

4P 重塑，湘酒文化品牌步入上升期

公司深度

● 开创馥郁香型白酒，2015 年中粮集团全面接管

公司是馥郁香型白酒的开创者，于 1997 年深交所上市，2015 年被中粮集团全面接管，开启新征程。深耕湖南大本营，内参省外成立北京、华北、中原、华南四个战区，酒鬼以华北为战略市场，以华东、广东为重点市场；优势区域（华中、华北地区）占比从 2015 年 65% 提至 2019 年 82%。

● 品牌、产品、价格、渠道重塑，市场成长路径逐步清晰

1. 品牌端：无上妙品·文化酒鬼，内参、酒鬼、湘泉三大品牌定位清晰

内参通过“稳价增量”，致力于打造第四大高端白酒；酒鬼定位于次高端，致力于“量价齐升”；湘泉定位大众酒品牌，未来将“增品增量”。

2. 产品端：聚焦打造三大战略性单品，持续提升次高端及以上产品占比

- (1) 确立聚焦“内参酒”、“红坛酒鬼酒”、“传承酒鬼酒”三大战略单品；
- (2) 酒鬼+内参合计营收增至 2019 年 13.36 亿，占比从 2014 年 58.43% 提至 2019 年 88.37%；其中酒鬼、内参营收分别增至 2019 年 10.05 亿、3.31 亿。

3. 价格端：重塑产品价格体系，全面导入控价模式

中粮入主后全面导入控价模式，2017 年以来至今公司对核心产品如内参、红坛等进行多次提价，基本完成重塑产品价格体系。

4. 渠道端：内参股权经销商模式与酒鬼酒明确厂商分工

- (1) 内参股权经销商模式，利于捆绑核心经销商利益、调动其积极性。
- (2) 酒鬼酒模式：本质上是“1+1”深度协销模式，最大化调动经销商资源。

● 未来看点

1. 确立短期 30 亿、中期 50 亿、长期 100 亿销售目标。
2. 省内市占率有望达 15% 以上，省外重点市场尚未完全恢复。
3. 三大单品齐发力，内参占比望达 30% 以上。
4. 借力中粮酒业，品牌内涵逐步丰富及传播效能提升。

● 盈利预测、估值与评级

我们看好公司管理机制逐步改善及 4P 要素重塑，给予 2020-2022 年 EPS 分别为 1.15/1.44/1.82 元，当前股价对应 PE 分别为 49/39/31，首次覆盖，给予“推荐”评级。

● 风险提示：食品安全问题；改革不及预期；省内竞争进一步加剧。

财务摘要和估值指标（2020 年 06 月 16 日）

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,187	1,512	1,708	2,114	2,596
增长率(%)	35.1	27.4	13.0	23.8	22.8
净利润(百万元)	223	299	373	467	590
增长率(%)	26.5	34.5	24.6	25.1	26.4
毛利率(%)	78.8	77.8	79.5	79.8	79.9
净利率(%)	18.8	19.8	21.8	22.1	22.7
ROE(%)	10.2	12.3	13.2	14.7	15.9
EPS(摊薄/元)	0.69	0.92	1.15	1.44	1.82
P/E	82.7	61.5	49.3	39.4	31.2
P/B	8.4	7.6	6.7	5.8	5.0

资料来源：Wind、新时代证券研究所预测，股价时间为 2020 年 06 月 16 日

推荐（首次评级）

孙山山（分析师）

sunshanshan@xsdzq.cn

证书编号：S0280520030002

王言海（联系人）

wangyanhai@xsdzq.cn

证书编号：S0280118100002

市场数据 时间 2020.06.16

收盘价(元):	56.65
一年最低/最高(元):	22.61/56.65
总股本(亿股):	3.25
总市值(亿元):	184.07
流通股本(亿股):	3.25
流通市值(亿元):	184.07
近 3 月换手率:	240.44%

股价一年走势



相关报告

盈利预测、估值与评级

公司产品主要分成三大品牌：内参、酒鬼、湘泉，我们预计公司 2020-2022 年公司营收增速分别为 13.0%、23.8%、22.8%，归母净利润增速分别为 24.6%、25.1%、26.4%。我们看好公司管理机制逐步改善及 4P 要素重塑，给予 2020-2022 年 EPS 分别为 1.15/1.44/1.82 元，当前股价对应 PE 分别为 49/39/31，首次覆盖，给予“推荐”评级。

关键假设

- 1、内参销量未来三年有望持续高增长；
- 2、酒鬼系列旗下两大战略性单品红坛酒鬼酒和传承版有望快速放量；
- 3、中低端湘泉产品未来三年有望增品增量，保持稳健增长态势；
- 4、省内样板市场长沙、湘西等未来有望持续保持较高增长；
- 5、省外华北保持稳健增长态势、华东、广东市场实现较高增长。

我们与市场的观点的差异

当前市场对公司认知存在争议，认为公司历史遗留问题致业绩波动大且上一轮白酒复苏公司反应速度较慢；但我们认为近三年公司内部管理机制已出现明显改善，品牌力持续提升，产品端梳理完成并确立三大战略性单品，渠道端省内样板市场打造、省外确立重点发展市场，因此我们认为公司值得重点关注。

股价上涨的催化因素

内参增长超预期；酒鬼价格重塑目标达成；省内样板市场滚动复制性强。

投资风险

食品安全问题；改革不及预期；省内竞争进一步加剧。

目 录

1、 公司概况：文化酒鬼，中粮控股.....	6
1.1、 回溯过去：湘西酒鬼酒，独创馥郁香	6
1.2、 聚焦当下：屡换实控人致业绩波动大，中粮入主后再出发.....	7
1.3、 再看业绩：尚未达到历史高峰，中粮入主后改善明显.....	8
2、 行业情况：挤压效应日趋明显，湘酒集中度待提升.....	9
2.1、 黄金十年行业量价齐升，目前行业过渡到存量市场.....	9
2.2、 酒企数量下降成趋势，挤压效应日趋明显.....	10
2.3、 湖南白酒市场：外来品牌实力较强，湘酒提升空间较大.....	10
3、 品牌、产品、价格、渠道重塑，市场成长路径逐步清晰.....	11
3.1、 品牌端：无上妙品·文化酒鬼，内参、酒鬼、湘泉三大品牌定位清晰.....	12
3.2、 产品端：次高端及以上占比持续提升，聚焦打造三大战略性单品.....	15
3.3、 价格端：重塑产品价格体系，全面导入控价模式.....	16
3.4、 渠道端：内参股权经销商模式与酒鬼酒明确厂商分工.....	18
3.5、 区域扩张：省内渠道扁平化，省外华北、华东、华南重点布局.....	19
4、 财务分析：ROE 逐年提升，公司业绩改善明显.....	21
4.1、 销售净利率：产品结构优化推升净利率	22
4.2、 总资产周转率：周转率持续提升，受益公司内部机制改善.....	23
4.3、 权益乘数：重资产模式，财务杠杆较高	24
5、 未来看点：省内外双管齐下，三大单品齐发力.....	24
5.1、 短期 30 亿、中期 50 亿、长期 100 亿销售目标.....	24
5.2、 省内市占率有望达 15% 以上，省外重点市场尚未完全恢复	25
5.3、 三大单品齐发力，内参占比望达 30% 以上	26
5.4、 借力中粮酒业，品牌内涵逐步丰富及传播效能提升.....	26
6、 盈利预测及投资建议.....	29
6.1、 盈利预测	29
6.2、 估值水平	29
6.3、 投资建议	30
7、 风险提示	30
附：财务预测摘要.....	31

图表目录

图 1： 公司较早开创三大品牌，历经坎坷终于 2015 年迎来中粮全面入主	6
图 2： 成立六十余载，更替四位实控人，直至中粮集团入主后稳定下来	7
图 3： 中粮入主酒鬼酒，成公司实际控制人	8
图 4： 公司目前营收超 15 亿，22 年 CAGR 为 6%.....	8
图 5： 公司目前归母净利润近 3 亿，22 年 CAGR 为 3%.....	8
图 6： 2007A-2019A 白酒行业营收（亿元）及 yoy（%）	9
图 7： 2007A-2019A 白酒行业产量（万吨）及 yoy（%）	9
图 8： 2007A-2019A 白酒行业吨价（万元/吨）及 yoy（%）	9
图 9： 2007A-2019A 规模以上酒企数量（个）及 yoy（%）	10
图 10： 2007A-2019A 行业利润总额（亿元）及 yoy（%）	10
图 11： 湖南省内外地酒占较大优势	11

图 12:	湘酒龙头酒鬼占比 5% 左右, 仍有较大提升空间	11
图 13:	寓意深刻的高端白酒—内参酒	13
图 14:	全国战略性单品之 52 度红坛酒鬼酒	13
图 15:	全国战略性单品之 52 度传承酒鬼酒	14
图 16:	大众酒品牌代表湘泉酒	14
图 17:	公司产品 SKU 目前已削减至 85 个以内	14
图 18:	削减贴牌外加聚焦三大品牌, 业绩持续释放	14
图 19:	目前公司次高端以上产品占比持续提升至 88%, 近三年营收增速基本 30% 以上	16
图 20:	次高端产品酒鬼系列占比提升至 66.47%, 酒鬼系列因产品 SKU 调整变化致增速有波动	16
图 21:	公司内参占比已提升至 22%, 未来占比有望达 30% 以上	16
图 22:	2019 年次高端及以上占比提升至 88.37%, 其中酒鬼系列占比超 66%	16
图 23:	2020 年 1 月 1 日起, 公司对内参平台商配额内战略价上调 50 元/瓶	17
图 24:	2020 年 6 月 25 日起, 公司对紫坛进行提价, 幅度在 10% 左右	17
图 25:	内参销售公司由 30 多个大商出资成立	18
图 26:	王哲任内参销售公司总经理	18
图 27:	内参销售公司最大化捆绑核心经销商利益	18
图 28:	内参销售公司股东收益主要有三点	18
图 29:	内参销量 2019H1 已超 2018 年全年销量	19
图 30:	内参整体向好态势不变	19
图 31:	2015A-2019A 华中地区、华北地区为公司优势地区, 合计占比已提至 2019 年 82%	20
图 32:	近三年公司优势区域华北地区增速基本 30% 以上	20
图 33:	近三年公司机会性市场-华东地区低基数高增长, 持续发力	21
图 34:	近三年公司机会性市场-华南地区增速呈现加速增长态势	21
图 35:	因产品和渠道调整, 近 4 年公司营收增速出现波动	21
图 36:	公司省内精耕细作、渠道下沉至县区效果初现, 省内占比持续提升	21
图 37:	2015A-2019A 公司 ROE 持续提升, 但低于可比公司	22
图 38:	2015A-2019A 公司净利率稳步提升	22
图 39:	2015A-2019A 公司期间费用率逐年下降, 可比公司期间费用率基本下降	23
图 40:	2015A-2019A 公司因拓展市场致销售费用率提升, 可比公司销售费用率提升	23
图 41:	规模效应下公司与可比公司管理费用率均出现下降	23
图 42:	2015A-2019A 公司与可比公司财务费用率均出现下降, 甚至为负值	23
图 43:	2015A-2019A 公司与可比公司总资产周转率 (次) 一览	24
图 44:	2015A-2019A 公司与可比公司权益乘数一览	24
图 45:	公司目标明确, 短中长期目标 30、50、100 亿	25
图 46:	短中期目标有望未来 3-5 年实现	25
图 47:	未来酒鬼酒省内市占率有望达 15% 以上	25
图 48:	省外华东、华南地区尚未完全恢复	25
图 49:	未来内参占比有望提升至 30% 以上	26
图 50:	未来内参销量仍有望持续高增长	26
图 51:	内参成为《对话》合作伙伴	27
图 52:	红坛酒鬼酒成为首届中非经贸博览会指定用酒	27
图 53:	馥郁香型白酒作为中国白酒 12 大香型之一获国家标准立项	28
图 54:	内参大师酒成为中国酒业协会白酒年份酒联盟标准认证首款年份酒	28
图 55:	酒鬼酒生态文化工业旅游园	28
图 56:	公司产量持续提升, 预计 2020 年有望超万吨	28

表 1: 酒鬼酒是馥郁香型开创者,也是代表者	7
表 2: 湖南省内白酒市场: 高端酒基本被茅五泸占据、次高端本地酒鬼酒有一席之地	11
表 3: 2015 年中粮集团全面接管酒鬼以来,对公司进行一系列改革和调整	12
表 4: 公司对内参、酒鬼、湘泉进行明确定位	12
表 5: 独特的馥郁文化,个性独特、卓尔不群、酒中妙品、鬼斧神工	13
表 6: 前期公司对产品布局策略不断调整,目前已确立三大战略性单品	15
表 7: 公司产品按价格排序: 内参>酒鬼>湘泉	15
表 8: 2017 年至今,公司多次对核心产品如内参、红坛酒鬼酒进行提价,目前效果初显	17
表 9: 省内渠道下沉、省外华北、华东、华南重点布局	19
表 10: 内参、酒鬼系列均深耕湖南大本营,但省外扩张各有侧重点	20
表 11: 2020E-2022E 酒鬼酒分产品预测表	29
表 12: 可比公司估值	30

1、公司概况：文化酒鬼，中粮控股

1.1、回溯过去：湘西酒鬼酒，独创馥郁香

坐落于湖南湘西吉首的酒鬼酒，前身是始建于1956年的吉首酒厂，1997年深交所上市，是湘酒上市第一股。公司依托“地理环境的独有性、民族文化的独特性、包装设计的独创性、酿酒工艺的始创性、馥郁香型的和谐性、洞藏资源的稀缺性”六大优势，形成“洞藏”、“内参”、“酒鬼”、“湘泉”四大品系。

图1：公司较早开创三大品牌，历经坎坷终于2015年迎来中粮全面入主



资料来源：公司年报，新时代证券研究所

公司是中国白酒文化营销的先行者、中国文化酒的引领者、中国洞藏文化酒的首创者、中国馥郁香型工艺白酒的始创者、中国白酒陶瓷包装时代的开创者。目前馥郁香型白酒国家标准正在起草和制定，馥郁香型的酿制技艺是在传承湘西民间酿酒工艺秘方基础上，吸纳现代大、小曲工艺优点，将三种工艺有机结合，其特点简而言之**为“523”，即采用5种原料、融合大曲小曲2种工艺、形成浓、清、酱3种香型和谐共生**。馥郁香型酒鬼酒色、香、味、格具佳，具备“颜色的透明感、香气的优雅感、口味的净爽感、风格的自然感”四大高端白酒品质。

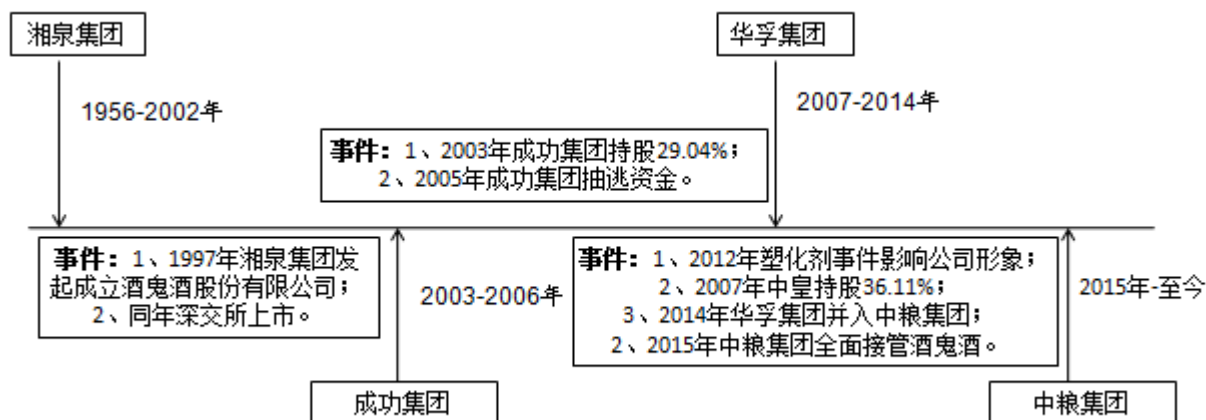
表1: 酒鬼酒是馥郁香型开创者,也是代表者

序号	香型分类	代表酒企
1	浓香型	四川五粮液、泸州老窖、水井坊、江苏洋河股份、今世缘、安徽古井贡酒等
2	酱香型	贵州茅台、贵州国台、贵州金沙、四川郎酒等
3	清香型	山西汾酒、汾阳王等
4	兼香型	安徽口子窖、湖北白云边等
5	凤香型	陕西西凤酒等
6	米香型	广西桂林三花等
7	馥郁香型	湖南酒鬼酒等
8	特香型	江西四特酒等
9	董香型	贵州董酒等
10	老白干型	河北老白干酒等

资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

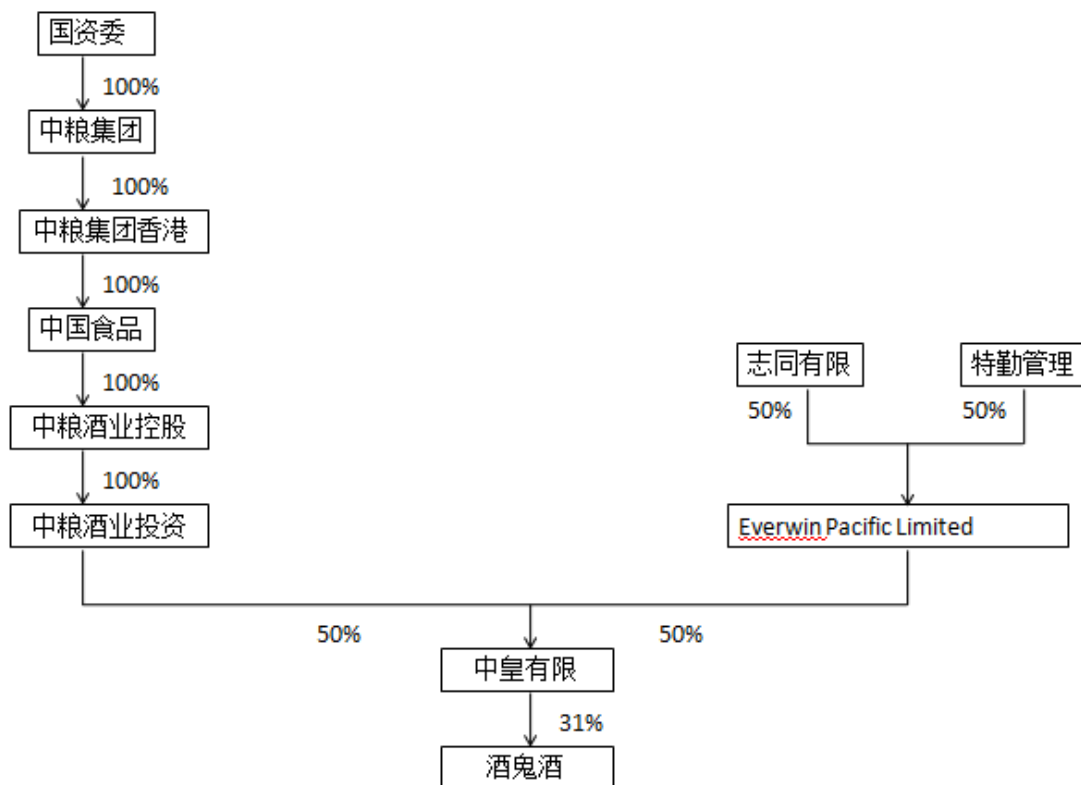
1.2、聚焦当下: 屡换实控人致业绩波动大, 中粮入主后再出发

公司自上市以来, 经过4个控股股东更替(由于每家实控人思路不同致公司政策未能延续外加行业调整及公司自身问题), 致公司业绩波动较大, 一度濒临退市, 终于在2015年迎来中粮全面入主。

图2: 成立六十余载, 更替四位实控人, 直至中粮集团入主后稳定下来

资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

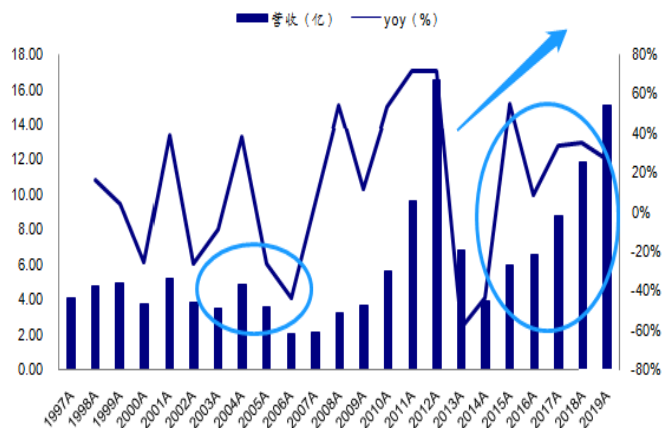
自2014年公司成为中粮集团成员, 2015年中粮集团成为公司实控人, 公司开始新的征程。

图3： 中粮入主酒鬼酒，成公司实际控制人

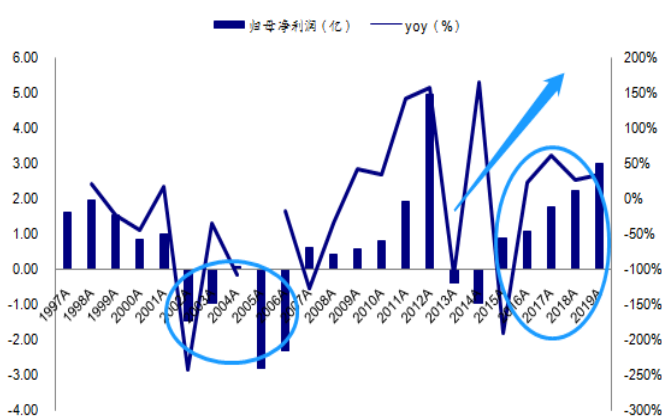
资料来源：公司年报，新时代证券研究所

1.3、再看业绩：尚未达到历史高峰，中粮入主后改善明显

公司营收从1997年4.10亿增至2019年15.12亿，22年CAGR为6.11%；归母净利润从1997年1.60亿增至2019年3亿，22年CAGR为2.89%。目前收入尚未恢复至历史高峰时刻（即2012年营收16.52亿，归母净利润4.95亿），公司短期目标营收30亿，中期目标营收50亿，长期目标营收100亿。

图4： 公司目前营收超15亿，22年CAGR为6%

资料来源：wind，新时代证券研究所

图5： 公司目前归母净利润近3亿，22年CAGR为3%

资料来源：wind，新时代证券研究所

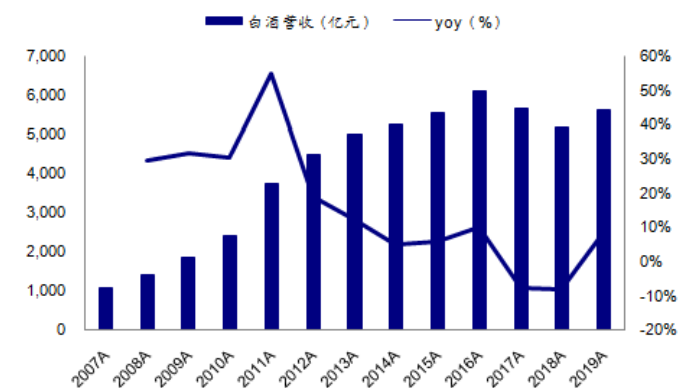
疫情影响下,公司 2020Q1 营收 3.13 亿(-9.68%),归母净利润 0.96 亿(+32.24%)。其中我们预计 2020Q1 内参占比超 50%,同增 70%左右;预计酒鬼占比超 40%,同增-40%左右。

2、行业情况：挤压效应日趋明显，湘酒集中度待提升

2.1、黄金十年行业量价齐升，目前行业过渡到存量市场

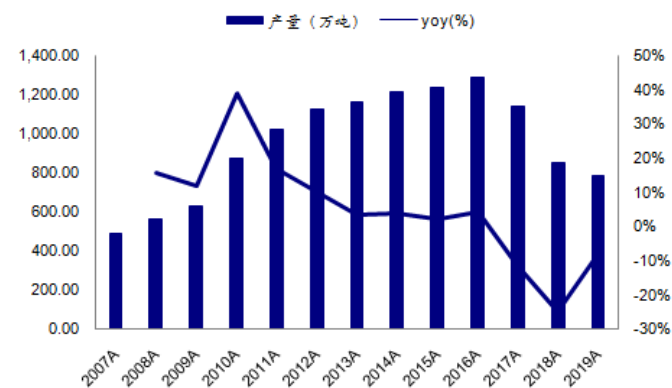
在黄金十年（即 2003 年-2012 年）期间，中国白酒行业得到快速发展，其规模从 2007 年 1090 亿元增长至 2019 年 5617 亿元，12 年 CAGR 为 14.64%，其中自 2014 年行业调整以来营收增速降至个位数乃至负增长，行业竞争进一步加剧。其产量在上一轮黄金十年中得到快速扩充，其规模从 2007 年 494.0 万吨增长至 2019 年 786 万吨，12 年 CAGR 为 4.10%，其中自 2013 年行业调整以来产量增速下降至个位数乃至负增长。当前行业基本过渡到存量市场，行业未来存在整合空间，内部将分化明显。

图6： 2007A-2019A 白酒行业营收（亿元）及 yoy（%）



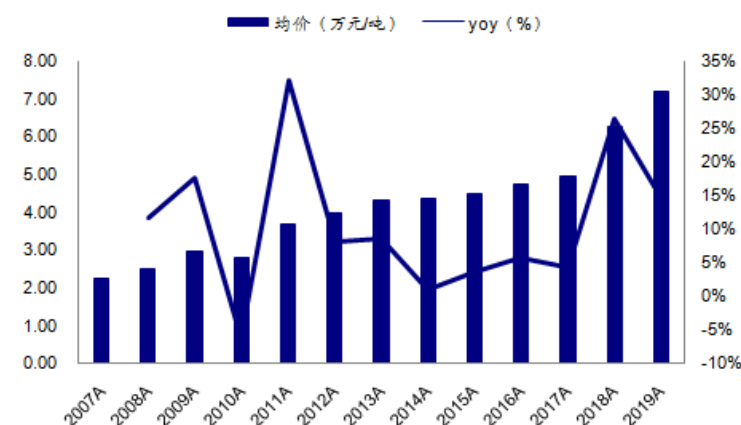
资料来源：wind，国家统计局，新时代证券研究所

图7： 2007A-2019A 白酒行业产量（万吨）及 yoy（%）



资料来源：Wind，国家统计局，年报新时代证券研究所

图8： 2007A-2019A 白酒行业吨价（万元/吨）及 yoy（%）



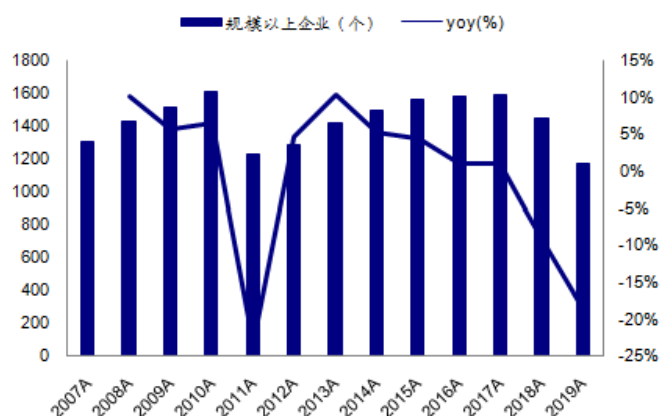
资料来源：Wind，国家统计局，新时代证券研究所

2.2、酒企数量下降成趋势，挤压效应日趋明显

白酒行业竞争越来越激烈，规模以上白酒企业数量从 2007 年超 1300 个下降至 2019 年 1176 个，规模以上酒企的利润总额从 2007 年 149 亿元增长至 2019 年 1404 亿元，12 年 CAGR 为 20.55%，除 2013-2014 年行业调整期利润总额增速下滑外，其余保持正增长。其中 2008-2012 年利润增速保持两位数增长，主因白酒黄金十年行业处于扩容期所致；2019 年利润总额增速 14.5%，主因 2015 年行业复苏以来，2017 年白酒行业迎来丰收年，2018 年-2019 年白酒行业稳健增长年。

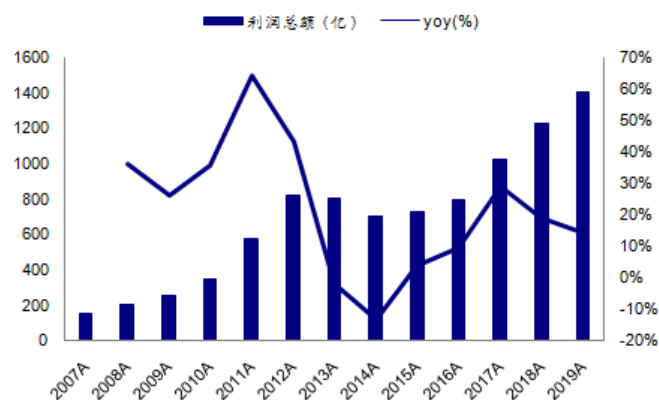
本轮白酒复苏以来，行业逐步从增量市场过渡到存量市场，竞争将越来越激烈，挤压效应将越来越明显，规模以上酒企数量下降成趋势，行业集中度将持续提升。

图9： 2007A-2019A 规模以上酒企数量(个)及 yoy(%)



资料来源：wind，国家统计局，新时代证券研究所

图10： 2007A-2019A 行业利润总额(亿元)及 yoy(%)



资料来源：wind，国家统计局，新时代证券研究所

2.3、湖南白酒市场：外来品牌实力较强，湘酒提升空间较大

湖南一直是白酒消费大省，本地饮食口味偏辣，饮酒方面浓香、酱香、兼香和本土馥郁香型在湖南地区具有良好的消费基础，其他香型的消费氛围较弱。

据佳酿网报道，湖南省酒类社会零售总额在 380 亿左右，其中白酒市场容量 270-300 亿左右，人均白酒量为 9.4 公斤左右，接近全国人均的 2 倍，但湖南本土酒企所占的市场比重较低。

表2：湖南省内白酒市场：高端酒基本被茅五泸占据、次高端本地酒鬼酒有一席之地

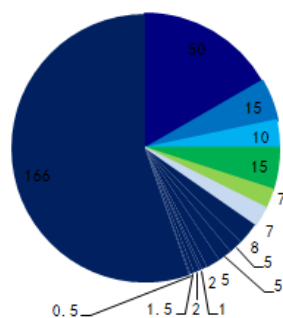
序号	主要品牌	湖南地区的销售额（亿）	序号	主要品牌	湖南地区的销售额（亿）
1	贵州茅台	50+	9、	湘窖	5
2	五粮液	15+	10、	武陵酒	5
3	泸州老窖	10+	11、	西凤酒	2
4	酒鬼酒	15+	12、	浏阳河	2
5	剑南春	7	13、	汾酒	1
6	洋河股份	7	14、	四特	1.5
7	水井坊	5	15、	雁峰酒业	0.5
8	郎酒	8			

资料来源：佳酿网，新时代证券研究所

目前外来酒占湖南市场比重超 70%，本地酒企占比不足 30%。高端酒市场基本被茅五泸及内参占据，次高端基本被酒鬼、剑南春、洋河、水井坊等所占据，中低端基本是湖南当地酒企如湘窖、武陵酒、浏阳河、雁峰酒业等。据佳酿网报道，目前湖南地区贵州茅台超 50 亿销售额、五粮液超 15 亿、泸州老窖超 10 亿、酒鬼酒超 15 亿、剑南春 7 亿左右、洋河股份 7 亿左右、水井坊 5 亿左右、郎酒 8 亿左右、湘窖 5 亿左右、武陵酒 5 亿左右、西凤酒 2 亿左右、浏阳河 2 亿左右、汾酒 1 亿左右、四特 1.5 亿左右、雁峰酒业 0.5 亿。根据测算，湘酒占比 10% 左右，其中酒鬼占比 5% 左右，相比洋河在江苏、汾酒在山西省占率仍有较大提升空间。

图11：湖南省内外地酒占较大优势

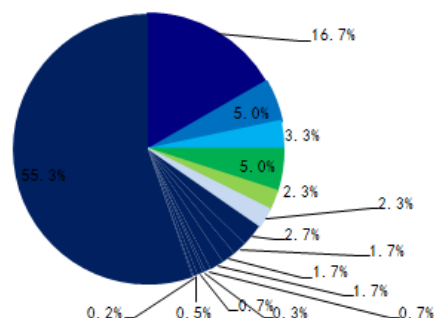
■贵州茅台 ■五粮液 ■泸州老窖 ■酒鬼酒 ■剑南春 ■洋河股份 ■郎酒 ■水井坊
 ■湘窖 ■武陵酒 ■西凤酒 ■汾酒 ■浏阳河 ■四特酒业 ■雁峰酒业 ■其他



资料来源：佳酿网，新时代证券研究所

图12：湘酒龙头酒鬼占比 5% 左右，仍有较大提升空间

■贵州茅台 ■五粮液 ■泸州老窖 ■酒鬼酒 ■剑南春 ■洋河股份 ■郎酒 ■水井坊
 ■湘窖 ■武陵酒 ■西凤酒 ■汾酒 ■浏阳河 ■四特酒业 ■雁峰酒业 ■其他



资料来源：佳酿网，新时代证券研究所

3、品牌、产品、价格、渠道重塑，市场成长路径逐步清晰

表3: 2015 年中粮集团全面接管酒鬼以来, 对公司进行一系列改革和调整

序号	重点方向	具体内容
1	内部管理机制	引入 BPM 审批系统对接等, 完成 SAP 系统、物流防伪系统、一物一码信息系统等搭建和运用
2	人员调整	聘任程军为公司副总兼财务总监, 主持日常工作; 王哲升至销售管理中心总经理, 全面负责三大品牌的营销工作; 聘任李文生先生为公司副总经理, 汤振羽先生为公司董事会秘书
3	组织架构调整	成立五大管理中心(生产管理、销售管理、品牌管理、财务管理、供应链管理以及综合管理中心), 明确定位, 强化品类管理
4	产品线梳理	目前已确立三大品牌、三大战略性单品
5	渠道端梳理	确立省内精耕细作、省外重点城市和地区布局
6	薪酬机制	推行薪酬考核体系改革, 完成职能部门、生产车间、销售体系薪酬套改工作
7	用人机制	完善经理人市场化聘任机制, 开展人才盘点, 完善晋降级制度
8	建立馥郁香型新标准	积极推动“馥郁香型白酒”国家标准起草、制定, 发扬光大中国馥郁香型白酒产业
9	拓展新零售及电商	产品入驻酒仙名酒城 500 家新零售门店, 重启苏宁易购合作, 开设京东“酒鬼酒”官方旗舰店

资料来源: wind, 公司年报, 新时代证券研究所

中粮对公司 4P 要素进行重塑, 具体分成四个方面: 品牌端, 强调无上妙品·文化酒鬼, 内参、酒鬼、湘泉三大品牌定位清晰; 产品端, 次高端及以上占比持续提升, 聚焦打造三大战略性单品; 价格端, 梳理产品价格体系, 全面导入控价模式; 渠道端, 内参股权经销商模式与酒鬼酒明确厂商分工。

3.1、品牌端: 无上妙品·文化酒鬼, 内参、酒鬼、湘泉三大品牌定位清晰

目前公司对三大品牌定位清晰, 其中内参定位于高端产品, 酒鬼定位于次高端产品, 湘泉定位于中低端产品。对三大品牌的产品策略分别是内参“稳价增量”、酒鬼“量价齐升”、湘泉“增品增量”。

表4: 公司对内参、酒鬼、湘泉进行明确定位

主要品牌	定位	竞品	产品策略	具体内容
内参	高端产品	普飞、普五、国窖 1573 等	稳价增量	不以涨价为主, 以增量为主, 以长沙、北京、广州为聚焦的圈层营销, 全部使用 8 年以上老酒, 资源稀缺
酒鬼	次高端	水晶剑、M3、井台装等	量价齐升	回归聚焦黄永玉 IP, 实现酒鬼的文化回归, 将湘西生态特色产区、馥郁香特色品类作为支撑 IP
湘泉	中低端	海之蓝、湘窖等	增品增量	以增量为先, 以产品置换渠道, 未来计划开 20 个专销产品运营商, 50 个品相条码

资料来源: wind, 公司年报, 新时代证券研究所

公司是馥郁香型白酒的始创者、白酒文化营销先行者, 也是洞藏文化酒的首创

者和白酒陶瓷包装时代的开创者。公司旗下品牌酒鬼酒、内参酒、湘泉酒主导产品均由中国美术大师、“画坛鬼才”黄永玉设计。

表5: 独特的馥郁文化, 个性独特、卓尔不群、酒中妙品、鬼斧神工

序号	内涵	具体内容
1	馥郁	形容香气浓厚, 也用来形容环境气氛
2	馥郁香	两香为兼、三香为馥, 一口可品 “前浓、中清、后酱” 馥郁三香
3	人生馥郁香	幸福的味道、美好的情感、包容的态度、美妙的情致、和谐的氛围

资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

“酒鬼”并非指贪杯醉酒之人, 更非借酒消愁之流, 而是代表超脱自由、胸怀才智、不甘平庸, 代表非同寻常、不居庙堂、特立独行。“内参”指的是内部参考读物之意, 指供领导或一定范围内的人阅读参考的内部文件, 在未批示允许公开前, 内参内容必须严格保密。这种用于提供特别信息的刊物统称“内参”, 大都为国家秘密, 且有多种秘密等级。因此, 内参代表品质与成功, 彰显尊贵与尊严, 蕴含使命与责任。

图13: 寓意深刻的高端白酒—内参酒



资料来源: 京东商城, 新时代证券研究所

图14: 全国战略性单品之 52 度红坛酒鬼酒



资料来源: 京东商城, 新时代证券研究所

“湘泉”指的是湘西水资源丰富, 大小溪河有近二千条且清泉密布, 大部分是承压矿泉水, 特别是酒鬼工业园内的龙、凤、兽(寿)三眼清泉, 成为酿制和勾调酒鬼酒的血液。

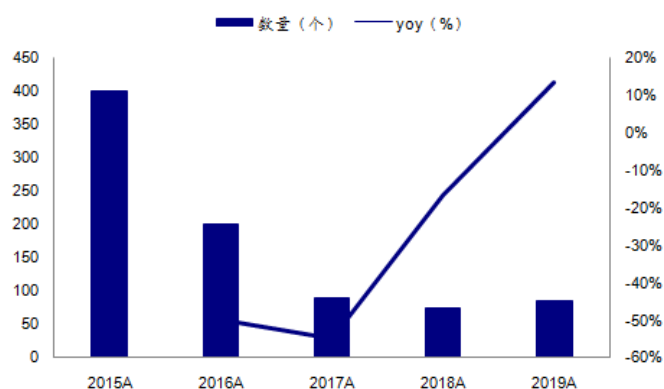
图15: 全国战略性单品之 52 度传承酒鬼酒

资料来源：京东商城，新时代证券研究所

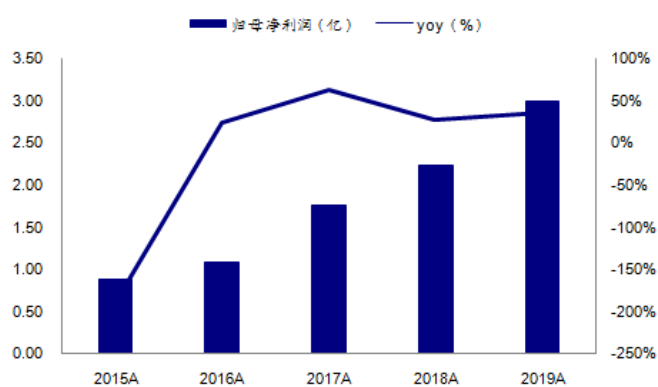
图16: 大众酒品牌代表湘泉酒

资料来源：京东商城，新时代证券研究所

公司于 2004 年推出内参，定位于高端白酒，终端零售价一度超过贵州茅台。但由于控股股东屡屡迭代致公司政策未能延续且精力分散，外加塑化剂事件及 2012 年三公消费致行业调整等，公司进入调整深水期。随着华孚集团并入中粮集团，中粮集团曲线收购酒鬼酒，中粮集团于 2015 年正式接管酒鬼酒，经历江国金、王浩两任董事长，两者都重点对酒鬼酒产品和渠道进行梳理。产品方面，不断压缩产品 SKU 数量，削减贴牌产品、低效的 SKU，其数量从 2015 年起 400 个压缩至 2019 年 85 个以内。目前已明确内参、酒鬼、湘泉三大品牌定位、三大战略性产品布局。

图17: 公司产品 SKU 目前已削减至 85 个以内

资料来源：wind，公司年报，新时代证券研究所

图18: 削减贴牌外加聚焦三大品牌，业绩持续释放

资料来源：wind，公司年报，新时代证券研究所

3.2、产品端：次高端及以上占比持续提升，聚焦打造三大战略性单品

2015 年自中粮入主以来，高度重视对公司的产品梳理，解决过去公司产品多而不精、杂而交错的问题。在确定三大品牌（内参、酒鬼和湘泉）的前提下对具体重点产品不断调整，目前已基本确立聚焦“内参酒”、“红坛酒鬼酒”、“传承酒鬼酒”三大战略单品。

表6：前期公司对产品布局策略不断调整，目前已确立三大战略性单品

时间	产品布局
2015 年	确立三个核心支柱单品：“内参酒”、“50 度酒鬼酒”、“红坛酒鬼酒”
2016 年	确立八大重点产品：内参酒、红坛酒鬼酒、紫坛酒鬼酒、精品酒鬼酒、酒鬼酒、简优湘泉酒、盒优湘泉酒、彩陶湘泉酒
2017 年	确立全国性战略单品内参酒、高度柔和红坛酒鬼酒，开发 42 “恬柔红坛”、“情怀”湘泉酒、42° 内品原浆酒
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
2019 年	继续聚焦“内参酒”、“红坛酒鬼酒”、“传承酒鬼酒”三大战略单品，进一步明确“内参”、“酒鬼”、“湘泉”三大品系的定位区隔和价格区隔

资料来源：wind，公司年报，新时代证券研究所

目前公司在三大战略性单品下进一步梳理优化产品线，丰富“内参酒”新品线，向上延伸推出“酒鬼 70 周年纪念酒”、“内参 70 周年纪念酒”、“内参大师酒”、“内参高尔夫酒”、“内参生肖酒(猪年)”等。而“酒鬼红坛”产品系列向上延伸，推出“红坛 20”、“红坛 30”等新品。

表7：公司产品按价格排序：内参>酒鬼>湘泉

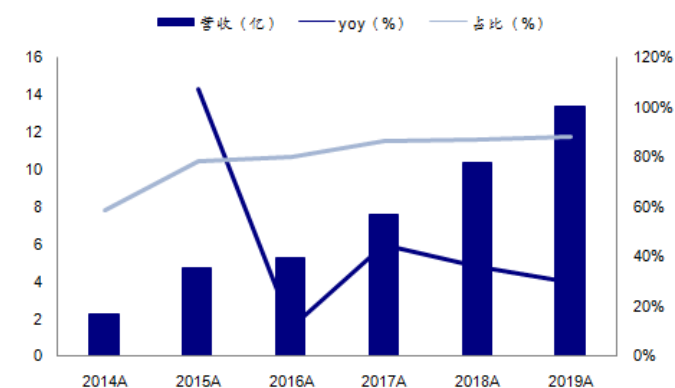
序号	主要品牌	代表产品	终端零售价（元）
1	内参	52 度内参 70	2999
		52 度内参大师	2599
		52 度内参	1499
2	酒鬼	52 度紫坛	539
		52 度传承	528
		52 度黑金	429
		52 度红坛	399
		50 度酒鬼	249
3	湘泉	52 度原浆湘泉	139
		52 度湘泉老坛	56
		54 度湘泉	50

资料来源：京东商城，新时代证券研究所

经过五年的不断梳理和聚焦产品，公司次高端及以上产品营收从 2014 年 2.27 亿增至 2019 年 13.36 亿，5 年 CAGR 为 42.55%；其占比从 2014 年 58.43%提升至 2019 年 88.37%。其中酒鬼系列营收从 2014 年 2.27 亿增至 2019 年 10.05 亿，5 年

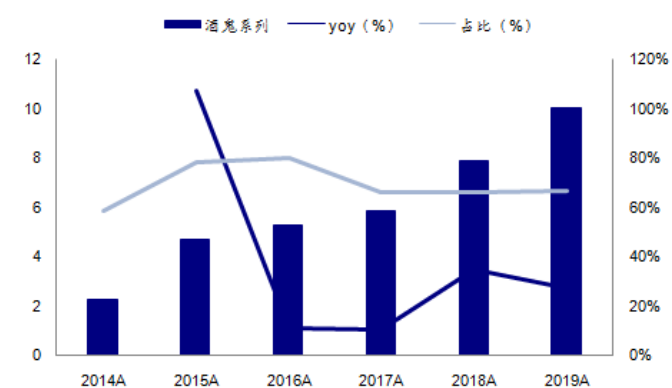
CAGR 为 34.66%，内参营收从 2017 年 1.77 亿增至 2019 年 3.31 亿，2 年 CAGR 为 36.75%。

图19： 目前公司次高端以上产品占比持续提升至 88%，近三年营收增速基本 30%以上



资料来源：wind，公司年报，新时代证券研究所

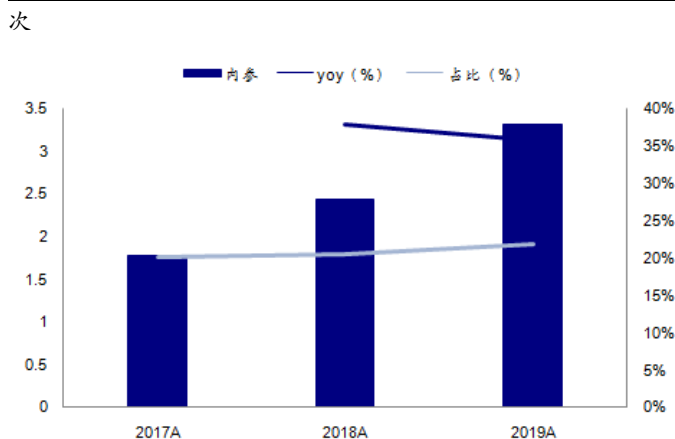
图20： 次高端产品酒鬼系列占比提升至 66.47%，酒鬼系列因产品 SKU 调整变化致增速有波动



资料来源：wind，公司年报，新时代证券研究所

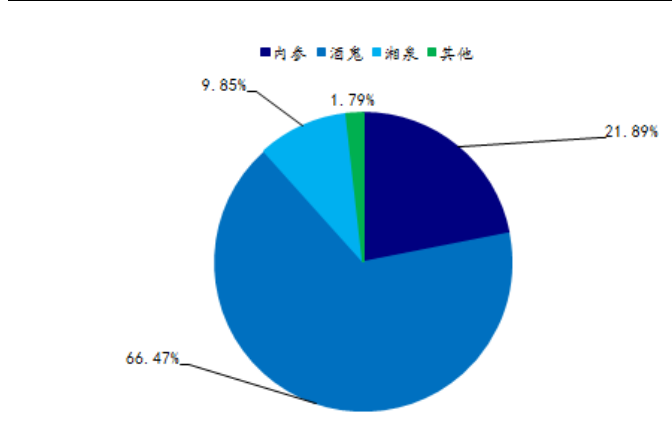
产品结构精简和优化带来次高端以上产品毛利率稳中有升，酒鬼系列毛利率从 2014 年 78.27% 提升至 2019 年 80.35%，内参毛利率近 90%。

图21： 公司内参占比已提升至 22%，未来占比有望达 30%以上



资料来源：wind，公司年报，新时代证券研究所

图22： 2019 年次高端及以上占比提升至 88.37%，其中酒鬼系列占比超 66%



资料来源：wind，公司年报，新时代证券研究所

3.3、价格端：重塑产品价格体系，全面导入控价模式

中粮入主以来，高度重视并梳理公司产品价格体系。2016 年 6 月对产品进行升级，推出高度柔和红坛酒鬼酒。红坛酒鬼酒也成为酒鬼酒产品体系中首款使用中粮背书的产品。中粮入主之前，公司与经销商议价能力较弱，管控终端价格能力较

弱。中粮入主后，全面导入控价模式，公司管控终端价格能力有所提升。重塑产品价格体系本质上是理顺产品价值链，激发各主要渠道商活力。

表8： 2017 年至今，公司多次对核心产品如内参、红坛酒鬼酒进行提价，目前效果初显

时间	提价内容
2017 年	7 月上调内参酒零售指导价 110 元/瓶，提价后终端指导价 1390 元/瓶
	11 月上调 52 度红坛酒鬼酒零售价至 568 元/瓶，提价 70 元/瓶
2018 年	7 月 15 日起，对 52 度高度柔和红坛和紫坛酒鬼酒分别提出厂价 22 元、20 元，终端价不变
2019 年	11 月 11 日起，内参酒销售公司暂停湖南省内 52 度 500ML 内参酒供货
	1 月 1 日起，52 度 500ML 内参酒平台商配额内战略价上调 50 元/瓶
2020 年	5 月 26 日起，红坛酒鬼酒（高度柔和）战略价上调 30 元/瓶
	6 月 25 日起，52 度 500mL 紫坛酒鬼酒(柔和)战略价上调 40 元/瓶

资料来源：微酒，酒业家，新时代证券研究所

2017 年以来至今，公司多次对核心产品如内参、红坛酒鬼酒等产品的出厂价、终端零售价进行提价，稳定并拉升公司产品价格体系。2020 年 5 月初，公司发布文件称自 5 月 26 日起，红坛酒鬼酒（高度柔和）战略价上调 30 元/瓶；自 6 月 25 日起，52 度 500mL 紫坛酒鬼酒(柔和)战略价上调 40 元/瓶。此次紫坛提价幅度 10% 左右，红坛提价幅度 8% 左右，整体利于拉升公司产品价格体系。

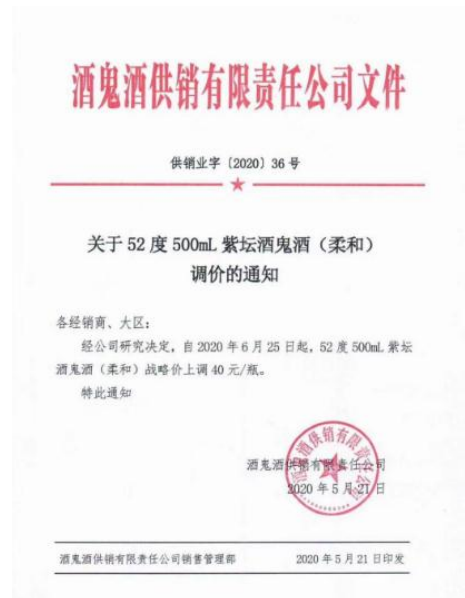
图23： 2020 年 1 月 1 日起，公司对内参平台商配额内战略价上调 50 元/瓶



次

资料来源：酒业家，新时代证券研究所

图24： 2020 年 6 月 25 日起，公司对紫坛进行提价，幅度在 10% 左右



资料来源：酒业家，新时代证券研究所

3.4、渠道端：内参股权经销商模式与酒鬼酒明确厂商分工

2018 年底公司在长沙成立内参酒销售有限责任公司，王哲任内参销售公司总经理，规划内参酒销售目标 2019 年同比翻一番，计划 2020 年和 2021 年持续高增长。内参酒销售公司由 30 多个经销商（主要是茅五经销商为主）共同出资成立，股东们自带渠道和资源。对于内参销售公司模式，我们认为内参销售公司既享受央企、国企资源，也赋予内参全民营化，这为内参公司带来活力，使内参的股东、厂商、员工达到三位一体、紧密合作。

图25： 内参销售公司由 30 多个大商出资成立

刘哲明	孟碧蓉	李利军	嘉升商贸	段志芬	类益酒文化	湖南省糖酒	凌祥酒业	...
7.49%	7.19%	5.99%	5.99%	5.99%	5.99%	4.79%	4.67%	51.9%

↓

内参销售公司

资料来源：wind，公司年报，新时代证券研究所

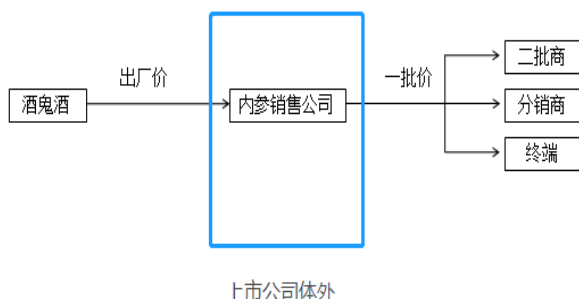
图26： 王哲任内参销售公司总经理



资料来源：wind，公司年报，新时代证券研究所

内参销售公司由一些前公司内参事业部员工、部分片区销售人员及公司部分财务等组成，这些人员通过和上市公司签解聘合同，再由内参销售公司重新聘请。对于内参销售公司，公司不干涉其资金运营，整体仍处于公司管理体系内。我们认为内参销售公司股东收益主要来自几点：第一，渠道价差；第二，分红收益；第三，公司额外奖励。

图27： 内参销售公司最大化捆绑核心经销商利益



资料来源：wind，公司年报，新时代证券研究所

图28： 内参销售公司股东收益主要有三点



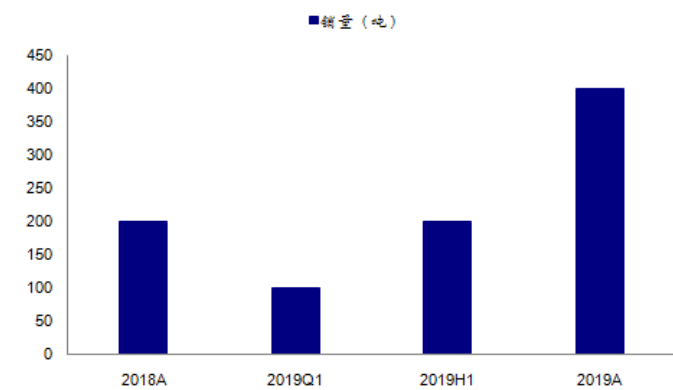
资料来源：wind，公司年报，新时代证券研究所

内参销售公司主要负责内参的销售和渠道建设，但整体的品牌投放和维护还是由上市公司负责。我们认为内参销售公司模式能最大化调动和捆绑核心经销商利益，

凝聚一批有实力有资源经销商，上市公司体外销售人员和费用支出，相对减少公司费用投入压力。

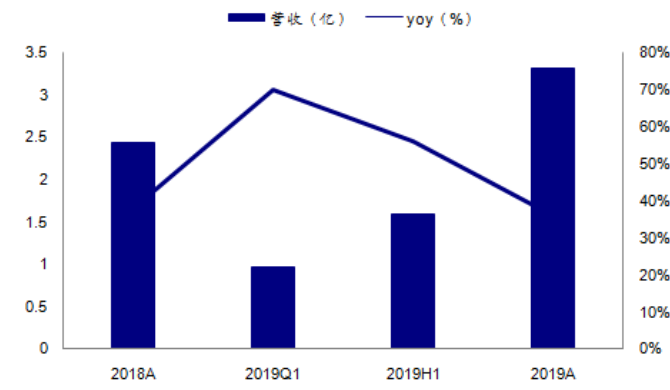
经过一年多的实践，内参模式效果初现。2018 年内参销量 200 吨左右，2019H1 内参实现销量 200 吨左右，2019 年底销量超 400 吨，实现翻倍目标。营收从 2018 年 2.44 亿增至 2019 年 3.31 亿，同增 36%。

图29： 内参销量 2019H1 已超 2018 年全年销量



资料来源：wind，公司年报，新时代证券研究所

图30： 内参整体向好态势不变



资料来源：wind，公司年报，新时代证券研究所

渠道模式上，除公司常规经销模式及内参销售公司模式外，还有内参专卖店模式。从 2019 年 10 月开始，内参酒专卖店已经陆续开设，目前已有超 20 家，2020 年内参酒专卖店计划开设 100 家。内参专卖店模式并不是直营店，而是和当地有丰富团购资源经销商合作，公司给予经销商装修、租金、人员、品鉴等方面支持。在该模式下，专卖店开店成本大大降低，我们认为和当地经销商合作也有助于内参酒拓展客户。内参销售公司模式和内参专卖店模式两者本质上是公司省内精耕细作、省外重点布局下的深度协销模式，尽可能最大调动经销商积极性，运用经销商资源和人脉，实现厂商双方互利共赢。

3.5、区域扩张：省内渠道扁平化，省外华北、华东、华南重点布局

目前公司已确立省内精耕细作、省外重点布局战略。省内精耕细作、渠道下沉至县区，以长沙、湘西样板市场建设为引领，向品牌驱动型和终端服务型转变，促进湖南根据地市场直控终端全面落地。省外京津冀、山东、河南为战略市场，覆盖至地级市；广东、华东等市场为重点市场，覆盖重点地级市。

表9： 省内渠道下沉、省外华北、华东、华南重点布局

区域	区域战略
湖南省内	精耕细作、渠道下沉至县区，以长沙、湘西样板市场建设为引领，下沉至县区，直控终端全面落地
省外地区	省外京津冀、山东、河南为战略市场，覆盖至地级市；广东、华东等市场为重点市场，覆盖重点地级市

资料来源：wind，公司年报，新时代证券研究所

分品牌来看，内参深耕湖南，布局北京、河北、广东等战略市场，成立北京、华北、中原、华南四个省外战区，开启“内参”酒全国化进程。此外，公司有序建设“内参”核心店、“内参”形象店和“内参”专卖店，有效实施“牛团队工程、优商工程、智慧终端工程、名人堂落地工程”等重点工作。目前已有超 20 家内参专卖店，“内参酒”省内已完成 793 家终端直营商建设，可控售点分销实现全覆盖。经过近三年的努力，内参实现较高增，营收从 2017 年 1.77 亿增至 2019 年 3.31 亿，2 年 CAGR 为 36.75%，近两年增速超 35%。

表10： 内参、酒鬼系列均深耕湖南大本营，但省外扩张各有侧重点

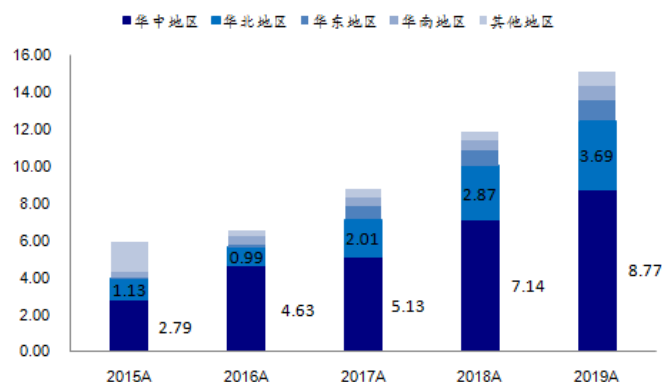
主要品牌	区域扩张战略
内参	深耕湖南，布局北京、河北、广东等战略市场，成立北京、华北、中原、华南四个省外战区
酒鬼系列	深耕湖南，以华北为战略市场（京津冀、山东、河南），以华东、广东为重点市场，其它省份为机会市场

资料来源：wind，公司年报，新时代证券研究所

酒鬼系列深耕湖南市场（核心市场），以华北为战略市场（京津冀、山东、河南），以华东、广东为重点市场，其它省份为机会市场。战略市场中的地级市场、核心市场中的地级及县级市场基本实现产品全覆盖。

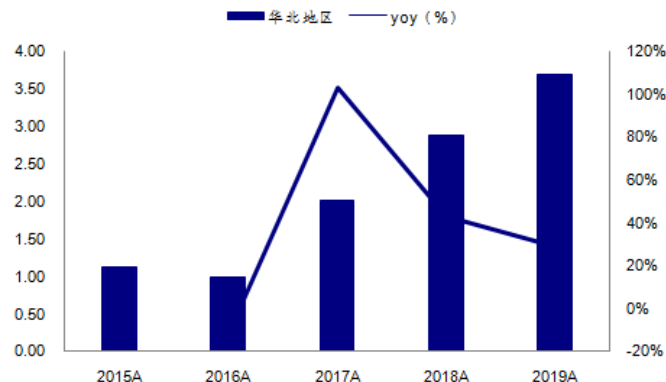
目前湖南市场和战略市场（京津冀、山东、河南）可控售点分销覆盖率大幅提升。公司优势区域华中地区和华北地区合计占比从 2015 年 65.22% 提升至 2019 年 82.41%，优势区域持续发力；其中华北地区营收从 2015 年 1.13 亿增至 2019 年 3.69 亿，4 年 CAGR 为 34.43%。

图31： 2015A-2019A 华中地区、华北地区为公司优势地区，合计占比已提至 2019 年 82%



资料来源：wind，公司年报，新时代证券研究所

图32： 近三年公司优势区域华北地区增速基本 30%以上

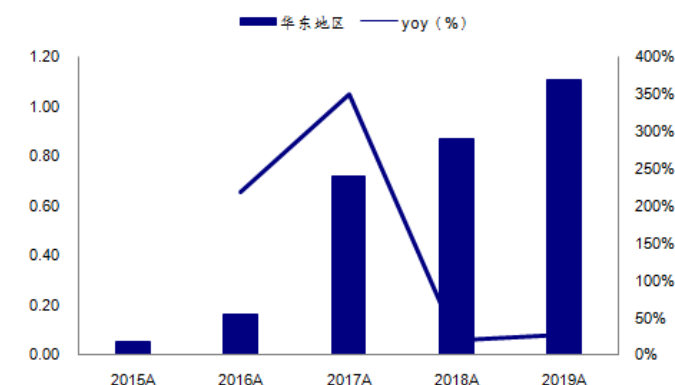


资料来源：wind，公司年报，新时代证券研究所

机会性市场华东地区和华南地区亦有不错表现。公司华东地区营收从 2015 年 0.05 亿增至 2019 年 1.11 亿，4 年 CAGR 为 117.06%，占比从 2015 年 0.83% 提升至 2019 年 7.34%。华南地区营收从 2015 年 0.34 亿增至 2019 年 0.70 亿，4 年 CAGR

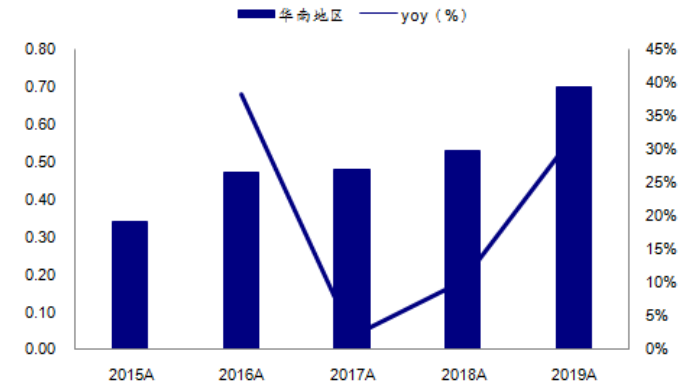
为 19.79%，占比从 2015 年 5.66% 微降至 2019 年 4.63%，华南地区还有较大提升空间。

图33： 近三年公司机会性市场-华东地区低基数高增长，持续发力



资料来源：wind，公司年报，新时代证券研究所

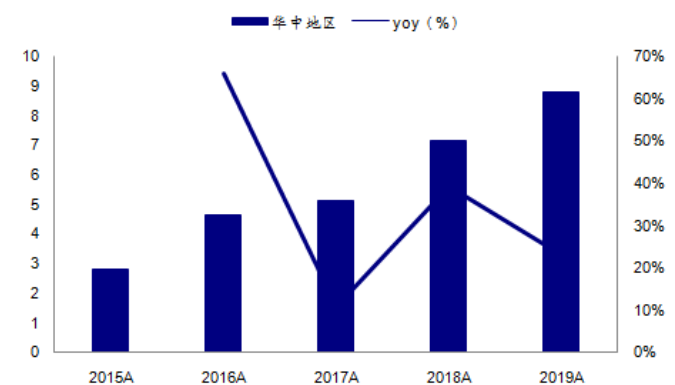
图34： 近三年公司机会性市场-华南地区增速呈现加速增长态势



资料来源：wind，公司年报，新时代证券研究所

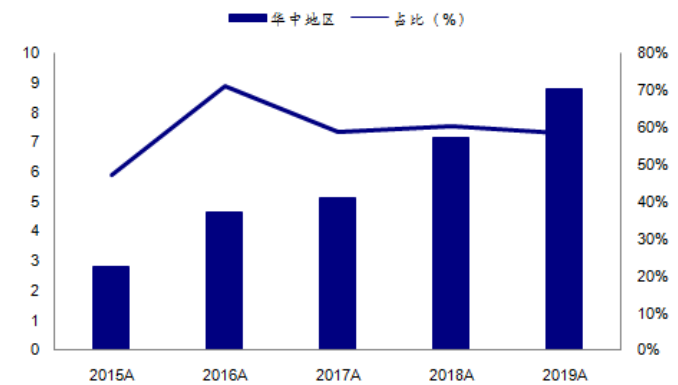
公司所处湖南位于华中地区的营收从 2015 年 2.79 亿增至 2019 年 8.77 亿，4 年 CAGR 为 33.15%，其占比从 2015 年 47.05% 提升至 2019 年 58.20%，省内渠道下沉效果明显，省外由于战略调整及实施需要时间，未来有望逐步提升。

图35： 因产品和渠道调整，近 4 年公司营收增速出现波动



资料来源：wind，公司年报，新时代证券研究所

图36： 公司省内精耕细作、渠道下沉至县区效果初现，省内占比持续提升

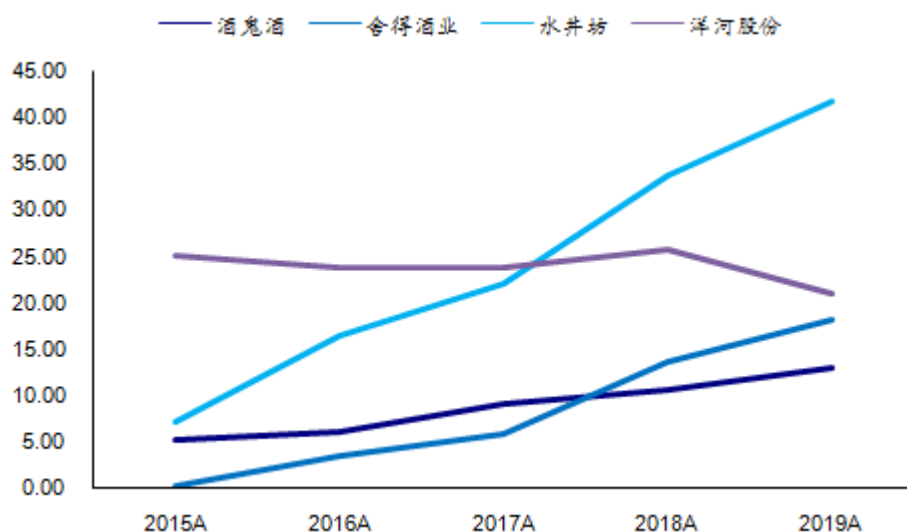


资料来源：wind，公司年报，新时代证券研究所

4、财务分析：ROE 逐年提升，公司业绩改善明显

由于酒鬼酒既属于次高端酒企，又属于区域白酒龙头，故我们选择水井坊、舍得酒业和洋河股份与其进行财务分析比较。

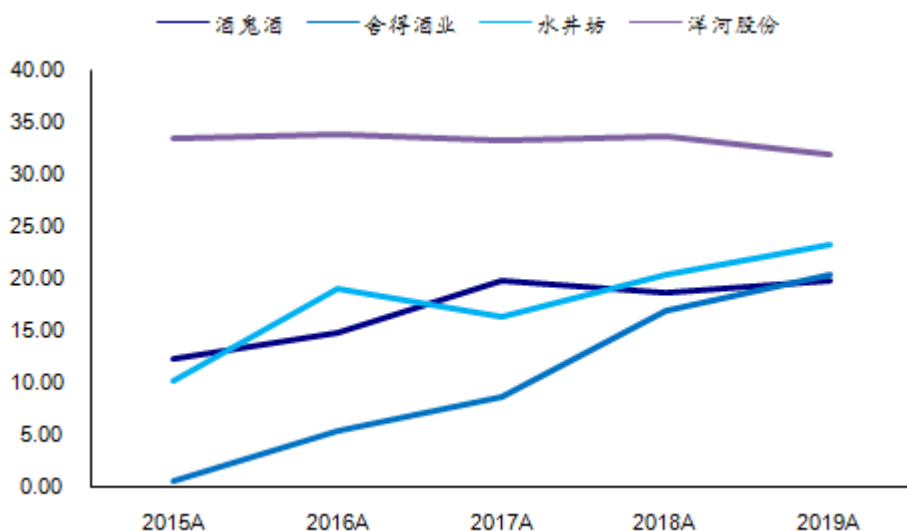
近五年公司 ROE 水平持续提升，从 2015 年 5.17% 提升至 2019 年 12.99%，但公司 ROE 整体水平一直低于可比公司，那么原因是什么？接下来我们从销售净利率、总资产周转率及权益乘数三个角度来具体分析。

图37: 2015A-2019A 公司 ROE 持续提升, 但低于可比公司

资料来源: Wind, 公司年报, 新时代证券研究所

4.1、销售净利率: 产品结构优化推升净利率

公司近五年净利率稳步提升, 从 2015 年 12.35% 提升至 2019 年 19.81%, 5 年提升 7.5pcts, 主因产品结构持续优化特别是内参+酒鬼系列比重稳步提至 88% 及部分产品提价等。可比公司近五年来, 净利率也基本稳步提升, 如舍得酒业从 2015 年 0.62% 提升至 2019 年 20.32%, 水井坊从 2015 年 10.29% 提升至 2019 年 23.35%。舍得酒业、水井坊净利率持续提升是因为其产品结构持续优化及部分提价因素, 稳步上升。洋河股份因 2019 年下半年主动调整致净利率从 2018 年 33.59% 下降至 2019 年 31.94%。

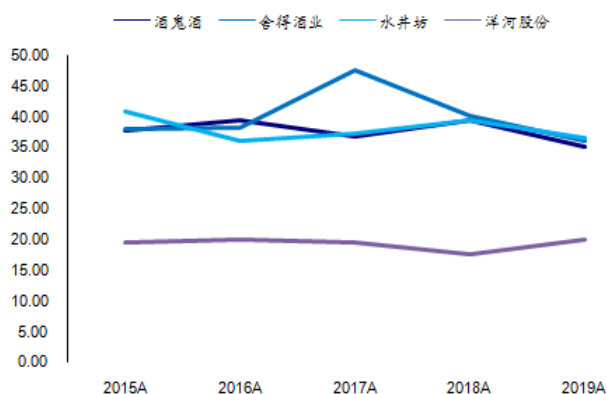
图38: 2015A-2019A 公司净利率稳步提升

资料来源: Wind, 公司年报, 新时代证券研究所

具体来看, 公司期间费用率从 2015 年 37.54% 下降 2019 年 35.03%, 除洋河股

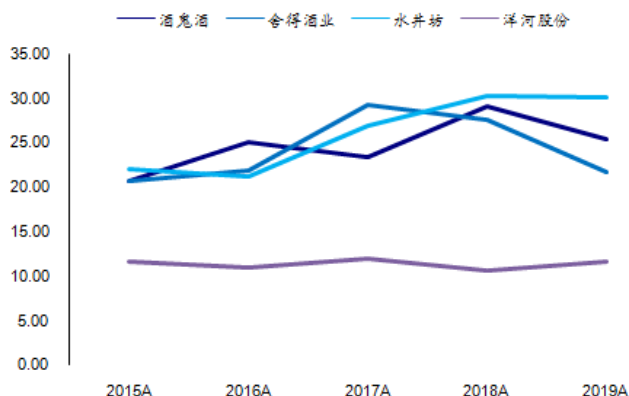
份以外其他两家也逐年下降。销售费用率方面，公司从2015年20.69%上升至2019年25.39%，舍得酒业、水井坊因提升品牌力投放费用至销售费用率提升，洋河股份规模效应下销售费用率稳步下降。管理费用率方面，公司从2015年16.74%下降至2019年10.33%，其他三家也逐年下降。财务费用率方面，公司从2015年0.11%下降至2019年-0.70%，其他三家均下降。

图39： 2015A-2019A 公司期间费用率逐年下降，可比公司期间费用率基本下降



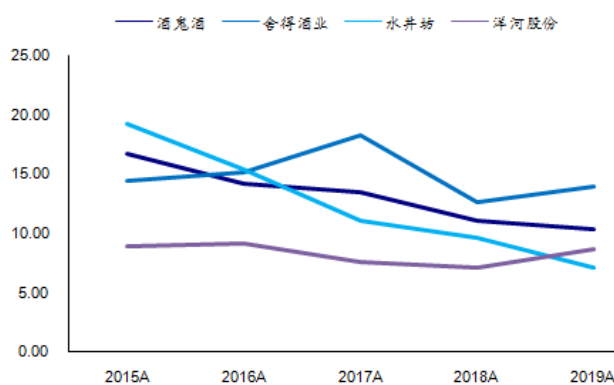
资料来源：wind，新时代证券研究所

图40： 2015A-2019A 公司因拓展市场致销售费用率提升，可比公司销售费用率提升



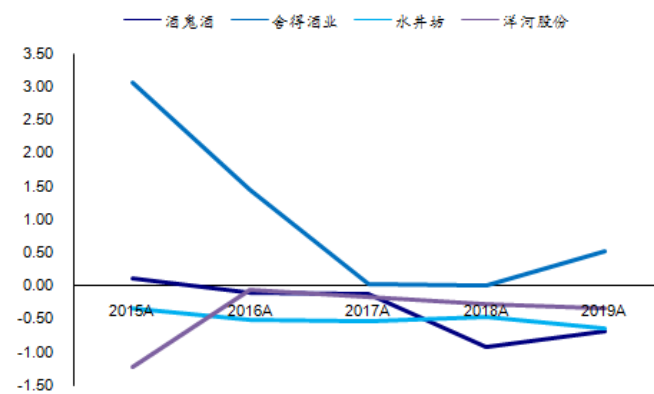
资料来源：wind，新时代证券研究所

图41： 规模效应下公司与可比公司管理费用率均出现下降



资料来源：wind，新时代证券研究所

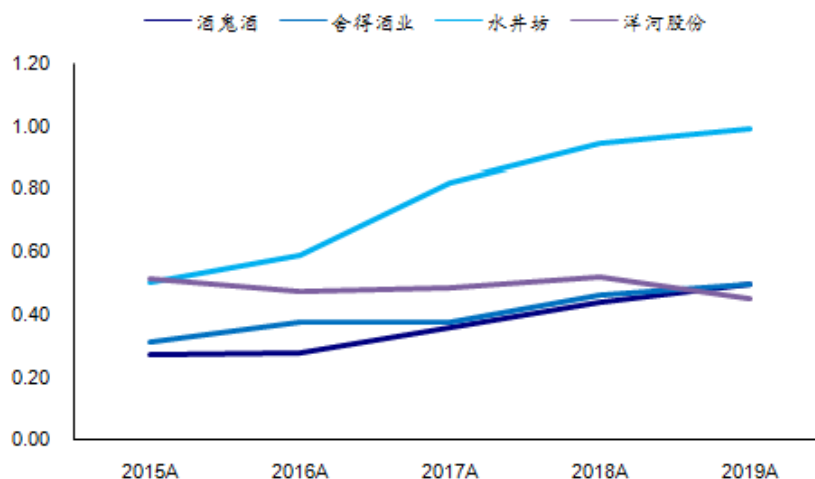
图42： 2015A-2019A 公司与可比公司财务费用率均出现下降，甚至为负值



资料来源：wind，新时代证券研究所

4.2、总资产周转率：周转率持续提升，受益公司内部机制改善

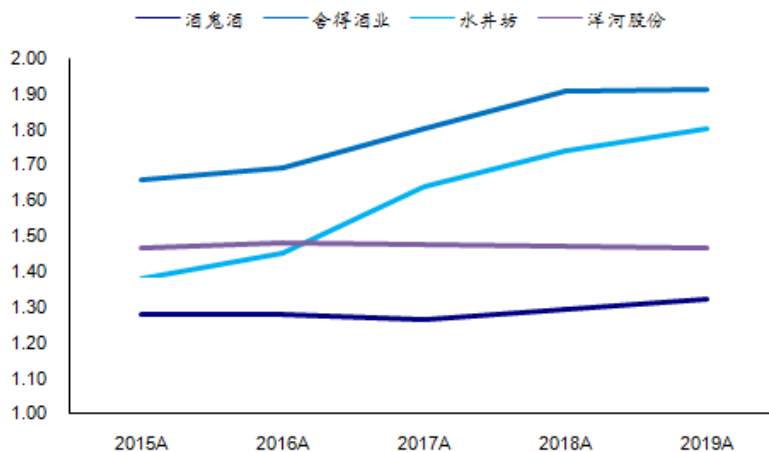
近五年随着公司基本面出现边际改善，公司整体盈利能力有所提升，这一点在周转率上反映的比较明显。公司周转率从2015年0.27次提升至2019年0.50次。可比公司洋河股份近五年周转率一直稳定在0.4-0.5次，而水井坊和舍得酒业周转率则分别稳步提升至0.99次/0.50次。

图43: 2015A-2019A 公司与可比公司总资产周转率(次)一览

资料来源: wind, 新时代证券研究所

4.3、权益乘数: 重资产模式, 财务杠杆较高

由于酒企本身包括窖池、用地及生产设备, 外加因企业发展有时需要融资发债扩建产能等等, 酒企基本是重资产模式。公司权益乘数比较稳定, 基本稳定在 1.3 左右, 与可比公司相比要低一点(洋河股份稳定在 1.47 左右, 水井坊和舍得酒业偏激进在 1.80 以上), 反映出公司求稳心态。

图44: 2015A-2019A 公司与可比公司权益乘数一览

资料来源: wind, 新时代证券研究所

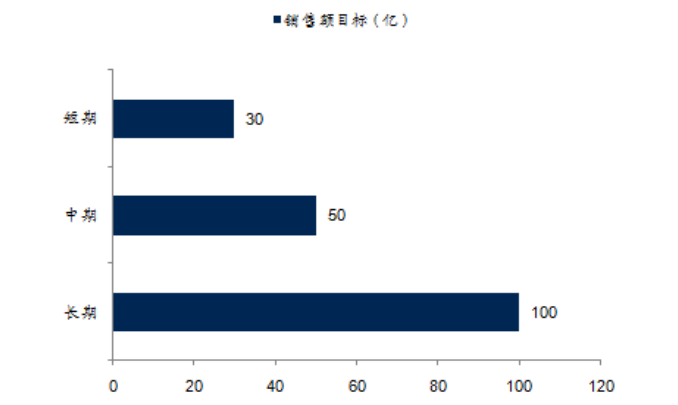
5、未来看点: 省内外双管齐下, 三大单品齐发力

5.1、短期 30 亿、中期 50 亿、长期 100 亿销售目标

2019 年春糖会期间, 公司召开酒鬼酒战略发布会, 确立短期 30 亿、中期 50

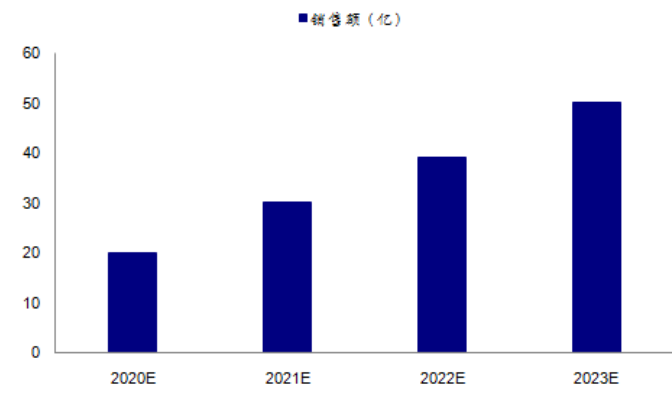
亿、长期 100 亿的销售目标。当前公司目标明确，人事管理改善显著，产品渠道梳理清晰，我们认为短中期目标有望未来 3-5 年实现。

图45： 公司目标明确，短中长期目标 30、50、100 亿



资料来源：wind，公司公告，新时代证券研究所

图46： 短中期目标有望未来 3-5 年实现

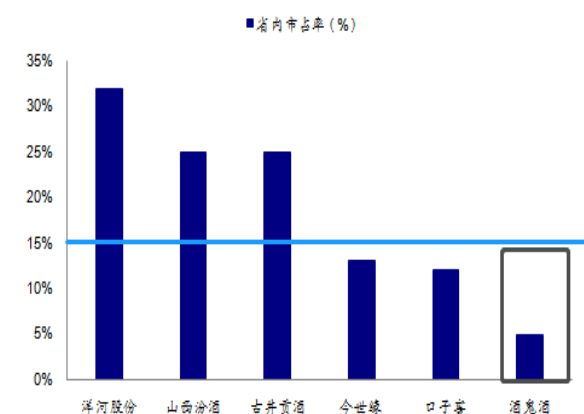


资料来源：新时代证券研究所预测

5.2、省内市占率有望达 15%以上，省外重点市场尚未完全恢复

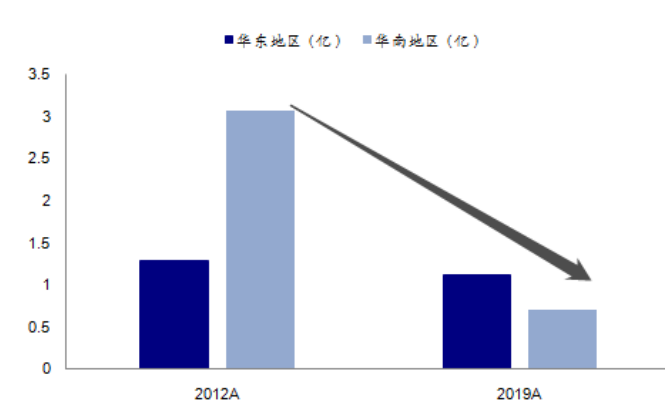
公司在湖南省内市占率 5% 左右，相比其他龙头如洋河股份（超 30%）、古井贡酒（25% 左右）、山西汾酒（25% 左右）等所在省内市占率仍有较大提升空间。经过测算，我们认为公司市占率未来有望达 15% 以上（即酒鬼酒销售额 45-50 亿），相比目前至少有三倍以上提升空间。

图47： 未来酒鬼酒省内市占率有望达 15%以上



资料来源：wind，公司年报，新时代证券研究所

图48： 省外华东、华南地区尚未完全恢复



资料来源：wind，公司年报，新时代证券研究所

公司省外优势区域华北地区 2019 年（营收 3.69 亿）已恢复并超越历史最好成绩（2012 年 2.77 亿营收），但省外重点市场华东地区、华南地区尚未超越历史最高峰。2012 年（历史最好成绩）华东地区和华南地区营收分别为 1.28 亿、3.07 亿，而 2019 年它们营收分别为 1.11 亿、0.70 亿，省外仍有较大发力空间。

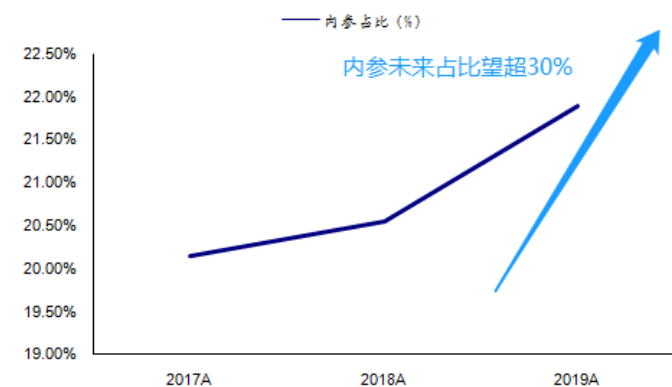
5.3、三大单品齐发力，内参占比望达 30%以上

公司目前已经确立三大战略性单品：内参、红坛酒鬼酒、传承版酒鬼酒，未来公司将聚焦资源打造这三大战略性单品。前文我们已阐述公司次高端以上产品占比持续提升，其中内参占比从 2017 年 20.15% 提升至 2019 年 21.89%。我们认为内参未来占比有望持续至 30% 以上，主要基于以下几个理由：

第一，内参模式效果初现，坚持四个不变原则。内参作为公司主推的三大战略性单品之一，中粮集团高度重视对内参的打造，提出“品内参，知大事”口号，外加内参处于势能持续提升期，我们认为内参未来仍有望保持高增长。2020 年公司对内参坚持四个不变原则：（1）坚持打造中国第一高端文化名酒，做全国四大高端白酒品牌之一的战略不变；（2）坚持走内参酒高速发展之路的目标不变；（3）依托央企背景，坚持走民营化改革、高效之路的体制不变；（4）深度捆绑客户利益，不断提升核心客户盈利水平的模式不变；

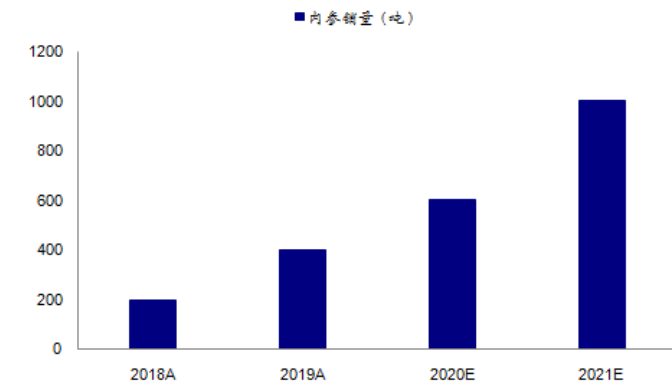
第二，销量有望持续高增长，坚持五大营销方向。根据 2019 年年报显示，2019 年内参销量已超 400 吨，同比 2018 年实现翻番，实现高增长。2020Q1 疫情影响下，内参全年翻倍实现有难度，但我们认为公司上下团结一心（原内参销售公司负责人王哲先生已升职为内参、酒鬼和湘泉三大品牌负责人，继续延续内参政策），2020 年内参销量仍有望持续高增长。公司有意打造内参酒成为酒鬼酒旗下的价值新标杆、文化新标杆、模式新标杆和销量的新标杆。营销方面，公司坚持内参酒的稀缺特性，坚持价值营销、文化营销、圈层营销、会议营销、公关营销。

图49： 未来内参占比有望提升至 30%以上



资料来源：wind，公司年报，新时代证券研究所

图50： 未来内参销量仍有望持续高增长



资料来源：wind，公司年报，新时代证券研究所

5.4、借力中粮酒业，品牌内涵逐步丰富及传播效能提升

公司作为中粮酒业旗下唯一一家白酒上市公司，得到中粮酒业乃至中粮集团的大力支持。近几年随着酒鬼酒人事变动等基本稳定，管理机制持续改善，产品和渠道梳理基本完毕，中粮持续支持酒鬼酒，酒鬼的品牌力持续提升。当前中粮主要通过以下方式支持酒鬼酒：

第一，通过三个维度（品牌高度、品牌热度和品牌粘度）进行传播，公司品牌

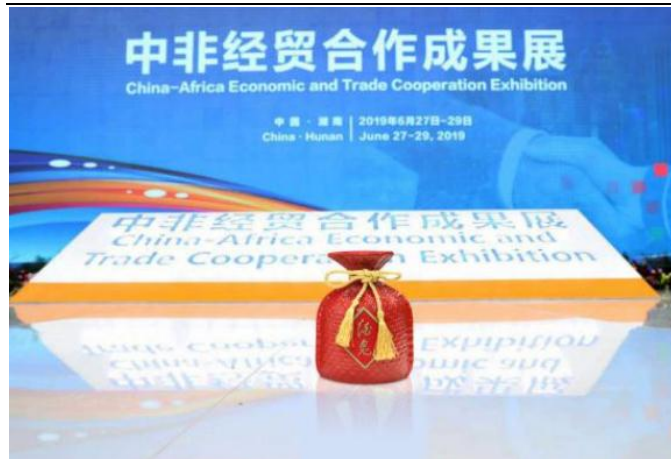
形象持续提升。2019 年以来，“酒鬼酒”冠名 CCTV-5《直播周末》，“内参酒”成为 CCTV 财经频道《对话》、新华社《参考消息》合作伙伴。“内参酒”、“酒鬼酒”亮相第 13 届夏季达沃斯论坛年会、首届中非经贸博览会、西安欧亚论坛等国际舞台，其中“红坛酒鬼酒”成为首届中非经贸博览会指定用酒，“内参酒”成为第十四届中国 CFO 大会合作伙伴。2019 年“第十一届华樽杯中国酒类品牌价值 200 强”活动评定“酒鬼”品牌价值为 318 亿元、“内参”品牌价值为 203.52 亿元，公司品牌形象持续提升。

图51: 内参成为《对话》合作伙伴



资料来源: wind, 公司年报, 新时代证券研究所

图52: 红坛酒鬼酒成为首届中非经贸博览会指定用酒



资料来源: wind, 公司年报, 新时代证券研究所

第二，供应链方面推进生产技术标准化、真实年份认证工作。中粮集团引入中粮营养研究院、中国发酵研究院、北京工商大学等科研团队，就馥郁香型白酒的香味特征、健康成份、国家标准等方面开展系统研究，馥郁香型白酒作为中国白酒 12 大香型之一获国家标准立项。此外，推进真实年份认证工作，“内参大师酒”成为“中国酒业协会白酒年份酒联盟”标准认证首款年份酒。

图53: 馥郁香型白酒作为中国白酒 12 大香型之一获国家标准立项



资料来源: wind, 公司年报, 新时代证券研究所

图54: 内参大师酒成为中国酒业协会白酒年份酒联盟标准认证首款年份酒



资料来源: wind, 公司年报, 新时代证券研究所

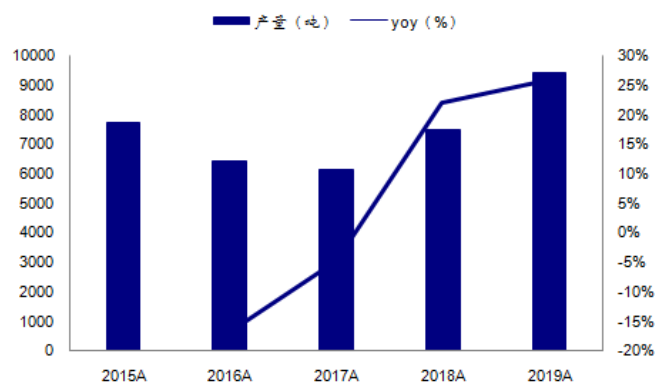
第三, 扩大馥郁香型白酒产能, 振兴湘酒。中粮将利用湘西州资源禀赋, 分步启动酒鬼酒酿酒生产三区建设, 逐步扩大馥郁香型白酒产能, 打造中国馥郁香型白酒特色产区, 科学规划酒鬼酒生态文化工业旅游园, 放大酒鬼酒品牌价值。通过做优品质、做强品牌、做大产业, 引领湘酒发展, 将馥郁香型酒鬼酒打造成湖湘文化名片和湘酒第一品牌。

图55: 酒鬼酒生态文化工业旅游园



资料来源: wind, 公司年报, 新时代证券研究所

图56: 公司产量持续提升, 预计 2020 年有望超万吨



资料来源: wind, 公司年报, 新时代证券研究所

6、盈利预测及投资建议

6.1、盈利预测

公司产品主要分成三大品牌：内参、酒鬼、湘泉，我们预计公司 2020-2022 年公司营收增速分别为 13.0%、23.8%、22.8%，归母净利润增速分别为 24.6%、25.1%、26.4%，对公司假设如下：

- (1) 内参销量未来三年有望持续高增长；
- (2) 酒鬼系列旗下两大战略性单品红坛酒鬼酒和传承版有望快速放量；
- (3) 中低端湘泉产品未来三年有望增品增量，保持稳健增长态势；
- (4) 省内样板市场长沙、湘西等未来有望持续保持较高增长；
- (5) 省外华北保持稳健增长态势、华东、广东市场实现较高增长。

表11： 2020E-2022E 酒鬼酒分产品预测表

单位：百万元	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
内参						
营收	176.57	244.46	331.04	423.73	567.80	743.82
增速		38.45%	35.42%	28.00%	34.00%	31.00%
酒鬼系列						
营收	583.43	787.90	1005.41	1075.79	1280.19	1510.62
增速	10.93%	35.05%	27.61%	7.00%	19.00%	18.00%
湘泉系列						
营收	83.70	109.34	148.94	178.72	225.19	281.49
增速	-32.77%	30.64%	36.21%	20.00%	26.00%	25.00%
合计						
总营收	878.33	1,186.88	1,511.90	1,707.73	2,113.97	2,596.19
增速	34.13%	35.13%	27.38%	12.95%	23.79%	22.81%

资料来源：wind，新时代证券研究所预测

6.2、估值水平

由于公司既是次高端企业，又是区域白酒龙头，故我们选择洋河股份、古井贡酒、今世缘、水井坊作比较。经过测算，可比公司 2020 年 PE 平均为 27.92 倍。

由于公司处于成长期且内部机制出现明显改善，对标其他省内龙头如洋河股份在省内主流价格带、市占率和净利率，我们认为公司未来省内市占率有望提升至 15% 以上，相比目前有三倍以上提升空间，净利率仍有提升空间。因此，给予 2020 年 35 倍以上估值比较合适。

表12: 可比公司估值

公司	总市值(亿)	股价(元)	EPS			PE		
		2020年06月16日	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
洋河股份	1620	107.51	5.16	5.75	6.90	20.84	18.70	15.58
古井贡酒	727	144.21	4.63	5.30	6.22	31.15	27.21	23.18
水井坊	270	55.30	1.79	2.10	2.49	30.89	26.33	22.21
今世缘	473	37.75	1.31	1.64	2.10	28.82	23.02	17.98
平均			1.55	1.87	2.30	27.92	23.81	19.74
酒鬼酒	184	56.65	1.15	1.44	1.82	49.26	39.34	31.13

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

6.3、投资建议

我们看好公司管理机制逐步改善及4P要素重塑, 给予2020-2022年EPS分别为1.15/1.44/1.82元, 当前股价对应PE分别为49/39/31, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

7、风险提示

食品安全问题; 改革不及预期; 省内竞争进一步加剧。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2095	2467	2516	3024	3387
现金	1007	1318	1581	1653	1942
应收票据及应收账款合计	246	204	8	10	13
其他应收款	11	6	19	11	25
预付账款	10	4	14	7	19
存货	822	933	892	1341	1386
其他流动资产	0	1	1	1	1
非流动资产	776	762	844	1010	1177
长期投资	45	43	40	37	33
固定资产	479	426	501	654	807
无形资产	96	200	210	223	240
其他非流动资产	156	93	93	96	98
资产总计	2870	3229	3360	4034	4564
流动负债	680	784	620	881	881
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款合计	89	120	0	0	0
其他流动负债	592	664	620	881	881
非流动负债	10	14	14	14	14
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	10	14	14	14	14
负债合计	690	798	634	895	895
少数股东权益	0	0	-12	-17	-23
股本	325	325	325	325	325
资本公积	1161	1161	1161	1161	1161
留存收益	693	944	1211	1561	2007
归属母公司股东权益	2180	2430	2739	3156	3692
负债和股东权益	2870	3229	3360	4034	4564

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	212	382	416	301	546
净利润	223	299	361	462	584
折旧摊销	37	41	41	53	68
财务费用	-11	-11	-18	-19	-15
投资损失	-18	-11	-18	-21	-17
营运资金变动	-42	25	49	-174	-74
其他经营现金流	23	38	0	0	0
投资活动现金流	102	378	-105	-198	-219
资本支出	122	35	85	169	172
长期投资	200	400	3	4	4
其他投资现金流	424	814	-17	-25	-43
筹资活动现金流	-49	-49	-47	-31	-38
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-49	-49	-47	-31	-38
现金净增加额	266	711	264	72	289

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1187	1512	1708	2114	2596
营业成本	251	336	350	428	523
营业税金及附加	190	241	272	334	405
营业费用	346	384	465	567	675
管理费用	128	147	172	205	241
研发费用	4	10	4	6	10
财务费用	-11	-11	-18	-19	-15
资产减值损失	6	-18	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	2	2	1	2	2
投资净收益	18	11	18	21	17
营业利润	295	400	483	615	776
营业外收入	4	2	2	2	3
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	299	401	484	616	778
所得税	76	101	123	155	195
净利润	223	299	361	462	584
少数股东损益	0	0	-12	-5	-6
归属母公司净利润	223	299	373	467	590
EBITDA	306	402	482	621	792
EPS(元)	0.69	0.92	1.15	1.44	1.82

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	35.1	27.4	13.0	23.8	22.8
营业利润(%)	28.6	35.7	20.8	27.3	26.2
归属于母公司净利润(%)	26.5	34.5	24.6	25.1	26.4
获利能力					
毛利率(%)	78.8	77.8	79.5	79.8	79.9
净利率(%)	18.8	19.8	21.8	22.1	22.7
ROE(%)	10.2	12.3	13.2	14.7	15.9
ROIC(%)	19.6	26.8	31.2	30.3	32.8
偿债能力					
资产负债率(%)	24.1	24.7	18.9	22.2	19.6
净负债比率(%)	-45.9	-54.0	-57.8	-52.5	-52.8
流动比率	3.1	3.1	4.1	3.4	3.8
速动比率	1.9	1.9	2.6	1.9	2.2
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	6.6	6.7	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	3.5	3.2	0.0	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.69	0.92	1.15	1.44	1.82
每股经营现金流(最新摊薄)	2.50	1.14	1.28	0.93	1.68
每股净资产(最新摊薄)	6.71	7.48	8.43	9.71	11.36
估值比率					
P/E	82.7	61.5	49.3	39.4	31.2
P/B	8.4	7.6	6.7	5.8	5.0
EV/EBITDA	56.9	42.5	34.9	27.0	20.8

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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

分析师介绍

孙山山，食品饮料分析师，深圳大学经济学硕士，2017年9月从事券商行业研究工作，曾就职于国信证券，任食品饮料分析师。现任新时代证券，从事食品饮料行业研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

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

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

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

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

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

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

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

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

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

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

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

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

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

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京 郝颖 销售总监

固话：010-69004649

邮箱：haoying1@xsdzq.cn

上海 吕筱琪 销售总监

固话：021-68865595 转 258

邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn

广深 吴林蔓 销售总监

固话：0755-82291898

邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>