

买入

酒鬼酒 (000799.SZ)

馥郁香型白酒龙头，内参和酒鬼全国化稳扎稳打

核心观点

馥郁香型白酒始创者，香型差异化优势明显，中粮入主后发展步伐稳健。酒鬼酒发源于湘西，始创馥郁香型白酒，内参、酒鬼、湘泉是其三大产品系列；差异化香型、历史高端名酒基因和文化名酒定位铸就了品牌的核心竞争力。2000-2015年公司因股东和管理层几度更迭经营动荡；2015年中粮集团入主，管理层稳定后逐步革除发展弊病，助推公司重回发展快车道。2015-2021年公司营收和利润 CAGR 分别为 28%/39%。2022 年公司因疫情影响和前期扩张较快销售承压；但及时调整战略，以促动销为核心，渠道基本盘不断夯实。

消费升级和次高端及以上白酒价格带扩容为公司发展提供良好的外部条件。考虑白酒社交文化需求和消费升级趋势不减，我们测算 2022 年白酒次高端价格带的市场规模为 1357 亿元，未来 3 年将保持 15% 左右增速。公司以经济较发达的白酒消费大省湖南为基，有望凭借一定的品牌和渠道优势在省内深耕并向外拓展，享受价格带扩容红利，在未定的次高端酒格局中分一杯羹。

产品上，内参发力高端稳步推进全国化，酒鬼发力次高端稳健放量。内参和酒鬼系列是公司核心增长点，2018-2021 年收入 CAGR 为 62%/34%，2021 年收入占比合计 86%。1) 内参依托名酒基因、品牌积淀、大股东资源支持，具备高端化和全国化基础。2018 年底内参销售公司建立和品牌独立运作带来新突破，目前消费基础渐夯实。2) 酒鬼系列近年不断精简产品、推进迭代升级，向上卡位次高端市场，重点打造红坛、传承等大单品，已步入稳健放量阶段。

全国化进程稳步推进，湘冀鲁豫推进深度下沉，北上广等地强化圈层营销。公司以华中为大本营，推进全国化。1) 公司在湖南省内对标其他区域龙头酒企有较大深耕空间，目前湖南白酒市场规模约 200 亿元而公司市占率不足 10%，我们测算 2021-2025 年公司省内参和酒鬼系列营收 CAGR 有望达 21%。2) 公司在省外更多局部优势市场的打造和放量是重要增长点，近年借助香型差异化、股东资源、独特内参模式、高渠道利润、大商力量拓展市场。冀鲁豫是核心战略市场和优势市场，华东华南是潜力市场。

盈利预测与估值：考虑疫情对全国化开拓有较大影响，我们下调盈利预测，预计公司 2022-2024 年 EPS 为 3.41/4.31/5.49 元(前值 3.55/4.74/6.26 元，下调幅度约 4%/9%/12%)，PE 为 38/30/23x。结合多估值方法，我们预计公司合理估值为 151-172 元，较目前股价约 18%-35% 溢价空间，维持买入评级。

风险提示：宏观经济波动；疫情动态变化；行业竞争加剧；白酒需求不及预期；产品结构升级不及预期；全国化扩张不及预期；食品安全风险等。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,826	3,414	4,135	5,101	6,309
(+/-%)	20.8%	87.0%	21.1%	23.3%	23.7%
净利润(百万元)	492	893	1107	1400	1785
(+/-%)	64.1%	81.7%	23.8%	26.6%	27.5%
每股收益(元)	1.51	2.75	3.41	4.31	5.49
EBIT Margin	31.5%	33.9%	32.9%	34.2%	35.3%
净资产收益率 (ROE)	17.2%	25.4%	25.5%	26.0%	26.6%
市盈率 (PE)	84.4	46.5	37.5	29.6	23.3
EV/EBITDA	69.6	36.7	31.1	24.7	19.7
市净率 (PB)	14.53	11.78	9.56	7.72	6.20

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 深度报告

食品饮料 · 白酒 II

证券分析师：陈青青 **证券分析师：李依琳**
 0755-22940855 010-88005029
 0755-81983057
 chenqingq@guosen.com.cn liyilin1@guosen.com.cn
 S0980520110001 S0980521070002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	151.00 - 172.00 元
收盘价	127.77 元
总市值/流通市值	41516/41516 百万元
52 周最高价/最低价	188.88/100.18 元
近 3 个月日均成交额	1119.34 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《酒鬼酒 (000799.SZ) - 业绩实现稳增长，内参基本盘不断夯实》——2022-10-31
- 《酒鬼酒 (000799.SZ) - 管理层增持彰显信心，中长期成长趋势仍未改变》——2022-09-29
- 《酒鬼酒 (000799.SZ) - 业绩短期承压，看好基本面边际转好》——2022-08-31
- 《酒鬼酒 (000799.SZ) - 开年业绩亮眼，稳增长后劲十足》——2022-03-11
- 《酒鬼酒-000799-重大事件快评：2021 年圆满收官，内参势能向上有望助推业绩持续稳健成长》——2022-01-19

内容目录

公司简介：馥郁香龙头，内参引领品牌向上	5
品牌介绍：馥郁香型引领者，具备名酒基因和全国化基础	5
股权结构：行业唯一央企控股，中粮集团是实际控制人	6
产品布局：以中高端为主，重点打造内参，发力腰部价位	7
历史回顾：几经更迭，中粮入主后发展稳健	8
1997-2002 年，盛极一时，利润规模行业第二	9
2003-2014 年，问题频发，生机恢复又陷困境	10
2015 年-至今，中粮入主，全面革新再现生机	12
发展亮点：品牌价值提升，全国化稳步推进	13
品牌：香型和文化酒定位有差异化优势，品牌势能稳步提升	13
渠道：创新内参模式，省内优商、省外扶商，持续优化布局	16
区域：湘冀鲁豫深度下沉，北上广等地强化圈层营销	18
成长展望：受益价格带扩容，量价齐升可期	20
次高端及以上价格带持续扩容，利好内参和酒鬼系列发展	20
公司在湖南省内深耕下沉仍有较大空间，省外加快全国化布局	22
高端品牌势能渐起，内参和酒鬼双轮驱动，全国化扩张可期	24
财务分析：公司盈利能力和经营效率稳步提升	25
盈利预测：预计 2021-2024 年营收 CAGR 为 23%	27
假设前提：受益价格带扩容，内参和酒鬼全国化有望稳步推进	27
未来 3 年业绩预测	28
盈利预测的敏感性分析与情景分析	29
估值与投资建议：公司估值区间为 151-172 元	29
绝对估值：155-167 元	29
相对估值：151-172 元	31
投资建议：内参和酒鬼双轮驱动，看好公司成长性，维持“买入”评级	32
附表：财务预测与估值	34
免责声明	35

图表目录

图 1: 酒鬼酒品牌发展历史	5
图 2: 馥郁香型“前浓、中清、后酱”口味介绍	6
图 3: 2022 年 4 月馥郁香型白酒国家标准正式实施	6
图 4: 内参、酒鬼冠名央视节目	6
图 5: 公司举办中国高端文化白酒·内参酒价值研讨会	6
图 6: 公司股权结构（更新至 2022 年三季报）	7
图 7: 2015-2021 年公司分产品收入构成（%）	7
图 8: 2015-2021 年公司毛利率稳中有升（%）	7
图 9: 2015-2019 年公司分区域收入构成（%）	8
图 10: 2015-2019 年公司分区域收入增速（%）	8
图 11: 1994-2021 年公司发展历程和营收变化	9
图 12: 1997-2002 年公司与茅五收入对比（亿元）	9
图 13: 1997-2002 年公司与茅五归母净利润对比（亿元）	9
图 14: 2005-2006 年公司营收连续下滑（亿元）	10
图 15: 2005-2006 年公司连续亏损（亿元）	10
图 16: 2010-2012 年酒鬼酒处于次高端价位（元/瓶）	11
图 17: 2007-2012 年公司收入逐年改善	11
图 18: 2007-2012 年公司利润稳步提升	11
图 19: 2015-2021 年公司收入稳健增长	12
图 20: 2015-2021 年公司归母净利润稳步增长	12
图 21: 内参品牌发展大事记	14
图 22: 酒鬼酒“内参·三生万物诗酒幻境”活动	14
图 23: 酒鬼酒独家冠名中国首档世遗揭秘互动纪实节目	14
图 24: 内参系列收入占比较往年大幅提升	15
图 25: 2018 年起内参收入增速基本保持领先	15
图 26: 2016-2021 年内参系列营收变化	17
图 27: 内参销售公司股权结构	17
图 28: 内参模式与柒泉模式对比	17
图 29: 2017 年之后公司专卖店数量大幅增长	18
图 30: 2017 年之后公司销售人员数量快速扩充	18
图 31: 内参区域市场划分	19
图 32: 内参细分市场运作情况	19
图 33: 酒鬼系列区域市场划分	20
图 34: 酒鬼系列细分市场运作情况	20
图 35: 2019 年各档次白酒市场份额	21
图 36: 2019-2025 年高端白酒市场规模变化及展望	21
图 37: 2018-2025 年次高端白酒市场规模测算（亿元）	21

图 38: 湖南省经济发展水平靠前	22
图 39: 2019 年湖南省地产酒市场份额仅有 30%	22
图 40: 2017-2019 年湖南省白酒流通规模 (亿元)	22
图 41: 2022-2025 年公司内参和酒鬼系列湖南省内营收展望	24
图 42: 2015-2022 年 3 季度公司收入利润稳健增长	26
图 43: 2015-2021 年内参和酒鬼系列始终保持增长	26
图 44: 2015-2021 年公司毛利率从 70%提升至 80%	26
图 45: 2015-2021 年公司净利率从 12%提升至 26%	26
图 46: 2015-2021 年公司 ROE 从 5%提升至 28%	27
图 47: 2015-2021 年公司总资产周转率从 0.3 提升 0.7	27
图 48: 2015-2021 年公司销售费用率从 21%提升至 25%	27
图 49: 2015-2021 年公司管理费用率从 17%大幅下降至 6%	27
表 1: 中国白酒香型分类	5
表 2: 公司产品展示	8
表 3: 2007-2012 年中皇入主后改革举措	11
表 4: 公司现任核心管理层介绍	12
表 5: 2014 年中粮入主至今公司的改革举措	13
表 6: 内参定位高端, 对标茅五泸	15
表 7: 酒鬼系列主要单品一览	16
表 8: 酒鬼酒产品战略清晰史	16
表 9: 酒鬼酒渠道策略变迁史	18
表 10: 湖南省白酒各价位带主流产品	23
表 11: 2021 年主要区域龙头酒企省内收入情况	23
表 12: 我们测算 2025 年内参系列营收有望达到 17-21 亿元	25
表 13: 我们测算 2025 年酒鬼系列营收有望达到 42-57 亿元	25
表 14: 酒鬼酒业务拆分	28
表 15: 未来 3 年盈利预测表	29
表 16: 盈利预测情景分析 (乐观、中性、悲观)	29
表 17: 公司盈利预测假设条件	30
表 18: 资本成本假设	30
表 19: 酒鬼酒 FCFF 估值表	30
表 20: FCFF 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	31
表 21: FCFE 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	31
表 22: 可比白酒公司估值表	32

公司简介：馥郁香龙头，内参引领品牌向上

品牌介绍：馥郁香型引领者，具备名酒基因和全国化基础

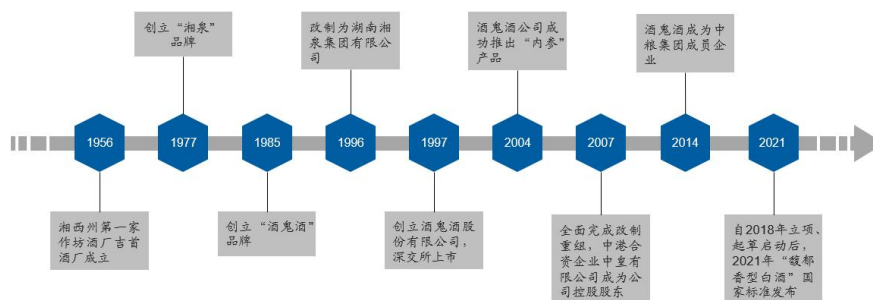
酒鬼酒是国内馥郁香型白酒的开创者和领头羊，品牌具有一定稀缺性，品质优秀。公司地处湖南，前身为创建于1956年的一家作坊吉首酒厂（后改制为湘泉酒总厂）。1985年酒鬼酒品牌创立，由艺术大师黄永玉设计外形并命名。1996年湘泉酒总厂改制为国有独资集团公司。1997年7月在湘泉集团独家发起下，酒鬼酒股份有限公司成立并在深交所挂牌上市。公司依托湘西独有的自然环境和公司始创的馥郁香酿造工艺，在白酒届香型独树一帜，其不可复制性和不可模仿性形成了产品的核心竞争力。公司目前主要有“内参”、“酒鬼”、“湘泉”三大系列产品，“内参”是湖南省知名品牌，“酒鬼”和“湘泉”是中国驰名商标。内参酒主要酒体启用至少储存8年以上的特优级基酒，品质优秀。

表1：中国白酒香型分类

香型	简介	代表酒种
浓香型	香气悠久、味醇厚、入口甘美、入喉净爽、各味谐调、恰到好处、酒味全面	五粮液、泸州老窖、洋河、剑南春、水井坊、古井贡酒
酱香型	酱香突出、幽雅细腻、酒体醇厚丰满、回味悠长、空杯留香持久	茅台酒、郎酒
清香型	清、正、甜、净、长，清字当头，净字到底。清香优雅，口味纯净	山西汾酒、二锅头、老白干
馥郁香型	一口三香，前浓、中清、后酱，芳香秀雅、绵柔甘冽、醇厚细腻、后味怡畅、香味馥郁、酒体净爽	酒鬼酒
米香型	米香纯正、清雅、入口绵甜爽冽，回味怡畅	桂林三花酒、全州湘山酒
其他	其特有风格突出，但主体香型未确定	贵州董酒、陕西西凤酒

资料来源：美酒网、国信证券经济研究所整理

图1：酒鬼酒品牌发展历史



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

馥郁香 2022 年 4 月正式成为中国白酒第 11 个国标香型。馥郁香型以“色清透明、诸香馥郁、入口绵甜、醇厚丰满、香味协调、回味悠长”为特点，一口可品“前浓、中清、后酱”三香。1976 年王锡炳任酒厂厂长后成立名酒研制小组，初步完善确立了馥郁香型工艺。1990 年代，酒鬼酒香型逐渐受到认可，被业内称为“第六香型”。2005 年馥郁香型白酒工艺通过国家鉴定、认证，馥郁香型正式成为白酒行业的一种创新香型。2016 年，在大股东中粮集团的支持下，公司启动“馥郁香型白酒”国家标准的申报筹备工作。2018 年 12 月，“馥郁香型白酒”国家标准获准立项。2021 年 4 月，馥郁香型历经 16 年正式获批成为中国白酒第十一大国标香型，并在 2022 年 4 月正式实施。

图2：馥郁香型“前浓、中清、后酱”口味介绍



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图3：2022年4月馥郁香型白酒国家标准正式实施



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

酒鬼酒依托名酒基因和品牌积淀，背靠央企资源，具有高端化和全国化的基础。在 20 世纪 90 年代，酒鬼酒曾一度是价格高于茅台、品质受消费者认可的高端名酒，历史上也曾获得国内外酒类博览会金奖、“中国十大文化名酒”等多项殊荣，亦是白酒行业最早一批上市的公司之一。长期的品牌积淀是酒鬼酒品牌复兴最坚实的基础。作为目前白酒行业中唯一具有央企背景的上市公司，公司借助大股东中粮集团的央企资源和影响力，以文化塑造和品牌营销为抓手，不断强化品牌的氛围和热度，推动品牌全国化进程。2021 年公司营收和归母净利润分别为 34.1/8.9 亿元，在 19 家白酒上市公司中位列第 14/12 位。2015-2021 年，公司营收和利润 CAGR 分别为 28.2%/39.1%。

图4：内参、酒鬼冠名央视节目



资料来源：红网、国信证券经济研究所整理

图5：公司举办中国高端文化白酒·内参酒价值研讨会

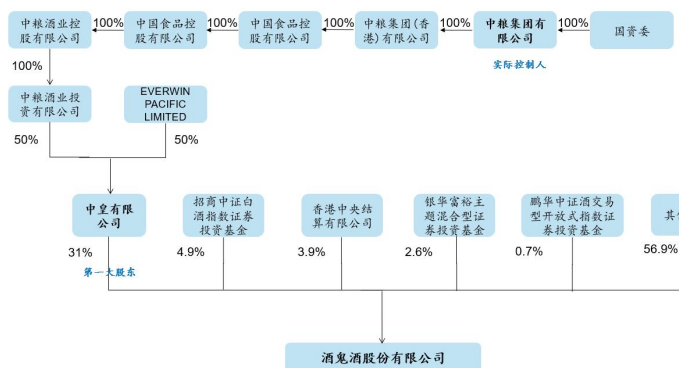


资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

股权结构：行业唯一央企控股，中粮集团是实际控制人

控股权几度易手，2014 年中粮集团入主成为实际控制人。2003 年为解决集团与上市公司的关联欠款问题，湘泉集团将持有的公司部分股份转让给成功集团和鸿仪投资，此后由于经营不善、大股东资金抽逃等问题，2006 年前述三家持有的公司股份先后被司法拍卖。2007 年，公司在湖南省及湘西州政府支持下完成改制重组，中国糖业酒类集团的子公司中皇有限公司成为第一大股东。2014 年底，中粮集团整体并入华孚集团，通过后的全资子公司中糖集团间接控制公司 31% 的股权。目前，中皇公司是第一大股东，中粮集团是公司实际控制人。

图6: 公司股权结构 (更新至 2022 年三季报)



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

产品布局：以中高端为主，重点打造内参，发力腰部价位

产品方面，公司以内参、酒鬼、湘泉为三大核心产品系列，高中低价格带全覆盖，产品结构以中高端为主。2021 年中高端及以上产品收入占比为 86.4%，毛利率为 85.8%，其中内参、酒鬼系列分别占比 30%、56%。近年来，公司不断梳理产品结构，产品体系逐步明晰。2021 年公司提出实施高端化、圈层化品牌发展策略；2022 年在此基础上提出做好腰部大单品，并提出“内参、酒鬼”双轮驱动的发展模式。202 年公司表示，未来会逐步提高内参收入占比，中长期的目标是内参系列收入占比 40%，酒鬼系列占比 50%，湘泉占比控制在 10%之内。

- **内参系列：**定位高端，价格带覆盖 1000 元及以上；其中 52 度内参酒是公司最为核心的产品，2004 年上市，主打政商务团购，目前处在全国开拓阶段。2021 年内参系列收入增速 80.7%，收入占比 30.3%，毛利率为 92.1%；2022 年内参系列在疫情压力下，重心在稳价、去库存、巩固基本盘，发展降速。
- **酒鬼系列：**布局次高端，价格带覆盖 300-700 元；其中 52 度红坛是酒鬼系列主推产品，终端成交价在 300-400 元左右，卡位当下扩容较快的次高端价格带，目前处在稳健放量阶段。2021 年酒鬼系列收入增速 88.9%，收入占比 56.1%，毛利率为 79.5%；2022 年酒鬼系列收入增速预计约 30%，发展稳健。
- **湘泉系列：**定位大众消费，主要作用是培育馥郁香型消费者，带动消费氛围。2021 年收入增速 11.7%，收入占比 5.1%。

图7: 2015-2021 年公司分产品收入构成 (%)

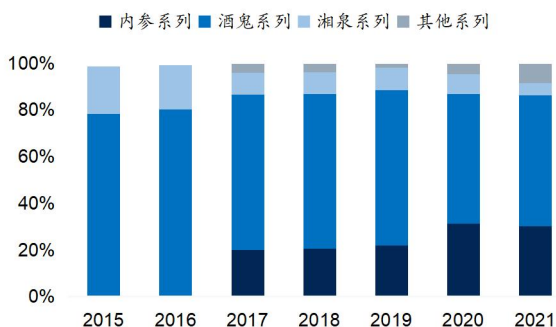
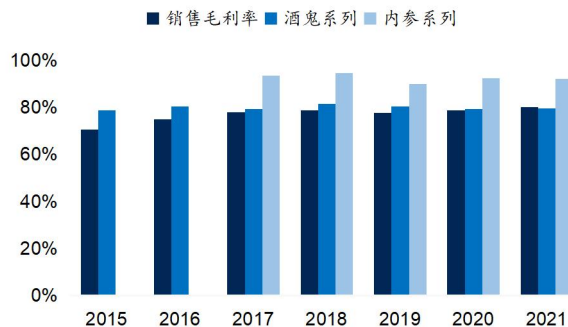


图8: 2015-2021 年公司毛利率稳中有升 (%)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

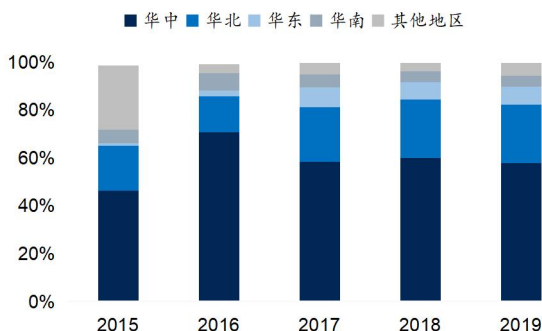
表2：公司产品展示

产品系列	产品定位	主打单品	零售价（元/瓶）
内参系列	高端	52 度内参大师版	3999
		52 度内参高尔夫版	2899
		52 度内参虎年生肖酒	2019
		54 度内参酒	1519
		52 度内参·纳祥瑞	1299
		52 度内参酒	1067
酒鬼系列	次高端	52 度紫坛贰拾（柔和）	538
		52 度红坛（20）	535
		52 度传承酒鬼	458
		52 度红坛（18）	400
		52 度黄坛	300
湘泉系列	中低端	52 度湘泉酒（湘聚）	145
		54 度湘泉盒优	55

资料来源：公司官网、京东商城、国信证券经济研究所分析师整理

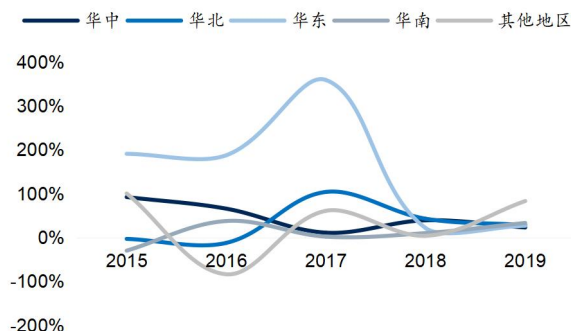
区域方面，公司以华中为大本营，向全国范围内铺开。目前华中和华北市场占公司收入的主要部分，2019 年华中、华北、华东、华南、其他地区市场收入占比分别为 58.22%（对应收入 9 亿元）、24.50%、7.35%、4.67%、5.25%。近年省外（非华中区域）占比明显上升。公司在省外的布局主要把握两条脉络，一条是精耕：如华北、山东、河南、广东，由公司主动精耕，推进渠道下沉；另一条是培育：如江苏、四川、湖北、安徽，主要依托当地大商的优质资源做市场。

图9：2015-2019 年公司分区域收入构成（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图10：2015-2019 年公司分区域收入增速（%）



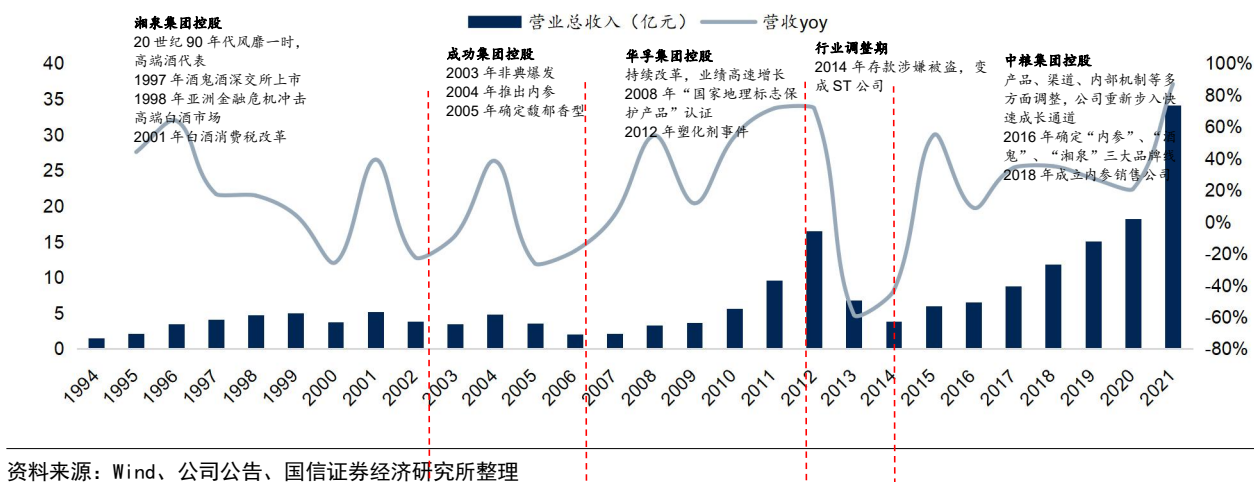
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

历史回顾：几经更迭，中粮入主后发展稳健

公司在过去的发展过程中，管理层几经更迭，频繁的人事变动导致经营战略难以贯彻、市场政策朝令夕改，严重打击了一线人员和经销商开拓市场的积极性。2014 年中粮集团入主后，公司管理层得以稳定，战略思路逐步理顺（如品牌端，2016 年确立“聚焦主导产品、打造核心大单品的”战略；渠道端，2018 年底内参销售公司成立，营销模式优化），改革措施贯彻落实，经销商信心提升，助推公司发

展重新走上快车道。

图 11: 1994-2021 年公司发展历程和营收变化



1997-2002 年，盛极一时，利润规模行业第二

上世纪 90 年代，酒鬼酒依靠文化行销，成功切入市场，又以极高的价格确立了“中国最贵的酒”的地位，风靡一时，成为湘酒代表。1985 年王锡炳创立酒鬼酒品牌，外包装由著名画家黄永玉设计。1993 年酒鬼酒定价 300+元/瓶，比当时的茅五剑三大名酒都要高，满足了“先富裕起来的那一部分人”对奢侈品的需求，在全国热卖，一瓶难求。1998 年公司利润规模仅次于五粮液，比贵州茅台还要高。公司在 2001 年达到鼎盛，收入规模 5.2 亿元。

但在 2001 年之后由于行业和自身战略因素影响，公司营收逐渐下滑，市场份额萎缩。具体而言：1) 1998 年亚洲金融危机后，高档酒市场萎缩，公司前期并购投资的企业全面亏损，造成资金压力巨大；2) 2001 年白酒行业消费税政策调整，由“从量计税”改为“从量+从价计税”，使得行业整体税负增加；3) 2003 年“非典”疫情爆发；3) 公司多元化激进扩张，品牌定位和营销等战略失当，盲目降价，后又放弃文化营销改走广告路线同时跟风 OEM 扩张品牌，对公司主流品牌酒鬼酒和湘泉酒的销售和市场开发造成了很大冲击。多重因素影响下，酒鬼酒距离茅五越来越远，在省外很多市场逐渐淡出视线。

图 12: 1997-2002 年公司与茅五收入对比（亿元）

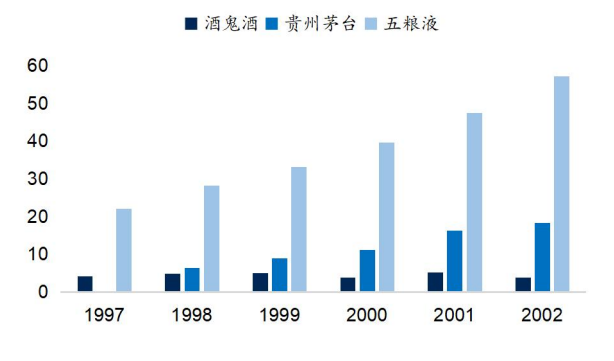
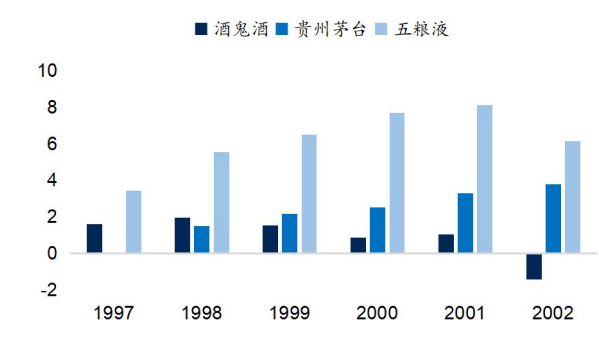


图 13: 1997-2002 年公司与茅五归母净利润对比（亿元）



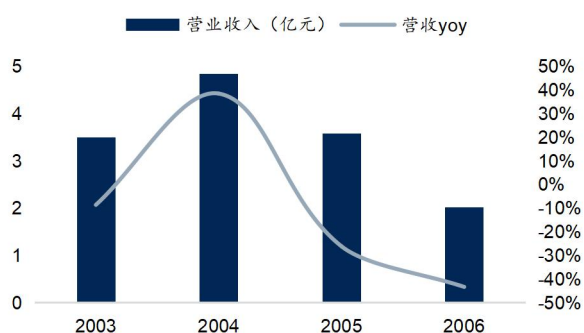
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

2003-2014 年，问题频发，生机恢复又陷困境

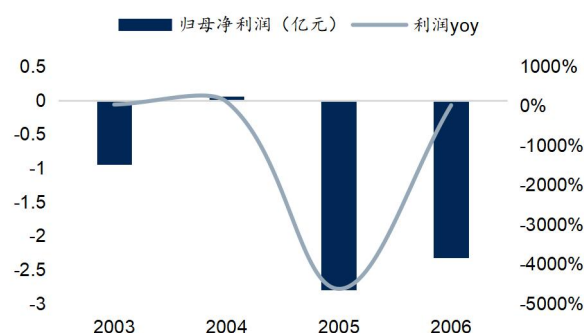
2003-2006 年，当时的控股股东成功集团抽逃资金致公司业绩亏损。2003 年成功集团受让公司 29.04% 股份，成为公司控股股东。虽 2004 年实现扭亏为盈，但 2005 年成功集团及其关联方抽逃公司 4.2 亿元，致使公司连续两年亏损。这几年，茅五愈加强势，国窖、水井坊等新生品牌迅速兴起，逐渐占据本土市场，公司却深受市场价格混乱、新品牌开发失败之害。公司虽在 2004 年开发了专供政务消费的高端品牌内参，但由于营销未做好，销售也未有亮眼表现。这一阶段，公司虽进行了改革，在产品整合和市场管理机制上进行了改善，但未取得显著成果。

图 14：2005-2006 年公司营收连续下滑（亿元）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

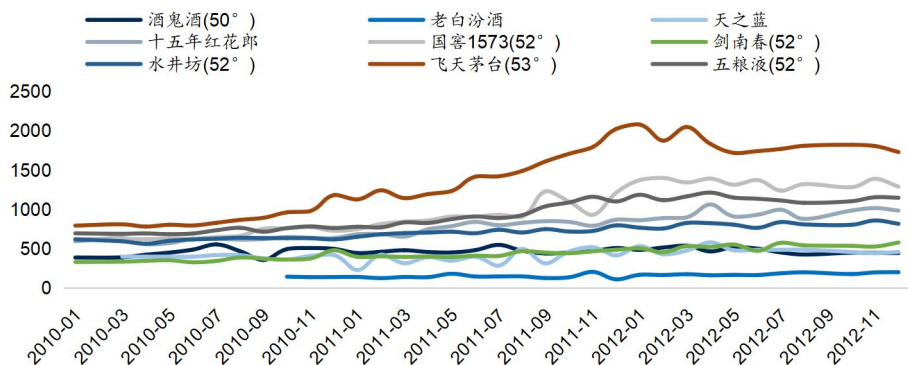
图 15：2005-2006 年公司连续亏损（亿元）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

2007-2012 年，中皇接手控股股东，公司内部经营开始逐步改善。2007 年华孚集团通过控股中皇入主酒鬼酒，利用自身渠道、资金、管理优势支持公司发展，并通过大刀阔斧的改革带来新局面。具体而言，1) 经营上，清理债务、剥离非酒业资产；2) 品牌上，首创馥郁香型，加大央视等广告投入；3) 渠道上，稳固湖南大本营，布局全国网点，同时借鉴老窖柒泉模式成立湖南销售公司与经销商一体化，并全面收回市场费用投放权；4) 组织上，将上市公司与控股股东“五分开”，并进行人事整合，请来了国家级调酒大师吴晓萍和原五粮液总经理徐可强等人才（这两位虽在公司仅做了一两年时间便离开，但也为公司带来了不少改变）。当时正值白酒行业黄金发展期，一系列改革举措推行下来，公司人事得以稳定、产品有所提升、营销得到改善，使得公司经营逐渐恢复。2010 年开始公司收入利润增长提速（有部分原因是上年基数低），2012 年公司业绩达到历史次高的 16.52 亿元，2007-2012 年收入 CAGR 为 50.87%，利润 CAGR 为 51.31%。

图16: 2010-2012 年酒鬼酒处于次高端价位 (元/瓶)



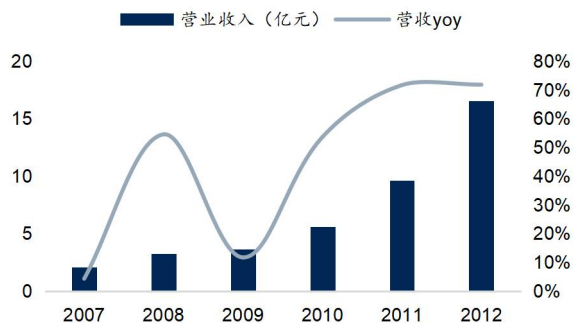
资料来源: iFind、国信证券经济研究所整理

表3: 2007-2012 年中皇入主后改革举措

改革方面	改革时间	改革核心	改革内容
人事层面	2007	国家级调酒师吴晓萍加盟	设计出新酒体, 使基酒和其他主要酒种的品质有了较大提升
	2009	原五粮液总经理徐可强加盟	在酒质、内部管理制度及市场营销等方面进行了调整
	2007	重启中低档湘泉品牌	在湖南省内复兴本地“湘泉”品牌
产品层面	2008	推出高端内参和洞藏子品牌	推出内参和洞藏子品牌, 定价在 1000 元/瓶以上
	2009	梳理产品线	缩减品牌数量, 目前产品线较为明朗, 超高端主打洞藏、内参, 中高端为酒鬼系列 (包括 50/52 度新酒鬼、封坛年份酒), 中低端为湘泉系列
	2010	提升酒质	改善酒质、重新设计包装, 2010 年 10 月重新调整湘泉系列口感, 2011 年 5 月新湘泉在吉首上市
营销层面	2010	在北京、广州推广内参	在北京联合经销商成立京糖酒鬼酒业有限公司运作内参酒, 在广州通过团购和意见领袖培育推广内参
	2012	销售网点下沉到县	湖南省内销售进一步下沉, 深入到县
	2010	建立 17 个营销片区	为拓展省外市场, 建立 17 个营销片区
组织层面	2010	成立湖南销售公司	酒鬼酒供销公司与湖南省骨干经销商共同出资成立湖南销售公司, 代替酒鬼酒销售公司在湖南省内的销售职责, 将公司与经销商利益捆绑
	2010	加强营销部门建设	成立总代理品牌管理部、出口部、内参事业部、湘泉事业部、基酒部等专门营销机构

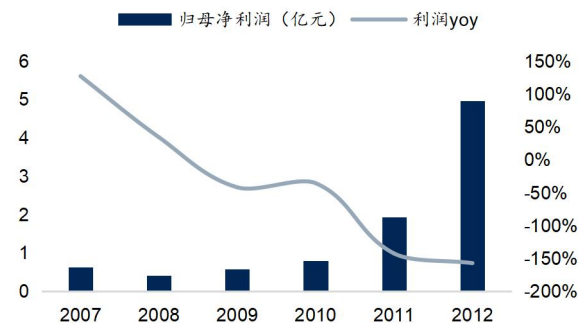
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所分析师整理

图17: 2007-2012 年公司收入逐年改善



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图18: 2007-2012 年公司利润稳步提升



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

2013-2014 年, 白酒行业深度调整, 公司在内外打击下业绩连年下滑。2012 年末公司爆发了“塑化剂”事件, 2014 年 1 月公司公告称 1 亿元存款涉嫌被盗, 相当

于 2013 年前三季度收入化为乌有。当时又逢国家限制“三公消费”后的行业低谷期，公司开始连年亏损，2014 年股票名称更名为“ST 酒鬼”。

2015 年-至今，中粮入主，全面革新再现生机

中粮入主以来，新任管理层稳定且富有革新精神，公司成长处于加速通道。2014 年中粮集团通过并入华孚集团间接控制公司 31% 的股权，成为公司的实际控制人。中粮入主后，派出了干部王浩担任董事长，2018 年初，中粮酒业新董事长上任。2018 年底，新任管理层开启渠道革新，成立内参销售公司。目前公司组建了以王浩为首，郑应南担任副董事长，郑轶担任副董事长、总经理的领导班子负责公司的管理和战略工作；此外，内参酒销售公司原总经理王哲 2020 年被提拔为公司销售总经理，负责品牌的建设和营销工作，并于 2021 年 10 月起任公司副总经理。2020 年集团对公司高管实施了“三年任期激励奖金”等多项激励计划，一方面激发了积极性，另一方面也稳定了管理团队。新任管理层主导下，公司在产品、渠道、内部机制等多方面进行了调整，品牌力得以回升，省内外销售加速扩张，公司重新步入快速成长通道。2015-2021 年，公司营收和利润加速增长，CAGR 分别为 28.2%/39.1%；同时得益于产品结构优化，净利率从 12.35% 提升至 26.2%。

表 4: 公司现任核心管理层介绍

姓名	年龄	职务	过往履历
王浩	57	董事长	1990 年 10 月加入中粮集团，2006 年 1 月任集团财务部副总监，2013 年兼任中粮财务公司总经理，2016 年 7 月任集团审计与法律风控部总监，2017 年 12 月任中粮酒业董事长、党委书记。内控方面经验丰富。
郑应南	66	副董事长	在多个领域拥有丰富的投资经验。现任香港皇权集团主席、中皇有限公司副董事长。
郑轶	45	副董事长、总经理	2001 年 8 月加入中粮集团，先后就职于集团法律咨询部、法律部合同与公司法部，2016 年 10 月至 2021 年 8 月任中粮酒业副总经理。法务经验丰富。
李文生	55	副总经理	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 年始曾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、董事会秘书等职务。
王哲	46	副总经理兼销售管理中心总经理	2011 年 7 月加入酒鬼酒公司，历任酒鬼酒销售有限公司冀北大区经理、冀南大区经理、京津冀大区销售总监等职务，2020 年 4 月至 2021 年 9 月任本公司销售管理中心总经理。
胡晓熹	44	副总经理	2005 年 7 月加入中粮，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。
赵春雷	47	财务总监	2006 年 8 月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，2019 年 5 月至 2021 年 1 月，任中粮糖业销售二部财务部经理，2021 年 1 月至 2022 年 5 月，任中粮糖业销售二部总经理助理。

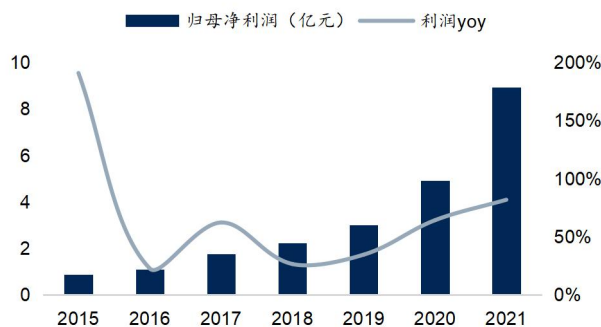
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师整理

图 19: 2015-2021 年公司收入稳健增长



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 20: 2015-2021 年公司归母净利润稳步增长



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表5: 2014 年中粮入主至今公司的改革举措

改革方面	改革时间	改革核心	改革内容
品牌改革	2016	调整品牌战略	确立了“聚焦主导产品，打造核心大单品”的品牌战略
	2016	加大品牌营销力度	成为央视、博览会等官方栏目和大型活动的合作伙伴
	2016	开始国宴营销	成为高规格国际性会议的国宴用酒
	2017	重新采取文化营销	开展品鉴顾问、品鉴会、品鉴酒“三品工程”
	2021	坚持品牌赋能	携手央视品牌、文化名人等，实施高端化、圈层化品牌发展策略
产品改革	2017	精简 SKU，聚焦三大战略单品	压缩中低端，削减开发产品，确立内参酒、红坛酒鬼酒、传承酒鬼酒三大战略单品的地位
	2018	资源重心向中高端以上倾斜	资源向酒鬼、内参等中高端以上产品重点倾斜
	2022	强化大单品战略	推进产品结构升级，减少低效 SKU，推进大单品战略
	2016	省内下沉和省外打造重点	湖南大本营市场销售渠道全面下沉，省外重点开发地级市
渠道改革	2018	省内成立内参销售公司	“控货、稳价、提价”、组建内参名人堂
	2019	省内和省外市场分开运作	“红坛 20”和“传承酒鬼酒”专供省外，“红坛 18”和“紫坛”专供省内
	2019	文化传播吸引省外大商	举办内参白酒价值研讨会吸引大商参与内参酒运营
	2021	渠道创新与深耕并举	深耕基地突破高地，持续推进特色渠道创新，组建新零售业务发展部
	2016	强化预算管理	精细化管控费用项目，推进信息化建设，提升运营效率
组织改革	2019	组织架构调整	形成“综合管理、供应链管理、品牌管理、酒鬼销售管理、内参销售管理”五大中心
	2020	加强高管激励	实施三年任期激励奖金计划，激发管理层积极性
	2022	成立单品业务推广部	成立红坛业务推广部、54 度酒鬼酒业务推广部，推动大单品打造

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析师整理

发展亮点：品牌价值提升，全国化稳步推进

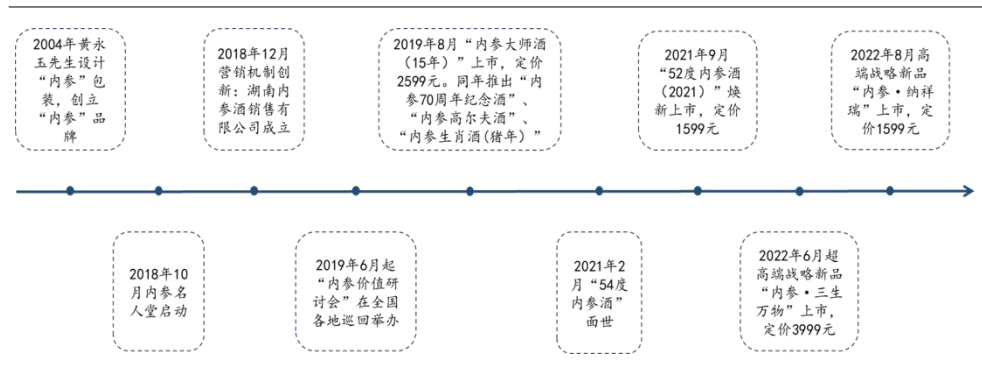
自中粮入主开启全面改革以来，管理层稳定，公司发展战略清晰，产品结构也不断优化，助推公司规模及利润率稳步提升。目前来看，曾经困扰公司发展的三大问题（管理层频繁更迭、产品结构臃肿、终端渠道掌控不足）均得到了有效解决，多重改善共振带来量与质的提升。当下，公司品牌势能不断提升，发展步伐稳健。

品牌：香型和文化酒定位有差异化优势，品牌势能稳步提升

差异化的馥郁香型和文化名酒的定位是公司走高端化、全国化之路的核心保障。文化价值是白酒品牌走向高端的必要条件。酒鬼酒和内参酒是国内最早动用文化营销的白酒品牌，1980 年代公司利用名人和文化效应强化名酒定位，在中国白酒史上率先完整的塑造了文化酒的形象。独特的包装和名称，加上过硬的品质支撑，为 1990 年代酒鬼酒打开市场提供了很大助力。同时，公司将白酒产业与湘西旅游和文化产业相结合，极力营造湘西文化产业大概念，酒鬼酒成为湘西的四张文化名片之一。2018 年 10 月公司重启文化大战略，定位第一文化白酒品牌，在营销方面越发注重与文化深度结合。此外，馥郁香型工艺还被列为湖南省非物质文化遗产并入选国家香型标准，为公司的酒文化宣传提供了官方背书。

内参以文化营销作为突破口，通过圈层营销培育核心消费者。近几年公司通过广告投放、电视节目冠名、重大事件营销、高端价值研讨会等方式不断强化内参品牌的氛围和热度，同时通过打造定位高端人群的圈层营销平台内参名人堂、开展“内参酒价值研讨会”、“高尔夫圈层”等活动精准定位目标消费群，持续输出品牌文化价值，有效提升了品牌知名度与影响力。2020 年内参酒被评为“华樽杯中国四大高端文化白酒品牌”。

图 21：内参品牌发展大事记



资料来源：糖酒网、酒业家、国信证券经济研究所整理

图 22：酒鬼酒“内参·三生万物诗酒幻境”活动



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图 23：酒鬼酒独家冠名中国首档世遗揭秘互动纪实节目



资料来源：光明网、国信证券经济研究所整理

内参在高端白酒市场崭露头角，成长势能持续强化

内参近些年收入快速增长，营收占比不断提升，在高端酒市场已具备一定竞争力。近几年，公司持续完善内参系列的产品布局，目前内参系列产品结构以 52 度内参酒为千元价格带核心大单品，以 54 度内参酒、内参大师、高尔夫版、三生万物等文创酒作为超高端产品助力高端化布局。内参过去在湖南省内已具有一定的消费基础，2018 年底内参销售公司的建立助推内参市场份额快速提升，2019-2021 年内参营收增速分别为 35%/73%/81%。内参的营收占比也从 2018 年的 20%左右提升至 2021 年的 30%左右，其中内参省外营收占比在 2021 年已经超过 50%。预计未来内参营收占比及其省外营收占比有望进一步提升。

- **52 度内参：**是公司战略级的核心大单品，使用 8 年基酒勾调而成，定价 1499 元/瓶，产品主要风格特点为“雅、韵、柔”，2021 年 9 月焕新上市。一直以来，52 度内参都是公司高端化的重要一环，获公司重点资源倾斜，单品营收占内参系列的比重约 70-80%。
- **54 度内参：**是内参在湖南省外市场的主推产品。54 度是馥郁型白酒的经典度数，为重塑经典，54 度内参于 2022 年 5 月重新回归市场，定价 1599 元/瓶。54 度内参与浓香、酱香的标准度数错开，赋予产品一定的独特性，既能迎合具备不同口感偏好的消费者的需求，也能助力公司实现省内外产品的区隔，减少窜货和乱价风险，稳固渠道价值链。

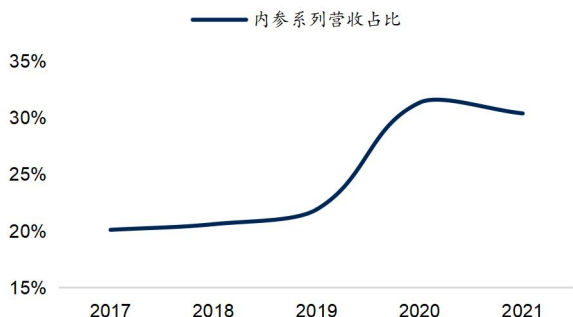
- **内参·纳祥瑞**：是公司面向宴席市场推出的高端战略产品，2022年8月上市，定价1599元/瓶，主要发力婚宴、寿宴、感恩宴、送礼等喜庆消费场景。纳祥瑞采取团购商配额制，在合理库存基础上分批发货，并且更注重面向核心消费者的品鉴会和回厂游，有效助力消费者对内参文化的深度体验。
- **文创酒**：是公司超高端价格带的战略产品，均使用8年以上的基酒勾调而成。目前主要产品包括：高尔夫酒（2019年10月推出，定价2999元/瓶）、生肖纪念酒（2019年11月推出，鼠年定价1999元/瓶）、三生万物（2022年6月推出，定价3999元/盒）。近年来，公司紧跟“文创酒”和“老酒概念”热潮，联动热门文化IP，积极研发推出文创产品；既能助力公司提升品牌价值，也能提升渠道利润。目前文创酒营收占内参系列的比重约10%-15%。

表6：内参定位高端，对标茅五泸

品牌	产品	批价（元/瓶）	终端零售价指导价（元/瓶）
酒鬼酒	52° 500ml 内参大师版	-	3098
	54° 500ml 内参酒	-	1499
贵州茅台	52° 500ml 内参酒	800	1349
	53° 500ml 飞天茅台	2750	1499
五粮液	52° 500ml 第八代普五	960	1499
泸州老窖	52° 500ml 国窖1573·经典装	900	1499

资料来源：京东、今日酒价、国信证券经济研究所整理

图24：内参系列收入占比较往年大幅提升



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

图25：2018年起内参收入增速基本保持领先



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

酒鬼系列不断梳理产品结构，近年稳步放量

产品体系持续精简，重点打造红坛、传承大单品，着重发力次高端价位市场。酒鬼系列产品覆盖中高端和次高端全价位。在多年沉浮中，公司也意识到产品聚焦对于酒类企业成功的重要性，一直不断精简产品线，产品数量从2015年的400多个缩减到了2019年的85个以内。目前，酒鬼系列以价格在500-800元的紫坛、红坛（18）、红坛（20）、传承为核心产品，主要发力次高端白酒市场。为了更好地管控窜货、梳理渠道价盘、提升渠道利润，公司在省内外主推不同的产品以形成区隔，如紫坛和红坛（18）专供湖南省省内市场，而红坛（20）和传承则专供省外市场。当下，公司将红坛酒鬼作为引领品牌战略方向的大单品，将传承酒鬼作为省外重点打造的销量大单品。2022年公司成立了红坛业务部，意在通过专业化、独立的运作推动“红坛”的全国化布局 and 动销。

受益于产品结构调整和市场布局优化，2021 年酒鬼系列营收增长显著提速。近年来酒鬼系列不断推进产品迭代升级，随着低价老版的产品库存逐渐消化，红坛等大单品的价盘逐渐坚挺。渠道的清理和市场布局的优化也带来了产品动销的加速。2021 年酒鬼系列营收增速高达 89%（2019/2020 年酒鬼系列营收增速为 28%/1%），环比显著提速。2022 年公司提出壮大腰部大单品。腰部价位市场竞争颇为激烈，全国名酒和地产酒都在参与竞争。公司腰部产品的发展核心是要依托内参的价值打造，通过内参品牌高度的提升，拉动腰部产品的价格上移。在内参高端品牌的拉力下，近年酒鬼系列的品牌知名度也逐渐提升，对酒鬼系列销售增长提供助力。

表 7：酒鬼系列主要单品一览

定位	产品	零售价（元/瓶）
核心品	省内经销 52° 500ml 紫坛贰拾（柔和）	538
	省外经销 52° 500ml 红坛（20）	535
	省内经销 52° 500ml 红坛（18）	400
	省外经销 52° 500ml 传承	458
	52° 500ml 酒鬼酒（透明装）	438
非核心品	52° 500ml 黄坛	300
	52° 500ml 内品酒	198

资料来源：酒鬼酒官方商城、国信证券经济研究所整理

表 8：酒鬼酒产品战略清晰史

时间	产品战略
2014 年	升级完善湘泉系列产品，积极中低档产品的营销布局和市场拓展
2015 年	重点产品与基础产品相结合，以重点产品提升盈利能力，以基础产品提高市场占有率
2016 年	大幅减少买断产品，停止新开发贴牌产品，强化自营主导产品，培育核心战略大单品，明确产品价格占位
2017 年	强化产品聚焦，全国性战略单品内参酒、高度柔和红坛酒鬼酒初步形成
2018 年	突出战略单品，全力聚焦内参酒、酒鬼酒红坛、酒鬼酒传承三大战略单品；优化产品结构，持续梳理和优化产品线
2019 年	继续聚焦三大战略单品，稳步推进“内参酒”稳价增量、“酒鬼酒”量价齐升、“湘泉酒”增品增量的三大核心策略，进一步梳理优化产品线
2020 年	优化产品结构，停止麻袋瓶包销类产品开发，清晰产品主线。稳步推进三大核心策略。打造覆盖白酒主流价格带的全国核心大单品
2021 年	坚持品牌赋能，实施高端化、圈层化品牌发展策略

资料来源：公司年报、国信证券经济研究所分析师整理

渠道：创新内参模式，省内优商、省外扶商，持续优化布局

2018 年底内参销售公司的建立和内参品牌独立运作是公司发展的转折点。内参作为公司的战略重心，近年来公司围绕内参采取了一系列打法。2015 年公司采取平台商和直营商相结合的方式销售内参酒，通过优质团购资源打开省外市场。随后公司又开拓了电商、KA 卖场等渠道。2018 年公司调整组织架构时，专门成立了内参销售管理中心；同年内参系列销售收入达到 2.4 亿元，2016-2018 年 CAGR 为 28%。为了进一步加速内参品牌全国化进程，公司设立了内参销售公司，构建厂商价值一体化模式，独立运作内参品牌。

内参模式大幅提升了内参酒的渠道运作能力，为内参品牌全国化和营收增长带来新突破。内参销售公司于 2018 年 12 月由全国 30 多位高端白酒亿级大商出资成立，后续又陆续吸纳了部分经销商，目前一共有 42 位股东经销商。内参销售公司全部由经销商持股，酒鬼酒公司虽不持有股权，但在决策层面仍扮演重要角色，通过厂商费用共担的形式，将厂商利益牢牢绑定在一起，极大地调动了经销商的销售

积极性。2021 年内参系列销售收入达到 10.3 亿元，2018-2021 年 CAGR 为 62%。

图 26: 2016-2021 年内参系列营收变化



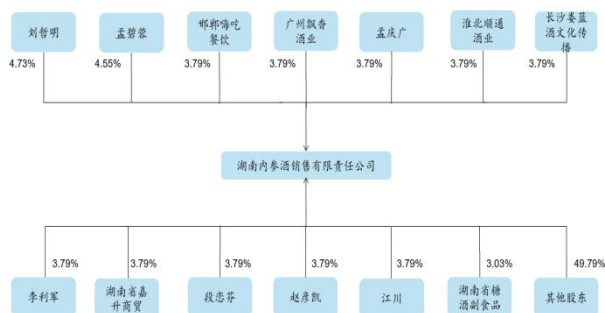
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

内参销售公司借鉴了泸州老窖的柒泉模式。2006 年泸州老窖在行业首创柒泉模式，通过深度绑定经销商实现了营收增长。**内参模式与柒泉模式的异同主要包括：**

1、相同点：1) **优秀经销商入股组建公司**，酒企与经销商成为利益共同体，充分激发经销商积极性，保障渠道稳定，利于市场扩张；2) **销售公司独立运营**，上市公司拥有话语权但并不参股控股，可避开国企审批制度的约束，能有效提高决策灵活性；3) **具有相似的利益链条**。

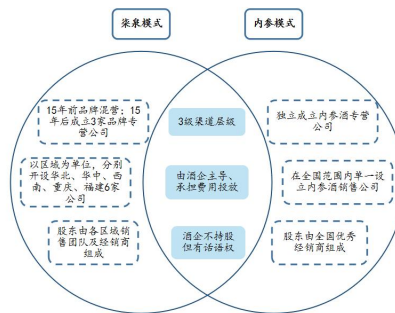
2、不同点：1) **内参模式以全国为一体**，不同于柒泉模式下分区域设立销售公司，前者整体性更强，有助于避免窜货的发生；2) **内参模式推行品牌专营策略**，不同于柒泉的品牌混营模式，前者渠道更扁平，资源聚焦单一品牌，更契合大单品战略。

图 27: 内参销售公司股权结构



资料来源: 企查查、国信证券经济研究所整理

图 28: 内参模式与柒泉模式对比



资料来源: 酒业家、国信证券经济研究所整理

近年来公司持续深耕渠道，省内优商、省外扶商，渠道布局逐渐完善。2015 年开始，公司坚持省内、省外两手抓，不断开拓市场。2017 年，公司主导产品基本实现湖南省内县级市场陈列全覆盖。2018 年，公司将全国市场细分为核心、战略、重点、发展市场，资源聚焦湖南根据地核心市场以及京津冀、山东、河南、广东、华东、华中等战略市场；同年，核心市场和战略市场的终端核心店大幅增加，河北、山东实现地级市全覆盖。2019 年，战略市场中的地级市场、核心市场中的县级市场基本实现产品全覆盖。2020 年，公司提出省内优商、省外扶商计划，加强厂商合作，全国省会级城市覆盖率达到 97%，地级城市覆盖率提高至 62%。2021 年，公司 1000 万级别大商增长 24 家，500 万以上优商增加 125 个；核心终端数

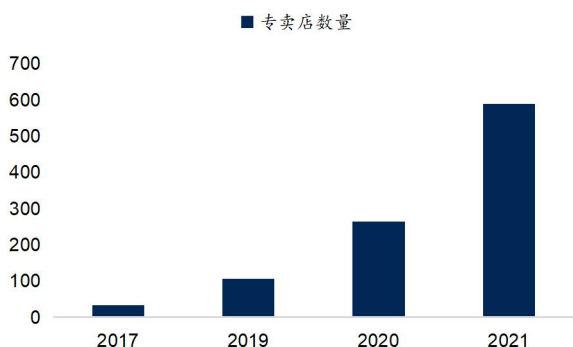
量同比提升 233%，门店年周转次数同比提升 93%，门店单店产出 10 万+。

表9：酒鬼酒渠道策略变迁史

时间	渠道策略
2015 年	坚持“省内重点做”与“省外做重点”的市场方针。集中优势资源，巩固湖南根据地的基础地位
2016 年	一、省内纵向延伸，重点下沉县级市场；二、省外横向拓展，重点布局地级市场；三、开拓核心店，抢占终端；四、稳固传统渠道，开发新渠道
2017 年	一、聚焦湖南市场，精耕细作，做实做透；二、拓展省外市场，打造重点，建立样板；三、开拓新型渠道，突破线上，发展特渠；四、开展消费者活动，贴近终端，注重体验
2018 年	一、聚焦核心市场、战略市场；二、推进渠道扁平化，重心向低线城市下沉；三、强化掌控终端
2019 年	一、经销商成立内参销售公司，推进“内参”品牌公司化、全国化运作；二、推进“酒鬼”品牌深耕湖南市场、布局省外重点市场；三、加强市场终端建设，从“品牌贸易型”向“终端服务型”深度转型；四、拓展新零售业务
2020 年	一、省内模式创新和一地一策实现客户快速布局；二、省外提高核心终端覆盖；三、快速构建专卖店体系，优化专卖店形象；四、促进全国招商布局，大力推进厂商一体
2021 年	一、坚持深耕基地市场，突破高地市场，加快推进全国化布局；二、坚定不移推进终端建设，夯实渠道基本盘；三、持续推进特色渠道创新模式，增加专卖店数量，组建新零售业务发展部

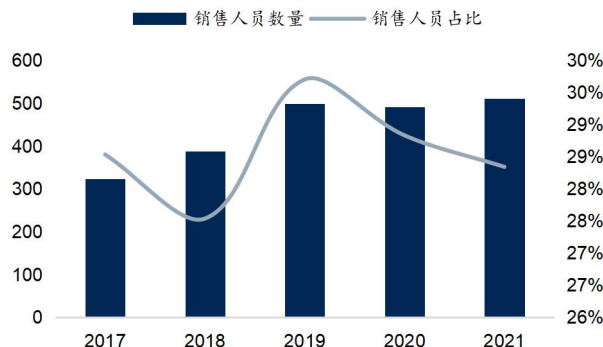
资料来源：公司年报、国信证券经济研究所分析师整理

图29：2017 年之后公司专卖店数量大幅增长



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

图30：2017 年之后公司销售人员数量快速扩充



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

区域：湘冀鲁豫深度下沉，北上广等地强化圈层营销

内参仍处在全国化开拓进程，湖南省内继续深耕，省外全国化稳步推进

内参在湖南区域地市级市场布局已稳，未来继续县乡镇市场深耕，加强终端建设。湖南市场 2021 年内参销售体量约 9 亿元，接近国窖 1573 的体量，与五粮液的体量亦相差不远。目前内参在湖南省内基本实现了全区域布局，但对标五粮液和国窖，虽然内参在省内的地市级市场的布局基本完善，也具备较强的品牌和渠道基础，但在县乡镇市场的品牌和渠道基础尚浅，消费者认知度也还有较大提升空间。

省外仍在开拓进程中，京津冀、河南、山东是核心战略市场。2019 年内参在北京、华北、中原、华南成立了四个省外战区，重点拓展团购渠道。近年，公司在省外结合不同市场的发展程度，相机选择销售模式，在布局相对完善、销售基础较好、市场相对成熟的区域，以直控的形式精耕细作，扁平化覆盖；在市场基础尚浅、没有销售根基的市场，联合大商以平台模式选点开拓，以点带面。

1) 内参核心战略市场为京津冀、河南、山东。在战略市场，公司在和优商大商合作之余，主动精耕细作，配备较多销售人员推进渠道下沉，目前战略市场中的地

级市场已基本实现产品全覆盖，且已初步打造成内参放量的重点区域。

- 华北：华北是内参的重点市场，其中河北是核心市场。大股东中粮集团总部位于北京，其央企资源可为华北地区的品牌推广提供支持，内参的品牌曝光度也因此较高。2021 年华北区域发展了 30 多位优商大商，内参销售额超过 1 亿，未来内参在华北的品牌知名度和消费者接受度有望不断提升。
 - 北京：中粮影响力较强，可提供资源支持，内参借力多次登上国宴等重要场合，利于提升品牌知名度；此外，公司和北京糖酒合作开拓市场。
 - 河北：近年来，冀酒企业的高端失守和战略性市场收缩，给了外来名酒发展机会。河北偏好低度酒，公司采用“优商+大商+专卖店”的模式，针对当地消费者的习惯投入低度产品进行精细化营销，其中邯郸和冀南是公司重点打造的市场。

- 河南：河南白酒市场包容性和流通性强，酱酒占半壁江山，对馥郁香接受良好。河南市场是公司省外市场中仅次于华北的第二大市场，品牌基础较好。2021 年河南内参销售额突破 1 亿。

- 山东：中粮在山东可提供渠道资源的支持。2021 年山东内参销售额超过 1 亿。

2) 内参重点培育市场为华东（包括江浙沪皖）、广东。在培育市场，公司主要依托省代/大商/平台商的优质资源拓展市场。

- 广东：广东经济较为发达，外来湖南人口较多，消费水平相对较高。广东人偏好酱酒，对内参这样口味较重的白酒接受度良好，内参有望依托来自湖南的商务群体辐射更多消费人群。2021 年广东内参销售额接近 1 亿。

3) 内参薄弱机会市场为四川、湖北、西北、东北等。在薄弱市场，公司持续推进招商布局。

图 31：内参区域市场划分



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

图 32：内参细分市场运作情况

地区	运作模式	招商布局和销售进展	市场特性和内参成长潜力
湖南	扁平化	动销稳中向好	大本营市场，有政策支持，内参独立运作后品牌知名度和市场份额快速提升，目前已接近国窖销售体量
京津冀	精耕细作	已经初步形成动销	背靠中粮，央企资源为品牌背书；内参品牌曝光度较高，品牌力和消费者接受度有望不断提升，渠道层面公司在北京地区与京糖
河南	精耕细作	已经初步形成动销	河南市场包容和流通性强，对馥郁香接受良好，是省外仅次于华北的第二大市场，品牌基础好
山东	精耕细作	已经初步形成动销	中粮渠道资源丰富，积极帮助酒鬼酒对接经销商，消费者对酒鬼系列接受度高，8 家“麓郁会”深化品牌价值
广东	精耕细作	已经初步形成动销	偏好酱酒，消费水平高，来自湖南的商务群体基础良好，有望依托湘情辐射更多人群
江苏、安徽、四川、湖北等	与平台商合作，主抓核心城市	动销情况待观察	主要依托省代，大商，平台商的优质资源加速拓展，公司参与相对较少
西南、西北	与平台商合作，主抓核心城市	处于招商布局阶段	地产酒强势，市场份额较小，厂家费用支持大，酒鬼系列单品利润高

资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

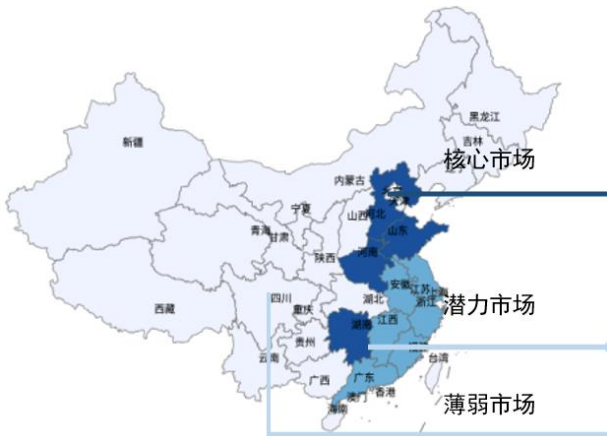
酒鬼系列全国化尚未进入纵深阶段，仍有较大深耕和下沉空间

酒鬼系列在省外布局市场相较内参更早，已打下一定的市场基础，在消费者心目中建立了一定的知名度和熟悉感。北京、河北、河南、湖南、广东是酒鬼酒前几大市场，其中华北市场一直是酒鬼酒的重点市场，公司布局较早，2011 年就成立了北方营销中心；从对公司收入贡献来看，华北市场长期排在第二位，仅次于湖

南市场。2019 年酒鬼系列确立了以华北（京津冀、山东、河南）为战略市场，以华东、广东为重点市场，其他省份为机会市场的战略；2021 年公司提出京津冀、河南、山东、广东是未来的样板市场。2021 年，酒鬼系列收入省内占比约 30%，后续增量空间主要来源于省外。

充足的渠道利润、灵活的市场政策、厂商一体化等模式支撑酒鬼系列不断推进全国化布局。一方面，酒鬼系列覆盖 200-800 元价格带，对标同价位的竞品，渠道利润有一定的优势，对终端有一定的吸引力从而强化了渠道推力。另一方面，公司在酒鬼系列上也给予了充分的市场支持，不断加强终端和消费者培育，强化消费氛围。此外，公司在省外与大商、优商合作（如江浙采用平台商模式），借助经销商资源开拓市场，同时不断强化终端掌控力（与经销商和核心终端三方签约）。未来，在河南等优势市场不断推进渠道扁平化、在华东等潜力市场推进以点带面，是酒鬼系列成长的两个核心方向。

图 33：酒鬼系列区域市场划分



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

图 34：酒鬼系列细分市场运作情况

地区	运作模式	招商布局和市场动销进展	市场特性和酒鬼成长潜力
湖南	扁平化	动销稳中向好	大本营市场，有政府支持，品牌地位突出、市场基础扎实、初显规模效应
京津冀	精耕细作	已经初步形成动销	中粮支持下多次登上国宴等重要场合，品牌曝光度高，本地地产酒弱势，河北市场布局相对较早
河南	精耕细作	已经初步形成动销	河南市场开放性高，消费者愿意尝试差异化产品，且白酒流通市场发达，酒商众多，河南是公司省外第二大市场
山东	精耕细作	已经初步形成动销	90年代山东酒鬼曾有近1亿元的销售体量，消费基础较好；山东和湘西是东西部扶贫对口省份，中粮渠道资源丰富，积极帮助酒鬼对接经销商，消费者对酒鬼系列接受度高
广东	精耕细作	已经初步形成动销	消费水平高，来自湖南的商务群体基础良好；内参品牌对酒鬼消费也有一定助力
华东	与平台商合作，主抓核心城市	2021年经销商已经达到206家，动销情况尚待观察	华东已形成战略联盟，单独给予的费用支持，有望通过集中力量实现销售量的突破
西南/西北	与平台商合作，主抓核心城市	处于招商布局阶段	地产酒强势，市场份额较小，厂家费用支持大，酒鬼系列单品利润高

资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

成长展望：受益价格带扩容，量价齐升可期

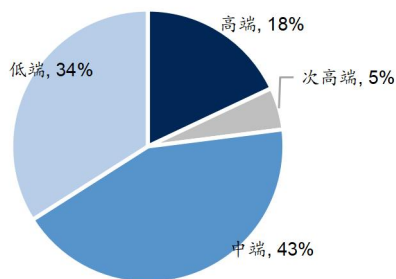
次高端及以上价格带持续扩容，利好内参和酒鬼系列发展

高端酒消费基础坚实，仍处在稳定扩容趋势中。一方面，高端酒需求具有一定的刚性属性，主要因高端酒消费多集中在高端政商务宴请、送礼等场景，消费者在浓厚的白酒社交文化氛围下出于社交、办事、做生意等考虑对高端酒有较强需求。另一方面，随着居民收入和消费水平提升，高端酒的消费人群基数在逐渐扩大；高端酒消费者主要是中产阶级及以上人群，根据经济学人智库在《中国消费者 2030 年面貌前瞻》报告中的数据，2015-2030 年我国中产阶级及以上人群复合增速预计达 8.99%。

我们测算 2025 年高端酒市场规模有望达到 2172 亿元，CAGR5 为 14%。未来 3 年，考虑居民收入稳步提升以及消费升级趋势延续，我们预计高端白酒会继续量价齐升。据前瞻产业研究院估算，2019 年高端白酒占白酒行业总规模的 18%，对应规模约 1011 亿元，其中茅台酒占比约 75%，对高端白酒扩容起主要影响，因此可以通过估算茅台酒的销售规模来推测高端白酒的规模变化。①量：考虑茅台酒基酒到成品酒的转化一般需要 5 年时间且转化率在 85%左右，根据 2021 年茅台酒基酒

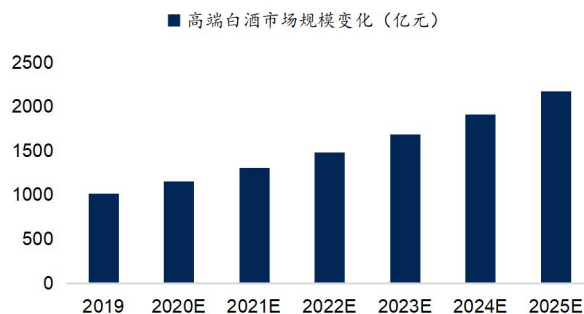
产量 5.6 万吨，我们测算 2025 年茅台酒销量可达 4.8 万吨，2021-2025 年销量 CAGR 为 7%。②价：2016-2021 年茅台酒吨价从 160 万吨上涨到 258 万吨，CAGR5 为 10%；我们认为在居民收入提升和消费升级趋势延续下，茅台酒未来仍有提价空间，预计茅台酒 2021-2025 年吨价 CAGR 为 6%。③收入：我们假设 2020-2025 年高端白酒市场的量价增长速度与茅台酒一致，则 2025 年高端白酒市场规模将达到 2172 亿元，CAGR5 为 14%。

图 35：2019 年各档次白酒市场份额



资料来源：前瞻产业研究院、国信证券经济研究所整理

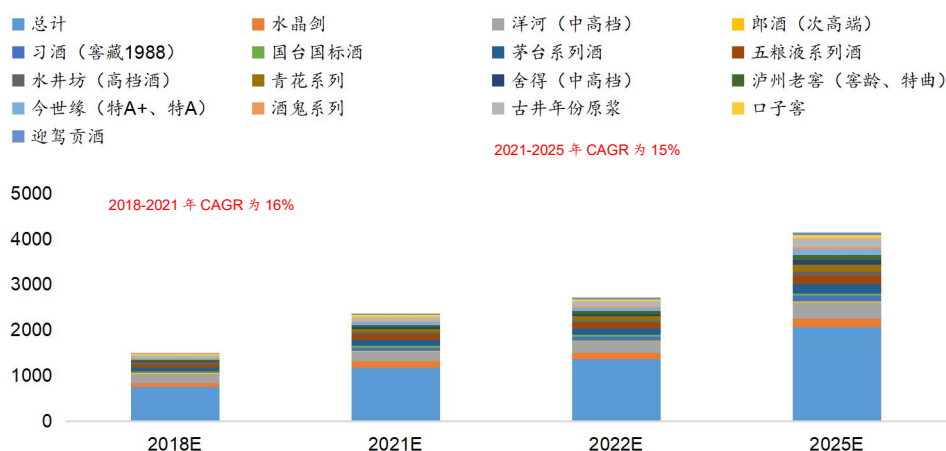
图 36：2019-2025 年高端白酒市场规模变化及展望



资料来源：前瞻产业研究院、国信证券经济研究所预测

次高端酒市场有望持续扩容，未来仍有较大成长空间。2016 年以来，随着居民消费能力提升，大众消费升级助推白酒次高端价格带持续扩容。我们统计了主流次高端白酒 2018-2022 年的营收情况，次高端白酒营收规模从 2018 年约 753 亿元提升至 2022 年约 1357 亿元，对应 CAGR 约 16%。考虑到近年疫情对宴席和聚饮等场景的影响，次高端白酒消费受到一定抑制，真实市场容量或更高一些。我们认为居民收入提升和大众消费升级这两个次高端白酒价格带扩容的根本动力并未改变，随着疫情对白酒消费的影响逐渐减弱，未来几年次高端价格带的规模仍有望保持稳健增长。我们参考次高端白酒品牌过去 5 年各自的增长情况和当前的基本盘情况，对每个品牌未来 3 年的增速做出了假设和预判，由此我们预计 2025 年整体次高端白酒营收规模有望达到 2072 亿元，对应 2022-2025 年 CAGR 为 15%。

图 37：2018-2025 年次高端白酒市场规模测算（亿元）

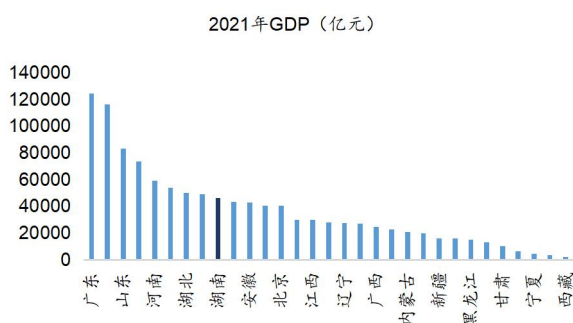


资料来源：中国产业信息网、Wind、国信证券经济研究所测算

公司在湖南省内深耕下沉仍有较大空间，省外加快全国化布局

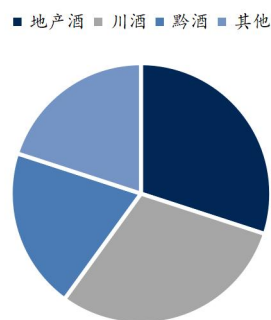
湖南白酒市场竞争格局分散，地产酒市场份额仅有 30%，酒鬼酒市占率有进一步提升空间。湖南省经济较为发达，2021 年 GDP 达 4.6 万亿元，同比增长 7.7%，GDP 体量排名全国第九。同时，湖南也是白酒消费大省，《中国酒业流通行业白皮书（2020）》数据显示，湖南省人均白酒消费约 10 公斤，稳定在全国前三，2019 年白酒流通规模约 184 亿元（批发口径），2017-2019 年 CAGR 为 5.6%。湖南市场因白酒需求旺盛，吸引了大量的外地品牌进入，形成了分散的竞争格局，以五粮液、泸州老窖为代表的川酒和以贵州茅台、习酒为代表的黔酒分别占据 30% 和 20% 左右的市场份额，而本土白酒品牌的市场份额仅有 30%。在居民收入提升和消费升级的大趋势下，湖南白酒的消费潜力有望进一步释放。同时，近年白酒消费品牌化趋势愈发明显，公司作为湖南地产酒龙头有望受益名酒集中化的消费趋势，市占率有进一步的提升空间。

图 38：湖南省经济发展水平靠前



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

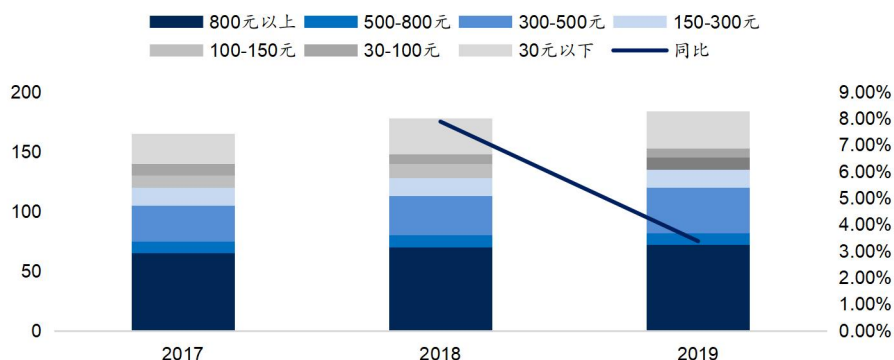
图 39：2019 年湖南省地产酒市场份额仅有 30%



资料来源：《中国酒业流通行业白皮书（2020）》、国信证券经济研究所整理

分价格带看湖南白酒竞争格局和市场规模：1) **高端酒：**近年湖南省 800 元以上的高端酒持续扩容，主要品牌有茅五泸与内参，竞争格局稳固，2019 年市场规模约 72 亿元。2) **次高端酒：**300-800 元的次高端酒竞争尤为激烈，2019 年市场规模约 48 亿元，其中 300-500 元价位带是主销价位带，约占次高端市场容量的 80%；除了湘窖、酒鬼等本地品牌，剑南春、水井坊、洋河等全国性名酒和舍得、郎酒、习酒等省级龙头也纷纷入局。3) **中低端酒：**2019 年 300 元以下中低端酒规模约 64 亿元，其中 30 元以下的小酒占比近 50%，对应规模约 31 亿元。

图 40：2017-2019 年湖南省白酒流通规模（亿元）



资料来源：《中国酒业流通行业白皮书（2020）》、国信证券经济研究所整理

表10：湖南省白酒各价位带主流产品

价位段	主要品牌	主要单品	批价（元）	终端成交价（元）
高端 (800元以上)	茅台	飞天茅台	2650	1499
	五粮液	八代普五	965	1299
	泸州老窖	国窖 1573	900	1229
	酒鬼酒	内参	780	1067
	剑南春	水晶剑	410	459
次高端 (300-800元)	湘窖	红钻	375	499
	水井坊	臻酿八号	310	386
	酒鬼酒	红坛	310	400
	洋河	天之蓝	296	344
	泸州老窖	老字号特曲	245	343
中低端 (300元以下)	洋河	海之蓝	135	175
	郎酒	郎牌特曲 T8	115	205
	开口笑	开口笑 9 年陈酿	75	110
	白云边	白云边 5 星陈酿	80	109

资料来源：京东、今日酒价、国信证券经济研究所整理

对标其他区域龙头酒企，公司在省内营收和市占率有较大提升空间。作为湖南省唯一上市的酒企，公司在湖南市场具有良好的群众基础，但省内营收和市占率还有较大成长空间。1）与其他区域龙头酒企相比，2021 年公司在本土省份的收入和占比均处于较低水平，古井贡酒、洋河股份、山西汾酒等知名酒企在本地省份的收入都超过 80 亿元，口子窖、今世缘等区域酒企在本地省份的收入也超过 40 亿元，省内营收占比都在 40%以上，而公司内参和酒鬼系列省内合计营收仅约 14 亿元、占比 33%左右，无论是营收体量还是市占率均明显低于其他区域龙头酒企。2）从省内人均营收方面来看，公司人均营收仅有 21 元，远低于其他区域酒企 67-232 元左右的人均营收水平。考虑湖南省经济发展水平、人口总数、人均白酒消费水平均未明显落后于其他地产酒本土省份，且酒鬼酒在湖南本省有较为坚实的品牌和渠道基础，我们认为公司在湖南市场仍有较大深耕下沉的空间。

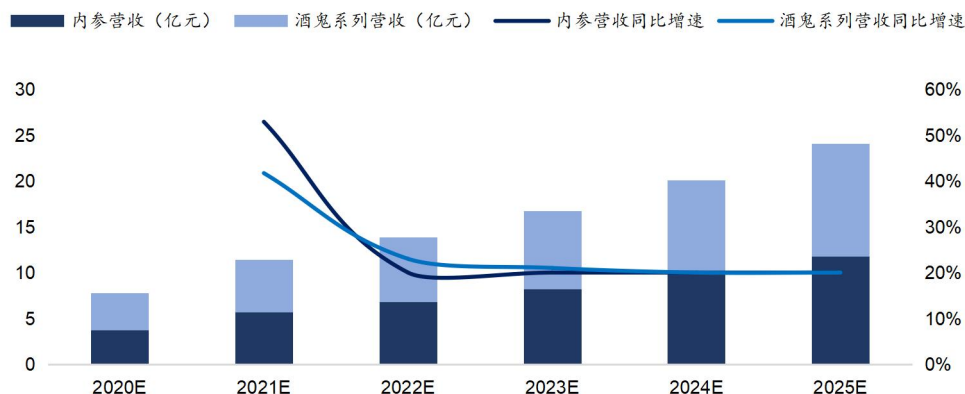
表11：2021 年主要区域龙头酒企省内收入情况

品牌	省份	省内收入（亿元）/占比（%）	省内常住人口（万人）	省内人均营收（元）
古井贡酒	安徽	113/85%（华中地区）	6113	133
口子窖		41/82%		67
洋河股份	江苏	116/47%	8505	136
今世缘		59/93%		70
山西汾酒	山西	81/41%	3480	232
酒鬼酒	湖南	14/33%（内参+酒鬼）	6622	21

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：酒鬼酒省内收入为估算数据。

我们测算 2025 年公司湖南省内参和酒鬼系列营收有望达到 24 亿元，2021-2025 年营收 CAGR 为 21%。1）内参方面：湖南高端白酒市场预计在较长时间内继续保持茅五泸和内参的格局，内参目前销售体量仍处于较低水平，有望通过深耕下沉实现稳步放量。我们假设内参未来三年省内营收复合增速为 20%，预计 2025 年内参省内营收为 11.8 亿元。2）酒鬼方面：湖南省白酒消费升级和主流价格带提升的趋势在延续，酒鬼系列卡位次高端价位，依托公司在省内的消费基础，有望跟随次高端白酒市场扩容不断放量。我们假设酒鬼系列未来三年省内营收复合增速为 21%，预计 2025 年酒鬼系列省内营收为 12.3 亿元。

图 41：2022-2025 年公司内参和酒鬼系列湖南省内营收展望



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所预测

省外发力重点战略市场，全国化布局迅速展开。公司在省外借助大商、优商的资源，不断发展团购渠道、开展核心终端建设、设立专卖店，积极打造样板市场，近年省外营收占比快速提升，逐渐超越省内，预计目前省外营收占比已超过 60%。2021 年公司在省外战略市场实现地级市全覆盖。专卖店是公司省外拓展的重要抓手，2022 年内参和酒鬼酒专卖店达到 800 家左右（省内布局优化，省外持续增加），2023 年目标突破 1000 家，在运营质量和区域布局上都趋于改善。

高端品牌势能渐起，内参和酒鬼双轮驱动，全国化扩张可期

内参品牌势能不断向上，近两年着重巩固基本盘，长期成长可期

内参有独特的香型和文化背书，品牌势能逐步提升，全国化布局全面铺开，具备长期成长性。湖南是内参的大本营市场，近年发展稳健，是公司省外拓展的基石。近年内参全国化进程不断推进，华北、华东、华南市场内参的成长空间广、成长潜力大。近两年受疫情和经济双重压力的影响，内参省外扩张和营收增速有所放缓，但公司战略理性，主动放慢脚步，着重巩固渠道基本盘，帮助渠道去库存、促动销。我们认为，未来内参在品牌和渠道势能不断提升的驱动下，全国化放量具备较强支撑。

内参十四五期间稳增长可期，我们预计内参 2025 年收入有望达到 17-21 亿元，CAGR3 为 12%-19%。目前内参已经在高端酒市场中占据一席之地。我们认为，未来内参的增长动力主要来源于两点：1）享受高端酒行业的扩容红利，跟随行业一起成长；2）伴随馥郁香型的推广和品牌力的提升，有望打造更多的局部优势市场，不断放量。结合近两年内参的销售势头，我们对未来 3 年内参收入进行了测算，预计 2025 年内参营收可达到 17-21 亿元左右。同时，我们也考虑了公司的产能是否能够满足未来销售需求。2020 年公司有 4.08 万吨基酒、1 万吨产能，且公司扩产项目推进顺利，预计 2023 年产能新增 1.08 万吨，完全能够满足销量增长和全国化布局的需要。

表12：我们测算 2025 年内参系列营收有望达到 17-21 亿元

单位：亿元	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
营收（悲观）	2.4	3.3	5.7	10.3	10.9	12.2	14.0	16.5
Yoy（悲观）	38%	35%	73%	81%	5%	12%	15%	18%
营收（中性）	2.4	3.3	5.7	10.3	11.0	12.8	15.1	18.2
Yoy（中性）	38%	35%	73%	81%	6%	16%	18%	20%
营收（乐观）	2.4	3.3	5.7	10.3	11.2	13.4	16.5	20.6
Yoy（乐观）	38%	35%	73%	81%	8%	20%	23%	25%

资料来源：公司年报、国信证券经济研究所预测

酒鬼系列近年步入稳步放量阶段，受益次高端价格带扩容红利，成长空间广阔

酒鬼系列放量空间广阔，我们预计酒鬼系列 2025 年收入有望达到 42-57 亿元，CAGR4 为 22%-31%。酒鬼系列卡位近年扩容最快的次高端价位带，发展空间广阔。我们认为酒鬼系列的成长优势在于：1）次高端白酒价格带格局未定，竞争分散，酒鬼系列作为湖南地产名酒，知名度和影响力在稳步提升；2）湖南政府推进湘酒振兴计划，能够对公司湖南省内发展给予一定支持；3）背靠央企大股东中粮，公司在北方市场品牌资源的争取上具备一定优势。目前酒鬼系列全国化布局已经初步完成，近两年销售势头良好，未来有望受益于次高端价格带扩容，通过成熟区域深耕+潜力区域下沉实现稳健增长。

表13：我们测算 2025 年酒鬼系列营收有望达到 42-57 亿元

单位：亿元	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
营收（悲观）	7.9	10.1	10.1	19.2	23.9	29.4	35.3	42.4
Yoy（悲观）	35%	28%	1%	89%	25%	23%	20%	20%
营收（中性）	7.9	10.1	10.1	19.2	24.6	31.4	39.7	49.4
Yoy（中性）	35%	28%	1%	89%	29%	27%	27%	24%
营收（乐观）	7.9	10.1	10.1	19.2	25.3	33.6	44.0	57.3
Yoy（乐观）	35%	28%	1%	89%	32%	33%	31%	30%

资料来源：公司年报、国信证券经济研究所预测

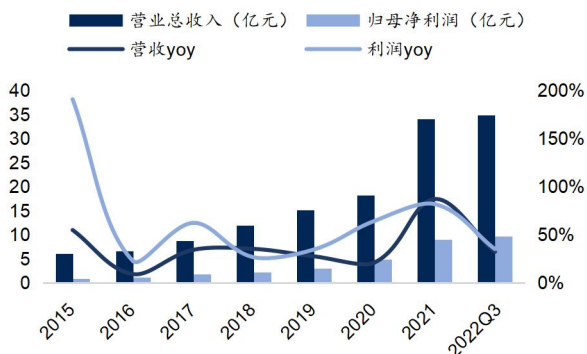
短期看，低基数下局部优势市场的打造和放量仍是公司重要增长点。公司产品结构顺应未来白酒消费结构的升级演变趋势，高端和次高端酒价格带的持续扩容为公司内参和酒鬼系列提供了良好的发展机遇。目前公司全国化正在进行时，短期看更多局部优势市场的打造和放量是重要增长点。中长期看，作为馥郁香型龙头，凭借差异化和高端化的竞争力，有望从渠道推动模式转向品牌拉动成长模式。相较于市场普遍认为的公司当下是低基数增长+区域扩张+全国汇量成长模式，我们认为公司正在向品牌拉力成长模式转变。近年，消费者对公司品牌价值的认可度不断提升，公司品牌和渠道势能也在不断提升，支撑内参和酒鬼的深度全国化。

财务分析：公司盈利能力和经营效率稳步提升

近年来内参和酒鬼系列销售迅速扩张，带动公司收入利润快速增长。2015-2021 年公司营收和利润快速增长，从 2015 年的 6/1 亿元增长至 2021 年的 34/9 亿元，CAGR 分别为 28.2%/39.1%，主要得益于中高端产品（内参和酒鬼系列）在湖南省内外快速招商放量，带动销售增长和产品结构优化。2020 年爆发的新冠疫情对公司 2020-2021 年的销售影响有限，2021 年公司的收入和利润规模增长表现突出，增速分别为 87%/82%，在 18 家白酒上市公司中排名第 1/3 位。但从 2022 年 2 季度开始，随着白酒行业景气度有所回落，公司前期快速扩张积压的大量社会库存，对终端销售造成了一定负面影响，2022 年公司调整策略，重心放在去库存和促动

销上，增速预计环比有所放缓。进入 2023 年，公司继续以终端动销为重；随着渠道库存稳步消化，公司收入和利润有望从 2023 年下半年开始环比逐渐回升。

图 42：2015-2022 年 3 季度公司收入利润稳健增长



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

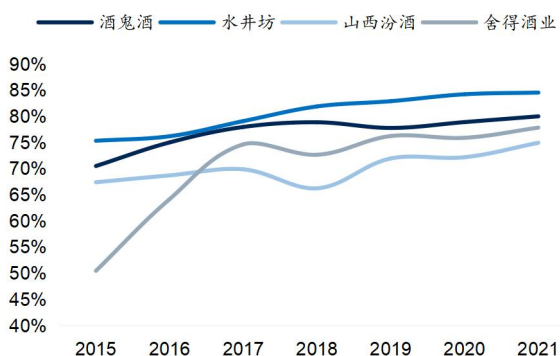
图 43：2015-2021 年内参和酒鬼系列始终保持增长



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

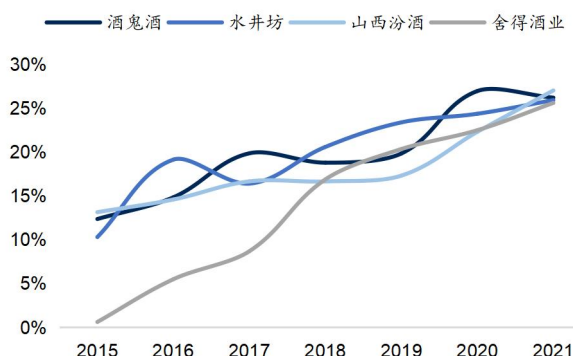
2015 年以来公司盈利能力显著增强，近两年利润率处在可比公司中前列水平。考虑公司正处在全国化扩张进程中，我们选取同样处在全国化进程中的次高端酒企山西汾酒、水井坊、舍得酒业 3 家作为可比公司。2015 年以来公司毛利率一直稳步提升，净利率虽有波动但也明显上行，主要得益于公司中高端产品（内参系列和酒鬼系列）收入占比显著提升，从 2015 年的 78% 提升至 2021 年的 86%；同时得益于内参和酒鬼系列内部产品结构优化（如酒鬼系列毛利率从 2015 年的 78.7% 提升至 2021 年的 79.5%）。2021 年公司的毛利率/净利率分别为 80%/26%，在可比公司中居于前列（毛利率相对水井坊略低，高于山西汾酒和舍得酒业；净利率相对山西汾酒略低，略高于水井坊和舍得酒业）。此外，2015 年以来公司的净资产收益率和总资产周转率明显提升，反映出盈利能力和经营效率逐年改善；横向对比看，公司与舍得酒业的净资产收益率和总资产周转率接近，但明显低于水井坊和山西汾酒，未来随着产品结构升级，公司的盈利水平还有进一步提升的空间。

图 44：2015-2021 年公司毛利率从 70% 提升至 80%



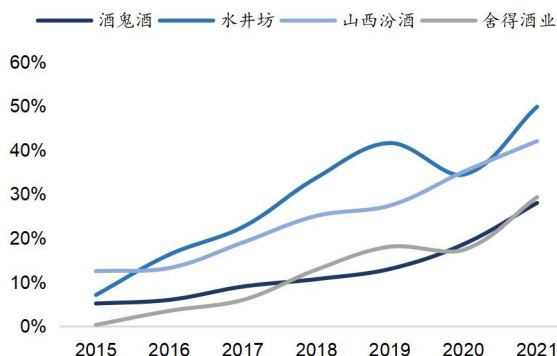
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 45：2015-2021 年公司净利率从 12% 提升至 26%



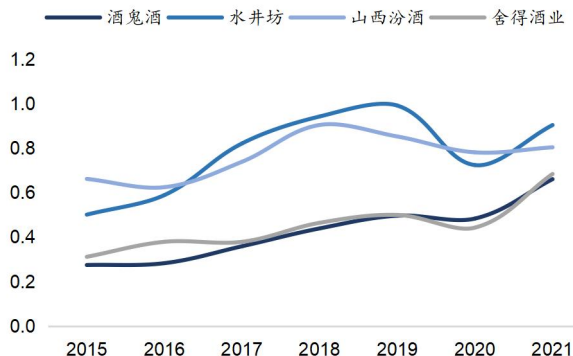
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图46：2015-2021 年公司 ROE 从 5%提升至 28%



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

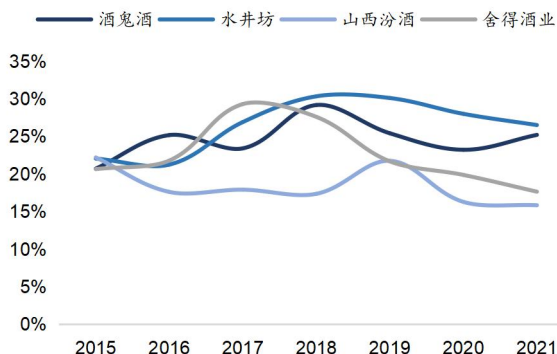
图47：2015-2021 年公司总资产周转率从 0.3 提升 0.7



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

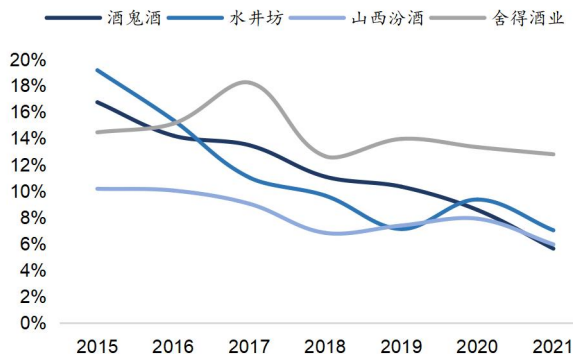
2015 年以来公司销售费用率有所提升，主要因公司正处在全国化扩张进程中。公司销售费用率在可比公司中居前列，从 2015 年的 21%提升至 2021 年的 25%，其中 2018 年达到峰值 29%后有所下降，其一因公司近几年销售体量提升，规模效应逐渐显现；其二因公司部分优势市场逐渐成熟，费用投入比例可以略有缩减；其三，公司也通过数字化等手段不断推动费用精准投放，费效比有所提升。此外，多年来公司管理费用率逐渐下降，从 2015 年的 17%下降至 2021 年的 6%，降幅居可比公司前列，与公司收入体量增加规模效应显现以及经营效率优化有关。

图48：2015-2021 年公司销售费用率从 21%提升至 25%



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图49：2015-2021 年公司管理费用率从 17%大幅下降至 6%



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测：预计 2021-2024 年营收 CAGR 为 23%

假设前提：受益价格带扩容，内参和酒鬼全国化有望稳步推进

收入预测：我们预计公司 2022-2024 年收入分别为 41.6/51.6/63.9 亿元，同比分别增长 21.9%/23.9%/23.9%。

1) 内参系列：考虑内参目前正处在全国化开拓期，未来受益于行业消费升级和千元价格带扩容，有望在持续进行品牌及消费者培育和渠道下沉的基础上，逐步放量。预计公司 2022-2024 年内参系列收入分别为 11.0/12.8/15.1 亿元，同比分别

增长 6.5%/16.0%/18.3%。

2) 酒鬼系列：考虑酒鬼系列在省外市场拓展比内参早，渠道基础相较于内参更好，未来受益于白酒消费升级和次高端价格带扩容，有望打造更多局部优势市场，实现稳步放量。预计公司 2022-2024 年酒鬼系列收入分别为 24.6/31.4/39.7 亿元，同比分别增长 28.5%/27.4%/26.7%。

毛利率：2022 年由于疫情对正处在开拓期的内参销售造成较大扰动，内参收入占比下降对毛利率有负面影响，但考虑未来公司不断推动高端化和产品结构升级，毛利率有望稳步小幅提升，我们预计公司 2022-2024 年毛利率分别为 79.6%/80.0%/80.3%。

费用率预测：

1) 销售费用率：虽公司仍处在全国化拓张的过程中，费用需要持续投放，但考虑公司品牌力不断提升和精细化营销带来销售效率的提升，销售费用率有望逐步小幅下降；我们预计公司 2022-2024 年销售费用率分别为 25.2%、24.5%和 24.0%。

2) 管理费用率：考虑未来公司收入规模不断提升带来规模化效应，以及公司改革成效显现推动管理效率提升，管理费用率有望逐步小幅下降；我们预计公司 2022-2024 年管理费用率分别为 5.2%、5.0%和 4.8%。

表 14：酒鬼酒业务拆分

产品	项目	2021	2022E	2023E	2024E
内参系列	营收（亿元）	10.3	11.0	12.8	15.1
	同比增速	80.7%	6.5%	16.0%	18.3%
	毛利率	92.1%	92.3%	92.8%	93.3%
酒鬼系列	营收（亿元）	19.2	24.6	31.4	39.7
	同比增速	88.9%	28.5%	27.4%	26.7%
	毛利率	79.5%	79.6%	80.0%	80.4%
湘泉+其他系列	营收（亿元）	4.5	5.6	6.7	8.0
	同比增速	92.9%	23.1%	20.0%	20.0%
	毛利率	55.0%	55.0%	56.0%	56.0%
合计	营收（亿元）	34.1	41.4	51.0	63.1
	同比增速	87.0%	21.1%	23.3%	23.7%
	毛利率	80.0%	79.6%	80.0%	80.3%
销售费用率		25.2%	25.2%	24.5%	24.0%
管理费用率		5.2%	5.2%	5.0%	4.8%
归母净利润（亿元）		8.9	11.1	14.0	17.8
同比增速		81.7%	23.8%	26.6%	27.5%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

未来 3 年业绩预测

综合上述假设条件，我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 41.4/51.0/63.1 亿元，同比分别增长 21.1%/23.3%/23.7%；归母净利润分别为 11.1/14.0/17.8 亿元，同比分别增长 23.8%/26.6%/27.5%；对应摊薄 EPS 分别为 3.41/4.31/5.49 元。

表15: 未来3年盈利预测表

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3414	4135	5101	6309
营业成本(百万元)	684	845	1021	1242
销售费用(百万元)	860	1041	1250	1514
管理费用(百万元)	182	221	263	311
财务费用(百万元)	(33)	(83)	(93)	(119)
营业利润(百万元)	1194	1456	1843	2351
利润总额(百万元)	1189	1472	1860	2367
归母净利润(百万元)	893	1107	1400	1785
EPS(元)	2.75	3.41	4.31	5.49
ROE(%)	25.4%	25.5%	26.0%	26.6%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

盈利预测的敏感性分析与情景分析

公司产品结构的提升速度、区域拓展的程度将决定公司未来净利润的增长速度。我们将盈利预测分为乐观、中性和悲观预测, 在中性预测的条件下, 公司2022-2024年EPS分别为3.41/4.31/5.49元。

表16: 盈利预测情景分析(乐观、中性、悲观)

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
乐观预测					
营业收入(百万元)	1,826	3,414	4,157	5,157	6,414
(+/-%)	20.8%	87.0%	21.8%	24.0%	24.4%
净利润(百万元)	492	893	1187	1507	1928
(+/-%)	64.1%	81.7%	32.8%	27.0%	27.9%
摊薄EPS	1.51	2.75	3.65	4.64	5.93
中性预测					
营业收入(百万元)	1,826	3,414	4,135	5,101	6,309
(+/-%)	20.8%	87.0%	21.1%	23.3%	23.7%
净利润(百万元)	492	893	1107	1400	1785
(+/-%)	64.1%	81.7%	23.8%	26.6%	27.5%
摊薄EPS(元)	1.51	2.75	3.41	4.31	5.49
悲观预测					
营业收入(百万元)	1,826	3,414	4,099	5,009	6,135
(+/-%)	20.8%	87.0%	20.1%	22.2%	22.5%
净利润(百万元)	492	893	977	1230	1559
(+/-%)	64.1%	81.7%	9.4%	25.9%	26.8%
摊薄EPS	1.51	2.75	3.01	3.79	4.80
总股本(百万股)	325	325	325	325	325

资料来源: 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议: 公司估值区间为 151-172 元

考虑公司的业务特点, 我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值: 155-167 元

公司所处高端和次高端酒行业受益于居民收入提升、消费升级、高净值消费人群增加, 仍处在不断扩容的阶段。未来公司在继续强化品牌、产品和渠道势能的基

基础上,有望持续分享高端和次高端价格带扩容红利,在跟随行业稳定增长的同时,也将享受全国化扩张带来的业绩红利。我们预计公司 2022-2024 年收入增速约 21%/23%/24%,产品结构有望不断提升带动毛利率稳中有升,费用率有望逐步下降。

未来 3 年估值假设条件见下表:

表 17: 公司盈利预测假设条件

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入增长率	20.8%	87.0%	21.1%	23.3%	23.7%
营业成本/营业收入	21.1%	20.0%	20.4%	20.0%	19.7%
管理费用/营业收入	7.6%	5.2%	5.2%	5.0%	4.8%
研发费用/销售收入	0.6%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用/销售收入	23.2%	25.2%	25.2%	24.5%	24.0%
营业税及附加/营业收入	15.6%	15.3%	15.6%	15.6%	15.6%
所得税税率	24.9%	24.8%	24.8%	24.7%	24.6%
股利分配比率	13.2%	26.1%	26.1%	26.1%	26.1%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

表 18: 资本成本假设

无杠杆 Beta	0.93	T	24.82%
无风险利率	2.50%	Ka	8.55%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	0.93
公司股价(元)	127.77	Ke	8.55%
发行在外股数(百万)	325	E/(D+E)	99.97%
股票市值(E, 百万元)	41516	D/(D+E)	0.03%
债务总额(D, 百万元)	16	WACC	8.54%
Kd	5.30%	永续增长率(10年后)	2.00%

资料来源: 国信证券经济研究所假设 注: 股价更新至 2023 年 3 月 28 日。

从估值方法特征来看,以 DCF、FCFF 为代表的绝对估值适用于酒鬼酒这种连续盈利、商业模式较为稳定的公司。根据以上主要假设条件,采用 FCFE 和 FCFF 估值方法,得出公司价值区间为 155-167 元。

表 19: 酒鬼酒 FCFF 估值表

	2022E	2023E	2024E
EBIT	1,361.2	1,744.6	2,224.7
所得税税率	24.82%	24.70%	24.60%
EBIT*(1-所得税税率)	1,023.3	1,313.7	1,677.4
折旧与摊销	63.7	76.6	88.4
营运资金的净变动	(724.4)	(80.3)	(68.6)
资本性投资	(173.9)	(191.3)	(191.3)
FCFF	188.7	1,118.7	1,505.9
PV(FCFF)	173.9	949.5	1,177.5
核心企业价值	50,221.3		
减: 净债务	(4.7)		
股票价值	50,226.0		
每股价值	154.58		

资料来源: 国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感,下表是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表20: FCFF 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		7.5%	8.0%	8.54%	9.0%	9.5%
永续 增长 率变 化	3.5%	243.13	212.68	188.36	168.52	152.04
	3.0%	221.15	195.77	175.07	157.88	143.39
	2.5%	203.52	181.91	163.98	148.86	135.96
	2.0%	189.07	170.35	154.58	141.12	129.52
	1.5%	177.01	160.55	146.51	134.41	123.88
	1.0%	166.80	152.14	139.51	128.53	118.90
	0.5%	158.03	144.85	133.39	123.34	114.47

资料来源：国信证券经济研究所分析

表21: FCFE 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		7.5%	8.0%	8.55%	9.0%	9.5%
永续 增长 率变 化	3.5%	262.70	229.75	203.44	181.97	164.14
	3.0%	238.90	211.44	189.04	170.44	154.77
	2.5%	219.82	196.44	177.03	160.68	146.73
	2.0%	204.17	183.92	166.86	152.30	139.75
	1.5%	191.12	173.31	158.12	145.03	133.64
	1.0%	180.06	164.21	150.55	138.67	128.25
	0.5%	170.56	156.31	143.91	133.04	123.45

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：151-172 元

目前白酒行业 A 股上市公司有 18 家，基于白酒行业的竞争格局，我们选取和公司同样处在全国化扩张进程中的次高端酒企以及已经全国化的高端酒企做比较，具体包括贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、水井坊这 6 家上市公司，并采用 PE 法估值。

对比公司和 6 家可比公司：1) 从发展阶段看，山西汾酒、舍得酒业、水井坊、酒鬼酒是处在立足大本营市场不断进行全国化开拓阶段的次高端酒企。正在全国化的酒企，除了享受行业红利外，还能享受渠道拓张带来的成长弹性；相较于已经全国化的酒企茅五泸，市场对其估值波动的容忍度更高。2) 从香型特点看，五粮液、舍得酒业、水井坊属于浓香酒企，贵州茅台是酱香酒企，山西汾酒是清香酒企；酒鬼酒是馥郁香型龙头，有一定的品牌差异化优势。3) 从产品布局看，山西汾酒、舍得酒业、水井坊的核心优势产品处在次高端价格带，而酒鬼酒的内参已在高端价格带崭露头角，内参引领品牌高度的同时可以带动其下酒鬼系列的发展。

综合比较各公司的当前 PE 值以及业绩增速，考虑公司所处高端和次高端酒的赛道较为优质，未来有望持续受益于消费升级和行业扩容，成长空间较为可观。我们认为给予公司 2023 年 35-40 倍 PE 较为合理，对应的股价区间为 151-172 元。

表 22：可比白酒公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
600519.SH	贵州茅台	1,781.8	22,382.9	49.8	57.1	65.5	35.7	31.2	27.2
000858.SZ	五粮液	192.5	7,472.1	6.9	8.1	9.2	27.9	23.9	20.8
000568.SZ	泸州老窖	248.7	3,661.3	7.1	8.8	11.0	35.2	28.1	22.7
600809.SH	山西汾酒	274.8	3,353.1	6.5	8.4	10.6	42.4	32.6	26.1
600702.SH	舍得酒业	192.8	642.4	5.1	6.6	8.6	38.1	29.3	22.4
600779.SH	水井坊	75.9	370.9	2.6	3.1	3.7	29.3	24.7	20.7
	平均	461.1	6,313.8	13.0	15.4	18.1	34.8	28.3	23.3
000799.SZ	酒鬼酒	127.8	415.2	3.4	4.3	5.5	37.5	29.6	23.3

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测 注：数据更新至 2023 年 3 月 28 日。

投资建议：内参和酒鬼双轮驱动，看好公司成长性，维持“买入”评级

未来公司在继续强化品牌、产品和渠道势能的基础上，有望持续分享消费升级带来的高端和次高端价格带扩容红利；在跟随行业稳定增长的同时，公司也将享受全国化扩张带来的业绩红利。我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 41.4/51.0/63.1 亿元，归母净利润分别为 11.1/14.0/17.8 亿元，对应摊薄 EPS 为 3.41/4.31/5.49 元。结合绝对估值与相对估值，我们认为公司股票合理估值区间在 151-172 元之间，相对目前股价有 18%-35%的溢价空间，维持“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 176-195 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司永续增长率为 2.0%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2022 年平均动态 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司增发的因素、公司成长性，对行业平均动态 PE 进行修正，最终给予公司 2023 年 40-42 倍 PE，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险；
- 5、假如行业景气度下降，导致板块内上市公司估值承压，可能会对公司的相对估值水平造成较大的影响。

盈利预测的风险

- 1、宏观经济波动风险：公司所处白酒行业受宏观经济影响较大，如若宏观经济放缓，会影响企业生产经营和居民收入水平，白酒终端的消费需求可能会受到不利影响，进而影响白酒公司的收入增长；
- 2、行业整体需求不及预期风险：如若宏观经济增长放缓或者人均收入下行，可能会影响白酒整体的消费意愿，进而影响行业内所有公司的销售。
- 3、价格提升不及预期风险：近年来白酒行业量平价增，价格增长是收入的主要贡献来源。当前公司积极推动价盘提升，但随着价格逐步上涨，消费者的接受度和产品的动销可能会不及预期。

经营及市场风险

- 1、行业竞争加剧风险：随着行业不断向优势产区、优势品牌和优势产能加速集中，各酒企更加重视品牌推广、产品营销和渠道建设，白酒企业的竞争将更加激烈，特别是格局尚未固定的次高端酒和中低端酒价格带，公司的系列酒面临竞争加剧风险。
- 2、高端产品销售不及预期：如若宏观经济增长放缓或者人均收入下行，可能会影响高端白酒的消费意愿，进而影响高端白酒的需求，导致公司高端产品销售不及预期。
- 3、全国化拓张不及预期风险：公司在湖南省外尚处于推广期，面临全国一线名酒和地产酒的双重竞争，随着竞争愈发激烈，公司在省外的推广难度可能会进一步加大。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2154	3343	3343	4171	5323	营业收入	1826	3414	4135	5101	6309
应收款项	398	507	697	910	1125	营业成本	386	684	845	1021	1242
存货净额	1027	1269	2118	2580	3167	营业税金及附加	285	521	646	796	985
其他流动资产	11	21	22	30	36	销售费用	424	860	1041	1250	1514
流动资产合计	3590	5141	6180	7690	9651	管理费用	146	182	221	263	311
固定资产	424	554	675	799	911	研发费用	11	10	21	26	32
无形资产及其他	195	195	187	179	171	财务费用	(28)	(33)	(83)	(93)	(119)
投资性房地产	86	91	91	91	91	投资收益	(2)	3	4	2	3
长期股权投资	42	30	25	16	8	资产减值及公允价值变动	(0)	3	7	4	5
资产总计	4337	6011	7158	8776	10833	其他收入	(10)	(13)	(21)	(26)	(32)
短期借款及交易性金融负债	0	2	20	2	2	营业利润	602	1194	1456	1843	2351
应付款项	158	298	347	434	533	营业外净收支	53	(5)	16	16	16
其他流动负债	1308	2159	2414	2920	3558	利润总额	655	1189	1472	1860	2367
流动负债合计	1465	2459	2781	3356	4092	所得税费用	163	295	365	459	582
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	15	28	34	41	43	归属于母公司净利润	492	893	1107	1400	1785
长期负债合计	15	28	34	41	43	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	1480	2487	2816	3398	4135	净利润	492	893	1107	1400	1785
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(16)	10	4	3	3
股东权益	2857	3524	4343	5378	6698	折旧摊销	43	42	64	77	88
负债和股东权益总计	4337	6011	7158	8776	10833	公允价值变动损失	0	(3)	(7)	(4)	(5)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	(28)	(33)	(83)	(93)	(119)
每股收益	1.51	2.75	3.41	4.31	5.49	营运资本变动	385	649	(724)	(80)	(69)
每股红利	0.20	0.72	0.89	1.12	1.43	其它	16	(10)	(4)	(3)	(3)
每股净资产	8.79	10.85	13.36	16.55	20.61	经营活动现金流	919	1581	439	1393	1800
ROIC	17.57%	28.49%	28%	31%	38%	资本开支	0	(179)	(174)	(191)	(191)
ROE	17.21%	25.35%	25%	26%	27%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	79%	80%	80%	80%	80%	投资活动现金流	1	(167)	(169)	(183)	(183)
EBIT Margin	31%	34%	33%	34%	35%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
EBITDA Margin	34%	35%	34%	36%	37%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	21%	87%	21%	23%	24%	支付股利、利息	(65)	(233)	(288)	(365)	(465)
净利润增长率	64%	82%	24%	27%	27%	其它融资现金流	45	242	18	(18)	0
资产负债率	34%	41%	39%	39%	38%	融资活动现金流	(85)	(224)	(270)	(383)	(465)
股息率	0.2%	0.6%	0.7%	0.9%	1.1%	现金净变动	836	1190	0	827	1152
P/E	84.4	46.5	37.5	29.6	23.3	货币资金的期初余额	1318	2154	3343	3343	4171
P/B	14.5	11.8	9.6	7.7	6.2	货币资金的期末余额	2154	3343	3343	4171	5323
EV/EBITDA	69.6	36.7	31.1	24.7	19.7	企业自由现金流	0	1381	189	1119	1506
						权益自由现金流	0	1623	269	1171	1595

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032