1) 做大做强湖南本土市场, 建立牢固根据地。2) 以湖南市场为连接点, 贯通京广走廊市场。3) 以长三角为切入点, 打通东南沿海市场走廊。	1) 将原湖南办事处划分为湘中、湘西、湘南、湘北四个办事处。2) 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。3) 建立十七个营销片区。
渠道整合策略	1) 与中国糖酒签订经营支持协议, 下属公司代理或经销公司系列产品。2) 与皇权集团达成经营支持协议, 借助免税店资源。	1) 通过重庆、哈尔滨春秋糖酒交易会加大宣传。2) 基本完成“稳固湖南、点亮全国”的市场布局。3) 成立酒鬼酒湖南销售公司。
资金链问题	1) 制定偿还银行借款计划。2) 提供总额 1.8 亿元的免息流动资金借款。	
历史遗留问题	1) 追缴原大股东占用资金。2) 解决员工安置。	1) 出售湘西医药、保靖陶瓷公司股权, 转让房地产公司股权; 债务重组。2) 投资收益 730 万元, 债务重组收益 5047 万元。
业绩目标	2007 年实现扭亏为盈, 确保其不退市。2007 年实现营业利润不低于 800 万元, 2008/2009 年实现的净利润分别不低于 3000、5000 万元。	2007 年实现营业利润 0.12 亿元, 2007/2008/2009 年分别实现净利润 0.62、0.08、0.13 亿元。

资料来源: 公司公告, 华鑫证券研究

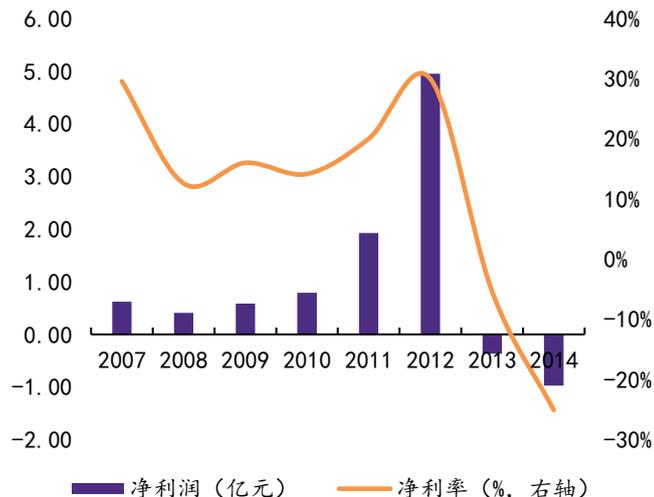
改革红利逐步兑现，但内控不足下黑天鹅事件致公司再陷泥潭。在中皇公司各项举措的发力下，酒鬼酒经营情况一片向好，2012年分别实现营业收入、归母净利润16.52、4.95亿元，2007-2012年CAGR分别达50.85%、51.31%。同时公司省外收入占比不断提升，2012年省外收入占比超50%，向外扩张策略得到初步验证。产品方面，公司将酒鬼系列作为主导产品系列重点发展，2012年实现收入13.79亿元，同比增长87.84%，占比83.47%。然而，黑天鹅事件叠加“三公消费”限制出台、白酒行业中的政务消费急剧萎缩，公司发展再次进入深度调整期。

图表 7：2007-2012 年酒鬼酒营收恢复加速



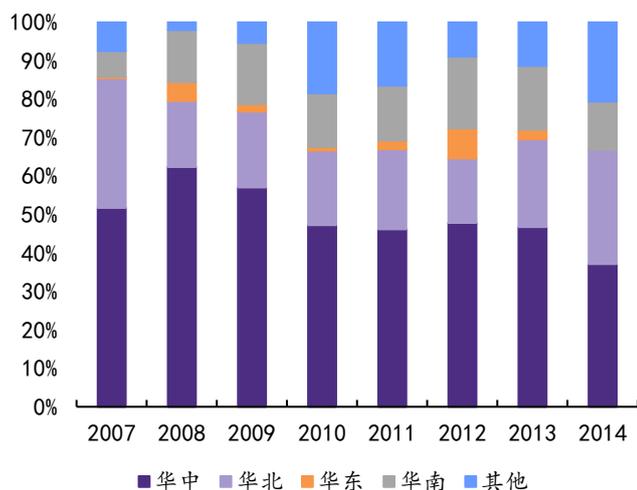
资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 8：2013-2014 年黑天鹅事件叠加行业调整致亏损



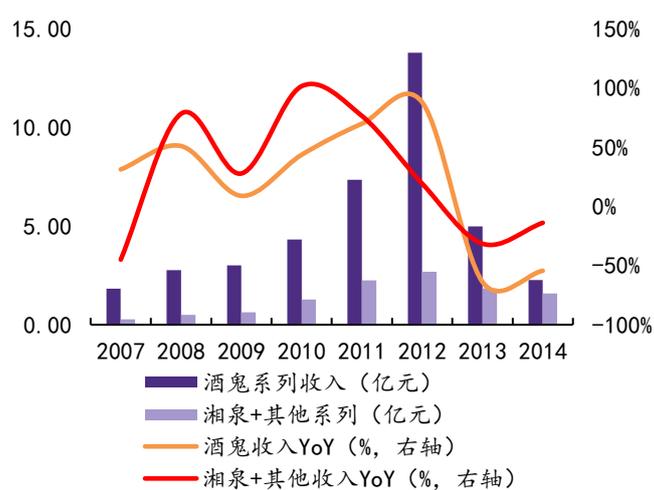
资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 9：2007-2012 年省外地区收入占比不断提升



资料来源：WIND，华鑫证券研究

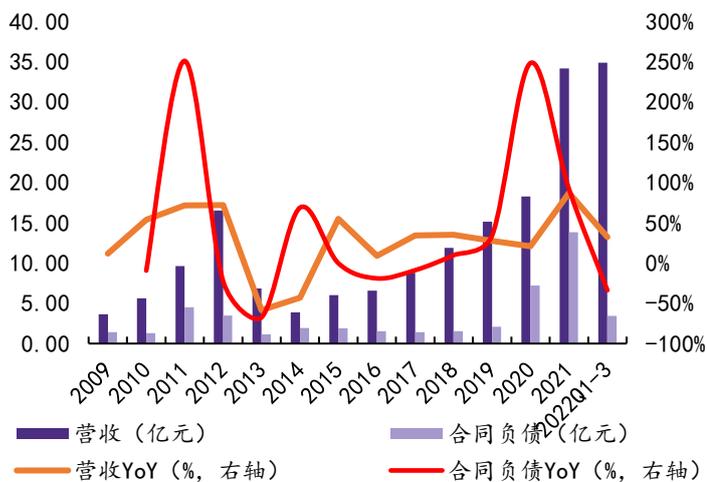
图表 10：2007-2012 年酒鬼系列增长迅速



资料来源：WIND，华鑫证券研究

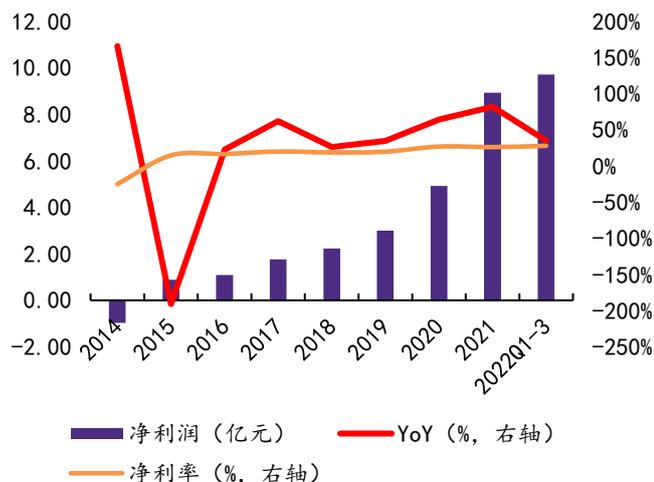


图表 12: 2015-2021 年酒鬼创收能力逐步恢复并迎高速增长



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 13: 2015 年至今酒鬼酒净利率回升企稳



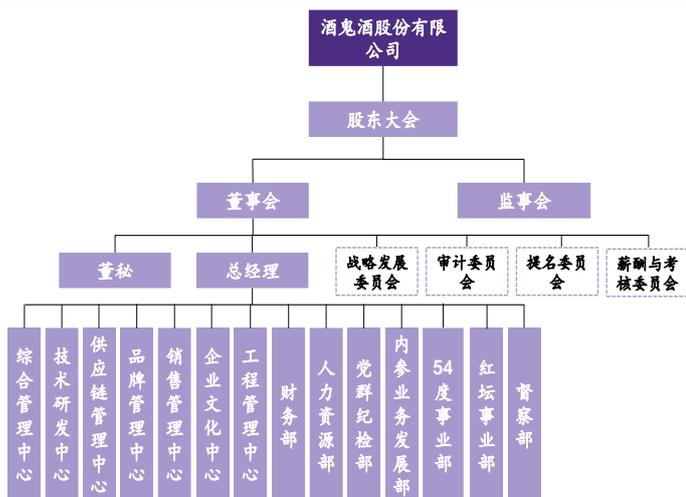
资料来源: WIND, 华鑫证券研究

## 1.2、中粮赋能，多措并举全力改革

**受中粮高度重视，设置远期宏伟目标。**中粮集团是中央直属大型国有企业、中国农粮行业领军者，并拥有专门经营酒类业务的专业化公司“中粮酒业”，旗下包括酒鬼酒、长城葡萄酒、名庄荟、黄酒孔乙己四大企业。作为中粮酒业旗下唯一上市酒企，自中粮接管以来，酒鬼酒便受到集团高度重视，2018年3月起中粮酒业董事长王浩出任酒鬼酒董事长，2019年5月起中粮酒业投资公司副总经理出任酒鬼酒董事、副董事长及总经理，同时引入多名高管。2018年公司提出“短期30亿，中期50亿，远期100亿”的销售目标，并推动多项改革进程。

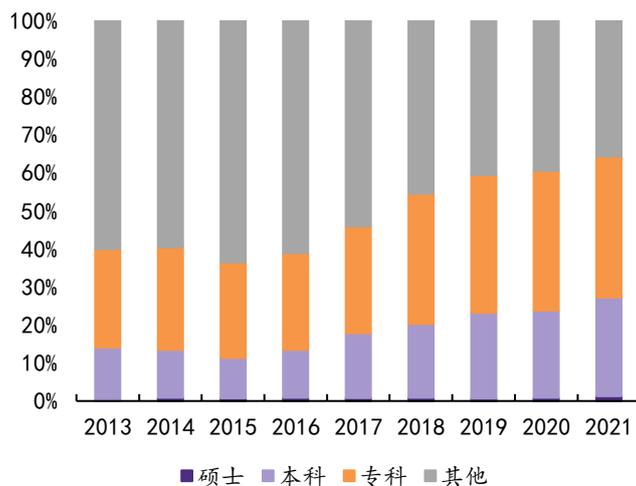
**组织结构优化，组织效率提升。**2019年公司成立五大管理中心，2020年合并酒鬼和内参销售管理中心，新设立企业文化中心、技术研发中心，形成六大中心。同时加强内控管理，组织多项专业培训，坚持市场化选人用人机制，定量引进应届大学生，持续提高组织效率。

图表 14: 酒鬼酒组织结构优化



资料来源: 公司官网, 华鑫证券研究

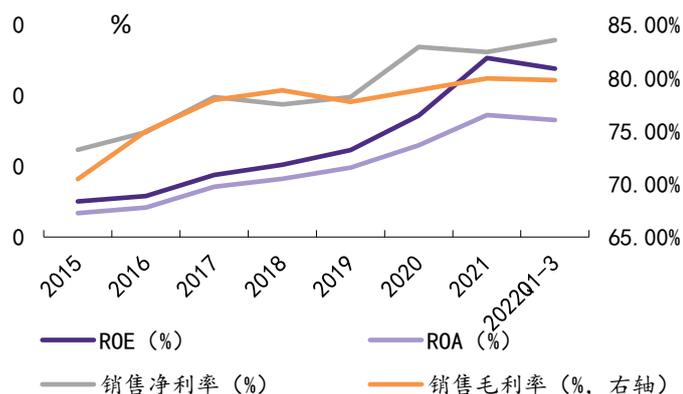
图表 15: 2015 年至今酒鬼酒员工学历结构向上拉升



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

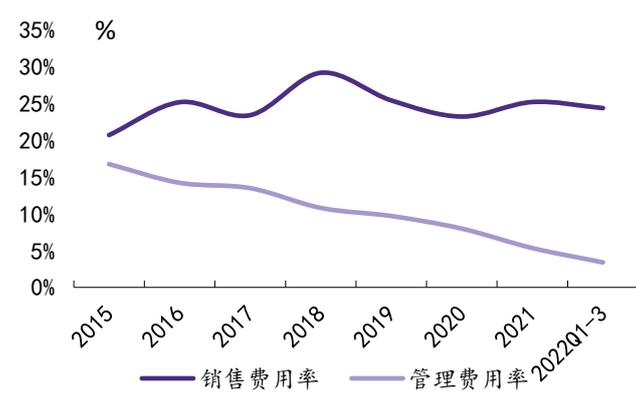
**管理精细化, 费用率明显优化。**在信息化管理方面, 2016 年公司上线 BPM 系统和 SAP 系统, 在行政管理与供应链管理方面提升效率、降低成本。在预算管理方面, 对费用项目精细化管理, 精准定额、实时监控、按月考核。2017 年在曲酒车间推行 7 人班组制, 推进现代化生产, 2018 年搭建完成一物一码系统。中粮入主后酒鬼酒精耕管理、优化组织, 有效降低了管理费用率、提升盈利能力, 2022Q1-3 销售费用率、管理费用率分别为 24.35%、3.40%, 其中管理费用率较 2015 年下降 13.34pct, 管理效率大幅提升, 销售费用率则稳定在 25%左右。从盈利能力看, 2022Q1-3 毛利率、净利率、ROE、ROA 较 2015 年均有明显提升, 平均涨幅为 14.22pct。

图表 16: 2015 年至今酒鬼酒盈利能力明显上升



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 17: 2015 年至今酒鬼酒管理费用率优化效果突出

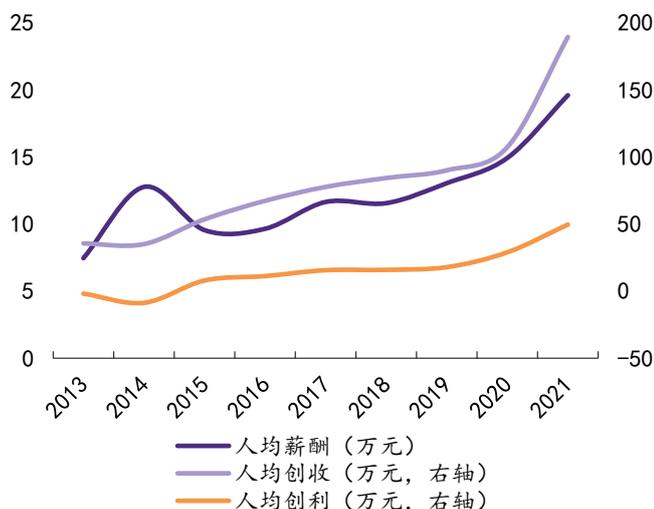


资料来源: WIND, 华鑫证券研究

**激励制度有效改革, 合理拉动人效。**2016 年公司进行薪酬机制改革, 对中高层管理人员, 从公司利润增量中提取一定比例作为年度激励金, 薪酬与业绩挂钩; 对职能部门及车间进行分级绩效考核, 并在 2020 年对高管施行三年任期激励奖金。差异化考核机制以业绩为导向, 在提高人均薪酬的同时, 人均创收、人均创利亦不断提升。2021 年人均薪酬、人

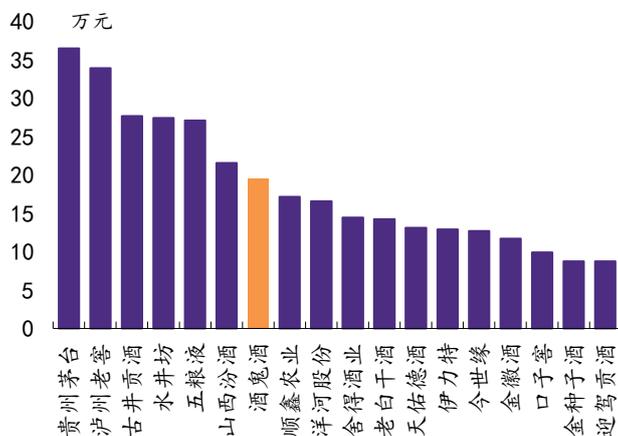
均创收、人均创利分别为 19.59、189.37、49.56 万元，其中，人均创利 2015-2021 年 CAGR 达到 35.89%。

图表 18：2015 年起酒鬼酒人员激励及人效不断提升



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 19：2021 年酒鬼酒人均薪酬提升至行业中上水平



资料来源：WIND，华鑫证券研究

三大产品系列定位明确，价格带覆盖面逐步扩大。2016 年，公司确定“内参”、“酒鬼”、“湘泉”三大品牌线，内参酒确立为高端形象大单品，对标千元价位带；酒鬼品牌中含红坛、传承、紫坛、黄坛等产品，对应次高端价格带，其中“高度柔和”红坛酒为首个核心战略大单品；湘泉品牌以盒优、特优为主，对标大众消费市场。2018 年 SKU 控制在 75 个以内，同比下降 25%，并将酒鬼酒传承列为战略单品。2019 年 SKU 控制在 85 个以内，同时向上延伸出“内参大师酒”等。2020 年停止麻袋瓶包销类产品开发，开发红坛 18、红坛 20、酒鬼酒 1956、酒鬼酒馥郁经典、内品酒等。2021 年改造升级红坛，基本形成对价格带全覆盖。

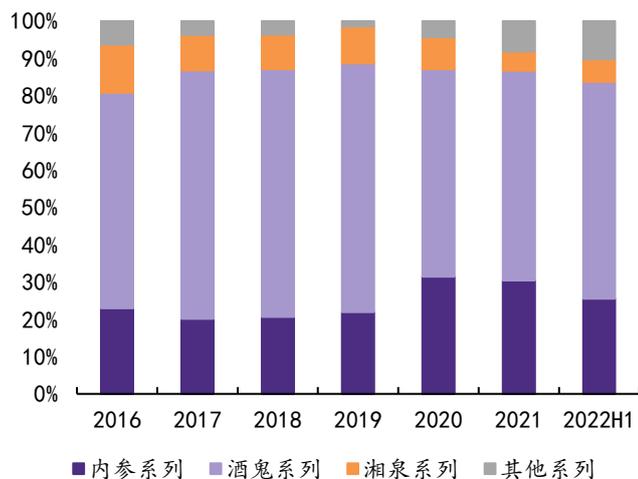
图表 20：酒鬼酒主要布局产品列示

系列	产品	规格	单价（元/瓶）	
内参系列	内参大师	52 度 500ml	3999	
	内参 70 纪念酒	52 度 500ml	3099	
	内参高尔夫酒	52 度 550ml	2999	
	内参		58 度 500ml	1999
			54 度 500ml	1599
			52 度 500ml	1499
	内参生肖酒（虎年）	52 度 500ml	2019	
酒鬼系列	传承 1956	54 度 500ml	1398	
	酒鬼生肖酒（牛年）	54 度 500ml	1399	
	馥郁国标	52 度 500ml	899	
	馥郁经典	52 度 500ml	568	
	精品	52 度 500ml	639	
	典藏	52 度 500ml	499	
	红坛 20	52 度 500ml	618	
	红坛高度柔和	52 度 500ml	450	
	红坛 18	52 度 500ml	408	
	紫坛 20	52 度 500ml	538	
	传承	52 度 500ml	478	
	水晶盒（透明装）	52 度 500ml	458	
	黄坛	52 度 468ml	289	
	内品	52 度 500ml	258	
	老坛 1997	52 度 500ml	228	
	湘泉	原浆	60 度 500ml	198
		湘聚	52 度 500ml	188
盒优		54 度 500ml	79	

资料来源：京东，淘宝，华鑫研究

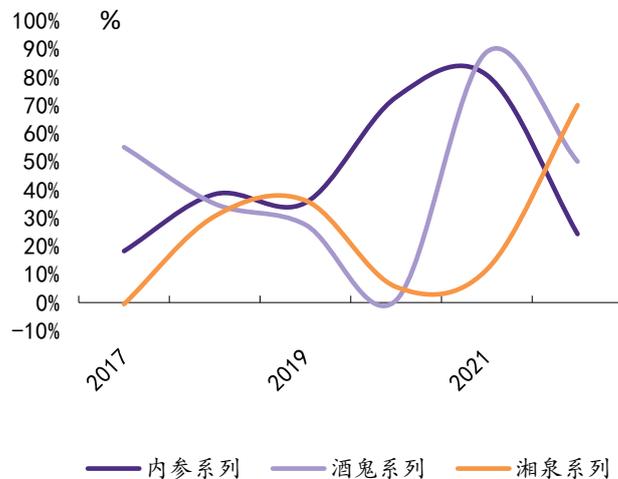
**产品结构抓重点，突出大单品战略。**销售绝对额来看，2021 年内参系列、酒鬼系列、湘泉系列分别实现收入 10.34、19.15、1.76 亿元，分别同比增长 80.71%、88.94%、11.71%，占比 30.39%、56.27%、5.16%。其中，内参系列占比由 2016 年的 22.95%提升 7.43pct，2016-2021 年的 CAGR 达到 47.27%，大单品战略实施显成效。**量价拆分来看**，内参系列、酒鬼系列处于量价齐升的增长阶段，2021 年内参系列销售量、单价同比增速分别为 23.48%、2.33%，销量贡献更大；湘泉系列则处于量减价升的结构升级阶段，印证了公司主攻高端、次高端的产品思路。

图表 21: 2017-2021 年内参系列营收占比逐步提升



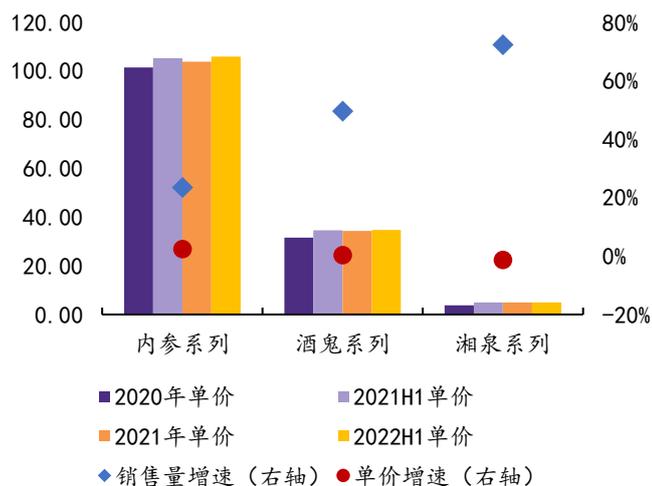
资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 22: 2021 年内参与酒鬼两大系列营收高增



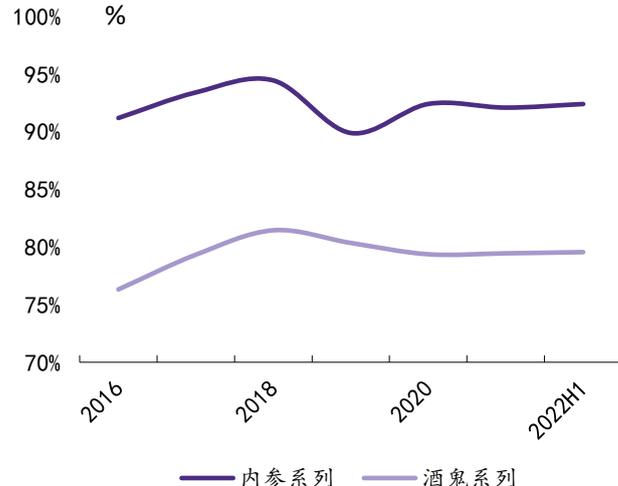
资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 23: 内参系列与酒鬼系列量价齐升



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 24: 2021 年内参与酒鬼两大系列毛利率表现

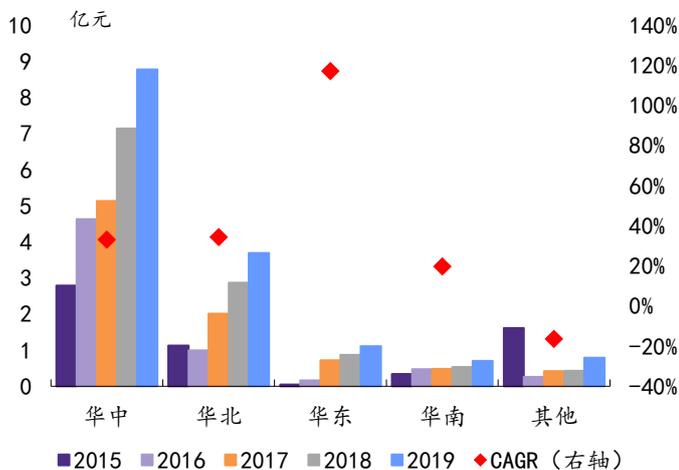


资料来源: WIND, 华鑫证券研究

**区域扩张战略逐步清晰, 全国化进程仍有较大空间。**2015 年公司设立“省内重点做”、“省外做重点”的市场方针, 将省内作为核心根据地市场, 2018 年将省外市场进行分级分类覆盖并成立内参销售公司, 2021 年全国地级市覆盖达 67%, 省内县级市场覆盖率 94%。

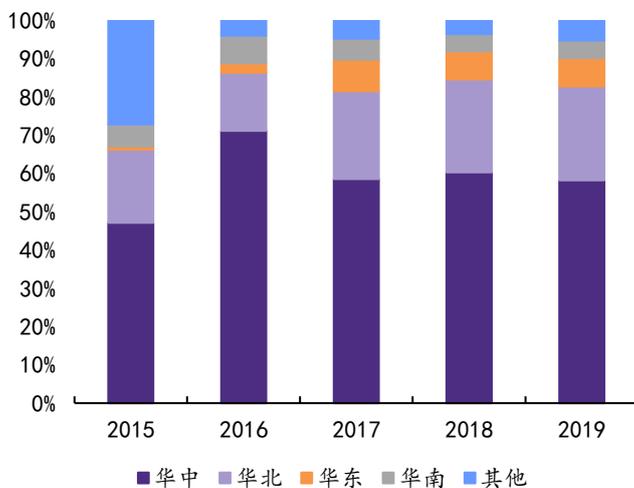
2015 年中粮入主公司以来, 从优化组织结构、精简产品布局、推进全国化扩张等方面做出重大调整, 叠加公司本身独特品牌禀赋, 其全国化扩张正顺利开展, 当前大有可为。目前公司拥有定位高端的内参系列、对标次高端的酒鬼系列及对应大众市场的湘泉系列, 在中粮集团持续赋能下, 坚守高端市场、打造次高端大单品、加速推进全国化布局。

图表 25: 2015-2019 年华东地区营收增速亮眼



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

图表 26: 2015-2019 年华北地区营收占比提升明显



资料来源: WIND, 华鑫证券研究

### 1.3、大股东稳定实力强，管理层契合

自 1997 年酒鬼酒上市以来，酒鬼酒老名优酒的公司质地一直未变，只是需要寻找到稳定且契合的控股股东与管理层。湘泉时代，管理层采取盲目扩张的策略，以追求短期快速增长，并在后期多次更换管理层，造成管理混乱与不稳定。成功集团时代，管理层对于酒业了解较少，甚至利用酒鬼进行资本抽逃，导致酒鬼自身的经营亦受到伤害。中皇公司时代，在管理层契合、资源丰富的向好趋势下，酒鬼酒迎来第一轮复兴，但仍由于对内控问题的重视不够，出现使其遭受重创的黑天鹅事件。而中粮集团于 2015 年入主，消费类资源丰富且足够重视酒鬼酒发展，管理层相对稳定，对酒鬼的管理亦追求健康成长，而非盲目增长。我们认为，中粮集团 2015 年控股至今，酒鬼多项改革、增长稳定，二次复苏仍在途中，这与酒鬼的老名优酒的品牌禀赋有关，亦与中粮管理层稳定、契合度高有关。

图表 27: 1997 年以来酒鬼酒核心管理层变动时间表

时间	控股股东	酒鬼酒董事长	酒鬼酒总经理	财务总监	
1997	湘泉集团	王锡炳	王锡炳	彭顺文	
1998					
1999					
2000		田家贵	宋清宏	马军	
2001					
2002	成功集团	彭善文	刘虹	杨建军	
2003					
2004		刘虹			
2005		杨波			夏心国
2006					

请阅读最后一页重要免责声明

2007	中皇公司	王新国	徐可强	任宝岩
2008				
2009				
2010				
2011				
2012				
2013	赵公微	夏心国	任宝岩	
2014				
2015	中粮集团	江国金	董顺钢	董顺钢
2016				
2017		王浩	程军	程军
2018				
2019			郑轶	郑轶
2020				
2021		赵春雷	赵春雷	
2022				
2023				

资料来源：WIND，华鑫证券研究

管

理层革新，中粮派驻多名核心高管扩充管理团队。2018年起中粮酒业董事长兼总经理王浩任酒鬼酒董事长、党委书记，2019年起中粮酒业副总经理郑轶任酒鬼酒副董事长、总经理，2021年起中粮人力资源副总监、中食人力资源总监徐菲任酒鬼酒董事，为中粮赋能酒鬼起到直接作用。同时，酒鬼酒保持原有核心高管，以把握整体发展方向的延续性，2011年即加入酒鬼酒、曾任内参销售公司的王哲目前担任公司销售管理中心总经理、公司副总经理。

图表 28：酒鬼酒目前核心高管列示

姓名	职务	加入时间	履历
王浩	董事、董事长、党委书记	2018-03-02	1990.10 加入中粮集团，在中粮集团总公司审计部、深圳中粮实业公司、中粮果菜水产进出口公司、鹏利国际（北京）公司财务部、中粮国际（北京）有限公司财务部，集团战略规划部等工作，2006.01 任集团财务部副总监，2013 年兼任中粮财务公司总经理，2014.03 任集团党组纪检组副组长兼审计监察部总监，2016.07 任集团审计与法律风控部总监，2017.12 起任中粮酒业董事长、党委书记、总经理。
郑应南	副董事长	2011-07-28	现任香港皇权集团主席、中皇有限公司副董事长。投资的核心业务包括免税品和旅游零售，品牌代理和分销，近来拓展到国内零售业、餐饮业等领域。
郑轶	副董事长，总经理	2019-05-09	2001.08 加入中国粮油食品进出口（集团）有限公司，先后就职于集团法律咨询部、法律部合同与公司法部，2008.07-2014.06 历任集团法律部合同与公司法部总经理助理、副总经理、总经理，2014.06-2016.10 任中国食品有限公司总法律顾问兼法律部总经理，2016.09-2017.05 期间兼任特渠部负责人，2016.10-2021.08 任中粮酒业副总经理。
江湧	董事	2017-08-31	1999-2000 年在荣峰发展有限公司任执行董事助理负责项目发展、2000-2002 年任发展有限公司任总经理负责项目发展、2001-2002 年在 Fortune Investment Asia Limited 任高尔夫球场市场顾问、2003-2005 年为天际企业有限公司合伙人负责销售项目、2005.09 加入香港皇权集团，现任中皇有限公司董事、英德市粤北糖业有限公司董事、香港皇权集团中国部副总经理。
徐菲	董事	2021-09-15	1997.10 加入中国粮油食品进出口总公司；曾担任中粮集团有限公司人力资源部副总监、中国食品有限公司副总经理兼人力资源部总经理等职务。
汤振羽	董事会秘书	2020-06-15	2002 年 7 月至 2011 年 2 月历任湖南出版投资控股集团策划发展部职员、战略投资部项目主管、集团改制上市办公室副主任；2011 年 3 月至 2020 年 6 月历任湖南电广传媒股份有限公司董事会秘书处副主任（主持工作）、董事会秘书处主任、证券事务代表、董事会秘书兼证券法务部总监等职务，现任本公司董事会秘书。
杜家骏	董事	2020-09-16	2015-2016 年任职招商局集团属下银行贷款业务、2016-2018 年任广州易创家科技有限公司首席执行官，2018 至今出任国际白酒发展有限公司总经理，公司业务主要发展国内外（有税和

免税市场)中国白酒的长期战略部署,同时在东南亚地区和南美地区市场加速发展,并以打通全球白酒市场为目标。

李文生	副总经理	1994年	1994年始曾任湖南湘泉集团湘泉酒有限公司经理助理及办公室主任,1997年始任本公司办公室主任、总经理办公室主任、证券事务部经理、监事、董事会秘书等。
王哲	副总经理	2011-07	2011.07加入酒鬼酒公司,历任酒鬼酒供销有限公司冀北大区经理、冀南大区经理、北方营销中心副总经理、河北省区经理、京津冀大区销售总监,2018.12-2020.04任湖南内参酒销售有限责任公司总经理,2020.04-2021.09任本公司销售管理中心总经理。
胡晓熹	副总经理	2021-11-25	2005.07加入中粮,先后在中国土产畜产进出口总公司、集团办公室、中国食品有限公司工作,曾任中国食品有限公司办公室负责人、西北大区总经理;中粮酒业西北大区总经理、督察部总经理。
邹斐	副总经理	2010-02	2010.02-2019.02历任酒鬼酒股份有限公司供销公司销售部销售主管,销售部副经理,销售部经理,总经理助理,副总经理;2019.02-2021.07历任酒鬼酒股份有限公司酒鬼销售管理中心总经理,综合管理中心副总经理;2021.07-2023.01任酒鬼酒股份有限公司总经理助理。
赵春雷	财务总监	2021-11-25	2006.08加入中粮集团有限公司,先后就职于中粮工业食品进出口有限公司,中粮糖业控股股份有限公司,2013.11-2019.02历任中粮糖业制糖事业部财务部经理助理,财务部副经理,2019.02-2019.05任中粮糖业糖业综合管理部财务运营部副经理,2019.05-2021.01,任中粮糖业销售二部财务部经理,2021.01-2022.05,任中粮糖业销售二部总经理助理。

资料来源:公司公告,华鑫证券研究

**高管增持,展现长期信心。**2022年9月27日酒鬼酒发布管理层增持公司股份计划,截至2022年11月25日,增持计划实施完成,公司管理层累计增持公司股份5.23万股,占总股本0.0161%,增持金额643.08万元。本次增持基本覆盖了公司的核心管理层,充分彰显管理层对公司的增长信心,同时反映了目前管理团队的稳定性与长期性,结合2023年酒鬼酒“费用改革元年”的定位,本次复兴仍然可期。

图表 29: 酒鬼酒高管增持股份明细

姓名	职务	已购买股数	购买金额(万元)	占总股本比例
王浩	董事、董事长、党委书记	10000	125.45	0.0031%
郑轶	副董事长、总经理	10100	125.56	0.0031%
胡晓熹	副总经理	2800	31.88	0.0009%
李文生	副总经理	3300	41.13	0.0010%
王哲	副总经理	9700	120.47	0.0030%
汤振羽	董秘	4500	56.7	0.0014%
赵春雷	财务总监	2400	30.02	0.0007%
邹斐	副总经理	5200	61.01	0.0016%
刘永泉	总经理助理兼品牌中心总经理	4300	50.86	0.0013%
	合计	52300	643.08	0.0161%

资料来源:公司公告,华鑫证券研究

## 2、内参坚守高端,战略定力强

### 2.1、高端酒市场壁垒高,竞争决胜在于品牌

#### 2.1.1 高端酒市场量价齐升,驱动规模持续增长

**高端白酒市场快速扩容，未来增长动力仍足。**据统计，2021 年高端白酒（千元及以上）市场规模近 1700 亿元，同比增长 14.04%，占整体白酒行业规模的 28.06%。过去受益于经济快速发展下消费升级、龙头高端酒企批价持续上行，高端白酒市场获得快速增长，2016-2021 年 CAGR 达 24.11%，占比提升 18.67pct。2022 年受疫情多点散发影响，居民消费能力提升暂时受阻，出现短暂消费降级的现象，高端白酒市场增速预计略放缓。

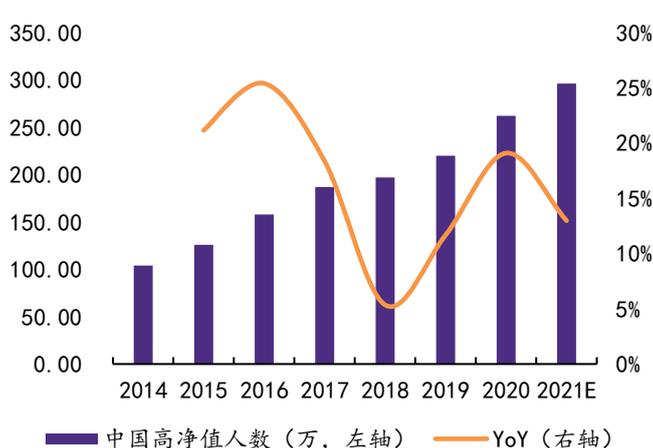
**量增——需求端：消费能力提高，消费意愿提升。**高端白酒消费量的增长首先来自居民消费能力的提高，根据招商银行发布的《2021 私人财富报告》，2021 年我国高净值人群（个人可投资资产超过 1 千万）规模 296 万左右，同比增速 12.98%，高净值人群规模持续扩大。同时，根据经济学人发布的《中国消费者 2030 年面貌前瞻》，2030 年我国高收入人群、中高收入人群占比预计分别提高 12pct、13pct 至 15%、20%，稀释低收入人群比重。另外，白酒主要的消费场景为收藏、宴请和送礼，而高端白酒能够更好满足消费者对产品面子属性、社交属性的需求，经济复苏带来的政商务宴请繁荣将进一步提升消费者的高端白酒消费意愿，实现高端酒需求端的量增。

图表 30：2012-2021 高端白酒市场规模及增速



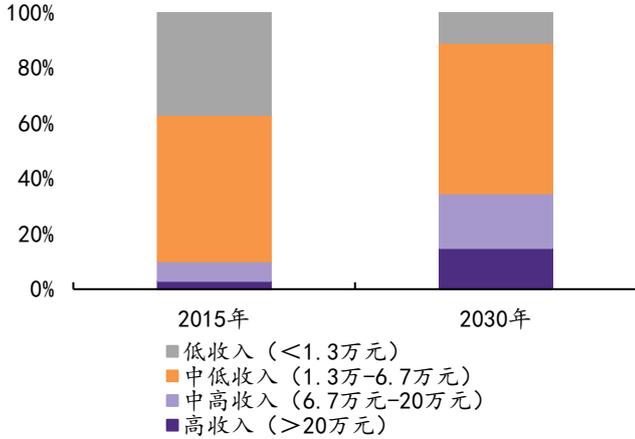
资料来源：公司公告，微酒，中国酒业协会，壹号酒闻，前瞻经济学人，中国经济网，新华网，公司研究室酒业组，华鑫证券研究

图表 31：2014-2021E 中国高净值人群数量及增速



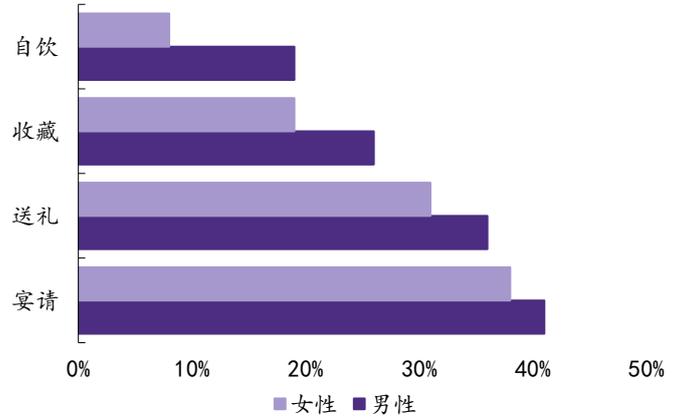
资料来源：招商银行，搜狐，华鑫证券研究

图表 32: 2015 及 2030 年我国人均年可支配收入



资料来源: 经济学者人, 华鑫证券研究

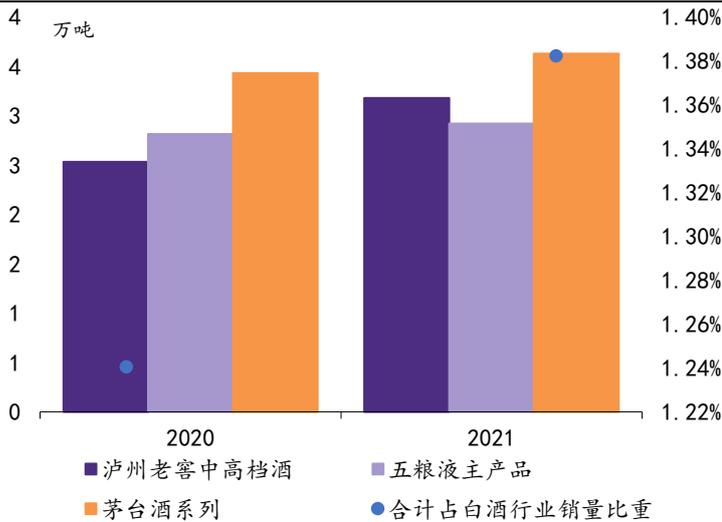
图表 33: 白酒消费以宴请、送礼为主



资料来源: 《中国酒类消费行为白皮书》, 华鑫证券研究

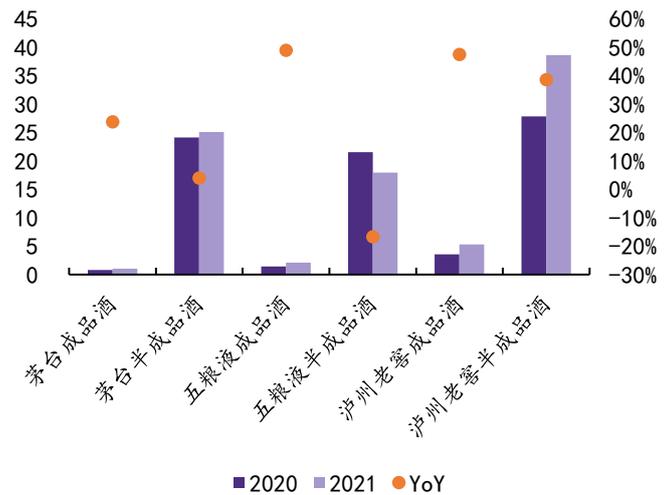
**量增——供给端: 高端酒具有稀缺性, 目前主流高端酒企持续扩产。**2021 年龙头高端酒企茅台、五粮液、泸州老窖成品酒库存量分别为 1.03、2.12、5.29 万吨, 分别同比增长 23.67%、48.82%、47.42%, 半成品酒(含基酒)库存量较充足。同时, 近两年各高端酒企积极扩产, 以满足日益增长的高端消费需求, 如五粮液目前拥有 14.2 万吨的设计产能, 2022 年 11 月仍启动 10 万吨生态酿酒二期项目, 建成后预计新增 6 万吨产能。产能的扩张为高端酒企持续提供优级酒、贡献高端酒产品增量打下坚实基础, 同时驱动着高端白酒市场的长期增长。

图表 34: 2020-2021 年茅五泸高端产品销量及占比



资料来源: 公司公告, 前瞻产业研究院, 华鑫证券研究

图表 35: 2020-2021 年茅五泸库存量(万吨)及增速



资料来源: 公司公告, 华鑫证券研究

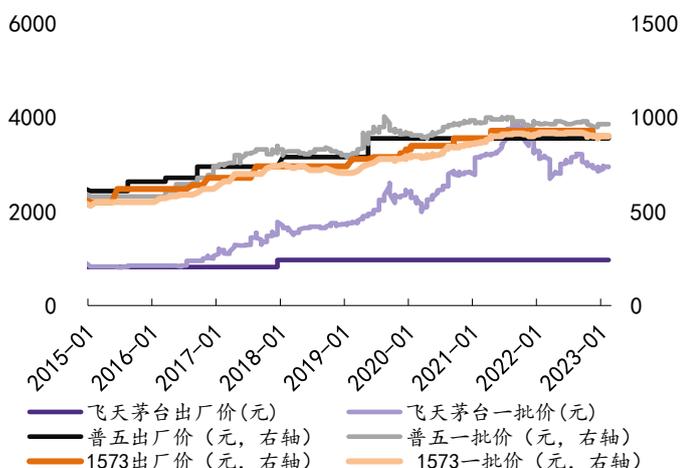
图表 36: 高端主流酒企扩产进行时

高端酒	2021 年设计产能 (万吨)	2021 年实际产能 (万吨)	扩产计划
茅台	4.3	5.6	2022 年 12 月启动每年新增茅台酒产能 1.98 万吨, 储酒 8.47 万吨。
五粮液	14.2	10.6	2022 年 11 月启动 10 万吨生态二期项目, 建成之后将新增 6 万吨产能。
泸州老窖	17.0	17.0	2022 年 7 月启动 8 万吨年产、10.4 万吨储存基酒计划。
山西汾酒	20.7	18.0	2022 年 3 月启动原酒产储能扩建项目, 预计将新增年产原酒 5.1 万吨, 新增原酒储能 13.44 万吨。
酒鬼酒	1.2	1.6	2021 年 8 月启动新建生产三区二期工程项目, 预计新增基酒产能 7,800 吨, 新增储酒规模 4,000 吨。
郎酒	4.5	4.5	2022 年 10 月吴家沟生态酿酒区工程全面落地, 至此五大核心生态酿酒区全面建成, 实现 6 万吨普酒的投粮、投产。
习酒	4.0	4.0	2021 年 10 月启动“十四五”技改第一期新增 1.8 万吨产能。

资料来源: 公司公告, 中国新闻周刊, 证券时报, 新浪财经, 潇湘晨报, 酒业家, 华鑫证券研究  
注: 茅台产能数据仅为茅台系列, 其余酒企产能数据为全部产品产能

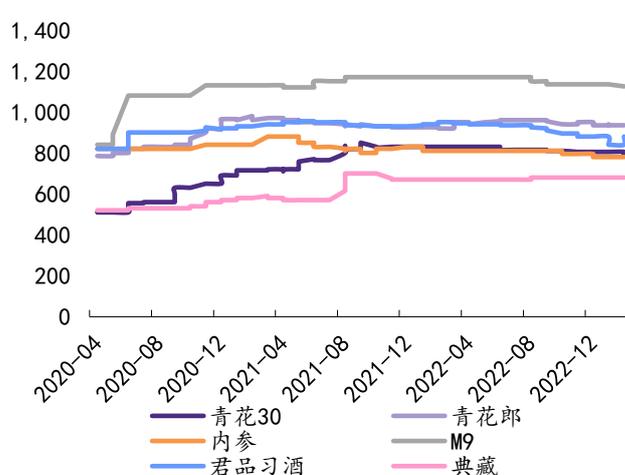
价升——以茅五泸为代表的高端酒企持续提价, 打开价格天花板。2021 年飞天茅台一批价一度提升至 3880 元, 为千元价格带的高端市场留足提价空间。普五、国窖 1573 作为千元价格带的领头产品, 目前批价稳定在千元左右。普五多次提高出厂价后, 于 2019 年 5 月起实现顺价销售, 而国窖 1573 的批价亦从 2015 年的 500 左右提升至目前的 900 元, 已站稳千元价格带。从其他几款高端产品价格表现来看, M9、青花郎批价分别稳定在 1100 元、900 元左右, 青 30、内参、君品习酒基本在 800 元左右。千元白酒的价格提升基本取决于五粮液批价的上涨, 2022 年在疫情的影响下高端酒价格略有受损, 而随着经济复苏加速, 以及高端酒企对各自产品价格策略的重视, 预期高端酒的价格仍是长期向上提振的。

图表 37: 2015 年至今茅五泸高端产品批价变化



资料来源: 今日酒价, 华鑫证券研究

图表 38: 2020 年至今主流高端产品批价变化

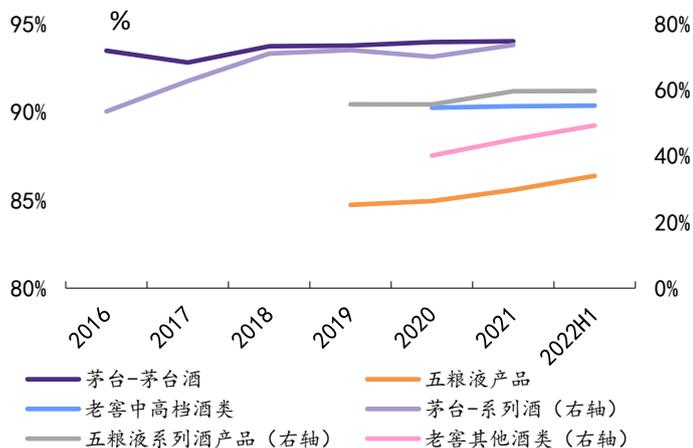


资料来源: 今日酒价, 华鑫证券研究

**价升——高端酒企产品结构升级，间接带动高端市场扩容。**茅台着力推动非标产品价格提升，并提高“i 茅台”直销渠道营收占比，2021 年茅台酒毛利率较 2017 年提升 1.21pct 至 94.03%。2022H1 五粮液主产品营收占比 83.02%，较 2021H1 同比提升 3.44pct，同时多款高价文创产品推出，2022H1 五粮液主产品毛利率较 2019 年提升 1.65pct 至 86.38%。泸州老窖目前高度与低度交错发力，带动中高档产品收入占比提升，2021 年同比提升 3.63pct 至 89.12%。**茅五泸结构持续升级，以非标品、文创产品等为代表的高端产品发力明显，为高端市场规模贡献增长。**

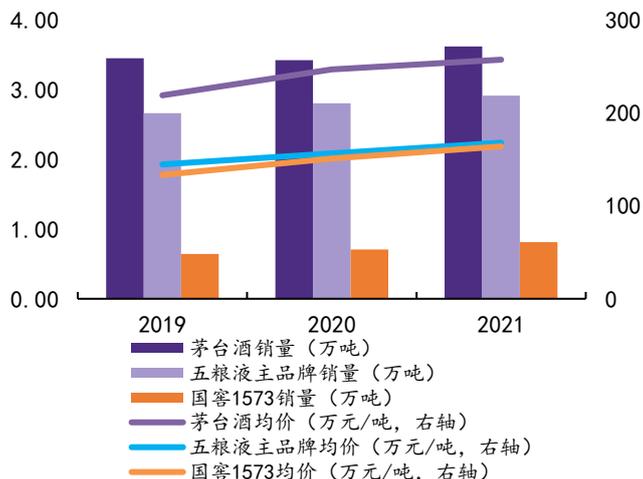
我们将茅五泸三大高端酒企进行量价拆分，得出其 2017-2021 年量增 CAGR 为 9.50%，价增 CAGR 为 8.46%，总规模 CAGR 为 18.76%。2023 年随着消费场景逐步恢复，经济复苏向好的趋势显现，以普五为代表的千元价格带产品在春节动销加速，高端酒市场增长潜力仍存，故我们预计未来以约 15%的复合增速增长，其中量增 8.5%，价增 6.0%，2025 年高端酒市场规模近 3000 亿元。

图表 39：茅五泸产品结构持续升级



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 40：2019-2021 年茅五泸销量及均价变化

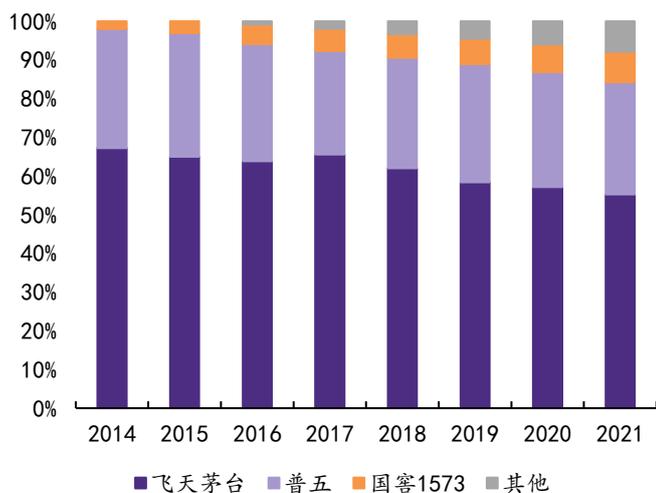


资料来源：公司公告，同花顺，网易，华鑫证券研究

### 2.1.2 高端酒市场竞争加剧，参与者增多趋势下品牌为王

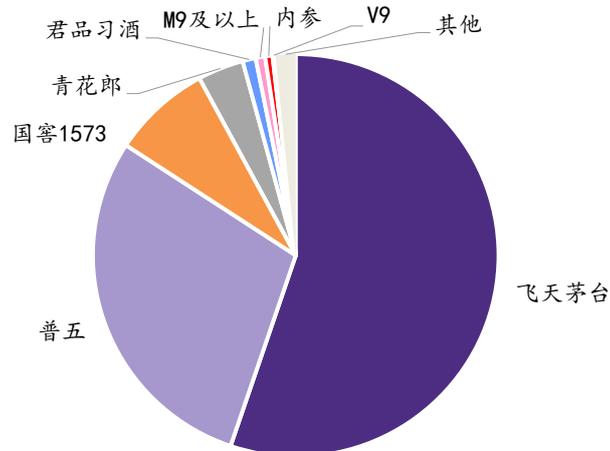
**高端白酒市场新进入者不断增多，CR3 份额下降。**2016 年至今飞天茅台、普五、国窖 1573 CR3 合计市场份额下降 7.01pct 至 92.12%，主因即参与者持续增加，2021 年其他品牌占高端市场份额共 7.88%，青花郎、君品习酒、M9、内参分别占比 3.66%、1.05%、0.75%、0.59%。从除去飞天茅台的千元价格带看，青花郎、君品习酒、M9、内参分别占比 8.17%、2.33%、1.67%、1.32%。总体来看，茅五泸在高端市场的地位难以撼动，但同时亦不断涌现其他品牌，君品习酒及国缘 V9 在 2019 年发布，2020 年汾酒推出青 30 复兴版，2021 年版内参、茅台 1935 分别在 2021、2022 年发布，进一步验证高端白酒赛道的增长潜力。

图表 41：2014-2021 年茅五沪高端产品占高端市场比重下降



资料来源：公司公告，微酒，中国酒业协会，壹号酒闻，前瞻经济学人，中国经济网，新华网，公司研究室酒业组，华鑫证券研究

图表 42：2021 年高端白酒市场竞争格局

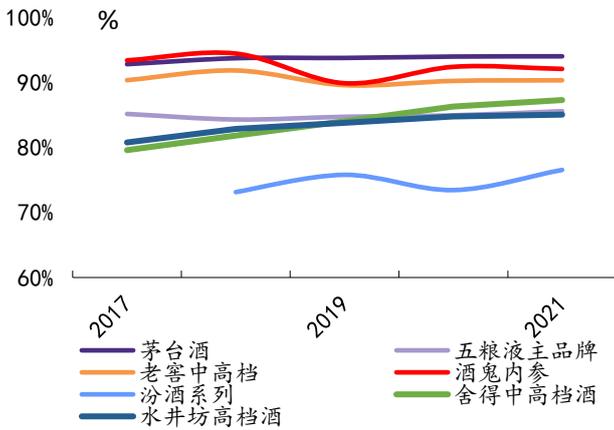


资料来源：公司公告，微酒，中国酒业协会，壹号酒闻，前瞻经济学人，中国经济网，新华网，公司研究室酒业组，华鑫证券研究

**高端酒竞争壁垒源于品牌，带来高毛利与高稳定性。**茅台酒、内参、老窖中高档产品的毛利率基本稳定在 90% 以上，其他主流酒企的高端产品毛利率亦明显高于中档产品，具备高盈利能力。另外，在 2013-2014 年白酒行业调整期中，高端酒的营收增速波动程度更小，在 2022 年疫情多发的市场环境下，亦保持高稳定性。高端酒的高毛利与行业调整时保持的高稳定性，来源于高端酒的强品牌力，品牌力的强弱直接决定了产品议价权的大小，品牌力强的酒企天然具备消费者认知度高、口碑效应强的优势，在高端定价的同时，无需投入过多渠道建设费用，而是可以依靠产品本身的强传播性吸引消费者，另外对价格的敏感度更低，提价传导更易、效果更好，共同构成了高端酒的强盈利能力。

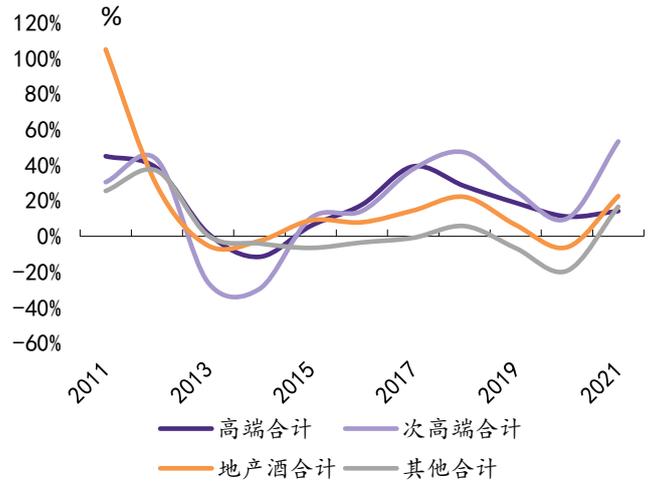
**我们认为，高端酒竞争壁垒的根基是由其品牌构筑的，其次才是优质产能、量价策略。**高端白酒需要更好地满足消费者对精神属性、社交属性的需求，故品牌力必定是最重要的决定因素，而产品是否具备高端品牌的基因从根本上便决定了其是否能站稳高端价位带。高端品牌基因稀缺性强，源于深厚的历史底蕴、独特的品牌文化，同时亦形成了高端白酒最核心的竞争壁垒。近几年高端白酒市场不断涌现新品牌，但只有真正具备高端品牌属性的产品才能从竞争日益加剧的高端市场中脱颖而出，同时亦需要酒企具备充足的产能供应以及正确的量价策略，以从顶层的战略设计上长期深入高端酒市场。

图表 43：2017-2021 年高端产品的毛利率表现



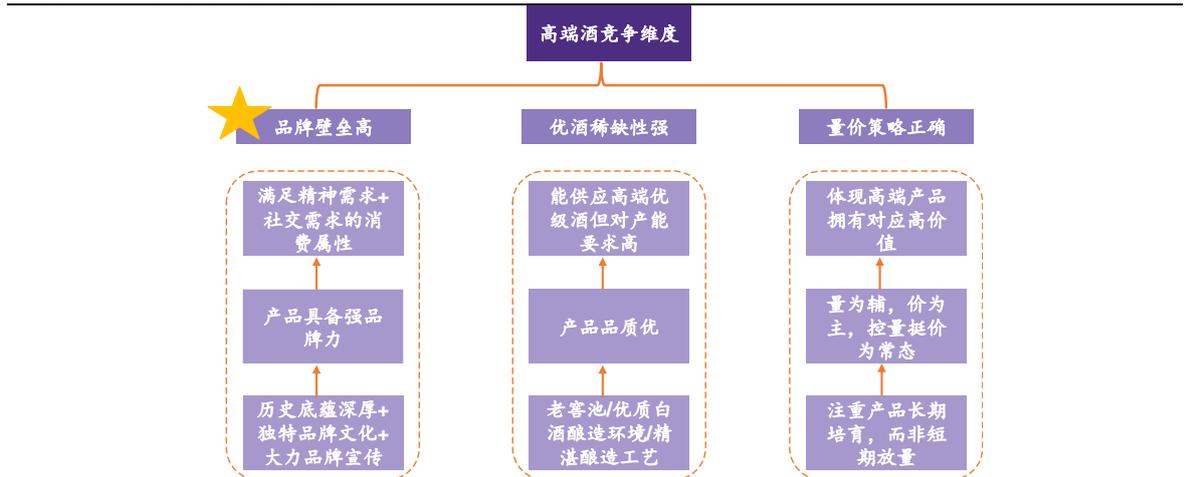
资料来源：WIND，华鑫证券研究  
注：17-18年五粮液主品牌毛利率口径为高价位酒；17-18年老窖中高档毛利率口径为高档酒

图表 44：2010-2021 年白酒行业各版块营收增速表现



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 45：高端酒竞争维度梳理



资料来源：华鑫证券研究

## 2.2、品牌文化打造稀缺性，挺价战略支撑高端定位

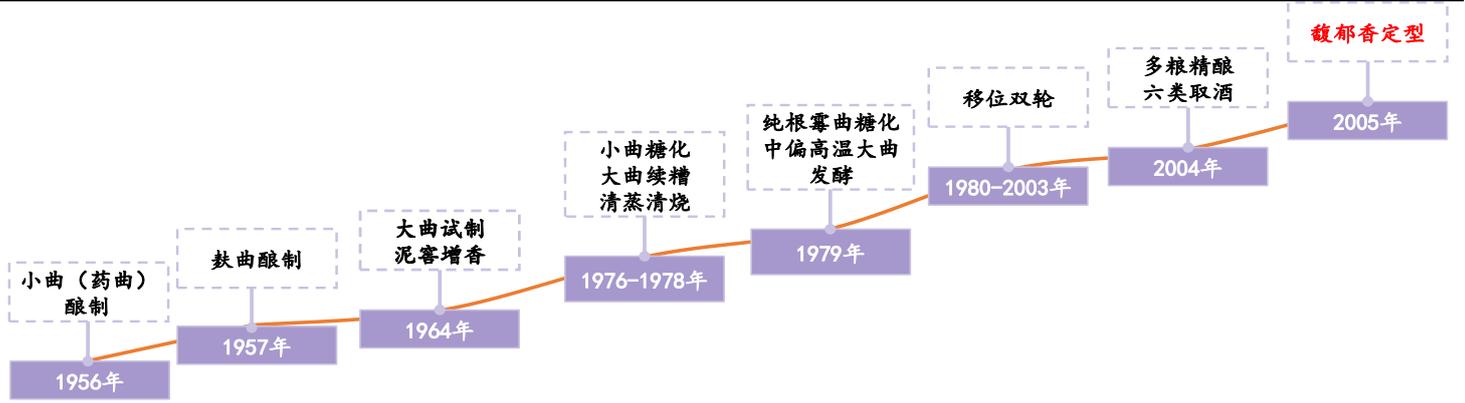
### 2.2.1 品质奠基，文化领航，具备深厚品牌基础

“言之无文，行之不远”，高端品牌的打造从来都不是平地起高楼，对于高端白酒这一精神属性极强的产品尤其是如此，深厚历史、独特文化也是深植于高端白酒根骨里的“品牌基因”。如果品牌是意蕴内涵需要精神体会，品质则是外延表现可以物理感受，故经得起反复推敲验证的高品质一定是打造高端品牌的基础，而我们认为内参具备高端产品品质：

①特有“523” 酿制工艺及“13526” 酿造密码，带来独特馥郁香。“523” 酿制工艺即

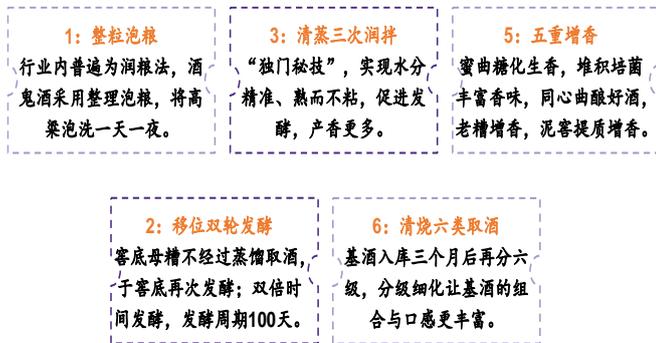
高粱、糯米、大米、小麦和玉米 5 种原粮，融合大曲配醅发酵、小曲培菌糖化 2 种工艺，最终形成“前浓、中清、后酱”馥郁 3 香。馥郁香工艺自 1956 年起经历 8 次技术升级，2021 年 3 月，《白酒质量要求第 11 部分：馥郁香型白酒》正式发布，标志着馥郁香型正式纳入国家标准，对馥郁香型的定义及要求标准化、清晰化，作为该香型的首创者及国标的起草者，酒鬼酒优秀的产品品质得到印证，该国标亦成为打造高端品牌的稳固基石。2022 年 12 月公司发布“13526”酿制密码，从微观角度讲述馥郁香型繁复的酿制细节，进一步保障高产品品质，总酸酯含量行业突出。

图表 46：馥郁香工艺历经 8 次迭代升级



资料来源：公司经销商大会，华鑫证券研究

图表 47：“13526”馥郁香酿制密码



资料来源：公司微信公众号，华鑫证券研究

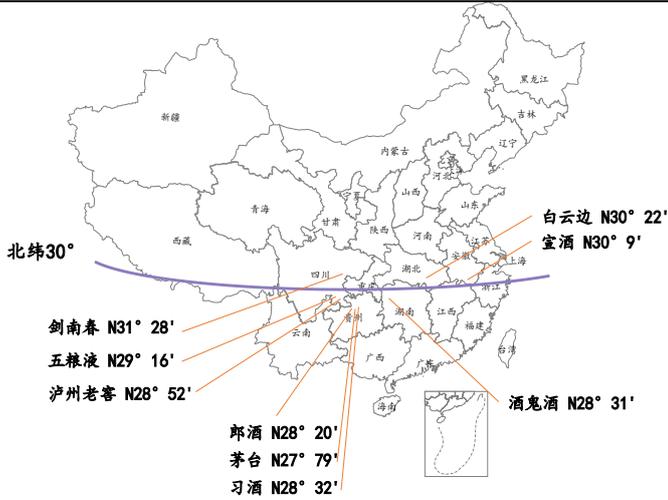
图表 48：“五重增香”详解

蜜曲生香	蜜曲糖化生香；蜜曲是糖化功能曲，糖化原粮的同时还会产生酒鬼酒中的蜜香、花香、青香。
堆积培菌	堆积培菌让香味更丰富，在原粮堆积的过程中再次网罗环境中的微生物，微生物数量指数级增加，带来更丰富香味。
同心曲	同心曲酿好酒，采用中偏高温同心曲，富含酱香、浓香菌群和香味前体物质，是酒体中坚果香、烘烤香、乳香主要来源。
老糟增香	上一轮发酵好的酒醅，取酒后就是下一轮的老糟，老糟含有大量香味成分，丰富了酒体香味。
泥窖提质增香	采用泥窖，每克窖泥中都有数以亿计的酿酒微生物，发酵产生窖香、果香等香味成分。

资料来源：公司微信公众号，华鑫证券研究

②地处神秘的北纬 30 度及大湘西原生态地理环境，构成产品独特发酵带。北纬 30 度地理带指北纬 30 度上下波动 5 度覆盖范围，此处气候温暖湿润，利于微生物繁殖，包括茅台、五粮液、泸州老窖、酒鬼酒在内的多家优秀酿酒企业均分布于此，故亦称为“中国黄金酿酒带”。除了北纬 30 度的优越地理环境外，酒鬼酒还拥有独特的大湘西原生态地理环境，将微生物发酵带、土壤富硒带、植物群落亚麻酸带囊括其中，温度、湿度、水质、生态均利于微生物的生长繁殖，为酿好酒提供优越的外部环境。

图表 49：北纬 30 度附近分布酒厂



资料来源：《神秘的北纬30度》，华鑫证券研究

图表 50：大湘西原生态地理环境



资料来源：公司官网，公司经销商大会，华鑫证券研究

特色湘西文化及独特包装塑造“文化酒”定位，具备高端品牌基因。湘西有“醉乡”之称，酿酒史可追溯至春秋战国时期，天然溶洞带来独特酿酒工艺，而多民族和谐交融和盛行的楚巫文化为其增添更多神秘色彩。美术大师黄永玉结合湘西根植于湘西民间民俗活动中的酒文化，喻“神”为“鬼”，将馥郁美酒取名为“酒鬼”，非贪杯醉酒之意，而是超脱自由、胸怀才智的代表。

1983 年，黄永玉大师以湘西特有的紫砂陶为原料制湘泉酒瓶，瓶体自然浑圆，瓶颈自然收缩，开启白酒陶瓷包装时代；1987 年麻袋陶瓷包装与对应“酒鬼”名称诞生，别具一格的包装设计使酒鬼酒成为当时售价最高的产品；2004 年酒鬼酒公司计划打造超高端品牌，黄永玉大师以“内部参读、高端专用”的稀缺贵重之意设计出“内参”名称与包装，完美契合其高端定位，进一步深入文化酒战略。“酒鬼”之鬼，鬼在馥郁香型独特、酿制技艺独特、民族文化独特、包装独特、地理环境独特，酒鬼酒文化的创造、丰富与张扬是“内参”得以打造高端定位的必由之路，也是高端酒文化独特性与稀缺性的恰当表现。

图表 51：“酒鬼”形象



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

图表 52：酒鬼酒包装独特



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

品牌宣传充分彰显产品定位，文化属性承接高端价值。在“内敛乾坤，参悟天地”的品牌立意下，高端内参酒的品牌宣传以圈层营销为主，以价值研讨会、密宴、诗酒文化社等文化营销的方式打造文化盛宴，以羽毛球、高尔夫、网球比赛等体育营销的方式加强消费者互动，近距离宣扬品牌文化。在内参酒强势的圈层营销下，其高端文化酒定位逐步得到消费者认可，2020 年获“2020 年度华樽杯中国四大高端文化白酒”殊荣，加码高端定位；2021 年华樽杯品牌价值 341.66 亿元，同比增长 22.46%，并入选“2021 华樽杯高端文化白酒明星单品”。2022 年公司成立内参业务发展部，在上市公司体系内负责整个内参品牌的打造、活动设计及规划。总的来看，内参酒具备优秀的产品品质和天然的高端品牌基因，并已形成坚实的品牌定位，在公司高频的营销露出下高端定位将得到更广泛的认可。

图表 53：内参品牌建设列示

时间	品牌营销事件
2022 年	举办内参三生万物系列活动；内参·密宴、内参名人堂系列活动；高端文化白酒内参酒价值研讨会
2021 年	成为中央总台品牌强国工程合作企业，高频亮相央视主力频道的晚间黄金时段。举办内参高端文化白酒价值研讨会、“翰林盃”高尔夫精英赛等活动 50 余场，开展“馥郁荟”17 场，举办“名酒进名企”103 场，“馥约”326 场，异业合作 210 场，终端推广 251 场。
2020 年	在 2020 年华樽杯评选中，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。
2019 年	“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”、“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，2019 年华樽杯评选中，“内参”品牌价值为 203.52 亿元。
2018 年	内参酒冠名央视《对话》栏目，再登《参考消息》，升华“品内参、知大事”的品牌内涵和文化形象。以“内参诗酒文化社”、“内参名人堂”为活动平台，进行文化艺术圈、资本圈等圈层营销。
2017 年	在济南、杭州、北京、广州、长沙举行了“香港回归 20 周年纪念酒”品鉴推广会；冠名湖南经视大型湖湘文化答题类节目《你是湖南人不咯》，轮番在湖南 14 个地州市开展 30 场大型推广活动。
2016 年	成立“内参诗酒文化社”，将每年重阳日确定为“内参诗酒文化日”，此社是聚合文化人的平台化组织，以弘扬中国诗酒文化为宗旨，以传播中国诗酒文化为主题，实现文化人与文化酒联姻。
2012 年	在“十八大”召开期间，“内参知大事”主题广告独树一帜。

资料来源：公司微信公众号，公司公告，华鑫证券研究

图表 54：内参·名人堂城市网球精英赛



资料来源：公司微信公众号，华鑫证券研究

图表 55：内参老酒鉴赏诗酒会



资料来源：公司微信公众号，华鑫证券研究

### 2.2.2 回归战略定位，守住价格红线，呼应高端发展

产品结构上，内参定位千元价格带，大单品战略持续深入。2021 年内参系列实现营业收入 10.34 亿元，占比 30.39%，2018-2021 年均复合增速达 61.73%，高端定位及大单品全

国化战略得到验证。内参酒最早于 2004 年推出，当时即高端定位，但由于公司内部管理与发展战略问题未能放量。2016 年公司确立内参高端大单品定位，2019 年起开启内参全国化进程并发布超高端大师版。2021 年内参包装焕新，推出新版 52 度内参酒，采用金字浮雕设计并附加“中粮”标识、数字化多码设计，作为内参系列主推产品，仍采用 8 年以上优质洞藏基酒，官方终端价一直保持 1499 元/瓶。

图表 56：内参产品系列

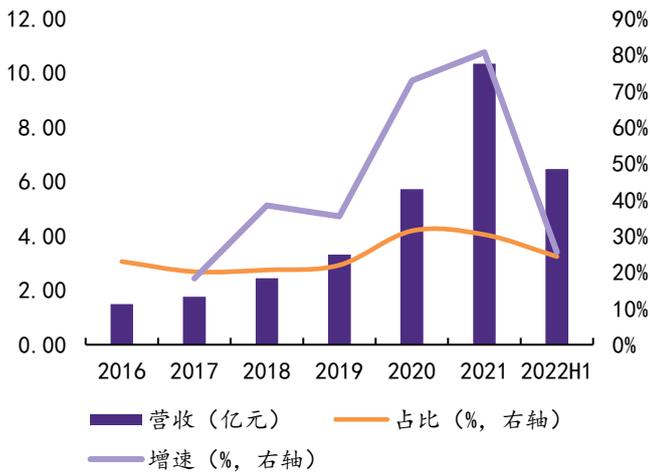
内参主系列	58度内参酒	52度内参酒（大师15年）	54度经典内参酒	52度内参酒（2021版）	52度内参酒·纳祥瑞
	规格：500ml 售价：1999元/瓶 发布时间：2004年	规格：500ml 售价：3999元/瓶 发布时间：2019年	规格：500ml 售价：1599元/瓶 发布时间：2020年	规格：500ml 售价：1499元/瓶 发布时间：2021.09	规格：500ml 售价：1599元/瓶 发布时间：2022.08
内参文创产品	52度内参·高尔夫版	52度内参酒（岳阳楼记）	52度内参酒（三生万物）	54度内参酒·黄河文化	52度内参酒·生肖酒（虎年）
	规格：550ml 售价：2999元/盒 发布时间：2019年	规格：500ml 发布时间：2022.04	规格：333ml*3 售价：3999元/盒 发布时间：2022.06	规格：500ml 发布时间：2022.09	规格：500ml 售价：2019元/瓶 发布时间：2022.11

资料来源：公司官网，京东，公司微信公众号，公司经销商大会，华鑫证券研究

文创产品高频推出，联合经典产品拉高内参品牌价值。2020 年公司推出 54 度经典内参酒，回归馥郁香型工艺集大成的经典定位，以更高度数打造更饱满的口感和香气，补充并提高产品调性。同时，公司加强文创开发团队建设，从文化、工艺、消费者需求等角度研究发布多款文创产品，定价均高于主产品，利于提高品牌势能、彰显文化酒属性。

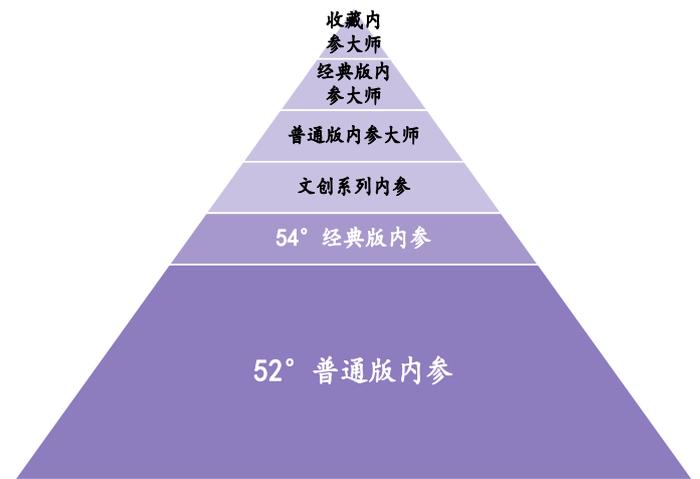
目前 52 度内参仍为内参系列主力产品，占比 70%以上，经典与文创配合拉升品牌，其中 54 度经典内参占比 10%左右。未来公司将逐步提高经典及以上的产品，围绕普通版内参，建立经典内参、文创内参、内参大师等逐步向上延伸的产品矩阵，构建内参价值链，将普通内参在内参系列中的占比降至 60%-70%。我们认为目前内参大单品的高端认知逐步扩大，系列产品的开发除了向上延长价格区间外，更有利于强化消费者认知，从文化认同的角度加强沟通以高端品牌的打造。

图表 57: 2016-2022H1 内参系列营收及增速占比



资料来源: 公司公告, 华鑫证券研究

图表 58: 内参系列未来结构上延

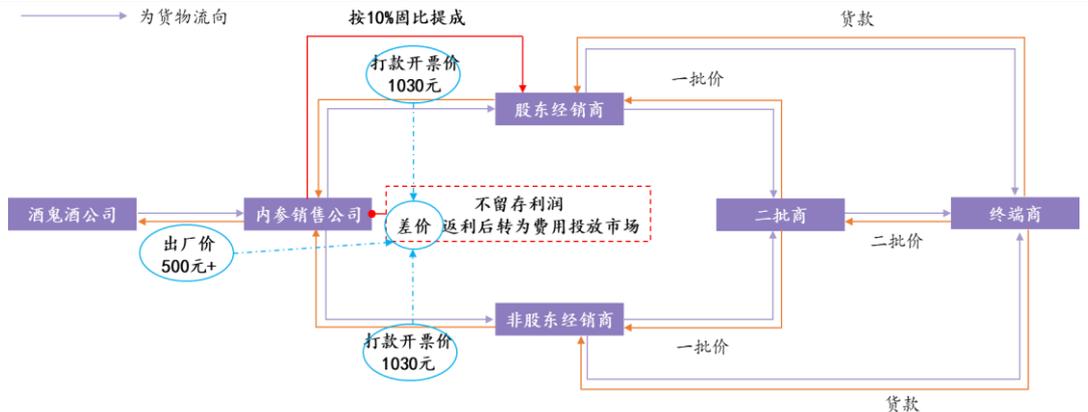


资料来源: 渠道调研, 华鑫证券研究

渠道结构上, 内参销售公司与内参业务发展部的成立, 聚焦内参加速放量。2018 年 12 月湖南省内参销售有限责任公司成立, 由 30 余名经销大商作为发起股东, 王哲任内参销售公司总经理, 内参事业部员工、销售人员等与酒鬼酒公司解约后, 进入内参销售公司参与管理, 故酒鬼酒公司不直接控股但拥有经营权。

内参品牌独立运营, 运作模式链条短易于管理。内参销售公司参考泸州老窖柒泉模式, 均为大商参股销售公司, 但柒泉为分区域设立, 内参销售公司面对全国市场, 利于防止窜货现象, 且解决柒泉模式原层级长、管理难度高的问题。另外, 内参销售公司仅针对内参产品, 并由酒鬼酒公司进行品牌经营、销售公司进行费用投放, 独立性、灵活性大大增强。

图表 59: 内参销售公司运行模式



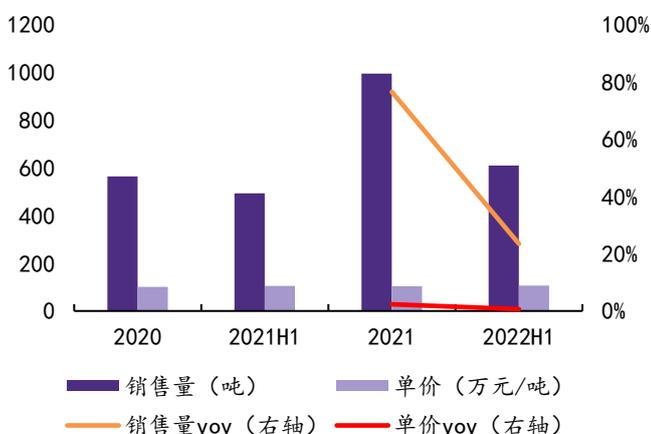
资料来源: 渠道调研, 华鑫证券研究

分红模式加强渠道推力, 费用投放灵活性提升。内参产品均由公司以 500 余元的出厂价销售给内参销售公司, 再由内参销售公司以 1030 元的打款开票价销售给一级经销商。对于参股的经销商, 除了赚取 10%左右的渠道利润外, 每年还可以从销售公司提取 10%的固定分红及额外奖励; 同时, 公司对参股经销商执行严格的筛选标准, 需要其拥有茅台、五粮

液等高端渠道及资源，成功绑定经销商利益、资源并充分调动其积极性，目前参股股东已增至 42 名经销商。另外，内参销售公司内部不留存利润，除固定分红及返利外，所得价差均转化为费用由销售公司投放至市场，费用审批效率提高。

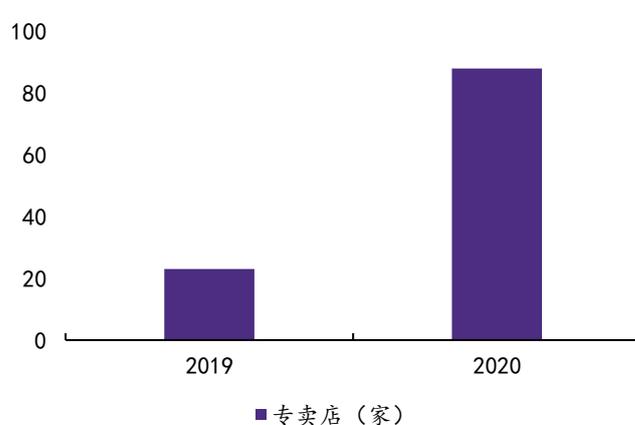
**内参销售公司效果佳，专卖店建设加快。**内参销售公司的成立成功调动经销商积极性，2019 年内参在省内完成 793 家终端直营商建设，当年销售量实现翻番，2020 年内参销售公司开始向省外市场发力，并注重专卖店建设，全年新开 65 家内参专卖店至 88 家。2021 年内参销售量 996 吨，同比增长 76.60%，同时内参产品单价实现微增 2.33%至 103.84 万元/吨。另外，公司除加强传统经销体系的培养外，亦与多渠道进行合作，2023 年 1 月公司发布与华致酒行携手打造的“金内参”，定位高端文化白酒，售价 1899 元/瓶并仅在华致酒行渠道内流通。

图表 60：2020-2021 年内参销售量大幅提升



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

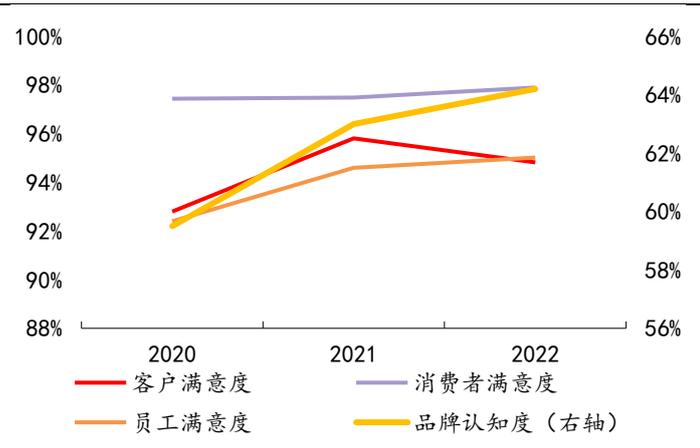
图表 61：2020 年内参专卖店新开 65 家



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

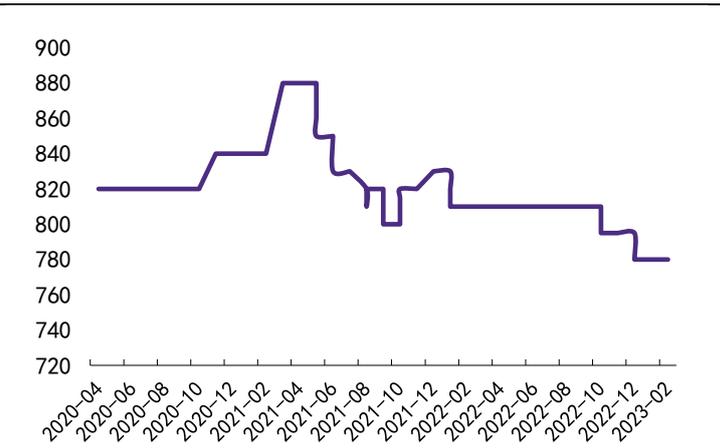
**疫情影响品牌宣传及消费场景致动销疲软，库存高压致内参批价下行。**内参酒 2020 年开启省外布局，目前处于全国化进程的关键阶段，需高频品牌宣传以建立广泛消费者认知、打造高端品牌。2022 年疫情多地散发，除消费场景受损外，还影响内参圈层营销活动展开，品牌推广受阻，造成省外终端动销受影响较大，今年省外预计负增长。同时过快的渠道扩张速度使得团队内部培训管理未及时跟上，客户满意度下降，年底省外库存积压严重导致批价一度下行至 780 元/瓶。批价无法保持在 800 元价位段，这也是市场质疑内参能成功站住高端定位、扩大高端市场份额的重要原因，但我们认为品牌推广受阻是导致内参全国化进程暂缓的短期原因。目前从短期和长期两方面来看，均有改善向好趋势。

图表 62：2022 年酒鬼酒客户满意度下降



资料来源：公司经销商大会，华鑫证券研究

图表 63：2022 年内参批价下行（元）



资料来源：今日酒价，华鑫证券研究

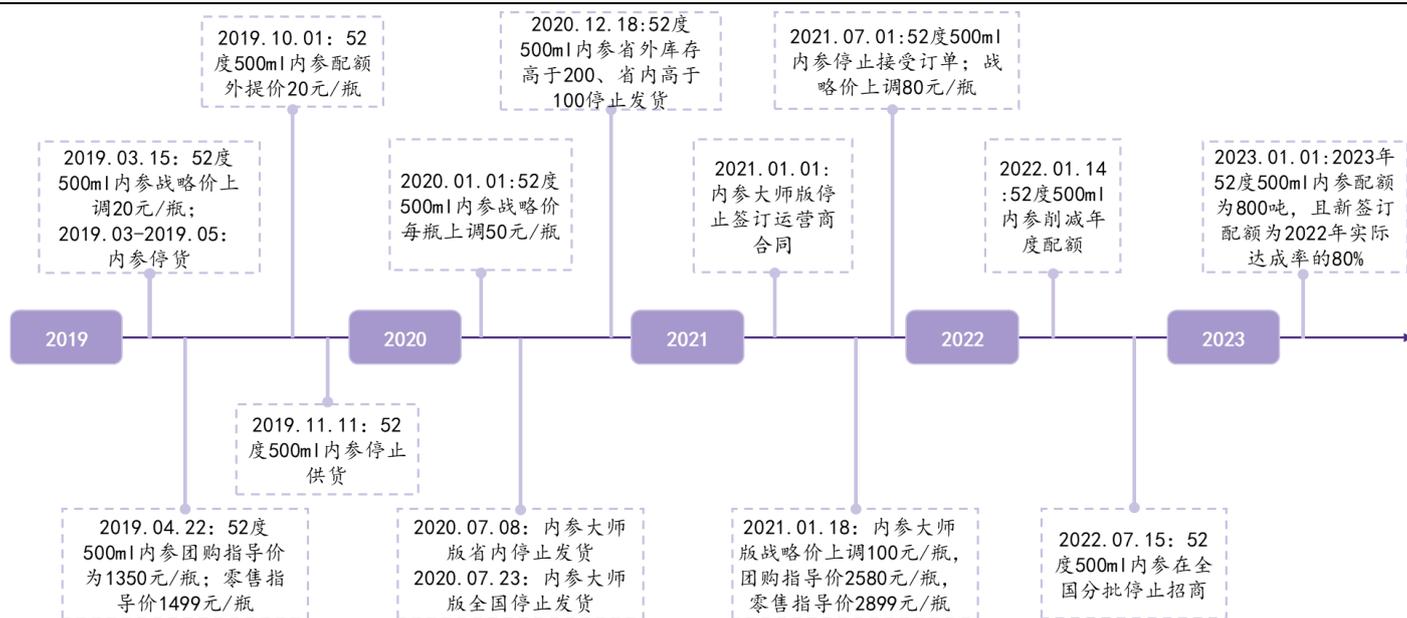
短期来看，春节后动销加速改善，经销商信心逐步恢复。受益于春节提前大规模的返乡潮、宴席等场景有效回补，省内动销表现好于预期，大湘西地区甚至出现内参断货现象。动销的良好表现直接对经销商信心起到提振作用，目前经销商回款加速，同时在内参·纳祥瑞产品中设置扫码中奖机制，2-3 月预计补货需求旺盛。

长期来看，公司多举措助推内参挺价，站稳千元价格带战略定力强。

**控量提价方面**，1) 2022 年 7 月发布内参老酒征集兑换活动，溢价回购 2004-2015 年生产的内参酒，1 箱 2004 年批次的内参酒可以兑换 10 箱 2022 年批次的产品。同时，52 度内参酒在全国范围内分批停止招商，并在 9 月底关闭招商窗口。2) 2022 年 9 月，宣布 2023 年 52 度 500ml 内参酒配额上限为 2022 年实际达成量的 80%，若有窜货或低价销售，每次查实后削减 5% 配额。3) 2022 年 11 月，发布 2023 年 52 度 500ml 内参酒控量通知，宣布 2023 年度销售量不超过 800 吨。

**品牌建设方面**，1) 2023 年公司开启费用改革，渠道费用向 C 端费用转移；2) 2023 年与荣宝斋画院、国家级李可染画院、湖南省博等合作继续推出文创产品，向上拉升内参价值；3) 加大内参品牌投放，以消费者为中心强化 C 端运营，搭建会员体系，着力强化消费者认知，以长期站稳高端定位。

图表 64：内参控货提价措施



资料来源：中华网财经，北京商报，云酒头条，酒业家，酒说，卖酒狼圈子，华鑫证券研究

我们认为，公司的量价策略是产品能否站稳高端的一个重要因素，尤其在品牌培育初期，盲目追求短期销量增长易导致产品价盘不稳、高端形象受损。此次公司控量保价，上挺批价决心足，2023年批价目标上挺并维持在800元左右，省内终端价提高至950元以上，省外提升至1000元以上，以短期控量挺价带动内参在高端市场的长期增长，战略实施效果可期。总的来看，内参酒品质优、具备高端品牌基因，虽然短期增长受到一定扰动，但随着今年公司挺价措施加密、力度加大，内参仍有望站稳高端市场并提升份额。

### 3、酒鬼系列进击次高端，聚焦打造红坛大单品

#### 3.1、次高端快速扩容，渠道与终端运作能力成关键

次高端市场增长驱动力强，仍享受量价齐升。据统计，2021年次高端市场规模为992亿元，同比增长28.89%，占行业比重16.43%，2015-2021年年均复合增速达34.76%。次高端市场快速扩容的主要因素有：

(1) 中产阶级收入水平的提高带来量增，次高端产品在满足一定的精神需求外，较高端产品更具性价比，能更好满足中产阶级对“面子酒”的需求。

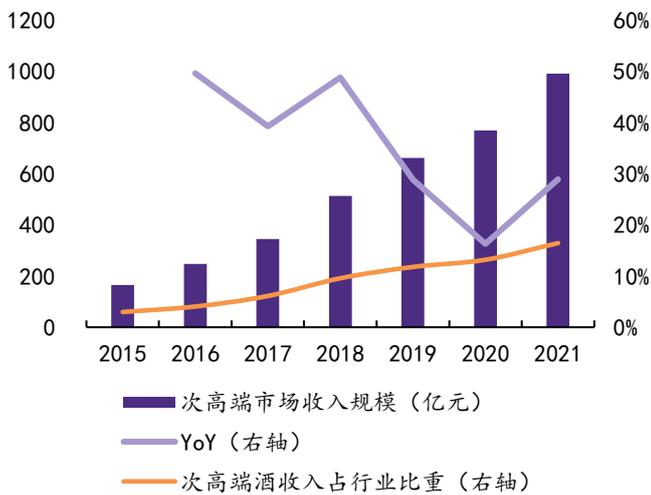
(2) 白酒大众消费占比提升稳固次高端消费基本盘，2013年前次高端受益于政商务消

费场景的繁荣而快速增长，但粗放式的渠道管理及薄弱的大众消费基础，使得上一波次高端市场根基不稳，故在“三公限制”出台后快速衰落。2015年以来次高端市场逐步恢复增长，以商务、大众消费为基础，对厂商的品牌建设、渠道精细化管理以及终端运作能力上提出了更高要求。

(3) 高端产品的持续提价为次高端价格打开空间，2016年以来，普五、国窖1573追随高端茅台不断提价，目前已站稳千元价格带并成为头部产品，次高端主流产品价格带同样不断拓宽，带来价格增长。高端价格带上涨是高端酒品牌拉力起来后顺势自主选择提价，而次高端价格带的上涨则取决于高端价格带上涨，相对被动。

我们认为，次高端作为目前增速最快的细分白酒市场，在疫后消费能力不断攀升、高端市场长期提价趋势仍存、多方厂家参与且价格带拓宽至800元价格带的多力驱动下，仍有量价齐升预期，预计未来仍以25%复合增速增长，2025年次高端酒市场规模近2500亿元。

图表 65：次高端处于快速增长期



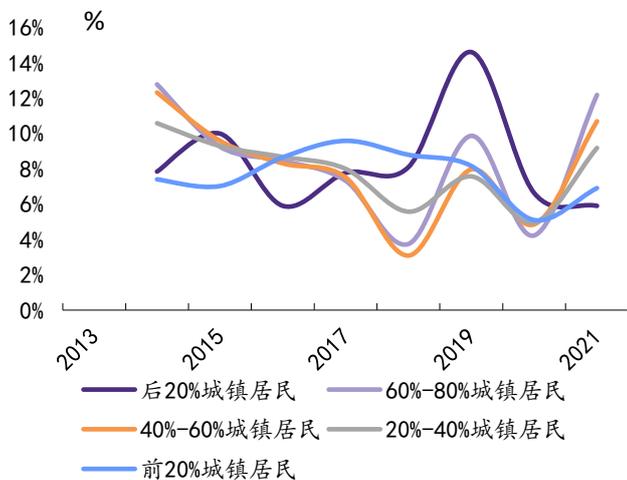
资料来源：公司公告，酒说，酒商联盟，酒业家，酱香潭，中国酒业协会，华鑫证券研究

图表 66：三公消费限制后白酒商务及大众消费占比抬升



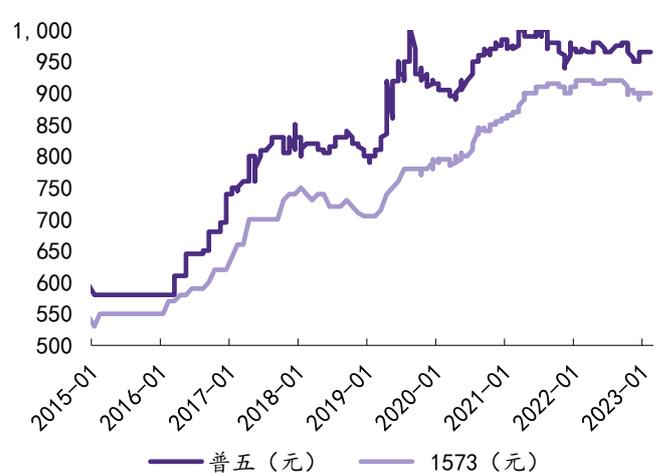
资料来源：新华财经，华鑫证券研究

图表 67：中层城镇居民人均可支配收入增速高



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 68：普五和国窖1573批价上行

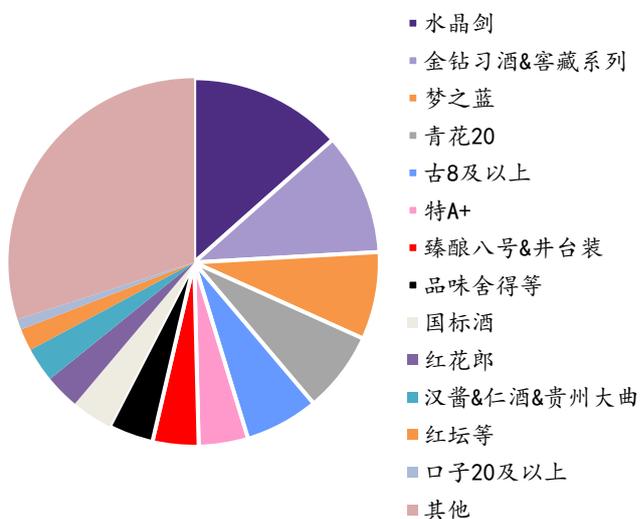


资料来源：今日酒价，华鑫证券研究

**次高端市场竞争格局分散，两大价格带内密集布局。**次高端竞争格局较高端更加分散，目前百亿大单品水晶剑占据龙头地位，2021 年占比 13.39%，同时更多的次高端产品涌入赛道，部分已占据一定市场地位及份额。2021 年次高端 CR3、CR5 分别为 31.79%、45.31%，较 2016 年分别下降 4.38pct、6.14pct，随着市场规模扩大，头部品牌市场份额逐步稀释。

目前次高端价格带以 300-600 元及 600-800 元两个价位段为主，前者为过去传统次高端价格带，以水晶剑、青 20、红坛、品味舍得、井台装天之蓝、国缘四开等为典型代表；而 600-800 元价位带兴起的间接原因为千元产品价位带的持续上移，直接原因即洋河 M6+ 的大力培育与放量。未来次高端市场预计仍以这两个主流价格带为主，以 300-600 元价格带为基本盘，通过产品布局再实现价格带的上移，参与 600-800 元价格带的竞争，厂家的高频密集布局亦使得次高端价格带的集中度短期难以提升。

图表 69：2021 年次高端酒企竞争格局分散



资料来源：公司公告，酒说，酒商联盟，酒业家，酱香潭，中国酒业协会，华鑫证券研究

次高端酒企参与者可以分为全国化次高端、区域性次高端、酱酒次高端、高端酒企布局次高端几大类：

(1) 全国化次高端酒企省外占比通常大于省内，具备全国化的品牌认知，以大单品为抓手，依靠大范围大力度地扩招经销商进行铺货，短时间内可以实现全国化的产品覆盖。剑南春的水晶剑、汾酒青花 20、舍得的品味舍得、酒鬼酒的红坛、水井坊的井台装均采取该策略。

(2) 区域性次高端酒企具备稳固的大本营市场，省内市场占有率远高于省外，以产品系列自上而下迭代升级为主，进行轮动放量。苏酒洋河股份、今世缘及徽酒古井贡酒、迎驾贡酒、口子窖为地产酒布局次高端酒企的典型代表。

(3) 酱酒热潮下纷纷布局次高端及高端市场，借助茅台的酱酒品类教育优势，以 600-800 元为主要布局价格带，在圈层营销中逐步崭露头角。习酒窖藏 1988、金沙 8 年、国台国标、红花郎 15 年等均为酱酒主要次高端产品。

(4) 高端酒企以低度产品或其他系列产品布局次高端市场，以原高端产品的强品牌力

为基础，进行顺次位销售。特别是低度国窖、特曲 60 版等产品，在发力次高端的过程中逐步找到并确立自身定位，逐渐放量。

图表 70：全国化与区域性次高端酒企产品布局策略不一

布局策略	酒企	产品	规格	终端价格(元)
全国化次高端多为大单品放量策略	剑南春	水晶剑	500ml52度	489
	山西汾酒	青花20	500ml53度	518
	舍得	品味舍得	500ml52度	598
	酒鬼酒	红坛	500ml52度	568
	水井坊	井台装	500ml52度	589
区域性次高端以产品系列自上而下迭代升级为主	洋河股份	M6+	550ml52度	929 ↑
		水晶梦	550ml52度	698
		天之蓝	500ml52度	498
	今世缘	V3	500ml40.9度	899 ↑
		国缘四开	500ml42度	628
		国缘对开	550ml42度	459
	古井贡酒	古20	500ml52度	909 ↑
		古16	500ml50度	588
		古8	500ml50度	428
	迎驾贡酒	洞20	500ml52度	768 ↑
洞16		520ml52度	548	
洞9		520ml42度	368	
口子窖	口子20	500ml50度	618 ↑	
	口子10	500ml50度	408	

资料来源：京东，华鑫证券研究

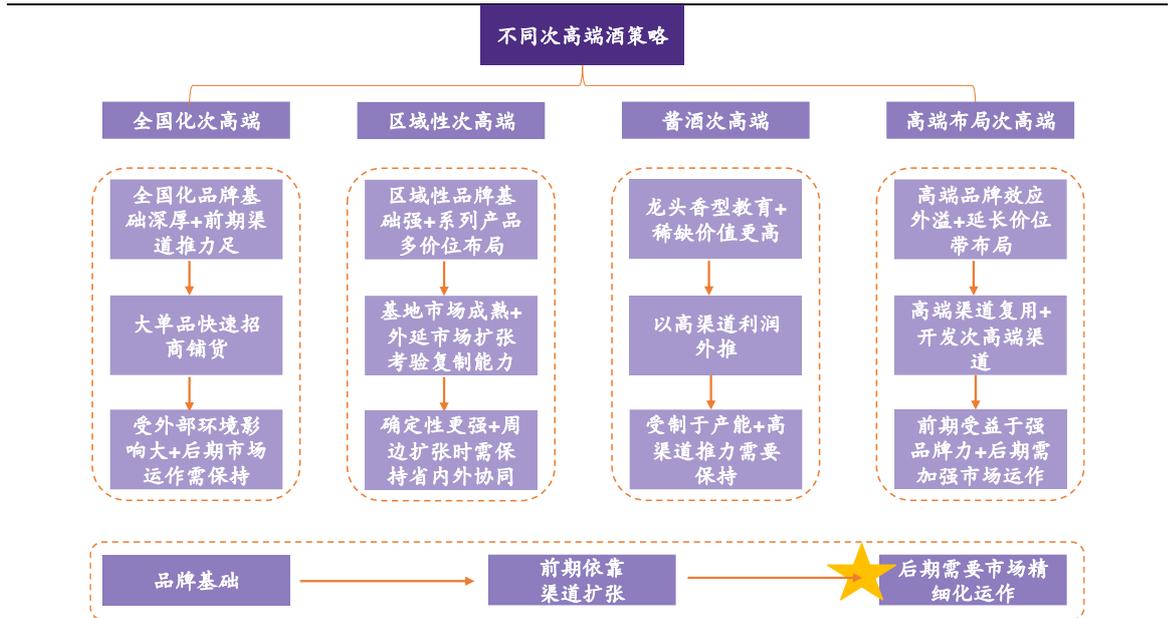
图表 71：酱酒酒企与高端酒企加快布局次高端价位带

布局策略	酒企	产品	规格	终端价格(元)
酱酒企业布局次高端价位带	习酒	习酒窖藏1988	500ml53度	898 ↑
		金钻习酒	500ml53度	498
		金质习酒	500ml53度	368
	金沙	金沙8年	500ml53度	899 ↑
		金沙6年	500ml53度	599
		国台	国台国标	500ml53度
	郎酒	国台典酱	500ml53度	318
		红花郎15年	500ml53度	680 ↑
		红花郎10年	500ml53度	478
	珍酒	珍十五	500ml53度	599 ↑
		珍八	500ml53度	400
	钓鱼台	贵宾酒(第三代)	500ml53度	699 ↑
		国宾(第一代)	500ml53度	658
		贵宾酒(第二代)	500ml53度	599
	贵州茅台	汉酱	500ml51度	598
仁酒		500ml53度	498	
贵州大曲		500ml53度	348	
低度国窖1573		500ml43度	829 ↑	
泸州老窖	特曲60版	500ml52度	560	
	特曲老字号	500ml52度	508	
五粮液	五粮春	500ml52度	428	

资料来源：京东，华鑫证券研究

次高端酒企不同定位下产品布局及扩张策略不同，但最终均落脚于市场运作能力上。对于全国化次高端酒企而言，前期快速招商铺货依赖于深厚品牌基础及较大的渠道利润，该模式下受外部环境影响较大，业绩弹性大，后期欲维持产品放量还需进行渠道精细化管理、消费者培育和终端的深入把控。区域性次高端由于具有牢靠的基地市场，业绩确定性更强，但往外扩张时则考验厂家将成熟市场的经验进行复制的能力，同样需要对外延市场、空白市场渠道及终端进行深入运营。

图表 72：次高端酒企扩张策略



资料来源：华鑫证券研究

## 3.2、酒鬼系列以红坛为主，多举并措推动放量

### 3.2.1 大单品战略确立，产品布局趋向合理化

酒鬼系列主要产品分区运作，主流价格分布密集。目前酒鬼系列的产品梯队主要布局 200-300 元的中端市场及 300-600 元的次高端市场，其中内品、黄坛定位中端，紫坛、红坛、传承定位次高端。2020 年公司对部分原版产品进行升级换代，推出红坛 18、紫坛、内品进攻省内市场，红坛 20、传承（透明装）与原版传承覆盖省外市场，黄坛布局全国，对产品进行区域分隔运作，并在 300-600 元次高端价位带密集布局。

54 度产品体现馥郁经典，文创产品提高品牌价值。2022 年 7 月，公司推出 54 度酒鬼·馥郁国标、54 度酒鬼酒 1956，前者以信封设计、苗家长命锁、金属牌的高贵设计彰显 54 度馥郁香的经典品质，后者则以棕皮材质、年轮设计、亲启封条及火漆封印体现 54 度馥郁香的稀缺价值，其中，酒鬼酒 1956 上市不到半年已实现销售额 1 亿元。目前公司已成立 54 度事业部，将进一步加强 54 度产品体系的开拓。同时，除与《万里走单骑》合作推出联名款外，还推出酒鬼·山水性格、酒鬼·东方既白、金酒鬼等多款内涵深远的文创产品，其中山水性格、金酒鬼为酒鬼酒分别与京糖酒业、华致酒行合作推出产品，在提高本品内源价值的同时，巩固“打造中国文化白酒第一品牌”的战略方向，传递品牌内涵。

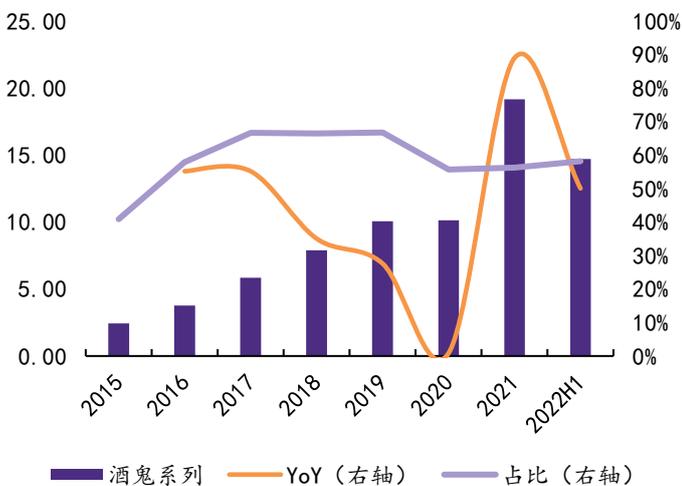
图表 73: 酒鬼系列产品列示



资料来源: 京东, 公司微信公众号, 公司经销商大会, 华鑫证券研究

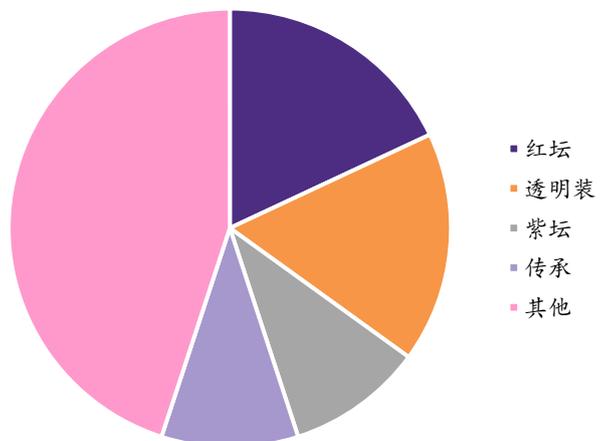
红坛在酒鬼系列预计占比 18%，聚焦提高单品地位。2021 年酒鬼系列实现营业收入 19.15 亿元，同比增长 88.94%，占比 56.27%，2015-2021 年年均复合增长 41.13%；2022H1 实现营业收入 14.70 亿元，同比增长 50.03%，仍处在快速增长期。2019 年公司将在内参、红坛、传承定位三大战略单品，2022 年开启红坛大单品战略，在酒鬼系列中占比已超过透明装，目前红坛、透明装分别在酒鬼系列中预计占比 18%、17%，整体占比分别为 11%、10%，传承、紫坛在酒鬼系列均占比 10%左右。未来红坛产品占比将持续提升，2023 年在酒鬼系列中的占比将在 20%以上，长期占比预计达到 30%，进一步巩固大单品地位。

图表 74: 2015-2022H1 酒鬼系列收入及增速、占比



资料来源: 公司公告, 华鑫证券研究

图表 75: 目前酒鬼系列单品收入占比

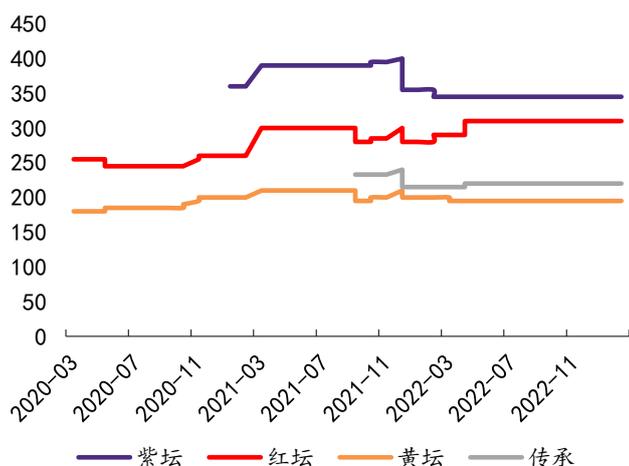


资料来源: 渠道调研, 华鑫证券研究

### 3.2.2 专门业务部成立，渠道品牌共发力

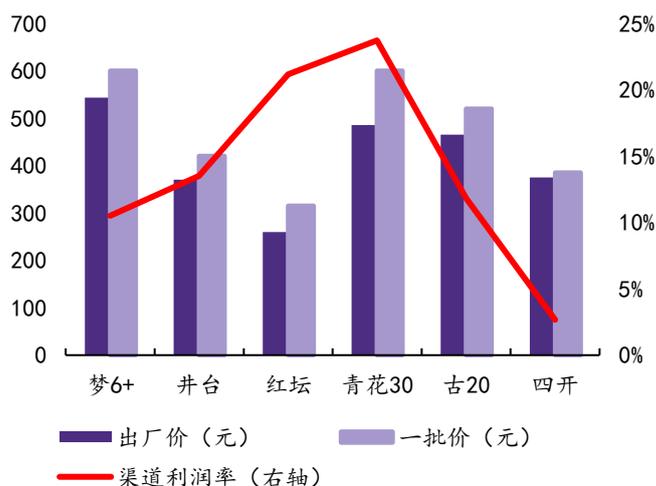
红坛批价稳定，渠道推力较足。目前紫坛、红坛、传承、黄坛批价分别为 345/310/220/195 元，其中红坛批价自 2020 年 3 月的 255 元至今实现涨幅 21.57%，这主要是因为老红坛库存逐步消化，新红坛顺利导入市场，成功提高红坛产品的价值。同时，红坛 18 覆盖省内、红坛 20 布局省外的区隔运作，有效解决了省内外价格不同而导致渠道利润不同的问题，在次高端大单品的全国化进程中，高渠道利润往往是经销商前期进行大单品推广的重要动力，红坛目前渠道推力较其他产品更足。

图表 76：2020 年以来酒鬼系列主要产品批价（元）



资料来源：今日酒价，华鑫证券研究

图表 77：红坛渠道利润率在次高端单品中表现较好



资料来源：今日酒价，渠道调研，华鑫证券研究

酒鬼系列提价及控货措施频繁，注重渠道良性运作。新版红坛面市前，公司主要针对柔和红坛、柔和紫坛进行提价及停货。2020 年至今传承透明装、红坛、紫坛等产品均有不同幅度的价格上调，2022 年 5 月，红坛 18、红坛 20 终端供货指导价均上调 20 元/瓶，以提高全渠道利润空间。

图表 78：酒鬼系列提价/控货措施

执行时间	控货/提价措施
2017/12/15	红坛酒鬼酒的零售价由 498 元提至 568 元，涨价幅度高达 70 元/瓶。
2018/7/15	52 度高度柔和红坛和紫坛酒鬼酒出厂价分别提价 22、20 元。
2019/6/28	针对湖南市场进行酒鬼系列产品停货。
2020/5/26	52 度 500ml 红坛酒鬼酒（高度柔和）战略价上调 30 元/瓶。
2020/6/25	52 度 500ml 紫坛酒鬼酒（柔和）战略价上调 40 元/瓶。
2020/6/25	52 度 500ml 紫坛（柔和）战略价上调 40 元/瓶。
2020/6/28	湖南市场酒鬼系列产品暂停供货，公司不再接受订单，不办理发货事宜。
2020/8/10	52 度 500ml 红坛酒鬼酒（高度柔和）停止供货并不再接受产品订单。
2020/9/1	52 度 500ml 黄坛酒鬼酒（2018 版）战略价上调 30 元/瓶。
2021/1/28	52 度 500ml 酒鬼酒（专卖店销售）战略价价格上调 20 元/瓶。
2021/4/16	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	新升级 42/52 度 500ml 酒鬼酒（透明装）（鉴赏）战略价上调 10 元/瓶，零售指导价上调 20 元/瓶。
2021/5/20	现有产品 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。
2021/6/29	52 度 500ml 紫坛酒鬼酒（2020 版）暂停发货。
2021/7/1	52 度 500ml 酒鬼酒（馥郁经典）团购指导价上调 70 元/瓶，零售指导价上调 110 元/瓶。
2021/7/15	39/52 度 500ml 酒鬼酒（传承）、42 度酒鬼酒（传承）（1987）等战略价分别上调 10 元/瓶，零售指导价分别上调 20

	元/瓶。
2021/7/19	42度500mL酒鬼酒团购指导价上调40元/瓶，零售指导价上调50元/瓶。
2022/5/15	52度红坛18、42/52度红坛20、39/52度传承、42/52度透明装、52度黄坛12终端供货指导价上调20元/瓶；42/52度内品酒终端供货指导价上调15元/瓶。
2022/6/1	52度250ML酒鬼酒（旅游装）（金色卡盒）停止供货。停止供货后，公司不再接受该产品订单。
2023/1/1	42度500ML酒鬼酒终端供货指导价上调20元/瓶，零售指导价上调20元/瓶。

资料来源：酒说，酒业家，云酒头条，北京商报，界面新闻，潇湘晨报，凤凰网酒业，华鑫证券研究

红坛事业部成立与专项费用投入提供双动能，终端与品牌建设重视度逐步提高。酒鬼酒系列在央视平台、会议营销等始终保持较高频地品牌输出，且持续进行文化营销，连续三年与《万里走单骑》合作塑造世遗挖掘者文化定位，与《收获杂志》战略合作进行线上文化传播。2022年公司成立红坛事业部，提高对红坛的重视，通过代言《中国婚礼》成功在湖南婚宴市场建立消费者认知，红坛在婚宴用酒中增长60%以上。今年以“聚焦红坛”为核心，在长期规划及考核上将更加明确要求，同时给予红坛产品专项费用投放，将红坛20产品的扫码中奖活动最低奖金从10元提升到40元左右，吸引更多消费者开瓶扫码，有效推动终端及品牌建设，稳步推进次高端大单品推广战略。

图表 79：酒鬼酒品牌营销活动

时间	品牌营销事件
2022	红坛代言《中国婚礼》；酒鬼酒继续冠名《万里走单骑》；出版名人名家书画作品集《水的外形，火的性格》；成为湖南省旅发大会官方合作伙伴和白酒类唯一合作品牌；与《收获》杂志建立《文学无界》线上直播；继续担任岳麓峰会盛宴峰会指定白酒。
2021	携手央视品牌强国工程确立品牌高度；携手《中国国家地理》组织《重走大师路—沈从文笔下的百年变迁》、《中国国家地理最美公路—湘西站》，举办《醉湘西》、《醉西湖》山水人文影像展；与故宫博物院前院长单霁翔携手《万里走单骑》。
2019	酒鬼酒冠名 CCTV-5《直播周末》，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。
2018	酒鬼酒冠名 CCTV-5《直播周末》，CCTV-2 与 CCTV-10 硬广覆盖 12 个精品财经节目。公司战略单品 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。
2017	高度柔和红坛酒鬼酒亮相 2017 年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；在济南、杭州、北京、广州、长沙举行了“香港回归 20 周年纪念酒”品鉴推广会。
2016	再度成为 CCTV5 欧洲杯《豪门盛宴》栏目合作伙伴，新红坛酒鬼酒广告精彩亮相；2016 二十国集团中国峰会上，“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。
2013	依托央视、湖南卫视主流媒体，通过央视科教 CCTV10、央视新闻 CCTV13、湖南卫视整点报时等频道，央视主推酒鬼老坛酒，湖南卫视主推酒鬼酒、湘泉酒。酒鬼酒供销公司组织“衡山谈新”品牌战略峰会、“我是酒鬼”作家笔会式暨征文大赛。
2012	携手潇湘晨报举行了“酒鬼酒奥运湘军助威团”活动，在莫言获“诺贝尔文学奖”第一时间，推出“大美莫言——文化的巅峰，有我的身影——中国文化酒领军品牌酒鬼酒”主题广告。独家冠名 CCTV5 欧洲杯“豪门盛宴”专栏；启动“无上妙品酒鬼酒——杨丽萍大型舞剧《孔雀》——舞动人生馥郁香”主题营销活动。滚石 30 年广州演唱会上，酒鬼酒成为庆功宴唯一指定白酒。
2010	通过“相信品质的力量”核心广告登陆中央电视台、湖南卫视的黄金标段，加强与《三湘都市报》、《京华报》、《南方都市报》、《糖烟酒周刊》等高端纸质媒体的深度合作。
2009	2010 年 1 月 1 日始，公司“品酒鬼、看中国、相信品质的力量”的品牌广告在中央电视台《焦点访谈》提要后第一时间亮相。
2008	与中央电视台、湖南卫视、《华夏酒报》、《糖烟酒周刊》等媒体主题性合作，出版反映公司发展史的《酒鬼记》，投放《酒鬼洞藏文化酒》、《洞天福地觅琼浆》等广告片。策划“品鉴文化酒鬼—对话国学大师”、感恩三湘明星演唱会、酒鬼酒文化研讨会、湘西州春节文艺晚会、酒鬼酒艺术团巡回演出等系列主题活动。酒鬼酒被列为 2008 年“体育湘军奥运指定庆功用酒”。

资料来源：公司公告，公司微信公众号，华鑫证券研究

图表 80: 酒鬼酒独家冠名《万里走单骑》第三季



资料来源: 公司微信公众号, 华鑫证券研究

图表 81: 酒鬼酒冠名《中国婚礼》



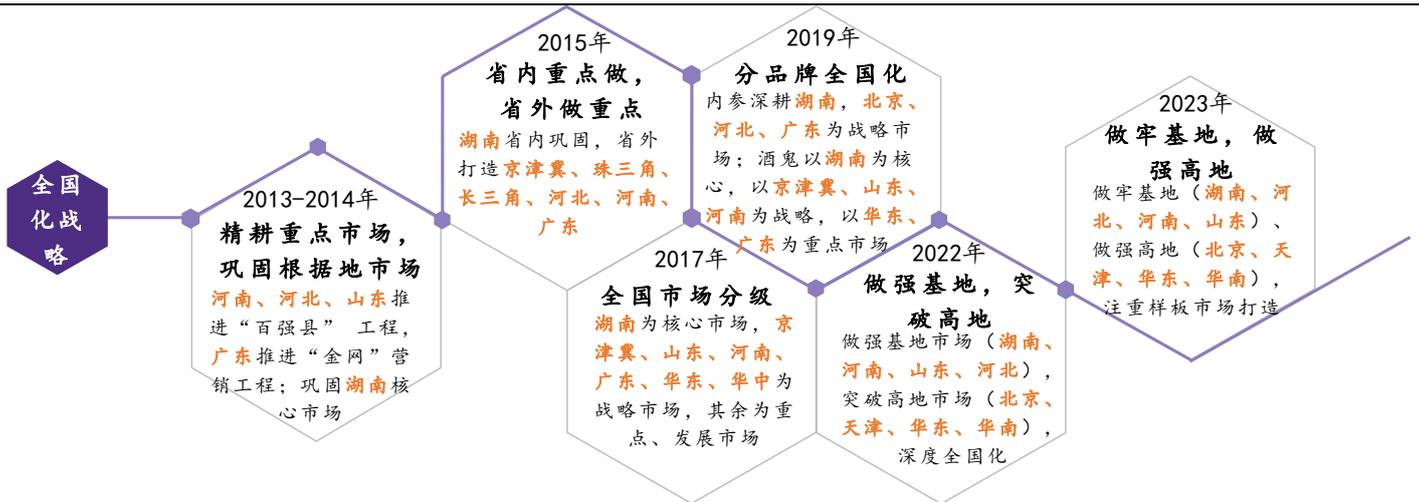
资料来源: 公司微信公众号, 华鑫证券研究

## 4、渠道与终端双管齐下，全国化加速推进中

### 4.1、全国化战略稳步推进，聚焦基地与高地两大主线

全国化思路愈加清晰，突出聚焦重点市场。2013-2018年，公司全国化布局处于初级阶段，2019年内参销售公司成立后首先进行省内市场的强势布局，2020年正式开启内参酒全国化。2021年公司通过大幅招商进行单品放量，全国化取得较好进展，年底提出“做强基地，突破高地，深度全国化”战略，将湖南、河南、山东及河北等基地市场规模做大，并突破华东、华南等高地市场。2023年公司进一步调整战略为“做牢基地，做强高地，深度消费者培育”，在后续全国化扩张的进程中提高对终端消费者的重视和渠道运作的精细化程度，而非仅通过大力招募经销商进行大单品的强势放量。

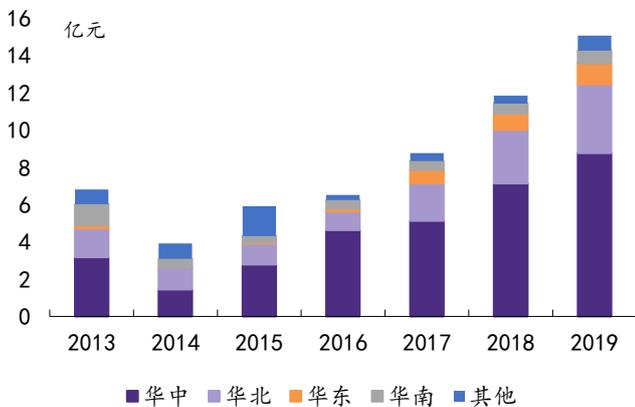
图表 82: 酒鬼酒全国化战略演变



资料来源：公司公告，公司经销商大会，渠道调研，华鑫证券研究

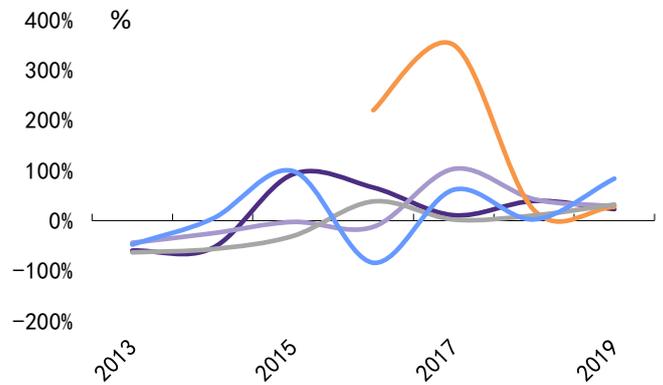
各区域市场发展阶段不一，但成长性均较强。华中市场主要是湖南市场，自 2014 年白酒需求逐步恢复起，公司在根据地市场持续扩大市占率并进行深耕，2014-2019 年华中市场营收 CAGR 达 43.33%，2019 年占比 58.23%。优势市场华北增速较快，主要是通过扩招经销商，2021 年经销商数量 184 家，同比增速达 152.05%；同时，公司对华东区域的重视程度逐步提高，截至 2022 年上半年经销商数量达 327 家，仅次于华中市场，同比增速达 58.74%。

图表 83: 2013-2019 年各区营收 (亿元)



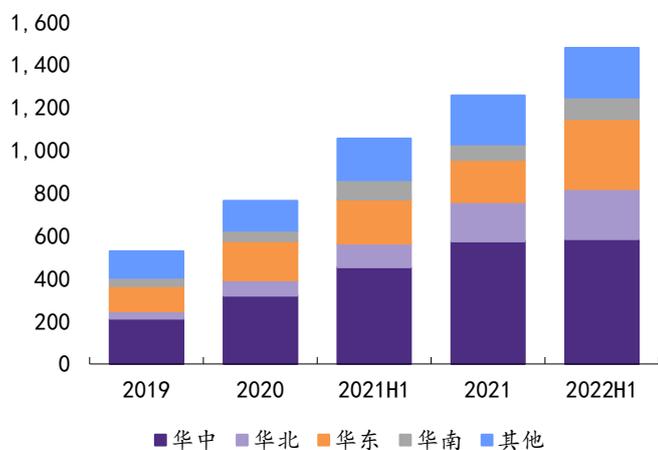
资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 84: 2013-2019 年各区营收增速



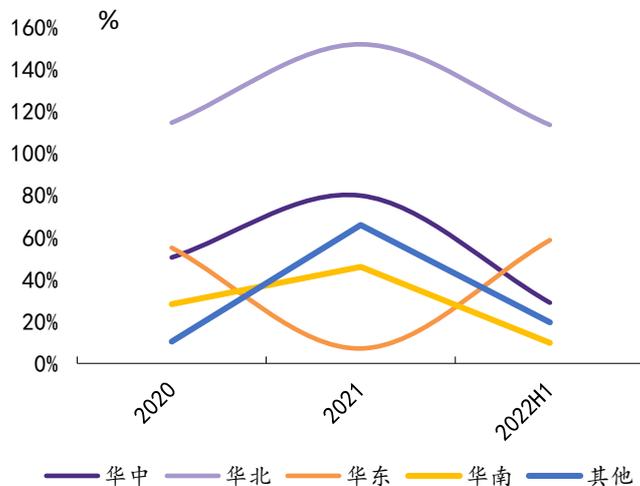
资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 85: 2019-2022H1 各区经销商数量 (家)



资料来源: 公司公告, 华鑫证券研究

图表 86: 2020-2022H1 各区经销商数量增速

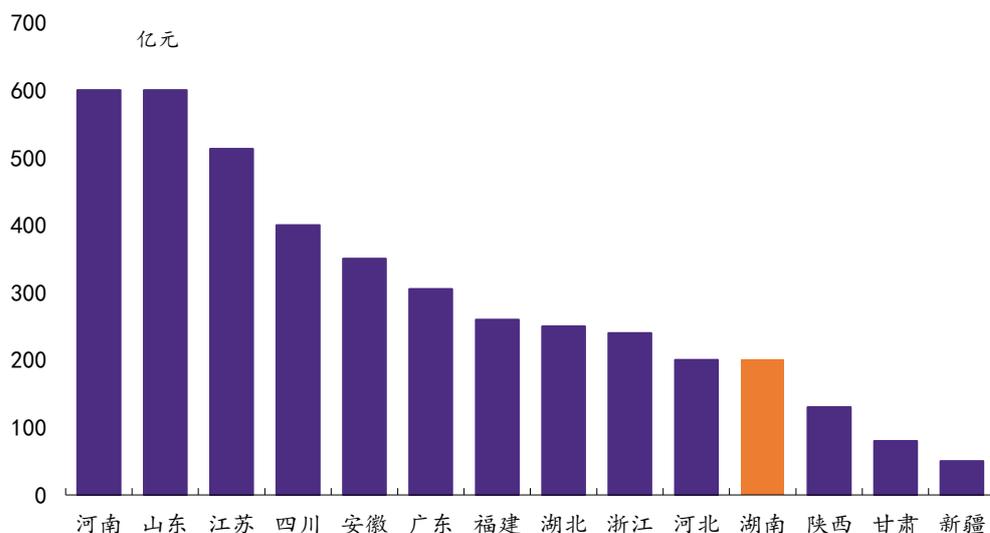


资料来源: 公司公告, 华鑫证券研究

#### 4.1.1 本土市场保持优势, 继续深耕

湖南省白酒市场增长动力仍足, 规模有望持续扩大。2021 年湖南省整体白酒规模为 200 亿左右, 根据《2021 中国白酒消费洞察白皮书》, 河北、浙江、湖南省等市场人均单次饮用量较高, 湖南市场为 4.2-4.5 两/次, 但相较于河南、江苏、山东、四川等其他白酒消费大省, 白酒饮用频率有待提高, 湖南市场规模仍有较大提升空间。根据湖南省酒业协会, 2022 年湖南省白酒市场规模为 280 亿元, 市场规模扩大的主要驱动力来自省内居民消费能力的不断提升、地产酒湘酒的长期成长、外来名酒与地产酒对湖南省白酒消费氛围的共同培育。

图表 87: 2021 年主要省份白酒市场规模 (亿元)

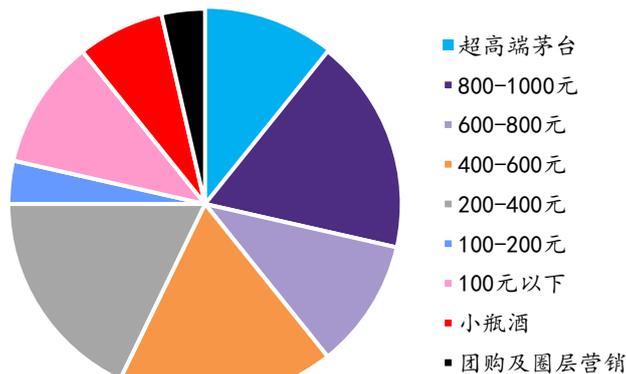
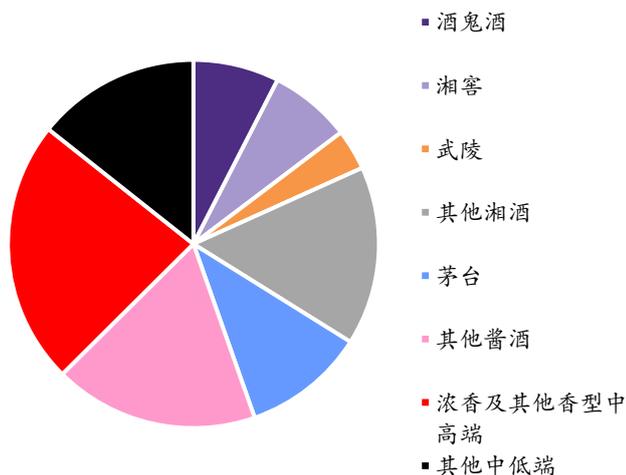


资料来源: 国酒地理, 酒说, 云酒头条, 酒业家, 卖酒狼圈子, 界面新闻, 酒食汇, 华鑫证券研究

从不同酒企类别来看，目前湖南白酒市场品牌集中度分散，三分之二的市场份额由全国性酒企占据，本地湘酒市占率提升空间较大。根据湖南省酒业协会，2022 年湘酒市场规模约 100 亿元，占总市场规模近三分之一，以酒鬼酒、湘窖、武陵为代表的湘酒逐步起势，但市占率均不足 10%，其中酒鬼酒在湖南省市占率最高为 7.50%。酱香型白酒在湖南省内消费氛围趋势向好，茅台与其他酱酒企业市场规模共 80 亿元，占比 28.07%。而浓香型及其他香型中高端白酒合计 60 亿元，其中五粮液、国窖、剑南春均超 5 亿。

图表 88：2022 年湖南省白酒市场竞争格局

图表 89：2022 年湖南省白酒市场各价位带布局



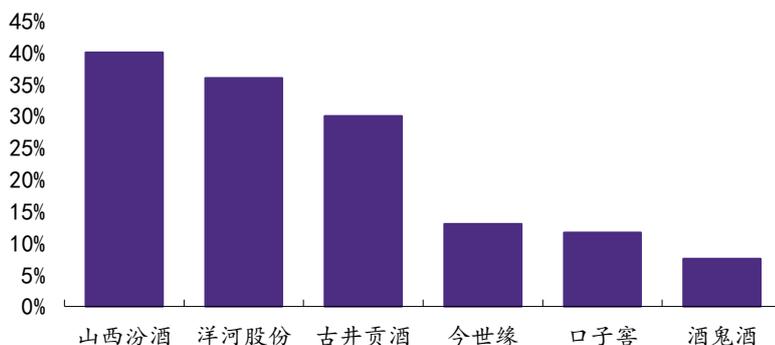
资料来源：湖南省酒业协会，渠道调研，华鑫证券研究

资料来源：湖南省酒业协会，华鑫证券研究

从不同价位带来看，湖南白酒的次高端、高端市场消费氛围更浓厚，根据湖南省酒业协会，湖南白酒市场 400-800 元的次高端价格带、800 元以上的高端价格带均占比 30%左右，100-400 元的中低档价格带、100 元及以下小瓶酒市场均占比 20%左右。

省内空间较足，市占率提升信心较强。作为湘酒龙头企业，与省内市占率分别近 30%、40%的古井贡酒、山西汾酒相比，酒鬼酒省内不足 10%的市场份额仍有较大提升空间。未来酒鬼酒在本地市场的深耕预计主要通过各县建设专卖店以加大下沉力度，持续品牌建设以塑造消费氛围，以及渠道精细运作以加深对终端消费者的掌控来实现。湖南根据地市场的深耕使得在 2022 年外围市场疫情严重时，仍能保证省内市场的稳定，另外公司计划将湘西建设成北纬 30 度馥郁香白酒核心产区，在带动湘西白酒产业链发展的同时，亦能推动酒鬼酒在基地市场加速势能释放，从而提高省内市场份额。

图表 90：龙头酒企根据地市场市占率

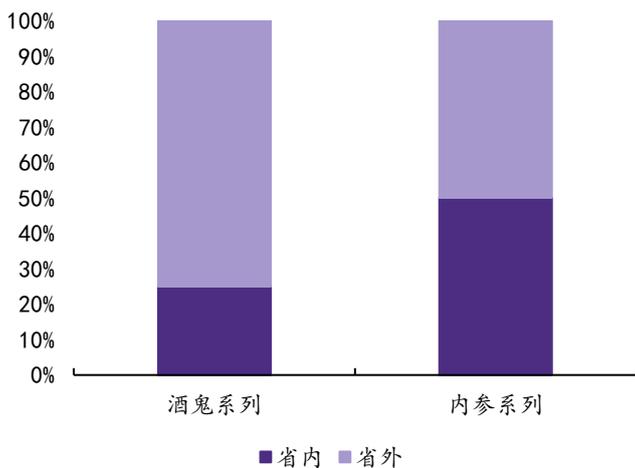


资料来源：酒业家，华经产业研究院，渠道调研，公司公告，华鑫证券研究

### 4.1.2 因地制宜推进全国化，建立省外优势市场

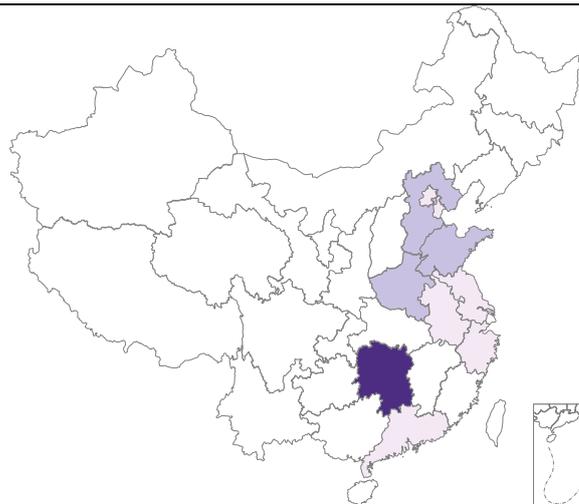
内参系列处于全国化推进期，省外营收贡献度持续提升。2021 年深度全国化战略的提出有效提高了省外市场的占比，由过去 40%左右的营收比重提升至 2021 年的 65%以上，目前公司体量 5000 万级城市已达到 21 个。酒鬼系列全国化推进较早，2021 年省外销售比例即提升至 70%，内参系列 2020 年开启全国化布局，目前仍处于全国化初期，2022 年省外销售占比 50%左右，随着全国化进一步深入，内参省外比重预计持续提高。另外，虽然酒鬼系列省外占比较高，但红坛单品省外占比为 50%左右，未来将作为 400 元以上价位带的主要产品开拓省外市场。

图表 91：2022 年酒鬼及内参系列省内外销售规模占比



资料来源：渠道调研，华鑫证券研究

图表 92：酒鬼酒基地及高地市场分布

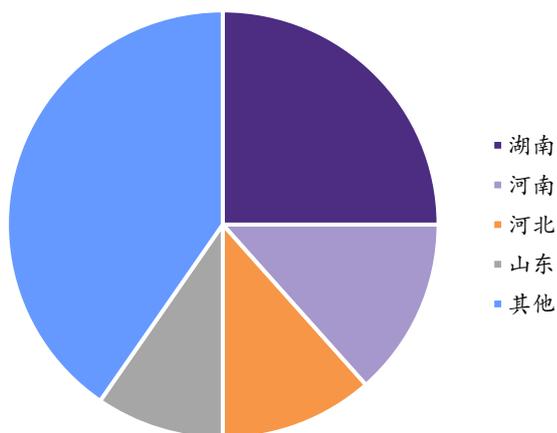


资料来源：渠道调研，华鑫证券研究

**持续巩固基地市场，深入县级城市开拓。**2022 年以河南为代表的省外基地市场受疫情影响较大，全国化进程略受损，但公司 2023 年将继续精耕省外基地市场河南、河北、山东，销售体量分别为 5 亿以上、4 亿以上及 4 亿，公司将提高对基地市场的重视程度，与河南和山东客户的合作将采取内参销售模式，与经销商共同开发市场，从团队培训到经销商交流馥郁文化，在市场开拓中更加注重消费者培育。

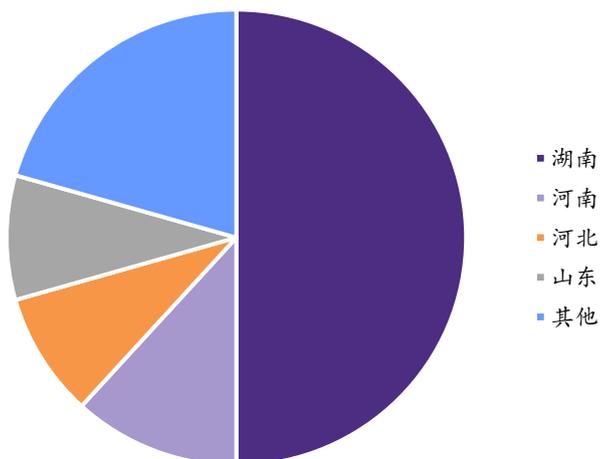
**高地市场逐步起量，向基地市场靠近。**公司计划在江苏、浙江、广东及北上深进行以地级市为基础的样板市场的建立，如将 2022 年实现近 2 亿销售收入的北京市场在 2023 年打造为 3 亿元以上的销售市场，这些市场的特点是消费能力较强，需求较高，通过高质量客户的拓展以及治理团队的分级授权，密集开拓以做强高地市场。目前公司已拥有 21 个销售体量过亿省份，而对于大单品红坛，公司计划在全国建立 21 个样板市场，再以区域和城市为圈子做区域性样板市场。

图表 93：2022 年酒鬼系列在主要省份销售占比



资料来源：渠道调研，华鑫证券研究

图表 94：2022 年内参系列在主要省份销售占比



资料来源：渠道调研，华鑫证券研究

边远区域以重点城市开发为主，着力提高品牌势能。公司全国化的战略渐渐向聚焦重点、逐个突破转变，这种以点带面的策略亦能更长期地开拓并深入空白市场，故对东北、西北等边远区域，公司将着重把握重点市场，以专卖店形式提高消费者认知。

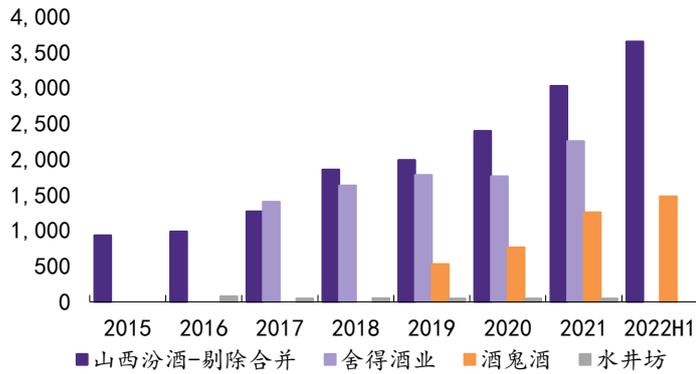
## 4.2、渠道开启精细化运营，深入掌握终端

### 4.2.1 管理改革，加强渠道管控，与经销商共赢

从经销商绝对数量上看，酒鬼酒扩招经销商速度快，幅度大。截至 2022H1，酒鬼酒拥有经销商 1479 家，同比增长 40.19%。2019、2020 年内参、酒鬼销售团队分别提出打造牛团，2019-2021 年山西汾酒（剔除合并影响）、舍得酒业、酒鬼酒、水井坊四家全国化次高端的经销商数量 CAGR 分别为 23.30%、12.61%、54.23%、-3.24%，酒鬼酒招商增速最高，同样亦带来 2021 年营收 86.97% 的高同比增速。

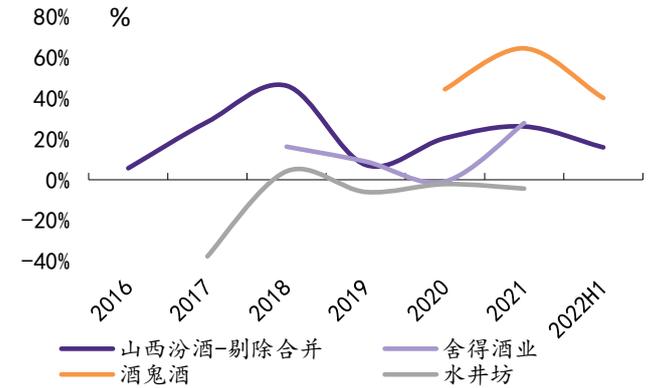
从经销商人均创收上看，酒鬼酒需持续提高单商规模。2021 年山西汾酒（剔除合并影响）、舍得酒业、酒鬼酒经销商人均创收分别为 629.69、220.66、271.84 万元/人，同比增速分别为 14.16%、43.72%、13.58%。由于经销商绝对数量的高增长及团队内部心态未及时调整、管理未及时加强，酒鬼酒经销商的人均创收增速有所放缓，2022H1 同比增长 5.60%。

图表 95：2015 年至今全国化次高端经销商数量（家）



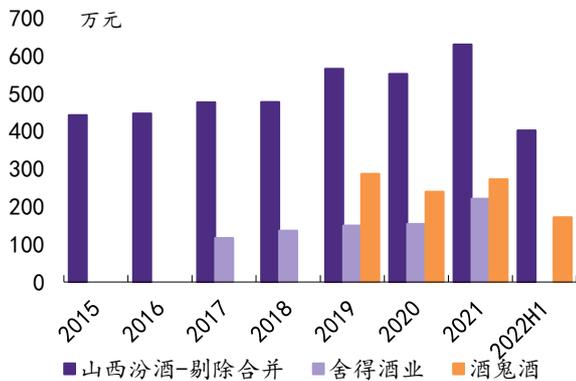
资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 96：2016 年至今全国化次高端经销商数量增速



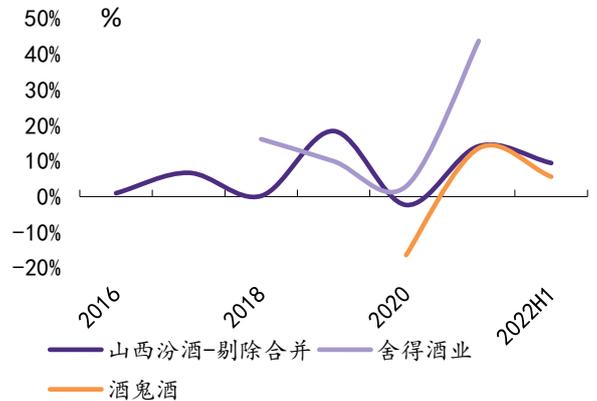
资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 97：2015 年至今全国化次高端经销商人均创收（万元）



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 98：2016 年至今全国化次高端经销商人均创收增速

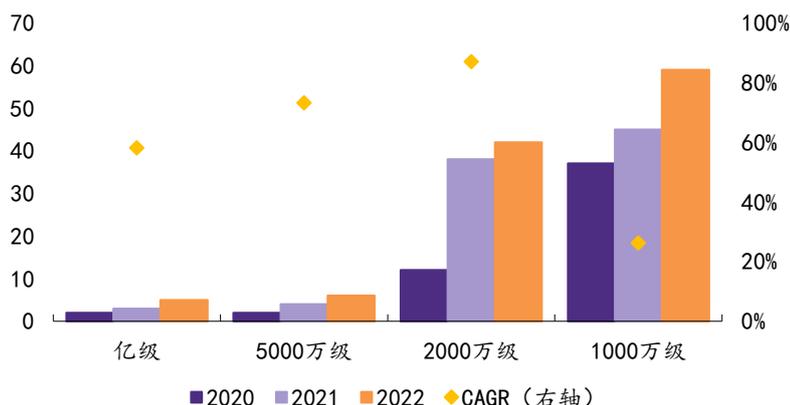


资料来源：公司公告，华鑫证券研究

**深入优商战略，与经销商共成长。**截至 2022 年，公司分别拥有亿级、5000 万级、2000 万级、1000 万级 2、6、42、59 家，2020-2022 年平均 CAGR 超 60%，大商数量持续提升。未来公司一方面继续以地级市为单位精细化招商，另一方面更加注重现有经销商的培育，强调将优质的中性经销商培育为大商，着力提高单商规模。另外，公司将继续与特点渠道如华致、京糖等合作，扩大品牌知名度。

**调整团队心态，加强内外部管理。**在过去两年大幅度招商的过程中，公司团队内部管理 与经销商外部管理未能及时跟上，在渠道带动单品快速放量的同时，亦带来窜货、价盘 不稳等问题，在 2022 年外部环境恶化时更加放大这一问题。**在内部**，公司决心通过培训、 管理等方式提高团队人员综合素质，提升客户服务水平，同时加大团队内对馥郁文化的学 习，从而更好地向客户及终端宣导。**在外部**，目前公司以“双高双控”的管理改革为主， 致力于从渠道驱动增长转变为品牌驱动增长，坚守高价值、高利润，坚持控市场、控价格， 过去经销商窜货后可以进行申诉，而现在公司将采取发现一次重罚、发现二次解除合作的 严格措施进行市场管控。

图表 99：2020-2022 年不同数量级客户数量（家）



资料来源：公司经销商大会，华鑫证券研究

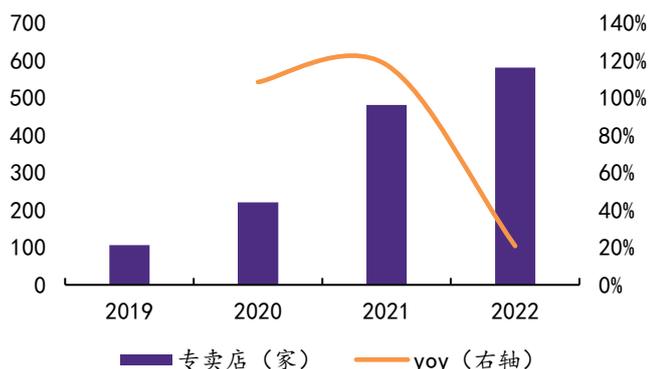
我们认为，公司对内部销售团队和外部渠道市场进行强化管理的决心较足，致力于回归到健康良性发展的、品牌及动销驱动的长期增长轨道上，有利于稳住内参批价以提升品牌力，同时能在红坛全国化放量的过程中更有经验地协调厂商关系。

#### 4.2.2 费用改革，建立专卖店，注重终端消费者培育

**专卖店覆盖面持续加大，集中展示品牌资源。**截至 2022 年，公司拥有酒鬼酒专卖店 581 家，同比增长 20.79%，疫情反复放缓了公司专卖店开拓的速度，2020-2021 年同比增速均超过 100%。目前专卖店贡献营收 20%+，作为渠道的有效补充，从产品专销化、套餐费用化等方面避免与传统渠道的冲突，同时展示与宣扬品牌，更多为团购渠道。2023 年公司与经销商共同组建的专卖店、形象店将分别突破 1000 家、5000 家，在湖南各县均设酒鬼酒专卖店，同时，未来将作为全国化过程中空白市场的重要突破口，在品牌培育、陈列上起到聚集品牌势能的作用，便于在后续着重开发时更好发力。

**费用转型元年，重点发力终端建设。**截至 2022 年，公司拥有核心终端网点 28686 家，同比增长 45.23%，三年核心终端数量增长 240%，未来目标核心终端 10 万+家。2023 年公司正式开启费用改革，计划将部分渠道费用转投放至终端，以支持终端门店的开拓，终端活动的奖励、参与费、陈列费，直接面向消费者的开瓶扫码等。在主线产品内参上实行总量配额制，控制产品供给提升产品市场价格，同时加强消费固化类方案制申请活动，在渠道端控盘分利，在消费端加强培育。

图表 100：2019-2022 年专卖店数量（家）



资料来源：2023年酒鬼酒馥郁大会，华鑫证券研究

图表 101：2020-2022 年终端网点数量（家）



资料来源：公司公告，公司经销商大会，华鑫证券研究

**加大费用投入，深度消费者培育。**2022 年酒鬼酒馥郁约 1431 场，湖南省内宴席市场超 14000 场，瓶盖扫码活动参与人次近 10 万，同比增长 88%，2023 年春节开瓶亦有效拉动终端动销，同时公司将继续开展酒鬼馥郁荟、馥约、馥郁之旅、内参名人堂等营销活动，并开始将酒鬼酒馥郁工艺流程、古史文化向消费者高频传递，真实建立馥郁香独特性与稀缺性的品牌认知。

图表 102：2022 年以来公司终端建设活动

活动	数量
酒鬼酒馥郁	1431场
湖南省宴席市场	14000+场，同比增长55%
名酒进名企	106场，3300家企业回访
2022年瓶盖扫码活动	参与人次近10w，同比增长88%
2023年瓶盖扫码活动	特等奖即价值8万多元的50L大坛酒4人，2008ml的牛年生肖酒26人
小程序浏览	8.1w+浏览馥郁小镇，累计浏览量达14.5w+，累计新增1.7w+游客到访，活动日最高留存量达85.14%，AR扫码活动参与人数破5w
视频广告投放	《万里走单骑》腾讯端曝光672w+，20w+人次点击落地页广告
微信广告投放	创意红包领取人数3w+，直接覆盖用户14w+；朋友圈整体曝光量4800w+
美食+生活类KOL炫福大赛	覆盖1800w+粉丝群体

资料来源：酒业家，公司微信公众号，华鑫证券研究

图表 103：公司开瓶扫码活动



资料来源：酒业家，华鑫证券研究

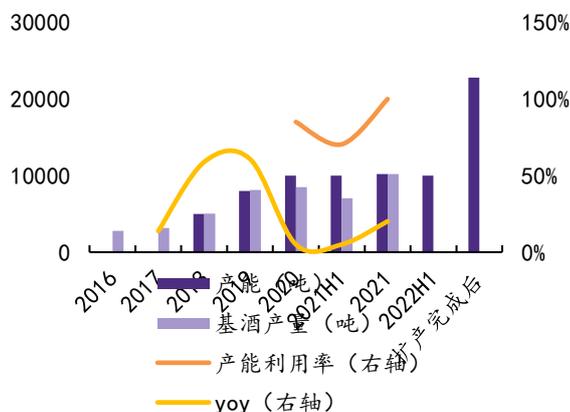
我们认为，过去高 B 端渠道费用的投放虽然起到推动经销商积极配合产品推广的作用，但也容易造成经销商通过低价转货、窜货的方式套取费用，产品价盘不稳的同时，品牌建设效果不足。目前公司决心将较大比例的费用从经销商转向终端消费者，一方面利于内参产品批价的上挺，可以减轻经销商负担，为经销商带来自然拉升的渠道利润，减少窜货行为；另一方面有助于终端品牌建设，在品牌认知度逐步提高的基础上，通过自然动销形成长期增长。

### 4.3、产能支撑力提升，全国化弹性显现

#### 4.3.1 产能扩建进行时，为全国化扩张打好根基

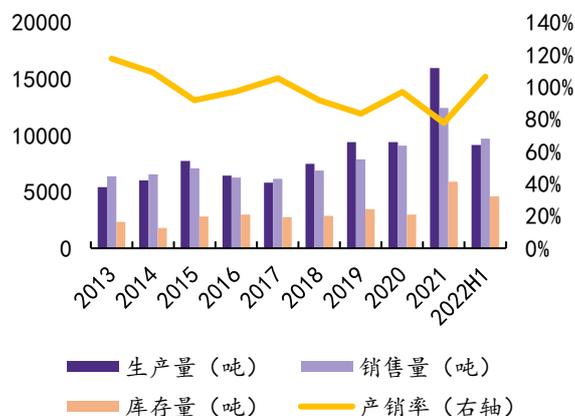
长时间存储体现稀缺性，高增长亦要求产能支撑。目前公司基酒产能 10000 吨，2021 年基酒产量 10216 吨，同比增长 20.14%，基酒产能利用率已达满产状态。2021 年成品酒生产量 15980 吨，同比增长 70.05%，产销率 106.38%。馥郁香型酒生产工艺繁复，需要 173 道复杂工序，且内参、酒鬼、湘泉使用的基酒酒体分别需要平均存放 8 年、5 年及 3 年以上，50%+的优酒率意味着 50%+的基酒生产出来后经过 8 年或 5 年的存放进行生产内参或酒鬼系列，另外生产内参酒还需要加 1 年的勾调稳定期，9 年积淀更彰显馥郁香型内参酒的稀缺性，公司的全国化扩张战略亦对其生产能力提出更高要求。

图表 104：2016 至今公司产能、产量及产能利用率



资料来源：公司公告，华鑫证券研究  
注：2020年基酒产量为2020H1与2021H1增速预测值

图表 105：2013 年至今公司生产、销售、库存量及产销率



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

扩产顺利进行，有力支撑产品放量。2020 年及 2021 年 8 月，公司公告生产三区一期及二期工程建设计划，共投资 22.90 亿元，2021 年 9 月开工建设，预计 2023 年底竣工投产，建成后将新增 1.08 万吨馥郁香型基酒产能及 1.78 万吨基酒储能。同时 2022 年 12 月，公司改扩建生产二区酿酒车间的一期工程已取酒成功，预计到 2023 年底公司基酒总产能可以达到 2.28 万吨/年，以满足公司目前的产能需求。未来预计公司将继续扩产，并打造中国馥郁香型白酒核心产区，以“三眼泉”文旅项目进行酒旅融合、产旅融合的开拓。

图表 106：公司扩改建项目列示

生产三区一期工程建设	
公告日期	2020.08.27
投资总额	7.79 亿元，其中建设投资 5.64 亿元，流动资金 2.16 亿元
资金来源	自有资金
建设地点	生产一区西北面
建设内容	酿酒车间、坛子酒库、半敞开式酒库及酒泵房、锅炉房、粮食清理储存车间及筒仓、泡粮蒸粮车间及附属配套设施
项目实施后产能	新增基酒产能 3000 吨/年，新增储酒规模 16000 吨/年
生产三区二期工程建设	
公告日期	2021.08.25
投资总额	15.11 亿元，其中建设投资 10.01 亿元，流动资金 5.10 亿元
资金来源	自有资金
建设地点	生产三区
建设内容	酿酒车间 3 幢，坛子酒库 2 座，粮食筒仓 12 个，以及其他附属配套工程
项目实施后产能	新增基酒产能 7800 吨/年，新增储酒规模 4000 吨/年
改扩建生产二区酿酒车间一期工程	
公告日期	2021.08.25
投资总额	1.62 亿元
资金来源	自有资金
建设地点	生产二区内
建设内容	利用生产二区两栋原酿酒车间扩建 4 条酿酒生产线
项目实施后产能	新增基酒产能 2000 吨/年

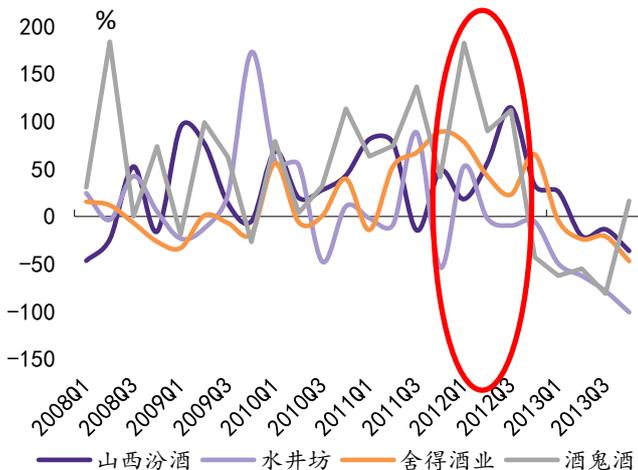
资料来源：公司公告，华鑫证券研究

### 4.3.2 外部因素逐渐消退，全国化进程提速

全国化次高端受外部环境影响较大，业绩弹性高。2021 年外部环境良好时，全国化次高端酒企可以通过大幅招商推广大单品取得较高的业绩增速，2022 年疫情频发影响消费场景和居民消费能力，依靠短期渠道驱动的增长则因未能建立稳固市场、经销商信心不足等失去支撑，全国化进程明显降速。2022 年底疫情放开，春节返乡潮及宴席场景恢复超预期，酒鬼酒春节省内动销环比改善，内参在大湘西区域甚至出现断货现象。目前省内库存小于 20%，省外部分区域如河南库存仍较高。

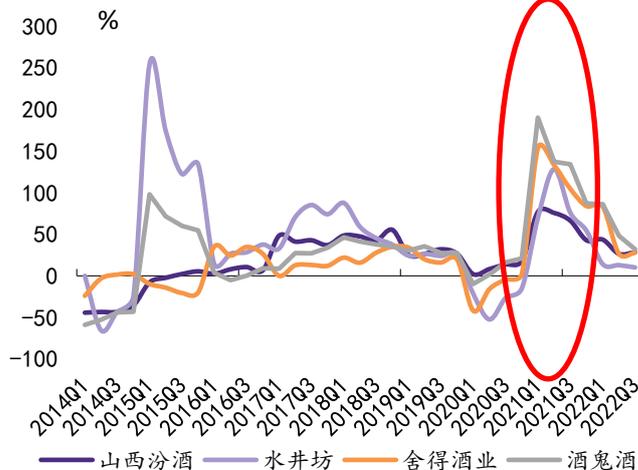
全国化仍在途中，长期增长主线不变。随着商务场景接替宴席场景成为新一轮的消费回补，以及后续消费能力的提升，我们预计次高端酒企恢复业绩高增长可能性大，考虑 2022 年及春节产品库存消化时间，预计在 2023Q2 可以显现。截至 2022H1，酒鬼酒全国地级市覆盖率为 72%，2021 年省外收入占比 65%左右，全国化空间足，在内参恢复全国化布局、红坛加码省外市场开拓的过程中，2023 年酒鬼良性增长可期。

图表 107：2008-2013 年全国化次高端酒企营收增速



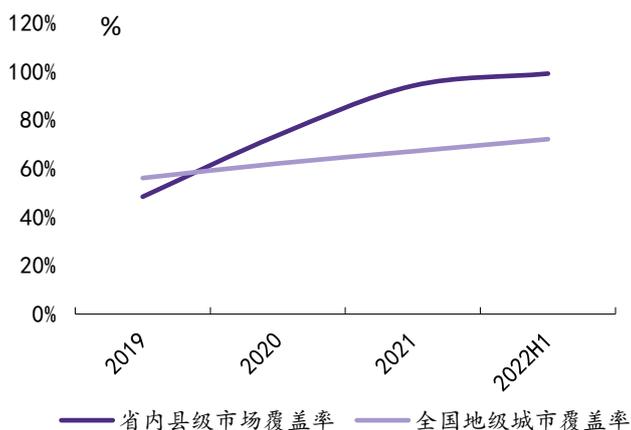
资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 108：2014 年至今全国化次高端酒企营收增速



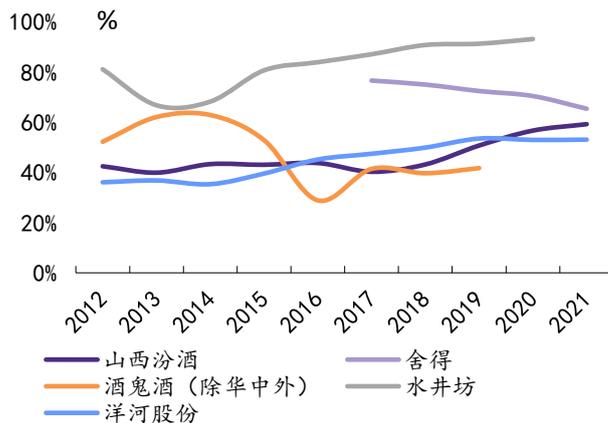
资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 109：2019-2022H1 酒鬼酒省内县级市场及全国地级市覆盖率



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 110：2012-2021 年次高端酒企省外营收占比



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

## 5、盈利预测评级

我们认为公司未来的增长点来自于以下几个方面：①公司管理持续优化，目前开启管理与费用改革；②内参在多重压力下仍保持高端定位，今年批价有望加速回升，后期是否放量取决于批价是否稳定；聚焦战略下，次高端大单品红坛今年放量预计加速，抢占次高端市场份额；③全国化正在加速推进，省内外均有空间；④经过 2022 年至今的调整，估值已调整回落到五年来较低水平。

我们看好公司全国化扩张，2022 年是内参全国化扩张初步尝试，既有经验亦有教训。当前公司渠道库存环比继续改善，内参批价有望持续回升，红坛大单品有望放量。考虑公司节奏问题，我们略调整 2022-2024 年 EPS 分别为 3.34/4.00/5.14 元（前值分别为 3.33/4.16/5.44 元），当前股价对应 PE 分别为 38/32/25 倍，维持“买入”投资评级。

图表 111：盈利预测

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	3,414	4,082	4,761	6,013
YoY	87.0%	19.6%	16.6%	26.3%
归母净利润（百万元）	893	1,087	1,300	1,671
YoY	81.7%	21.6%	19.6%	28.5%
摊薄每股收益（元）	2.75	3.34	4.00	5.14
ROE（%）	25.4%	25.0%	24.4%	25.3%

资料来源：WIND，华鑫证券研究

## 6、风险提示

- (1) 宏观经济恢复不及预期风险；
- (2) 内参批价上挺不及预期风险；
- (3) 省外扩张不及预期风险；
- (4) 次高端竞争加剧风险；
- (5) 大单品红坛放量不及预期风险。

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	3,343	4,525	6,020	7,877
应收款	507	447	326	247
存货	1,269	1,226	1,152	1,205
其他流动资产	21	16	17	21
流动资产合计	5,141	6,215	7,515	9,350
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	474	490	477	453
在建工程	81	32	13	5
无形资产	195	185	175	166
长期股权投资	30	30	30	30
其他非流动资产	91	91	91	91
非流动资产合计	870	829	786	745
资产总计	6,011	7,044	8,301	10,095
<b>流动负债:</b>				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	298	245	240	241
其他流动负债	779	779	779	779
流动负债合计	2,459	2,676	2,946	3,453
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	28	28	28	28
非流动负债合计	28	28	28	28
负债合计	2,487	2,705	2,974	3,482
<b>所有者权益</b>				
股本	325	325	325	325
股东权益	3,524	4,339	5,327	6,614
负债和所有者权益	6,011	7,044	8,301	10,095

现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	893	1087	1300	1671
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	42	41	42	41
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	629	325	465	530
经营活动现金净流量	1565	1453	1807	2241
投资活动现金净流量	-140	32	33	32
筹资活动现金净流量	-243	-272	-312	-384
现金流量净额	1,182	1,213	1,527	1,888

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>3,414</b>	<b>4,082</b>	<b>4,761</b>	<b>6,013</b>
营业成本	684	831	1,000	1,254
营业税金及附加	521	661	752	944
销售费用	860	1,025	1,181	1,485
管理费用	182	220	252	313
财务费用	-33	-127	-169	-221
研发费用	10	12	14	18
费用合计	1,019	1,130	1,279	1,595
资产减值损失	-9	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	3	0	3	2
<b>营业利润</b>	<b>1,194</b>	<b>1,456</b>	<b>1,733</b>	<b>2,223</b>
加:营业外收入	3	3	2	1
减:营业外支出	9	2	1	0
<b>利润总额</b>	<b>1,189</b>	<b>1,457</b>	<b>1,734</b>	<b>2,224</b>
所得税费用	295	370	433	554
<b>净利润</b>	<b>893</b>	<b>1,087</b>	<b>1,300</b>	<b>1,671</b>
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	<b>893</b>	<b>1,087</b>	<b>1,300</b>	<b>1,671</b>

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	87.0%	19.6%	16.6%	26.3%
归母净利润增长率	81.7%	21.6%	19.6%	28.5%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	80.0%	79.7%	79.0%	79.1%
四项费用/营收	29.9%	27.7%	26.9%	26.5%
净利率	26.2%	26.6%	27.3%	27.8%
ROE	25.4%	25.0%	24.4%	25.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	41.4%	38.4%	35.8%	34.5%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	6.7	9.1	14.6	24.3
存货周转率	0.5	1.2	1.5	1.8
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	2.75	3.34	4.00	5.14
P/E	46.8	38.5	32.1	25.0
P/S	12.2	10.2	8.8	7.0
P/B	11.9	9.6	7.8	6.3

## ■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，5年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

何宇航：山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，2年食品饮料卖方研究经验。于2022年1月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

## ■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。