

口子窖 (603589)

低调的奢华，精粹酒质与稳固渠道的比翼升级

安徽白酒龙头企业，稳扎稳打基础扎实。次高端及区域龙头企业在高端酒需求外溢和消费升级的推动下，迎来量价齐升机遇。安徽白酒市场目前龙头企业集中度仍有提升空间，但省内竞争激烈，业绩分化明显，未来将持续考验企业综合竞争力。**口子窖在此轮白酒复苏中稳扎稳打，品牌和渠道建设稳步推进，遇强敌而不乱，厚积待薄发。**

经销模式与公司风格高度契合，大商模式不是一成不变，而是与时俱进。大商模式下，公司常年保持低费用率的同时，深度绑定合作伙伴利益关系，渠道常年保持较高利润，公司对渠道依然保持较强掌控力。

省外稳步增长得益于综合竞争力提升 品牌投放不可或缺，公司以大国兼香为品牌诉求，逐步加大营销投入同时配合以大商外派及厂商共建方式拓展，省外未来有望平稳增长。

精粹酒质是立身之本，产能扩张只为腾飞蓄力

- **扛起兼香白酒大旗，好的产品总有机会四里飘香** 公司是我国兼香型白酒领军企业，是全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。独特优质的产品品质保证了产品美誉度，消费者自点率高。
- **居安思危大兴土木，一杯好酒看未来百年** 白酒行业存量竞争下，资源向名优酒企集中，口子窖未雨绸缪发力基础建设，产能规模、优质原酒储能不断提升为百年企业夯实根基。
- **产品结构逐步完善，安徽的消费升级暂无天花板** 主力产品市场基础扎实，迎合消费升级趋势填充新品完善产品矩阵，未来公司产品结构有望持续提升。

消费时钟的第三阶段，需要的是真藏实窖

- **省内竞争加剧，口子窖主动调整迎战** 面对日益激烈的市场竞争环境，公司主动调整市场经营策略，推出新品丰富产品矩阵，同时加大费用投入，精细化管理产品及市场运作。公司产品竞争力在同等价位段具备性价比优势，费用投入加大后有望形成快速收割。
- **行业进入存量竞争下，名优酒企持续收割市场份额。**名优酒企角力中，比拼品质稳定性，经营节奏稳健，各方面良性健康发展方能长期稳步增长。

投资建议：根据近期渠道调研以及下半年展望，我们将 2020-2022 年营业收入由 49.21/55.55/63.80 亿元调整至 48.08/54.99/62.62 亿元，同比 +2.90%/+14.37%/+13.88%，归母净利润由 18.51/21.23/24.73 亿元调整至 17.40/20.11/23.05 亿元，同比 +1.13%/+15.60%/+14.62%，EPS 分别为 2.90/3.35/3.84 元，给予公司“买入”评级。

风险提示：渠道改革不及预期，省内竞争加剧，人均可支配收入增长缓慢，政策风险，食品安全风险等。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,268.96	4,672.09	4,807.68	5,498.52	6,261.71
增长率(%)	18.50	9.44	2.90	14.37	13.88
EBITDA(百万元)	2,167.52	2,411.12	2,421.45	2,837.52	3,208.35
净利润(百万元)	1,532.66	1,720.21	1,739.60	2,010.89	2,304.86
增长率(%)	37.62	12.24	1.13	15.60	14.62
EPS(元/股)	2.55	2.87	2.90	3.35	3.84
市盈率(P/E)	21.94	19.55	19.33	16.72	14.59
市净率(P/B)	5.45	4.80	4.31	3.87	3.45
市销率(P/S)	7.88	7.20	7.00	6.12	5.37
EV/EBITDA	9.07	12.01	11.79	10.14	8.52

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告
2020年07月24日

投资评级

行业 食品饮料/饮料制造

6个月评级 买入（维持评级）

当前价格 50.11 元

目标价格 元

基本数据

A股总股本(百万股) 600.00

流通A股股本(百万股) 600.00

A股总市值(百万元) 30,066.00

流通A股市值(百万元) 30,066.00

每股净资产(元) 12.09

资产负债率(%) 17.83

一年内最高/最低(元) 68.88/34.80

作者

刘畅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520010001
liuc@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《口子窖-年报点评报告:稳扎稳打练内功，长期增长动力强》 2020-04-28
- 2 《口子窖-年报点评报告:年报点评—徽酒龙头持续发力，高增长可期》 2019-04-18
- 3 《口子窖-首次覆盖报告:人口回流叠加消费升级双红利的徽酒龙头》 2019-04-16

内容目录

1. 可以低调的口子窖是因为有实力游刃有余	4
1.1. 口子窖历史悠久，品质传承，独具匠心	4
1.2. 管理层审时度势，高瞻远瞩，思路清晰	5
1.2.1. 民营机制灵活性强，管理层和经销商持股绑定积极性	5
1.2.2. 团队稳定战斗力强，生产和市场两手抓两手硬	5
1.3. 独创营销模式引领行业发展，奠定市场地位	6
2. 大商模式因地制宜，和对手角力中待发力	7
2.1. 省内大商是极好的造血功能，白酒江湖不能卸磨杀驴	7
2.1.1. 公司省内市场占比常年维持 80%以上，大商制是公司的主导模式	7
2.2. 省外渠道多元化发展，品牌建设常抓不放	9
2.2.1. 省外发展重回增长，“一地一策” 因地制宜	9
2.2.2. 品牌建设任重道远，美誉度随时间而沉淀	10
2.3. 渠道推力是核心竞争力，盘中盘不是一次偶然事件	11
3. 精粹酒质是立身之本，产能扩张只为腾飞蓄力	12
3.1. 扛起兼香白酒大旗，好的产品总有机会四里飘香	12
3.2. 居安思危大兴土木，一杯好酒看未来百年	13
3.2.1. 行业集中度提升是大势所趋，产能规划打好提前量	13
3.2.2. 基础建设升级产能品质下，看百年企业的稳步向前	15
3.3. 产品结构逐步完善，安徽的消费升级暂无天花板	15
3.3.1. 公司产品结构高端化明显，口子 5 年和 6 年为主力产品	15
3.3.2. 产品矩阵与时俱进，受益省内消费升级红利	17
4. 安徽消费升级刚刚起步，口子窖步步为营走在自己节奏之中	18
4.1. 消费时钟的第三阶段，需要的是真藏实窖	18
4.2. 比赛即将进入高潮，后续精彩纷呈	18
5. 投资建议：	20
5.1. 业务拆分与盈利预测	20
5.2. 投资建议：	21
6. 风险提示：	21

图表目录

图 1：口子窖发展历程	4
图 2：2006-2019 年公司营收和增速情况	4
图 3：2011-2019 口子窖营收及增速	6
图 4：2011-2019 口子窖利润及增速	6
图 5：口子窖投资逻辑	7
图 6：2015-2019 年省内省外收入占比	7
图 7：部分酒企经销商平均规模对比（万元）	7
图 8：口子窖渠道构成	8

图 9: 2015-2019 年公司销售费用率和行业平均值	8
图 10: 口子窖 2015-2019 省外营收情况	9
图 11: 口子窖 2015-2019 经销商数量变动情况 (个)	9
图 12: 公司不全加强品牌文化建设	11
图 13: “盘中盘” 销售模式	11
图 14: 公司省内省外营收规模和增速 (单位: 万元)	12
图 15: 省内四家公司近年来营收增速情况	12
图 16: 公司兼香型白酒酿造工艺	13
图 17: 2015-2019 全国白酒规模以上酒企数量 (个)	14
图 18: 2011-2019 白酒规模以上酒企利润总额及增速	14
图 19: 公司产品结构占比	16
图 20: 公司毛利率和净利率	16
图 21: 安徽省人均可支配收入持续高于全国平均	17
图 22: 消费时钟第三阶段	18
图 23: 2010 年至今我国社零消费累计同比 (%)	18
图 24: 安徽白酒产量情况	19
图 25: 安徽常住人口数及增速	19
图 26: 2018 年安徽市场竞争格局	19
图 27: 山西、江苏、安徽区域龙头市占率情况	20
表 1: 公司管理层和经销商持股情况	5
表 2: 口子窖省外扩张三大阶段	10
表 3: 不同香型的特点和代表品牌	12
表 4: 部分白酒企业产能扩建情况	14
表 5: 口子窖产能建设情况	15
表 6: 口子窖产品矩阵	16
表 7: 安徽白酒市场主要价格带划分	17
表 8: 口子窖业务拆分	21
表 9: 可比公司估值	21

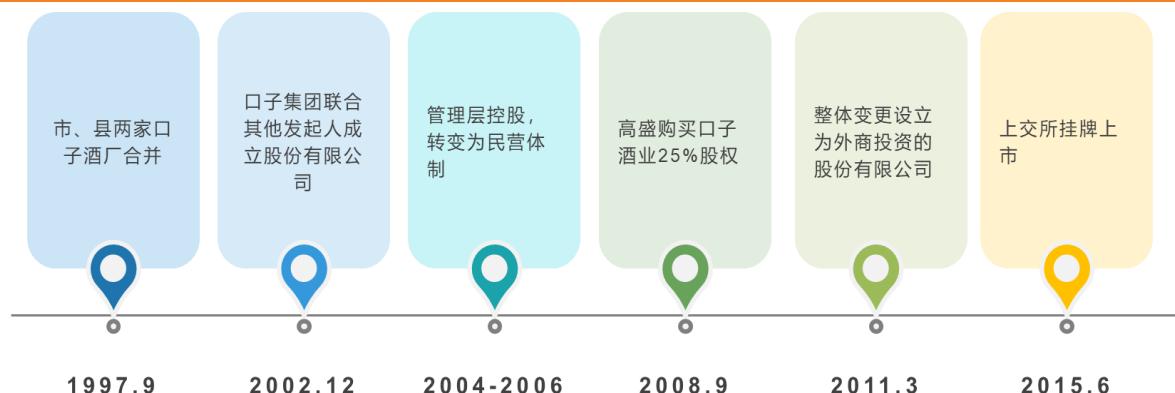
1. 可以低调的口子窖是因为有实力游刃有余

1.1. 口子窖历史悠久，品质传承，独具匠心

口子酿酒源远流长，酒质风格独特。口子窖地处安徽省淮北市濉溪古镇，古濉溪是汴河入濉之口，因此称为口子，濉溪人的酿酒历史久远，迄今已长达 2700 余年。1949 年 5 月 18 日，人民政府赎买了私人酿酒作坊“小同聚”等酒坊，创立了“国营濉溪人民酒厂”。1950 年，国家对酿酒实行专酿专卖政策，私人酿酒作坊“广益”、“允成”、“福泉”、“春和园”、“德源兴”、“仁源”等并入“国营濉溪人民酒厂”。1959 年，口子酒作为安徽省重大科技成果送到北京，向国庆十周年献礼，并被列为国宴用酒之一。口子窖为兼香型白酒，公司独创“一步法兼香工艺”，产品具有“清澈透明，芳香幽雅，醇厚绵净，香味协调，酒体细腻丰满，空杯留香，风格显著”的特点，是白酒行业特点鲜明的兼香型细分领域的代表企业。

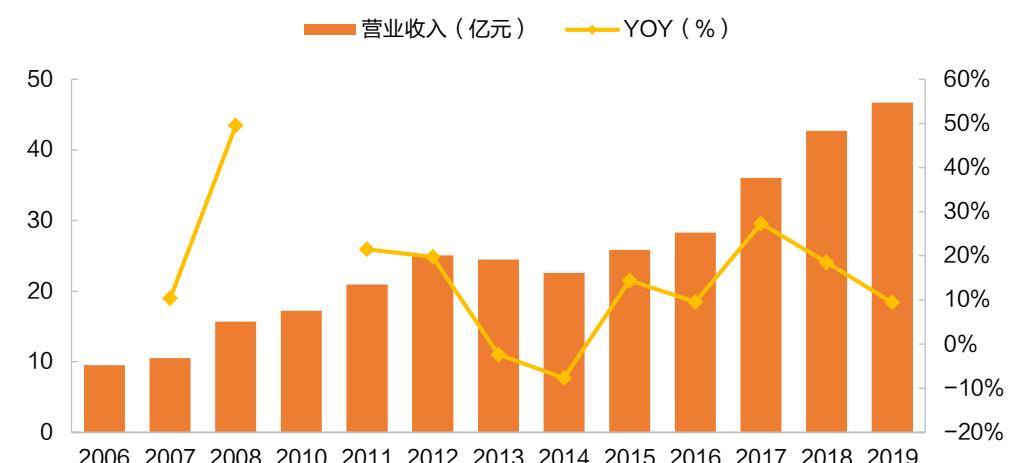
集团公司成立厘清历史问题，口子走上康庄大道。在公司的发展历程中，集团公司的成立是一里程碑事件。1970 年国营濉溪人民酒厂一分为二各自发展为淮北市口子酒厂和濉溪县口子酒厂两家大型企业，但两家口子酒厂在随后的市场竞争中内耗不断，并因在商标归属的问题的竞争中导致错失 1989 年第五次全国名酒评选中全国名酒身份。1997 年，在淮北市城府主导下两家酒厂合并成立了安徽口子集团公司。随后现任管理团队接手公司，并逐步带领合并后处于资不抵债、破产边缘的口子窖走出困境，发展为安徽省白酒龙头企业。2008 年公司引进高盛战略投资，并于 2015 年上市。在此期间，公司营收规模稳步发展，除 12 年因三公消费事件等影响增速有所下滑外，均保持平稳增长态势。2006-2019 年公司营收从 9.51 亿元增长至 46.72 亿元，CAGR 为 13.03%。

图 1：口子窖发展历程



资料来源：公司公告，央广网，凤凰网资讯，食品科技网，天风证券研究所

图 2：2006-2019 年公司营收和增速情况



资料来源：Wind, 天风证券研究所

1.2. 管理层审时度势，高瞻远瞩，思路清晰

1.2.1. 民营机制灵活性强，管理层和经销商持股绑定积极性

公司是上市白酒企业中为数不多的民营企业，公司早期控股股东口子集团为国有性质企业，2004-2006年间，口子集团为解决经营不善、偿还银行贷款等问题经淮北市人民政府同意先后分三次向公司管理层及核心骨干员工转让口子酒业股份，公司体制转变为民营企业。与国有白酒企业相比，口子窖拥有较强的决策灵活性，经营管理完全自主，且更加追求长期稳定发展。通过改制，公司引入管理层和经销商持股，绑定双方利益，助力公司发展。

- ◆ **管理层持股：**口子窖的实际控制人为董事长徐进和监事会主席刘安省，截止至 2020 年 4 月，分别持股 18.26% 和 11.66%，公司高层合计持股近 50%。
- ◆ **经销商持股：**与公司多年合作的经销商在口子窖发展历程中，为公司开拓市场、提升品牌影响力做出重要贡献，目前，公司主要经销商淮北市顺达商贸有限公司、安徽省黄海商贸有限公司、陕西天驹商贸有限公司均有持股，与公司利益深度绑定。

表 1：公司管理层和经销商持股情况

股东名称	职务	任职起始时间	持股比例
徐进	董事长、总经理	1997 年	18.26%
刘安省	监事会主席	1996 年	11.66%
黄绍刚	董事、副总经理	1997 年	2.07%
范博	副总经理、财务总监	1997 年	1.83%
朱成寅	副总经理	1997 年	1.76%
徐钦祥	董事、董事会秘书	1997 年	1.66%
淮北市顺达商贸有限公司	经销商	2008 年	2.00%
安徽省黄海商贸有限公司	经销商	2002 年	未披露
陕西天驹商贸有限公司	经销商	2002 年	未披露

资料来源：公司财报，天风证券研究所

高盛减持影响消除，员工持股彰显公司发展信心。2008 年，高盛入资公司取得 25.27% 的股份，但仅作为财务投资人，不参与公司经营决策。15 年公司上市后，高盛持股比例降至 22.74%，2016 年 6 月解禁后开始陆续减持，截止目前，高盛已全部减持完毕。公司在 2020 年 3 月 26 日发布股份回购方案，拟以自有资金不低于人民币 1 亿元、不超过人民币 2 亿元，预计回购股份数量为 4,000,000 股，占公司目前已发行总股本的 0.67%，回购股份将用于对公司核心员工实施股权激励。公司此时发布股权激励方案一方面有利于提振长期投资者及员工未来发展信心，一方面通过绑定核心团队与公司利益提升员工工作积极性，提高公司发展运营效率。

1.2.2. 团队稳定战斗力强，生产和市场两手抓两手硬

口子窖主要管理层从 90 年代任职至今已历经 20 余年市场沉浮，对行业特点和发展规律理解深刻，且人事稳定，主要管理团队均是 90 年代厂区合并之初便开始领导公司逐步从一家濒临破产的企业发展壮大至今，核心骨干成员兼具多年技术生产和市场销售经验。公司管理团队在产品结构的设计上高瞻远瞩，不断推动结构升级，在渠道和产能的建设方面均体现较强的专业性和清晰的思路，公司的经营节奏自主性强，不追求短期利益，而是更多深耕于品质基础及消费者培育。

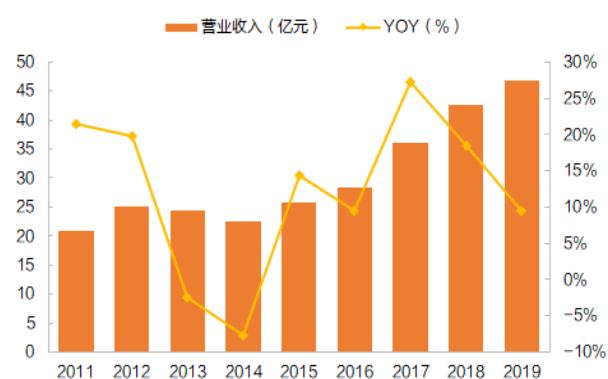
- ◆ **基础建设方面，**公司在生产端高标准严格要求产品质量，坚持纯粮酿造，多年来深耕主要厂区基础建设，在提高产能及质量方面取得长足进步；公司近些年顺应行业趋势，继续扩大产能，并提出“二次创业”的口号。自 2011 年以来，逐步完成投资建设了口子工业园、口子产业园。逐步释放原酒产能的同时目前已拥有发酵池上万余条，实现了优质原酒年产 3 万余吨，原酒储酒 20 余万吨的产能规模。截至 2019 年末，公司东山厂区 3 栋酿酒厂房投产，出酒率和优级酒率不断提升，未来东山厂区将逐步形成

2 万吨优质原酒生产规模，为公司长久发展提供坚实基础。

- ◆ 市场运营方面，公司稳健运营产品市场开发工作，长年保持不向经销商压货的渠道策略，渠道经销商多为与公司长期合作的经销商，公司在采用大商制的渠道模式下依然能对渠道有较强掌控力同时公司产品价格体系常年保持渠道刚性价格，很少出现价格倒挂现象，产品生命力旺盛。
- ◆ 产品结构方面，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。随后，公司推出另一主力产品口子 6 年，同时推出超高端产品 30 年窖，加上此前布局的 10 年窖和 20 年窖，口子年份窖藏系列酒完成了全线布局，进入稳定发展期。2019 年，公司推出新品初夏、仲秋，卡位消费升级 200-400 元价位，产品投入市场后反响良好，但受疫情影响，新品培育工作有所放缓。

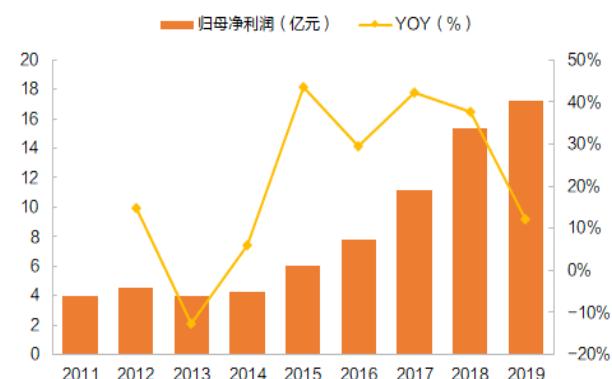
在管理团队的带领下，公司经营呈现健康稳健发展态势。一方面公司产品在市场及业内均保持了良好口碑，得到消费者认可自点率高；另一方面公司业绩保持稳健增长态势，即使在 2012-2014 年白酒行业深度调整期，公司通过适时调整战略重心回归省内发展，在行业调整期下滑幅度较小。近十年间，公司经营业绩呈现健康稳健增长态势，营收端从 2011 年的 20.92 亿元提升至 2019 年 46.72 亿元，CAGR 为 10.6%，归母净利润从 3.97 亿元提升至 17.2 亿元，CAGR 为 20.1%。随着公司对渠道、产品等方面的不断优化，以及公司政策的强延续性，公司管理层目光长远，无惧短期业绩波动，改革势能有望逐步释放。

图 3：2011-2019 口子窖营收及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：2011-2019 口子窖利润及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 独创营销模式引领行业发展，奠定市场地位

次高端是白酒最需要创新的价格带，深度考验管理层的智慧。我们在白酒行业报告下篇《探究白酒行业中期趋势，解锁企业优化必由之路》中分析到：次高端白酒目前行业集中度低，没有出现明显的全国龙头，品牌、渠道竞争十分激烈，不确定性较强。企业在次高端行业中取得竞争优势，既要利用竞争对手犯错产生的机会，也要积极主动从产品、渠道、机制方面进行创新，而这些无不深度考验着管理层的智慧。产品方面需要不断进行产品创新和结构升级，以满足消费者日益升级得口味需求；渠道方面需要根据市场环境的变化适时进行改革和创新；机制方面，通过混改、股权激励等机制创新，为企业注入长期发展动力。

口子依靠产品和渠道创新，脱颖而出，奠定徽酒龙头地位。我们认为口子窖在次高端领域有较强的创新能力，通过灵活的机制，在产品开发和渠道模式创新上引领行业发展。产品方面公司率先布局年份酒，满足领先的消费需求，渠道方面通过“盘中盘”等创新模式，快速进行消费者辐射。公司凭借创新灵活的机制、产品组合和渠道策略从各大安徽白酒企业中脱颖而出，成为徽酒龙头企业。

- ◆ **产品方面：洞悉市场，率先布局。**1998 年，在两家口子合并之初，口子主要以生产低档酒为主，市场定位难以形成特点。随后公司管理层通过与金鹃公司合作对当时消费市场进行调研，发现国内部分经济发展较好的城市已经具备了中高档价位 70-80 元的消费能力，于是决定开辟中高端商务饮酒战场。公司随即提出“社交饮酒”理念，并推出核心产品“五年口子窖”。产品定价的成功辅以渠道的深度开拓，公司销售额

从 1997 年不足 2 亿元，快速发展至 2005 年的 9 亿元规模。

- ◆ **渠道方面：创新渠道模式，快速进行渗透。**公司创新提出“盘中盘”理念，重点是抓核心消费者、抓核心渠道。消费者在哪里吃饭，就抓最有影响力的饭店，有影响力的店辐射没有影响力的店。公司通过在合肥与资金及资源实力突出的大商合作，将产品渗入到合肥的高档酒店，以酒店的小盘抓住核心消费者继而带动大盘，如小型餐饮酒店、流通渠道、终端消费者等大盘影响更多的消费者进行产品购买。口子五年产品的成功定位辅以盘中盘的应用，产品影响力在合肥市场不断扩大，进而将模式复制到其他安徽市场。

图 5：口子窖投资逻辑



资料来源：公司年报、前瞻产业研究院、佳酿网、渠道调研、天风证券研究所整理

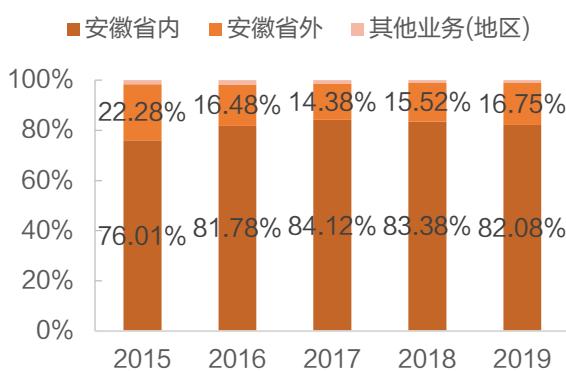
2. 大商模式因地制宜，和对手角力中待发力

2.1. 省内大商是极好的造血功能，白酒江湖不能卸磨杀驴

2.1.1. 公司省内市场占比常年维持 80%以上，大商制是公司的主导模式

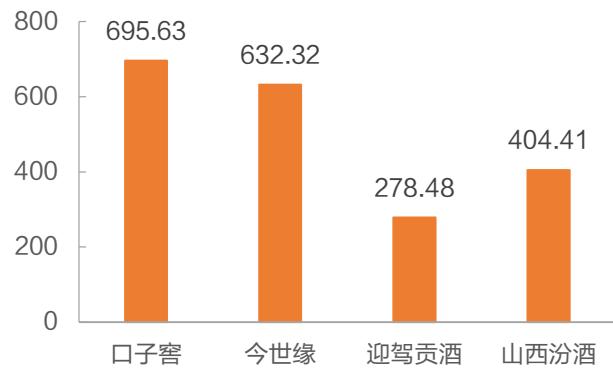
公司作为安徽省区域名酒，多年经营省内市场，成为主要营收贡献区域，2015-2019 年安徽省内市场占比分别为 76.01%/81.78%/84.12%/83.38%/82.08%。公司渠道主要以大商为主，经销商平均规模在 695.63 万元。在大商制模式下，厂家主要专注于产品生产及品牌总体宣传工作，市场开发方面则由资金和资源实力较强的大商负责开发区域市场，公司能够形成低成本快速扩张，费用投放能够聚焦于品牌运作及产品升级。另一方面，在大商制的背景下，公司团购渠道占比较高。据调研，公司渠道团购加宴席占比在 60%以上，普通酒店占比 10%以上，公司产品主要消费场景在企业团购及宴席领域。

图 6：2015-2019 年省内省外收入占比



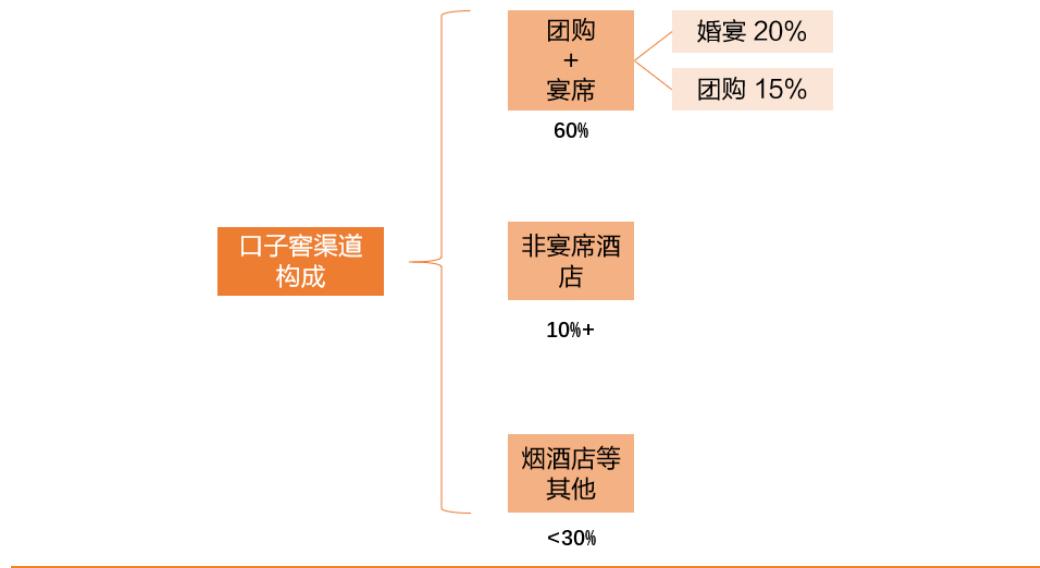
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 7：部分酒企经销商平均规模对比（万元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 8：口子窖渠道构成



资料来源：渠道调研，天风证券研究所

一般情况下，大商制相比于其他企业运用的深度分销或小商制模式的渠道精细化管理，弊端在于厂家会相对依赖大商的市场开发能力，对市场管控不够到位，若经销商库存高企，渠道容易出现价格混乱、管理不善等问题，厂家对终端市场把控力较弱。而我们认为渠道的大小商制并无好坏之分，公司的大商制能够延续至今，与公司独特的机制以及与时俱进的改革不无关系。

- ◆ **大商模式与公司风格相契合：**公司作为安徽根基牢靠的区域名酒企业，市场运营风格操作稳健，注重长期稳定共赢的发展策略，很少通过向经销商压货追求短期业绩表现，经销商利润稳定。稳定的利润空间为经销商开拓市场提供基础，使得公司的费用投放维持在行业中下水平。2019 年公司销售费用率 8.47%，较行业平均 11.46% 低 2.99pcts。

图 9：2015-2019 年公司销售费用率和行业平均值



资料来源：WIND，天风证券研究所

- ◆ **经销商持股解决大商管理不善等问题：**我们在 1.2.1 中分析到，公司经销商持股有利于省内大商与公司在长时间的合作中保持稳定合作关系，利益充分绑定，同时口子窖的产品力突出，消费者自发购买性强，渠道能够实现快速动销，经销商利润空间得以保证，且公司对于产品价格的刚性要求，价格体系常年保持稳定。因此，公司在于渠道管控方面具备话语权，能够把控渠道良性健康运作。
- ◆ **公司大商制与时俱进，不断改革带领经销商共同发展。**随着白酒行业的发展，任何的

渠道模式都需要进行不断地升级，公司大商制并不是一成不变，而是不断地进行改革，以期同大商一同发展，共享公司发展成果。公司依靠大商发展至今，2019年为公司“管理规范年”，在公司与经销商在多年合作下达到双赢的成果，同时公司居安思危，也针对渠道出现问题及时调整，重新制定产品代理政策，例如大商对新品的运营需要单独成立事业部，或者考虑新招商进行产品运营。我们认为渠道政策的改革，进一步激发经销商对于自身代理产品培育的积极性，公司渠道掌控力在大商制下依然强劲。

2.2. 省外渠道多元化发展，品牌建设常抓不放

2.2.1. 省外发展重回增长，“一地一策”因地制宜

口子窖开拓省外市场经历三个阶段，目前重回增长。2000年初口子窖通过过硬的产品品质及盘中盘渠道模式逐步站稳省内市场并明确建立了走出安徽的战略，公司省外市场份额在白酒“黄金十年”阶段实现快速增长。但随着各区域白酒企业的崛起以及竞争加速，公司省外份额逐步被抢占，公司也将发展重心调整至省内。2017年后公司重启省外开拓之路，2017-2019年省外分别收入5.18亿、6.62亿、7.82亿元，同比增长10.92%、27.8%、18.13%，省外市场开拓之路稳步向前。此轮公司省外扩张稳步向前，一方面与公司“一地一策”策略有关，另一方面也与公司更加注重经销商质量和建设有关。

- ◆ **以“一地一策”为重点，采取厂商共建模式。**公司采用“省内大商外派”的方式通过将省内有资源、有意愿并保持长期合作的大商外派至省外，进行市场开拓，省内大商与口子窖合作多年，市场经验丰富且与公司利益一致，能够有效帮助公司进行资源导流。2019年公司从省内走出的大商在北京、海南、西安等市场经过一年时间了解当地市场属性、消费习惯已经在市场动销方面取得进展，当地市场本身是公司的老市场，公司产品品质在当地消费者中依然保持良好的口碑，具有一定消费基础，未来有望进一步扩大市场销量。
- ◆ **公司更加注重经销商的质量和团队建设。**公司此次省外开拓在经销商的选择上更加注重质量，对经销商分别从意识、实力、队伍、网络、管理五个方面进行全面动态考核管理，精心挑选能够长期和公司形成利益一致的战略合作伙伴关系的经销商，并及时淘汰掉与公司发展思路不同的经销商。2019年公司拥有省外经销商238家，在增加38家经销商的同时取消了34家经销权，公司对于省外经销商质量的重视程度提升。

图 10：口子窖 2015-2019 省外营收情况



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 11：口子窖 2015-2019 经销商数量变动情况（个）



资料来源：公司年报、公司公告，天风证券研究所

表 2：口子窖省外扩张三大阶段

时间	阶段	行业状况	核心战略	商业模式	公司表现	竞争对手表现
2000年-2011年	省外扩张期	白酒行业步入“黄金十年”阶段，量价齐升的行业景气度带动各地市场快速扩容，价格带逐步攀升。	等高线战略	复制盘中盘模式进行重点开发，并集中公司优势资源围绕南京、武汉、西安、郑州、四个城市进行重点突破，并通过与当地优质大商的合作，掌握了盘中盘模式中的基本盘核心酒店终端的资源。	2011 年公司销售额达到 20 亿元，省外市场贡献 8.2 亿元。	地产酒企逐步开始发力布局自身基地市场。江苏省市场，洋河推出蓝色经典系列配合 1+1 深度分销模式；西安市，西凤推出 6 年、9 年、15 年系列产品，渠道方面复制盘中盘模式。
2011年-2016年	省外收缩期	行业景气度经历调整期至逐步回暖过程，行业集中度提升名酒竞争加剧。	收紧省外政策	公司开始收紧省外政策，通过宴席酒店、团购等渠道深耕省内市场。省外市场开始削减经销商数量，加强渠道管控力度，	受到竞争对手挤压，省外市场竞争开始落于下风。2016 年省外收入下滑至 4.7 亿元。	在经过行业黄金十年发展期后，地方名酒在本地市场崛起，一方面，因酒店资源有限，伴随酒企各企业争相加大费用投放，盘中盘模式发展受到瓶颈。另一方面，地产名酒在自身基地市场综合竞争力不断提升，口子窖作为外来名酒被逐渐蚕食市场份额。
2017年至今	再起省外拓展之路	行业回暖、消费升级及次高端扩容。	以“一地一策”为重点，开拓省外市场	采取厂商共建模式，一方面公司采用“省内大商外派”的方式通过将省内有资源、有意愿并保持长期合作的大商外派至省外，进行市场开拓，省内大商与口子窖合作多年，经验丰富且与公司利益一致，能够有效帮助公司进行资源导流。另一方面，公司此次省外开拓在经销商的选择上更加注重质量，对经销商分别从意识、实力、队伍、网络、管理五个方面进行全面动态考核管理，精心挑选能够长期和公司形成利益一致的战略合作伙伴关系的经销商，并及时淘汰掉与公司发展思路不同的经销商。	公司省外市场销售额稳步提升，2017-2019 年分别同比增长 11.03%、27.87%、9.37%。	2015 年行业回暖后，白酒行业整体呈现行业资源向名酒企集中趋势。各区域酒企在做好基地市场同时逐步结合自身节奏、针对重点城市开始外延式扩张。渠道和费用投放愈发精细化，经营和竞争方式愈发成熟和稳健。

资料来源：食品商务网、微酒传媒、和讯网、WIND、天风证券研究所整理

2.2.2. 品牌建设任重道远，美誉度随时间而沉淀

公司上市后综合实力不断提升，品牌品质双重升级。次高端酒企通常区域性较强，企业在大本营市场具备较强的品牌力，而在外埠市场竞争优势较弱，这也使得公司在全国化进程中需加强品牌建设。口子窖在省内品牌和产品知名度高，除了基本的品牌建设工作外，不需要投入额外资源进行品牌宣传工作，产品口碑优势使得消费者自点率高，产品动销速度较快。而在省外市场如上海、江苏等地区产品同样保持良好的美誉度，但整体品牌知名度仍需通过品牌投入进行扩大影响力。口子窖相较前期省外扩张，此轮省外扩张公司通过上市后多年的资源积累，综合竞争力不断提升。

- ◆ **公司品质和产品结构持续优化：**公司以使“客户持续满意”为产品开发宗旨，不断提升公司酿造实力，2019 年为公司管理规范年，在市场稳步增长的情况下，继续加大基础建设，并继续提升出酒率和优级酒产能。针对白酒市场消费升级趋势，公司不断完善优质酒储备，为公司长期稳定的产品品质提供保障。

- ◆ **公司加大品牌宣传力度，合理投放资源：**近些年，公司以“真藏实窖”为品牌文化，持续宣传兼香文化，传播兼香型品类的差异化特点。2020年，口子窖将以全新品牌形象，多形式展示口子窖独到的品质坚守之道，演绎诚待天下的“大国兼香”品牌文化。除在CCTV-1、CCTV-新闻《新闻联播》提示收看，CCTV-1《晚间新闻》全媒体单独特别呈现等核心资源传播推广外，还将与央视在个性化、定制化传播资源以及内容营销层面展开全频道深度合作。同时公司也将加强新媒体如抖音、微信、微博等渠道的利用，进一步提升品牌的知名度和美誉度。

图 12：公司不全加强品牌文化建设



资料来源：央视、微信公众号、公司官网、天风证券研究所

2.3. 渠道推力是核心竞争力，盘中盘不是一次偶然事件

次高端地域性明显，渠道建设是市场开拓的重要抓手。次高端白酒多为区域龙头，地域性明显，当前主要次高端酒企销售市场仍主要位于省内。经过黄金十年后的洗礼，当下的白酒企业一定程度上都可以说是“剩者为王”，大家都有一定的基本盘，要在传统销售区域以外获取市场份额不容易。这也要求次高端酒企无论在省内深耕还是省外拓张中，渠道的推力也是次高端全国化竞争的核心竞争力。

公司创新经营模式，曾通过盘中盘奠定行业地位。在2000年初，公司通过遴选优质经销商掌握具有消费引导作用的酒店作为小盘，在核心领袖的消费场景下影响更多消费者，继而传导至整个市场的大盘。通过占领中心城市制高点，控制当地的大户经销商和核心酒店餐饮终端，从而实现对该区域二三级市场影响性控制，构建对当地市场施加影响的渠道系统。盘中盘背后的成功取决于在产品品质的保障下，公司精准布局消费场景及重视培育核心消费领袖的战略眼光。公司通过盘中盘模式与当地实力强劲的大商实行绑定的同时，进而控制了消费影响力最强的渠道网络系统。由公司开创的盘中盘渠道模式对白酒行业的渠道模式有启发式作用，足以可见公司管理层对行业的深刻认识。

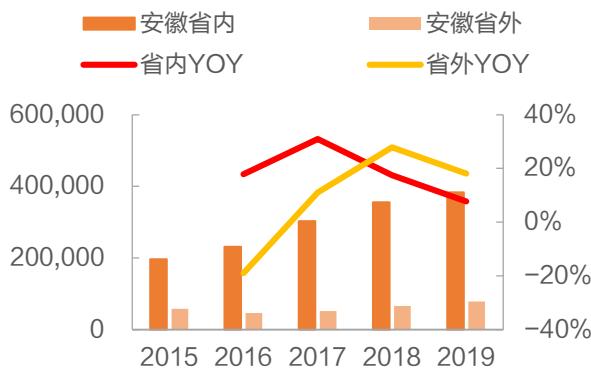
图 13：“盘中盘”销售模式



资料来源：酒业家、佳酿网、天风证券研究所整理

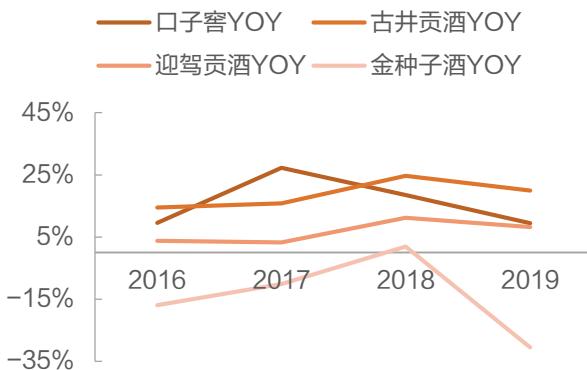
公司渠道建设常抓不懈，渠道推力是公司竞争的核心竞争力。公司在推行盘中盘后取得的成果迅速被竞争对手模仿，在渠道模式没有独特的优势下，盘中盘也就成为了各家酒企的常规模式。而在盘中盘之后，公司在渠道的建设方面并未松懈，通过不断地与竞争对手角力，公司近年来省内外市场保持稳健增长态势。2017-2019年公司省内营收从30.31亿元提升至38.35亿元，CAGR为12.49%，省外从5.18亿元提升至7.82亿元，CAGR为22.90%。

图 14：公司省内省外营收规模和增速（单位：万元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 15：省内四家公司近年来营收增速情况



资料来源：WIND，天风证券研究所

公司渠道保持良性，凭借渠道的推力，有望随时出击。我们在上文分析到，公司一直致力于保持渠道库存的良性，并不会大量的向渠道进行压货，同时通过经销商持股等方式，充分绑定经销商利益。我们认为公司创新开发出“盘中盘”的销售模式并不是偶然，而是公司渠道经验积累的厚积薄发。随着公司大商模式的不断创新，以及良好的渠道库存和较强的渠道推力建设，公司能够快速对竞争对手做出应对，并有望随时出击，与竞争对手角力。

3. 精粹酒质是立身之本，产能扩张只为腾飞蓄力

3.1. 扛起兼香白酒大旗，好的产品总有机会四里飘香

兼香型代表，优质产能保证公司产品美誉度。公司生产的口子窖系列产品香气独特，是我国兼香型白酒的代表，具有“清澈透明，芳香幽雅，醇厚绵净，香味协调，酒体细腻丰满，空杯留香，风格显著”的特点。公司始终坚持纯粮固态发酵，在传统工艺基础上汲取各种香型酒生产工艺精华，以功能微生物为突破口，以制曲、酿酒、微生物分离应用、微量成分配析工作为重点不断创新，逐步形成了“三多一高一长”的复合兼香生产工艺，并首创超高温曲提香、三步循环储存工艺、高温堆积润料发酵等一系列复合兼香工艺技术体系，打造了品质稳定、风格鲜明、质量安全的产品特质。2009年12月，公司成为全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，主要负责组织全国兼香型白酒标准立项、起草和制定，同时公司荣获多项奖项，2006年公司被评定为中国白酒工业十大影响力品牌并被国家商务部认定为中华老字号；2008年由口子老井、老窖池和酒厂建筑群构成的口子窖遗址，被评为“第三次全国文物普查重要新发现”等。

表 3：不同香型的特点和代表品牌

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

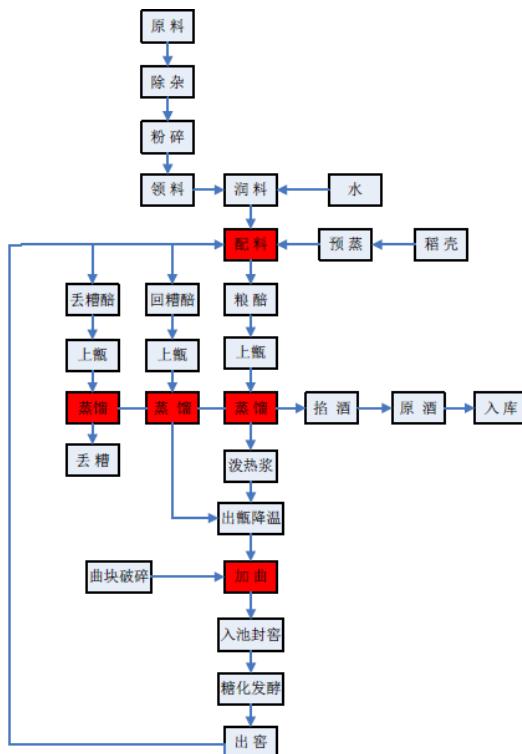
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

生产工艺独特，一步法兼香产品差异化明显。口子窖的兼香名为“一步法兼香工艺”，建

立在口子独特的大蒸大回等酿酒工艺之上，由酿造过程中独有的酒曲和酿造环境自然形成。生产工艺主要体现在“三多一高一长”。

- ◆ 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。

图 16：公司兼香型白酒酿造工艺



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

独特的兼香型工艺培育用户粘性，是产品推广的基础。我们认为公司坚持采用独特的酿造工艺产出具备高品质的产品，使得口子窖拥有大批高忠诚度的消费者，这是公司多年在市场竞争中保持核心竞争力的关键因素。而其复杂的工艺且具有典型性的口味具备了打造高端产品的基础，也符合未来大众对于次高端和高端白酒品质追求的趋势。

3.2. 居安思危大兴土木，一杯好酒看未来百年

3.2.1. 行业集中度提升是大势所趋，产能规划打好提前量

存量竞争时代下，市场份额将不断向名优酒企集中。中国白酒行业目前整体趋势呈现行业生产总量下降，市场规模增长空间有限同时在近万亿市场规模下，各地区及全国化名优酒企不断扩大市场份额，品牌集中度提升和价位升级的趋势明显。2019 年白酒规模以上企业产量 785 万千升，同比下降 0.8% 左右，规模以上企业从 2016 年 1600 家减少到 1176 家，

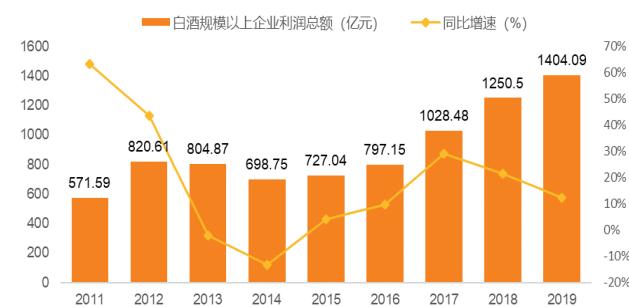
规模以上酒企的利润总额从 2007 年 149 亿元增长至 2019 年 1404 亿元，12 年 CAGR 为 20.55%。目前，中国白酒行业集中度仍然较低，区域名优酒企通过多年积累的品牌影响力、渠道下沉能力及优质产能优势有望进一步提升市占率，我们认为，未来白酒行业资源将进一步向强势全国化企业+区域名优酒企集中。

图 17：2015-2019 全国白酒规模以上酒企数量（个）



资料来源：中商情报网，中国产业信息网，天风证券研究所

图 18：2011-2019 白酒规模以上酒企利润总额及增速



资料来源：郎酒招股说明书，天风证券研究所

名优酒企纷纷加大产能布局，以期在集中度提升过程中能为市场竞争留有余力。近年来，消费升级与白酒整体消费向着高端化偏移的大环境下，消费者“少喝酒，喝好酒”的理念将不断影响行业发展，市场对于白酒的品质有着更高的追求，使得以品质为核心的白酒市场竞争愈发激烈，品质甚至成为决定未来酒企能够走多远的关键因素。行业供给端则体现在低档酒产能过剩，高档优质酒产能不足的现象，而提升优质酒产量则需要一方面加大整体产能，另一方面提高优质酒出酒率及基酒储存空间，并通过多年的贮存期形成产能。为了更好的参与未来的竞争，近年来多家酒企纷纷通过再融资等方式进行产能扩张，实现优质产能的提升和储备能力。

表 4：部分白酒企业产能扩建情况

公司	时间	项目内容
泸州老窖	2017 年	定向增发募投项目：酿酒工程技改项目(一期工程)，现已投入募集资金 258227.26 万元。
	2019 年	公司拟以全资子公司泸州老窖酿酒有限责任公司（以下简称“酿酒公司”）为主体，投资实施智能化包装中心技改项目，打造自动化、智能化的现代化包装基地，推动公司包装物流体系的转型升级。项目总投资 188,617.6 万元，所需资金由酿酒公司自筹解决。
古井贡酒	2011 年	定向增发募投项目：优质基酒酿造技术改造项目，计划投资额 13500 万元，现已投入募集资金 12247.9 万元。
	2011 年	定向增发募投项目：基酒勾储,灌装中心及配套设施建设项目，计划投资额 68600 万元，现已投入募集资金 61596.84 万元。
今世缘	2020 年	公司拟投资实施酿酒生产智能化技术改造项目。项目总投资 892,446.18 万元，其中建设投资 828,965.74 万元，流动资金 63,480.44 万元，所需资金由公司以自有资金并结合其他融资方式自筹解决。
	2014 年	IPO 募投项目：酿酒机械化及酒质提升技改工程，计划投资额 60184.56 万元，现已投入募集资金 66414.92 万元，原计划在 2016 年 6 月完成。因项目投资涉及大量固定资产投资和建设项目，酿酒机械化部分设备需要自行研制和调试，项目实施周期较长。且建设期间行业发生较大的变化，影响了项目整体进度，现预计 2018 年 6 月份项目可全面建成。
	2019 年	通过了《关于新建自动化立体仓储物流中心的议案》，同意公司新建“自动化立体仓储物流中心”，以进一步提升生产保障能力，提高成品酒集约化立体仓储能力，加强过程质量管控，适应市场快速增长的需求。公司董事会授权高管团队具体组织实施。
	2019 年	通过了《关于新建五万吨陶坛酒库的议案》，同意公司新建“五万吨陶坛酒库”，以进一步提升公司优质酒长期储存能力，提升产品质量，提高公司核心竞争力优势。

2019 年

通过了《关于新建智能化灌装中心的议案》，同意公司新建“智能化灌装中心”，以进一步提升成品酒灌装产能及个性化供应保障能力，加强过程质量管控能力，提高产品质量保障能力。公司董事会授权高管团队具体组织实施。

资料来源：各公司公告，Wind，天风证券研究所

3.2.2. 基础建设升级产能品质下，看百年企业的稳步向前

基础建设动作不断，产能提升厚积薄发。近年来，公司对于基础建设进行不断投入及提升，面对全方位市场竞争时代的到来，公司不断夯实企业综合竞争实力，立足“一企三园、链式发展、酒为核心、多元崛起”的发展规划，持续贯彻落实“百亿口子”的发展战略。自2011年以来，逐步完成投资建设了口子工业园、口子酒文化博物馆、口子产业园。逐步释放原酒产能的同时，引进专业进口设备以及现代信息化技术，提升企业智能化生产管理水平。针对近年来公司中高档以上产品销量的不断增加，公司对优质基酒的需求量逐渐加大，对此公司投资建设的大曲酒酿造提质增效项目主要用于提升总体酿酒规模及优质基酒产能储备，为日后产品升级及酒质提升持续夯实基础。目前已拥有发酵池上万余条，实现了优质原酒年产3万余吨，原酒储酒20余万吨的产能规模。2019年不断加大项目建设力度，持续完善产能规模，“一企三园”的产业基础更加稳固。东山厂区3栋酿酒厂房投产，出酒率和优级酒率不断提升；部分酿酒车间、制曲车间、基酒库主体建造完成，具备使用条件。东关厂区、溪河厂区高架立体库建成投产，小池窖、六年窖、十年窖、二十年窖等11条自动化包装生产线投入使用。

表 5：口子窖产能建设情况

募集资金项目	投资额（万元）	项目概况
优质白酒酿造技改项目	27,624.96	通过技术改造，在保持基酒产能不变的基础上，通过降低普通基酒产能，提高优质基酒产能，优化调整产品结构。
优质白酒陈化老熟和存储项目	28,157.67	对公司酿酒所用陈化老熟设备、勾调设备、储酒厂房进行改造升级，提高优质基酒储存空间，全方位提升公司优质酒酿造、勾调、储存能力，提升产品品质，为公司提升产品结构做准备。
包装生产线技改项目	28,954.80	全面更新包装生产线，采用全自动与半自动包装生产线，取代原有的以手工为主的包装生产线，提高生产效率。
营销网络建设项目	12,832.06	通过建设旗舰店和专卖店，进一步扩大公司的营销网络，以有效巩固成熟市场，快步推进潜在市场，与现有的网络形成重点突出、中心明确、层次分明的高效市场营销网络平台，以扩大市场辐射力、品牌影响力与产品渗透力。
总额	97,569.49	
自筹资金：大曲酒酿造提质增效项目	136,038.00	提高原酒产能2万吨，项目内容包括制曲、酿酒、储存三大工艺。建设工期36个月

资料来源：公司公告，天风证券研究所

产能支撑公司规模扩张，品质至上推动公司稳步向前。公司核心产品口子五年和口子六年在安徽及全国市场畅销20余年，主因其特殊的兼香工艺和良好的酒质。随着原酒产能和储能的加速扩容，“口子窖”典型风格更上一层楼，公司全线产品品质再次升级，为消费升级奠定良好基础。另一方面，在政府的支持下，公司发展有望迎来机遇期。2020年3月18日安徽生发布《促进安徽白酒产业高质量发展的若干意见》的通知，提出要在2025年，实现安徽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。产能扩张叠加政府政策支持，公司未来发展可期。

3.3. 产品结构逐步完善，安徽的消费升级暂无天花板

3.3.1. 公司产品结构高端化明显，口子5年和6年为主力产品

目前公司产品结构分为高中低三档，以出厂价格划分，将售价在20万元/千升及以上的为高档产品，10万元/千升至20万元/千升的为中高档产品，3万元/千升至10万元/千升的

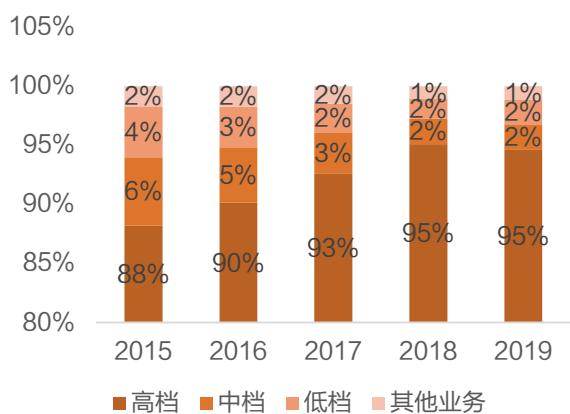
为中档产品，其他为低档产品。公司高档产品十年型、二十年型口子窖为主，中高档产品以口子5年和6年为主，中档则以口子坊和老口子为主，低档为口子酒系列。近年来公司顺应消费升级，不断升级和优化产品结构。2015-2019年公司高档白酒（含中高档）占比分别为94%/95%/96%/97%/97%，增速分别为10%/29%/20%/9%，高端产品保持稳健增长，产品结构维持高位，其中口子五年和口子六年是公司两大主力单品，合计占公司总营收近60%。另一方面，产品结构升级带动公司盈利能力提升，毛利率稳中有升，从2015年的69.83%提升5.14pcts至74.97%，净利率提升13.39pcts至36.82%。

表 6：口子窖产品矩阵

定位	名称	价格(元/瓶)	图片	定位	名称	价格(元/瓶)	图片
高端形象产品	口子窖三十年 52度/41度	1688/1380		腰部战略单品 中端	腰部战略单品	御尊 41度 /40.8度	158/135
	二十年型 50度/41度	618/538			五年型 46度 /40.8度	135/125	
	中秋珍储 41度	398			口子美酒红盒/银盒装41度	88/68	
次高端战略单品	十年型 46度/41度	388/359		低端	口子坊系列	70	
	初夏珍储 41度	298			老口子系列	40-50	
	小池窖特酿 41度	208			口子酒系列	25	
腰部战略单品	六年型 46度/41度	195/178					

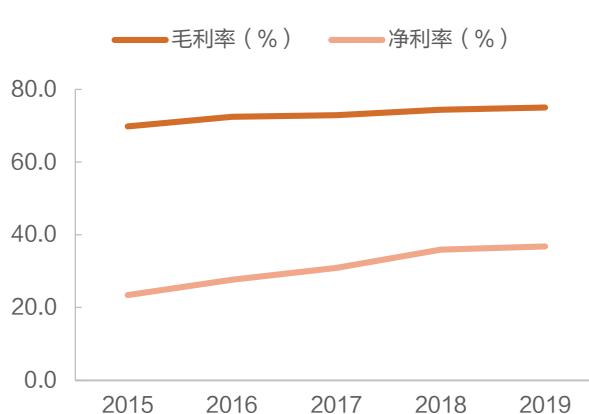
资料来源：京东商城，天风证券研究所

图 19：公司产品结构占比



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 20：公司毛利率和净利率

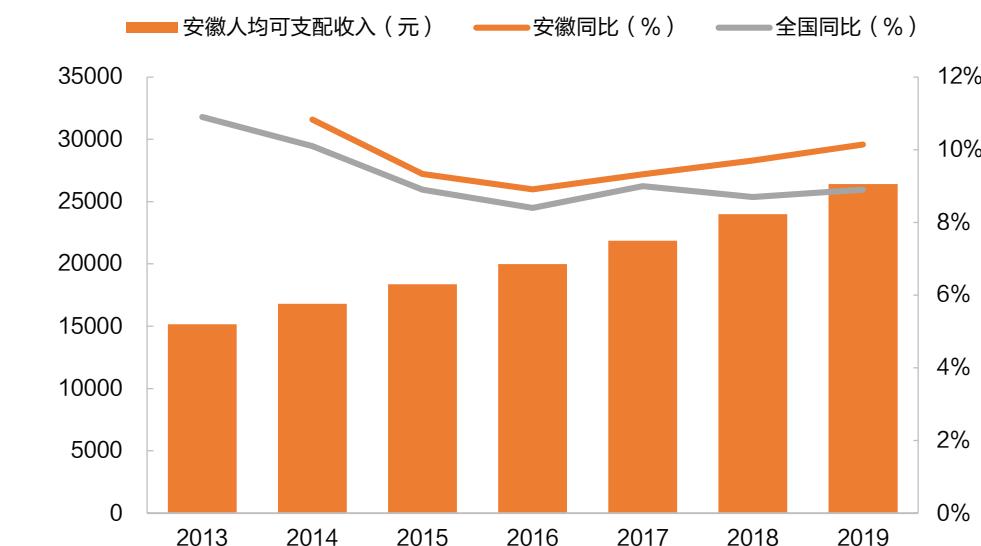


资料来源：WIND，天风证券研究所

3.3.2. 产品矩阵与时俱进，受益省内消费升级红利

安徽省内消费换挡，白酒主流价格带由 100 元内向 100~300 元升级。目前安徽省白酒消费价格带整体偏低，100 元以内仍为最大体量，龙头古井和口子仍以 200 元以下的产品为主；在 240 亿元的市场中，高端白酒占比不足 15%。但近三年安徽省名义 GDP 增速维持在 10%以上（全国 6.6%附近），人均可支配收入增速也持续高于全国。目前，省内大部分城镇由 80-120 元向 120-200 元升级，合肥等重点城市则由 120-200 元向 200-300 元升级，乡镇主要由 80 元以下向 80-120 元升级。

图 21：安徽省人均可支配收入持续高于全国平均



资料来源：WIND，天风证券研究所

口子以消费需求为导向，产品紧跟升级步伐。口子窖系列产品以真藏实窖为理念，强化窖藏年份概念定义不同档次产品。为顺应升级趋势，公司在省内率先推出年份概念。1999 年公司推出核心产品口子窖 5 年，定价 68 元/瓶，主打当时的中高端市场，并提出“社交饮酒”理念，切入用酒需求量最大的政商务消费场景。2005 年后，公司分别对口子 5 年进行了两次提价，占领了次高端核心价位。随后，公司顺应消费升级趋势相继推出口子 10 年、20 年和 30 年分别布局中高端、高端和超高端市场，完善产品结构。

省内价格带竞争激烈，推新完善产品矩阵。安徽省内竞争激励，除了本省的地产酒以外，省外龙头均参与竞争，价格带分布密集。为迎合行业消费升级趋势，同时完善公司产品矩阵，缩短产品价格跨度，2019 年公司在 200-400 元价格带在原老口子十年的基础上，推出新品初夏、仲秋，进一步完善 200-400 元价格带，通过新产品助力公司进一步巩固核心价格带竞争优势。

表 7：安徽白酒市场主要价格带划分

价格带	口子窖产品	主要竞品
800 元/瓶及以上	口子窖 30 年型 (1688)	古 26 (1399)、古 20 (889)、茅五窖高端产品、洋河梦之蓝 M9
400-800 元/瓶	口子窖 20 年型 (618)	古 16 (669)、洋河梦之蓝 M3、剑南春、汾酒
200-400 元/瓶	仲秋(398)、口子窖 10 年型(368)、初夏(298)	古 8 (469)、金奖特曲 G6 (299)、金奖特曲 G3 (219)、毫菊 37 度+ (278)
120-200 元/瓶	口子窖 6 年型 (195)、口子窖 5 年型 (125)	古 5 (158)、年份原浆省外幸福版 (168)、年份原浆省内献礼版 (125)、毫菊 37 度- (168)、老名酒 V9 (129)
80-120 元/瓶	红装口子美酒 (88)	老名酒 V6 (108)、淡雅红花 (98)、古井 30 窖龄酒 (95)、迎驾金星 (119)、迎驾银星 (109)、皖酒 (95)

60-80 元/瓶	银装口子美酒 (68)	淡雅青花、蓝花 (68)、宣酒 (80)、高炉家酒 (78)
60 元/瓶及以下	老口子系列 (40-50)、口子酒系列 (20)	古井系列酒、金种子酒、文王贡、明光酒、金坛子

资料来源：京东商城，各公司官网，天风证券研究所

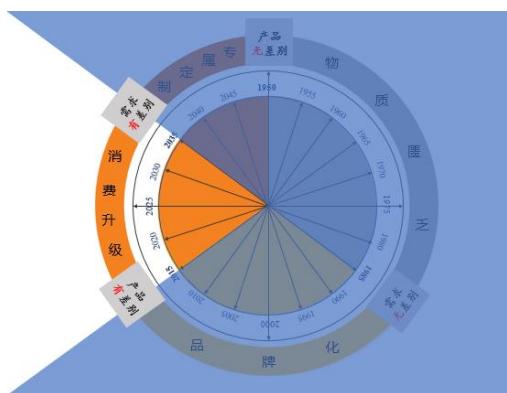
4. 安徽消费升级刚刚起步，口子窖步步为营走在自己节奏之中

4.1. 消费时钟的第三阶段，需要的是真藏实窖

消费时钟第三阶段（2015-2035），20 年，消费升级阶段，产品有差别→需求有差别。我们在 2020 年度策略报告《消费时钟指向新四化，食品饮料分化加剧中的五条主线》中提出“消费时钟”理论，分析得出消费时钟第二阶段的结果实现了“先富”但暂未带动“后富”，城市在撕裂，人群在撕裂，消费在撕裂。而随着我国经济的快速发展，居民消费显著提升，我们已实现供给约束向需求约束的转变，人们的需求仅限满足日常的基本需求，而向更高阶的需求转移。随着我国消费进入存量竞争，消费升级这个概念开始口口相传，从一二线向三四线迈进，从外在消费向内在消费迈进。也正因此，“供给有差别”导致了“需求有差别”，生产力已经彻底不再是问题。目前我们正处于消费升级的初级阶段，消费投资的大幕才刚刚开启。

消费进入存量阶段，消费处在“调结构”的初级阶段。2015 年以来，经济高增长态势悄然发生变化。随中国经济发展进入新常态，模仿型、排浪式消费结束，消费需求由量向质转变，消费增速逐步放缓，消费结构深入调整，个性化、多样化逐渐成为主流，信息、绿色、服务消费等亮点纷呈。特别是十八大以后，各地、各部门按党中央统一部署，着力推进经济发展从数量增长向质量增长转变。随经济换挡升级，消费增长动能转换需经历较长过程，消费增速客观上呈现整体放缓趋势。2016 年-2019 年社会零售总额实际增速分别为 10.40%/10.20%/8.98%/8.00%，增速逐渐放缓。

图 22：消费时钟第三阶段



资料来源：天风证券研究所

图 23：2010 年至今我国社零消费累计同比 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

优质基酒或成为今后白酒行业的核心竞争力。消费时钟进入第三阶段后，消费升级驱动企业业绩增长，这就要求企业产品符合升级趋势。对于白酒行业来说，“少喝酒，喝好酒”成为了行业的升级趋势，市场对于白酒的品质有着更高的追求，广告酒的作用愈发减弱，使得以品质为核心的白酒市场竞争愈发激烈，品质甚至成为决定未来酒企能够走多远的关键因素。**口子窖兼香的独特工艺决定公司产品每一瓶都是“真藏实窖”，且公司通过产能的扩张，加大优质基酒的产能和储量，顺应消费升级趋势。**

4.2. 比赛即将进入高潮，后续精彩纷呈

安徽是白酒产销大省，市场容量大，目前正处消费换挡期。2018 年安徽白酒产量达 4.31 亿升，占全国白酒总产量近 5%，在全国 31 个省份中排名第五。2017 年全国人口数为 13.9

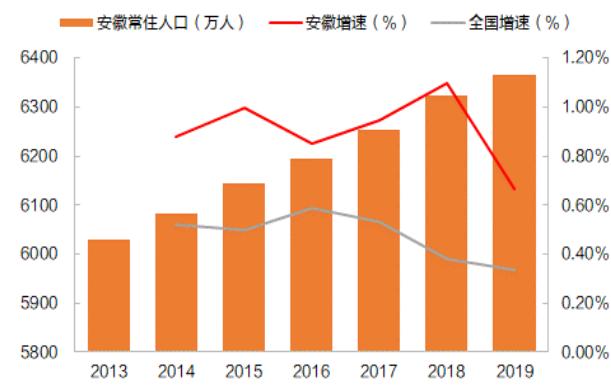
亿人，全国人均烟酒食品支出为 5374 元，规模以上白酒工业企业销售收入达 5654 亿元，而安徽省 2017 年人口数为 6255 万人，人均烟酒食品支出为 5143 元，假设安徽省人均白酒支出占人均烟酒食品支出的比例全国大致相等，则整体市场容量达 244 亿元。另一方面，根据我们在 3.3.2 中的分析，安徽省内白酒主流价格带正由 100 元内向 100~300 元升级，消费升级红利持续释放。

图 24：安徽白酒产量情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

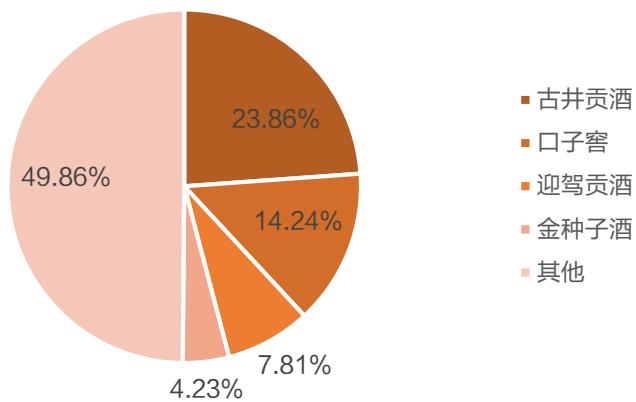
图 25：安徽常住人口数及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

价格带密集分布和徽酒渠道控制强共铸行业壁垒。安徽白酒市场竞争异常激烈，一方面，200 元以下的价格带密集分布，且每一价格带均有相对强势龙头。按产品档次不同可分为三级竞争梯队，第一档为古井和口子，主流产品价格 120~200 元/瓶且覆盖全省，具备较强的品牌力和渠道力；第二档为迎驾、高炉和宣酒，占据 60~120 元/瓶价格带，在合肥等重点城市外的区域优势较大；第三档为金种子、文王贡等，主要覆盖 60 元/瓶及以下的价格带。另一方面，安徽因酒企众多，激烈的竞争下各大酒企纷纷与当地经销商建立牢固关系，进行核心利益绑定，这使得徽酒对渠道终端的把控较强，外来酒企很难立足。目前，安徽本土品牌市占率近 60%，外来品牌中，仅高端市场的茅五窖和次高端的洋河、剑南春几家泛全国性品牌占有席之地。

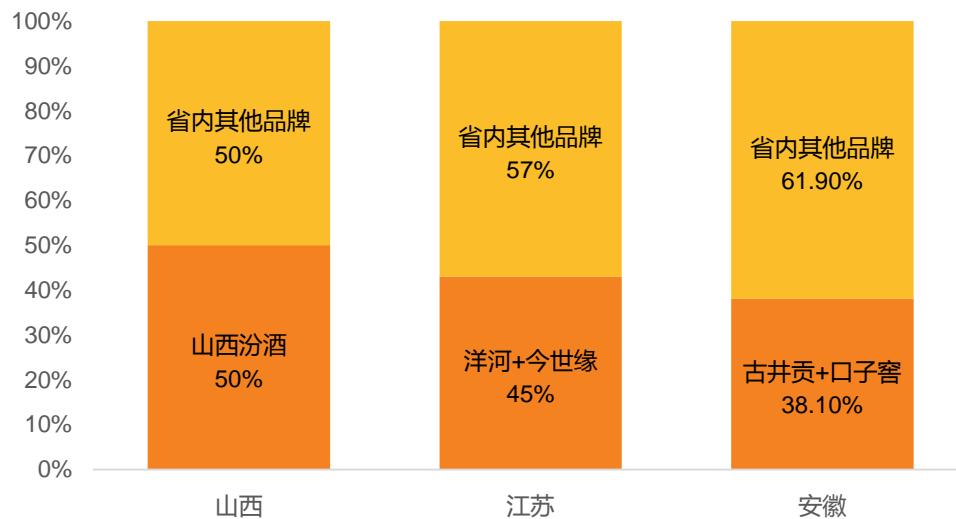
图 26：2018 年安徽市场竞争格局



资料来源：佳酿网，天风证券研究所

消费升级下省内龙头市占率提高仍是趋势。从安徽省内市占率来看，古井贡酒、口子窖、迎驾贡和金种子酒分别占比 23.86%、14.24%、7.81% 和 4.23%。但参考 2018 年，汾酒在山西约 50% 的市占率和以及洋河与今世缘合计在江苏 45% 的市占率，安徽省内龙头古井贡和口子窖合计约 38% 的占比仍明显偏低。未来伴随口子窖产能提升及市场投入逐步加大，市占率提升仍是趋势。

图 27：山西、江苏、安徽区域龙头市占率情况



资料来源：糖酒快讯，立鼎产业研究中心，天风证券研究所

省内激烈竞争不得犯错，口子窖比分紧要只争朝夕。2019 年，公司主要竞争对手古井贡酒在省内市场实施强势市场扩张策略，通过高举高打的品牌战略以及推动渠道网点的市场布局，在省内市场完成了快速扩张。相比之下，口子窖市场营销策略较为保守，在对手强势扩张下丢失了部分终端网点，2019 年三季度增速有所放缓。公司出现短暂波折一方面在于竞争对手高举高打的快速扩张方式效果较好，另一方面公司近年来主要专注于厂区基础建设，对市场变化反应不够。面对困境，公司在产品、渠道等各方面做出积极调整：

- ◆ 产品方面：顺应消费升级趋势推出初夏、仲秋等新品，丰富产品矩阵，同时大兴土木完善产能扩张和基酒储备，厚积薄发。
- ◆ 渠道方面：公司 19 年四季度主动进行省内调整，于四季度连续三个月召开全省经销商会议，并对渠道相应问题进行梳理，对新品实施单独考核进行分产品管理，提高终端网点布局等。
- ◆ 费用方面：加大省内费用及资源投放，除了加大广告的投放力度以外，全面参与省内市场竞争，真正把“一地一策”落地落实。

从省内整体的竞争格局来看，公司仍保持稳健增长态势，产品口碑及消费者忠诚度均处于领先地位，并未因此掉队。此次公司的改革，表明公司更加注重长期良性的健康发展，通过加强市场的推广和运营，公司产品的曝光度有望提升，进而通过公司优质的产品实现消费者留存。随着公司产能及优质基酒储酒率的提升，公司未来在次高端价格带竞争力将逐步加强，后续省内和全国化市场的竞争仍存在较大空间。

5. 投资建议：

5.1. 业务拆分与盈利预测

我们假设：

- 1、公司受疫情影响，2020 年营收增速有所放缓；
- 2、公司加大费用投放力度，主要用于市场开发、渠道网点布局。
- 3、公司优势资源投向产品结构升级，未来 3-5 年口子五年+口子六年占比合计维持在 50%

以上，同时高档白酒占比逐步提升；

表 8：口子窖业务拆分

单位：万元	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	354,864.97	422,202.92	461,749.97	475,145.20	543,667.79	619,491.87
yoY	27.60%	18.98%	9.37%	2.90%	14.42%	13.95%
-高档白酒	333,678.73	405,980.12	442,285.97	453,380.13	518,397.31	590,519.96
yoY	30.79%	21.67%	8.94%	2.51%	14.34%	13.91%
-5年和6年			277,049.98	262,532.56	292,891.83	316,147.44
yoY				-5.24%	11.56%	7.94%
-其他			165,235.99	190,847.57	225,505.48	274,372.52
yoY				15.50%	18.16%	21.67%
-中档白酒	12,356.87	9,243.58	9,749.49	10,748.81	12,474.00	14,051.21
yoY	-5.81%	-25.19%	5.47%	10.25%	16.05%	12.64%
-低档白酒	8,829.37	6,979.22	9,714.51	11,016.25	12,796.48	14,920.70
yoY	-10.48%	-20.95%	39.19%	13.40%	16.16%	16.60%
其他业务收入	5,399.75	4,693.55	5,458.63	5,622.39	6,184.63	6,679.40
yoY	9.82%	-13.08%	16.30%	3.00%	10.00%	8.00%
毛利率	72.90%	74.37%	74.97%	75.33%	75.56%	75.70%

资料来源：Wind，天风证券研究所

5.2. 投资建议：

根据近期渠道调研以及下半年，我们将 2020-2022 年营业收入由 49.21/55.55/63.80 亿元调整至 48.08/54.99/62.62 亿元，同比 +2.90%/14.37%/13.88%，归母净利润由 18.51/21.23/24.73 亿元调整至 17.40/20.11/23.05 亿元，同比+1.13%/15.60%/14.62%，EPS 分别为 2.90/3.35/3.84 元。采用可比公司估值法，给予公司 21 年 25 倍 PE，目标价 83.75 元，维持公司“买入”评级。

表 9：可比公司估值

可比公司	2020E	2021E	2022E
今世缘	34.96	28.36	23.05
古井贡酒	41.75	34.07	28.79
舍得酒业	23.81	19.37	16.07
洋河股份	25.07	22.15	19.87
金徽酒	27.89	23.37	19.44
平均值	30.70	25.46	21.44

资料来源：Wind 一致预期，天风证券研究所

6. 风险提示：

渠道改革不及预期：公司处于渠道改革阶段，若改革效果不及市场预期，公司业绩将会受到影响。

省内竞争加剧：随着全国化的推进，省内可能遭遇更多的竞争者，费用投放或提升，收入会下降。

人均可支配收入增长缓慢：公司产品结构的优化需要人均收入提升的支撑，若人均可支配收入增长放缓，可能会延缓产品结构升级进程。

政策风险：白酒受消费税、三公消费等政策影响较大。

食品安全风险：食品安全风险会对企业的发展产生重大负面影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,271.78	1,533.19	2,638.20	2,380.78	3,790.52	营业收入	4,268.96	4,672.09	4,807.68	5,498.52	6,261.71
应收票据及应收账款	847.49	647.25	927.18	934.21	1,123.68	营业成本	1,094.23	1,169.26	1,185.85	1,343.75	1,521.70
预付账款	6.20	34.43	11.83	17.98	21.01	营业税金及附加	679.78	710.06	728.36	831.93	945.52
存货	2,015.90	2,332.62	1,923.01	2,912.31	2,619.61	营业费用	336.27	395.86	413.46	492.12	544.77
其他	2,269.96	2,340.36	2,307.94	2,328.82	2,328.41	管理费用	179.46	219.12	230.77	255.68	289.29
流动资产合计	6,411.34	6,887.84	7,808.15	8,574.10	9,883.24	研发费用	5.23	5.44	5.77	6.60	7.51
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(8.00)	(13.32)	(20.54)	(24.71)	(30.38)
固定资产	1,361.82	1,625.10	1,986.70	2,252.14	2,312.17	资产减值损失	7.28	(3.59)	2.19	1.96	0.19
在建工程	497.72	411.90	329.84	304.62	309.60	公允价值变动收益	0.00	35.24	(35.24)	23.00	(3.59)
无形资产	463.96	444.59	436.21	453.83	485.74	投资净收益	83.65	59.77	63.78	69.07	64.21
其他	107.41	131.90	144.34	157.32	171.04	其他	(168.76)	(183.66)	(57.09)	(184.13)	(121.24)
非流动资产合计	2,430.92	2,613.48	2,897.09	3,167.90	3,278.54	营业利润	2,059.83	2,277.91	2,290.36	2,683.26	3,043.73
资产总计	8,842.26	9,501.33	10,705.24	11,742.00	13,161.78	营业外收入	5.07	2.24	3.50	3.60	3.12
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	4.28	7.83	4.92	5.68	6.14
应付票据及应付账款	615.58	677.42	650.20	860.97	838.25	利润总额	2,060.62	2,272.33	2,288.94	2,681.19	3,040.71
其他	1,986.15	1,687.10	2,172.74	2,086.26	2,484.18	所得税	527.95	552.12	549.35	670.30	735.85
流动负债合计	2,601.74	2,364.52	2,822.94	2,947.23	3,322.43	净利润	1,532.66	1,720.21	1,739.60	2,010.89	2,304.86
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	1,532.66	1,720.21	1,739.60	2,010.89	2,304.86
其他	73.12	125.05	87.72	95.30	102.69	每股收益(元)	2.55	2.87	2.90	3.35	3.84
非流动负债合计	73.12	125.05	87.72	95.30	102.69						
负债合计	2,674.86	2,489.57	2,910.67	3,042.53	3,425.12						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
股本	600.00	600.00	600.00	600.00	600.00						
资本公积	976.88	976.88	976.88	976.88	976.88						
留存收益	5,567.40	6,411.75	7,194.57	8,099.47	9,136.66						
其他	(976.88)	(976.88)	(976.88)	(976.88)	(976.88)						
股东权益合计	6,167.40	7,011.75	7,794.57	8,699.47	9,736.66						
负债和股东权益总计	8,842.26	9,501.33	10,705.24	11,742.00	13,161.78						
现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,532.66	1,720.21	1,739.60	2,010.89	2,304.86	成长能力					
折旧摊销	112.42	135.23	151.63	178.96	194.99	营业收入	18.50%	9.44%	2.90%	14.37%	13.88%
财务费用	0.71	0.00	(20.54)	(24.71)	(30.38)	营业利润	31.98%	10.59%	0.55%	17.15%	13.43%
投资损失	(83.65)	(59.77)	(63.78)	(69.07)	(64.21)	归属于母公司净利润	37.62%	12.24%	1.13%	15.60%	14.62%
营运资金变动	(1,005.10)	1,709.13	573.42	(867.69)	478.48	获利能力					
其它	562.66	(2,207.77)	(35.24)	23.00	(3.59)	毛利率	74.37%	74.97%	75.33%	75.56%	75.70%
经营活动现金流	1,119.72	1,297.02	2,345.09	1,251.39	2,880.15	净利率	35.90%	36.82%	36.18%	36.57%	36.81%
资本支出	449.80	240.88	460.13	429.21	284.51	ROE	24.85%	24.53%	22.32%	23.12%	23.67%
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	42.14%	35.80%	57.28%	73.52%	59.51%
其他	(1,198.63)	(336.36)	(763.97)	(856.74)	(517.64)	偿债能力					
投资活动现金流	(748.83)	(95.48)	(303.84)	(427.52)	(233.13)	资产负债率	30.25%	26.20%	27.19%	25.91%	26.02%
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净负债率	-20.62%	-21.87%	-33.85%	-27.37%	-38.93%
股权融资	8.00	13.32	20.54	24.71	30.38	流动比率	2.46	2.91	2.77	2.91	2.97
其他	(458.00)	(913.32)	(956.78)	(1,105.99)	(1,267.67)	速动比率	1.69	1.93	2.08	1.92	2.19
筹资活动现金流	(450.00)	(900.00)	(936.24)	(1,081.28)	(1,237.29)	营运能力					
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	5.43	6.25	6.11	5.91	6.09
现金净增加额	(79.12)	301.54	1,105.00	(257.41)	1,409.74	存货周转率	2.24	2.15	2.26	2.27	2.26
						总资产周转率	0.52	0.51	0.48	0.49	0.50
						每股指标(元)					
						每股收益	2.55	2.87	2.90	3.35	3.84
						每股经营现金流	1.87	2.16	3.91	2.09	4.80
						每股净资产	10.28	11.69	12.99	14.50	16.23
						估值比率					
						市盈率	21.94	19.55	19.33	16.72	14.59
						市净率	5.45	4.80	4.31	3.87	3.45
						EV/EBITDA	9.07	12.01	11.79	10.14	8.52
						EV/EBIT	9.57	12.72	12.58	10.82	9.08

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com