

食品饮料

2022 年 01 月 12 日

报告原因：首次覆盖

增持（首次评级）

市场数据：2022 年 01 月 11 日

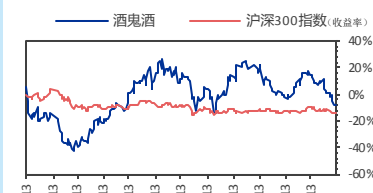
收盘价（元）	191
一年内最高/最低（元）	276.89/121
市净率	18.5
息率（分红/股价）	-
流通 A 股市值（百万元）	62061
上证指数/深证成指	3567.44/14223.35

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2021 年 09 月 30 日

每股净资产（元）	10.31
资产负债率%	31.47
总股本/流通 A 股（百万）	325/325
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《酒鬼酒(000799)点评：经营逐步改善 上调盈利预测 建议持续关注》2017/08/16
《酒鬼酒(000799)点评：收入增长尚不明显 毛利率提升使盈利改善》2017/04/27

证券分析师

周缘 A0230519090004
zhouyuan@swsresearch.com
吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com

研究支持

田荣振 A0230120070003
tianrz@swsresearch.com

联系人

**酒鬼酒 (000799)**

——内参酒鬼双轮驱动，馥郁龙头走向全国

投资要点：

- **复盘：历史悠久几度沉浮，中粮入主再创辉煌。**酒鬼酒前身是湘西吉首酒厂，成立于 1956 年，历史悠久，但后来控股权数次易主，发展一波三折。直到 2015 年中粮入主，进行了多项战略调整 and 改革：产品上聚焦内参、酒鬼、湘泉三大战略单品，渠道上设立内参销售公司并独立运营，管理上推进组织结构和薪酬考核体系改革。中粮赋能下，公司再度崛起。营收从 15 年的 6 亿增长到 20 年的 18 亿，CAGR 为 25%，归母净利润从 15 年不足 1 亿到 20 年近 5 亿，CAGR 高达 41%。
- **亮点：馥郁香型创领者，内参酒鬼表现强势。**酒鬼酒在品牌、产品、团队、渠道等方面颇具看点。品牌上，公司是中国白酒第十一大国标香型——馥郁香型始创者和标准起草者，且品宣主打文化白酒，在品牌认知上具有差异化竞争优势。产品上，公司两大主力单品内参、酒鬼分别位于高端、次高端价格带，21 年增速预计均在 70%以上，表现强势。团队上，公司背靠中粮集团，平台资源丰富，现任管理层经验丰富且能力突出，为公司发展保驾护航。渠道上，公司创立了内参销售公司模式，渠道运营效率及积极性均有明显提升，且公司在省外扩张过程中因地制宜，精耕细作与平台商模式并举，深挖区域市场潜力。
- **空间：内参新高端正崛起，酒鬼享受全国化红利。**千元价格带持续扩容，长期量价齐升趋势确定，但 21 年更多品牌参与到千元价格带竞争，新品牌有望分享千元价格带增量市场。我们认为内参凭借高端的品牌定位、独特的内参模式、特殊的香型优势，有望站稳高端，享受千元价格带扩容红利。我们以内参省内市占率及省内外收入占比为核心变量，探讨内参未来发展空间，中性假设下 25 年内参收入 32 亿，21-25 年 CAGR 为 33%。酒鬼所在的次高端仍是成长性最好的赛道，21 年分层明显，300-500 元传统次高端中走向全国化的品牌表现强势。21 年酒鬼系列在渠道扩张下实现了 80%+的增长，收入体量已经超过 12 年的高点，未来酒鬼系列的增长空间关键看全国化程度。综合考虑酒鬼系列的优劣势，我们认为 2025 年酒鬼系列能够实现初步全国化，其 21-25 年的成长路径可以对标 17-21 年的水井坊，实现年复合 20%以上的增长。我们参考现有传统次高端品牌的销售规模、市占率及全国化程度，讨论 25 年酒鬼系列收入空间，中性假设下酒鬼系列 25 年次高端市占率达到 6%，对应报表收入 44 亿，21-25 年 CAGR 为 24%。
- **盈利预测与估值：预计 25 年酒鬼酒收入 84 亿，净利润 26.6 亿，首次覆盖给予增持评级。**结合上文对内参、酒鬼系列 25 年收入空间的分析，中性假设下 25 年酒鬼酒收入 84 亿，21-25 年 CAGR 26%，同时考虑毛利率与费用率优化空间，预计 25 年酒鬼酒扣非净利率 32%，对应净利润 26.6 亿。考虑到 21-25 年为酒鬼酒的高速成长期，我们采用 PEG 估值方法，按照可比公司平均估值水平，给予酒鬼酒 2022 年 1.7xPEG（当前 1.6x），首次覆盖给予增持评级。预测 21-23 年公司归母净利润分别为 9.5 亿、13.3 亿和 17.4 亿，分别同比增长 93%、40%和 30%，当前股价对应 21-23 年 PE 分别为 65x、47x 和 36x。
- **股价表现的催化剂：**内参系列省内外增速超预期；酒鬼系列省外动销表现超预期。
- **风险提示：**省外市场动销不及预期；经济下行影响中高端白酒需求；食品安全事件。

财务数据及盈利预测

	2020	21Q1-Q3	2021E	2022E	2023E
营业总收入（百万元）	1,826	2,640	3,312	4,446	5,703
同比增长率（%）	20.8	134.2	81.4	34.2	28.3
归母净利润（百万元）	492	720	950	1,331	1,735
同比增长率（%）	64.2	117.7	93.3	40.1	30.4
每股收益（元/股）	1.51	2.22	2.92	4.10	5.34
毛利率（%）	78.9	79.9	80.1	81.0	81.5
ROE（%）	17.2	21.5	25.0	25.9	25.2
市盈率	126		65	47	36

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

考虑到 21-25 年为酒鬼酒的高速成长期，我们使用 PEG 估值方法，以主要产品同样位于高端/次高端价格带，且未来增长空间主要在全国化的四家白酒公司作为可比公司。22 年可比公司平均 PEG 为 1.7x 按照可比公司平均估值水平 给予酒鬼酒 1.7xPEG，当前酒鬼酒 2022 年 PEG 为 1.6x，首次覆盖给予增持评级。

关键假设点

假设 21-23 年内参系列分别同比增长 80%、50%和 35%，酒鬼系列分别同比增长 84%、29%和 26%。

有别于大众的认识

市场对 25 年内参系列省内外收入空间未有清晰测算。我们以 21-25 年湖南省内高端酒增速及 25 年内参市占率为核心变量，分三种情形探讨 25 年内参省内收入空间。乐观假设下，25 年湖南省高端酒体量 87 亿，21-25 年 CAGR 为 15%，内参省内市占率达到 21 年五粮液水平（24%），对应收入 21 亿，21-25 年 CAGR 为 40%。中性假设下，25 年湖南省高端酒体量 80 亿，21-25 年 CAGR 为 12.5%，内参省内市占率达到 21 年国窖水平（16%），对应收入 13 亿，21-25 年 CAGR 为 24%。悲观假设下，25 年湖南省高端酒体量 73 亿，21-25 年 CAGR 为 10%，内参省内市占率相比 21 年仅提升 1%，对应收入 9 亿，21-25 年 CAGR 为 12%。我们以省外收入占比为核心变量，分三种情况探讨 25 年内参省外收入空间，乐观假设下，25 年内参省外收入占比达到 70%，收入体量 49 亿，中性假设下，25 年内参省外收入占比 60%，收入体量 19 亿，悲观假设下，25 年内参省外收入占比仅 50%，收入体量 9 亿。综合考虑内参省内品牌地位及全国化潜力，我们认为中性假设较为合理，即 25 年内参省内收入 13 亿，省外 19 亿，合计 32 亿，21-25 年 CAGR 为 33%。

市场对 25 年酒鬼系列全国化程度及收入空间未有清晰测算。我们综合考虑酒鬼系列优劣势，认为 25 年酒鬼系列能够实现初步全国化，其 21-25 年成长路径或可对标 17-21 年的水井坊，期间有望实现年复合 20%以上增长。我们以现有传统次高端品牌销售规模、市占率及全国化程度为参考，分三种情形讨论 25 年酒鬼系列收入空间。乐观假设下，传统次高端增长仍然较快，21-25 年销售规模年复合增速达到 15%，酒鬼系列在全国范围内形成有效动销，实现泛全国化，市占率提升至 8%，对应报表收入 63 亿，CAGR 为 36%。中性假设下，传统次高端稳健增长，21-25 年销售规模年复合增速 12.5%，酒鬼系列在多个省外市场形成有效动销，初步完成全国化布局，市占率提升至 6%，对应报表收入 44 亿，CAGR 为 24%。悲观假设下，传统次高端维持两位数增长，21-25 年销售规模年复合增速 10%，酒鬼系列省外动销表现一般，仍停留在多区域发展阶段，市占率维持 4%不变，对应报表收入 27 亿，CAGR 为 9%。结合上文对酒鬼系列竞争力的分析，我们认为中性假设较为合理，即酒鬼系列 25 年收入 44 亿，21-25 年 CAGR 为 24%。

股价表现的催化剂

内参系列省内外增速超预期；酒鬼系列省外动销表现超预期。

核心假设风险

省外市场动销不及预期；经济下行影响中高端白酒需求；食品安全事件。

目录

1. 复盘：历史悠久几度沉浮，中粮入主再创辉煌	6
2. 亮点：馥郁香型创领者，内参酒鬼表现强势	7
2.1 品牌：创领馥郁香型，主打文化白酒	7
2.2 产品：内参酒鬼表现强势，产品结构持续优化	8
2.3 团队：背靠中粮，资源丰富，能力突出	9
2.4 渠道：创新模式提高效率，因地制宜激发潜力	10
3. 空间：内参新高端正崛起，酒鬼享受全国化红利	12
3.1 内参：占位千元价格带，预计 25 年收入空间 32 亿，21-25 年 CAGR 约 33%	12
3.1.1 千元价格带持续扩容，新品牌有望分享增量市场	12
3.1.2 高端定位+渠道模式+香型特殊，助力内参站稳高端	13
3.1.3 省内省外共同推进，预计内参 25 年收入 32 亿，21-25 年 CAGR 为 33%	15
3.2 酒鬼：调整后重回高增长通道，预计 25 年收入约 44 亿，21-25 年 CAGR 约 24%	16
3.2.1 次高端延续高景气，全国化品牌表现强势	16
3.2.2 酒鬼调整后渠道红利释放，21 年步入快速增长通道	17
3.2.3 预计 25 年酒鬼初步完成全国化布局，收入体量约 44 亿	18
4. 盈利预测与估值	20
4.1 收入：中性假设下 25 年酒鬼酒收入 84 亿，21-25 年 CAGR 约 26%	20
4.2 净利率：毛利率与费用率有优化空间，预计 25 年净利率提升至 32%，对应净利润 26.6 亿，21-25 年 CAGR 近 30%	21
4.3 估值：采用 PEG 估值，首次覆盖给予增持评级	22

图表目录

图 1：酒鬼酒发展历史复盘	6
图 2：2018 年以来酒鬼酒品牌价值增长明显加快	8
图 3：酒鬼酒所获荣誉	8
图 4：2014-2021H1 酒鬼酒产品结构	9
图 5：2014 年以来酒鬼酒产品结构提升推动吨价及毛利率明显提升	9
图 6：内参销售公司模式图解	10
图 7：2010-2020 年中国高端酒收入及增速	12
图 8：2010-2020 年中国高端酒收入增速量价分拆	12
图 9：2018-2025E 内参省内外收入占比	16
图 10：2025 年内参收入体量测算	16
图 11：2016-2021E 次高端市场规模及增速	16
图 12：2017-2021E 次高端白酒香型占比	16
图 13：2010-2021E 酒鬼系列收入及增速	17
图 14：2019-2021H1 酒鬼酒经销商数量变化	17
图 15：次高端白酒进行省外市场拓展的四个发展阶段	18
图 16：21Q1-Q3 次高端白酒公司税率情况	22
图 17：21Q1-Q3 次高端白酒公司管理费用率情况	22
表 1：酒鬼酒各时期收入表现、控股股东、核心高管及经营举措	6
表 2：馥郁香型工艺特点及效果	7
表 3：酒鬼酒产品矩阵	8
表 4：酒鬼酒主要高管简介	10
表 5：酒鬼酒渠道运作模式因地制宜	11
表 6：千元价格带主要产品情况	13
表 7：内参销售公司与原酒鬼酒销售公司的对比	13
表 8：内参酒销售公司股东信息	14
表 9：渠道利润空间 内参 VS 千元价格带竞品	14
表 10：2021 年湖南省内高端酒品牌收入体量及市占率	15
表 11：不同情形下内参收入体量测算	15

表 12：主要次高端品牌当前渠道利润及费用投放情况.....	17
表 13：传统次高端品牌全国化阶段及市占率情况	20
表 14：酒鬼系列 2025 年收入空间测算.....	20
表 15：酒鬼酒 2025 年分产品收入空间测算	20
表 16：酒鬼酒 2016 年至今扣非净利率变动及影响因素	21
表 17：酒鬼酒 2025E 毛利率测算	22
表 18：酒鬼酒 2025E 扣非净利率测算	22
表 19：可比公司估值表	23

1. 复盘：历史悠久几度沉浮，中粮入主再创辉煌

酒鬼酒历史悠久，控股权数次易主，发展一波三折。酒鬼酒前身是湘西州吉首酒厂，成立于1956年，也是湘西州第一家作坊酒厂。

1、初创辉煌（1994-1999）。1993年酒鬼酒零售价提至300元以上，抢占白酒价格制高点，受到消费者追捧。1997年公司成功在深交所上市，98-99年公司利税规模位居行业前三。

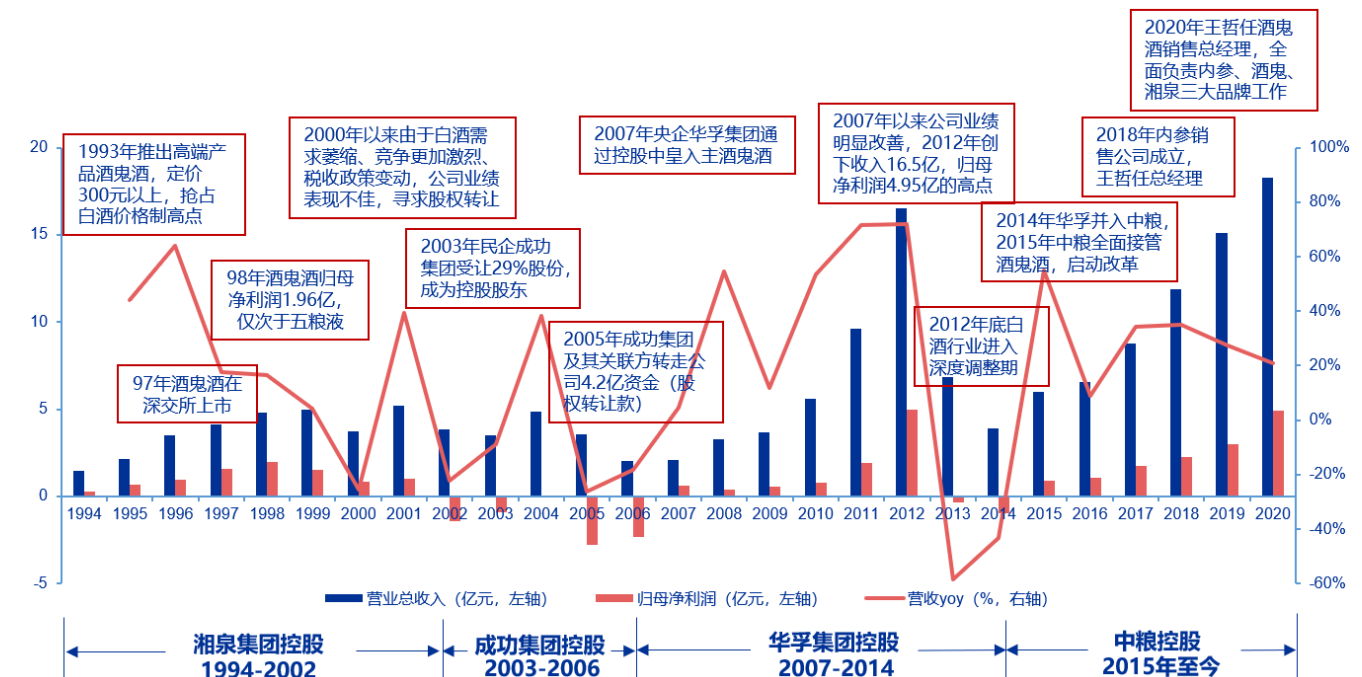
2、进入低谷（1999-2006）。2000年后白酒需求不振，且公司开发产品过多，渠道品牌管理混乱，收入业绩表现不佳。为改善业绩，2002年底公司引入成功集团作为控股股东，但结果并不如意。根据公司公告，2005年9月，公司账上4.2亿资金（股权转让款）被成功集团及其关联方全部转出，公司当年亏损2.8亿。

3、恢复增长（2006-2012）。2007年，华孚通过控股中皇入主酒鬼酒，而后重构管理团队、重新定位产品，首创馥郁香型并获国家认定，同时借助中糖的渠道资源补足短板。公司全面改革叠加行业高景气，助力公司进入快速增长期，2012年公司收入业绩创历史新高，营收16.5亿，归母净利润近5亿，2007-2012年营收和归母净利润复合增速均在50%以上。

4、步入调整（2012-2014）。2012年底白酒行业进入深度调整期，公司业绩再度受挫，2013、14年连续亏损。

5、再创辉煌（2014-2020）。2014年华孚集团并入中粮集团，15年中粮全面接管酒鬼酒，18年中粮酒业董事长王浩亲自入驻，任酒鬼酒董事长。中粮入主酒鬼酒后，进行了多项战略调整和改革：产品上聚焦内参、酒鬼、湘泉三大战略单品，渠道上设立内参销售公司并独立运营，管理上推进组织结构和薪酬考核体系改革。中粮赋能下，公司再度崛起，营收从15年的6亿增长到20年的18亿，CAGR为25%，归母净利润从15年不足1亿到20年近5亿，CAGR高达41%。

图1：酒鬼酒发展历史复盘



资料来源：Wind，申万宏源研究

表1：酒鬼酒各时期收入表现、控股股东、核心高管及经营举措

时间	发展阶段	收入 CAGR	控股股东	核心高管	经营举措
----	------	---------	------	------	------

1994-1999	初创辉煌	27.52%	湘泉集团	王锡炳	1. 运用名酒、文化与名人三位一体的办法，成功切入市场 2. 93 年酒鬼酒零售价调至 300 元以上，为行业第一高价酒 3. 98 年变更渠道，在北京上海等地设立办事处进行分销
1999-2006	进入低谷	-12.12%	成功集团	田家贵、刘虹	1. 建立多元化营销网络，与自身能力不匹配，反致情况恶化 2. 产品结构横跨高中低档，重点不突出，造成品牌管理混乱 3. 成功集团入主后疏于管理，反而占用上市公司资金
2006-2012	恢复增长	41.94%	华孚集团	王新国、徐可强、夏心国	1. 首创馥郁香型并获国家鉴定和认定 2. 产品重新定位、清理价格体系、开发封坛年份酒 3. 成立以大客户入股组建的湖南销售公司负责省内运作，以南北营销中心为突破口进行省外拓展
2012-2014	步入调整	-51.54%	华孚集团	王新国、夏心国、赵公微	1. 由渠道推动向终端推动转变，建立市场与销售双轮驱动机制 2. 加大开发区域专销产品，推动中低档产品的营销布局
2014-2020	再次复苏	29.45%	中粮集团	王浩、郑轶、程军、王哲	1. 精细化管理，完成薪酬改革工作，优化绩效考核体系 2. 梳理优化产品线，明确内参、酒鬼、湘泉三大产品体系 3. 确立三大品牌价值链，三大维度强化品牌价值传播 4. 成立内参销售公司，独立运营，加速高端化

资料来源：公司公告，申万宏源研究（时间区间与控股股东并非严格对应，而是选择区间内主要控股股东）

2. 亮点：馥郁香型创领者，内参酒鬼表现强势

2.1 品牌：创领馥郁香型，主打文化白酒

创领馥郁香型，差异化优势明显。酒鬼酒是中国白酒第十一大国标香型——馥郁香型的始创者和标准起草者，在品牌认知上具有明显的差异化竞争优势。馥郁香型工艺用料独特，具有“前浓、中清、后酱”“一口三香”的独特风味。2005 年馥郁香型工艺得到国家认证，2021 年馥郁香国标正式发布，酒鬼酒和馥郁香的影响力和认知度进一步提升。

主打文化白酒，品宣别具一格。区别于白酒行业宣传品牌历史的主流打法，酒鬼酒则以“中国文化白酒第一品牌”为战略愿景，品牌宣传主打文化白酒路线。酒鬼酒具有深厚的文化底蕴：其生产原料取材于湘西神秘山水，生产工艺传承湘西民间酿酒技艺，三大核心单品的包装设计均出自知名画家黄永玉之手。湖南省外消费者往往将酒鬼酒视作湖南特产之一，与神秘的湘西文化密切相关。酒鬼酒利用这一特殊历史背景和消费者认知，以文化白酒为主打，将酒鬼酒定位为湖湘文化名片和湘酒第一品牌，在品牌建设上取得了显著成效。

表 2：馥郁香型工艺特点及效果

工艺要点	工艺特点	工艺效果
多粮颗粒原料	采用高粱、糯米、大米、小麦和玉米五粮配方，高粱要浸泡，粮食要清蒸	酒中带来复合的粮食香气
小曲培菌糖化	南方小曲清香典型工艺，相当于二次制曲	再次网罗微生物，形成呈香前体物质
大曲配醅发酵	将糖化后的料配糟加曲入窖续糟发酵	采用堆积发酵和中高温大曲发酵，酒中带来酱味
窖泥提质增香	发酵采用泥质小窖，四壁及窖底均为人工老窖泥，取自传统浓香工艺	窖泥中微生物代谢生成浓香香气主要物质

粮醅清蒸清烧

蒸粮与馏酒分开进行，与清香型白酒操作方式相同

保持酒体净爽感

洞藏及勾调

基酒储存于湘西溶洞中，恒温恒湿避光环境让酒体自然老熟，年份足够后进行勾兑调味

提升酒质，改善口感，稳定质量

资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 2：2018 年以来酒鬼酒品牌价值增长明显加快



资料来源：华樽杯，申万宏源研究

图 3：酒鬼酒所获荣誉

时间	荣誉
1993	酒鬼酒、湘泉酒荣获波尔多世界酒类博览会金奖
1994	酒鬼酒、湘泉酒荣获布鲁塞尔世界酒类博览会金奖
1995	酒鬼荣获“世界名牌消费品”称号
2000	“酒鬼”被认定为中国驰名商标
2001	酒鬼荣获“中国十大文化名酒”称号
2008	酒鬼酒获国家地理标志产品保护
2012	“湘泉”被认定为中国驰名商标
2012	酒鬼酒荣获湖南省省长质量奖

资料来源：公司官网，申万宏源研究

2.2 产品：内参酒鬼表现强势，产品结构持续优化

三大品系布局全面，内参酒鬼为增长核心。当前公司主营内参、酒鬼、湘泉三大系列产品，分别覆盖高端、次高端、中低端三大价格带，产品布局全面。其中内参系列定位高端（标品成交价 900 元左右），为公司着力打造的全国化高端大单品。酒鬼系列定位 300-500 元次高端，红坛及传承为酒鬼系列的核心单品。为防止窜货，酒鬼系列产品进行了省内外区隔，其中红坛 20 和传承主销省外市场，红坛 18、紫坛及黄坛主销省内市场。20 年酒鬼系列进行产品升级，核心单品成交价提至 300 元以上，因此 21 年公司推出定位 200 元价格带的内品，以此填补省内酒鬼升级后的需求。湘泉系列定位百元以下中低端，作为大众口粮酒主打高性价比，主要用来培育馥郁香型消费者。

表 3：酒鬼酒产品矩阵

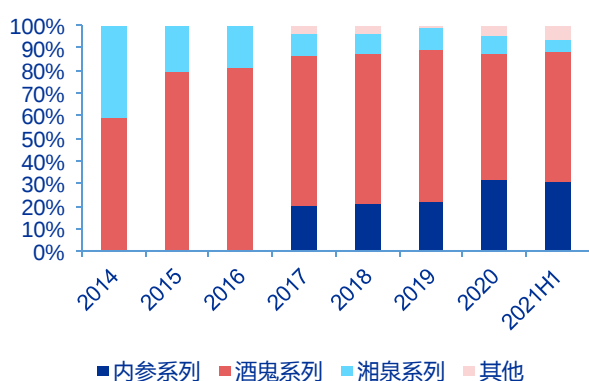
产品系列	产品名称	规格	终端成交价	产品定位	产品图片
内参	内参标品	52 度 500ml	900 元左右	高端	
	内参大师版	52 度 500ml	1800-2000 元		
	内参高尔夫	52 度 550ml	2000 元左右		
酒鬼	酒鬼酒（红坛 20 版/18 版）	52 度 500ml	400 元/340 元	次高端	

	酒鬼酒（紫坛 20 版）	52 度 500ml	500 元左右		
	酒鬼酒（传承）	52 度 500ml	300-350 元		
	酒鬼酒（黄坛）	52 度 468ml	250-300 元		
湘泉	湘泉酒（盒优）	54 度 500ml	50 元左右	中低端	
其他	内品	52 度 500ml	200-250 元	中低端	

资料来源：公司官网，渠道反馈，申万宏源研究

内参酒鬼高增，产品结构明显优化。2015 年中粮入主以来，公司着力精简产品线，聚焦内参、酒鬼两大核心品系，实现了快速发展。2014-2020 年，酒鬼系列收入从 2 亿增长至 10 亿，年复合增速 28%，21H1 酒鬼系列实现 9.8 亿收入，接近去年全年水平。内参自 2017 年以来连年高增 收入从 17 年的 1.8 亿增长到 20 年的 5.7 亿，年复合增速高达 48%，预计 21 年全年内参收入或破 10 亿，同比增长 70% 以上。在内参酒鬼高增带动下，公司产品结构明显提升，高档产品占比（内参+酒鬼）从 14 年的 58% 提升至 20 年的 87%，公司整体吨价从 14 年的 6 万元提升至 20 年的 20 万元，整体毛利率从 14 年的 60% 提升至 20 年的 79%。

图 4：2014-2021H1 酒鬼酒产品结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 5：2014 年以来酒鬼酒产品结构提升推动吨价及毛利率明显提升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.3 团队：背靠中粮，资源丰富，能力突出

背靠中粮集团，平台资源丰富。15 年中粮全面接管酒鬼酒后，除推动各项内部改革之外，也积极帮助酒鬼酒对接其丰富的平台资源：**渠道方面**，中粮旗下拥有丰富的经销商资源，对接后部分成为酒鬼酒经销商，此外中粮我买网也第一时间导入酒鬼酒产品，中粮线

上线下渠道资源的导入使得酒鬼酒在改革初期能够顺利站稳脚跟；**品宣方面**，中粮一方面积极为酒鬼和内参的宣传站台，帮助其对接名人大咖、电视节目、会议论坛等关键资源，另一方面，中粮研究院接受酒鬼酒委托，进行馥郁香型质量和标准的专题研究，并积极推动国标落地，让酒鬼酒独占的馥郁香型成为中国白酒第十一大香型，知名度显著提升。

现任管理层经验丰富，能力突出。酒鬼酒董事长王浩自 2018 年任职以来，注重品牌塑造和文化赋能，同时积极推进厂商关系改革，支持以多种形式开展厂商合作，内参销售公司的成立便是重要成果之一。21 年 8 月，酒鬼酒总经理郑轶上任，原总经理程军调任长城酒业。郑总为法律出身，早在 16 年便在长城酒业任职，有特渠工作经验，熟悉酒业工作，管理经验丰富，能够更好地帮助公司调度中粮平台资源。酒鬼酒销售管理中心总经理王哲出身销售一线，有着丰富的渠道运营经验，对品牌运作、市场营销有着独到的观点且执行力强。王哲总自 18 年 12 月起任内参销售公司总经理，注重品牌价值提升和渠道利益保障，任职期间内参实现连年高增，能力得到经销商和公司一致认可，20 年 4 月升任为酒鬼酒销售管理中心总经理，统管内参、酒鬼、湘泉三大品牌营销工作，21 年 10 月升任酒鬼酒副总经理。王哲总的升职也体现出控股股东中粮充分放权、任人唯贤的决心和魄力。

表 4：酒鬼酒主要高管简介

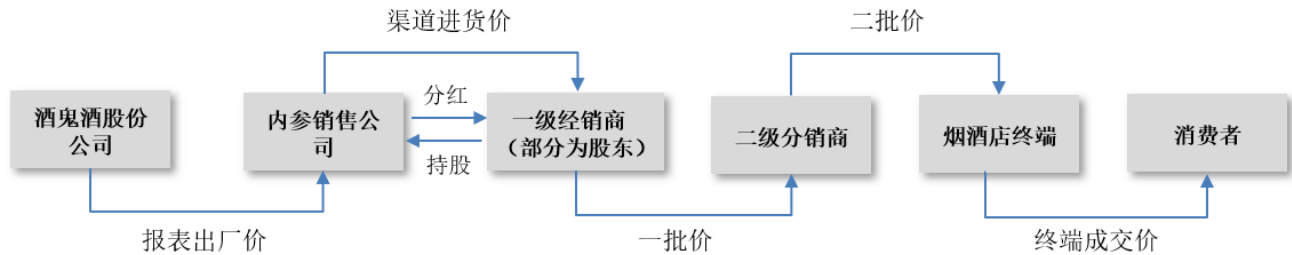
职位	姓名	年龄	个人履历	经营理念
董事长	王浩	56	历任集团财务部副总监,中粮财务公司总经理, 集团党组纪检组副组长兼审计监察部总监,集团审计与法律风控部总监, 2017 年任中粮酒业董事长,党委书记。	注重品质提升和品牌塑造，强调文化赋能，支持开展多种形式的厂商合作，推进厂商团队共建共享，打造厂商命运共同体
副董事长，总经理，财务总监	郑轶	44	历任中粮集团法律部合同与公司法部总经理助理,副总经理,总经理,中国食品有限公司总法律顾问兼法律部总经理,特渠部负责人,2016 年任中粮酒业副总经理。	重视厂商共建、团队建设和文化引领
副总经理，销售管理中心总经理	王哲	45	历任酒鬼酒供销有限公司冀北大区经理,冀南大区经理,北方营销中心副总经理,河北省区经理,京津冀大区销售总监,2018 年 12 月至 2020 年 4 月任内参销售公司总经理。	提升品牌价值，保障客户利益，赋能团队价值

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2.4 渠道：创新模式提高效率，因地制宜激发潜力

创新内参模式，效率效益齐升。2018 年底，为充分激活内参品牌势能，在公司全力支持下，30 多名大商合资设立内参销售公司，独立运作内参品牌。内参模式与国窖专营公司模式有着异曲同工之妙，股份公司以低价将产品出售给平台公司，平台公司以原出厂价将产品出售给经销商，差价则用于品牌营销和渠道费用投放。**内参销售公司成立后，内参酒的渠道运作效率和经销商激励均有明显提升：**一方面，渠道费用投放及核销权后移至内参销售公司，决策更为灵活高效，执行力大大加强；另一方面，内参公司的分红补充了渠道利润，绑定了核心经销商利益，使得经销商与厂商齐心协力推动内参快速发展，进而形成内参销量与渠道利润一同提升的正向循环。

图 6：内参销售公司模式图解



资料来源：渠道反馈，申万宏源研究

区域市场因地制宜，精耕细作与平台商模式并举。公司在省外扩张过程中，结合不同区域市场的特点和发展阶段，使用不同的渠道运作模式。比如京津冀、山东、河南、广东等区域，酒鬼酒发展较好，预计 21 年销售额均在 2 亿以上，公司采用精耕细作模式，配备较多销售人员，先完成所有地级市覆盖，再逐步进行渠道下沉，厂商人员帮助经销商深挖区域市场潜力。而华东、西北等较为薄弱的市场，则采取平台商模式，对大商充分授权并给予费用支持，利用大商资源完成销量突破。

表 5：酒鬼酒渠道运作模式因地制宜

区域	运作模式	原因	效果
湖南	扁平化	酒鬼酒大本营市场，运作多年，扁平化有利于加强渠道掌控力，进一步提升市场占有率	省内基本实现扁平化，20 年县级市场覆盖率达到 73.6%，核心终端突破 2000 家
京津冀	精耕细作	中粮支持下内参多次登上国宴等重要场合，因此京津冀地区酒鬼及内参的品牌曝光度高，消费者接受度好，销售规模较大，采用精耕细作的渠道模式可以充分挖掘空白市场潜力	21 年销售额 3 亿+，内参销售额 1 亿+
河南	精耕细作	河南市场开放性较强，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，采用精耕细作模式能够加强市场掌控力、深挖市场潜力	河南市场内参、红坛酒鬼等价格稳定，21 年销售额 5 亿，实现翻倍增长
山东	精耕细作	中粮在山东渠道资源丰富，积极帮助酒鬼酒对接经销商，消费者对酒鬼系列接受度高，采用精耕细作方式可以挖掘市场潜力，更好地培育馥郁香型消费者	21 年销售额近 3 亿，内参 1 亿，酒鬼近 2 亿
广东	精耕细作	广东经济发达，受茅台影响大口味偏重，内参接受度好，采用精耕细作方式能够充分挖掘空白市场潜力	21 年销售额突破 2 亿，内参销售额破亿
华东、西北等区域	平台商	酒鬼酒在这些区域运作时间短，品牌渠道基础薄弱，采用平台商模式可以借助其资源实现迅速扩张	21 年福建、安徽等市场销售额均破亿，甘肃、广西、江苏等市场 22 年有望破亿

资料来源：渠道反馈，申万宏源研究

文化营销为核心，聚焦消费者培育。公司围绕“中国文化白酒第一品牌”的战略愿景，通过多种方式增加品牌曝光度，培育馥郁香型消费者，扩大品牌影响力：**1、核心终端体系建设。**2016 年起，公司开始重视核心终端建设，17 年省内签约核心终端达到 2000 家，基本实现县级市场陈列全覆盖，20 年省外核心终端网点达到 8347 家，全国省会级城市覆盖率达 97%。省内外核心终端成为公司培育消费者的排头兵。**2、专卖店体系建设。**2018 年起，公司将专卖店体系建设作为传统招商的重要补充，将专卖店打造成展示品牌形象、开发潜在客户的重要载体。20 年酒鬼专卖店数量达到 176 家，内参专卖店数量达到 88 家。**3、事件营销、圈层营销等宣传方式。**在投放传统高铁、机场、电视广告的同时，公司以“内参名人堂”“内参价值研讨会”等方式进行圈层营销，以亮相“一带一路国际商协会”“达

沃斯论坛年会”等重要会议论坛的方式进行事件营销，精准定位目标消费群体，以达到事半功倍的宣传效果。

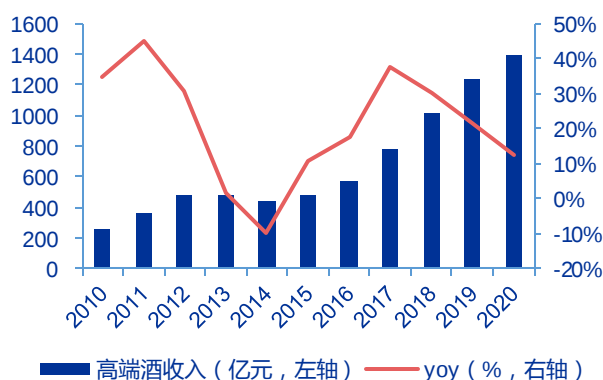
3. 空间：内参新高端正崛起，酒鬼享受全国化红利

3.1 内参：占位千元价格带 预计 25 年收入空间 32 亿，21-25 年 CAGR 约 33%

3.1.1 千元价格带持续扩容，新品牌有望分享增量市场

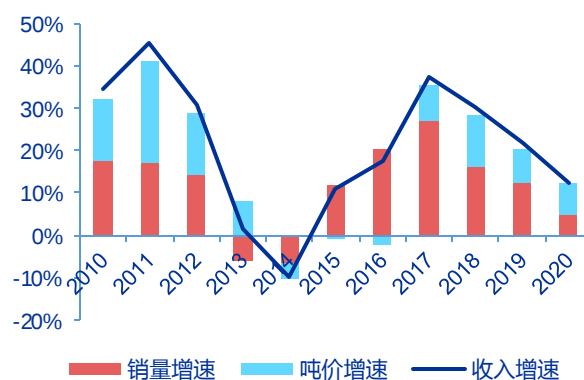
高端酒仍是黄金赛道，长期量价齐升趋势最为确定。2010-2020 年，高端酒收入从 253 亿增长到 1396 亿，年复合增速 19%，其中销量贡献 11%，吨价贡献 7%。我们认为高端酒需求与高净值人群数量和财富量高度相关，在经济下行压力下体现出很强的韧性。长期来看，我国高净值人群数量增长趋势确定，我们认为高端酒仍然是量价齐升最为确定的黄金赛道。

图 7：2010-2020 年中国高端酒收入及增速



资料来源：Wind，申万宏源研究（此处高端酒仅统计茅台、五粮液及国窖 1573）

图 8：2010-2020 年中国高端酒收入增速量价分拆



资料来源：Wind，申万宏源研究（此处高端酒仅统计茅台、五粮液及国窖 1573）

21 年多个品牌完成高端布局，千元价格带格局生变。21 年更多品牌参与到千元价格带竞争，五泸以外品牌市占率自 17 年的 5%提升至 20 年的 12%，预计 21 年有望进一步提升至 17%。新高端阵营中，分香型、分品牌看，酱香的青花郎和君品习酒在酱酒热催化下表现最为抢眼，青花郎控量顺价，依托庄园优势推动体验式营销，21 年预计收入体量 50 亿以上；君品习酒主做团购，以“君品雅宴”“君品谈”为抓手进行圈层突破，21 年预计收入体量 15-20 亿。清香的青花汾酒复兴版表现同样亮眼，21 年新老产品顺利完成过渡，复兴版严格实施配额制保障稀缺性，成交价稳定在 950-1000 元，预计 22 年将在终端陈列进店和团购客户开发上进一步发力。馥郁香型的内参渠道模式灵活，21 年省外招商红利释放，预计收入体量破 10 亿。浓香品牌中水井坊新典藏高调亮相，虽然当前体量不大，但公司投入半数宣传费用的决心和渠道模式改革的魄力，让新典藏的未来发展值得期待。洋河的梦 9 及手工班过去拥有一定消费基础，但近几年由于改革原因增速表现不佳，有望于 22 年进行产品升级，若操作得当有望焕发增长活力。**我们认为近几年多家酒企积极布局千元价格带主因：**1、高端酒需求持续扩容，增量市场广阔；2、高端消费者饮酒需求多元化，

酱香型的青花郎和君品习酒，馥郁香型的内参和清香型的青花 30 复兴版为消费者提供了差异化选择；3、渠道乐于接受高毛利、高费用支持的新进品牌，新品牌为迅速扩大销售规模，相比老品牌更愿意让利渠道；4、近几年布局千元价格带的多为次高端酒企，从长期维度看，消费升级仍是白酒行业发展主旋律，提前布局更高价格带无疑是为长远发展打下产品和品牌基础。展望未来，我们认为千元新高端品牌将围绕增量市场展开品牌、产品、渠道的综合竞争，只有具备战略定力和综合竞争能力的企业才能胜出，真正跻身高端酒行列。

表 6：千元价格带主要产品情况

品牌/产品	香型	终端成交价	2020 年收入	2021 年预计收入	2021 年市占率
五粮液	浓香型	1050-1100 元	441 亿	500 亿+	65.8%
国窖 1573	浓香型	960-980 元	100 亿+	130 亿+	17.6%
青花郎	酱香型	960-980 元	42 亿	50 亿+	6.6%
内参	馥郁香型	900 元左右	近 6 亿	10 亿+	1.3%
青花汾酒 30 复兴版	清香型	950-1000 元	-	约 15 亿	2.0%
君品习酒	酱香型	900-1000 元	约 5 亿	15 亿+	2.1%
洋河梦 9&手工班	浓香型	1000 元左右	近 10 亿	10 亿+	1.3%
水井坊新典藏	浓香型	800-900 元	-	-	-

资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.1.2 高端定位+渠道模式+香型特殊，助力内参站稳高端

高端的品牌定位和特殊的香型，奠定了内参的高端品牌基础。从品牌定位看，内参自 2004 年面世之初便定位高端，价格比肩茅五剑，十余年的高端定位形成了一定的品牌认知度，在湖南省内也积累了一定的消费者基础。从香型维度看，内参为馥郁香型白酒，香型相对小众，风味别具一格，能够满足高端酒消费者差异化、多样化的需求。且内参酒体为精选的优质基酒，主体基酒年份长达 8 年，且调味老酒酒龄更长，其品质得到资深白酒消费者的高度认可。

内参模式，决策机制灵活，渠道推力充足。2018 年 12 月，30 多位大商共同出资设立了内参销售公司，打造厂商一体化运营模式，2021 年内参公司引入 7 名省外经销商股东，推进全国化进程。公司早在 2010 年就参照泸州老窖的“柒泉模式”成立了酒鬼酒湖南销售公司，捆绑省内核心经销商利益，但随着规模快速扩张，公司和经销商利益冲突凸显，叠加行业调整，模式弊病显现。内参模式与原酒鬼酒销售公司模式相似，都是通过股权绑定核心大商利益，但在决策机制上更为灵活，且更契合高端酒的运营需求：（1）内参公司只负责运营内参品牌，在费用投入上更加聚焦，规避了原销售公司多品牌运营下重心偏移的问题；（2）内参公司仅由经销商出资成立，上市公司并未入股，只负责销售目标、战略方向等大方向的把控，具体经营层面的决策权下放至内参公司，避免股份公司与内参公司股东出现内部矛盾；（3）采取裸价模式，渠道费用全部由内参公司承担，市场反应更加灵活，且有助于股份公司和经销商共担风险、共享收益，充分激发大商积极性。

表 7：内参销售公司与原酒鬼酒销售公司的对比

	湖南省酒鬼酒销售公司	内参酒销售公司
运营产品	全品系	单一品牌
股权结构	上市公司（20%）+经销商（80%）持股	大商出资组建，上市公司不持股
管理模式	上市公司作为第一大股东保留管理和控制权	内参公司股东聘请经理层负责经营决策，上市公司把控销售目标和战略方向

运营区域

湖南省内

全国

资料来源：渠道反馈，申万宏源研究

表 8：内参酒销售公司股东信息

股东	持股比例	股东	持股比例
刘哲明	5.63%	黄涛	2.25%
孟碧蓉	5.41%	龚波	2.25%
孟庆广	4.50%	郑州恒利酒业有限公司	2.25%
李利军	4.50%	湖南省沅星物流有限公司	2.25%
段恋芬	4.50%	石家庄亿腾商贸有限公司	2.25%
邯郸市邯山区嗨吃餐饮管理服务有限公司	4.50%	湖南达润食品贸易有限公司	2.25%
广州飘香酒业贸易有限公司	4.50%	长沙市望城区泰康和商贸有限公司	2.25%
湖南省嘉升商贸有限公司	4.50%	西藏华骏供应链有限公司	2.25%
淮北市顺通酒业销售有限公司	4.50%	张家界远强糖酒食品有限公司五粮液专卖店	2.03%
长沙市娄蓝酒文化传播有限公司	4.50%	关海涛	1.35%
湖南省糖酒副食品有限公司	3.60%	张庆华	1.35%
吉首市凌群酒业有限公司	3.51%	谢扬波	1.35%
吉首市神农茶业酒业贸易有限责任公司	3.38%	都学民	1.35%
罗科武	2.57%	天津边氏集团有限公司	1.35%
刘国平	2.25%	永州醉潇湘贸易有限公司	1.35%
戴文凯	2.25%	广州市妙品贸易有限公司	1.35%
郭孟雄	2.25%	衡阳市天福乐贸易有限公司	0.90%
鲍万同	2.25%	曹兵伟	0.45%

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 9：渠道利润空间 内参 VS 千元价格带竞品

品牌	一批价（元）	成交价（元）	渠道利润	费用投放
内参	820-830	900	经销商利润 10%以上，内参股东年底额外分红，终端利润近 10%	内参公司利润在扣除股东分红后全部用于市场费用投放，21 年约为收入体量的 30%-40%
普五	960-980	1050-1100	经销商及终端利润均为 5%-7%	费用投放向团购客户开发倾斜，流通渠道基本无市场费用
国窖 1573	910-920	960-980	考虑模糊返利后，经销商及终端利润均为 5%-10%	国窖专营公司利润用于渠道费用投放，21 年约为收入体量的 30%
青花 30 复兴版	900-950	950-1000	终端利润 10%-15%，经销商含返利利润率 10%以上	公司配合经销商及终端进行圈层营销、品鉴会等活动的费用投放
青花郎	920-930	960-980	经销商利润 5%-7%，终端利润 5%左右	取消返利货折政策，费用管控严格，仅给予部分庄园游、品鉴会等费用支持

资料来源：渠道反馈，申万宏源研究

3.1.3 省内省外共同推进 ,预计内参 25 年收入 32 亿 ,21-25 年 CAGR 为 33%

内参省内起势迅猛 ,中性假设下 25 年省内收入 13 亿。结合行业协会数据及渠道反馈,我们预计 21 年湖南省白酒市场容量 200 亿左右(出厂口径),其中高端酒 50 亿左右,占比约 25%。湖南市场包容性较强,全国性名酒表现强势,地产酒实力偏弱。50 亿高端酒中茅台 20 亿,五粮液和国窖分别约 12 亿和 8 亿,内参近几年快速增长,省内销售规模接近国窖,21 年收入约 5.5 亿(内参销售规模口径及收入口径差距较大)。内参在湖南省内品牌力强,消费者认可度高,且渠道利润率高于五粮液和国窖,21 年在控货下依然保持 30% 以上的较快增速,我们认为内参在省内增长势能仍强,未来在湖南省高端酒市场持续扩容的背景下,市占率仍能提升。我们以 21-25 年湖南省内高端酒增速及 25 年内参市占率为核心变量,分三种情形探讨 2025 年内参省内收入空间。乐观假设下,25 年湖南省高端酒体量 87 亿,21-25 年 CAGR 为 15%,内参省内市占率达到 21 年五粮液水平(24%),对应收入 21 亿,21-25 年 CAGR 为 40%。中性假设下,25 年湖南省高端酒体量 80 亿,21-25 年 CAGR 为 12.5%,内参省内市占率达到 21 年国窖水平(16%),对应收入 13 亿,21-25 年 CAGR 为 24%。悲观假设下,25 年湖南省高端酒体量 73 亿,21-25 年 CAGR 为 10%,内参省内市占率相比 21 年仅提升 1%,对应收入 9 亿,21-25 年 CAGR 为 12%。

表 10 : 2021 年湖南省内高端酒品牌收入体量及市占率

	茅台	五粮液	国窖	内参	其他	高端酒合计
21E 收入(亿元)	20	12	8	5.5	4.5	50
21 年市占率	40%	24%	16%	11%	9%	100%

资料来源:渠道反馈,申万宏源研究

表 11 : 不同情形下内参收入体量测算

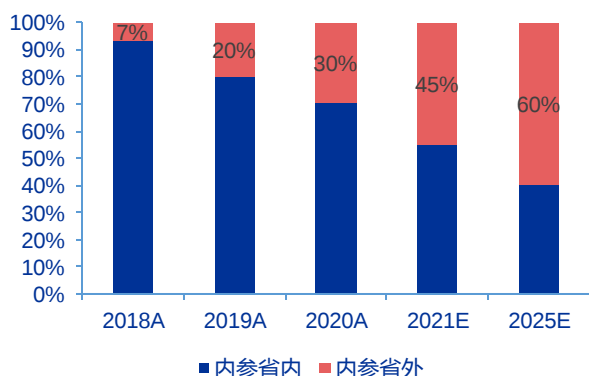
	乐观	中性	悲观
25E 高端酒市场规模(亿元)	87	80	73
21-25E CAGR	15%	12.5%	10%
25E 内参市占率	24%	16%	12%
25E 内参收入(亿元)	21	13	9
21-25E CAGR	40%	24%	12%

资料来源:申万宏源研究

内参全国化战略稳步推进,中性假设下 25 年省外收入 19 亿。目前内参在省外的重点市场包括河南、京津冀、山东和广东等,21 年内参全国化招商布局较为顺利,叠加省内控货影响,预计 21 年省外收入占比已提升至 45%左右。未来公司将深挖重点市场潜力,增加销售人员,做到地级市场全覆盖,同时在空白市场灵活招商,完善全国性渠道网络布局。内参品牌在中粮背书和持续宣传支持下,已经具备一定知名度,省外招商顺利且质量高,新招大商多为茅五泸经销商,具备高端酒所需的客户资源和运营能力。我们认为内参作为新高端品牌,在全国化过程中将释放出高增长弹性。考虑到湖南省内高端酒市场规模相对有限,预计内参省外增速将持续高于省内,省外收入占比也将不断提升。我们分三种情况探讨 25 年内参省外收入空间,乐观假设下,25 年内参省外收入占比达到 70%,收入体量 49 亿,中性假设下,25 年内参省外收入占比 60%,收入体量 19 亿,悲观假设下,25 年

内参省外收入占比仅 50%，收入体量 9 亿。综合考虑内参省内品牌地位及全国化潜力，我们认为中性假设较为合理，即 25 年省内收入 13 亿，省外 19 亿，合计 32 亿。

图 9：2018-2025E 内参省内外收入占比



资料来源：渠道反馈，申万宏源研究

图 10：2025 年内参收入体量测算

内参收入体量测算				
内参总收入		内参省内收入		
		9	13	21
省外收入占比	50%	18	26	42
	60%	22	32	52
	70%	29	43	70

资料来源：申万宏源研究（收入单位为亿元）

3.2 酒鬼：调整后重回高增长通道，预计 25 年收入约 44 亿，21-25 年 CAGR 约 24%

3.2.1 次高端延续高景气，全国化品牌表现强势

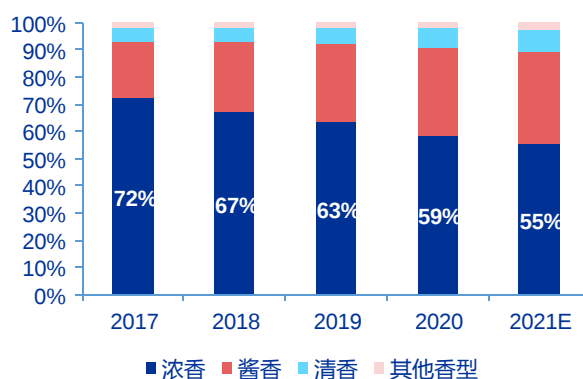
次高端仍是成长性最好的赛道，全国化品牌表现强势。2016 年-2021 年，次高端销售规模从 192 亿增长到 780 亿，CAGR 高达 32%，2020 年在疫情影响下仍实现 13% 增长，且 21 年增速环比加速到 36%。我们认为消费升级仍是未来 5-10 年白酒行业发展主线，而次高端是承接大众消费升级的黄金赛道，预计未来 5 年次高端白酒年复合增速在 15%-20% 之间，仍然为白酒中增速最快的价格带。此外从香型角度看，2017 年以来浓香型产品次高端占比持续下降，预计从 2017 年的 72% 左右下降到 2021 年的 55% 左右，酱香和清香型品牌在走向全国化的过程中表现强势，诞生了新的大单品。

图 11：2016-2021E 次高端市场规模及增速



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 12：2017-2021E 次高端白酒香型占比



资料来源：Wind，申万宏源研究（其他香型主要为馥郁香型）

次高端分层更加明显，传统次高端中全国化品牌表现强势。21 年随着消费升级和酱酒热催化，500-800 元高线次高端进一步扩容，浓香品牌也逐渐完成这一价格带布局，我们

认为 21-25 年高线次高端是成长性最好的赛道，规模年复合增速约 20-25%。300-500 元传统次高端仍然能维持两位数稳健增长，规模年复合增速约 10%-15%，格局仍然相对稳定但行业分化加剧，走向全国化的品牌表现最为突出，其中汾酒青花 20+25 市占率从 17 年的 3.2% 提升至 21 年的 9.3%，酒鬼系列市占率从 17 年的 2.7% 提升至 21 年的 3.7%。我们认为全国化仍是传统次高端发展主线，未来机会在于有能力深度全国化的品牌，短期汾酒、酒鬼酒等品牌仍能享受渠道扩张红利，增速持续快于行业整体。

3.2.2 酒鬼调整后渠道红利释放，21 年步入快速增长通道

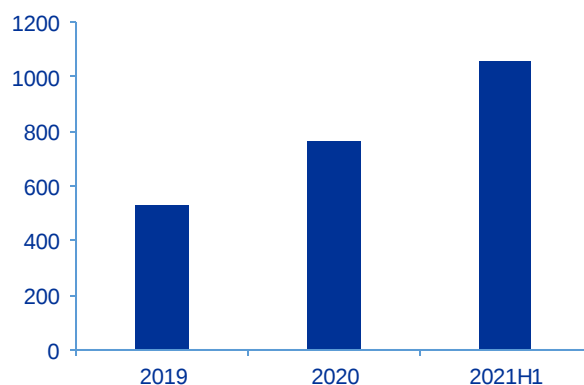
21 年预计酒鬼系列收入体量近 20 亿，已经超过 12 年的高点。复盘酒鬼系列发展史，10-12 年，在省内精耕和省外扩张驱动下，酒鬼系列收入从 4 亿快速增长到 14 亿，12 年省外占比达到 50%。但随着酒鬼酒塑化剂事件爆发，叠加行业深度调整，新开拓的省外市场几乎全部丧失，省内销售也受到较大影响。16-19 年，中粮入主后，酒鬼系列收入从 5 亿增长到 10 亿，实现翻倍增长但慢于次高端行业增速（164%），且积攒了价格带过密、渠道利润不足、省内外窜货等问题，阻碍进一步发展。20 年初新冠疫情爆发，次高端消费场景明显减少，公司放弃了短期高增的战术目标，从长期战略维度对酒鬼系列进行了全盘梳理：1）停止包销产品开发，聚焦红坛、传承等单品；2）重新梳理产品价格体系，砍掉低价产品，核心单品换装提价，成交价上移至 300-500 元；3）酒鬼系列进行省内外区隔，核心产品红坛分为 20 版（主销省外）、18 版（主销省内）。经过全面梳理后，酒鬼系列表现焕然一新，窜货乱价等现象大大减少，渠道质量明显提高。结合渠道反馈，当前酒鬼系列单品利润 40-80 元，高于多数浓香竞品，仅次于少数酱酒品牌，且厂家费用支持力度大，因此省外招商相当顺利：21H1 公司新增 292 家酒鬼系列经销商，基本完成全年招商任务，渠道扩张和动销恢复共同推动酒鬼系列 21 年实现 80% 以上增长。

图 13：2010-2021E 酒鬼系列收入及增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 14：2019-2021H1 酒鬼酒经销商数量变化



资料来源：公司公告，申万宏源研究（经销商数量单位为家）

表 12：主要次高端品牌当前渠道利润及费用投放情况

次高端品牌	渠道利润及费用投放
酒鬼系列	单瓶利润 40-80 元，经销商有 10%-15% 的渠道费用来开发市场
剑南春水晶剑	单瓶利润 5-10 元，渠道费用投放以宴席为主，费用政策稳定但比率不高
青花汾酒	单瓶利润 40-60 元，渠道费用采取审核制，聚焦终端氛围塑造和圈层营销
坊	单瓶利润 20-30 元，渠道费用聚焦品鉴会等活动

洋河水晶梦

考虑渠道费用后单瓶利润 30-50 元

钓鱼台等酱酒

单瓶利润 50-100 元，部分品牌渠道费用率高，且厂商监管力度不强

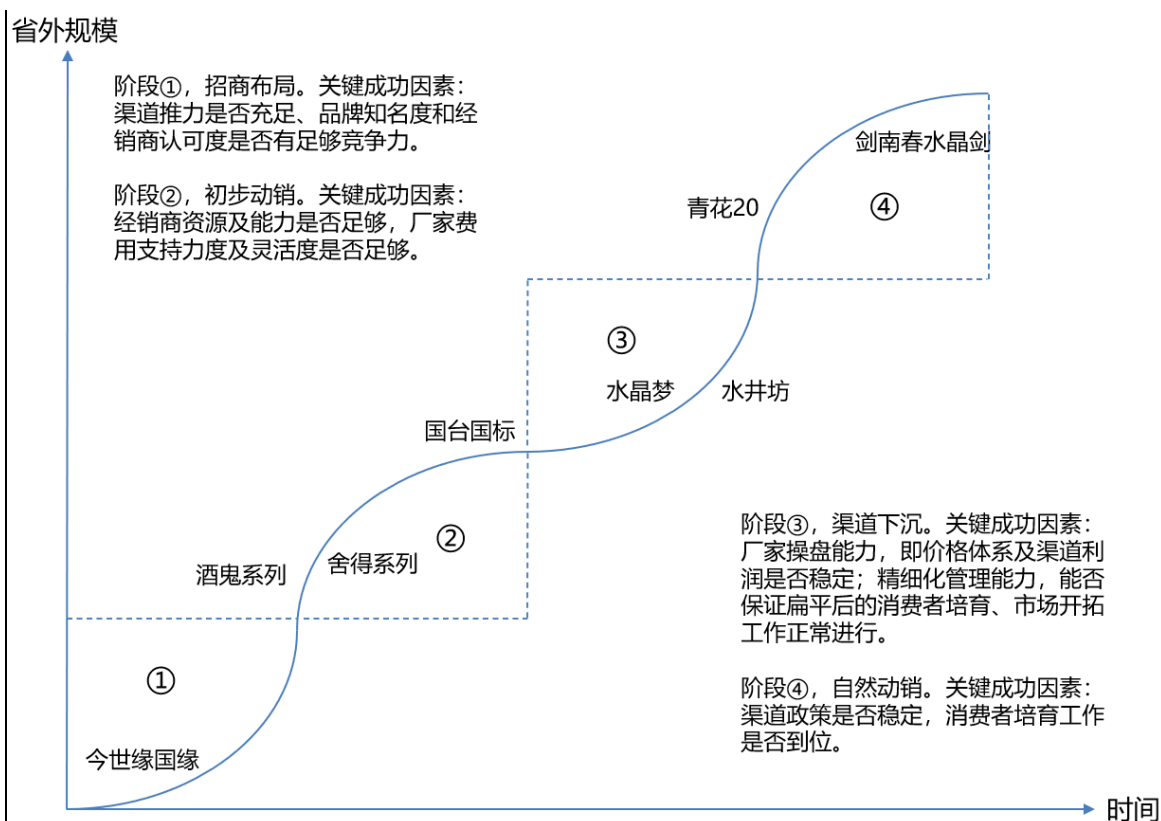
资料来源：渠道反馈，申万宏源研究

3.2.3 预计 25 年酒鬼初步完成全国化布局，收入体量约 44 亿

传统次高端成长空间关键看全国化程度，综合考虑酒鬼系列的优劣势，我们认为 2025 年酒鬼系列能够实现初步全国化。从全国化角度，酒鬼系列的优势包括：1、香型特殊，风味独特，能够满足差异化需求；2、渠道利润丰厚、渠道推力足，厂家费用支持力度大，经销商和终端积极性强；3、中粮集团的背书和宣传使酒鬼酒品牌在省外初具知名度，大商优商愿意长期与公司合作。酒鬼系列的劣势包括：1、缺乏全国性品牌基因和消费基础；2、大本营湖南市场竞争激烈，公司尚未在次高端价格带形成明显领先优势；3、周边市场地产酒强势，且白酒市场容量不大，难以通过临近省份的扩张形成规模效应。综合考虑以上优劣势，我们认为中期维度（4-5 年）酒鬼酒由于缺乏全国性品牌基因和消费基础，难以像汾酒、剑南春等酒企一样具备深度全国化实力，同时由于大本营市场及周边市场潜力有限，也难以像洋河、古井一样扎根省内、谋求泛全国化，最可能的发展前景是像水井坊、舍得一样实现初步全国化，拥有多个省级核心市场，其他区域则有选择地进行布局。

我们认为酒鬼酒 21-25 年的成长路径或可对标 17-21 年的水井坊：从发展阶段看，17 年水井坊同样刚刚经历了渠道扩张带来的 70%+快速增长，收入体量从 12 亿增长到 20 亿，与 21 年酒鬼系列表现相似度较高；**从价格带看，**17 年水井坊主力产品为臻酿八号，成交价在 300 元左右，而当前酒鬼系列主力产品红坛/传承成交价在 300-400 元之间，可比性较强；**从区域分布看，**水井坊大本营市场成都竞争激烈，周边市场吸引力较弱，只能在省外核心市场寻求突破，这与酒鬼酒面临的区域发展问题类似。17-21 年，水井坊收入体量从 20 亿增长到 46 亿（预测值），CAGR 为 23%，期间水井坊采用新总代+核心门店模式，强化终端氛围营造和消费者培育，从而在多个核心市场实现了动销突破和渠道的进一步下沉，带动收入体量持续增长。酒鬼系列目前在多个省外市场顺利完成招商任务，新招经销商数量和质量均超公司此前预期。**借鉴水井坊发展经验，我们认为酒鬼酒凭借 1）优质经销商资源，2）丰厚的渠道利润，3）充足的费用支持和灵活的渠道政策，叠加差异化的香型优势，同样有望在未来 4 年实现年复合 20%以上增长。**

图 15：次高端白酒进行省外市场拓展的四个发展阶段



资料来源：Wind，申万宏源研究

酒鬼当前处于全国化起步阶段，22-23年是省外动销验证年，值得重点关注。21年是酒鬼酒渠道扩张大年，预计酒鬼系列80%+增长中渠道扩张贡献六成，实际动销贡献四成。根据渠道反馈，酒鬼系列近20亿收入中七成来自省外，其中河南、京津冀、山东、广东等区域已经初步形成动销，江浙沪、安徽、福建、甘肃、广西等省份主抓核心城市，目的是发挥大商优势，快速做大销售规模，动销情况尚待观察。由于湖南省次高端体量有限（21年50亿左右），升级速度不快且竞争激烈，消费者并未表现出对本土次高端品牌的明显偏好，我们认为酒鬼系列未来增长主要看省外，具体增长空间主要看：1、河南等核心市场扁平化程度；2、华东等点状市场对周边市场的辐射程度。而以上两点均与酒企的消费者培育和终端氛围塑造能力密切相关。当前次高端的竞争并非简单的渠道运作模式的竞争，而是管理效率、战略定力和执行力的综合比拼，渠道模式可以模仿，但执行落地能力难以复制。我们认为酒鬼系列凭借丰厚的渠道利润、充分的市场支持、灵活的市场政策，有望于25年左右初步完成全国化布局，22-23年或是验证省外市场动销的关键年份，值得重点关注。

酒鬼系列收入空间测算：我们以现有传统次高端品牌的销售规模、市占率及全国化程度为参考，分三种情形讨论2025年酒鬼系列收入空间。乐观假设下，传统次高端增长仍然较快，21-25年销售规模年复合增速达到15%，酒鬼系列在全国范围内形成有效动销，实现泛全国化，市占率提升至8%，对应销售规模75亿，报表收入63亿，CAGR为36%。中性假设下，传统次高端稳健增长，21-25年销售规模年复合增速12.5%，酒鬼系列在多个省外市场形成有效动销，初步完成全国化布局，市占率提升至6%，对应销售规模51亿，报表收入44亿，CAGR为24%。悲观假设下，传统次高端维持两位数增长，21-25年销售规模年复合增速10%，酒鬼系列省外动销表现一般，仍停留在多区域发展阶段，市占率维持4%不变，对应销售规模31亿，报表收入27亿，CAGR为9%。结合上文对酒鬼系列

竞争力的分析，我们认为中性假设较为合理，即酒鬼系列 2025 年收入 44 亿，21-25 年 CAGR 为 24%。

表 13：传统次高端品牌全国化阶段及市占率情况

次高端品牌	全国化阶段	17-21 年收入 CAGR	2021E 销售规模（亿）	2017 年市占率	2021 年市占率	市占率变动
剑南春水晶剑	深度全国化	18%	近 150 亿	35.8%	27.8%	-8.0%
洋河水晶梦	泛全国化	10%	约 60 亿	19.3%	11.6%	-7.7%
国台国标	初步全国化	88%	约 40 亿	1.5%	7.5%	6.0%
汾酒青花 20+25	初步全国化	63%	约 50 亿	3.2%	9.3%	6.0%
国缘系列	深耕区域	34%	约 45 亿	6.5%	8.4%	2.0%
水井坊	多区域发展	23%	45-50 亿	9.6%	8.8%	-0.8%
舍得系列	多区域发展	37%	25-30 亿	3.7%	5.2%	1.6%
酒鬼系列	多区域发展	36%	20-25 亿	2.7%	3.7%	1.1%

资料来源：渠道反馈，申万宏源研究（销售规模为销售口径，与报表收入口径有差异）

表 14：酒鬼系列 2025 年收入空间测算

项目	乐观	中性	悲观
21E 传统次高端销售规模（亿元）	533	533	533
25E 传统次高端销售规模（亿元）	933	854	781
21-25E CAGR	15%	12.5%	10%
酒鬼系列市占率	8%	6%	4%
酒鬼系列销售规模（亿元）	75	51	31
酒鬼系列报表收入（亿元）	63	44	27
21-25E CAGR	36%	24%	9%

资料来源：渠道反馈，申万宏源研究

4. 盈利预测与估值

4.1 收入：中性假设下 25 年酒鬼酒收入 84 亿，21-25 年 CAGR 约 26%

结合 3.1 和 3.2 的分析，我们对酒鬼酒 25 年收入空间进行测算。乐观假设下，内参收入 70 亿，酒鬼收入 60 亿+，内品、湘泉合计近 10 亿，公司总收入 143 亿，21-25 年 CAGR 44%。中性假设下，内参收入 32 亿，酒鬼收入 44 亿，内品、湘泉合计 8 亿收入，公司总收入 84 亿，21-25 年 CAGR 26%。悲观假设下，内参收入 18 亿，酒鬼收入 27 亿，内品、湘泉合计 6-7 亿收入，公司总收入 51 亿，21-25 年 CAGR 仅 11%。我们认为酒鬼酒核心单品内参、酒鬼具备跑赢行业增速（千元价格带 15%-20%，传统次高端价格带 10%-15%）的能力，但是否能成长为泛全国化酒企有待观察，因此中性假设较为合理，即 2025 年酒鬼酒收入 84 亿，21-25 年 CAGR 26%。

表 15：酒鬼酒 2025 年分产品收入空间测算

产品	收入（亿元）				21-25E CAGR		
	21E	25E 乐观	25E 中性	25E 悲观	乐观	中性	悲观

内参	10 亿+	70	32	18	61%	33%	14%
酒鬼	18 亿+	63	44	27	36%	24%	9%
内品	2 亿+	6	5	4	26%	20%	14%
湘泉	近 2 亿	3.5	3	2.5	19%	14%	9%
收入合计	33 亿	143	84	51	44%	26%	11%

资料来源：申万宏源研究

4.2 净利率：毛利率与费用率有优化空间，预计 25 年净利率提升至 32%，对应净利润 26.6 亿，21-25 年 CAGR 近 30%

2016-2020 年，酒鬼酒扣非净利率从 15.7%提升至 24.1%，除 2018 年因加大市场投入导致净利率下降外，其余年份均实现净利率提升。从净利率影响因素来看，2016-2020 年，酒鬼酒毛利率从 75%提升至 78.9%，提升了 3.9 个百分点，税率维持 15%-16%的水平，销售费用率从 25.2%下降至 23.2%，下降了 2 个百分点，管理费用率从 14.2%下降至 8%，下降了 6.2 个百分点。我们认为未来公司净利率仍有提升空间，主要来源于毛利率提升及费用率优化。

表 16：酒鬼酒 2016 年至今扣非净利率变动及影响因素

项目	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1-Q3
扣非净利率	15.7%	17.3%	16.4%	19.0%	24.1%	27.2%
yoy		1.6%	-0.8%	2.6%	5.1%	2.7%
毛利率	75.0%	77.9%	78.8%	77.8%	78.9%	79.9%
yoy		3.0%	0.9%	-1.1%	1.1%	0.8%
税率	14.8%	16.1%	16.0%	16.0%	15.6%	15.0%
yoy		1.2%	-0.1%	-0.1%	-0.3%	-0.7%
销售费用率	25.2%	23.4%	29.2%	25.4%	23.2%	24.3%
yoy		-1.8%	5.8%	-3.8%	-2.2%	0.1%
管理费用率	14.2%	13.5%	10.8%	9.7%	8.0%	4.1%
yoy		-0.7%	-2.7%	-1.1%	-1.7%	-2.8%

资料来源：Wind，申万宏源研究

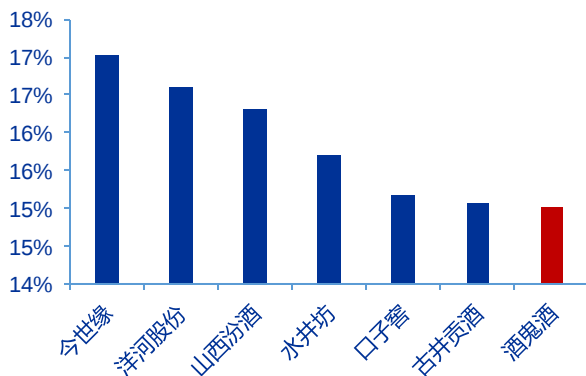
毛利率方面，我们认为未来产品结构的优化将带来毛利率提升，结合 4.1 中对 25 年分产品收入的预测，我们测算次高端及以上产品（内参+酒鬼）占比从 21 年的 87%提升至 25 年的 90%，其中高端产品内参占比从 31%提升至 38%，假设各产品毛利率不变，则 25 年毛利率为 82%，与 21 年相比提升近 2 个百分点。**销售费用率方面**，结合渠道反馈，公司报表端销售费用主要为酒鬼系列省外市场拓展的渠道费用，以及酒鬼、内参系列高空广告宣传费用，前者在省外市场发展进入成熟期后会明显下降，后者增速也将慢于公司未来几年的收入增速，因此我们认为 25 年公司销售费用率也将下降，预计可降至 20%左右，与 21 年相比下降约 3 个百分点。公司 21 年税率及管理费用率已经下降至白酒公司中较低水平，预计 25 年税率保持不变，管理费用率由于收入快速增长带来的规模效应，略降 1 个百分点。综合以上假设，公司 25 年扣非净利率有望提升至 32%，与 21 年相比预计提升 4.6 个百分点。若采取 4.1 中的中性收入假设，2025 年酒鬼酒收入体量 84 亿，则 25 年扣非净利润 26.6 亿，21-25 年 CAGR 近 30%。

表 17：酒鬼酒 2025E 毛利率测算

项目	2021E 占比	2025E 占比
内参	31%	38%
酒鬼	56%	52%
湘泉	7%	6%
内品	5%	4%
整体毛利率	2021 年预计 80%，2025 年预计 82%	

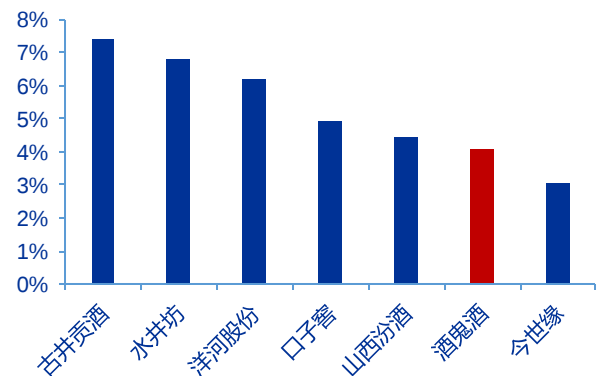
资料来源：渠道反馈，申万宏源研究

图 16：21Q1-Q3 次高端白酒公司税率情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 17：21Q1-Q3 次高端白酒公司管理费用率情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 18：酒鬼酒 2025E 扣非净利率测算

项目	毛利率	税率	销售费用率	管理费用率	扣非净利率
2021E	80.1%	15.0%	23.2%	5.0%	27.2%
2025E	82.0%	15.0%	20.0%	4.0%	31.8%
yoy	1.9%	0.0%	-3.2%	-1.0%	4.6%

资料来源：申万宏源研究

4.3 估值：采用 PEG 估值，首次覆盖给予增持评级

考虑到酒鬼酒两大主要产品分别位于次高端、高端价格带，且未来成长主要看全国化扩张，我们选取山西汾酒、水井坊、古井贡酒、舍得酒业四家白酒公司作为可比公司，其主力产品价格带及未来 5 年的核心增长点均与酒鬼酒有较高相似度。同时考虑到 21-25 年是酒鬼酒的高速成长期，市场主要关注此类标的成长性，我们采用 PEG 估值方法对酒鬼酒进行估值。2022 年可比公司平均 PEG 为 1.7x，我们按照可比公司平均估值水平，给予酒鬼酒 1.7xPEG，当前公司股价对应 2022 年 PEG 为 1.6x，首次覆盖给予增持评级。

注：考虑到白酒上市公司多为国企，十四五规划是公司经营的重要指导，十四五规划的完成情况也是资本市场的核心关注点，因此本篇报告重点讨论酒鬼酒 2025 年，即十四五规划完成年的收入空间及净利润空间，估值方面也结合可比公司十四五末收入利润表现进行探讨。

表 19：可比公司估值表

证券代码	公司简称	总市值（亿）	归母净利润（亿元）			归母净利润 CAGR 2021-2025E	PE			PEG		
			21E	22E	25E		21PE	22PE	25PE	21E	22E	25E
600809.SH	山西汾酒	3538	54.1	73.6	169.3	33%	65	48	21	2.0	1.5	0.6
600779.SH	水井坊	543	11.7	14.6	23.0	18%	46	37	24	2.5	2.0	1.3
000596.SZ	古井贡酒	1176	23.4	27.6	50.0	21%	50	43	24	2.4	2.0	1.1
600702.SH	舍得酒业	685	13.0	19.0	32.0	25%	53	36	21	2.1	1.4	0.9
可比公司平均		-	-	-	-	-	54	41	22	2.2	1.7	1.0
000799.SZ	酒鬼酒	621	9.5	13.3	26.6	29%	65	47	23	2.2	1.6	0.8

资料来源：Wind，申万宏源研究（总市值为 2021 年 1 月 11 日数据，舍得 21-22 年采用 wind 一致盈利预测）

风险提示：1、省外市场动销不及预期。21 年是酒鬼酒渠道扩张大年，22-23 年是省外市场动销的关键验证年，省外市场动销不仅受厂商人员消费者培育方法及执行落地能力影响，更与当地白酒消费习惯、区域品牌实力、全国化名酒布局力度等因素密切相关，若省外市场动销不及预期，公司全国化进程可能受阻，厂家和经销商积极性也将受损。**2、经济下行影响中高端白酒需求。**白酒需求与宏观经济表现相关，中高端白酒需求与中产阶级及以上人群数量及财富量增速相关，若经济持续下行，人均可支配收入增速及中产阶级扩容增速放缓，则中高端白酒需求也会受到影响，进而影响公司收入业绩表现。**3、食品安全事件。**酒鬼酒历史上曾受到塑化剂、甜蜜素等食品安全事件的影响，虽然事后均证明公司产品符合国家标准，并不存在健康隐患，但舆论的持续发酵还是导致公司产品销售受到较大负面影响，若未来公司或白酒行业出现影响较大的食品安全事件，公司正常经营或将受到影响。

财务摘要

合并损益表

百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,512	1,826	3,312	4,446	5,703
营业收入	1,512	1,826	3,312	4,446	5,703
内参系列	33,104	57,230	103,015	154,522	208,605
酒鬼系列	100,541	101,361	186,099	239,603	301,085
湘泉及其他白酒	17,059	23,543	41,585	49,959	60,176
非白酒业务	487	483	483	483	483
营业总成本	1,107	1,224	2,078	2,723	3,433
营业成本	336	386	658	844	1,058
内参系列	3,348	4,343	7,817	11,726	15,830
酒鬼系列	19,754	20,911	38,392	49,430	62,113
湘泉及其他白酒	10,264	13,049	19,275	23,006	27,531
非白酒业务	270	284	284	284	284
税金及附加	241	285	497	667	856
销售费用	384	424	768	1,005	1,255
管理费用	147	146	166	209	257
研发费用	10	11	20	26	34
财务费用	-11	-28	-30	-28	-25
其他收益	2	3	3	3	3
投资收益	11	-2	-2	-2	-2
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	15	40	70
信用减值损失	1	-2	0	0	0
资产减值损失	-18	0	10	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	400	602	1,261	1,764	2,341
营业外收支	1	53	7	11	-28
利润总额	401	655	1,268	1,775	2,314
所得税	101	163	317	444	579
净利润	299	492	950	1,331	1,735
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	299	492	950	1,331	1,735

资料来源：wind，申万宏源研究

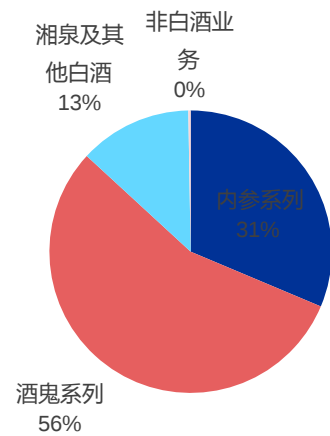
合并现金流量表

百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	299	492	950	1,331	1,735
加：折旧摊销减值	59	45	20	31	31
财务费用	-	0	-30	-28	-25
非经营损失	-2	4	-13	-38	-68
营运资本变动	25	408	89	-31	-14
其它	0	2	0	0	0
经营活动现金流	382	950	1,017	1,264	1,659
资本开支	35	50	0	0	0
其它投资现金流	413	0	-502	-1,002	-1,002
投资活动现金流	378	-50	-502	-1,002	-1,002
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0	0
支付股利、利息	49	65	-30	-28	-25
其它融资现金流	0	0	0	0	0
融资活动现金流	-49	-65	30	28	25
净现金流	711	836	545	291	682

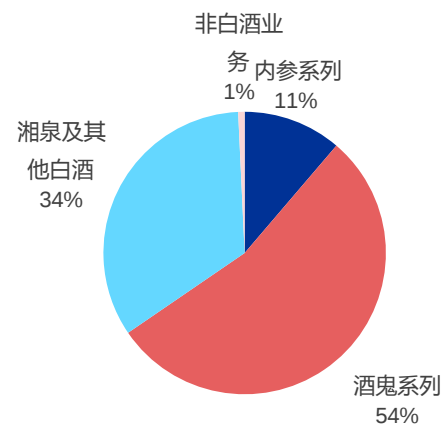
资料来源：wind，申万宏源研究

合并资产负债表

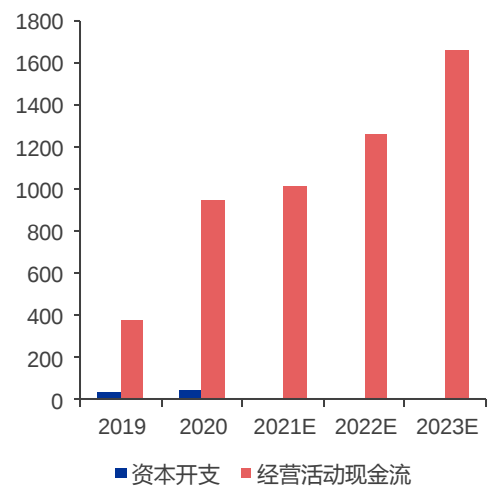
收入结构



成本结构



资本开支与经营活动现金流



百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,467	3,590	4,571	5,932	7,698
现金及等价物	1,318	2,154	3,214	4,544	6,296
应收款项	215	409	416	418	419
存货净额	933	1,027	941	971	983
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	1	0	0	0	0
长期投资	43	42	42	42	42
固定资产	427	424	398	371	344
无形资产及其他资产	292	281	277	273	269
资产总计	3,229	4,337	5,287	6,618	8,353
流动负债	784	1,465	1,465	1,465	1,465
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	487	359	359	359	359
其它流动负债	297	1,106	1,106	1,106	1,106
非流动负债	14	15	15	15	15
负债合计	798	1,480	1,480	1,480	1,480
股本	325	325	325	325	325
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	1,161	1,161	1,161	1,161	1,161
其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	234	234	234	234	234
未分配利润	710	1,137	2,087	3,418	5,153
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	2,430	2,857	3,807	5,138	6,873
负债和股东权益合计	3,229	4,337	5,287	6,618	8,353

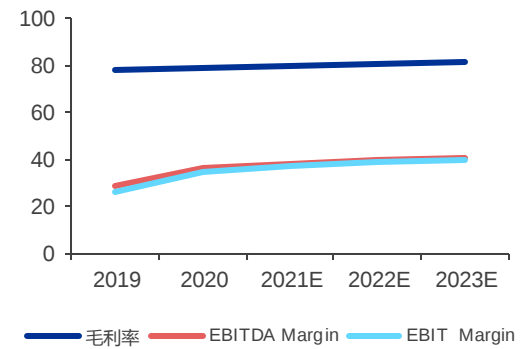
资料来源：wind，申万宏源研究

重要财务指标

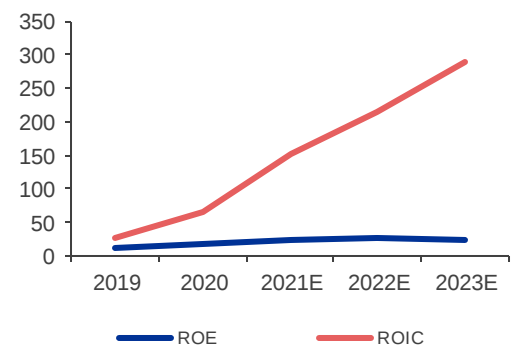
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)	-	-	-	-	-
每股收益	0.92	1.51	2.92	4.10	5.34
每股经营现金流	1.18	2.92	3.13	3.89	5.10
每股红利	-	-	-	-	-
每股净资产	7.48	8.79	11.72	15.81	21.15
关键运营指标(%)	-	-	-	-	-
ROIC	25.6	65.6	152.5	215.1	289.7
ROE	12.3	17.2	25.0	25.9	25.2
毛利率	77.8	78.9	80.1	81.0	81.5
EBITDA Margin	28.5	36.7	38.3	40.0	40.7
EBIT Margin	25.8	34.3	37.4	39.3	40.1
营业总收入同比增长	27.4	20.8	81.4	34.2	28.3
归母净利润同比增长	34.5	64.2	93.3	40.1	30.4
资产负债率	24.7	34.1	28.0	22.4	17.7
净资产周转率	0.62	0.64	0.87	0.87	0.83
总资产周转率	0.47	0.42	0.63	0.67	0.68
有效税率	26.0	24.9	25.0	25.0	25.0
股息率	-	-	-	-	-
估值指标(倍)	-	-	-	-	-
P/E	207.2	126.2	65.3	46.6	35.8
P/B	25.5	21.7	16.3	12.1	9.0
EV/Sale	40.2	32.8	17.8	12.9	9.8
EV/EBITDA	140.8	89.5	46.4	32.4	24.0
股本	325	325	325	325	325

资料来源：wind，申万宏源研究

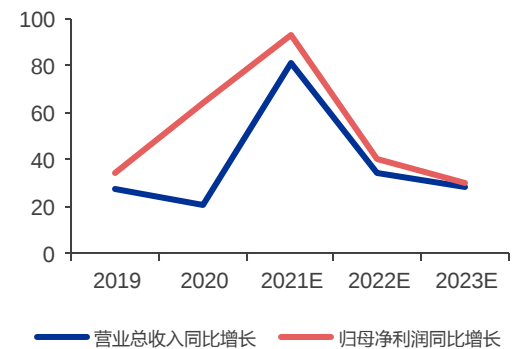
经营利润率(%)



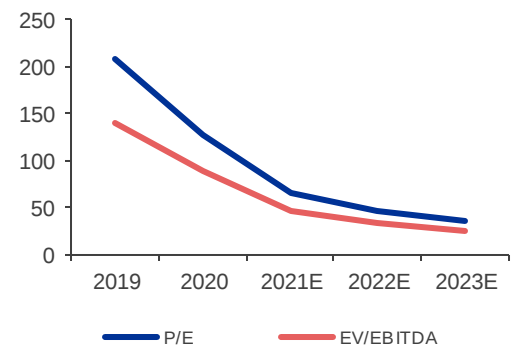
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhyse.com
华东 B 组	谢文霓	021-33388300	xiewenni@swhyse.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhyse.com
华南组	陈左茜	0755-23832751	chenzuoxi@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。