

酒鬼酒 (000799)

饮料制造/食品饮料

发布时间: 2020-09-29

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

上次评级: 买入

独特馥郁香, 高端酒内参闪耀崛起

报告摘要:

中粮入主后治理全面提升, 公司进入发展快车道。公司位于神秘湘西, 独特的馥郁香“523”工艺及独具匠心的文化酒定位赋予酒鬼酒强大的品牌力和生命力, 1998 年公司营收规模位居行业前列, 利润规模仅次于五粮液, 甚至高于茅台。其后到 2014 年, 由于控股股东及经营团队的频繁变更, 以及内部治理问题, 公司错失白酒十年黄金发展期, 营收/利润下降到 3.88/-0.97 亿元, 行业地位大幅下降。2015 年, 中粮集团成为控股股东, 全方面对公司进行品牌拔高、市场聚焦、体制优化、内控提升、团队打造、产能扩张, 公司再次进入发展的快车道。

内参销售模式转变释放经营活力, 品牌拉力和渠道推力共同提升, 短期翻倍增长提升盈利能力, 长期全国化打开成长空间。2018 年底多位亿元白酒大商共同设立内参销售公司, 对内参品牌进行单独运作, 转变厂商关系、增长模式、经营机制, 释放品牌活力。通过树立中国高端文化第一白酒品牌形象以及市场秩序管控维护经销商合理利润, 内参品牌拉力及渠道推力明显提升, 2019 年实现销量翻倍, 2020H1 在外部环境因素影响下仍大幅增长 75%, 极大提升盈利能力。公司 2019 年开始内参全国化进程, 品牌力在省外提升明显, 省外招商卓有成效, 长期全国化空间逐步打开。

酒鬼调整后将再起航, 省内通过渠道精耕, 市占率提升确定性高。2015 年以来公司持续梳理优化产品线, 当前 SKU 总数已经从 400 多个控制到 85 个以内, 酒鬼系列确立两大战略单品, 稳步推进量价齐升。公司省内市占率当前仅 5% 左右, 2020 年通过分区域、分产品招商, 渠道精耕、终端培育将带动规模快速扩张, 省内次高端酒集中度低, 增长快, 酒鬼系列将成为公司省内增长的重要抓手。

盈利预测: 公司内参招商布局进展顺利, 上调公司盈利预测, 预计 2020-2022 年 EPS 为 1.41/2.03/2.63 元, 对应 PE 为 59/41/31 倍, 维持“买入”评级, 上调目标价至 105 元。

风险提示: 食品安全问题; 行业竞争加剧。

股票数据 2020/9/28

6 个月目标价 (元)	105
收盘价 (元)	82.25
12 个月股价区间 (元)	25.53 ~ 97.30
总市值 (百万元)	26,725
总股本 (百万股)	325
A 股 (百万股)	325
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	8

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-3%	28%	107%
相对收益	2%	17%	88%

相关报告

- 《酒鬼酒 (000799.SZ): Q2 内参大增拉动业绩, 湖南根据地市场表现突出》 --20200831
- 《酒鬼酒 (000799.SZ): 酒鬼系列战略价提升, 渠道利润有望增厚》 --20200522
- 《酒鬼酒 (000799.SZ): 看好公司体制机制调整带来的积极作用》 --20200519
- 《酒鬼酒 (000799.SZ): Q1 利润增速超预期, 看好内参增速提升》 --20200417

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,187	1,512	1,817	2,576	3,324
(+/-)%	35.13%	27.38%	20.21%	41.73%	29.05%
归属母公司净利润	223	299	458	659	854
(+/-)%	26.45%	34.50%	52.84%	43.91%	29.69%
每股收益 (元)	0.69	0.92	1.41	2.03	2.63
市盈率	23.32	38.89	58.58	40.71	31.39
市净率	2.38	4.79	9.50	7.92	6.54
净资产收益率 (%)	10.22%	12.32%	16.21%	19.46%	20.83%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.24%	0.36%	0.52%
总股本 (百万股)	325	325	325	325	325

证券分析师: 李强

执业证书编号: S0550515060001
(021)20361174 liqiang@nesc.cn

证券分析师: 张立

执业证书编号: S0550520080002
021-20363244 zhangl2@nesc.cn

目 录

1.	核心推荐逻辑	5
2.	馥郁香鼻祖波折的上半场 1997-2014	5
2.1.	文化底蕴深厚，馥郁香型独特	5
2.2.	早期控股股东频繁变更，业绩波动明显	7
2.3.	错失白酒黄金十年发展机遇，行业地位有所下滑	9
3.	中粮主导，全面提升 2015-2018	10
3.1.	树立中国高端文化第一白酒品牌形象，拉高品牌定位	11
3.2.	聚焦资源打造战略单品，品牌矩阵更为清晰	13
3.3.	省内渠道下沉直控终端，省外拓展重点市场，持续丰富新渠道	15
3.4.	优化渠道团队管理，市场秩序不断加强	17
3.5.	生产技术改善，酒鬼提质增量	18
4.	内参亮剑指路酒鬼，体制创新勇者胜，写在 2020	19
4.1.	组织架构更加市场化，业务团队抓重点抓核心	19
4.1.1.	成立内参酒销售有限公司，推动内参系列销量增长	19
4.1.2.	完善组织架构，借鉴内参经验，推进酒鬼发展	21
4.2.	内参稳价增量，酒鬼提价提量，产品结构持续改善	22
4.2.1.	高端酒内参快速放量，拉动整体盈利能力	22
4.2.2.	次高端酒鬼系列调整后再次腾飞	26
4.3.	湖南大本营提升市占率，省外战略市场加速布局	28
4.3.1.	湖南省内渠道精耕，市占率提升确定性高	28
4.3.2.	省外优先重点市场，全国化逐步推进	30
5.	盈利预测及投资建议	31

图表目录

图 1: 酒鬼酒馥郁香型“523”特色工艺	6
图 2: 酒鬼酒是中国白酒文化营销的先行者	7
图 3: 2008 年酒鬼酒成为中国地理标志保护产品	7
图 4: 公司股权频繁更替	8
图 5: 目前公司与实际控制人之间的产权及控制关系图	8
图 6: 公司上市以来营收及利润变化	9
图 7: 白酒年度产量及同比图	9
图 8: 1998-2014 酒企总营收 (单位: 百万元)	10
图 9: 1998-2014 酒企归母净利润 (单位: 百万元)	10
图 10: 2015 年起净利率、毛利率回升	10
图 11: 公司三费情况	10
图 12: 2014-2019 费用投入及销售费用率	11
图 13: 内参酒价值研讨会宣传图	12
图 14: 内参酒价值研讨会 沈阳站现场	12
图 15: 内参酒冠名 CCTV-2《对话》栏目	13
图 16: 内参酒冠名 CCTV-5《直播周末》栏目	13
图 17: 铜仁凤凰机场广告图	13
图 18: 酒鬼酒传承版发布会	13
图 19: 2014-2019 酒鬼酒公司营业收入	14
图 20: 2015-2019 产品 SKU 数量	14
图 21: 2011-2019 各公司毛利率	15
图 22: 2011-2019 各公司净利率	15
图 23: 2014-2019 各地区营收及占比	15
图 24: 华中地区营收及占比	15
图 25: 2014-2019 华北地区营收及占比	16
图 26: 2014-2019 华东地区营收及占比	16
图 27: 2014-2019 华南地区营收及占比	17
图 28: 2011-2019 酒鬼酒产量	19
图 29: 内参系列营收及占比	20
图 30: 内参酒销售公司成立	20
图 31: 内参系列营收及占比	20
图 32: 2016-2019 内参销量	20
图 33: 城镇居民人均可支配收入不断攀升	22
图 34: 2008-2019 年中国高净值人群数量及增速 (单位: 万)	23
图 35: 高端、次高端白酒中坚消费群体数量保持 13% 年复合增长 (单位: 十万户)	23
图 36: 高端市场销量竞争格局演变: 万吨	24
图 37: 内参酒“5238”工艺独特	25
图 38: 内参酒打造中国高端文化白酒	25
图 39: 中粮携手酒鬼亮相达沃斯论坛	25
图 40: 2014-2019 各系列营收占比	26
图 41: 2019 年各系列营收占比	26

图 42: 高端白酒茅五泸提价过程.....	26
图 43: 2023 年次高端白酒规模将达 1000 亿以上.....	27
图 44: 次高端代表品牌 2018 年规模(亿元).....	27
图 45: 2012 年次高端竞争格局.....	27
图 46: 2018 年次高端竞争格局.....	27
图 47: 2014-2019 酒鬼系列营收及占比.....	28
图 48: 2014-2019 湘泉系列营收及占比.....	28
图 49: 酒鬼酒各产品线毛利率.....	28
图 50: 湖南与全国人均 GDP 比较.....	29
图 51: 湖南省白酒企业竞争格局.....	29
图 52: 公司省内市场规模及增速.....	29
图 53: 酒鬼在省内市场占有率提升空间大.....	30
图 54: 酒鬼省外市场规模快速增长, 但绝对值仍然相对较小 (百万元).....	31
表 1: 中国白酒香型特色及其代表.....	6
表 2: 酒鬼酒获得的奖项荣誉.....	6
表 3: 公司历任控股股东及董事长.....	8
表 4: 酒鬼酒品牌树立过程.....	11
表 5: 酒鬼酒品牌宣传.....	12
表 6: 酒鬼酒历年产品策略.....	13
表 7: 酒鬼酒主要产品及价格表.....	14
表 8: 酒鬼酒市场策略变化.....	16
表 9: 酒鬼酒电商、商超渠道策略变化.....	17
表 10: 队伍人员管理机制.....	18
表 11: 2015 年以来针对提质增量的生产改善.....	19
表 12: 成立内参销售公司的独特优势: 实现“三种关系”的转变.....	20
表 13: 2019 年内参公司表现突出.....	21
表 14: 高端、次高端行业需求增速测算 (2015-2022).....	23
表 15: 白酒价格带细分情况.....	24

1. 核心推荐逻辑

自内参酒销售公司成立以来，酒鬼酒公司进入全新的快速增长通道。2020年初公司再次进行组织架构的调整及管理团队变更，但市场对此认识并不充分，我们率先于2020年5月19日发布报告《酒鬼酒(000799.SZ):看好公司体制机制调整带来的积极作用》，于2020年5月22日发布报告《酒鬼酒(000799.SZ):酒鬼系列战略价提升，渠道利润有望增厚》，提示公司本次体制机制调整带来的积极作用及投资机会。数月以来，随着外部不利因素的逐步消退，公司在品牌运营，市场布局，渠道拓展方面又产生了积极变化，我们特撰写本篇深度报告，对公司的历史变迁予以回顾，并力图阐明公司未来的发展机遇。

中粮入主后公司治理全面提升，再次进入发展快车道。酒鬼酒公司位于神秘湘西，独特的馥郁香“523”工艺及独具匠心的文化酒定位赋予酒鬼酒强大的品牌力和生命力，1998年公司营收规模位居行业前列，利润规模仅次于五粮液，甚至高于茅台。其后到2014年，由于控股股东及经营团队的频繁变更，以及内部治理问题，公司错失白酒十年黄金发展期，营收/利润下降到3.88/-0.97亿元，行业地位大幅下降。2015年，中粮集团成为控股股东，全方面对公司进行品牌打造、市场聚焦、体制优化、内控提升、团队打造、产能扩张，公司再次进入发展的快车道。

内参销售模式转变释放经营活力，品牌拉力和渠道推力共同提升，短期翻倍增长提升盈利能力，长期全国化打开成长空间。2018年底多位亿元白酒大商共同设立内参销售公司，对内参品牌进行单独运作，转变厂商关系、增长模式、经营机制，释放品牌活力。通过树立中国高端文化第一白酒品牌形象以及市场秩序管控维护经销商合理利润，内参品牌拉力及渠道推力明显提升，2019年实现销量翻倍，2020H1在外部环境影响下仍大幅增长75%，极大提升盈利能力。公司2019年开始内参全国化进程，品牌力在省外提升明显，省外招商卓有成效，长期全国化空间逐步打开。

酒鬼调整后 will 再起航，省内通过渠道精耕，市占率提升确定性高。2015年以来公司持续梳理优化产品线，当前SKU总数已经从400多个控制到85个以内，酒鬼系列确立两大战略单品，稳步推进量价齐升。公司省内市占率当前仅5%左右，2020年通过分区域、分产品招商，渠道精耕、终端培育将带动规模快速扩张，省内次高端酒集中度低，增长快，酒鬼系列将成为公司省内增长的重要抓手。

2. 馥郁香鼻祖波折的上半场 1997-2014

2.1. 文化底蕴深厚，馥郁香型独特

酒鬼酒是中国馥郁香型白酒的始创者，被赞誉为“馥郁鼻祖”。馥郁香型酒鬼酒色、香、味、格俱佳，浓、清、酱三种香型和谐共生，“前浓、中清、后酱”，一口三香为馥郁，具备“颜色的透明感、香气的优雅感、口味的清爽感、风格的自然感”四大高端白酒品质。酒鬼酒产地湖南湘西处于北纬30度世界酿酒黄金带，依托湘西独特的自然地理环境和地域文化环境，亚热带湿润季风气候、优质泉水、洞藏溶洞等条件为馥郁香型酒鬼酒赋予了别具一格的品牌内涵，得天独厚的生态环境成为发展馥郁香型白酒产业的强大基础。酒鬼酒是中国白酒文化营销的先行者、中国文化酒的引领者，为中国酒业留下了许多文化财富，产地湘西拥有悠久的民族酒文化和深厚的历史文化，传承悠久的民间传统工艺，酿酒史可追溯到先秦时代，其

独树一帜的文化内涵成为酒鬼酒的品味支撑，成就了内参、酒鬼、湘泉三大品系。酒鬼、湘泉成为“中国驰名商标”，酒鬼酒成为“中国地理标志保护产品”。

表 1: 中国白酒香型特色及其代表

香型	代表品牌	特色
浓香型	五粮液、泸州老窖	窖香浓郁，绵柔甘冽，香味协调，入口甜，落口绵，尾净余长
清香型	山西汾酒、老白干	清香纯正，醇甜柔和，自然协调，余味爽净
酱香型	贵州茅台、贵酒	酱香突出，幽雅细致，酒体醇厚，回味悠长，清澈透明，色泽微黄
兼香型	白云边、口子窖	浓酱协调，幽雅馥郁，细腻丰满，回味悠长，无苦涩感
米香型	桂林三花、西江贡	米香清雅，入口绵甜，落落爽净，回味怡畅
凤香型	陕西西凤	醇厚丰满，甘润挺爽，诸味协调，尾净悠长
馥郁香型	酒鬼酒	色清透明、诸香馥郁、入口绵甜，前浓、中清、后酱
豉香型	玉冰烧、九江双蒸	清亮透明，晶莹悦目，口味绵软，落口稍苦，后味清爽
特香型	四特	复合香气，香味协调，酒体柔和，余味悠长
药香型	董酒	清澈透明，药香舒适，香气典雅，酸度较高，后味较长

数据来源：东北证券食品饮料组整理

表 2: 酒鬼酒获得的奖项荣誉

时间	内容
2016	第八届华樽杯中国酒类品牌价值 200 强：酒鬼酒品牌价值以 204.51 亿元列酒类品牌第 19 位、白酒类品牌第 13 位
2016	中国食品工业协会白酒专业委员会成立 30 周年大会授予酒鬼酒“1985-2015 中国白酒历史标志性产品”荣誉称号
2016	《2016 酒业经销商转型之道》论坛，酒鬼酒荣获“中国酒业品类贡献奖”
2016	第五届中国酒业市场论坛“高度柔和”红坛酒鬼酒荣获“2016 中国最具价值新品奖”
2016	第 25 届中国食品博览会暨中国(武汉)国际食品交易会“高度柔和”红坛酒鬼酒荣获“全国食品工业产品创新奖”
2017	“全国食品工业产品创新奖”、“2016 年度十大最具价值新品奖”、“2017 中国酒业明星大单品”，2016 年“青酌奖”
2018	“中国上市公司金牛奖”最具投资价值奖百强
2019	“中国上市公司金牛奖”最具投资价值百强上市公司，2019 年金智奖之“杰出产品奖”，第十届华樽杯中国酒类品牌价值 200 强：酒鬼酒品牌价值 318 亿元，“内参”品牌价值 203.52 亿元

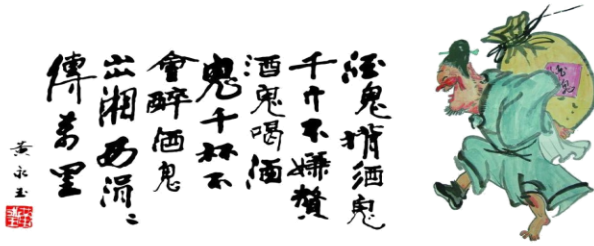
数据来源：东北证券，公司年报

图 1: 酒鬼酒馥郁香型“523”特色工艺



数据来源：东北证券，公开资料

图 2: 酒鬼酒是中国白酒文化营销的先行者



数据来源: 东北证券, 公开资料

图 3: 2008 年酒鬼酒成为中国地理标志保护产品



数据来源: 东北证券, 公开资料

2.2. 早期控股股东频繁变更, 业绩波动明显

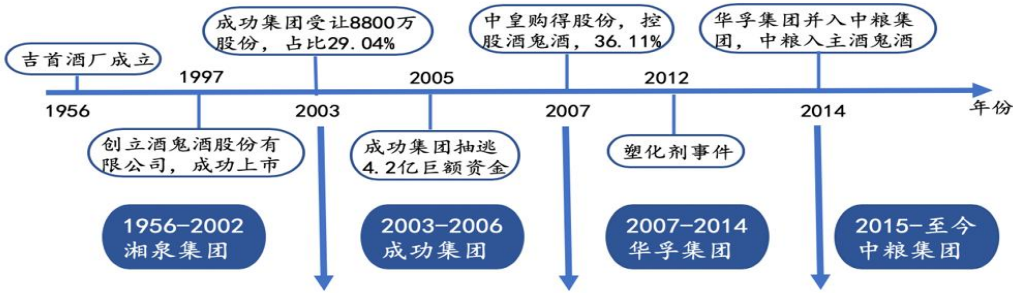
1956 年, 湘西州第一家作坊酒厂吉首酒厂成立。吉首酒厂作为酒鬼公司前身, 创立“湘泉”品牌。公司于 1985 年、1992 年和 1996 年分别改名为湘西吉首酿酒总厂、湘西湘泉酒总厂和湖南湘泉集团有限公司, 跻身国家大型企业。1997 年, 湘泉集团独家发起创立酒鬼酒股份有限公司, 在深圳证券交易所上市, 登陆 A 股市场。

2001 年国家对白酒实行“从价计税”和“从量计税”并举的消费税政策, 加之公司业务扩张不善造成业绩连续下滑, 2003 年白酒市场再受“非典”冲击, 当年成功集团受让酒鬼酒 29.04% 股份, 控股酒鬼酒; 湘泉集团持股占比下降至 25.67% 为第二大股东; 上海鸿仪投资以 3000 万股, 占比 9.90% 成为酒鬼酒第三大股东。2005 年成功集团抽逃巨额资金 4.2 亿元, 酒鬼酒公司在经营能力、金融市场和证券市场的形象受到严重损害, 销售业绩大幅下降, 营收同比下降 26.19%, 利润转亏。

2007 年中皇有限公司通过司法拍卖等途径购得酒鬼酒公司股本 7943.4 万股, 华孚集团通过控股中皇入主酒鬼酒, 并完成企业重组和改制工作。华孚集团入股酒鬼酒后, 市场上“稳固湖南、点亮全国”, 品牌上不断打造湘酒第一品牌, 内部管理上实现上市公司与控股股东“五分开”, 经营状况逐渐改善, 2012 年实现营收 16.52 亿, 营收同比增长 71.77%, 净利润同比增长 157.22%。2012 年 11 月, “塑化剂事件”等黑天鹅事件叠加三公消费限制引发白酒由盛转衰, 白酒行业进行了近两年的深度调整, 公司业绩受损下滑。2014 年 1 月 27 日公司发布公告称 1 亿元存款涉嫌被盗, 对公司经营造成负面影响。

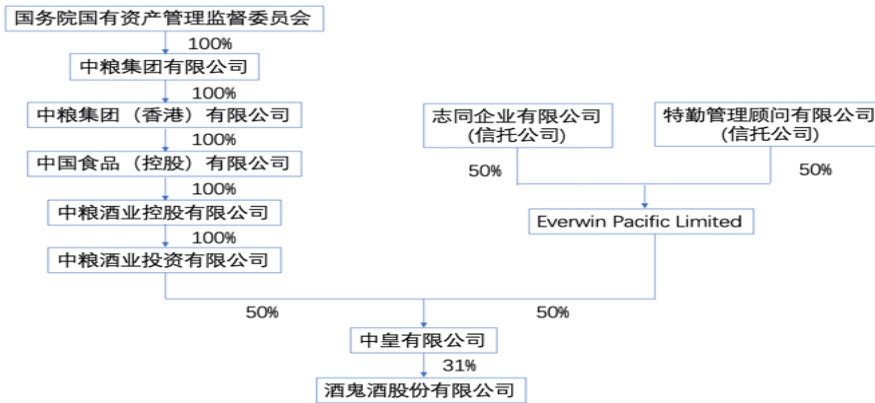
2014 年在国企改革中, 中粮集团接收华孚集团, 曲线入主后对酒鬼酒后进行体制机制、品牌、市场、渠道、团队等系列调整改革, 酒鬼酒股东及管理层趋于稳定, 借助于中粮的支持及公司自身改革, 公司发展进入新一轮上升周期。

图 4: 公司股权频繁更替



数据来源: 东北证券, 公司年报

图 5: 目前公司与实际控制人之间的产权及控制关系图



数据来源: 东北证券, 公司年报

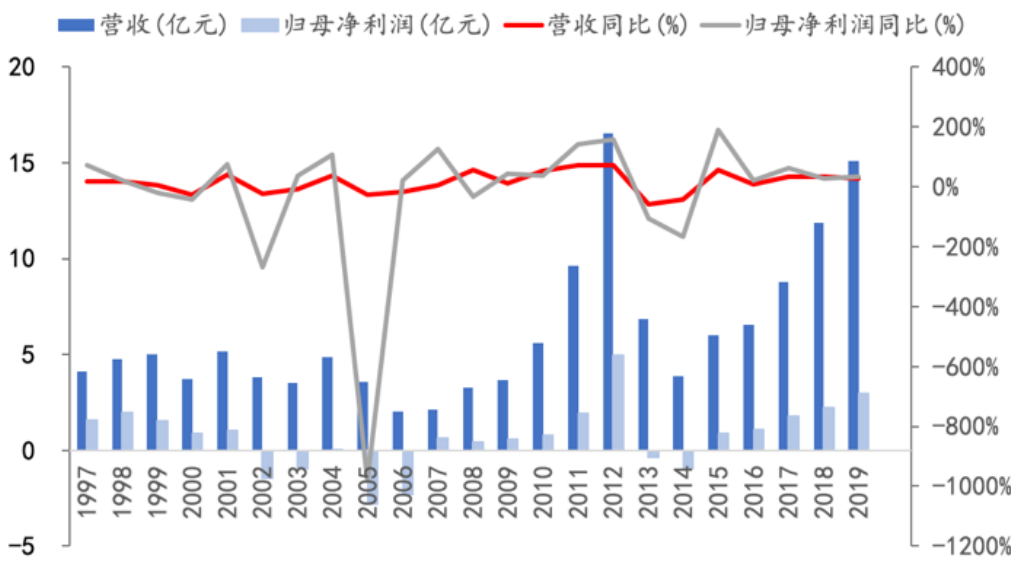
管理层频繁变更及产业政策导致公司早期业绩波动较大。从公司内部来看, 1997 年上市以来公司先后历经湘泉集团、成功集团、华孚集团、中粮集团控股, 董事长历经数十位, 导致酒鬼酒战略方向和政策难以持续, 内部治理的缺失也给股东抽逃资金、塑化剂超标、巨额存款失踪等负面事件可趁之机。从行业发展来看, 2001 年国家白酒实行“从价计税”和“从量计税”并举的消费税政策, 2012 年国务院对“三公经费”的限制, 也对白酒行业景气度的持续性造成影响, 公司由于规模较小抗风险能力明显偏弱。

表 3: 公司历任控股股东及董事长

时期	事件	控股人	董事长
1956-2002	1956 年湖南省吉首酒厂成立, 1997 年湘泉集团有限公司发起设立酒鬼酒股份有限公司并在深圳证券交易所上市	湘泉集团	王锡炳、杨波(代)、田家贵、杨波(代)、彭善文、樊耀传(代)
2003-2006	2003 年成功集团受让 29.04% 股份, 控股酒鬼酒。2005 年抽逃资金事件后, 成功集团、湘泉集团和上海鸿仪投资发展有限公司持有股份相继司法拍卖	成功集团	刘虹、杨波
2007-2014	华孚集团控股的中皇有限公司通过拍卖购得股份, 成为公司第一大股东	华孚集团	王新国、赵公徽
2015-2019	华孚集团并入中粮集团, 中粮间接入主酒鬼酒	中粮集团	江国金、王浩

数据来源: 东北证券, 公司年报

图 6: 公司上市以来营收及利润变化

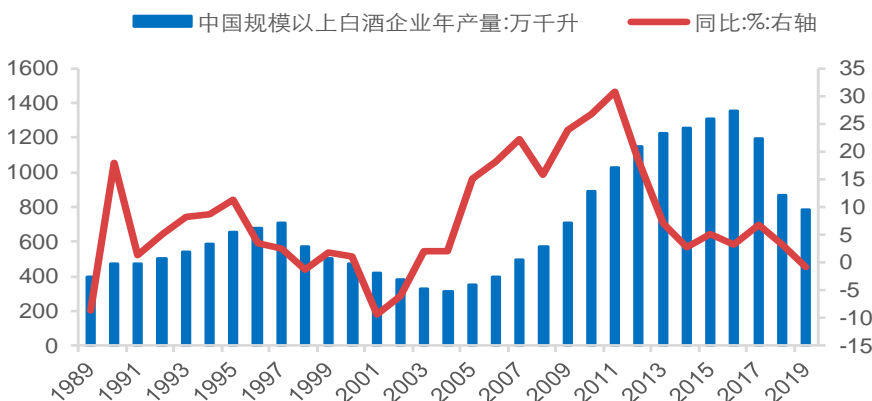


数据来源: 东北证券, Wind

2.3. 错失白酒黄金十年发展机遇, 行业地位有所下滑

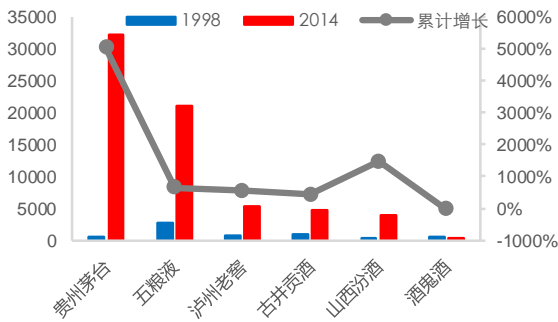
在行业快速发展期, 酒鬼酒公司发展缓慢, 作为全国知名品牌市场拓展仍然受限。21 世纪以来白酒行业进入到快速发展期, 特别是在 2005-2012 年, 行业产量从 349 万吨增至 1153 万吨, CAGR 为 18.6%。2005 年以来经济高速增长和投资驱动模式刺激了高端酒的消费, 茅五泸最先脱颖而出; 2008 年全球金融危机调整后, 2009 年的 4 万亿投资为区域名酒和次高端酒带来机会, 通过深度分销和系列产品开发, 洋河、古井、汾酒等品牌在 2009-2012 年业绩大幅提升。从规模来看, 1998 年酒鬼酒/茅台/五粮液/泸州老窖/古井贡/山西汾酒营收分别为 4.78/6.28/28.14/8.26/8.68/2.50 亿元, 归母净利润为 1.95/1.46/5.53/1.67/1.41/0.04 亿元, 酒鬼酒营收位居前列, 利润规模仅次于五粮液甚至高于茅台, 然而到 2014 年, 公司营收/利润下降到 3.88/-0.97 亿元, 营收累计下降 19%, 而同期茅台营收累计增长超过 50 倍, 五粮液营收增长 6.5 倍, 酒鬼酒的行业地位明显下滑, 亟待提升。

图 7: 白酒年度产量及同比图



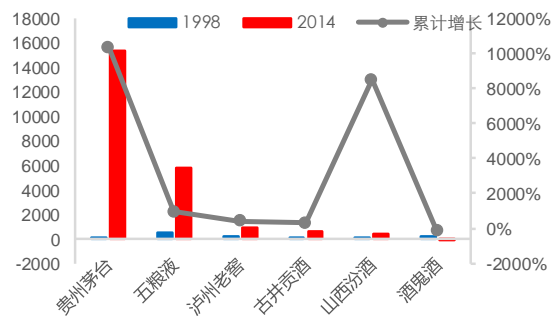
数据来源: 东北证券, Wind

图 8: 1998-2014 酒企总营收 (单位: 百万元)



数据来源: 东北证券, Wind

图 9: 1998-2014 酒企归母净利润 (单位: 百万元)



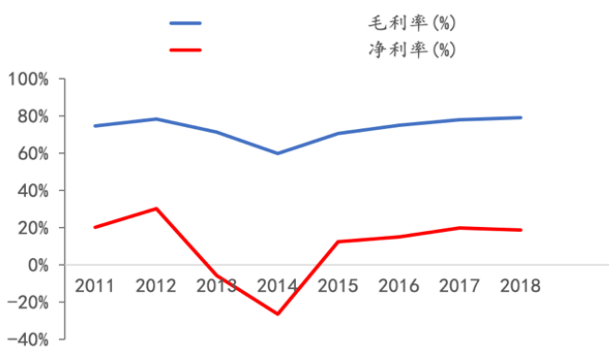
数据来源: 东北证券, Wind

3. 中粮主导, 全面提升 2015-2018

中粮入主酒鬼酒, 改革助推酒鬼重生。2015 年中粮集团成为酒鬼酒实控人, 2016 年 7 月, 酒鬼酒被划入中粮酒业投资, 并进一步深化改革。1) 品牌上, 围绕“生态酒鬼、文化酒鬼、赋予酒鬼”的核心价值链打造无上妙品酒鬼酒, 树立品牌形象; 聚焦三大战略单品, 控制贴牌产品, 终止生产损害主导品牌的产品; 2) 市场方面, 启动以大湘西、长株潭为核心的本土市场, 拓展省外市场; 3) 体制机制上, 完善薪酬分配机制和选人用人机制, 建立以绩效和价值为导向的长效机制, 激发员工工作积极性, 加大人才引进和员工培训力度, 重点引进专业化、市场化的优秀管理人才, 员工队伍更为专业化、职业化、市场化、年轻化。4) 内部流程上开始推进预算管理、成本控制、生产管理制度、办公信息化等方面的改革。

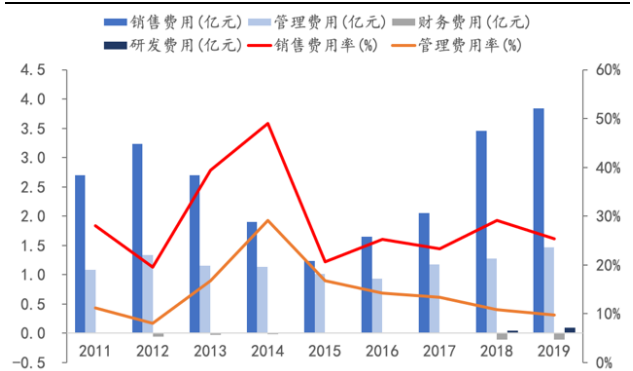
2015 年以来公司整体运营情况大幅改善, 营业收入由 2015 年的 6.01 亿元快速增长到 2018 年的 11.87 亿元, 四年 CAGR 为 25.47%。随着产品结构的升级和出厂价的多次上调, 毛利率、净利率由 2014 年的 59.87%、-26.68% 回升达到 2018 年的 78.83%、18.76%; 随着管理机制的改善, 公司的整体销售费用率、管理费用率亦从 2015 年起逐步恢复至正常水平。

图 10: 2015 年起净利率、毛利率回升



数据来源: 东北证券, Wind

图 11: 公司三费情况

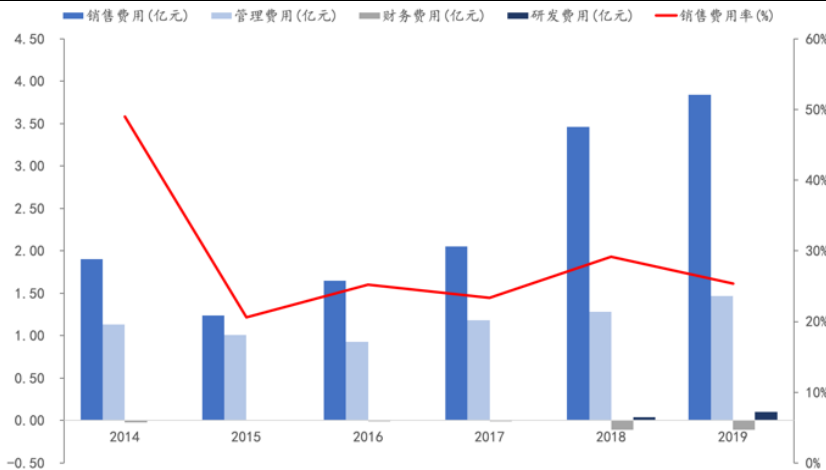


数据来源: 东北证券, Wind

强化预算管理, 成本费用得到有效控制。2015 年通过精简优化员工队伍、岗位结构和组织机构, 公司职能部门工作效率进一步提高; 通过深入实施内部控制制度, 加强财务管理、危机风险管理和预算管理, 有效控制了生产成本及期间费用, 管理

费用及销售费用较上年大幅下降。2016 年对费用项目精细化管控，做到精准定额、实时监控、按月考核，进一步降低单位成本费用率，实现管理费用、销售费用精准投放。同时公司不断推进信息化建设，实现 SAP 系统、一物一码系统、物流防伪系统升级、局域网及应用系统的搭建和运用，强化业务流程管理，完善升级公司 ERP 系统，不断加强内部控制流程信息化管理，提升运营效率。另外，历史遗留的低效及不良资产得以及时处置，公司财务结构和资产结构不断优化，流动资产、货币资金不断增长，偿债能力、盈利能力不断加强，资产质量良性提升。

图 12: 2014-2019 费用投入及销售费用率



数据来源：东北证券，Wind

3.1. 树立中国高端文化第一白酒品牌形象，拉高品牌定位

确立三大品牌价值链，产品聚焦提升品牌辨识度。2016 年公司开始对以前产品品类多、品牌形象不够聚焦的策略进行调整，确定“内参”、“酒鬼”、“湘泉”三大品牌线，形成一个形象大单品内参酒、一个核心战略大单品“高度柔和”红坛酒鬼酒、三大品牌线、八个重点产品的品牌布局，重点有序推进酒鬼酒文化视觉识别（VI）、理念识别（MI）、品牌识别（BIS）系统建设。2018 年公司强化酒鬼酒“文化品位、生态品质、馥郁品类”三大核心品牌资本，确立了内参酒稳价增量、酒鬼酒量价齐升、湘泉酒增品增量三大品系核心策略，产品体系持续优化聚焦带动品牌价值稳定提升，以“文化酒鬼”为价值核心、以“生态酒鬼”及“馥郁酒鬼”为价值支撑的品牌价值体系基本完成。

表 4: 酒鬼酒品牌树立过程

时间	品牌树立
2016	确定了内参、酒鬼、湘泉三大品牌线；严格控制内参、酒鬼主导品牌的延伸开发，终止透支损害主导品牌的产品
2017	围绕“生态酒鬼、文化酒鬼、馥郁酒鬼”核心价值链打造无上妙品酒鬼酒，以生态支撑品质，中国原生态地理景观下的地理标志产品；以文化提升品味，做中国文化酒引领者；以馥郁占位品类，做中国馥郁香型白酒领袖品牌
2018	确定了以“文化酒鬼”为核心、以“生态酒鬼”和“馥郁酒鬼”为支撑的品牌价值链；内参酒“稳价增量”、酒鬼酒“量价齐升”、湘泉酒“增品增量”三大品系核心策略
2019	稳步推进三大核心策略，进一步树立优化产品线，完善“内参”、“酒鬼”、“湘泉”品牌宪法、视觉识别、视觉传达系统，以“文化酒鬼”为价值核心、以“生态酒鬼”及“馥郁酒鬼”为价值支撑的品牌价值体系基本完成

数据来源：东北证券，公司年报

加大品牌宣传力度，树立品牌高度，增强消费者品牌粘性和认可度。1) 内参酒第一定位为中国高端文化第一白酒，中国四大高端白酒之一，在树立“中国文化酒引领者”的品牌高度上，通过央视传播、高端价值研讨会、重大事件营销引领品牌形象。如在央视传播方面，“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；在高端价值研讨会方面，2019 年公司分别在沈阳、广州、北京、邢台邀请知名大师从文化、历史等多角度出发解读内参高端价值，破译“内敛乾坤，参悟天地”的品牌奥秘；同时公司也紧抓事件营销，多次亮相各种国际会议，如第 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等，树立内参酒、酒鬼酒高端品牌形象。2) 在提升品牌热度方向上，冠名精品节目、新媒体讲述品牌故事、加大核心市场机场高铁及城市地标的广告投放，宣传战略单品内参酒及高度柔和红坛，推进酒鬼酒全国化品牌推广。3) 在强化品牌氛围和粘度上，消费者活动、新品发布会等不断举行，组织“内敛乾坤、参悟天地”—内参礼“蟹”三湘等活动，培育消费者忠诚度、美誉度。

表 5: 酒鬼酒品牌宣传

时间	内容
2016	“欧洲杯”赛事期间，酒鬼酒成为 CCTV5 欧洲杯《豪门盛宴》栏目合作伙伴；2016 二十国集团中国峰会，“高度柔和”红坛酒鬼酒亮相 G20 劳工就业部长会议、G20 能源部长会议、G20 财长和央行行长会议晚宴，内参酒亮相 G20 财长和央行行长会议晚宴；全程参与湖南经视《越策越开心——笑傲三湘》栏目系列活动
2017	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，完美展示“国色馥郁”的风采；在济南、杭州、北京、广州、长沙举行“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》；总冠名“酒鬼馥郁香，摇滚新峰暴”长沙站汪峰 2017 年巡回演唱会
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；内参酒冠名央视《对话》栏目，再登《参考消息》；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 次亮相联合国国际盛会
2019	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、中国国际酒博会、东北亚博览会等国家国际舞台，“红坛酒鬼酒”成为首届中非经贸博览会指定用酒，“内参酒”成为第十四届中国 CFO 大会合作伙伴。中国高端文化白酒·内参酒价值研讨会在沈阳、广州、北京、邢台依次举办，传播内参高端品牌价值

数据来源：东北证券，公司公告

图 13: 内参酒价值研讨会宣传图



数据来源：东北证券，公开资料

图 14: 内参酒价值研讨会·沈阳站现场



数据来源：东北证券，渠道调研

图 15: 内参酒冠名 CCTV-2《对话》栏目



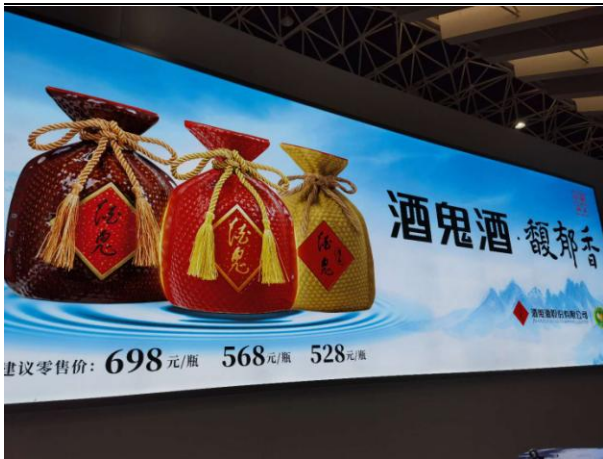
数据来源: 东北证券, 公司官网

图 16: 内参酒冠名 CCTV-5《直播周末》栏目



数据来源: 东北证券, 公司官网

图 17: 铜仁凤凰机场广告图



数据来源: 东北证券, 实地调研

图 18: 酒鬼酒传承版发布会



数据来源: 东北证券, 百度

3.2. 聚焦资源打造战略单品, 品牌矩阵更为清晰

产品聚焦, 打造战略单品。公司 2015 年坚持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 年确定八大单品。2018 年确定并全力聚焦三大战略单品, 配套资源重点倾斜, 内参酒、酒鬼酒、湘泉酒收入占比分别达 20.59%、66.40%、9.21%, 实现量价稳中有升; 内参酒营业收入同比增长 38.41%、销量同比增长 21.52%; 酒鬼酒营业收入同比增长 35.06%、销量同比增长 12.80%, 其中战略性单品酒鬼酒红坛营业收入增长 82.9%、销量增长 59.33%; 湘泉酒及其他产品营业收入同比增长 31.41%, 销量同比增长 21.79%。

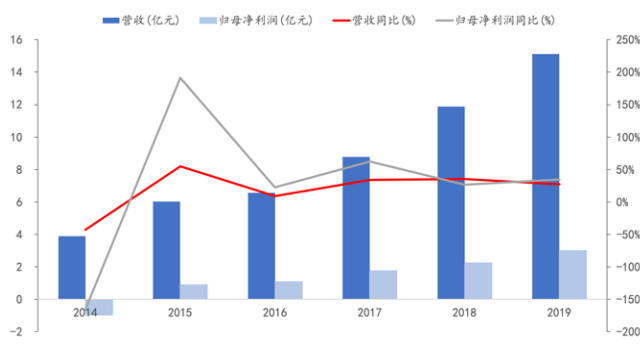
表 6: 酒鬼酒历年产品策略

时间	产品战略
2016	定八大单品: 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; 以“内参酒”为高端形象大单品, 以“高度柔和”红坛酒鬼酒为首个核心战略大单品, 形象战略单品内参酒价格保持稳中有升, 主导产品酒鬼酒整体量价齐升
2017	开发 42 度恬柔红坛、“情怀”湘泉酒系列、42 度内品原浆酒 (透明装)
2018	全力聚焦三大战略单品: 内参酒、红坛酒鬼酒、传承酒鬼酒, 配套资源重点倾斜, 坚持价格标杆, 坚守市场份额
2019	持续聚焦“内参酒”、“酒鬼红坛酒”、“酒鬼传承酒”三大战略单品

数据来源: 东北证券, 公司年报

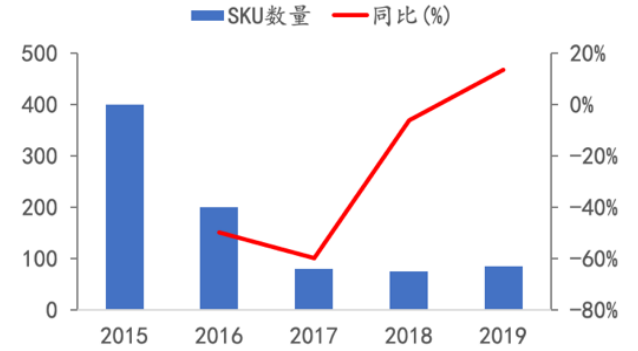
全面规范产品开发流程，持续梳理和优化产品线。公司致力于削减无显著效益的单品和贴牌产品，提升高端和次高端产品集中度。2015年SKU数量为400多个，2016年开始削减贴牌产品，大幅减少买断产品，停止新开发贴牌产品，强化自营主导产品，培育核心战略大单品。到2018年，开工SKU已经控制在75个以内，同比下降25%；至2019年SKU总数控制在85支以内，高端次高端营收占比从2014年58.9%快速提升至2019年88.4%，重点突出核心战略产品，培育消费者认知度，实现公司品牌与经营业绩的协同发展。

图 19: 2014-2019 酒鬼酒公司营业收入



数据来源: 东北证券, Wind

图 20: 2015-2019 产品 SKU 数量



数据来源: 东北证券, 公司年报

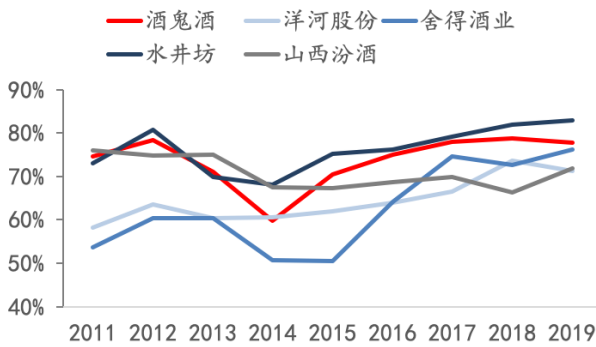
产品价格布局日趋完善，清晰定位品牌。内参定位1000以上的高端价格带，酒鬼酒定位300-1000次高端价格带，湘泉系列定位中低端作为产品价格带的补充。在2019年，内参、酒鬼营收占比分别为22%、67%，酒鬼系列为公司营收核心。内参和酒鬼的产品毛利率分别约为90%和80%，远高于中低端的湘泉系列，二者支撑公司整体毛利率持续走高，提升公司盈利能力。湘泉系列作为中低端产品并未大力推广，但其区域优势明显，有一定的市场竞争力和号召力，占有乡镇市场，作为馥郁香型白酒的导入型产品，培养消费升级，使产品结构更加健全。随着中高端产品占比提升，公司盈利能力持续提升。

表 7: 酒鬼酒主要产品及价格表

品牌	产品系列	标价(成交价)
内参系列	内参70纪念酒52度	3169(2899)
	内参大师版52度	2799(2499)
	内参52度	1499(1439)
酒鬼系列	酒鬼紫坛52度	669(499)
	酒鬼红坛52度	568(399)
	酒鬼黑金52度	429(339)
湘泉系列	湘泉原浆1552度	139
	湘泉原浆1052度	109

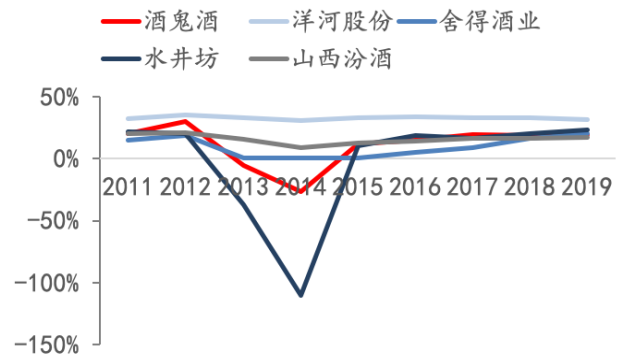
数据来源: 东北证券, 京东商城

图 21: 2011-2019 各公司毛利率



数据来源: 东北证券, Wind

图 22: 2011-2019 各公司净利率

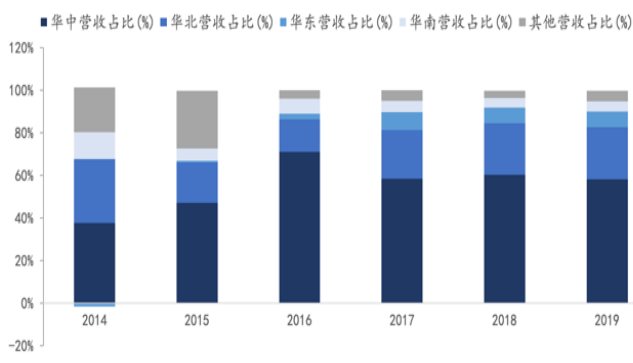


数据来源: 东北证券, Wind

3.3. 省内渠道下沉直控终端, 省外拓展重点市场, 持续丰富新渠道

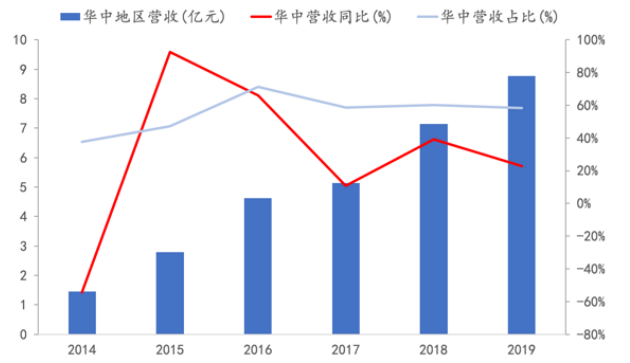
巩固湖南本土优势市场, 县级市场全覆盖, 直控终端稳步推进。在经历 2005 年成功集团抽逃巨额资金, 2012 年塑化剂事件后, 酒鬼酒公司形象和经营能力受损, 华中市场大本营优势未能得以发挥。2015 年中粮入主后, 再次加强湖南根据地市场基础地位, 坚持“省内重点做”与“省外做重点”的市场方针, 巩固“大湘西”和“长株潭”本土核心市场的战略地位, 巩固酒鬼酒“湘酒第一品牌”的领导地位, 巩固了“50 度酒鬼酒”品牌联盟大平台, 构建了“红坛酒鬼酒”全省战略联盟, 深化了“内参酒”平台上与直营商相结合模式, 当年湖南市场销售实现大幅增长, 华中市场营收从 2014 年 1.45 亿元增长到 2.79 亿元, 同比增长 92%。2016 年进一步优化了营销组织机构, 酒鬼酒供销公司设渠道管理、市场品牌、销售管理、人力资源 4 大管理中心, 在湖南省设立 4 大销售业务片区, 推动湖南大本营市场销售渠道全面下沉, 重点加快县级市场开发布局。2017 年公司在省内推进终端核心店建设, 强势覆盖市县市场, 主导产品完成终端核心店两千家、售点逾万家, 湖南基本实现县级市场陈列全覆盖。2018 年推动渠道下沉与强化直控终端, 推进湖南大本营市场销售体系、销售渠道扁平化, 终端核心店、售点网络大幅增加。

图 23: 2014-2019 各地区营收及占比



数据来源: 东北证券, Wind

图 24: 华中地区营收及占比



数据来源: 东北证券, Wind

省外打造重点, 推进渠道扁平化。针对市场基础较为薄弱的省外市场, 公司派出团队深入一线建设网络。2016 年将省外 22 个省市设立 8 大销售片区, 省外重点开发地级市, 建立核心消费群, 省外已签约合作客户的市级市场逐步增多。2017 年公司在省外打造重点市场样板, 突出开发地级市, 河北、山东、河南样板市场已完

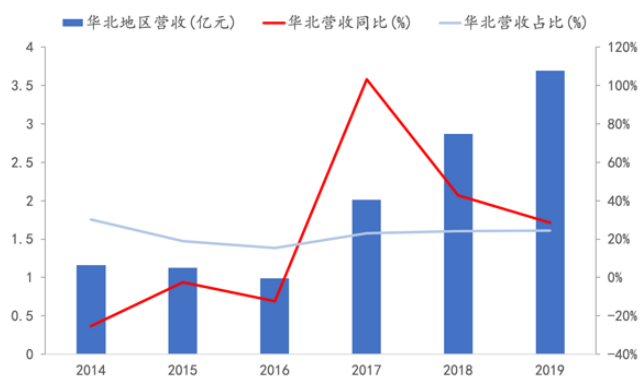
成地级区域全覆盖，广东等重点市场稳步推进。2018 年公司将全国市场细分为核心、战略、重点、发展市场，继续将优势资源集中到京津冀、山东、河南、广东等省外市场，打造亿元战略市场、千万级重点地级城市、百万级县级城市，强化掌控终端，大力推进终端核心店和售点网络建设。从 2016 年至 2019 年，省外战略市场收入快速增长，华北、华东实现重大突破，华北战略市场营收从 2016 年 0.99 亿元增长至 3.69 亿元，营收占比从 15% 提升至 24%。华东重点市场营收从 0.16 亿元增至 1.11 亿元，营收占比从 2% 增长到 7%，华南市场营收增长稳健，占比从 7.2% 略微下降至 4.65%。

表 8: 酒鬼酒市场策略变化

地域	时间	内容
省内	2015	巩固湖南根据地市场的基础地位，巩固“大湘西”和“长株潭”本土核心市场的战略地位
	2016	省内纵向延伸，下沉县级市场，推动湖南大本营市场销售渠道全面下沉，加快县级市场开发布局
	2017	聚集湖南市场，精耕细作，做实做透，基本实现县级市场陈列全覆盖
	2018	资源聚焦到湖南根据地核心市场
	2019	酒鬼以湖南省为核心市场，以长沙、湘西为样板市场；内参酒深耕湖南
省外	2016	省外横向拓展，重点布局地级市场
	2017	打造重点市场样板，河北、山东、河南样板市场已完成地级区域全覆盖，广东等重点市场稳步推进
	2018	将全国市场细分为核心、战略、重点、发展市场，继续优化市场布局，资源集中到京津冀、山东、河南、广东、华东、华中等战略市场
	2019	酒鬼酒省外以聊城为样板市场，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；内参系列布局北京、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

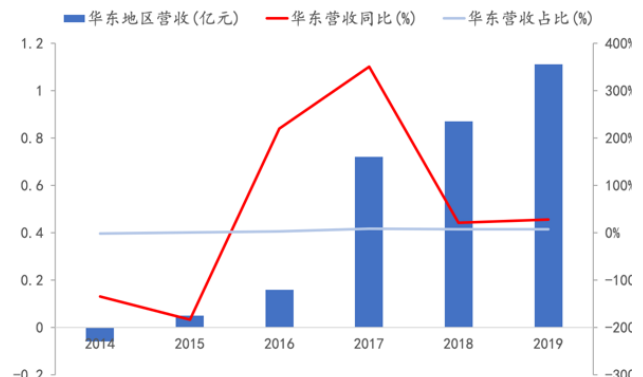
数据来源：东北证券，公司年报

图 25: 2014-2019 华北地区营收及占比



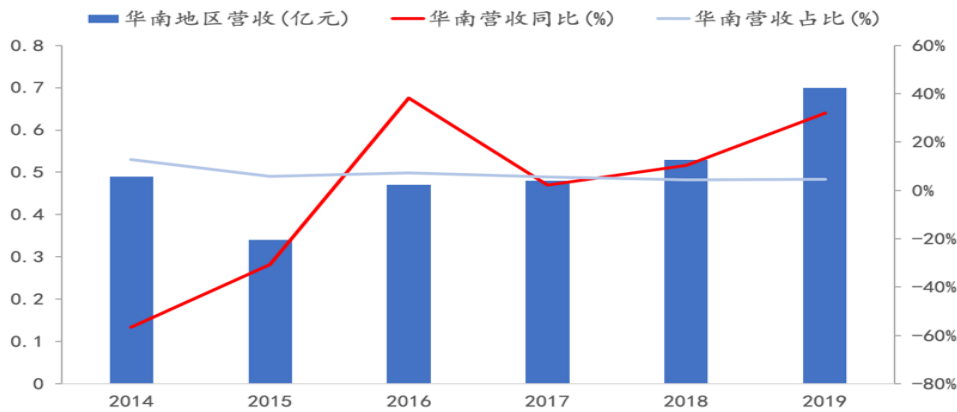
数据来源：东北证券，Wind

图 26: 2014-2019 华东地区营收及占比



数据来源：东北证券，Wind

图 27: 2014-2019 华南地区营收及占比



数据来源: 东北证券, Wind

线上销售渠道持续丰富。自 2013 年起公司开始启动电商系统, 通过建立天猫旗舰店, 确立网销价格体系。随后电商、商超渠道逐步打开, 2016 年商超系统已进入湖南步步高系统及华东、华南沃尔玛系统, 2017 年开始进行专卖店开设, 至 2019 年, 重启苏宁易购平台合作, 开设京东“酒鬼酒”官方旗舰店, 填补主营电商平台渠道空白, 线上销售额逐年增加, 占总营收约 10% 左右。

表 9: 酒鬼酒电商、商超渠道策略变化

时间	内容
2013	启动电商系统, 建立天猫旗舰店, 确立网销价格体系
2016	商超系统进入步步高系统及华东、华南沃尔玛系统;
2017	电商与天猫、酒仙网、京东、腾讯四大平台合作; KA 进入山姆、沃尔玛、家乐福、麦德龙、步步高 5 个全国平台门店, 内参完成麦德龙系统全覆盖、简优湘泉实现步步高系统全覆盖, 推进与湖南中石化系统、湖南中国邮政系统合作; 省内外开设专卖店 34 家, 树立价格标杆。
2019	重启苏宁易购平台合作, 开设京东“酒鬼酒”官方旗舰店; 拓展新零售业务, 入驻酒仙名酒城 500 家新零售门店

数据来源: 东北证券, 公司年报

3.4. 优化渠道团队管理, 市场秩序不断加强

营销队伍从招商、服务型向市场、终端型团队转变。2014 年以来, 公司着力组建专业化、品牌化的营销队伍, 促进营销队伍从做招商、服务向做市场、终端转变。

优化队伍, 完善绩效激励机制; 添加活力, 团队建设逐步强化。伴随中粮集团国企改革深入, 酒鬼酒全面加快公司人力方面机制改革, 包括激励机制、考核约束机制、选人用人机制的创新改革, 建立以绩效和价值为导向的长效机制, 完成全体员工薪酬套改工作, 界定各层级薪酬区间, 实行积分调薪、正向激励; 优化绩效考核体系, 将绩效结果与月度、季度、年度奖金挂钩, 激发了员工积极性; 注重员工创新能力及培养, 形成了五方面员工建设机制; 完善管理人员选拔晋升机制, 推动公司利益与员工利益共同成长。

表 10: 队伍人员管理机制

机制	时间	内容
培训学习机制	2016	组织到宣酒、古井贡、洋河等标杆企业考察学习，邀请专家现场培训指导，全年组织各类培训 94 次、培训人员 4254 人，安全质量知识培训覆盖面达 100%，管理骨干参与率 90% 以上
	2017	建立了公司内部讲师，全年公司组织各级培训 6000 多人次
	2019	加强严治企、以奋斗者为本的治企理念，提高整体素质
主题分享机制	2016 起	每周一举行管理人员“主题分享活动”，每季举行中层管理人员总结述职会，全年召开分享会 35 次，参加学习人员达 1294 人次
导师带徒机制	2016	传承馥郁香型白酒酿酒工艺，弘扬“传、帮、带”精神，酿酒车间组织开展了“导师带徒”活动
	2017	酿酒车间全面推行“导师带徒”，分布于生产技术的核心岗位
大学生引进机制	2016 起	每年定量引进一批应届大学生，签订学员意向书后到一线实习，期间综合考察合格后录用
岗位成才机制	2016	增设员工专业化成长通道，鼓励员工体制内创业成才
	2017	发布《薪酬调档办法》、《员工晋降级管理办法》鼓励员工体制内创业成才
薪酬机制建设	2016	中高层管理人员——增量分享机制：以业绩为导向的分配和任用机制 职能部门及车间——分级绩效考核机制：差异化考核分配
	2019	完成职能部门、生产车间、销售体系薪酬套改工作，合理设置薪酬序列

数据来源：东北证券，公开资料整理

市场秩序管控全面加强，渠道信心大幅增强。公司 2015 年开始加强预算管理，当年营销费用大幅下降。2016 年通过全面采用“经销价+返利+方案制”模式政策，对电商产品、总代理产品、贴牌产品以及长沙高桥市场流通价格进行严控，严查窜货及低价销售行为。2017 年继续加强线上线下价格管控，严控折现渠道分销政策，减少随货配发政策，坚决打击窜货行为。**2019 年继续完善市场秩序管理制度，将市场秩序管理纳入经销商年度合作组成部分**，按市场级别统一产品政策，严控可变费用，重点治理战略单品市场价格秩序，适时对核心市场进行停货整顿。同时成立专门督导队伍，强化督察队伍管理，完善市场费用管控制度，整治费用套现行为。经过数年的市场秩序整治及市场管理制度的完善，公司三大产品体系市场价格趋于稳中有升，低价及窜货现象得到有力整治，渠道信心大幅增强，新招经销商明显增加。

3.5. 生产技术改善，酒鬼提质增量

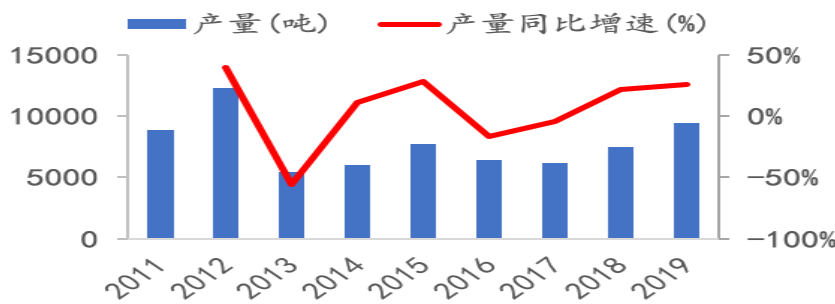
巩固生产技术进程，稳定酒鬼馥郁品质。2012 年塑化剂事件给公司造成重大影响，产品质量是生存之本的理念更为深入人心。2015 年公司生产系统突出“现场管理、工艺管理、过程管理、定额管理、安全管理”重点工作，全年曲酒生产平均出酒率 42.18%、优级品率 85.5%，包装产量同比增长 52%。2016 年公司改组了公司食品安全委员会，完善了标签标识审核制度及流程，在包装和酿酒车间逐步执行 SOP（标准作业指导书），推进工艺标准化，荣获“湖南省质量信用 AAA 级企业”认证。2018 年加大制曲、酿酒、食品安全等设施的技术改造，完善巩固馥郁香型白酒产品质量，引入中粮营养研究院等科研团队，就馥郁香型白酒的香味特征、健康成份、国家标准等课题开展系统研究，完成馥郁香型白酒国家标准项目立项。在提升产品质量的基础上，公司不断通过曲酒车间班组改制等方式提高产量，2016-2017 年曲酒车间班制由 12 人制改为 9 人制，后逐步推行 7 人制，增开曲酒车间，实现提质增产、增效；2018 年增加三个酿酒车间，2019 年新增 14 个生产班组，加快酿酒、包装、勾调等设备技术改造升级。2016-2019 年生产曲酒分别增长 13.75%、38%、58.9% 和 60.5%，至 2019 年全年生产曲酒/完成包装产量达 8100 吨/9400 吨。

表 11: 2015 年以来针对提质增量的生产改善

方向	时间	内容
质量	2015	生产系统突出“现场管理、工艺管理、过程管理、定额管理、安全管理”六大重点工作，公司质量管理及检测部门继续完善“四标”一体化管理体系建设，技术安全部门层层落实安全目标责任管理
	2016	坚持以 QESH 四标管理体系引领全面质量管理；改组公司食品安全委员会完善消费者投诉系统，优化了产品追溯管理系统，在包装和酿酒车间逐步执行 SOP（标准作业指导书）
	2017	完善馥郁香型酒鬼酒酿制工艺，启动“共享窖池”曲酒车间
	2018	加大制曲、酿酒、食品安全等设施的技术改造，完善巩固馥郁香型白酒产品质量，引入中粮营养研究院等科研团队，就馥郁香型白酒的香味特征、健康成份、国家标准等课题开展系统研究，完成馥郁香型白酒国家标准项目立项
产量	2016	改造车间设备设施，曲酒车间班组全面由 12 人制改为 9 人制，劳动效率提高 25%，增开一个曲酒车间
	2017	对酿酒、制曲车间设备进行技术改造，曲酒车间逐步推行了 7 人班组制，并增开曲酒车间
	2018	增加三个酿酒车间生产，全年生产曲酒 5038 吨，较上年增长 58.9%
	2019	加大曲酒及包装产量，新增 14 个生产班组，全年生产曲酒已达 8100 吨

数据来源：东北证券，公司年报

图 28: 2011-2019 酒鬼酒产量



数据来源：东北证券，公司公告

4. 内参亮剑指路酒鬼，体制创新勇者胜，写在 2020

4.1. 组织架构更加市场化，业务团队抓重点抓核心

4.1.1. 成立内参酒销售有限公司，推动内参系列销量增长

酒鬼酒于 2004 年开发高端酒内参品牌，经过 15 年的发展，2018 年内参系列营业收入仅为 2.44 亿元。内参公司成立前，一方面酒鬼公司发展坎坷，另一方面公司营销决策在国企规制下市场反应较慢，导致内参虽然定位高端白酒，且拥有较大的品牌影响力，但是在销售方面却未能形成大规模放量。

为推动内参销量增长，提高公司整体营收，2018 年 12 月成立了内参酒销售公司独立运作内参品牌，着力构建厂商价值一体化营销模式。从公司股权方面看，内参酒销售公司并非隶属于酒鬼酒公司，而是由大商合资组建，绕开了中粮集团作为国企的制度约束。从厂商利益来看，酒鬼酒公司与内参公司组成战略联盟，推进厂商关系由交易向协同转变，推进增长由经销商和网点的数量扩张驱动向大店打造、大商扶植、区域占王为基点的区域精耕转变，通过费用共管渠道共控、利益共享风险共担实现营销力的最大化，稳步推进内参酒稳价增量。从渠道资源看，本次参与发起设立内参销售公司的股东，源于全国 30 多位高端白酒“亿元大商”，大商的参与将能够迅速实现区域市场的覆盖及营销网络的完善，提升公司的市场运作能力。

图 29: 内参系列营收及占比



数据来源: 东北证券, 人民网

图 30: 内参酒销售公司成立



人民网 >> 人民酒业

营销模式大创新, 发力高端酒市场

内参酒销售公司成立

2018年12月28日10:16 来源: 人民网-食品频道

数据来源: 东北证券, 人民网

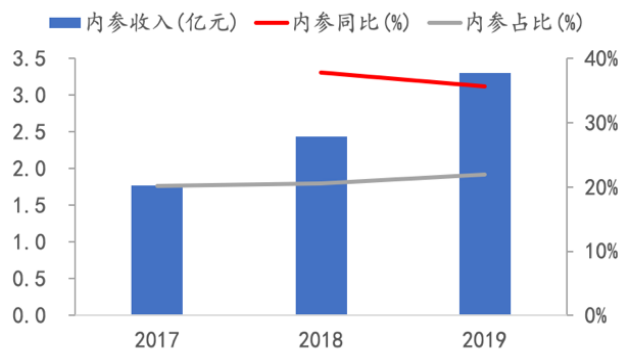
表 12: 成立内参销售公司的独特优势: 实现“三种关系”的转变

关系转变	成立前	成立后
角色的转变	简单博弈、以短期行为为导向的交易对象关系	通过深化, 向核心经销商协同关系转变
量与质的转变	简单凭借经销商和终端网点的数量扩张	通过优势构建, 向大店打造、大商扶植、区域占王为基点的区域精耕转化
经营机制的转变	费用转移、资源内耗、导向对立背对背的操作	通过费用共管、资源整合、利益共享、风险共担、渠道共控、运作对接, 实现一体化运营。

数据来源: 东北证券, 人民网

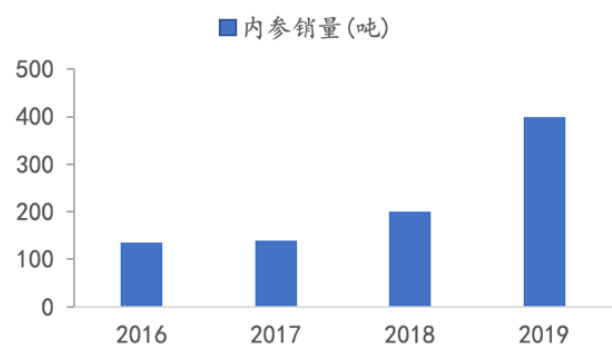
内参公司成立后, 市场运作更快速灵活, 内参市场策略贴近市场实际发展, 能够更好的面对市场变化, 更好地整合区域大商资源, 推进渠道扁平化。2019年内参公司深耕湖南市场, 完成 793 家终端直营商建设, 可控售点分销实现全覆盖, 同时布局北京、河北、广东等战略市场, 成立北京、华北、中原、华南四个省外战区, 开启“内参”酒全国化进程, 内参酒销量从 2018 年 200 吨增长至 400 吨, 实现销量翻番目标; 营收从 2018 年的 2.44 亿元提升到 3.31 亿元, 同比增长 35.42%。2019 年是内参公司成立首年, 在体制机制的理顺过程中就已经取得良好成绩, 为内参酒的全国化发展提供极大的施展空间。

图 31: 内参系列营收及占比



数据来源: 东北证券, Wind

图 32: 2016-2019 内参销量



数据来源: 东北证券, Wind

4.1.2. 完善组织架构，借鉴内参经验，推进酒鬼发展

2018 年底内参公司成立后短短 1 年时间，内参销量就顺利实现翻倍，一方面是组织架构的优势得以释放，另一方面是内参公司管理能力的表现。内参公司总经理王哲于 2010 年进入酒鬼酒营销系统负责酒鬼酒区域营销工作，2018 年内参酒销售公司成立后负责内参整体营销工作，2019 年内参公司在市场层面、品牌层面、渠道层面、管理层面发力，极大提升内参酒的品牌影响力及渠道扩张能力。

表 13: 2019 年内参公司表现突出

	动 作
市场层面	多次停货调价，内参酒零售指导价调整为 1499 元/瓶，增强渠道利润。
品牌层面	内参 70 周年纪念酒、内参大师酒、内参己亥猪年生肖酒等产品上市，均采取限量发售的形式，更加彰显出内参酒的稀缺价值，提升高端品牌形象。
渠道层面	继续大力布局专卖店渠道，完成 793 家终端直营商建设，通过形象展示、文化交流、收藏聚集地等功能，为消费者提供更加优质的服务，强化中国高端文化白酒的定位。
费用层面	针对销售层面的相关政策，在规定时间内必须提交；历史遗留问题得以解决，费用核销速度加快，办事效率提升。

数据来源：东北证券，酒业家

完善公司组织架构，三大品牌营销管理合并，提高协同作战能力。2019 年公司进行组织架构调整，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，强化品类管理，优化经理人配备。据酒业家，2020 年酒鬼酒的组织架构进行新的调整，将由“生产管理中心、销售管理中心、品牌管理中心、财务管理中心、供应链管理以及综合管理中心”六大板块组成，一方面实现更加扁平化的架构提升酒鬼酒的运营效率，另一方面对酒鬼酒三大品牌营销管理合并，酒鬼酒“整体出征”，提高协同作战的能力，有助于渠道下沉及加快全国化布局的步伐。王哲被任命为酒鬼酒股份有限公司销售管理中心总经理，全面负责酒鬼、内参、湘泉三大品牌的营销工作。

借鉴内参酒战略价调整经验，酒鬼系列战略价调整有积极意义。2020 年公司逐步提升紫坛及红坛酒鬼战略价，我们认为可以从公司内参酒战略价提升的历史经验中寻找调整影响。52 度 500mL 内参酒自 2019 年 3 月 15 日起/2020 年 1 月 1 日起，战略价（结算价）分阶段分别上调 20 元/瓶、50 元/瓶，既有效覆盖了成本以及市场费用的上涨，也为内参酒价格定位稳固赋能。从市场反应来看，内参批价从 2019 年初的 800 元左右提升到当前的 900 元左右，市场成交价提升至千元以上，同时内参酒公司加大市场投入，促进 2019 年度内参酒销售翻倍目标的实现。本次酒鬼系列提升战略价，是销售管理中心借鉴内参成功经验以统筹酒鬼、湘泉的运作举措之一，符合酒鬼系列今年提价提量的目标，伴随稳价措施的实施，终端价格将得以提升，渠道利润有望增厚。

考核机制更加灵活，通过综合化市场运作和团队激励，实现销售提升。2020 年公司营销团队调整思路，针对以往短板，尤其是市场动销、市场支持流程长反应慢的问题进行调整。未来公司会借鉴内参高速增长的经验，推进销售管理团队及流程机制建设更加高效、灵活，提升市场反应速度、客户合作机制。2020 年公司工作重心一是促进疫情后经销商和终端库存动销，二是服务核心终端做消费者营销，圈

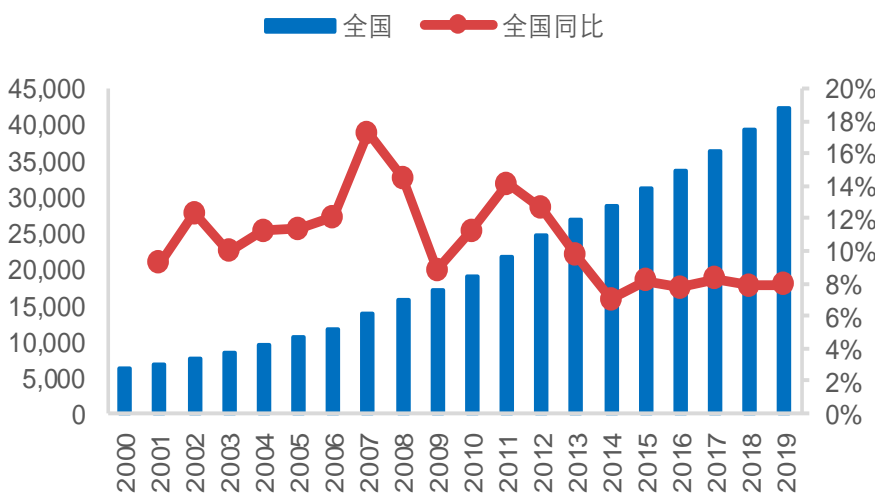
层营销。三是 KPI 动态考核，引导销售团队针对不同市场积极反应，从公司的中报情况来看，各项工作均处于平稳推进过程中。

4.2. 内参稳价增量，酒鬼提价提量，产品结构持续改善

4.2.1. 高端酒内参快速放量，拉动整体盈利能力

可支配收入的长期提升增强了居民了消费能力，形成需求扩张的基本驱动因素。从居民财富来看，2015 年至 2019 年，城镇居民人均可支配收入由 3.1 万元增至 4.2 万元，年均增速在 8% 左右，拉动整体消费能力。从消费场景看，政务消费目前仅占到白酒总消费量的不到 5%，商务活动、朋友聚会和纯粹的个人爱好构成了需求的主体，高端白酒的需求稳定性相比 2012 年更高。

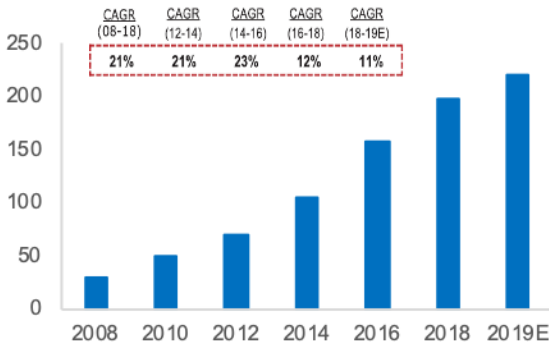
图 33: 城镇居民人均可支配收入不断攀升



数据来源：东北证券，Wind

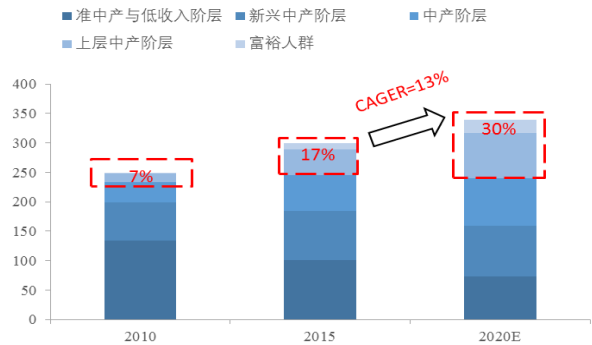
高净值人群比例仍维持较高增速，夯实高端酒消费潜力。根据《2019 年中国私人财富报告》，2018 年中国的高净值人群（个人可投资资产超过 1000 万元）数量达到 197 万，虽然高净值人群数量增速有所放缓，但是仍然维持在 10% 以上水平。单看个人消费，富裕人群和上层中产是高端、次高端白酒的中坚消费群体，他们在社会结构中所占的比重，将对需求量产生直接影响。BCG 在报告中预测，随着中国经济的稳健发展，富裕及上层中产家庭数量将有望由 2015 年的 5300 万户增至 2020 年的 9800 万户，年复合增速 13%，高端及次高端白酒需求亦将扩容，年均增速围绕 13% 波动。商务消费方面，预计对高端、次高端白酒的需求增速将快于个人消费，达到 20%。若按照商务消费占比 36%，朋友聚会 36%，个人爱好及养生保健合集 28% 的比例测算，我们测算到 2022 年前，行业的需求增速约为 15.5%。

图 34: 2008-2019 年中国高净值人群数量及增速 (单位: 万)



数据来源: 东北证券, 贝恩公司

图 35: 高端、次高端白酒中坚消费群体数量保持 13% 年复合增长 (单位: 十万户)



数据来源: 东北证券, BCG

表 14: 高端、次高端行业需求增速测算 (2015-2022)

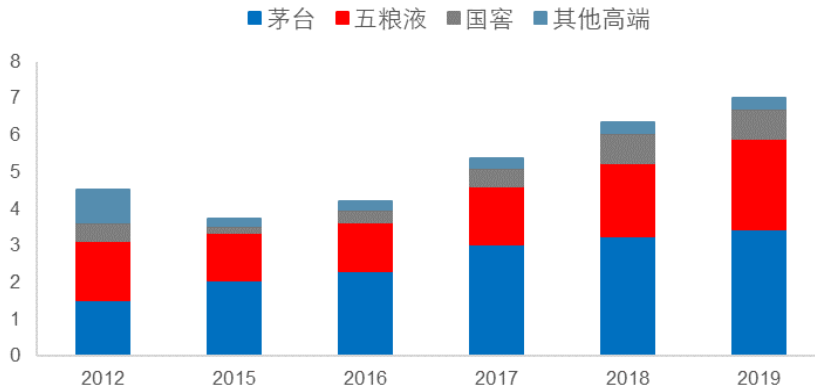
	商务应酬	朋友聚会	个人爱好	养生保健
占比	36%	36%	17%	11%
消费属性	商务	偏个人	纯个人	纯个人
单项增速	20%	13%	13%	13%
合计增速	$20\% \times 36\% + (1 - 36\%) \times 13\% = 15.5\%$			

数据来源: 东北证券, 新食品

高端、次高端白酒供给占比低, 未来将缓慢提升。白酒供给主要受国家政策调控、社会库存波动及企业产能释放影响。当前在整体政策稳定, 社会库存理性的情况下, 企业产能释放是主要影响因素。目前白酒供应总体呈现低端酒占比高, 高端次高端占比将缓慢提升的格局。根据国家统计局公布数据, 2018 年我国白酒总产量为 871.2 万吨, 总量微增。分结构看, 预计 2018 年高端 6.3 万吨、次高端 5.7 万吨, 两者合计产量在 12 万吨左右, 仅占行业总量的 2% 不到, 而市场上销售的 90% 以上的产品仍然是单瓶价格低于 300 元的中低档产品。在消费升级的大趋势下, 高端次高端酒需求快速增加, 年均增速约为 15.5%, 其市场份额仍有较大的提升空间。

从高端酒企 2020 年规划来看, 五粮液投放量预计保持 5-8% 的增长, 茅台产量计划有 10% 左右的增长, 国窖 1573 将在今年营收破百亿的基础上设定 130 亿的营收目标, 可见高端酒企供给增速开始趋于平稳。从次高端酒企的发展规划及行业发展态势来看, 2020 年竞争趋于激烈, 主要酒企将进一步抢占品牌高地, 供给保持稳定增长。与此对应的是, 中低档白酒市场占比将逐渐下降。

图 36: 高端市场销量竞争格局演变: 万吨



数据来源: 东北证券, 渠道调研

高端白酒市场稳步扩容, 内参具备品牌力基础, 辅以强推力拉动销量。高端市场总量从 2012 年的 4.5 万吨扩容至 2019 年的 7 万吨, 总量仅增长 56%。茅台在高端市场中的份额由 2012 年的 34% 提高至 2018 年的 49%, 是高端市场扩容的最大赢家; 五粮液份额由 36% 缩减至 35%, 但依然守住了高端行业第二的市场地位; 老窖份额维持在 12%, 而其他品牌在高端市场中的份额则由 19% 缩水至 4%, 高端市场份额持续向茅五泸集中。品牌的建立打造, 需要很长的周期, 茅五泸消费者认同度高, 具备领先优势。高端酒巨大的市场空间, 不断吸引着其他白酒厂商推出高端品牌参与其中, 比如洋河股份梦之蓝手工班, 山西汾酒青花中国装, 今世缘国缘 V9 等。内参酒出身便定位为高端品牌, 虽然历经多年未曾形成较大销售规模, 但是在品牌认知度与辨识度上具备极好基础, 内参公司成立后以强品牌力为基础, 辅以足够的渠道推力拉动销量, 有望实现快速放量。

表 15: 白酒价格带细分情况

市场	价格区间	代表产品	主要竞争要素
高端	>800 元/瓶	茅台、五粮液、国窖 1573	品牌
次高端	300-800 元/瓶	剑南春、水井坊、青花汾酒, 梦 3/6	品牌、团队、渠道、品质
中档	100-300 元/瓶	海/天之蓝、古井、口子窖	品牌、团队、渠道
低档	<100 元/瓶	牛栏山、劲酒	品牌、价格、渠道、成本

数据来源: 东北证券, 渠道调研

内参酒馥郁香型的独特性、品牌的文化属性, 赋予消费者美好的物质和精神享受, 给予高端酒消费者更多选择。内参是品质感和文化内涵厚重的高端酒品牌, 从品质层面看, 内参酒“5238”工艺独特, 采用酒鬼酒公司多年积累的顶级原酒调制而成, 主要酒体启用至少储存八年以上的特优级基酒, 在口感上是“前浓中清后酱”的馥郁香型, 不仅糅合酱香和浓香, 还有清香的口感体验, 给高端酒消费者带来别样的感受, 丰富了高端酒消费群体的在酱香与浓香之外的选择。对品质的至高要求, 使得内参产量极具稀缺性。从品牌层面来看, 内参是高端酒四大品牌中的唯一一款文人酒, 自诞生以来就成为了中国文化白酒的先驱者, 其“品内参, 知大事”的人生追求, 将内参酒的文化内核推向中国文化白酒的巅峰。内参酒瓶的设计集中体现了黄永玉大师“雅积大伪, 俗存厚德”的创作哲学和艺术价值观, 道出了内参酒所蕴含的“内部参读、高端专用, 秘绝深藏、居高自远”的品牌气质。正是因为拥有卓

越品质和厚重的文化内涵，内参诞生后便迅速得到大众认可，1998 年酒鬼酒净利润行业仅次于五粮液，超过了茅台和泸州老窖，酒鬼酒的零售价也超过了茅台酒和泸州老窖的价格。

图 37: 内参酒“5238”工艺独特



数据来源：东北证券，公开资料

图 38: 内参酒打造中国高端文化白酒



数据来源：东北证券，公开资料

酒鬼酒借助中粮集团的整体优势和平台资源，获得更多渠道、网络及人才支持，实现全产业链协同共享。中粮集团是国资委直属企业之一，资产总额 5980 亿元，年营业收入 4984 亿元，年经营总量近 1.6 亿吨，全球仓储能力 3100 万吨，年加工能力 9000 万吨，年港口中转能力 6500 万吨，230 万家终端售点遍布中国 952 个大中城市、十几个县乡村。酒鬼酒作为中粮旗下唯一的白酒业务，受益集团丰富的营销渠道、管理经验、产业资源和人才储备，在行业消费升级和次高端扩容的大背景下，凭借其长期以来形成的名酒品牌效应，有望在全国化的发展道路上走得更稳更快。渠道调研得知，中粮集团已经将“酒鬼酒”作为集团五个重点发展的品牌之一，将会在多方面给予支持，尤其是在品牌方面，酒鬼酒曾经随同中粮集团一起亮相 2016 年二十国集团（G20）能源部长、2017 年金砖国家农业部长、金砖国家财长和央行行长、2018 年上合组织青岛峰会等会议晚宴，极大拉升品牌形象，提高在高端酒中的品牌竞争力。

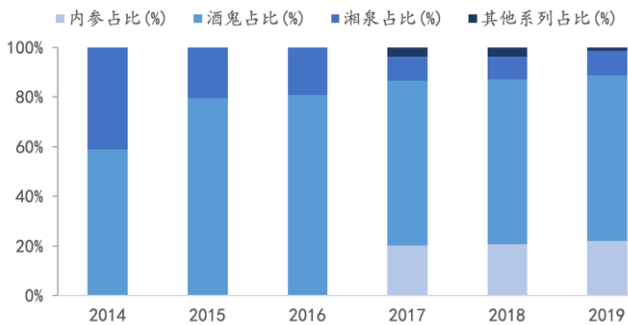
图 39: 中粮携手酒鬼亮相达沃斯论坛



数据来源：东北证券食品饮料组整理

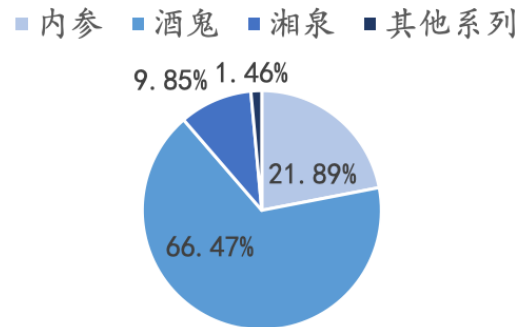
高端酒内参快速增长，外部环境不利下更显风范。在外部不利因素影响下，上半年白酒部分消费场景受阻，公司 Q1/Q2 营收增速分别为-9.68%/+12.89%，Q2 环比提升 22.57pcts，改善明显。2020H1 内参、酒鬼系列毛利率分别为 92.52%、79.57%，相比 2019 年分别同比+2.63%、-0.76%，内参系列毛利率继续提升。分季度来看，2020Q1/Q2 内参同比增长分别达到 70%/85%左右，放量在即，2020H1 内参占比提升到 39%。内参酒销量从 2018 年 200 吨增长至 2019 年 400 吨，同比翻番，2020 年仍有望实现销量翻番目标。

图 40: 2014-2019 各系列营收占比



数据来源: 东北证券, Wind

图 41: 2019 年各系列营收占比

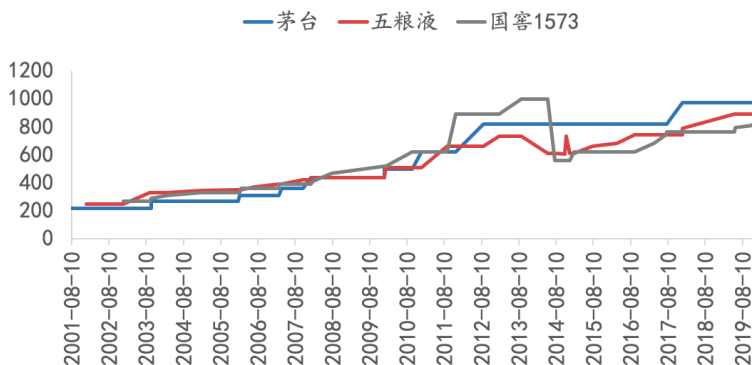


数据来源: 东北证券, Wind

4.2.2. 次高端酒鬼系列调整后再次腾飞

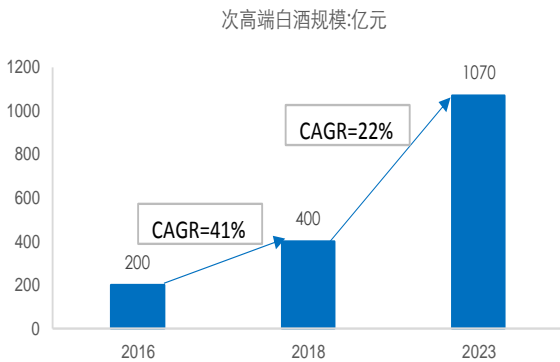
2016 年行业复苏以来，高端茅五泸价格快速上升，为次高端品牌打开成长空间。次高端品牌虽然在品牌势能上弱于高端品牌，但随着高端品牌在 2016 年以来不断提价，性价比优势凸显。次高端产品相较于高端产品，虽然投资属性明显变弱，但是在礼品消费、商务宴请、个人消费等方面需求也相当旺盛。2016 年至今次高端细分市场表现活跃，量价齐升，2018 年次高端行业规模达到 400 亿。2016-2018 年次高端复合增速已超过 40%，其中习酒窖藏/汾酒青花/洋河 M3+M6/今世缘特 A+/剑南春水晶剑复合增速高达 92%/51%/46%/22%。我们预计 2018 年白酒按销量次高端/中高端销量分别约 5.71/249.3 万吨，假设未来 5 年里中高端 3% 销量升级至次高端，次高端出厂价维持 3%（略高于 CPI）复合增速，则 2023 年次高端规模达到 1070 亿元，5 年复合增速为 22%。

图 42: 高端白酒茅五泸提价过程



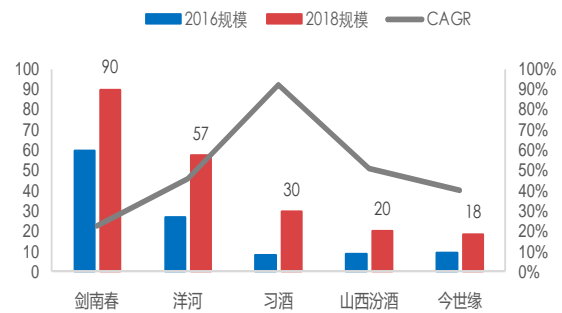
数据来源: 东北证券, Wind

图 43: 2023 年次高端白酒规模将达 1000 亿以上



数据来源: 东北证券, 渠道调研

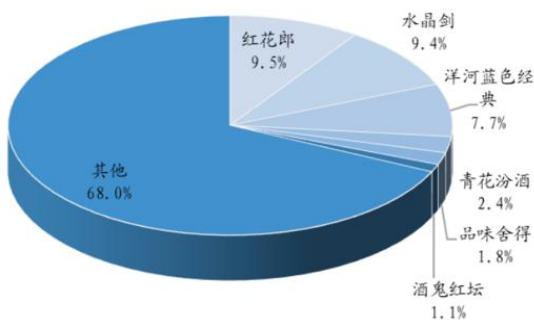
图 44: 次高端代表品牌 2018 年规模(亿元)



数据来源: 东北证券, 渠道调研

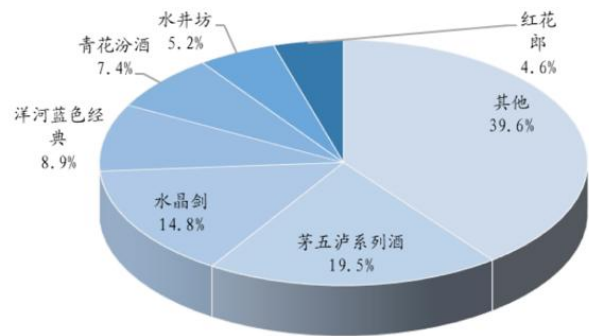
次高端竞争加剧, 行业集中度仍有提升空间。次高端行业集中度较 2012 年已有明显提高, 从发展趋势上看, 茅五泸通过主品牌带动次高端系列品牌的发展; 全国性次高端品牌希望建立更多的优势市场做大规模; 区域品牌也不再局限于当地而向周边进行扩张, 次高端竞争呈加剧态势。2018 年次高端行业 CR5 为 55%, 相比于高端酒 CR3 高达 95% 的集中度仍有提升空间, 但预计提升速度相对缓慢。主要原因在于次高端仍处于快速增长中, 增量蛋糕缓解内部竞争; 其次, 目前除剑南春外其他品牌影响力较为均衡; 最后, 全国化次高端名酒收到地产龙头推出次高端产品的狙击, 三个因素使预计次高端行业集中度提升速度较缓。酒鬼酒系列定价位于 300 元至 1000 元之间, 知名的品牌度, 独特的馥郁香型, 及强有力的中粮集团支持, 有望在次高端行业占领更大市场份额。

图 45: 2012 年次高端竞争格局



数据来源: 东北证券, 渠道调研

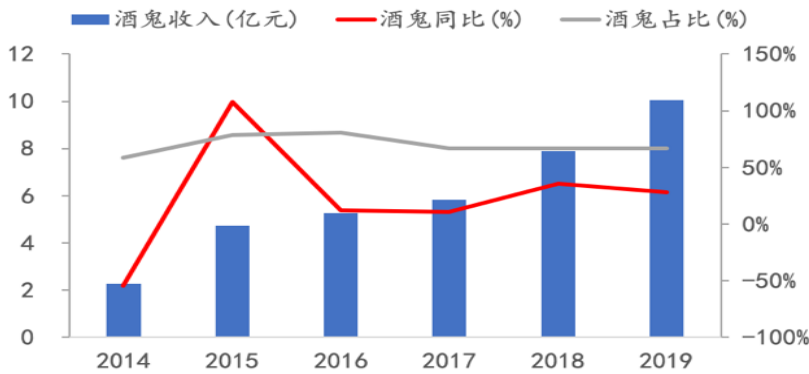
图 46: 2018 年次高端竞争格局



数据来源: 东北证券, 渠道调研

酒鬼享受次高端增长福利, 调整后再次腾飞。2015 年以来, 酒鬼系列营收占比在 60% 以上, 是酒鬼酒公司主要营收来源, 但是由于开发产品众多、市场价格混乱等导致销售增长始终有限。2016 年公司开始对酒鬼体系进行调整, 通过品牌提升、产品聚焦、加强管控等方式逐步拉升酒鬼的品牌价值和市场表现, 并在 2018 年确立了酒鬼酒“量价齐升”的核心策略。2020 年公司加大对酒鬼系列的调整, 通过取消低价酒鬼酒, 电商酒鬼酒, 打造红坛、传承两个全国性/战略性大单品, 对其他酒鬼通过产品升级及价格管控, 力求做到量价齐升。我们认为在内参高增长和稳定支持的情况下, 酒鬼系列的调整也会更加从容。

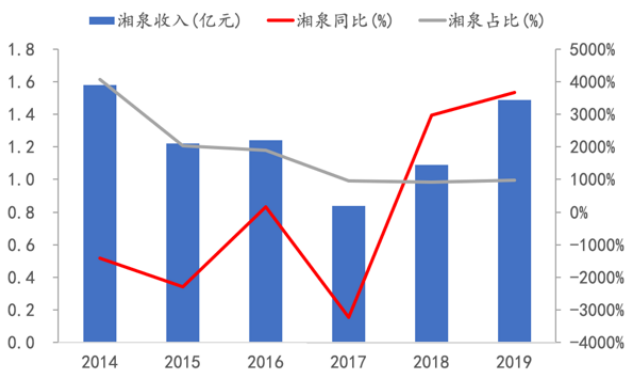
图 47: 2014-2019 酒鬼系列营收及占比



数据来源: 东北证券, Wind

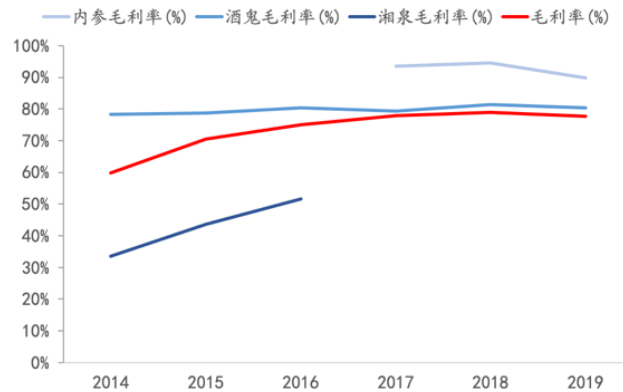
湘泉系列定位为馥郁香型的导入,并非公司的主要营收及盈利来源。湘泉系列作为酒鬼酒公司发展的中低档酒,2019 年度营收 1.49 亿元,占比 10%;毛利率预估在 50%左右,远低于酒鬼/内参 80%/90%的毛利率,并非公司营收及盈利重要来源。在湖南省内优势市场,部分县市消费水平较低,湘泉酒作为馥郁香型白酒的导入产品,可以补充产品价格带,扩大市场占有率。从公司的工艺来说,湘泉系列可以有效利用公司部分基酒,我们预计湘泉系列未来营收将保持适度增长。

图 48: 2014-2019 湘泉系列营收及占比



数据来源: 东北证券, Wind

图 49: 酒鬼酒各产品线毛利率



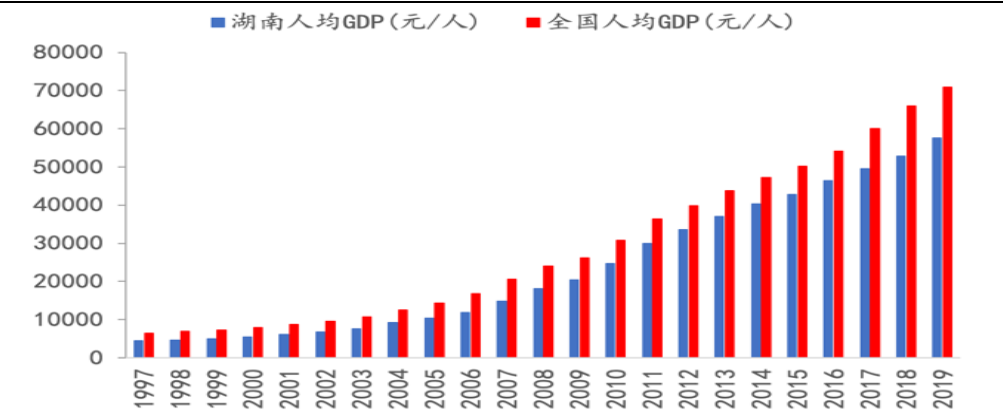
数据来源: 东北证券, Wind

4.3. 湖南大本营提升市占率,省外战略市场加速布局

4.3.1. 湖南省内渠道精耕,市占率提升确定性高

湖南省白酒市场规模较大,包容性强。渠道调研湖南省白酒零售总额约 270 亿元左右,按出厂口径估计在 200 亿元左右。由于市场宽容度很高,很多白酒品牌在湖南市场屡创奇迹。茅台、五粮液很早便扎根湖南,剑南春、水井坊、泸州老窖等也将湖南视为其最重要的市场之一。水井坊在湖南市场 2015 年销售额同比翻番,2016 年上半年增长超过 30%,开放包容的市场环境为外来酒品牌在湖南省内的开拓发展提供了有利条件。随着人均 GDP 的增长,经济水平提高,消费升级趋势明显,次高端白酒在本地的发展空间较大。

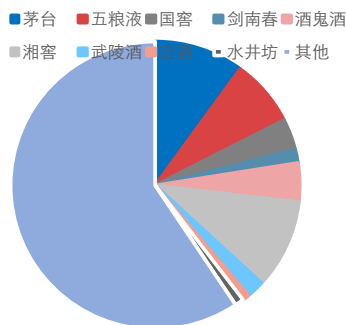
图 50: 湖南与全国人均 GDP 比较



数据来源: 东北证券, 统计局

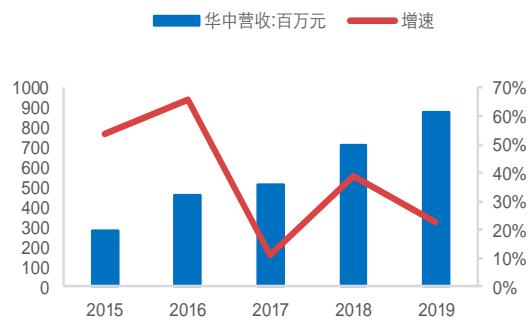
对比安徽、江苏龙头酒企市占率, 酒鬼酒省内市场有极大的潜力可挖掘。根据湖南省发布的《湘酒发展蓝皮书》, 全省白酒总产量在全国排名第 17 位, 只占全国总产量的 1.2%, 全省酒类生产企业销售额上 10 亿元的只有酒鬼、湘窖两家, 其他重点酒企均徘徊在 1-3 亿元左右, 多数企业只有几千万元, 大部分白酒市场被川酒、黔酒等外来品牌占据, 其中以五粮液、泸州老窖为代表的川酒在湘酒市场占比约三成, 以茅台为代表的黔酒占比在 20% 左右, 其他外来品牌占比约为 20%。酒鬼酒作为当地龙头酒企, 由于历史原因导致在本土市场品牌地位远大于销量地位, 2019 年在华中地区 (含湖南) 的销售额只有 8.7 亿元。从龙头公司在省内的市占率来看, 2018 年安徽省地产酒古井贡和口子窖省内市场占有率分别达到 24% 和 14%, 江苏洋河和今世缘省内市占率分别达到 29% 和 9%, 山西汾酒在省内市占率 50% 以上, 酒鬼酒作为湖南白酒第一品牌, 品牌美誉度和知名度高, 在省内市占率仅为 5% 左右, 远低于安徽、江苏等市场本地龙头公司的市场占有率, 因此湖南大本营市场仍具有极大的潜力可供挖掘。

图 51: 湖南省白酒企业竞争格局



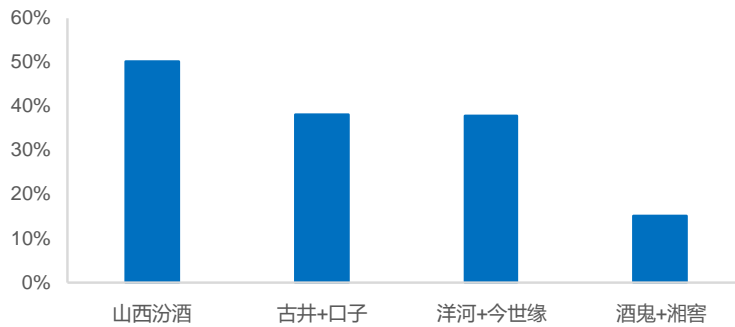
数据来源: 东北证券, 渠道调研

图 52: 公司省内市场规模及增速



数据来源: 东北证券, Wind

图 53: 酒鬼在省内市场占有率提升空间大



数据来源：东北证券，渠道调研

省内渠道精耕叠加品牌势能释放，市占率提升确定性高。2015 年中粮入主后，公司经营稳定性提升，省内市场在渠道精耕和品牌势能释放的驱动下快速增长，华中市场 2016-2019 年复合增长 33%。2019 年公司在省内以长沙、湘西为样板市场，加强核心店、核心售点、专卖店建设，直控终端逐步落地；内参酒湖南市场完成 793 家终端直营商建设，可控售点分销实现全覆盖，全年华中市场营收增长至 8.77 亿元，占总营收比例提升至 58%。2020 年公司对省内渠道继续深耕，长沙市场实现分区域分产品招商，渠道划分更为细致；同时调整销售队伍考核，加大市场服务和管控力度，省内市场逐步崛起，2020H1 省内收入同比增长 29.50%，预计主要是内参增长带动，酒鬼系列仍然处于调整期。我们认为，公司内参系列在省内继续放量到 10 亿元以上规模确定性极高，酒鬼系列占位次高端价位段，随着品牌影响力提升及渠道精耕，未来市占率提升空间极大。

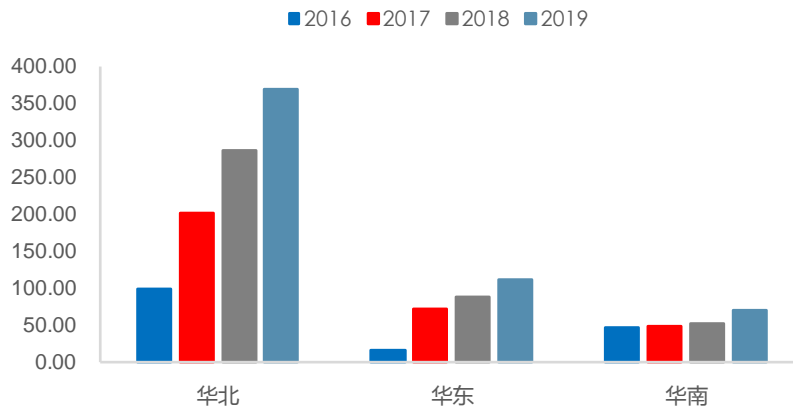
4.3.2. 省外优先重点市场，全国化逐步推进

省外战略市场重点发力，以样板建设推动营销转型。2018 年开始，公司将全国市场细分为核心、战略、重点、发展市场，核心市场为湖南根据地，战略市场集中到京津冀、山东、河南、广东、华东等省外市场，打造亿元战略市场、千万级重点地级城市、百万级县级城市，力求核心市场和战略市场的销售占比不断提高。2019 年公司内参酒公司成立后，开始布局北京、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。酒鬼系列以华北为战略市场（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实现全覆盖，可控售点分销覆盖率大幅提升。**2020 年公司实施样板市场建设方案，打造样板市场、样板客户、样板门店、样板街道，推动“品牌贸易型”向“终端服务型”深度转型，同时加强内参、酒鬼专卖店、形象店建设，内参酒目前已经完成 62 家专卖店建设，酒鬼酒目前已经完成 161 家家专卖店建设。

在省外非战略市场着力推进招商，实现空白市场突破。2019 年-2020 年中国高端文化白酒·内参酒价值研讨会在沈阳、广州、北京、邢台、西安、邯郸、合肥等地依次举办，传播内参高端品牌价值，同时吸引部分大商参与到内参酒的运营之中。比如沈阳内参研讨会期间，辽宁超级大商——悦来悦好国际贸易公司和内参酒在现场签订了战略合作协议；西安内参价值研讨会时，销售网络覆盖陕西，辐射大西北的陕西华鼎酒业成为内参酒的合作伙伴，将打造西安成为内参酒启动西北市场的桥

头堡；合肥价值研讨会期间，在安徽省内拥有近 80 万方仓储资源，网点覆盖全省 79 个市县的皖新供应链表示会与酒鬼酒公司深度合作，全力构建内参酒、酒鬼酒安徽运营平台，要“依托内参酒、酒鬼酒的品牌影响力，皖新传媒的仓配、资金以及网络等资源”共同开拓市场提升品牌。空白市场的招商突破，将会带动公司在省外市场的全面发力。渠道调研显示，截止目前，公司内参酒经销商已经增长至 151 家，酒鬼酒全国经销商达到 651 家。

图 54: 酒鬼省外市场规模快速增长，但绝对值仍然相对较小（百万元）



数据来源：东北证券，渠道调研

5. 盈利预测及投资建议

内参方面，内参酒公司对内参品牌进行单独运作，转变厂商关系、增长模式、经营机制，释放品牌活力。通过树立中国高端文化第一白酒品牌形象以及市场秩序管控维护经销商合理利润，内参品牌拉力及渠道推力明显提升，2019 年实现销量翻倍，2020H1 在外部环境影响下仍大幅增长 75%，极大提升盈利能力。公司 2019 年开始内参全国化进程，品牌力在省外提升明显，省外招商卓有成效，目前经销商已经增长至 151 家，已经完成 62 家专卖店建设，长期全国化空间逐步打开。我们预测内参系列 2020/2021/2022 年收入分别为 6.1/11.3/14.7 亿元，三年毛利率维持在 90%。

酒鬼方面，2020 年主要进行产品梳理及聚焦大单品，通过取消低价酒鬼酒，电商酒鬼酒，打造红坛、传承两个全国性/战略性大单品，对其他酒鬼通过产品升级及价格管控，从而做到量价齐升。我们预测酒鬼系列 2020/2021/2022 年收入分别为 10.2/12.3/16.0 亿元，毛利率分别为 79%/80%/80%。

预计公司 2020/2021/2022 年总收入为 18.2/25.8/33.2 亿元，综合毛利率为 78.6%/80.9%/81.2%；归母净利润分别为 4.58/6.59/8.54 亿元，对应 PE 为 59X/41X/31X，看好公司内参全国化进程，维持“买入”评级。

表 16: 分产品类别营收预测

产品类别	2018	2019	2020E	2021E	2022E
内参系列	244.46	331.04	612.42	1,132.98	1,472.88
增速	38.45%	35.42%	85.00%	85.00%	30.00%
毛利率	94.45%	89.89%	90.00%	90.00%	90.00%
酒鬼系列	787.90	1,005.41	1,025.52	1,230.62	1,599.81
增速	35.05%	27.61%	2.00%	20.00%	30.00%
毛利率	81.45%	80.35%	79.00%	80.00%	80.00%
湘泉系列	109.34	148.93	163.82	196.59	235.91
其他系列	43.61	21.65	10.83	10.83	10.83
其他业务	1.58	4.87	4.87	4.87	4.87
收入总计	1,186.88	1,511.90	1,817.46	2,575.89	3,324.29
同比	35.13%	27.38%	20.21%	41.73%	29.05%
综合毛利率	78.83%	77.75%	78.62%	80.87%	81.16%

资料来源：东北证券

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,318	1,586	1,876	2,443	净利润	299	458	659	854
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	18	19	15	17
应收款项	204	270	383	494	折旧及摊销	41	42	50	66
存货	933	1,049	1,355	1,697	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	12	24	32	39	财务费用	0	0	0	0
流动资产合计	2,467	2,929	3,645	4,673	投资损失	-11	-11	-11	-11
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	25	-35	-138	-132
长期投资净额	43	43	43	43	其他	10	-73	-3	-3
固定资产	426	411	466	606	经营活动净现金流量	382	399	572	792
无形资产	200	194	188	182	投资活动净现金流量	378	-66	-186	-86
商誉	0	0	0	0	融资活动净现金流量	-49	-65	-96	-138
非流动资产合计	762	870	1,020	1,054	企业自由现金流	256	381	624	927
资产总计	3,229	3,799	4,665	5,727					
短期借款	0	0	0	0	财务与估值指标				
应付款项	120	107	143	181	每股指标				
预收款项	207	251	351	456	每股收益 (元)	0.92	1.41	2.03	2.63
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	每股净资产 (元)	7.48	8.69	10.42	12.62
流动负债合计	784	962	1,265	1,611	每股经营性现金流量 (元)	1.18	1.23	1.76	2.44
长期借款	0	0	0	0	成长性指标				
其他长期负债	14	14	14	14	营业收入增长率	27.38%	20.21%	41.73%	29.05%
长期负债合计	14	14	14	14	净利润增长率	34.50%	52.84%	43.91%	29.69%
负债合计	798	976	1,279	1,625	盈利能力指标				
归属于母公司股东权益合计	2,430	2,823	3,386	4,102	毛利率	77.75%	78.62%	80.87%	81.16%
少数股东权益	0	0	0	0	净利率	19.81%	25.19%	25.57%	25.70%
负债和股东权益总计	3,229	3,799	4,665	5,727	运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	54.29	54.29	54.29	54.29
					存货周转率 (次)	951.89	985.56	1003.78	989.06
					偿债能力指标				
					资产负债率	24.72%	25.69%	27.42%	28.37%
					流动比率	3.15	3.04	2.88	2.90
					速动比率	1.95	1.95	1.80	1.84
					费用率指标				
					销售费用率	25.39%	24.00%	22.50%	22.50%
					管理费用率	9.69%	8.50%	8.00%	8.00%
					财务费用率	-0.70%	-0.72%	-0.60%	-0.55%
					分红指标				
					分红比例	0.00%	14.20%	14.59%	16.19%
					股息收益率	0.00%	0.24%	0.36%	0.52%
					估值指标				
					P/E (倍)	38.89	58.58	40.71	31.39
					P/B (倍)	4.79	9.50	7.92	6.54
					P/S (倍)	17.74	14.75	10.41	8.07
					净资产收益率	12.32%	16.21%	19.46%	20.83%

利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,512	1,817	2,576	3,324
营业成本	336	388	493	626
营业税金及附加	241	291	412	532
资产减值损失	18	19	15	17
销售费用	384	436	580	748
管理费用	147	154	206	266
财务费用	-11	-13	-16	-18
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	11	11	11	11
营业利润	400	540	879	1,141
营业外收支净额	1	73	3	3
利润总额	401	613	882	1,144
所得税	101	155	224	290
净利润	299	458	659	854
归属于母公司净利润	299	458	659	854
少数股东损益	0	0	0	0

资料来源：东北证券

分析师简介:

李强: 西南财经大学金融学硕士, 电子科技大学金融学本科, 现任东北证券食品饮料行业组长分析师。曾任华龙证券有限责任公司研究员, 南京证券股份有限公司研究员。具有10年证券研究从业经历, 荣获2019年金牛奖食品饮料行业最佳分析团队第1名, 2019年Wind资讯金牌分析师第5名, 2018年每市食品饮料行业年度组合收益第4名, 2018年投研社最受机构欢迎分析师, 2018年进门财经百佳分析师, 2018年食品饮料研究Wind平台影响力排行榜第7名, 2018年度知丘杯金测奖最佳分析师第3名, 2017年卖方分析师水晶球奖食品饮料行业第2名, “2016年Wind资讯第四届金牌分析师全民票选”食品饮料行业第1名。

张立: 同济大学金融硕士, 同济大学本科, 现任东北证券食品饮料组研究助理。2018年以来具有2年证券研究从业经历。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouying1@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozhy@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
赵稼恒	021-20361229	15921911962	zhaojiaheng@nesc.cn
杜嘉琛	021-20361229	15618139803	dujiachen@nesc.cn