

尽享徽酒消费升级红利，营销改革进行时



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

一口子窖 (603589)

核心观点

❖ 兼香型典范企业，民营机制释放活力

得益于口子窖整体激励充分、坚持“不压库存”战略，公司十几年来业绩较为稳健，周期性较弱。此外，口子窖优势主要体现在“大商制”，公司给与经销商更大的渠道自主权、更高的渠道利润，因此经销商忠诚度较高，抗风险能力强，且费用率更低。公司 2015-2018 年收入 CAGR 达 18.2%，净利润 CAGR 达 36.3%。

❖ 受益于省内升级、营销改革，公司业绩有望实现保持稳健增长

安徽 GDP 增速高于全国，随着居民人均可支配收入的提升、城镇化水平不断推进，乡镇及市区主流价格带分别逐步提升至 100-200 元、200-300 元，消费升级带动白酒价格带移至口子窖主力产品区间，口子窖享受了价格带升级的红利，此外，公司于 2019 年下半年开始转变营销思路进行积极改革，随着公司加大市场费用投入、不断完善产品结构、加速渠道下沉，公司业绩有望保持稳健增长，虽然疫情对公司短期内不可避免的将产生冲击，但长期趋势未变。

❖ 省内持续下沉，省外收入加速增长

省内：“大商制”模式下，公司坚持一地一策的市场运作思路，深耕省内，全面实施渠道下沉，强化重点市场渠道管控能力，实现优胜劣汰，同时不断稳固年份口子窖系列地位，积极运作高端产品以完善产品结构。**省外：**通过“省内大商外派”形式积极拓展省外市场，以“宁缺毋滥”为原则稳健招商，2019H1 公司省外实现 469.6 亿元的收入，同比增长 26.9%。

首次覆盖，给予公司“增持”评级

我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 47.2、48.7、54.8 亿元；归属母公司股东的净利润分别为 17.0、17.9、20.5 亿元；对应 2019-2021 年 EPS 分别为 2.9、3.0、3.4 元/股。疫情对公司短期将产生影响，但不改长期发展逻辑，我们认为受益于消费升级、改革不断推动、新品推出、省内深耕、省外加速增长，公司业绩有望稳健增长，首次覆盖给予增持评级。

风险提示：宏观经济下行风险、食品安全风险、渠道动销情况不及预期。

盈利预测与估值

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	4268.96	4717.34	4869.51	5483.72
+/-%	18.50%	10.50%	3.23%	12.61%
净利润(百万)	1532.66	1703.25	1790.96	2046.72
+/-%	37.70%	11.13%	5.15%	14.28%
EPS(元)	2.55	2.84	2.98	3.41
PE	16.20	14.58	13.86	12.13

资料来源：公司 2019 年三季报，预测截止日期 2020 年 3 月 31 日川财证券研究所

📌 证券研究报告

所属部门 行业公司部

报告类别 公司深度

所属行业 食品饮料

报告时间 2020/3/31

前收盘价 41.38 元

📌 分析师

欧阳宇剑

证书编号：S1100517020002

021-68595127

ouyangyujian@cczq.com

📌 联系人

张潇倩

证书编号：S1100118060009

021-68595150

zhangxiaolian@cczq.com

📌 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、省内消费升级助力公司业绩增长	5
1.1 安徽省内人口回流加快，经济发展迅速	5
1.2 古井贡、口子窖为省内市场头部企业	6
1.2.1 白酒产销大省，格局稳固	6
1.2.2 区域领军企业优势明显，市场集中度不断提升	8
二、公司介绍：兼香型品牌代表，民营机制释放活力	9
2.1 口子窖为兼香型品牌代表	9
2.2 民营机制，大经销商持股	11
2.3 非典型酒企，周期性较弱	13
三、产品结构清晰，渠道稳定，营销改革进行时	14
3.1 产品：结构清晰，覆盖范围广	14
3.1.1 公司产品结构清晰，“窖藏”概念深入人心	14
3.1.2 新品推出填补 200-300 元价格带	15
3.1.3 产品升级、高端产品放量推动盈利能力提升	16
3.2 渠道：经销商利润共享，低库存造就弱周期	17
3.3 营销：改革进行时，稳健趋势不改	20
四、省内持续下沉，省外锦上添花	21
4.1 省内加大渠道下沉力度，精耕细作	22
4.2 省外拓展，锦上添花	23
五、疫情对动销将产生短期冲击，长期趋势不改	25
六、盈利预测与估值	26
风险提示	27

图表目录

图 1:	安徽省常住人口持续提升.....	5
图 2:	2018 年安徽省人口净流入排名第三(单位: 万人).....	5
图 3:	社会消费品零售总额.....	5
图 4:	2018 年安徽省 GDP 增速为 8%.....	5
图 5:	安徽省城乡居民人均可支配收入增速快.....	6
图 6:	安徽省失业率下滑.....	6
图 7:	2014 年起金种子等低端酒收入表现欠佳.....	6
图 8:	安徽省 2018 年白酒产量同比下降 19%.....	7
图 9:	2018 年安徽省白酒产量位列全国第四.....	7
图 10:	2018 年安徽省 CR4 市场市占率约为 55%.....	7
图 11:	省内各价格段市场情况.....	8
图 12:	2019Q1-3 古井贡酒收入增速在徽酒中领先.....	8
图 13:	2019Q1-3 古井贡酒净利润增速在徽酒中领先.....	8
图 14:	2018 年安徽省 CR2 收入占安徽省规模以上白酒企业总营业收入 50.8%.....	9
图 15:	2018 年安徽省 CR2 净利润占安徽省规模以上白酒企业净利润 56.9%.....	9
图 16:	公司股权结构图.....	12
图 17:	口子窖营业收入波动较小.....	13
图 18:	口子窖净利润波动较小.....	13
图 19:	口子窖产品结构.....	14
图 20:	今世缘产品结构.....	14
图 21:	洋河蓝色经典产品结构.....	14
图 22:	口子窖“窖藏”工艺体系.....	14
图 23:	初夏及仲秋产品示意图.....	16
图 24:	2019 年前三季度低端白酒占比提升明显.....	16
图 25:	口子窖中高端产品不断放量.....	17
图 26:	口子窖净利润增速高于收入增速.....	17
图 27:	口子窖吨价持续提升.....	17
图 28:	口子窖毛利率随着高端酒收入占比提升而增长.....	17
图 29:	口子窖一批商利润较高.....	18
图 30:	口子窖大经销商制.....	18
图 31:	口子窖的大经销商模式.....	19
图 32:	2014 年底口子窖是为数不多实现顺价的公司之一.....	19
图 33:	口子窖销售费用率较古井低.....	21
图 34:	口子窖广告费用投放力度不及古井贡.....	21
图 35:	广告费用投放力度大的企业高端酒收入也较高.....	21
图 36:	口子窖省内占比持续提升.....	22
图 37:	口子窖省内省外收入及增速.....	22
图 38:	口子窖省内收入占比较高.....	22
图 39:	口子窖省内经销商平均销售额.....	23
图 40:	口子窖省内经销商数量.....	23
图 41:	口子窖省外经销商平均销售额.....	24
图 42:	口子窖省外经销商数量.....	24

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

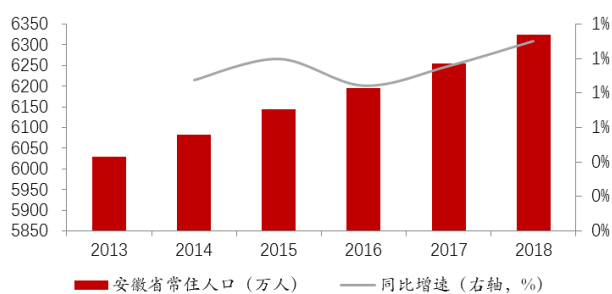
表格 1.	白酒主要香型及代表品牌.....	10
表格 2.	口子窖生产工艺上特点主要体现在“三多一高一长”	10
表格 3.	口子窖凭借其优秀的品质多次获得荣誉	10
表格 4.	口子窖投资项目募集资金使用情况及拟变更募集资金投资项目	11
表格 5.	公司为少数民营酒企之一.....	12
表格 6.	口子窖主要高管均为公司控制人且在职时间长	12
表格 7.	口子窖发展历史一览.....	13
表格 8.	公司产品结构清晰	15
表格 9.	洋河与口子窖、古井贡渠道情况对比.....	18
表格 10.	省内渠道下沉推进情况.....	23
表格 11.	省外扩张情况	24
表格 12.	可比上市公司盈利预测及估值表.....	26

一、省内消费升级助力公司业绩增长

1.1 安徽省内人口回流加快，经济发展迅速

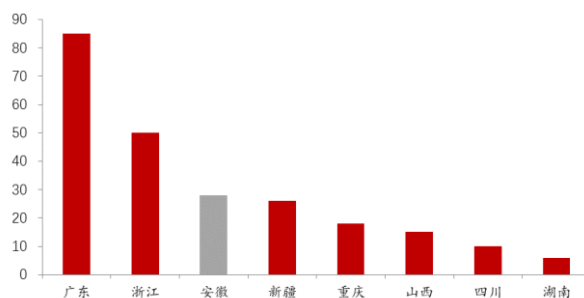
经济方面,自 2007 年起安徽省 GDP 发展增速高于全国平均值,2018 年 GDP 增速为 8%,超全国平均增速 1.4 个百分点,此外,人均可支配收入增速高于全国平均水平,消费升级成大势所趋。随着经济的不断发展、失业率逐步下降,2013 年安徽省开始出现人口回流现象,随着人口持续回流,安徽省常住人口 2013-2018 年 CAGR 达 1.0%,2018 年常住人口数量为 6323.6 万人,同比增长 1.1%。安徽省人口基数不断提升叠加消费能力提升利于省内白酒市场扩容。

图 1： 安徽省常住人口持续提升



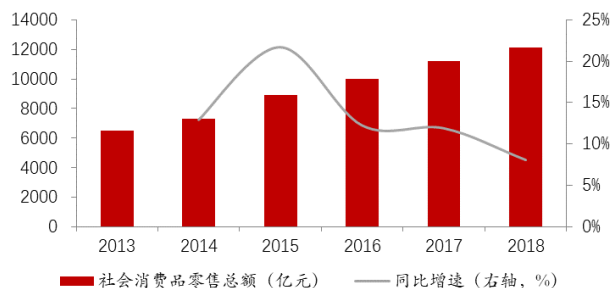
资料来源：安徽省统计局，川财证券研究所

图 2： 2018 年安徽省人口净流入排名第三(单位：万人)



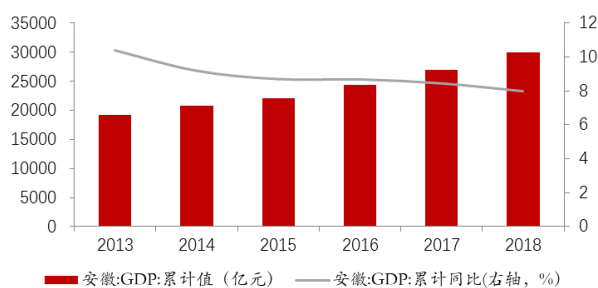
资料来源：安徽省统计局，川财证券研究所

图 3： 社会消费品零售总额



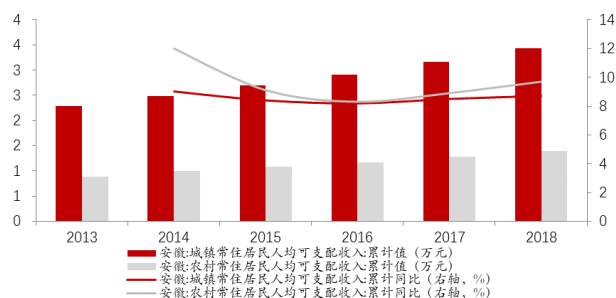
资料来源：wind，川财证券研究所

图 4： 2018 年安徽省 GDP 增速为 8%



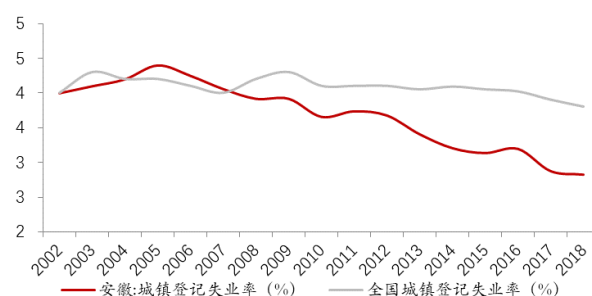
资料来源：wind，川财证券研究所

图 5： 安徽省城乡居民人均可支配收入增速快



资料来源：wind，川财证券研究所

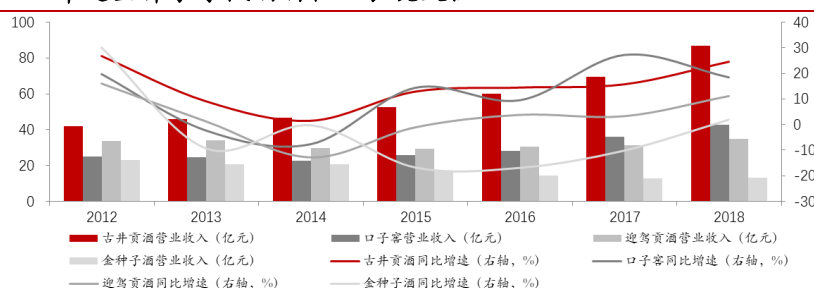
图 6： 安徽省失业率下滑



资料来源：wind，川财证券研究所

省内消费升级，2012 年起省内酒企分化加剧，古井贡及口子窖受益。据佳酿网调研结果显示，合肥市场婚宴用酒主流价位从 80 元初步上升至 100 元以上，消费占比最大的 30-80 元价格带逐步移至 80-200 元，同时 200 元以上价格带也逐步扩容，由于古井贡及口子窖主要价格带处于 80-200 元，同时正发力 200 元以上，因此古井贡及口子窖等省内次高端品牌有望受益，金种子等低端酒企则面临挑战。

图 7： 2014 年起金种子等低端酒收入表现欠佳



资料来源：wind，川财证券研究所

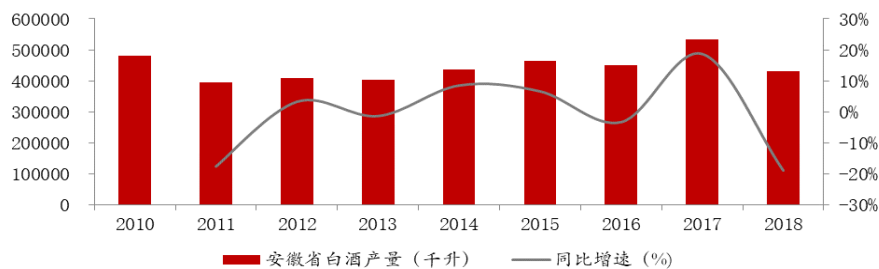
1.2 古井贡、口子窖为省内市场头部企业

1.2.1 白酒产销大省，格局稳固

安徽省白酒产量同比下滑，酒企业经营效率提升明显。2018 年纳入到安徽省酒业协会的 112 家规模以上酒企白酒产量 43.1 千升，同比下降 19%，占全国产量 5%。安徽省白酒产量下滑的同时，2018 年徽酒营业收入、净利润分别同比增长 18.9%、39%，酒企业经营效率提升明显。由于 2018 年安徽省 CR4 酒企市占率约为 55%，可推算出安徽省白酒市场规模约为 323 亿元。

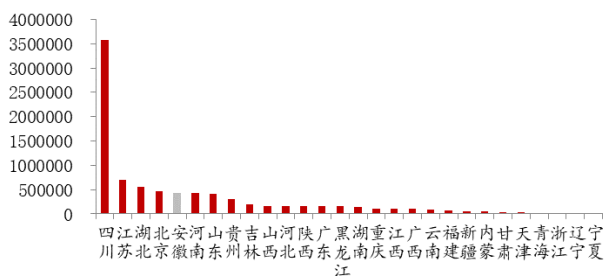
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 8：安徽省 2018 年白酒产量同比下降 19%



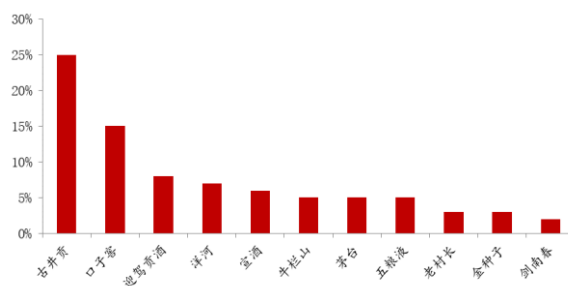
资料来源：wind，川财证券研究所

图 9：2018 年安徽省白酒产量位列全国第四



资料来源：wind，川财证券研究所

图 10：2018 年安徽省 CR4 市场市占率约为 55%



资料来源：酒业家，川财证券研究所

安徽省内竞争格局稳固，古井贡与口子窖为头部企业。目前安徽省内分层竞争明显，价格带方面，迎驾贡酒、金种子、宣酒及高炉家主要占据 40-80 元价格带；古井贡、洋河天之蓝、迎驾贡酒洞藏 9、口子窖初夏等产品主要占据 100-300 元价格带，其中古 8 体量较大。茅台、五粮液、洋河、剑南春等省外品牌占据 300 元以上价格带。省内品牌方面，优势市场在合肥、亳州等地区的古井贡及优势市场在淮北、六安、芜湖等地区的口子窖在 80 元以上的价格带中形成双寡头，而省内低端及高端市场基本被外省品牌瓜分。

图 11：省内各价格段市场情况

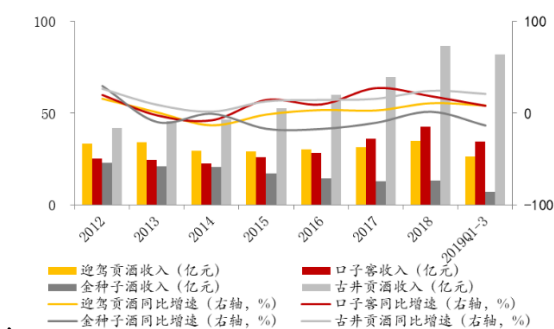
价格带	40 元以下	40-80 元	80-200 元	200-300 元	300 元以上
市场情况	由于利润较低，该价格段主要被牛栏山等省外品牌占据	该价格带主要被省内低线酒企占据	该价格带主要被省内品牌占据，其中古井、口子窖形成双寡头。	古井、口子窖将发力该价格区域	由于省内酒企品牌力偏弱，该价格段主要被牛栏山等省外品牌占据
省内主要品牌	宣酒、皖酒、金裕皖	宣酒、高炉家、迎驾、金种子、皖酒、文王、口子窖等	古井、口子窖、迎驾	古井、口子窖	古井、口子窖
省外主要品牌	牛栏山、老村长、枝江	无	五粮春、洋河、郎酒	剑南春、水井坊、洋河	茅台、五粮液、洋河

资料来源：公司公告，川财证券研究所

1.2.2 区域领军企业优势明显，市场集中度不断提升

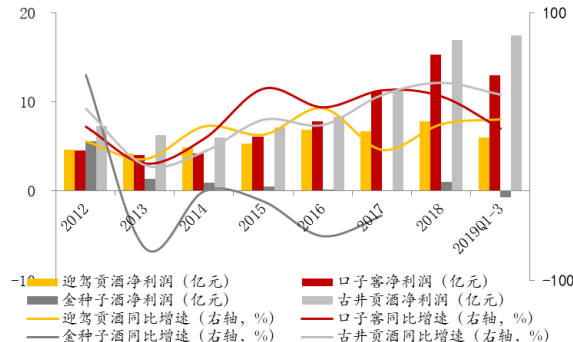
安徽省白酒市场实现高增长，市场集中度不断提升。受益于省内消费升级，2018 年省内酒企均实现高速增长，其中 CR2 营业收入为 129.5 亿元，占安徽省规模以上白酒企业总营业收入 50.8%，较去年同期提升 6.8 个百分点；CR2 净利润为 32.28 亿元，占安徽省规模以上白酒企业总净利润 56.9%，较去年同期提升 1.5 个百分点，区域头部企业市场份额持续提升。具体来看，相较于收入增长更为迅速的古井贡酒，口子窖则更注重利润的稳定增长。

图 12：2019Q1-3 古井贡酒收入增速在徽酒中领先



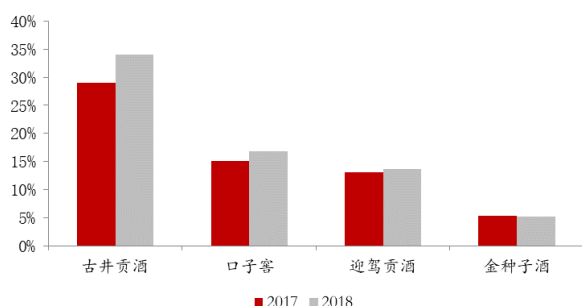
资料来源：wind，川财证券研究所

图 13：2019Q1-3 古井贡酒净利润增速在徽酒中领先



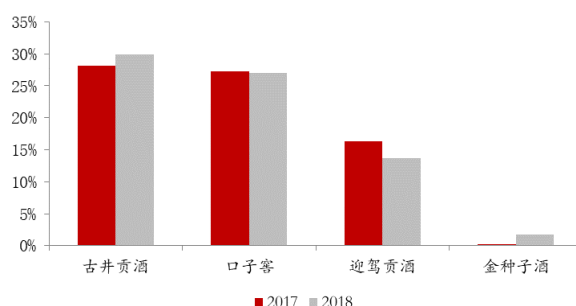
资料来源：wind，川财证券研究所，注：2018 年及 2019Q1-3 金种子净利润增速为 1144.1%、-4507.3%

图 14： 2018 年安徽省 CR2 收入占安徽省规模以上白酒企业总营业收入 50.8%



资料来源：安徽省酒业协会，wind，川财证券研究所

图 15： 2018 年安徽省 CR2 净利润占安徽省规模以上白酒企业净利润 56.9%



资料来源：安徽省酒业协会，wind，川财证券研究所

二、公司介绍： 兼香型品牌代表， 民营机制释放活力

口子窖地处安徽淮北市，公司原为在地方多个古酒坊基础上成立的国有酒厂，于 1997 年成立集团公司；2002 年以 MBO 形式改制为民营股份公司，管理层及经销商实现入股；2015 年公司实现上市。

2.1 口子窖为兼香型品牌代表

口感独特，与其他香型形成差异化竞争。传统的白酒香型包括清香型、浓香型、酱香型三大类，发展至目前，还出现了兼香型、凤香型等多种香型。口子酒酿造历史悠久，素有“名驰冀北三千里，味占江南第一家”之誉，口子酒入口味道甘美，酒后心悦神怡，素有“隔壁千家醉，开坛十里香”的美誉。同时，口子窖所处的黄淮腹地自古便四通八达，因此成为兼容各方文化的中心地。在品牌创立初期，由于生产浓香酒不具备先天优势，因此公司在经过市场调研后推出“浓香则折其锋锐，酱香则发其蕴藉，清香则取其从容”，兼三香，具五味的兼香型白酒。公司生产的口子窖酒是目前国内兼香型白酒的代表品牌，公司的主要产品口子窖系列，以“前浓、后酱、中间清、空杯留香”的“大兼香”为主要特色，生产工艺特点主要体现在“三多一高一长”。

表格 1. 白酒主要香型及代表品牌

香型	特点	代表品牌
酱香型	酱香突出、优雅细腻、酒体醇厚、回味悠长、空杯留香持久	贵州茅台
浓香型	窖香浓郁、绵甜醇厚、香味协调、后味爽净	五粮液、泸州老窖、洋河
清香型	清香醇正、醇甜柔和、自然协调、余味净爽	汾酒
兼香型	酱浓协调、幽雅舒适、细腻丰满、余味悠长	口子窖、白云边
凤香型	醇香秀雅、醇厚丰满、甘润挺爽、尾净悠长	西凤酒

资料来源：招股说明书，川财证券研究所

表格 2. 口子窖生产工艺上特点主要体现在“三多一高一长”

“三多、一高、一长”工艺	具体过程
三多：指多粮制曲、多种曲混合糖化发酵、多粮酿造。	多粮制曲和多种曲混合糖化发酵：在制曲用料方面，公司以小麦为主，同时添加大麦、豌豆等多种辅料。在制曲环节，公司拥有独特的“菊花心”中温大曲制作工艺、高温大曲制作工艺以及全国独树一帜的超高温大曲制作工艺。同时采用中温大曲、高温大曲、超高温大曲混合发酵，形成独有的多种大曲混合糖化发酵的工艺。 多粮酿造：公司在酿酒中使用多种粮食发酵。不同的原料通过微生物发酵和生化作用，产生不同的微量芳香物质，赋予白酒不同的风味特征。
一高：指高温润料堆积。	高粱在配料前使用60~80度的热水拌好并堆积起来，经18~24小时的堆积可以去除其中的杂味，并带出高粱独有的粮香味，同时通过堆积使其再产生更为特殊的香味，使酒中的香气成分更加丰富，是形成口子窖酒的重要基础香气之一。高温润料堆积后的原料，将在蒸酒环节中与发酵池中的酒醅混合蒸馏。
一长：指储存期长。	公司优质原酒的储存期一般在三年及以上，确保陈化老熟过程的充分。
在集中体现口子特色的“三多一高一长”工艺之外，公司还继承和创新了一些重要生产工艺：	
“续渣混蒸混烧老五甑”工艺	所谓混烧老五甑工艺，是原料与出窖的香醅在同一甑桶同时蒸馏和蒸煮糊化，在窖内有4甑发酵材料，即大渣、二渣、小渣和回渣。出窖加入新原料分成5甑进行蒸馏，其中4甑入窖发酵，另一甑为丢糟。
掐酒工艺	在蒸酒过程中，酒蒸出后随不锈钢管冷却器冷凝后流出，这时候要进行“掐酒”。刚出来的酒酒精度较高，随后依次递减。刚出来的酒和尾酒因杂质较多，要去掉，称为“掐头去尾”，并按质量取酒。掐去开头一斤左右酒后的一段酒，酯含量较高，富含低沸点物质，因此用作调味酒。公司掐酒均由掐酒师凭多年经验进行判断，按质掐酒，再由检测部门复检无误后分级入库。
泥池老窖发酵工艺	公司生产中采用泥池老窖作为发酵容器，通过酒醅与窖泥接触，使酒的香气更加突出，味感更加丰富。夏季压醋，以增加发酵时间；其他季节按正常发酵期生产，发酵期一般为60~120天的时间。
陈化老熟工艺	公司以专用陶坛在酒窖中陈化老熟。公司选用江苏宜兴等地出产的陶坛作为储酒容器，并在温度、湿度、光照等指标适宜的环境（如地下酒窖）中陈化老熟，能有效保持酒质，使酒体绵软柔和。
勾调工艺	勾调是酒体设计中的关键一环，良好的勾调工艺，可使酒中各种微量成分以不同的比例进行补充、协调、平衡，形成主体香气和独特的风格特征。

资料来源：招股说明书，川财证券研究所

表格 3. 口子窖凭借其优秀的品质多次获得荣誉

时间	事件
2002年	口子窖酒荣获中国白酒典型风格金杯奖称号并被国家批准实施原产地域产品保护。
2005年	国家工商总局认定“口子”商标为中国驰名商标。
2005年	口子窖酒被国家商务部等联合评定为全国首届三绿工程畅销白酒品牌。
2006年	商务部认定口子酒业及“口子”商标为“中华老字号”，同年口子窖被评定为中国白酒工业十大影响力品牌并通过了纯粮固态发酵白酒标志认定。
2007年	中国白酒评审委员会认定“兼香型”成为白酒香型品鉴的中的一个固定标准。
2009年	口子酒业被国家标准化管理委员会批准为中国白酒标准化技术委员会兼香型白酒分技术委员会秘书处承担单位。
2015年	口子窖酒入编《中国地理标志产品大典》。

资料来源：公司公告，川财证券研究所

严控产品品质，产品品质稳定性高。公司把质量作为重中之重，公司在上市之初已计划投入 5.6 亿元来推进优质酒酿造技改项目和优质白酒陈化老熟和储存项目，19 年 4 月公司根据内部战略对上述项目进行调整，变更为退城进区搬迁大曲酒酿造项目与退城进区搬迁优质白酒陈化老熟和储存项目。公司在面对古井贡年份原浆系列崛起的时候，凭借优秀的产品品质、盘中盘模式及顺价体系，使得口子 6 年顺利升级，口子 5 年销量稳定，此外，在 2009 年国家颁布兼香型白酒的国家标准，同日全国白酒标准化技术委员会兼香型白酒分技术委员会成立的时候，公司成为秘书处单位

表格 4. 口子窖投资项目募集资金使用情况及拟变更募集资金投资项目

投资项目	2016年		2017年		2018年		计划投入总金额（亿元）
	投入金额（万元）	投入进度（%）	投入金额（万元）	投入进度（%）	投入金额（万元）	投入进度（%）	
优质白酒陈化老熟和储存项目	69.3	33.70%	347.6	35.50%	41.3	35.70%	1.97
优质白酒酿造技改项目	539.5	43.80%	390.9	45.20%	436.4	46.80%	2.76
变更项目	项目总投资（亿）		拟使用募集资金投入金额（亿）				
退城进区搬迁大曲酒酿造项目	2.99				1.54		
退城进区搬迁优质白酒陈化老熟和储存项目	2.93				1.35		
退城进区搬迁成品酒包装项目	3				1.51		

资料来源：公司公告，川财证券研究所

2.2 民营机制，大经销商持股

股权激励绑定利益，激发公司经营活力。由于创业时期便成立的管理团队管理层持股比例超 40%，其中 1996、1997 年相继进入公司的监事会主席刘安省、董事长徐进分别持有公司 12.91%、18.96% 的股份，口子整体激励充分，管理层稳定性高，决策制定灵活自主，在制定战略时减少了为完成业绩而造成的短视风险。此外，公司于近期再次推出激励方案以绑定核心管理团队（2020 年 3 月 26 日公司发布股份回购方案公告，拟以集中竞价方式回购资金总额不低于 1 亿元、不超过 2 亿元，回购股份将用于公司股权激励，回购价格不超过 50 元/股，回购期限为自股东大会审议通过最终回购股份方案之日起不超过 12 个月），按照回购金额上限 2 亿元、回购价格上限 50 元/股计算，预计回购股份数量为 400 万股，占总股本 0.67%，股权激励的实施有望进一步提升调动中高级人员及骨干积极性、增强凝聚力、提高公司竞争力。

目标长远立志打造百年老店。由于管理层自 90 年代末便开始运营公司，管理层对白酒行业有着充分而深刻的认知，同时始终坚持做长远规划，以 5-10 年为一个发展阶段，经营能力在行业中位居前列。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 5. 公司为少数民营酒企之一

公司	性质	公司	性质
酒鬼酒	中央国有企业	古井贡酒	地方国有企业
水井坊	外资企业	山西汾酒	地方国有企业
*ST皇台	民营企业	今世缘	地方国有企业
舍得酒业	民营企业	五粮液	地方国有企业
迎驾贡酒	民营企业	顺鑫农业	地方国有企业
口子窖	民营企业	洋河股份	地方国有企业
金徽酒	民营企业	伊力特	地方国有企业
泸州老窖	地方国有企业	金种子酒	地方国有企业
老白干酒	地方国有企业	贵州茅台	地方国有企业

资料来源：公司公告，川财证券研究所

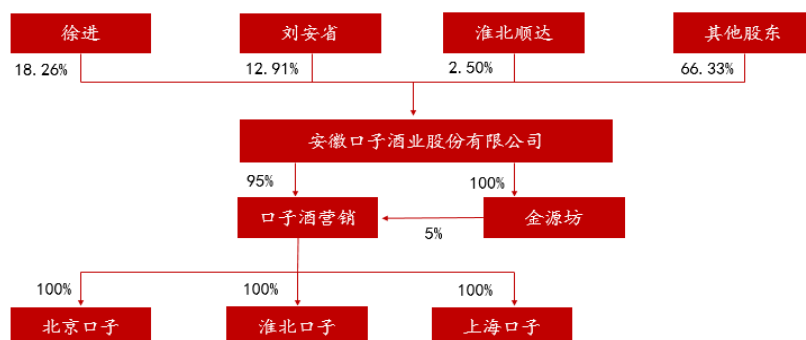
表格 6. 口子窖主要高管均为公司控制人且在职时间长

姓名	职位	年龄	任职开始时间	持股比例
徐进	董事长，总经理	54岁	1997年	18.26%
刘安省	监事会主席	66岁	1996年	12.91%
范博	副总经理，财务总监	53岁	1997年	1.83%
徐钦祥	副总经理，董秘	49岁	1997年	不是前十大股东
张国	副总经理	62岁	1997年	2.50%
黄绍刚	副总经理	51岁	1997年	1.76%
朱成寅	副总经理	53岁	1997年	不是前十大股东

资料来源：公司公告，川财证券研究所

大经销商持股，充分绑定利益相关者。公司为市场上少有的民营体制公司，相较于国有体制，民营机制更为灵活，口子窖优势主要体现在“大商制”，公司给与经销商更大的渠道自主权，同时给与经销商更高的渠道利润，因此经销商忠诚度较高，此外，大经销商参股也进一步实现利益深度绑定。

图 16： 公司股权结构图



资料来源：公司公告，川财证券研究所

2.3 非典型酒企，周期性较弱

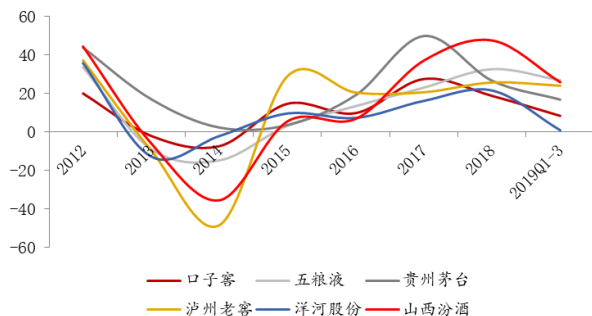
口子窖周期性较弱，即使在行业深度调整期间业绩波动较小。得益于口子窖拥有稳定且注重长期利益的管理层、与公司利益进行深度绑定的经销商，同时公司坚持“不压库存”战略，公司十几年来业绩较为稳健。口子窖曾通过具有创新性的“盘中盘”模式打开了省内外市场终端，引发了一场白酒行业营销体系的变革，面临越来越激烈的市场竞争，公司依靠管理层灵活的战略及稳健的经营方式，在安徽省内市占率越来越高，在行业深度调整期间也能保持较小的业绩波动。

表格 7. 口子窖发展历史一览

年份	阶段	情况
1997-2001年	创新运用“盘中盘”模式抢占省内外市场	营销：口子窖创新运用“盘中盘”模式，通过酒店（小盘）来带动客户（大盘）的方式于1998年在省内合肥等城市开始重点突破；2000年，在“等高点城市开发”的营销策略下，公司开始对郑州、西安、兰州、南京等省外重点城市进行突破，这一系列行之有效的打法引起了业界高度注意，口子窖的营销模式成为白酒史上最具有代表性的模式之一； 产品：1) 公司为配合“中高档政务酒”概念，将“口子酒”升级至“口子窖”；2) 为配合“窖藏”概念，公司推出口子窖5年、10年等年份概念酒；3) 为顺应消费趋势，口子窖将产品度数下调的同时提升零售价。
2002-2014年	“盘中盘”模式被大量复制后将重点转回省内市场	营销：2002年开始，口子窖的“盘中盘”开始被大量模仿导致口子窖省外扩张受挫； 省内市场：受益于口子窖大力发展商务消费，省内市占率持续提升，因此公司将发展重点从省外转移至省内。在古井贡推出年份原浆系列后省内竞争加剧，口子窖重点突破省内市场，即使在行业深度调整期间，口子窖省内收入仍实现正增长； 产品：2008年，口子窖5年经历两次提价后，在省内逐渐被锁定为中档价位白酒。 经营风格：稳健。2002年高炉家推出了定价58元/瓶的酒，通过较低价格及高渠道利润迅速占领终端，口子5年仍保持68元价格不变，按照自己的步伐在省内规范布局，04年高炉家终端价迅速下滑，口子通过提价与高炉家拉开差距；08年洋河聚焦资源打造年份原浆系列，口子窖仍按照自己的节奏专注于产品品质、渠道管理，逐步成为省内第二大酒企。
2015-至今	省内市场保持高速增长，省外市场新战略初显成效	省内市场：在15年公司上市后，省内收入继续保持高速增长，2017、2018年省内市场销售收入同比增长30.9%/17.5%； 省外市场：17年公司通过“省内经销商外派”方式重新开启省外市场扩张，2017、2018年省外收入分别同比增长11%、27.9%，战略初显成效； 产品：2015年以来公司高档酒销售收入保持两位数较快增长，2017年起安徽省内白酒消费升级加速，公司口子窖系列5、6、10年销量增长较快，2018年公司通过提价来提升吨价。

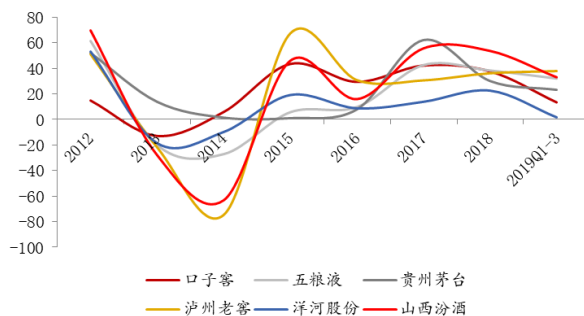
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 17： 口子窖营业收入波动较小



资料来源：wind，川财证券研究所

图 18： 口子窖净利润波动较小



资料来源：wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

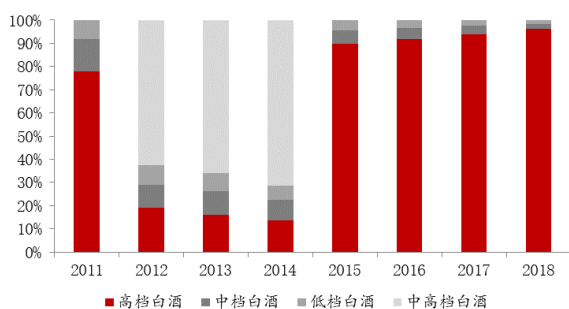
三、产品结构清晰，渠道稳定，营销改革进行时

3.1 产品：结构清晰，覆盖范围广

3.1.1 公司产品结构清晰，“窖藏”概念深入人心

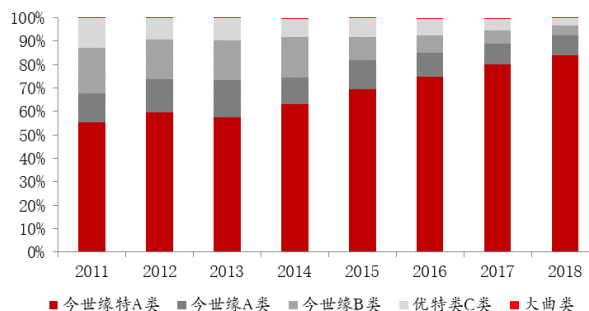
公司产品结构清晰，以中高端产品为主。公司已覆盖了 100 元以下至 1688 元的各价格带产品，包括了口子酒系列等低端酒（终端价低于 50 元）、美酒、口子坊、老口子等中端酒（终端价 50-100 元）、口子 5 年、6 年、10 年、20 年、30 年、小池窖等高端酒（终端价 100 元以上）。收入结构方面，公司高端酒收入占比从 11 年的 77% 提升至 18 年的 96%，实现了连续 7 年的持续提升，截止 2019Q3，五年以上的中高端产品收入占比超 96%，口子 5 年及 6 年占比超 70%。此外，相较于今世缘等区域酒，口子窖高端产品占比最高。

图 19：口子窖产品结构



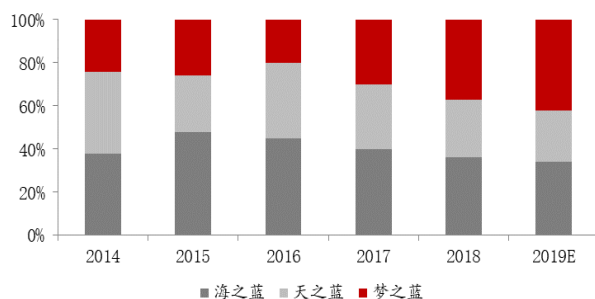
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 20：今世缘产品结构



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 21：洋河蓝色经典产品结构



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 22：口子窖“窖藏”工艺体系



资料来源：Wind，川财证券研究所

“窖藏”概念深入人心，口子5年成为经典。口子窖5年自1998年推出后便经久不衰，畅销20年，2018年销售额达13.2亿元，同时得益于“窖藏年份”概念已逐步深入人心，06年推出的定位于商务政务消费的口子10年、20年表现优秀，11年推出的口子30年高端酒大大提升了口子窖品牌力。此外，公司通过坚持打造品牌实现了从“口子酒”向“口子窖”的跨越，积极拥抱中高端市场。

表格 8. 公司产品结构清晰

	产品	价格	档次	占销量比重
	口子窖 30 年型 52 度 500ML	1688	高端酒	约20%
	口子窖 30 年型 41 度 500ML	1380		
	口子窖 20 年型 50 度 500ML	618		
	口子窖 20 年型 41 度 500ML	538		
	口子窖 10 年型 46 度 500ML	388		
	口子窖 10 年型 41 度 500ML	368		
	口子窖 6 年型 46 度 500ML	195	中高端酒	约70%
	口子窖 6 年型 41 度 500ML	178		
	口子窖 5 年型 46 度 500ML	135		
	口子窖 5 年型 40.8 度 500ML	125		
	口子窖 小池窖特酿 41 度 500ML	208	御尊口子窖	
	御尊口子窖 41 度 450ML	158		
	御尊口子窖 40.8 度 400ML	135		
	口子美酒 银盒装 41度 500ML	68	低端酒	约10%
	老口子 46度	60		

资料来源：京东商城，川财证券研究所

3.1.2 新品推出填补 200-300 元价格带

由于近年来安徽市场 200-300 元价格带白酒放量显著，而口子窖在这一价位带上缺乏具有竞争力的大单品，公司于19年8月初推出战略产品口子窖初夏珍储、中秋珍储，定价268、398元，在原有经销商体系外重新招商，这是公司继口子窖系列后再推次高端战略新品。这两款新品短期来看为战略性战术产品，长期来看将在大价格带上形成两个不同风格的产品。我们认为新产品的推出意在完善产品矩阵，积极抢占核心放量价格带。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2019 年前三季度公司业绩不及预期主要原因为：1) 产品结构调整，低档酒占比的提升使得毛利率下降 3.85 个百分点至 70.39%；2) 渠道下沉不及预期；3) 新品产能不足影响发货。据经销商反馈，自新产品上市后经经销商多次返单，前期由于包装供给不足到货量不大，2019Q3 至少有 2 个亿的销售被迫推迟到四季度确认，预计四季度公司产能能满足市场需求，2019Q4 增速将环比提升，两款次高端新品今年将贡献约 4-5 亿规模，2019 年全年业绩有望实现双位数增长。

图 23：初夏及仲秋产品示意图



资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 24：2019 年前三季度低端白酒占比提升明显

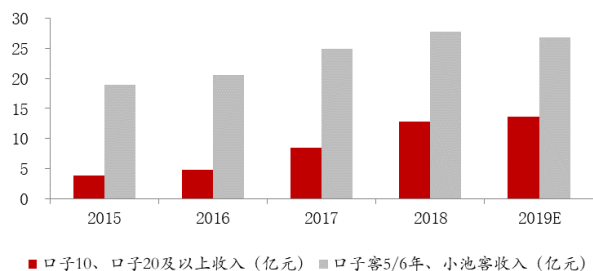
	2019年1—9月 销售收入(万元)	2018年1—9月 销售收入(万元)	增减变动幅度(%)
高档白酒	326,943.47	304,143.20	7.5
中档白酒	8,959.56	7,659.32	16.98
低档白酒	6,745.58	5,539.21	21.78
合计	342,648.61	317,341.72	7.97
	2019年1—9月 占比	2018年1—9月 占比	增减变动幅度(%)
高档白酒	95.42%	95.84%	-0.42%
中档白酒	2.61%	2.41%	0.20%
低档白酒	1.97%	1.75%	0.22%

资料来源：Wind，川财证券研究所

3.1.3 产品升级、高端产品放量推动盈利能力提升

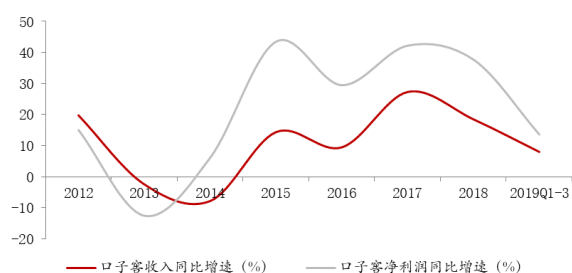
产品结构升级、高端产品放量推动盈利能力提升。受益于安徽省内消费升级，公司 200 元以上价格带持续放量，高端酒收入占比从 11 年的 77% 提升至 18 年的 96% 时，毛利率也从 62.2% 提升至 74.4%，产品结构升级推动毛利率增长，量价分拆来看，12-18 年公司业绩主要受价格提升及产品结构升级驱动，虽然受公司产品结构调整影响，2019 年前三季度低端产品占比略微提升，但随着次高端新品的放量及高端新品的推出、安徽省经济不断发展、主流消费价格带提升，公司盈利能力有望持续提升。

图 25： 口子窖中高端产品不断放量



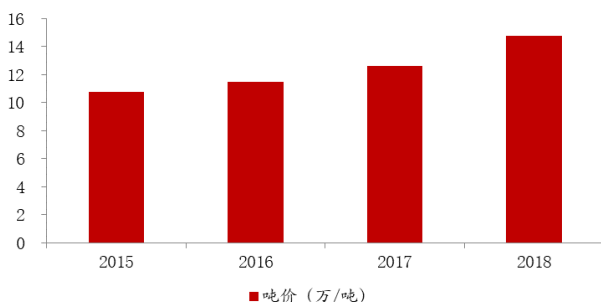
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 26： 口子窖净利润增速高于收入增速



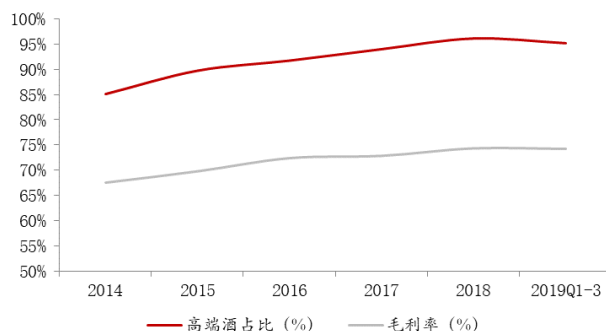
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 27： 口子窖吨价持续提升



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 28： 口子窖毛利率随着高端酒收入占比提升而增长



资料来源：Wind，川财证券研究所

3.2 渠道：经销商利润共享，低库存造就弱周期

经销商稳定性较高，渠道利润高增强渠道推力。作为安徽省内前两大酒企，在渠道模式方面区别较大，古井贡推行利于渠道扁平化的小商制度及深度分销来深耕安徽省市场、推进渠道下沉，同时由于大商拥有丰富的资源及雄厚的资金，公司在省外主要通过大商模式进行运作，此外，公司采取加强厂家与终端客户联系的“嵌入式”管理模式来增强渠道力，而经销商的作用则更多的在物流、客户服务等方面体现，因此渠道利润较低。而口子窖则采取大经销商制度及厂商一体的总代模式，口子窖的每一个品类在一个城市均只有一个经销商来代理，公司对经销商给予一定权利，可自主进行当地的广告投放及终端服务工作，厂商分工使得口子窖渠道管控能力较强，同时销售费用率较低。口子窖经销商稳定性高主要有以下原因：1) 大经销商参股实现深度利益绑定；2) 只有认可公司理念并坚定执行的经销商才能成为公司长期合作商，因此省内游大量合作十几年的经销商，省内招商则更为谨慎；3) 公司给

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

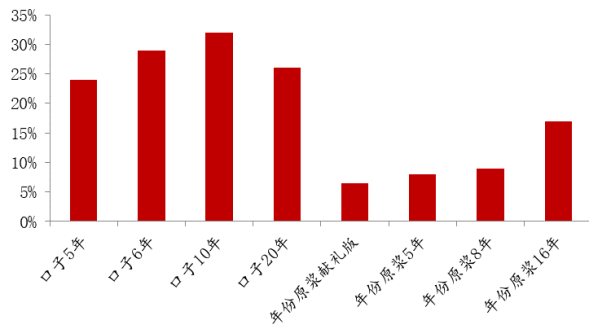
与经销商一定权利的同时也给予其丰厚渠道利润。总体来说，口子窖的大商模式销售费用率低、市场拓展速度快、渠道利润高使得渠道推力强。

表格 9. 洋河与口子窖、古井贡渠道情况对比

	口子窖（大商制）	古井贡酒（深度营销模式）	洋河（小商制）
厂商分工	经销商主导，自主开发和维护市场，不同区域之间单独运作；厂家充分放权，一般不直接控制动销	厂家主导，制定营销计划，派遣人员进行精细化管理；经销商仅负责一些辅助任务，如仓储、运输、维护等	工厂分公司与经销商共同合作来实现终端的开发，厂商负责终端促销等资源的投入，经销商负责物流及资金周转。公司对经销商质量把控严格，通过培养二批商来制约一批商、优胜劣汰形式提升经销商队伍战斗力。
渠道层级	层级较多	结构较扁平	深度渠道扁平化
销售人员数量	数量少	数量多，超6000位终端销售人员	数量多，超过30000位地推人员
对渠道的控制力	简政放权，控制力较弱	深度参与，控制力较强	深度参与，控制力较强
经销商的议价能力	议价能力强，出厂价和批价空间较大，渠道利润高	议价能力弱，收入规模小，渠道利润低	议价能力较弱，产品价差较小，渠道利润偏低
优势	充分利用经销商的资金、人脉、渠道资源，实现低成本快速扩张	厂家较终端控制能力较强	厂家对终端的掌控力强，窜货较少，对经销商依赖较弱
劣势	厂家对终端掌控力弱，对市场反应缺乏敏感度	厂家承担市场费用投放，销售费用高	厂家承担市场费用投放，销售费用高

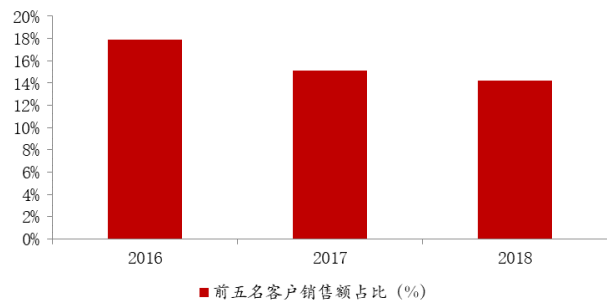
资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 29： 口子窖一批商利润较高



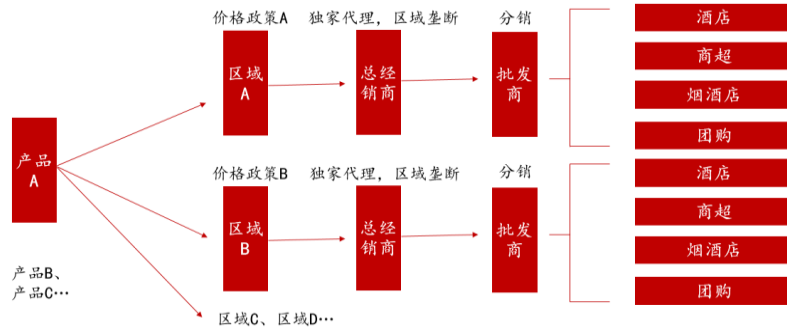
资料来源：wind，川财证券研究所

图 30： 口子窖大经销商制



资料来源：wind，川财证券研究所

图 31：口子窖的大经销商模式



资料来源：公司公告，川财证券研究所

口子窖坚持顺价销售。公司在充分发挥厂商一体化优势，在给与经销商一定权利的同时还给与丰厚的渠道利润，同时厂商一体化利于价格体系的维护，因此极大的激发了经销商及厂家的热情，众多经销商愿意把口子窖品牌做的越来越好。多年来口子窖经销商坚持对主力产品实行不打折策略，即使是团购订单也仅搭赠其他产品，因此口子窖价格长期处于稳定状态，即使在行业深度调整期间也能实现顺价销售。

图 32：2014 年底口子窖是为数不多实现顺价的公司之一

产品	一批价	—	出厂价	=	价差
飞天茅台	840		819		+21 顺价
口子窖5年	80		65		+15 顺价
国窖1573	530		550		-20 倒挂
洋河海之蓝	115		120		-5 倒挂
古井献礼版	70		75		-5 倒挂

资料来源：公司公告，川财证券研究所

口子窖库存长期维持在一个月左右水平，不压货使得其周期属性偏弱。公司业绩波动较大原因之一为在行业景气度上行期经销商若大量加库存将使得公司发货量增加明显，行业景气度下滑时经销商若去库存将使得公司发货量减少明显，而口子窖库存长期维持在一个月水平，部分重点市场甚至低于一个月，同时公司对库存量超过要求的经销商将采取惩罚措施，因此经销商囤货现象较少。口子窖的低库存模式弱化了周期性，使得业绩更为稳定。

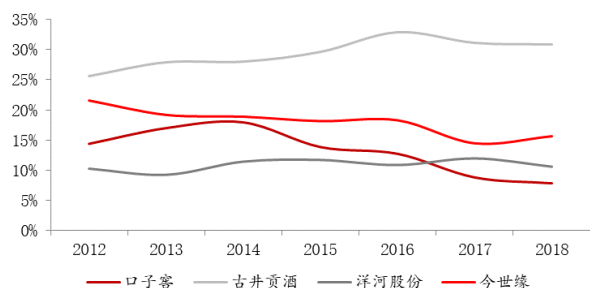
3.3 营销：改革进行时，稳健趋势不改

1997 年，口子窖通过创造了以小盘（酒店为核心）带动大盘（大众群体）的“盘中盘”模式迅速抢占合肥等省内核心地区市场，2000 年后公司西安、南京、郑州等“等高线城市”进行进一步开发，并取得良好效果。“盘中盘”模式的核心为酒店市场，口子窖“盘中盘”的开辟成为白酒史上浓墨重彩的一笔。2002 年开始，口子窖的“盘中盘”模式被省外酒企广泛模仿，导致公司省外扩张进程受阻，在公司省内市场份额不断提升的背景下，公司收缩战线，将发展重点逐步放至省内。2008 年，古井贡对标口子窖的年份酒推出了年份原酿系列产品，省内竞争加剧，口子窖进一步聚焦省内市场。2013-2015 年，受白酒行业调整影响，省外收入下降的同时省内收入持续增长，口子窖靠良好的产品及口碑在省内市场拥有较为忠实的客户群体。2015 年公司上市后品牌力持续提升，公司也开始逐步对省外市场进行扩张。本轮白酒周期为品牌为王，口子窖凭借早年“盘中盘”打开了产品市场，拥有了稳定的省内受众群体，但近年来在省内市场竞争加剧、古井贡酒不断加大营销费用投放的背景下，靠自然动销增长的口子窖业绩略微承压。

过去公司经营理念为“酒香不怕巷子深”，近年来公司致力于产能拓展及品质提升，但 2019 年公司业绩增速放缓明显，重要原因之一为在竞品不断加大营销投入的背景下，公司未及时采取有效措施导致目前情况较为被动：1）近年来古井贡酒不断加大宣传力度，在酒店、宴席、团购、单位公关等方面均进行了狼性进攻，而口子窖比较注重产品及产能，业绩的增长主要依靠自然动销，产品宣传力度较低、经销商缺乏资源支持导致其业绩增长放缓；2）本轮白酒周期中，品牌力为核心竞争力，在古井贡不断加大费用投放的同时品牌知名度提升显著，品牌力的提升使得古井与口子差距逐步拉大。

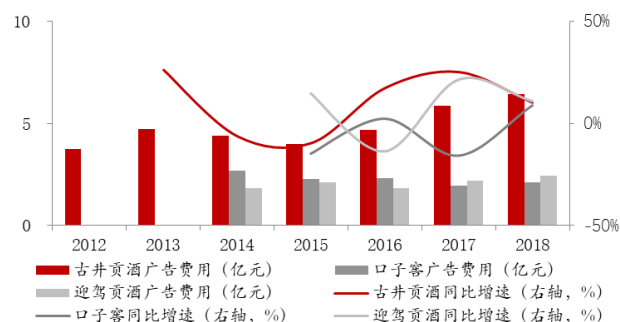
公司已于 2019 年 9 月开始不断召开经销商大会以应对市场竞争加剧带来的压力，公司在产品及渠道方面均开始积极改革，转变营销思路、加大市场费用投入，公司将在保持价格体系稳定的背景下：1）手抓传统渠道（酒店、超市、烟酒店等渠道），对经销商提出更高的要求；2）进一步加大渠道下沉力度；3）将进行阶段性的有针对性的推广。预计未来费用率将出现短暂提升，但随着整体收入的增长，费用率总体有望保持平稳。

图 33： 口子窖销售费用率较古井低



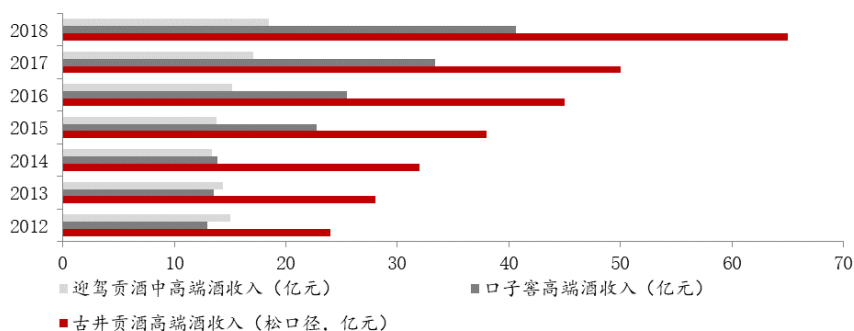
资料来源：wind，川财证券研究所

图 34： 口子窖广告费用投放力度不及古井贡



资料来源：wind，川财证券研究所

图 35： 广告费用投放力度大的企业高端酒收入也较高

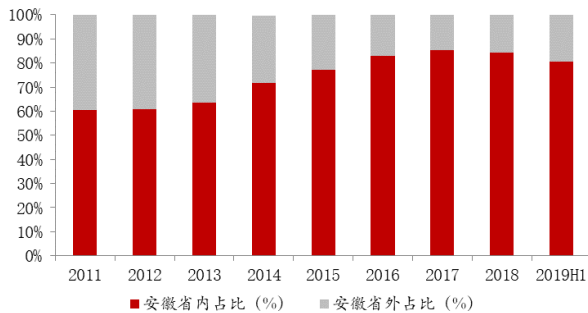


资料来源：公司公告，川财证券研究所

四、省内持续下沉，省外锦上添花

口子窖省内收入占比持续提升。2011-2018 年口子窖省内收入持续提升，在行业调整期间也实现正增长，收入占比从 60%提升至 83%，而省外收入在行业调整期间连续下滑，于 2017 年开始恢复正增长。2018 年公司在安徽省内市场进一步实施渠道下沉，继续推进县级及县级以下区域市场深度运作，推进市场公司化管理，全面巩固提升了省内整体市场份额，省内市场销售收入较去年同期增长 17.45%；省外市场寻求与重点经销商的战略合作伙伴关系，继续采取优胜劣汰的方式，保障了市场良性发展，2018 年省外市场较去年同期增加 27.87%；2019 年前三季度公司渠道下沉情况略微不及预期，2019H1 省内及省外收入分别同比增长 9.3%、26.9%，收入占比较去年同期分别增长-2、2.3 个百分点。

图 36：口子窖省内占比持续提升



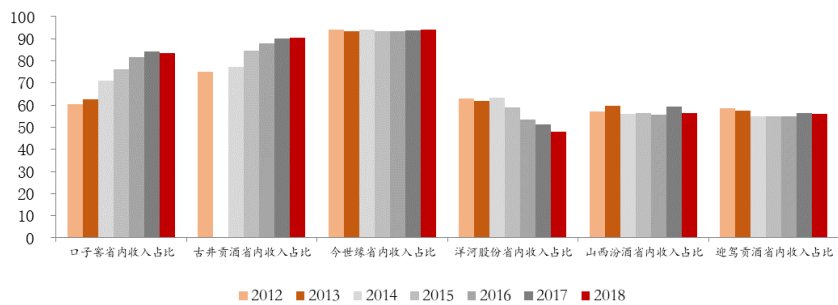
资料来源：wind，川财证券研究所

图 37：口子窖省内省外收入及增速



资料来源：wind，川财证券研究所

图 38：口子窖省内收入占比较高



资料来源：公司公告，川财证券研究所

4.1 省内加大渠道下沉力度，精耕细作

大客户为稳定收入来源。口子窖在省内坚持大商制度，口子窖的每一个品类在一个城市均只有一个经销商来代理，公司对经销商给予一定权利，可自主进行当地的广告投放及终端服务工作。由于口子窖与大商已建立稳定合作关系，因此大客户成为稳定收入来源，近年来前五名客户销售额占比均高于14%。

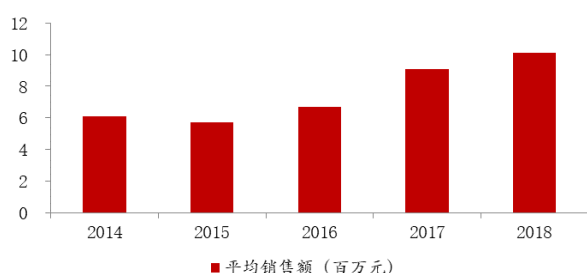
公司继续坚持一地一策的市场运作思路，深耕省内，全面实施渠道下沉，强化重点市场渠道管控能力。在稳固年份口子窖系列稳步提升的同时，大力运作高档年份口子窖系列酒，同时追求产品的均衡化发展，全面巩固提升了安徽整体市场的运作能力，省内空白区域逐步得到覆盖，省内市场销售额增长明显。

公司加大对经销商的考核力度，严打串货。公司对经销商进行全方面的动态考核管理，同时公司的监察人员会对市场进行暗访以解决串货问题。对于优质经销商，公司给予大力政策支持；对经营能力不足的经销商，公司进行优化或淘汰。2019H1 公司省内收入 19.27 亿元，同增 9.3%，主要原因为 2019Q1 公

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

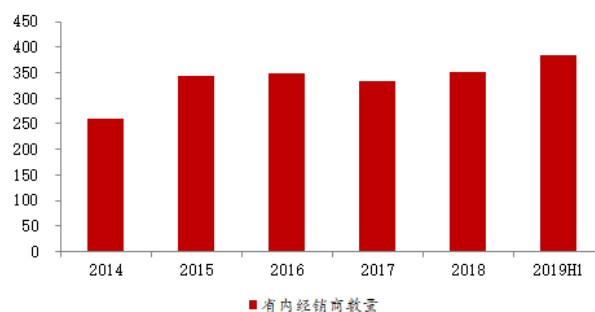
司省内稳价控货，2019Q2 省内增速有所改善，公司省内持续渠道下沉，2012-2019H1 公司省内经销商从 235 个增加至 384 个，其中 2019H1 较 2018 年末增加 32 家，较 2018 年末增加 32 家，未来随着市场布局的不断完善，公司有望受益于乡镇价位带提升及集中红利

图 39： 口子窖省内经销商平均销售额



资料来源：wind，川财证券研究所

图 40： 口子窖省内经销商数量



资料来源：wind，川财证券研究所

表格 10. 省内渠道下沉推进情况

年份	经销商数量	经销商数量 变化方向	省内渠道下沉情况
2014	261		
2015	344	提升	推进渠道基础建设，强化县级以下区域市场运作。
2016	348	提升	进一步深化县乡镇市场，精耕细作。
2017	334	提升	继续推进县级及县级以下区域市场深度运作
2018	352	提升	坚持“一地一策”战略，进一步推进渠道下沉，强化重点市场渠道管控能力。
2019Q1-3	384	提升	公司省内持续渠道下沉，19H1 末经销商数量 384 家，较 18 年末增加 32 家。

资料来源：公司公告，川财证券研究所

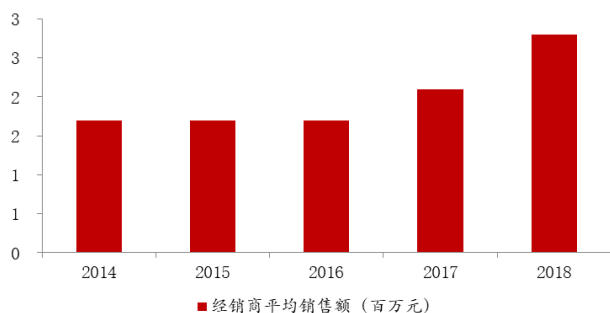
4.2 省外拓展，锦上添花

省外业务逐步回暖。1999 年公司进军南京，2000 年口子窖利用“盘中盘”策略在安徽合肥获得成功后正式开启省外扩张之路，重点城市为西安、郑州、南京。上一轮景气周期中，口子窖受益于增长迅速的商务消费、有效的“盘中盘”模式、独特的兼香型口感在华东及华北地区打下基础。13 年行业进入调整期后逐步意识到营销渠道的薄弱之处，因此采取收缩省外市场、调整经销商团队策略，公司将省外经销商分为四各档次，并采取不同的策略，同时在精简小商的同时也在鼓励大商往省外市场拓展，虽然经销商人数 17 年较 15 年下滑 33.9%，但平均销售额大幅增长，17 年受益于行业回暖叠加经销商团队调

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

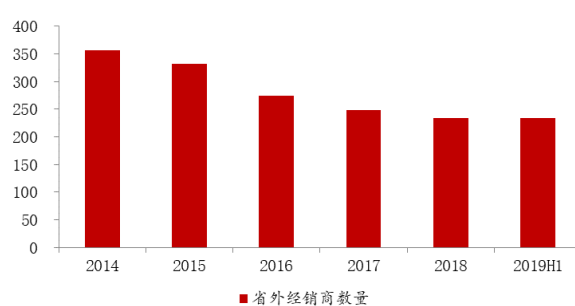
整初显成效，省外收入恢复双位数正增长，2017年、2018年、2019H1省外收入分别同比增长11%、27.8%、26.9%。

图 41： 口子窖省外经销商平均销售额



资料来源：wind，川财证券研究所

图 42： 口子窖省外经销商数量



资料来源：wind，川财证券研究所

进一步规范省外市场行为。公司遵循“三个宁缺毋滥”原则，对不规范、不作为的经销商进行清理，对优质经销商加大扶持力度，寻求与重点经销商形成战略合作伙伴关系，一批有思维、有实力、有队伍、有经验的省内经销商，陆续进驻省外重点市场，对推动全国化市场布局，保障省外市场持续健康、有序、良性发展，起到了良好的示范作用。

浙江、上海、广东等经济发达地区为公司重点市场。公司位于皖北地区，毗邻江苏、山东、河南等白酒消费大省，除安徽市场之外，公司产品在周边省份也具有较强的市场影响力。由于浙江、上海、广东为经济发达地区，同时地产酒竞争力较弱，因此公司有望发挥徽酒在渠道上的优势，从而在重点省外市场占据一席之地。

表格 11. 省外扩张情况

年份	省外扩张情况	拓展结果
1999	确定产品46度兼香型；40.8度口子窖	开辟南京市场
2000-2002	口子窖利用“盘中盘”合肥获得成功，将西安、郑州、南京作为重点省外城市进行重点布局	扭亏为盈
2003-2011	确定了北方区域的“星火燎原”式扩张和南方区域的机会市场开发	在部分省会实现了扩张
2013-2016	对经销商团队进行调整，根据经销商能力和市场属性进行分层	省外收入下滑
2016	坚持“一地一策”战略；加大经销商调整力度，省外经销商大幅减少	省外收入下滑
2017-2018	鼓励大商往省外市场拓展；继续对经销商团队采取优胜劣汰以维持市场良性发展；拓展山东、河南、江苏、上海、浙江等享有消费升级红利的地区	省外收入回升
2019Q1-3	公司省外市场继续采取优胜劣汰的方式保持经销商队伍的健康良性发展	省外收入增长

资料来源：公司公告，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

五、疫情对动销将产生短期冲击，长期趋势不改

疫情对区域酒在短期内将产生冲击，但公司渠道抗风险能力较强。在国家倡导“不外出、不聚餐、不拜年”的背景下，春节期间及节后白酒的礼品消费需求及聚餐消费需求将出现明显下滑，据渠道调研反馈，由于区域酒春节期间销售占比偏高，因此疫情对动销将在短期内产生冲击，预计将影响全年 10%-15% 的收入。目前由于疫情仍未结束，婚宴等主要消费场景仍未恢复，动销、价格、库存均受影响：1) 动销方面：2、3 月动销较去年同期下降显著，预计随着疫情逐步得到控制，动销将逐步恢复；2) 价格方面：节后价格较节前略微下降，整体价盘较为稳定：口子窖十年、十六年、二十年终端价较节前小幅下降 20-30 元，初夏、仲秋价格分别为 200-220、300-320 元，较节前略降；3) 渠道库存方面，目前库存较往年略高，但由于公司经营风格较为稳健，一向采取顺价销售、不压库存战略，同时大经销模式下，公司经营商资金较为充裕、忠诚度高，因此渠道抗风险能力较强。

短期扰动不改长期趋势。过去公司经营理念为“酒香不怕巷子深”，近年来公司致力于产能拓展及品质提升，但 2019 年问题逐步暴露，因此公司于 2019 年下半年以来公司在产品及渠道方面开始积极改革，转变营销思路、加大市场费用投入、增加对经销商支持、推出初夏仲秋两大新品以对价格带作补充，在 2020 年春节前，公司针对新品加大推广力度，虽然疫情短期内对公司的改革将产生一定影响，但随着消费的逐步恢复，公司将重回增长通道，公司业绩有望于 20 年下半年开始加速。

安徽省政府发布白酒产业高质量发展意见，利好口子窖。2020 年 3 月 19 日，安徽省经信厅、省商务厅和省市场监管局联合印发了《关于促进安徽白酒产业高质量发展的若干意见》。根据此次意见，安徽支持企业争创“中国驰名商标”、“中华老字号”，打造一批知名品牌企业，开发品质特点突出的安徽白酒高质量精品，抢占高端白酒市场，拉升安徽白酒档次。安徽计划到 2025 年，白酒企业实现营业收入 500 亿元，培育年营业收入超过 200 亿元的白酒企业 1 家，超过 100 亿元的企业 2 家，打造一批在国内具有更高知名度和竞争力的企业，建成全国优质酒生产、研发和原料、包装基地。在政策的支持下，安徽省白酒行业集中度有望进一步提升，古井贡及口子窖等领军酒企有望受益。

六、盈利预测与估值

核心假设：

- 1) 公司受益于消费升级、中高端产品保持较快增长，2019 年高端酒增速超 10%，考虑到疫情对公司仍存在一定程度影响，预计公司 2019-2021 年白酒业务收入增速分别为 12.0%、2.4%、9.5%；其他业务收入增速预计保持稳定。
- 2) 公司产品结构升级使得平均吨价呈上升态势，预计公司 2019-2021 年白酒业务毛利率分别为 75.3%、76.1%、76.6%；酒店及其他业务毛利率较为稳定。净利率方面，公司渠道精耕细作、格局稳固后，省内费用率有压缩空间，同时规模效应将有效降低利于净利率提升，盈利能力增速将高于收入增速。

我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 47.2、48.7、54.8 亿元；归属母公司股东的净利润分别为 17.0、17.9、20.5 亿元；对应 2019-2021 年 EPS 分别为 2.9、3.0、3.4 元/股。疫情对公司短期将产生影响，但不改长期发展逻辑，我们认为受益于消费升级、改革不断推动、新品推出、省内深耕、省外加速增长，公司业绩有望稳健增长，首次覆盖给予增持评级。

表格 12. 可比上市公司盈利预测及估值表

日期	2020/03/31	前收盘价 (元)	总市值 (亿 元)	EPS (TTM)	市盈率	EPS			PE		
						19E	20E	21E	19E	20E	21E
600519.SH	贵州茅台	1072.0	13466.4	32.6	32.9	34.3	40.2	46.8	28.1	24.0	20.6
000858.SZ	五粮液	113.2	4395.1	4.2	26.7	4.5	5.4	6.5	27.7	23.0	29.1
002304.SZ	洋河股份	83.0	1250.8	4.9	17.0	5.5	6.3	6.3	15.0	13.1	13.1
000568.SZ	泸州老窖	71.9	1053.3	3.1	23.3	3.2	3.8	4.5	25.7	21.2	18.0
600809.SH	山西汾酒	88.1	767.5	2.3	37.9	2.3	2.9	3.5	35.3	28.6	23.9
000596.SZ	古井贡酒	112.9	568.3	4.3	26.1	3.0	3.5	4.0	12.7	11.0	9.5
000860.SZ	顺鑫农业	60.0	444.8	1.2	51.0	1.2	1.4	1.7	25.6	20.8	16.9
603369.SH	今世缘	28.1	352.0	1.1	24.9	1.2	1.4	1.7	24.4	19.8	16.1
600779.SH	水井坊	41.9	204.5	1.5	27.1	1.6	2.0	2.4	26.3	21.1	17.4
000799.SZ	酒鬼酒	28.0	90.9	0.8	37.0	0.9	1.2	1.5	32.5	24.0	18.5
600702.SH	舍得酒业	22.6	75.9	1.1	20.4	1.3	1.6	2.2	17.7	14.1	10.3
平均值									24.6	20.1	17.6
603589.SH	口子窖	41.4	248.3	2.8	14.7	2.8	3.0	3.4	14.6	13.9	12.1

资料来源：wind，川财证券研究所，注：除贵州茅台、五粮液、泸州老窖，古井贡酒外，其余为 Wind 一致预期数据

风险提示

- 1) 宏观经济下行风险
- 2) 食品安全风险
- 3) 行业竞争加剧
- 4) 渠道动销情况不及预期

报表预测					
利润表（亿元）	2017A	2018A	2019E	2020E	20201E
营业收入	3602.6	4269.0	4717.3	4869.5	5483.7
减:营业成本	976.5	1094.2	1161.9	1160.1	1279.1
营业税金及附加	618.2	679.8	751.2	775.4	873.2
营业费用	318.7	336.3	349.1	384.7	449.7
管理费用	185.2	179.5	198.3	204.7	230.5
财务费用	-10.2	-8.0	-20.7	-50.0	-84.4
资产减值损失	2.9	7.3	5.5	5.5	5.5
加:投资收益	47.9	83.6	-1.5	-1.5	-1.5
公允价值变动损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他经营损益	0.0	-5.2	-1.7	-1.7	-1.7
营业利润	1559.3	2058.4	2268.8	2385.7	2726.7
加:其他非经营损益	0.5	0.8	2.2	2.2	2.2
利润总额	1559.9	2059.2	2271.0	2388.0	2729.0
减:所得税	446.8	527.2	567.8	597.0	682.2
净利润	1113.1	1532.0	1703.2	1791.0	2046.7
减:少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
归属母公司股东净利润	1113.1	1532.7	1703.2	1791.0	2046.7
资产负债表（亿元）	2017A	2018A	2019E	2020E	20201E
货币资金	561.1	470.2	1410.1	3070.3	4465.1
应收和预付款项	733.0	858.0	439.3	899.3	607.8
存货	1800.1	2015.9	2267.9	2009.4	2706.6
其他流动资产	1702.4	2265.7	2265.7	2265.7	2265.7
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资性房地产	58.2	61.2	53.2	45.3	37.3
固定资产和在建工程	1553.3	1859.5	2111.7	6363.9	6116.0
无形资产和开发支出	424.2	464.0	411.3	358.5	305.8
其他非流动资产	30.0	23.4	23.1	22.9	22.9
资产总计	6862.3	8017.9	8982.4	15035.3	16527.2
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付和预收款项	1777.6	1850.5	1610.3	1896.6	1941.2
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
负债合计	1777.6	1850.5	1610.3	1896.6	1941.2
股本	600.0	600.0	600.0	600.0	600.0
资本公积	976.9	976.9	976.9	976.9	976.9
留存收益	3507.9	4590.5	5793.7	7058.8	8504.6
归属母公司股东权益	5084.7	6167.4	7370.6	8635.7	10081.5
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股东权益合计	5084.7	6167.4	7370.6	8635.7	10081.5
负债和股东权益合计	6862.3	8017.9	8980.8	10532.3	12022.6

现金流量表（亿元）	2017A	2018A	2019E	2020E	20201E
经营性现金净流量	1569.3	1120.2	1916.8	2133.6	1908.9
投资性现金净流量	-598.2	-748.8	-498.0	2.0	2.0
筹资性现金净流量	-270.0	-450.0	-478.9	-475.4	-516.2
现金流量净额	701.1	-78.7	939.9	1660.2	1394.8

财务分析和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
毛利率	72.9%	74.4%	75.4%	76.2%	76.7%
销售净利率	30.9%	35.9%	36.1%	36.8%	37.3%
ROE	21.9%	24.9%	23.1%	20.7%	20.3%
ROA	22.6%	25.6%	25.0%	15.5%	16.0%

成长能力					
销售收入增长率	27.3%	18.5%	10.5%	3.2%	12.6%
净利润增长率	42.1%	37.6%	11.2%	5.1%	14.3%

资本结构					
资产负债率	25.9%	23.1%	17.9%	12.6%	11.7%
流动比率	2.7	3.0	4.0	4.3	5.2
速动比率	0.7	0.7	1.1	2.1	2.6
经营效率					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.3	0.3
存货周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.5
业绩和估值					
EPS	1.9	2.6	2.8	3.0	3.4
BPS	8.5	10.3	12.3	14.4	16.8
PE	22.3	16.2	14.6	13.9	12.1
PB	4.9	4.0	3.4	2.9	2.5

分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004