



升级东风，改革向好，兼香典范沉潜而跃

投资要点

- 推荐逻辑:** 1、徽酒消费升级如火如荼，主流价位向 200 元加速迭代，公司重点培育的初夏、兼香 518 卡位省内最有发展空间的两个价格带，将充分享受徽酒扩容红利；2、2021 年以来，公司改革节奏提速，市场投入力度加大，营销团队战斗力提升；草根调研反馈，除个别市场外，其余区域经销商体系调整基本结束，新品布局和员工激励取得实质突破，改革红利将逐步释放；3、短期来看，徽酒升级提速叠加兼香 518 增量，2022 年业绩弹性值得期待；长期来看，公司渠道、产品、组织变革的效果逐步显现，从而抬高中长期增长中枢，前景可期。
- 深挖症结，剖析原因:** 过去两年，公司市场表现较竞品古井稍显黯淡，主因为：1、当前白酒行业可谓“剩者为王”，行业进入高手过招时代，公司在品牌投入、产品升级、渠道创新上相对滞后，未能抢占发展先机；2、古井起势之后，公司反应稍显迟钝，前期改革决心和执行落地较为有限，错过最佳调整时间；3、不容忽视的是，突发新冠疫情下大商制模式弊端放大，同时扰乱公司渠道和产品调整节奏，客观上造成改革周期延长。
- 质地优秀，基础仍存:** 尽管公司过去两年增长阶段性承压，但是内在质地依然优秀，品牌和品质深受消费者认可，渠道和组织体系健全，具备拐点向上基础。品牌端，口子窖在安徽久负盛名，较高的品牌定位深入人心，市场认可度极高；产品端，差异化兼香型口感，酒质稳定口碑极佳，消费者忠诚度高；渠道端，口子窖大商极为优质，厂商利益深度绑定，经销商业务团队健全，渠道推力强。
- 行业贝塔，升级机遇:** 1、目前来看，徽酒升级有两条主线，一是全省主流价位向 200 元加速迭代；二是 500 元次高端价位高速放量；初夏、兼香 518 精准卡位两条主线，叠加新品渠道推力强，公司重点培育下将尽享扩容红利；2、值得重视的是，徽酒主流价位升级将带来巨大的增量空间，能够容纳徽酒三甲共同实现较快增长，短期内市场竞争烈度会相对有限，利润弹性有望持续释放。
- 改革焕新，成效初现:** 1、渠道端，公司裂变大商精细化运作，市场费用切实落地，新增团购经销商表现良好，经销商积极性和紧迫感提升，皖南、皖北市场渠道调整成效明显；2、产品端，公司理顺产品体系，重点发力初夏、10/20 年，推出兼香 518 卡位次高端并提升品牌势能，聚焦培育下有望成为大单品；3、组织端，公司细化考核指标，完善薪酬体系制度，回购股权用于股权激励，业务员积极性提升，推动管理精细化、流程标准化，以组织力量提升市场开拓效能。
- 盈利预测与投资建议:** 预计公司 2021-2023 年归母净利润复合增长率为 24.3%，当前徽酒消费加速升级，公司改革成效逐步显现，叠加兼香 518 表现亮眼，将抬高公司中长期增长中枢，给予公司 2022 年 25 倍估值，对应目标价 86.5 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4011.14	5268.20	6059.77	6911.72
增长率	-14.15%	31.34%	15.03%	14.06%
归属母公司净利润(百万元)	1275.74	1728.52	2075.18	2452.75
增长率	-25.84%	35.49%	20.06%	18.19%
每股收益 EPS(元)	2.13	2.88	3.46	4.09
净资产收益率 ROE	17.62%	21.41%	23.21%	24.68%
PE	30	22	19	16
PB	5.32	4.77	4.31	3.88

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhz@swsc.com.cn
联系人: 王书龙
电话: 023-63786049
邮箱: wsl@swsc.com.cn
联系人: 夏霖
电话: 021-58351969
邮箱: xiaji@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.00
流通 A 股(亿股)	6.00
52 周内股价区间(元)	48.85-78.21
总市值(亿元)	385.20
总资产(亿元)	96.98
每股净资产(元)	12.79

相关研究

投资要件

关键假设

1) 受益于徽酒主流价格带提升和兼香 518 新品增量, 叠加公司渠道和组织体系变革成效逐步显现, 预计 2021-2023 年高档口子窖系列销量分别同比增长 22%、9%、8%, 吨价分别提升 8%、6%、6%, 毛利率分别为 77.7%、78.5%、79.4%;

2) 2020 年受疫情影响, 中档酒销量大幅下滑; 2021 年受益于需求复苏叠加较低基数, 中档酒增速较快; 预计 2021-2023 年中档酒销量分别同比增长 35%、0%、0%, 吨价分别提升 2%、2%、2%, 毛利率分别为 52.3%、52.8%、53.2%;

3) 2020 年受疫情影响, 低档白酒销量大幅下滑; 2021 年受益于需求复苏叠加较低基数, 低档酒增速较快; 预计 2021-2023 年低档酒销量分别同比增长 20%、0%、0%, 吨价分别提升 2%、2%、2%, 毛利率分别为 24.4%、25.2%、25.9%;

4) 伴随公司体量扩大规模效应凸显, 管理和销售效率将持续改善, 整体费用率有望边际递减。

我们区别于市场的观点

市场的观点: 1) 徽酒竞争激烈, 古井强势、迎驾亮眼, 公司面临竞争压力加大; 2) 公司改革虽然持续推进, 但是进度缓慢, 且落地效果有限; 3) 21Q3 公司收入出现拐点, 主要系兼香 518 招商铺货贡献, 兼香 518 能否持续动销仍需观察; 正因以上担忧, 当前公司估值处在行业较低水平;

我们的观点: 1) 21Q3 徽酒三甲均实现高增长, 表明主流价位升级带来巨大的增量空间, 能够容纳三家企业共同高增长, 短期内竞争激烈度会较为有限; 2) 2020 年疫情打断公司改革节奏, 2021 年需求复苏后, 公司改革节奏加快、力度加大; 草根调研反馈, 除个别市场除外, 其他区域渠道体系调整基本结束, 经销商逐步适应并配合厂家的改革动作, 产品体系充分理顺, 组织改革实质落地, 改革成效将逐步显现; 3) 兼香 518 占据天时地利, 推出恰逢其时, 草根调研反馈, 当前兼香 518 动销良好、价盘稳定, 市场热度渐起, 经销商进货积极, 公司倾注资源培育下前景可期; 此外, 公司 21Q3 业绩出现向上拐点, 并不仅仅是 518 铺货, 产品结构升级和渠道调整亦贡献较大弹性。

股价上涨的催化因素

- 1) 初夏、兼香 518 动销超预期、产品结构加速升级;
- 2) 2022 年春节, 徽酒消费升级加速。

估值和目标价格

公司具有深厚的品牌底蕴和消费者基础, 伴随着公司逐渐理顺渠道、产品、组织体系, 改革动能将持续释放, 叠加兼香 518 表现亮眼, 公司拐点向上可期, 给予公司 2022 年 25 倍 PE, 对应目标价 86.5 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

投资风险

- 1) 新冠疫情反复风险：新冠疫情具有较大不确定性，疫情反复将对居民消费信心和终端消费造成冲击；
- 2) 经济大幅下滑风险：经济发展是居民消费升级的基础，宏观经济运行受到多种因素影响，具有较高的不确定性，一旦经济大幅下滑将影响消费升级节奏；
- 3) 省外市场开拓或不及预期：省外市场开拓可能会遭遇地产名酒和全国化名酒的强势阻击，具有一定的不确定性。

目 录

1 兼香型领军品牌，改革焕新向上可期	1
1.1 民营体制管理灵活，经营稳健激励充分.....	1
1.2 业绩稳健增长，产品结构优化.....	2
2 受益消费升级，区域名酒产品结构持续优化	4
2.1 行业呈挤压式增长，区域名酒产品结构优化.....	4
2.2 徽酒市场升级空间广阔，一超两强格局初定.....	9
3 品牌、产品、渠道基础扎实，蓄势待发正当时	13
3.1 品牌端：兼香型领军品牌，消费者忠诚度高.....	13
3.2 产品端：产品矩阵完备，结构持续优化.....	15
3.3 渠道端：采取大商制模式，渠道稳定性高.....	16
4 深度变革成效初显，厚积薄发向上可期	19
4.1 渠道改革：渠道调整加速推进，厂家管控力实质提升.....	19
4.2 产品升级：产品体系充分理顺，兼香 518 放量可期.....	20
4.3 组织变革：细化考核指标，提升激励力度.....	21
5 盈利预测与估值	22
5.1 盈利预测.....	22
5.2 绝对估值.....	23
5.3 相对估值.....	24
6 风险提示	24

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构 (截止 2021 年三季度末)	1
图 3: 公司 2015 年以来主营业务结构情况	2
图 4: 公司 2015 年以来主营业务毛利情况	2
图 5: 公司 2013 年以来营收及增速	3
图 6: 公司 2013 年以来归母净利润及增速	3
图 7: 公司 2013 年以来毛利率、销售费用率、管理费用率	3
图 8: 公司 2013 年以来销售净利率和权益净利率	3
图 9: 2006 年以来规模以上酒企营收总额及增速	4
图 10: 2006 年以来规模以上酒企利润总额及增速	4
图 11: 我国规模以上酒企白酒产量及增速	5
图 12: 我国规模以上酒企数量及增速	5
图 13: 上市酒企、规模以上酒企营收及占比情况	5
图 14: 上市酒企、规模以上酒企利润及占比情况	5
图 15: 除顺鑫外其他上市酒企销量及市占率	6
图 16: 除顺鑫外其他上市酒企平均吨价及增速	6
图 17: 2014-2020 年居民人均可支配收入及增速	6
图 18: 2014-2020 年人均食品烟酒支出及增速	6
图 19: 2013 年以来我国高净值人群数量 (万人)	7
图 20: 2012 年、2022 年各财富阶层人群占比	7
图 21: 2008 年以来高端“茅五泸”一批价	7
图 22: 部分代表地区白酒主流价格带变化	7
图 23: 2015 年以来部分区域酒企中高档产品结构情况	8
图 24: 2016-2018 年全国现代商超中白酒分价位份额占比情况	8
图 25: 安徽白酒市场各价格带份额占比情况	9
图 26: 安徽白酒市场各价格带省内、省外品牌占比情况	9
图 27: 徽酒企业所在地级市	10
图 28: 省内分区域白酒消费特点	10
图 29: 2013 年以来安徽省 GDP 及增速	10
图 30: 2013 年以来安徽省年末常住人口数量及增速	10
图 31: 2000 年以来安徽主流价格带情况	11
图 32: 2006 年以来安徽、江苏人均 GDP (元)	11
图 33: 2013 年以来安徽、江苏居民人均可支配收入 (元)	11
图 34: 江苏市场产品结构情况	12
图 35: 安徽市场产品结构情况	12
图 36: 2016 年安徽本土品牌省内市场份额	12
图 37: 2020 年安徽本土品牌省内市场份额	12
图 38: 2014-2020 年安徽白酒上市公司营收 (亿元)	13
图 39: 2014-2020 年安徽白酒上市公司同比增速	13

图 40: 徽酒三甲核心品牌推出时间.....	14
图 41: 2015 年以来高档、中低档酒收入及增速.....	15
图 42: 2015 年以来各档次酒收入及高档酒占比.....	15
图 43: 2013 年以来公司毛利率情况.....	16
图 44: 2013 年以来平均吨价及增速.....	16
图 45: 2020 年徽酒上市公司销售员工数量.....	17
图 46: 安徽上市酒企及洋河销售员工人均薪酬 (万元).....	17
图 47: 公司 2000 年以来省外市场扩张情况.....	18
图 48: 2013 年以来省外营收及增速.....	18
图 49: 2013 年以来省内、省外经销商数量情况.....	18
图 50: 看好兼香 518 的未来发展.....	21

表 目 录

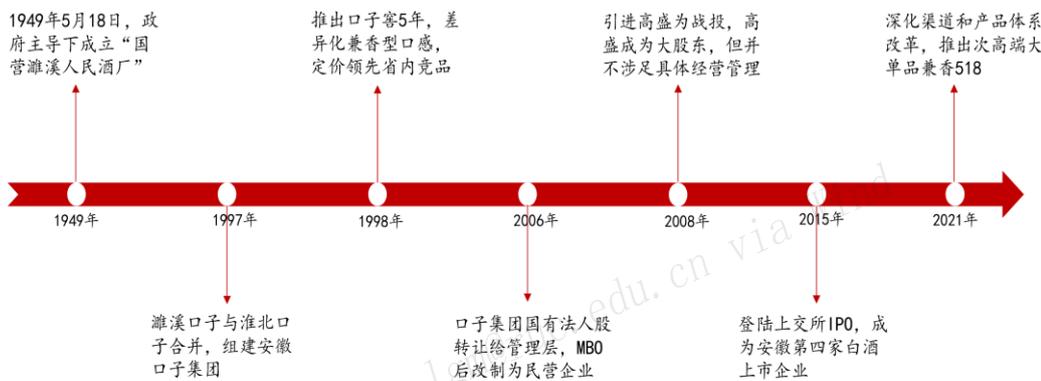
表 1: 公司管理层持股情况.....	2
表 2: 各档次白酒量级空间测算.....	8
表 3: 安徽省内各价格带市场情况.....	9
表 4: 公司历史上斩获荣誉无数.....	13
表 5: 口子窖酒是兼香型白酒典范.....	14
表 6: 口子窖独特酿造工艺.....	14
表 7: 公司产品矩阵情况.....	15
表 8: 公司产能建设情况.....	16
表 9: 大商制与深度分销模式对比.....	17
表 10: 公司渠道改革措施及成效.....	20
表 11: 兼香 518 相关介绍.....	20
表 12: 分业务收入及毛利率情况.....	22
表 13: 绝对估值假设条件.....	23
表 14: FCFF 估值结果.....	24
表 15: 可比公司估值.....	24
附表: 财务预测与估值.....	25

1 兼香型领军品牌，改革焕新向上可期

1.1 民营体制管理灵活，经营稳健激励充分

口子窖是徽酒金花之一，也是国内兼香型白酒领军品牌，依托较高的品牌定位、真藏实窖的突出品质和兼香型口感特色，公司在竞争激烈的徽酒市场长盛不衰，消费者忠诚度极高。公司品牌底蕴深厚，口子酒业是建国后第一批建厂的白酒企业，前身可追溯至 1949 年 5 月成立的国营濉溪人民酒厂，1997 年在淮北市政府主导下，濉溪口子和淮北口子合并成立口子集团，结束了两厂长期内耗斗争的被动局面；1998 年公司创新推出兼香型特色的口子窖 5 年，2002 年通过体制机制改革，充分调动管理层和优质经销商积极性，实现高速发展；2008 年引进高盛作为战略投资者，2015 年登陆上交所上市；2021 年公司改革节奏提速、力度加大，并推出次高端单品兼香 518，开启发展新征程。

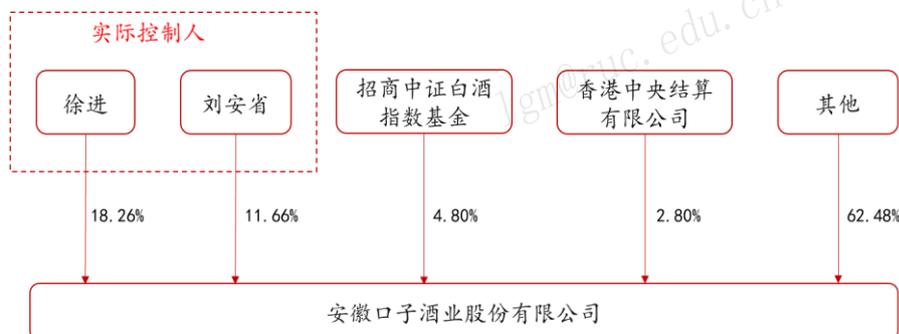
图 1：公司发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

民营体制，股权稳定。公司是民营体制，具有经营自主性高、管理决策灵活的突出优势。董事长徐进和原监事会主席刘安省为公司实际控制人；截止 2021 年三季度，二人分别持有公司 18.26% 和 11.66% 的股权，股权结构稳定。值得重视的是，自 2015 年公司上市以来，董事长兼总经理徐进从未减持公司股权，彰显对公司长期向好发展的坚定信心。

图 2：公司股权结构（截止 2021 年三季度末）



数据来源：公司公告，西南证券整理

管理层激励充分，经验丰富人事稳定。公司高管团队合计持股比例 40% 以上，持股充分且数量较大，股东与管理层利益深度绑定，利于公司长期发展。公司管理层人事稳定，核心管理团队在白酒行业深耕二十余年，经历过行业的兴衰起伏，对行业特点和发展规律有着深刻的理解和认知；此外，核心高管在公司生产或销售条线积淀多年，管理经验十分丰富。

表 1：公司管理层持股情况

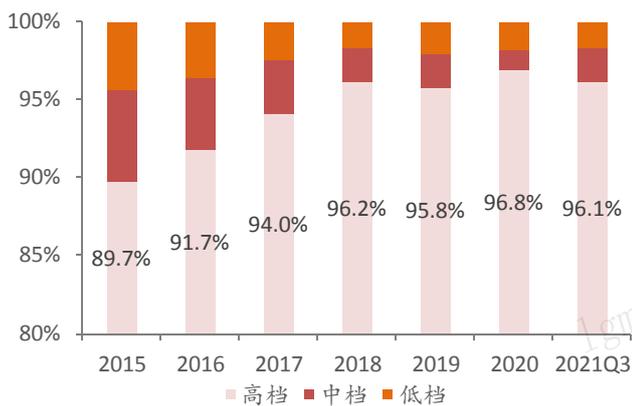
姓名	当前任职	年龄	起始任职时间	持股数量 (万股)	持股比例
徐进	董事长、总经理	56	1997 年	10957	18.26%
刘安省	监事会主席 (离任)	68	1996 年	6997	11.66%
徐钦祥	董秘、副总经理	51	1997 年	998	1.66%
范博	副总经理、财务总监	55	1997 年	1097	1.83%
黄绍刚	副总经理	53	1997 年	1241	2.07%
周图亮	监事会主席	57	1997 年	998	1.66%
朱成寅	副总经理	55	1997 年	1056	1.76%
段炼	总经理助理	59	1997 年	954	1.59%
聂基辉	总经理助理	44	2004 年	216	0.36%
詹玉峰	总经理助理	48	2003 年	—	—

数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 业绩稳健增长，产品结构优化

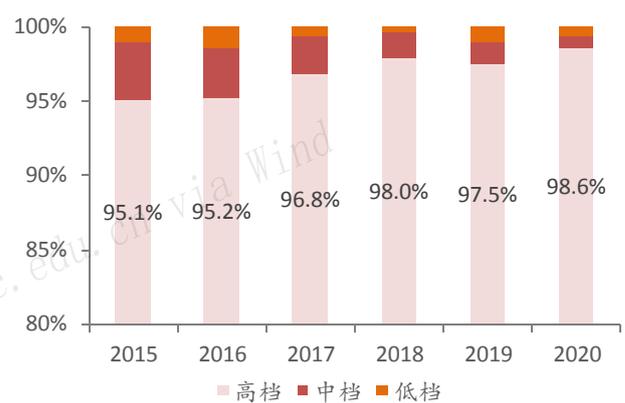
高档酒占据绝对主导，产品结构持续优化。公司拥有高、中、低档全系列产品，产品矩阵完备，可充分满足各类型客户需求。受益于消费升级和公司主动培育，高档酒（口子窖系列）贡献比重持续提升，高档酒收入、毛利占比分别由 2015 年的 89.7%、95.1% 提升至 2021Q3 的 96.1%、98.6%，产品结构持续优化。

图 3：公司 2015 年以来主营业务结构情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

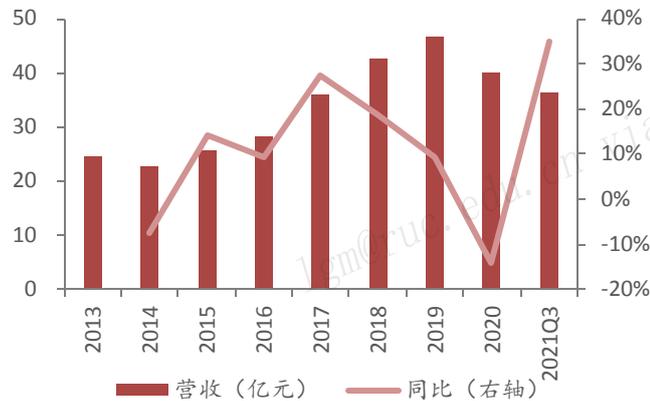
图 4：公司 2015 年以来主营业务毛利情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

业绩情况：2013-2015 年白酒行业深度调整期间，名优白酒收入和利润显著承压，公司产品以大众消费为主，且拥有扎实的省内基地市场，收入端总体平稳。2016 年以来，受益于消费升级和徽酒主流价位提升，公司充分受益实现高速增长，2015-2019 年收入端复合增速达 15.6%；利润端方面，受益于结构优化和直接提价，2015-2019 年公司归母净利润复合

增速为 32.4%，盈利能力不断增强。2020 年受突发疫情影响，公司收入和利润端阶段性承压；考虑到 2020 年基数较低不具备可比性，以未受疫情影响的 2019 年为基准，21H1 收入较 19H1 收入有所下滑；然而值得重视的是，得益于改革成效显现叠加兼香 518 增量，2021 年单三季度较 2019 年同期收入增长达 32.4%，收入端拐点向上明显，未来持续增长可期。

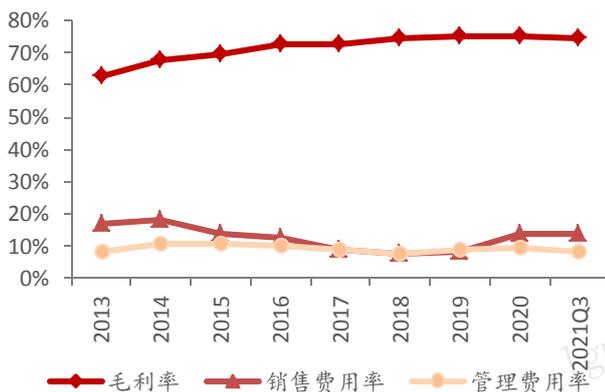
图 5：公司 2013 年以来营收及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

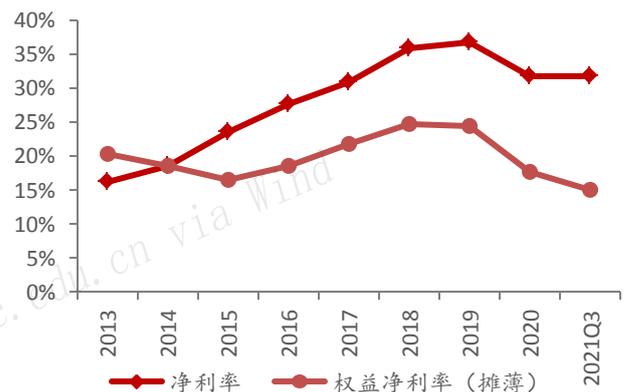
图 6：公司 2013 年以来归母净利润及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

盈利能力情况：受益于结构升级和直接提价，公司毛利率从 2013 年的 62.9% 提升至 2021Q3 年为 74.6%；当前徽酒主流价位加速升级，叠加兼香 518 放量良好，公司毛利率有望进一步提升。费用率方面，2014-2018 年公司销售费用率边际递减；伴随着公司赞助央视《品牌强国工程》，开拓团购渠道前置性费用投入，销售费用率从 2018 年的 7.8% 上升至 2021Q3 为 13.6%。净利率方面，公司净利率由 2013 年的 16.3% 提升至 2019 年的 36.8%；2020 年至今，疫情扰动下市场竞争有所加剧，公司净利率从 2019 年的 36.8% 降至 21Q3 的 31.7%，盈利能力短期有所承压。

图 7：公司 2013 年以来毛利率、销售费用率、管理费用率


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：公司 2013 年以来销售净利率和权益净利率


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 受益消费升级，区域名酒产品结构持续优化

本轮白酒复苏以来，居民健康意识和品牌意识快速崛起，“少喝酒，喝好酒”的消费理念逐步成为全社会共识。在上述因素驱动之下，当前规模以上白酒企业产量持续下降，行业呈挤压式增长，各档次白酒间分化加剧，具体表现为名优白酒量价齐升，中低端白酒销量持续萎缩，市场份额加速向名酒集中。随着居民人均可支配收入的提高和白酒主流消费价格带的稳步上移，区域性名酒纷纷发力次高端和中高端产品，推动产品结构不断优化。在行业挤压式增长大背景下，区域龙头依托品牌和渠道优势，将持续享受消费升级和市场份额集中的红利。

2.1 行业呈挤压式增长，区域名酒产品结构优化

2.1.1 行业呈挤压式增长，集中度加速提升

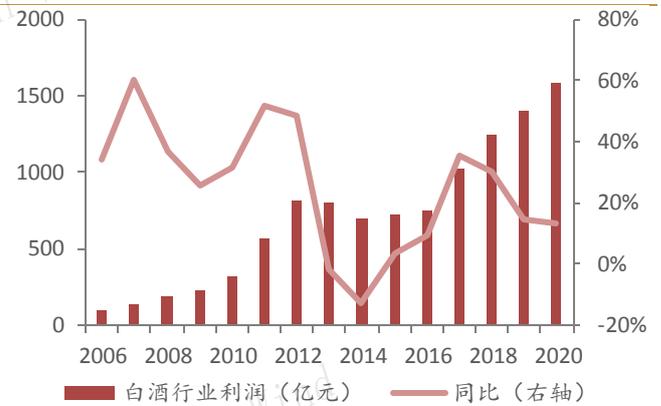
行业呈挤压式增长，结构升级态势明显。2002-2012年是白酒行业量价齐升的黄金十年，在此期间营收、利润均保持双位数以上高增长，2013-2015年因“限制三公消费”和“反腐”政策冲击，行业进入三年深度调整。2016年前后去渠道库存较为理想，行业弱复苏，挤压式增长明显，随着居民收入提升和大众消费崛起，名酒白酒带动行业增长；从利润端看，受益于产品结构升级和名优白酒直接提价，行业利润增速显著高于营收增速，盈利能力持续增强。

图 9：2006 年以来规模以上酒企营收总额及增速



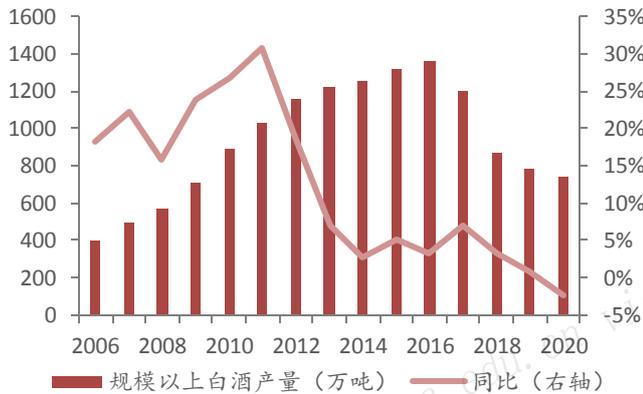
数据来源：国家统计局，西南证券整理。注：增速为规模以上酒企可比口径计算

图 10：2006 年以来规模以上酒企利润总额及增速

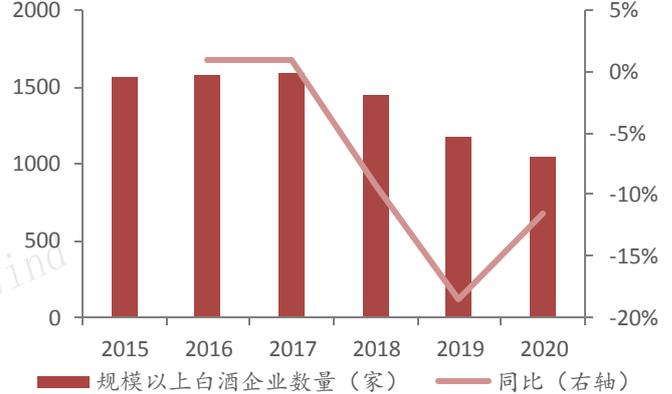


数据来源：国家统计局，西南证券整理。注：增速为规模以上酒企可比口径计算

白酒产量见顶回落，业内竞争占据主导。2002-2012年是白酒行业的黄金十年，行业规模快速扩容；白酒行业三年深度调整之后，居民品牌和健康意识快速崛起，“少喝酒，喝好酒”成为全社会共识。伴随“限制三公消费”及“严查酒驾”等，白酒消费更加理性，规模以上白酒企业产销量见顶回落；2020年规模以上白酒产量（可比口径）为 741 万吨，同比 -2.5%；规模以上白酒企业数量由 2015 年的 1563 家减少至 2020 年为 1040 家，行业已转变为存量市场，业内竞争占据主导，且竞争态势愈发激烈。

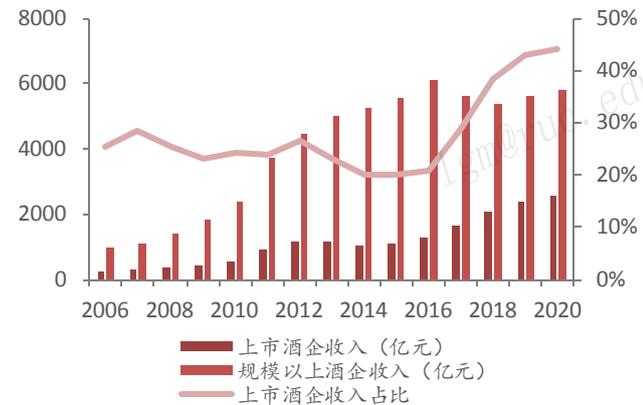
图 11：我国规模以上酒企白酒产量及增速


数据来源：国家统计局，西南证券整理

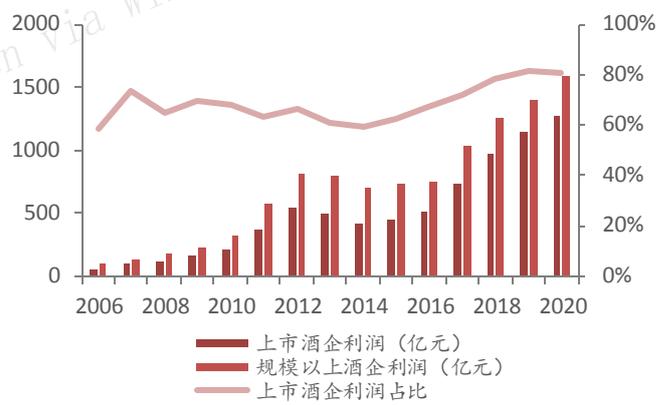
图 12：我国规模以上酒企数量及增速


数据来源：国家统计局，西南证券整理

结构性繁荣特征明显，名优白酒市占率快速提升。本轮白酒复苏以来，“弱增长，强分化”的结构性繁荣特征十分明显。在此背景下，名优白酒品牌和渠道优势越发明显，市场份额加速向名优白酒集中。白酒上市公司（多为名优白酒）的收入和利润市占率分别从 2015 年的 20%、62% 提升至 2020 年的 44%、81%。特别是自 2017 年以来，在居民消费升级步伐显著加快的背景下，名优白酒迎来爆发式增长，上市公司份额占比快速提升。

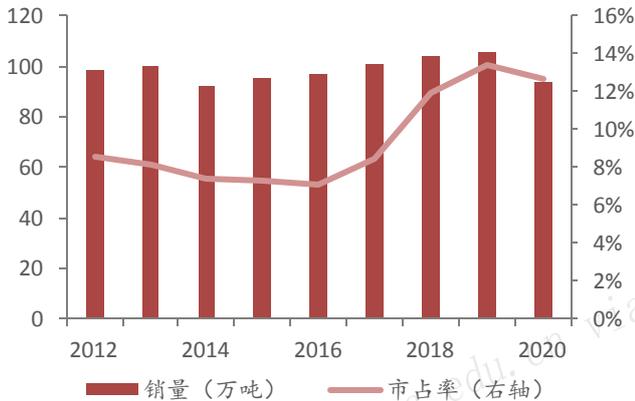
图 13：上市酒企、规模以上酒企营收及占比情况


数据来源：国家统计局，公司公告，西南证券整理

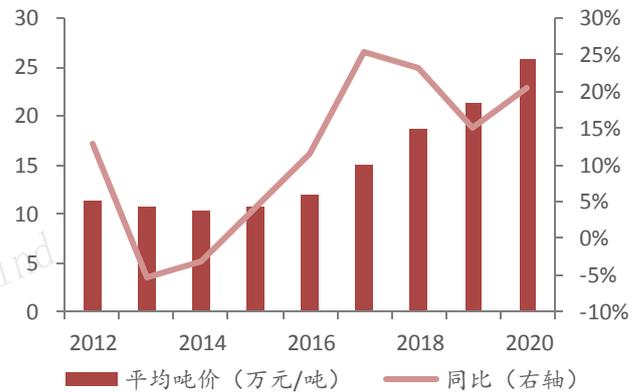
图 14：上市酒企、规模以上酒企利润及占比情况


数据来源：国家统计局，公司公告，西南证券整理

名酒销量占比依然较低，未来提升空间广阔。2020 年上市酒企销量（不含顺鑫）市占率仅为 12.7%（剔除顺鑫原因主要系其产品多为低端酒且在上市酒企销量占比超 40%，剔除之后能够更好反映销量和吨价发展趋势），名酒销量占比依然较低，未来提升空间广阔。上市酒企（不含顺鑫）销量由 2015 年的 95.1 万吨提升至 2019 年为 105.5 万吨，年均复合增速为 3.4%；2020 年由于疫情冲击，上市酒企销量仅为 93.8 万吨。与此同时，受益于直接提价和产品结构升级，平均吨价由 2015 年的 10.8 万元/吨稳步提升至 2020 年为 25.8 万元/吨，年均复合增速达 19%。

图 15: 除顺鑫外其他上市酒企销量及市占率


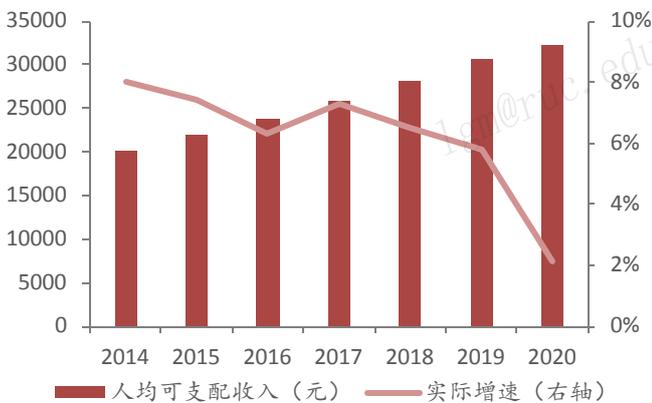
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 16: 除顺鑫外其他上市酒企平均吨价及增速


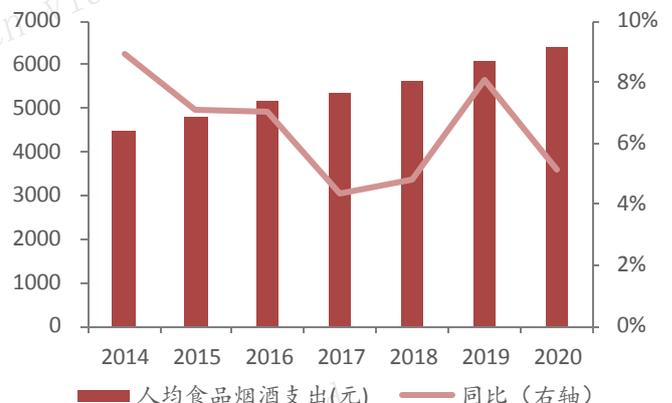
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2.1.2 居民收入稳步提升, 消费升级如火如荼

随着中国经济快速发展, 城镇居民人均可支配收入和人均食品烟酒支出稳步提升。最近五年居民人均可支配收入增速 7%左右, 居民收入的稳步提升为消费升级奠定坚实基础。与此同时, 居民人均食品烟酒支出从内 2014 年的 4494 元稳步提升至 2020 年的 6397 元, 年化复合增速为 6.1%, 保持较快增长。

图 17: 2014-2020 年居民人均可支配收入及增速


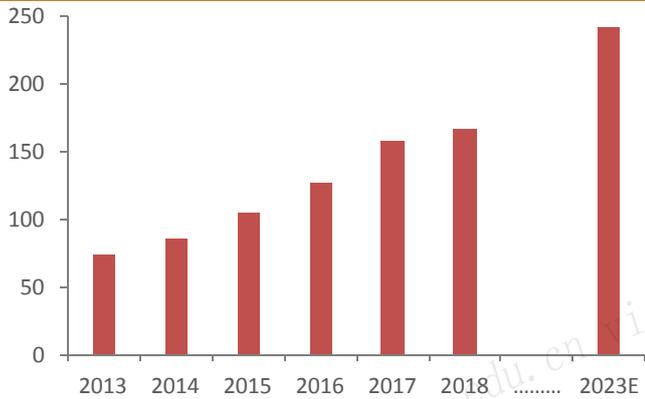
数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

图 18: 2014-2020 年人均食品烟酒支出及增速


数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

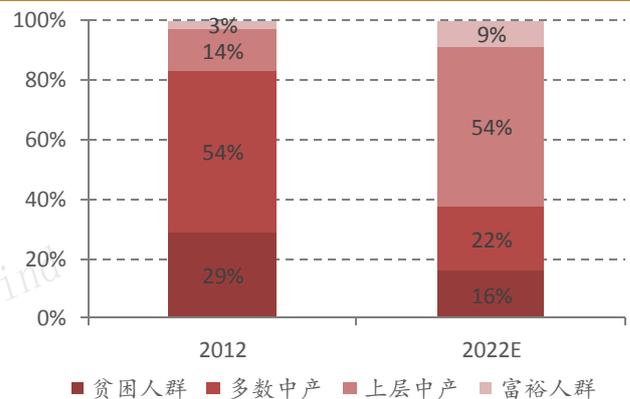
过去十年中国经济快速发展, 带动高净值人群和中产阶级人群快速壮大。以可投资资产 1000 万人民币作为高净值人群标准, 我国高净值人群数量由 2010 年的 73 万人爆发式增长至 2018 年 167 万人, 预计 2023 年将达到 241 万人, 2018-2023 年 CAGR 为 7.6%。与此同时, 随着经济转向高质量发展, 第三产业占比稳步提升, 更多高收入岗位涌现, 驱动中产及富裕群体持续壮大, 预计 2022 年富裕人群和上层中产所占比例相较于 2012 年均有较大幅度提升。

图 19: 2013 年以来我国高净值人群数量 (万人)



数据来源: 波士顿咨询, 中国产业信息网, 西南证券整理

图 20: 2012 年、2022 年各财富阶层人群占比

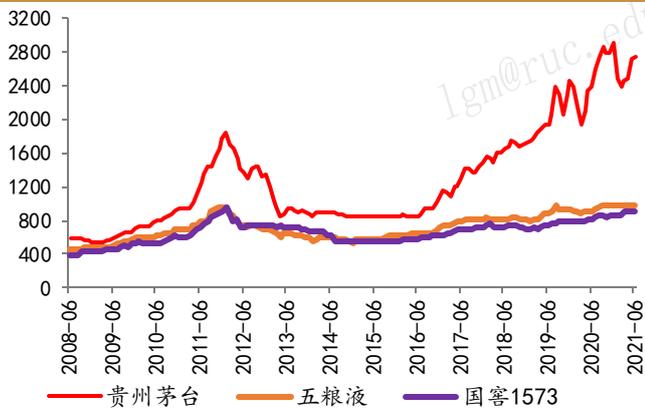


数据来源: 波士顿咨询, 中国产业信息网, 西南证券整理

2.1.3 区域名酒产品结构持续优化, 市场增长空间广阔

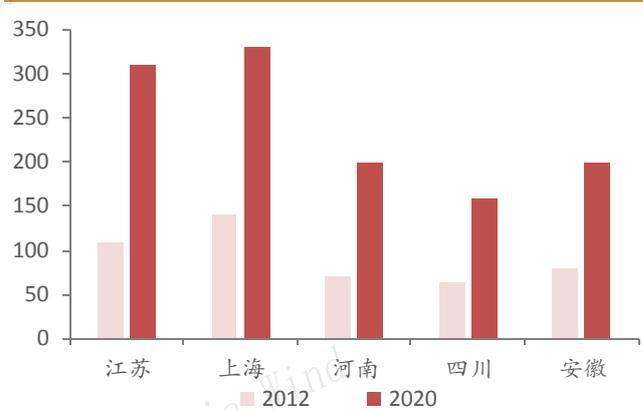
在居民收入提高和财富阶级壮大的背景下, 中高档白酒消费升级如火如荼。本轮复苏以来, 高端“茅五泸”一批价不断走高, 高端白酒的提价为次高端和中高端白酒价格上升打开了空间。在全国范围来看, 主流婚宴用酒价格升级至 150-300 元。在江浙沪等经济发达地区, 婚宴、商务聚餐用酒已升级到 300 元以上次高端价格带; 中西部白酒消费大省地级市主流价格带在 150-200 元之间, 省会主流消费价格带已提升至 200 元以上。

图 21: 2008 年以来高端“茅五泸”一批价



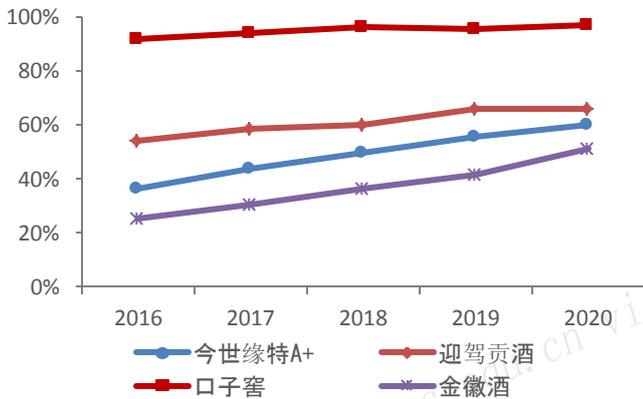
数据来源: 渠道调研, 西南证券整理

图 22: 部分代表地区白酒主流价格带变化

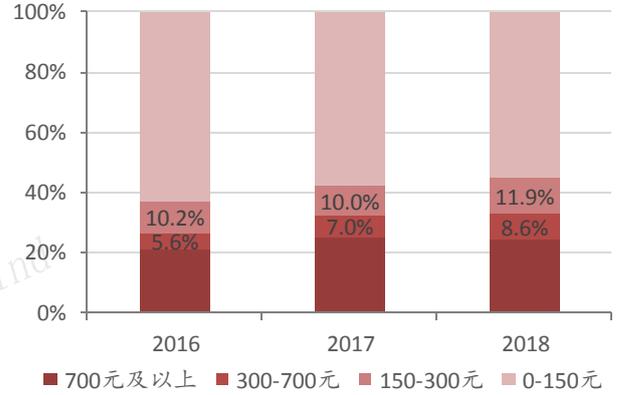


数据来源: 酒业家, 微酒, 西南证券整理

在高端“茅五泸”提价和省内主流价格带上移双重作用下, 区域性名酒企业加快产品结构升级的步伐。从价的角度看, 通过直接提价和产品结构升级, 平均吨价稳步上移; 从量的角度看, 随着各区域主流价格带上移, 过去中低端消费需求转移至中高端、次高端, 由此带来量的增长。自 2016 年以来, 区域名酒产品结构持续优化, 中高端白酒占比稳步提升。在全国现代商超中, 区域名酒集中发力的 150-300 元的中高端价格带, 300-700 元次高端价格带份额占比稳步提高, 区域性名酒消费升级态势良好。

图 23：2015 年以来部分区域酒企中高档产品结构情况


数据来源：公司公告，西南证券整理。注：各家酒企划分中高档产品的标准并不相同

图 24：2016-2018 年全国现代商超中白酒分价位份额占比情况


数据来源：尼尔森，糖酒快讯，西南证券整理

区域名酒发力次高端和中高端价格带，一方面通过积极布局 300-800 元次高端价格带，把握次高端快速扩容的机会；另一方面随着主流价格带上移，100-300 元价格带将小幅扩容，区域强势名酒依托品牌和渠道优势，持续攫取中小酒企的市场份额。从定量测算来看，预计 2020-2025 年次高端、中端分别有 156%、10.4% 的增长空间，各档次白酒市场空间定量测算如下：

表 2：各档次白酒量级空间测算

	2020 年	2025E	年均复合增速	累计增长空间
高端白酒（800 元以上）				
销量（万吨）	7.5	11.5	9%	
单价（万元/吨）	200	280.5	7%	
销售额（亿元）	1500	3237	16.6%	115.8%
次高端白酒（300-800 元）				
销量（万吨）	10	15.7	15%	
单价（万元/吨）	60	81.4	5%	
销售额（亿元）	600	1540	20.8%	156.0%
中端白酒（100-300 元）				
销量（万吨）	95	95	0%	
单价（万元/吨）	20	22	2%	
销售额（亿元）	1900	2097	2.0%	10.4%
低端白酒（100 元以下）				
销量（万吨）	670	513	-4.0%	
单价（万元/吨）	3	3.2	2.0%	
销售额（亿元）	1836	1652	-2.1%	-10.0%
合计				
销量（万吨）	741	635	-3.0%	-14.3%
销售额（亿元）	5836	8526	7.9%	46.1%

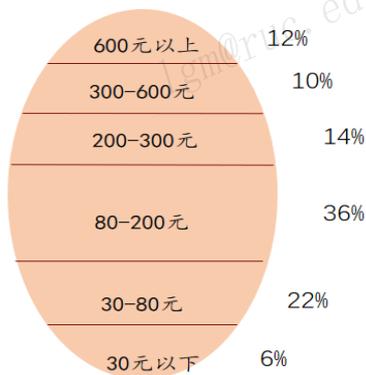
数据来源：国家统计局，微酒，西南证券整理

2.2 徽酒市场升级空间广阔，一超两强格局初定

2.2.1 本土品牌强势，价格带错位竞争

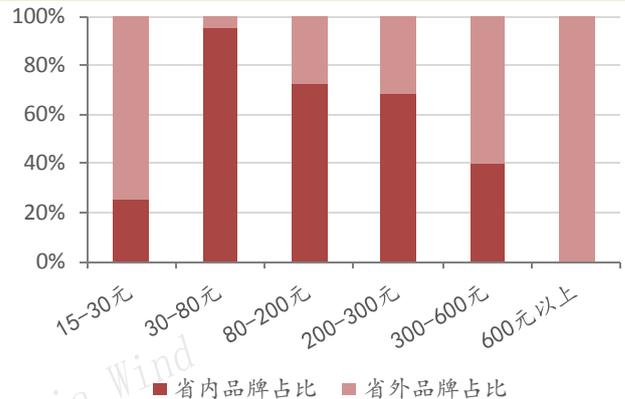
徽酒产品结构呈橄榄球型，本土品牌较为强势。安徽作为半封闭的市场，当前徽酒市场消费结构呈橄榄球型，其中 80-200 元份额达 36%，次高端及以上占比仅为 22%。徽酒本土品牌在 30-300 元价格带具有绝对优势，具体原因如下：1) 当地消费者对本土品牌从小耳濡目染，地缘情结浓厚；2) 一方面本土品牌在省内市场长期精耕细作，垄断 30-300 元价格带省内优质经销商资源；另一方面徽酒企业通过买断，免费铺货等手段狙击进入的省外品牌。

图 25：安徽白酒市场各价格带份额占比情况



数据来源：公司公告，微酒，西南证券整理

图 26：安徽白酒市场各价格带省内、省外品牌占比情况



数据来源：公司公告，微酒，西南证券整理

徽酒市场竞争激烈，各价格带错位竞争。安徽白酒市场素来竞争激烈，从白酒行业“东不入皖，西不入川”的行话就可见一斑。由于品牌力和渠道力的差异，省内、省外品牌占据不同价格带，错位竞争明显，其中茅台、五粮液、国窖占据 800 元以上价格带；兼香 518、口子 20 年、古 20/16、洋河梦、剑南春等品牌力和渠道力优秀的次高端主导 300 元以上价格带；古 5/8、口子 6/10、洞 6/9 等省内强势品牌主导 80-300 元主流价格带；迎驾银星、宣酒、高炉家等品牌占据 30-80 元价格带；牛栏山、老村长、金种子等占据 30 元及以下价格带。

表 3：安徽省内各价格带市场情况

价格带	省内容量 (亿元)	市场竞争特点	代表品牌
600 元以上	35	省内龙头品牌力欠缺,该价格带基本被全国一线名酒占据	飞天茅台、普五、国窖 1573 等
300-600 元	35	全国性次高端名酒份额较大,省内龙头积极布局,古 20 快速放量	古 16/20、剑南春、洋河天/梦、青花汾酒、口子 10/20、洞藏 16/20 等
200-300 元	40	省内龙头品牌和渠道力都占优势,占据主要市场份额	古 8、洞藏 9、初夏、洋河海之蓝、郎酒等
80-200 元	105	需要一定的品牌力和渠道力,绝大部分市场份额被省内领军企业占据	口子 5/6、迎驾金星、洞藏 6、古井献礼版等
30-80 元	65	价格带密集,品牌分散,主要依靠渠道,省内二三线酒企占据大部分市场份额	汾酒、迎驾银星、百年迎驾贡、宣酒、高炉家等
30 元以下	18	利润率较低,主要被省外低端酒占据	牛栏山、老村长、枝江酒等

数据来源：佳酿网，微酒，西南证券整理

徽酒企业数量众多，三大区域特点鲜明。安徽历来是白酒产销大省，省内白酒企业数量众多，且散布于省内各个地级市，省内皖北、皖中、皖南这三大区域经济基础和消费特点各不相同，因此徽酒品牌呈现分区域占有的市场竞争格局。除古井贡酒和口子窖渠道覆盖全省所有地级市以外，其他省内酒企一般都是以公司所在地以及附近区域为大本营，在深耕大本营的基础上，再缓慢向省内其他区域扩张。

图 27：徽酒企业所在地级市



数据来源：酒业家，西南证券整理

图 28：省内分区域白酒消费特点

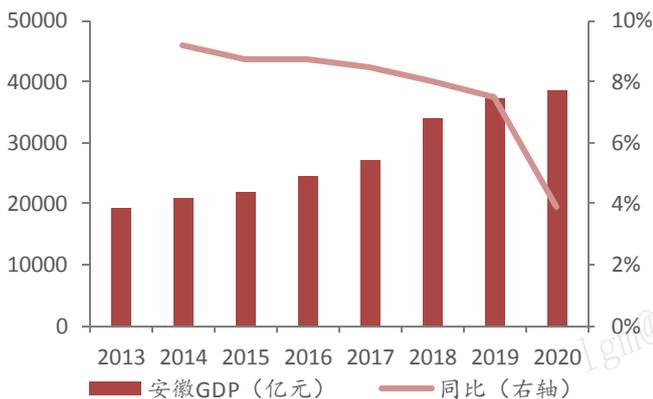
	市场特点	主流价格带
皖北	饮酒量大，人口基数大，市场容量大，经济基础弱	60-120元
皖中	政商务消费量大，市场容量大，省会经济基础较好	80-200元
皖南	饮酒量较小，人口基数小，整体市场容量偏小	80-130元

数据来源：佳酿网，糖酒快讯，西南证券整理

2.2.2 主流价格带稳步上行，省内消费升级空间广阔

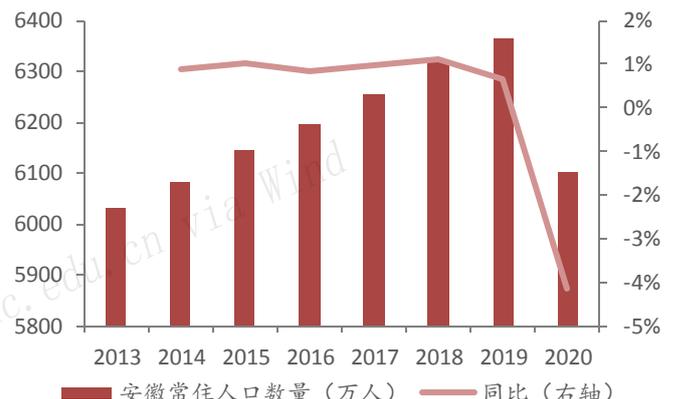
近年来安徽经济发展态势良好，2016-2020 年连续五年 GDP 增速均显著高于全国平均水平，2020 年疫情冲击下安徽省 GDP 仍实现 3.9% 的较快增长，居民消费升级基础扎实。与此同时，安徽省内常住人口总数从 2010 年的 5950 万人逐步增长至 2020 年的 6103 万人，总体呈现正增长，白酒基础消费人群稳中有升。在经济稳中向好和人口增长的共同作用下，省内白酒消费升级空间广阔，市场容量将保持稳步扩容。

图 29：2013 年以来安徽省 GDP 及增速



数据来源：国家统计局，西南证券整理

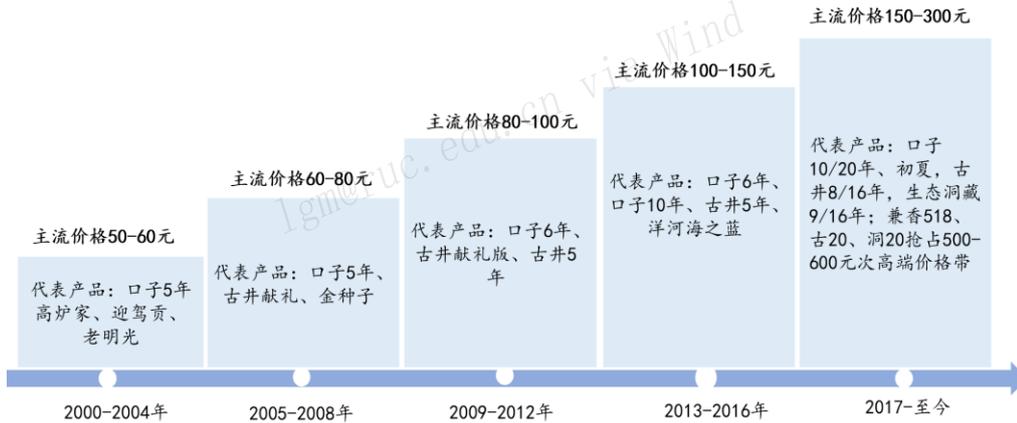
图 30：2013 年以来安徽省年末常住人口数量及增速



数据来源：国家统计局，西南证券整理。注：安徽 2020 年人口数据来自第七次人口普查公报，统计口径或有所差异。

省内主流价格带稳步提升，产品升级需紧跟潮流。随着安徽省经济快速发展和人均可支配收入的提升，过去 20 年省内白酒主流价格带持续上移。主流价格带的变迁伴随着品牌的崛起和落寞，20 世纪初高炉家还是省内龙头，由于没有及时进行产品结构升级而后落寞；当前省会合肥白酒消费主流价格带已经站上 200 元，在省会市场的带动下，未来将有更多地级市向合肥看齐。

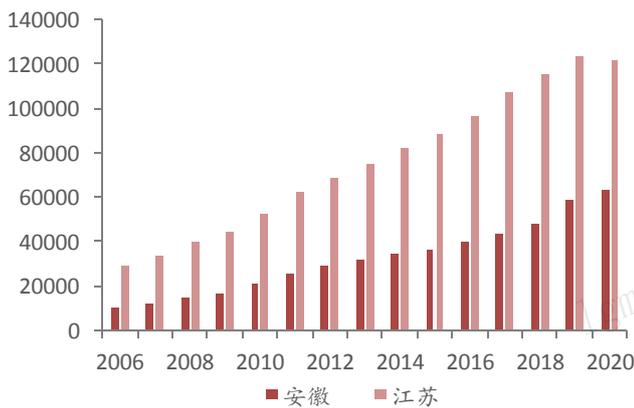
图 31：2000 年以来安徽主流价格带情况



数据来源：酒业家，微酒，西南证券整理

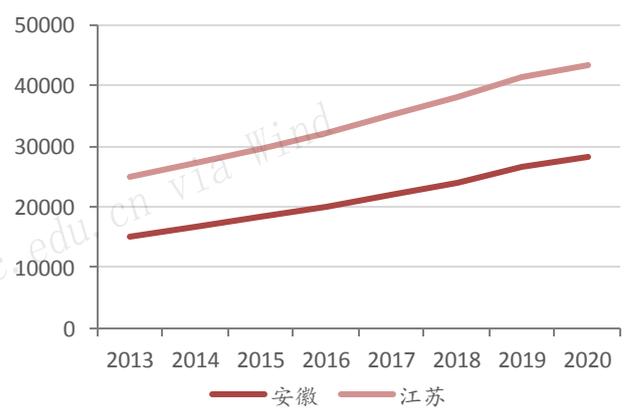
参考苏酒市场，安徽消费升级空间巨大。江苏和安徽同为白酒消费大省，两者地缘相近，饮酒风俗与文化相似，江苏的消费升级路径可供安徽参考。从居民人均可支配收入看，江苏领先安徽 6-7 年左右，2018 年江苏白酒主流消费价格带到达 300 元大关，预计在 2025 年安徽主流价格带有望升至 300 元左右。从消费结构上看，当前江苏省次高端及以上白酒占比为 44%，而同期安徽省次高端及以上比重仅为 22% 左右，伴随着安徽省经济持续高增长，白酒消费结构将向当前江苏市场看齐，产品结构升级空间广阔。

图 32：2006 年以来安徽、江苏人均 GDP (元)



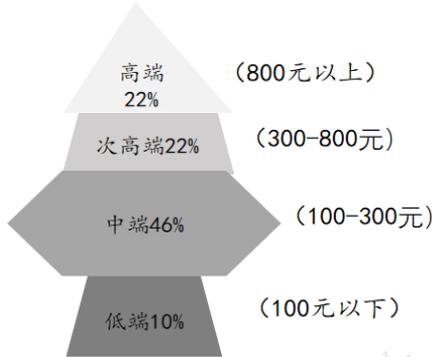
数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 33：2013 年以来安徽、江苏居民人均可支配收入 (元)



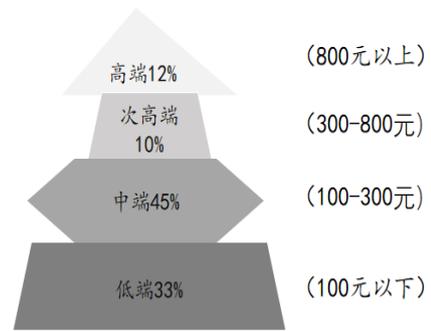
数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 34：江苏市场产品结构情况



数据来源：云酒头条，微酒，西南证券整理

图 35：安徽市场产品结构情况

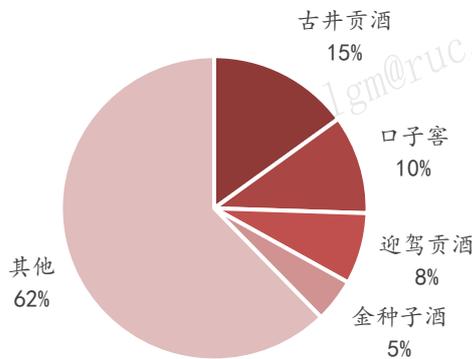


数据来源：云酒头条，微酒，西南证券整理

2.2.3 省内竞争格局逐渐清晰，一超两强格局初定

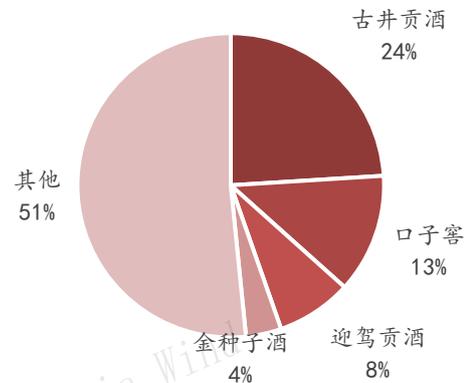
行业挤压式增长的大背景下，徽酒市场竞争有所加剧，地方中小酒企承压明显，市场份额加速向龙头集中。2016-2020年古井贡酒、口子窖的市场份额有不同程度上升，其中古井贡酒份额提升幅度最大，是省内份额集中的最大受益者。与之形成鲜明对比的是，金种子酒由于产品结构升级滞后，市场份额下滑明显。当前省内 CR3 市场份额尚不到 50%，龙头市占率提升空间广阔，在强者恒强的规律下，省内龙头将继续依托品牌和渠道优势进一步挤压二三线酒企份额。

图 36：2016 年安徽本土品牌省内市场份额



数据来源：公司公告，微酒，西南证券整理

图 37：2020 年安徽本土品牌省内市场份额

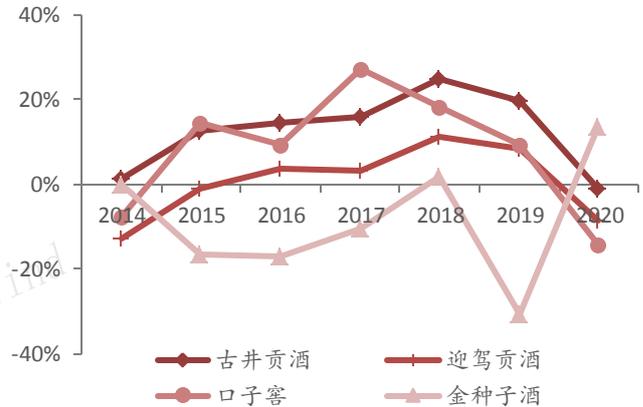


数据来源：公司公告，微酒，西南证券整理

近年来徽酒市场分化加剧，2019年古井贡酒营收破百亿大关，营收已是口子窖、迎驾贡酒两倍左右，一超格局已然形成；迎驾贡酒2021年前三季度表现出色，口子窖2021年三季度边际向好趋势明确，两强格局十分稳固。与之形成强烈对比的是，以金种子酒为代表的省内二三线酒企产品升级较为滞后，收入和利润持续承压，市场份额持续被省内龙头攫取。

图 38：2014-2020 年安徽白酒上市公司营收（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 39：2014-2020 年安徽白酒上市公司同比增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

3 品牌、产品、渠道基础扎实，蓄势待发正当时

3.1 品牌端：兼香型领军品牌，消费者忠诚度高

品牌底蕴深厚，斩获荣誉无数。濉溪是汴河与淮河交汇处，俗称口子，而后逐渐形成口子镇，口子酒因地而得名。濉溪口子镇位于地处北纬 33 度的黄淮腹地，四季分明、雨水充沛，温润的气候孕育了适合酿酒的五谷原粮及微生物菌群，造就了兴盛的酿酒产业。安徽濉溪自古以来就是酒业重镇，酿酒历史追溯千年，唐代文豪白居易游览濉溪留下“淮水清怜红鲤肥，相扶醉踏落花归”的赞美之诗。公司前身“国营濉溪人民酒厂”成立于 1949 年，1959 年口子酒献礼国庆十周年，进入国宴用酒序列，周总理将口子酒作为礼品赠送外宾，口子酒在 1972-1975 年全省酿酒企业优质酒评比中蝉联头名，2005 年“口子”商标于成为中国驰名商标。公司历史底蕴深厚，在安徽品牌知名度极高，素有“隔壁千家醉，开坛十里香”的美誉。

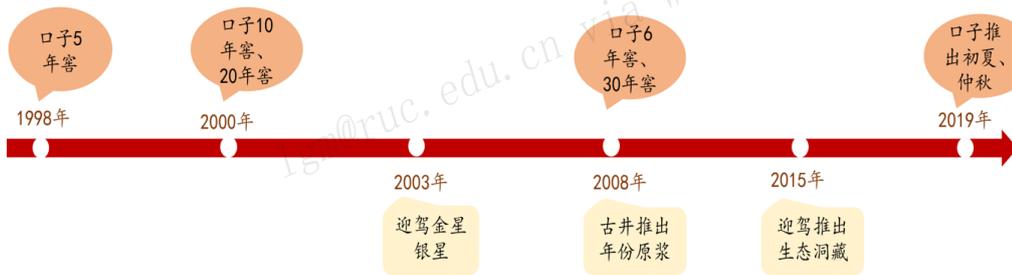
表 4：公司历史上斩获荣誉无数

时间	获得荣誉
1955 年	濉溪口子酒夺得全国第一届酿酒会议甲级酒类第五名
1972-1975 年	口子酒在连续 4 年全省酿酒企业优质酒评比中被评为优质酒第一名
1984 年	口子酒获得全轻工系统酒类质量大赛金奖
2002 年	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	国家工商总局商标局认定“口子”商标为中国驰名商标
2006 年	“口子”商标被国家商务部认定为“中华老字号”
2007 年	《地理标志产品口子窖酒》国家标准通过审定，并于 2007 年 9 月 19 日批准发布
2009 年	中国标准化管理委员会批准公司作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
2015 年	口子窖酒被中国食品工业协会授予“1985-2015 中国白酒历史标志性产品”称号
2018 年	口子酒业荣膺“改革开放 40 年中国酒业功勋企业”奖

资料来源：公司官网，西南证券整理

核心品牌创立较早，高端定位深入人心。在 1997 年两厂合并之时，口子酒业以生产低端酒为主，难以形成差异化特点。两厂合并后，新任管理层与咨询公司合作，进行产品创新，于 1998 年底推出定价 68 元的口子窖 5 年，随后推出口子窖 10 年/20 年搭建起完整的产品矩阵。与此同时，口子窖年份系列上市之初就定位中高端政商务用酒，产品定价和品牌定位领先同期省内竞品。公司坚持“真藏实窖、诚待天下”的理念，精粹酒质始终如一，品质口碑极佳，积累了一大批忠实消费者。

图 40：徽酒三甲核心品牌推出时间



数据来源：公司公告，西南证券整理

兼香型领军品牌，契合多元化香型趋势。公司是兼香型白酒的典型代表，上世纪九十年代徽酒市场以浓香酒为主，市场竞争空前激烈。基于此，公司独辟蹊径进行香型创新，独创“一步法兼香工艺”，于 1998 年推出兼香型口子窖 5 年。兼香型白酒融合浓香、酱香等多种香型口感，形成“前浓、后酱、中间清、空杯留香”的大兼香特色，与其他香型白酒差异化竞争，拥有别具一格的品牌和口感标签，契合当前多元化香型的发展趋势。依托优越的自然环境和独特的酿造技艺，2002 年口子酒业成为国内首个获得“地理标志产品保护”的兼香型白酒品牌，2009 年口子酒业成为兼香型白酒分技术委员会秘书处承担单位，奠定其“多曲并用、自然兼香”的兼香品类领军品牌定位。

表 5：口子窖酒是兼香型白酒典范

香型区分	口感特征	相关品牌
酱香型	酱香突出，幽雅细腻，酒体醇厚，回味悠长，香而不艳，低而不淡	贵州茅台
浓香型	窖香浓郁，绵甜甘冽，香味协调，尾净余长	五粮液、泸州老窖、洋河
清香型	清香醇正，诸味协调，醇甜柔和，余味爽净，甘润爽口	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，甘润挺爽，诸味谐调，尾净悠长	西凤酒
馥郁香型	色清透明、诸香馥郁、入口绵甜、醇厚丰满、香味协调、回味悠长	酒鬼酒

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 6：口子窖独特酿造工艺

工艺分类	独特酿造工艺
三多	多粮酿造，多粮制曲，多种曲混合使用，赋予酒体独特的风味特征
一高	“高温润料堆积”发酵工艺，高温堆积可产生特殊的香味，丰富酒体香气
一长	“三步循环贮存法”，贮存于露天酒罐一年、地下酒库一年、勾调后再贮存一年，确保酒体陈化老熟

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2 产品端：产品矩阵完备，结构持续优化

产品矩阵全价位覆盖，稳步推动结构升级。公司产品矩阵包括口子窖系列、口子美酒系列和老口子系列，较好地实现全价格带覆盖。口子窖系列是公司的核心产品，价格区间从90元至千元以上不等；从口子窖系列内部来看，产品矩阵梯次分明而不失聚焦，结构升级非常明显，是公司稳健增长的核心驱动力。口子美酒、老口子系列价位相对偏低，收入体量也相对较小，主要满足乡镇和农村市场日常自饮需求。

表 7：公司产品矩阵情况

产品系列	价格带	产品名称	终端售价（元）	主流销售度数与规格
年份窖藏系列	800元以上	30年	1280	41度/500ml
	次高端价格带 (300-800元)	兼香518	518	51.8度/518ml
		20年	388	41度/500ml
		仲秋	338	50度/500ml
	200-300元 主流升级价格带	10年	288	41度/500ml
		初夏	218	41度/500ml
		90-130元 县级主流价格带	小池窖	130
	6年		120	41度/500ml
5年	90		40.8度/400ml	
口子美酒 老口子系列	90元以下 乡镇级主流价格带	口子美酒（银盒）	45	41度/500ml
		老口子	30	42度/450ml

数据来源：公司公告，京东商城，西南证券整理

高档酒引领增长，产品结构持续优化。受益于消费升级，公司高档酒收入保持较快增长，2015-2019年高档酒收入复合增速达18%；中低档酒由于需求转移而承压明显，同期收入复合增速仅为-6.3%。得益于高档酒的高增长，高档酒占比从2015年的91.7%提升至2019年的95.7%，吨价从2013年的7.5万元/吨提升至2020年的14.3万元/吨，吨价年均复合增速达9.7%，吨价上行驱动毛利率快速提升，产品结构升级明显。展望未来，伴随着徽酒主流价格带加速升级，公司重点布局的初夏、10年/20年、兼香518均将取得较快增长，产品结构升级有望进一步提速。

图 41：2015 年以来高档、中低档酒收入及增速

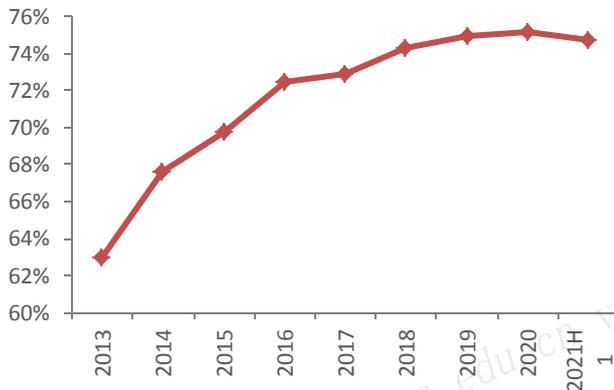


数据来源：公司公告，西南证券整理

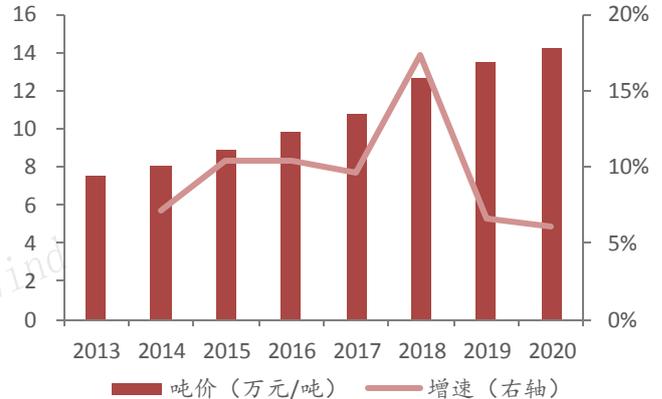
图 42：2015 年以来各档次酒收入及高档酒占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 43：2013 年以来公司毛利率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 44：2013 年以来平均吨价及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

精粹酒质乃立身之本，产能扩张待厚积薄发。兼香型差异化口感，稳定突出的酒质是公司发展立身之本。公司迎合“少喝酒、喝好酒”的消费升级需求，积极推进产能扩张，自 2011 年以来，公司陆续投资建设口子工业园、文化博物馆、产业园等项目，不断扩大原酒产能；公司 2015 年上市募集资金用于优质产能扩建，并引进专业设备提升生产管理水平。当前公司拥有发酵池一万多条，实现年产优质原酒 3 万余吨，原酒储酒 20 余万吨的产能规模。公司 2020 年自筹资金 13.6 亿元用于《大曲酒酿造提质增效项目》，未来可新增原酒产能 2 万吨。伴随着原酒产能和储能的快速扩容，公司酒质有望更上一层楼，为结构升级和抢占市场份额奠定竞争优势。

表 8：公司产能建设情况

相关项目	资金来源	投资额 (万元)	项目概况
优质白酒酿造技改项目	IPO 募集	12932.91	新增原年产 3000 吨普通基酒改建为年产约 3000 吨优质和特级基酒（其中，优质基酒增加 900 吨，特级基酒增加 2100 吨）；并全面更新包装生产线，同时进一步扩大公司的营销网络。
优质白酒陈化老熟和存储项目	IPO 募集	7042.18	
包装线生产技改项目	IPO 募集	16166.50	
营销网络建设项目	IPO 募集	12832.06	
募投资金更改至“退城进区”相关项目	IPO 和自筹资金	43982.65	
退城进区搬迁大曲酒酿造提质增效项目	自筹资金	136038.00	

数据来源：公司公告，西南证券整理

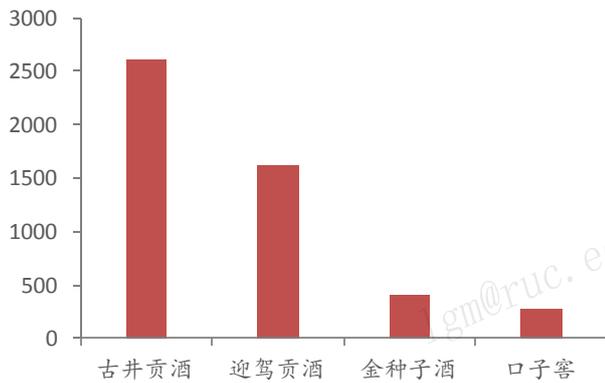
3.3 渠道端：采取大商制模式，渠道稳定性高

渠道以大商制为主，厂商利益深度绑定。徽酒历来以渠道见长，酒企间渠道巷战竞争激烈。从渠道运作模式看，徽酒两大品牌口子窖和古井渠道模式差异较大，口子窖采用大经销商模式，在每个城市只招较少的大商代理，厂家将市场运作、渠道扩张、终端维护等权力下放至大商，并通过设置较低出厂价保障渠道利润。省内同行古井则采取深度分销模式，由厂家主导市场运作和费用投入，经销商仅承担配送商角色，经销商利润率较低。对口子窖而言，大商制模式下管理难度较低，公司销售费用率亦低于竞品，而且较高的渠道利润可充分调动大商积极性；但不可忽视的是，大商会带来渠道掌控力弱，市场精细化水平低等突出弊端。

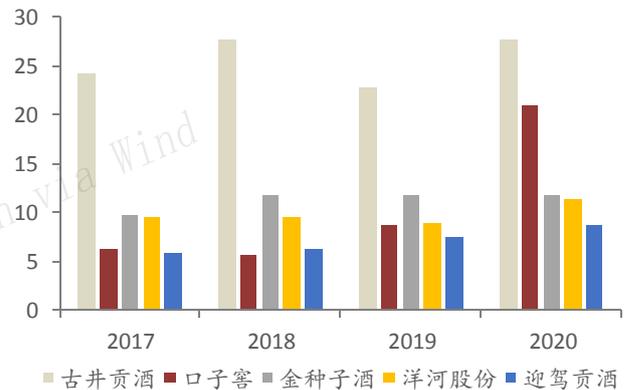
表 9：大商制与深度分销模式对比

	大商制——口子窖模式	深度分销模式——古井贡酒模式
厂商分工	经销商主导销售和控制动销，具有较大自主权，自主开发市场，承担主要费用。	厂家主导市场开发，对于价盘库存和销售政策有绝对的话语权
渠道层级	层级较多	渠道较为扁平
厂家销售人员数量	数量较少	数量较多
对渠道控制力	简政放权，控制力较弱	精细化管理，控制力强
费用投入	经销商承担主要费用	厂家投入费用高
价格模式	裸价模式	半控价模式或控价模式
优点	充分利用经销商的资金，人脉，渠道等资源实现快速扩张，经销商积极性高	厂家对单个经销商依赖程度低，渠道政策执行到位，厂家对终端的反应力和掌控力更强
缺点	对终端控制弱，容易出现窜货	费用投入高，管理难度大，可能影响经销商积极性

数据来源：微酒，云酒头条，西南证券整理

图 45：2020 年徽酒上市公司销售员工数量


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 46：安徽上市酒企及洋河销售员工人均薪酬（万元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司经营风格稳健务实，坚持市场和经销商良性发展，不追求短平快收益。

- **坚守价格刚性：**徽酒市场竞争激烈，良好的价格管控至关重要。公司价格管控能力极强，对于核心主力产品，公司始终坚持价格刚性原则，不对主力产品打折促销（厂家规定的促销酒除外），保障经销商裸价一致；对于渠道窜货乱价等违规行为，公司会对违规者重罚。
- **保障渠道利润：**公司经营稳健，始终注重经销商的利益，一直贯彻顺价销售模式，即便在 13-15 年三年行业深度调整期间，公司仍旧坚守顺价销售政策，是行业中较少始终保持顺价的企业；代理口子窖的综合利润率高于竞品，经销商积极性高。
- **渠道库存良性：**白酒消费会伴随宏观经济等波动，渠道库存会放大经营公司业绩，公司从长远角度出发，坚持“不压货”策略，由经销商根据市场情况自行决定进货数量，库存长年维持在一个月左右的健康水平，经销商违规囤货行为会受到公司的监管和处罚。不压货策略下经销商资金周转率更快，厂家关系更加和谐，公司业绩更加平稳。

部分经销商持股，厂商关系和谐。公司与经销商具有长期合作关系，早在2002年口子集团18名发起人股东召开创立大会之时，江苏天地龙、陕西天驹商贸、安徽黄海商贸、淮北顺达糖酒分别持有公司20%、3%、3%、3%的股权；当前部分大商持有仍持有公司股权，而且大部分经销商与公司合作十年以上，对公司信任度和忠诚度较高，经销商队伍非常稳定，厂商关系较为和谐。

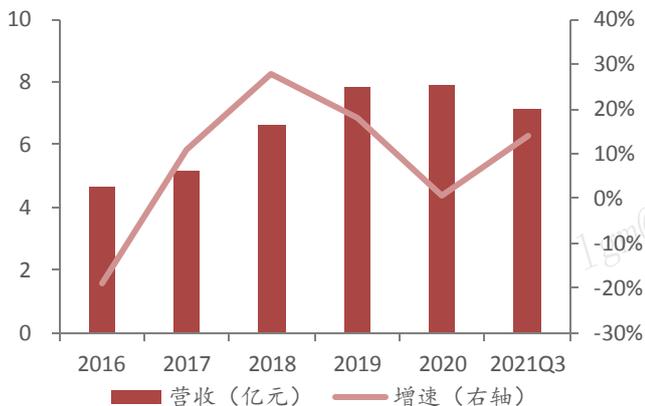
省外市场坚持“一地一策”，开启扩张新征程。2000年初公司凭借“盘中盘”渠道模式和突出的酒质，在白酒黄金十年期间，省外扩张取得较大的突破。行业三年深度调整期间，地产酒企纷纷收缩省外渠道，公司也将发展重心放至省内市场，省外份额逐渐蚕食。2017年之后公司重新开启省外扩张，采用“省内大商外派”模式，在具备消费者基础的市场进行渠道下沉，取得较为突出的效果。此外，本轮省外扩张，公司对经销商的要求更加严格，公司从“意识、实力、队伍、网络、管理”五个方面动态考核管理经销商，选择理念一致的经销商长期合作。在公司努力下，营收从2016年低点的4.7亿元提升至2020年为7.9亿元，省外扩张成效逐步显现。

图 47：公司 2000 年以来省外市场扩张情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 48：2013 年以来省外营收及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 49：2013 年以来省内、省外经销商数量情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

4 深度变革成效初显，厚积薄发向上可期

过去两年，公司市场表现较竞品古井稍显黯淡，主因为：1) 当前白酒行业可谓“剩者为王”，行业进入高手过招时代，公司在品牌投入、产品升级、渠道创新上相对滞后，未能抢占发展先机；2) 古井起势之后，公司反应稍显迟钝，前期改革决心和执行落地较为有限，错过最佳调整时间；3) 不容忽视的是，突发新冠疫情下大商制模式弊端放大，同时扰乱公司渠道和产品调整节奏，客观上造成改革周期延长。

值得重视的是，2019年初公司便积极推动改革，然而突发疫情打断正常节奏；2021年伴随疫情得到有效控制，需求逐步复苏，公司改革加速推进；具体来看：渠道上，公司裂变大商精细化运作，新增团购经销商成效明显，切实推动落地费用，推动渠道扁平化和精细化，皖南和皖北市场调整取得实质突破；产品上，公司理顺产品体系，重点发力初夏、10/20年，聚焦培育518单品享受次高端扩容红利；组织上，公司细化考核指标，完善薪酬制度，推广高价位产品给予特别奖励，回购股权用于股权激励，业务员积极性实质提升，公司推动管理精细化、流程标准化，以组织的力量提升市场开拓效能。

4.1 渠道改革：渠道调整加速推进，厂家管控力实质提升

公司顺应渠道精耕细作的发展潮流，积极改革渠道体系，通过大商裂变、优化渠道结构、细化考核模式、市场费用落地等深度变革，皖南、皖北市场调整成效明显；伴随厂家管控费用，新增团购商等措施，传统大商紧迫感和主动性大幅提升，渠道扁平化和精细化水平显著提高。

- **推动大商裂变：**过去单个大商负责区域较大，由于大商精力及资源有限，导致渠道难以下沉精耕。针对这样的情况，公司推动渠道“1+N”模式，新增小商覆盖空白区域和渠道；与此同时，公司在省内推动区域切分招商，例如将合肥划分为合肥市区、肥东、肥西三个区域，进行区域细化招商；渠道调研反馈，当前除3-4个市场外，绝大部分区域已完成区域细化招商，渠道扁平化程度显著提高。
- **细化经销商考核：**公司过去仅考核经销商整体回款指标，当前公司分价格带、分品项细化考核经销商；经销商代理新品时需要成立新的运营团队；与过去大商可代理全品项不同，当前公司对经销商代理产品的范围瘦身，仅保留经销商运作较好的品项，厂家回收运作不佳的品项代理权，然后进行二次招商。
- **拓展直销和团购渠道：**公司重点发力团购渠道，招募具有优质团购资源的团购商，新增团购商主要代理口子10年、20年、兼香518等较高价位产品，公司旨在充分利用团购商的客情资源，以此更好的进行圈层营销和意见领袖攻坚。此外，公司大力尝试拓展特约直销渠道，以此进一步优化渠道结构。
- **渠道费用切实落地：**公司采用大商制模式，将产品以裸价出给大商，由经销商负责渠道运作和终端管理服务。厂家向渠道的费用投放中，经销商常常因短视而截留市场费用，甚至恶意套取厂家投入的费用。近年来公司升级信息化系统，实现了企业数据流、业务流、信息流的有效对接；当前经销商费用的申请、核销等流程均通过软件线上报批，经销商当前无法截留渠道费用，厂家投入的市场费用可有效落地。

表 10：公司渠道改革措施及成效

	大商制做法	渠道改革措施	取得的成效
代理区域范围	负责一个地级市/县级市	经销区域切分招商	可有效推动渠道下沉精耕，渠道精细化水平提高
代理品项范围	全品项均可代理	考核业务员和经销商特定品项	厂家产品战略有效落地，
渠道结构	传统大商占绝对主导	新增团购商和特约直销渠道	渠道结构多元化，充分利用渠道资源，增加大商紧迫感
费用落地	渠道截留市场费用	利用信息化系统监控	市场费用可有效落地，利于氛围塑造和消费者培育

数据来源：草根调研，西南证券整理

4.2 产品升级：产品体系充分理顺，兼香 518 放量可期

中高价位产品良性增长，结构升级持续。受益于需求复苏和公司主动引导，公司中高价位产品实现较快增长，结构升级良好。具体来看，口子 5/6 年同比略有下滑，小池窖、初夏、口子 10/20 年良性增长，兼香 518 动销良好热度渐起，表现超公司预期，产品结构加速升级。

充分理顺产品体系，局兼香 518 锋芒初现。2020 年初突如其来的新冠疫情打乱公司产品梳理计划，并对初夏和仲秋新品培育推广造成负面影响。2021 年伴随着需求复苏，公司改革节奏提速，当前充分理顺公司产品体系。具体来看：1) 针对塔基的口子 5/6 年，理顺价格体系，保障渠道利润，要求经销商渠道下沉至乡镇市场，保住塔基份额不丢失；2) 针对 200 元主流价位的初夏，公司加大费用投入，签约大量核心终端，增加品鉴会场次，与竞品展开正面竞争；3) 针对高价位的口子 10 年、20 年，公司新增团购商开展圈层营销，增加品鉴会场次，进行消费氛围塑造；4) 公司进一步向上延伸产品线，推出兼香 518 发力 500 元价格带，拔高品牌的同时分享次高端扩容红利。

公司在 2021 年 5 月 18 日正式推出高端新品兼香 518，命名源自口子酒业建厂日，象征着公司由此一路前行，成功谱写中国白酒发展史的辉煌篇章，口子窖品牌也由此一路创新，发展为国家酿酒重点骨干企业，成为兼香型白酒典型代表。公司对兼香 518 赋予极高期望，在产品设计、价格卡位、渠道利润、营销宣传和市场培育上精心设计，志在打造为核心大单品。

表 11：兼香 518 相关介绍

分类	兼香 518 相关介绍
产品概念	兼香 518 取名源自口子酒业建厂日，数字谐音“我要发”，容量 518ml，酒精度 51.8 度，由建厂时百年老窖池专池专酿，包装精致典雅，产品特色鲜明
价格占位	兼香 518 团购出货价为 518 元，定价高于全国性次高端剑南春；此外，兼香 518 精准占位 500 元政商务主流价格带，与 600 元的古 20 和 450 元的洞 20 错位竞争
渠道推力	当前兼香 518 主要导入团购渠道，仅针对性选择部分精品烟酒店导入；渠道利润方面，兼香 518 经销商单瓶利润 60 元以上，渠道推力较强
营销宣传	高空广告资源向兼香 518 倾斜，当前合肥机场、户外广告等换成兼香 518；公司今年赞助的《闪耀安徽》和高尔夫团体赛等活动，均将兼香 518 作为宣传重点
市场培育	兼香 518 目标群体以高端政商务人士为主，公司利用团购经销商开展圈层营销，积极举办品鉴会、口子窖杯高尔夫赛培育核心消费者，以点带面培育消费氛围
发展定位	公司对兼香 518 赋予重要使命，兼香 518 的布局能够完善口子窖产品阶梯式布局，有效提升品牌势能，未来重点培育的大单品

数据来源：公司官网，西南证券整理

占据天时地利，兼香 518 放量可期。兼香 518 的推出意义非凡，看好兼香 518 成为大单品的潜力，主要基于：1) 良好的品牌基础，口子窖有着强大的品牌积淀和消费者认知，基地市场消费者忠诚度极高；2) 公司聚焦资源培育，当前公司将营销资源向兼香 518 大力倾斜，并将其作为业务员和经销商的重要考核指标，3) 渠道推力强，公司先行导入团购渠道，通过圈层营销培育核心领袖，营造产品稀缺性，当前渠道价格体系不透明，渠道利润厚、推力足。

图 50：看好兼香 518 的未来发展



数据来源：草根调研，西南证券整理

4.3 组织变革：细化考核指标，提升激励力度

公司深化组织体系变革，通过细化绩效考核指标、提升员工薪酬、回购股权用于激励等措施，大幅提升管理精细化程度和业务员积极性，具体来看：

1) 细化绩效考核指标。过去公司对业务人员绩效考核相对粗糙，仅侧重考核整体收入完成情况，并未细化考核其他指标，当前该情况已发生根本变化；当前公司业绩考核更加精细化，除考核整体收入指标外，还将考核“品项占比、网点建设、终端服务”等细化指标；员工监管方面，公司通过信息化系统，可精确跟踪业务员终端服务情况，管理精细化程度大幅提升。

2) 提高员工激励力度。过去公司同层级业务员收入差距不大，员工激励力度相对欠缺；2020 年公司大幅提高一线销售人员薪酬，绩效占总工资比重大幅提升，对于超额完成的增量，公司奖励力度显著提升；与此同时，针对口子 20 年、30 年、兼香 518 等高价产品，给予业务人员特别推广奖励，销售人员积极性大幅提升。

3) 回购股权用于激励。公司 2020 年发布公告，将回购股份用于核心骨干激励。当前公司已经回购 313 万股，未来伴随着公司人事调整完毕，股权激励有望顺利落地；本轮股权激励将充分调动业务骨干积极性，释放中长期发展动能。

4) 拟成立合肥营销公司。公司当前在重点市场就地招聘人才，并匹配当地薪资水平，以此更好招揽优秀营销人才；此外，公司计划成立合肥营销公司，省会合肥是信息和人才的交汇中心，成立合肥营销公司可以大幅提升对市场变化的反应速度，从而提升营销管理效率。

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

1) 受益于徽酒主流价格带提升和兼香 518 新品增量，叠加公司渠道和组织体系变革成效逐步显现，预计 2021-2023 年高档口子窖系列销量分别同比增长 22%、9%、8%，吨价分别提升 8%、6%、6%，毛利率分别为 77.7%、78.5%、79.4%；

2) 2020 年受疫情影响，中档酒销量大幅下滑；2021 年受益于需求复苏叠加较低基数，中档酒增速较快；预计 2021-2023 年中档酒销量分别同比增长 35%、0%、0%，吨价分别提升 2%、2%、2%，毛利率分别为 52.3%、52.8%、53.2%；

3) 2020 年受疫情影响，低档白酒销量大幅下滑；2021 年受益于需求复苏叠加较低基数，低档酒增速较快；预计 2021-2023 年低档酒销量分别同比增长 20%、0%、0%，吨价分别提升 2%、2%、2%，毛利率分别为 24.4%、25.2%、25.9%；

4) 伴随公司体量扩大规模效应凸显，管理和销售效率将持续改善，整体费用率有望边际递减。

表 12：分业务收入及毛利率情况

分业务情况		2020A	2021E	2022E	2023E
合计	营业收入 (百万元)	4011	5268	6060	6912
	yoy	-14.1%	31.3%	15.0%	14.1%
	营业成本 (百万元)	996	1239	1366	1495
	毛利率	75.2%	76.5%	77.5%	78.4%
高档白酒	收入 (百万元)	3838	5057	5842	6688
	yoy	-13.2%	31.8%	15.5%	14.5%
	销量 (吨)	23542	28721	31306	33811
	yoy	-15.7%	22.0%	9.0%	8.0%
	吨价 (万元/吨)	16.3	17.6	18.7	19.8
	yoy	2.9%	8.0%	6.0%	6.0%
	成本 (百万元)	906	1128	1254	1381
	毛利率	76.4%	77.7%	78.5%	79.4%
中档白酒	收入 (百万元)	51	70	72	73
	yoy	-47.6%	37.7%	2.0%	2.0%
	销量 (吨)	1147	1548	1548	1548
	yoy	-49.1%	35.0%	0.0%	0.0%
	吨价 (万元/吨)	4.5	4.5	4.6	4.7
	yoy	2.9%	2.0%	2.0%	2.0%
	成本 (百万元)	25	34	34	34
	毛利率	51.8%	52.3%	52.8%	53.2%

分业务情况		2020A	2021E	2022E	2023E
低档白酒	收入 (百万元)	73.5	90.0	91.8	93.6
	yoy	-24.3%	22.4%	2.0%	2.0%
	销量 (吨)	3056	3667	3667	3667
	yoy	-26.0%	20.0%	0.0%	0.0%
	吨价 (万元/吨)	2.4	2.5	2.5	2.6
	yoy	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%
	成本 (百万元)	56.1	68.0	68.7	69.4
毛利率	23.7%	24.4%	25.2%	25.9%	
其他	收入 (百万元)	48.7	51.2	53.7	56.4
	yoy	-10.7%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本 (百万元)	9.0	9.5	9.9	10.4
	毛利率	81.5%	81.5%	81.5%	81.5%

数据来源: 公司公告, 西南证券

预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 52.7 亿元 (+31.3%)、60.6 亿元 (+15.0%)、69.1 亿元 (+14.1%)，归母净利润分别为 17.3 亿元 (+35.5%)、20.8 亿元 (+20.1%)、24.5 亿元 (+18.2%)，EPS 分别为 2.88 元、3.46 元、4.09 元。

5.2 绝对估值

关键假设如下:

- 1) 永续期增长率为 2.2%;
- 2) 过渡期为 5 年, 过渡期年化复合增长率 12%;
- 3) 保持 25% 的稳定税率。

表 13: 绝对估值假设条件

估值假设	数值
过渡期年数	5
永续期增长率	2.2%
无风险利率 Rf	2.8%
市场组合报酬率 Rm	8.2%
有效税率 Tx	25%
过渡期增长率	12%
β 系数	1.0
债务资本比重 Wd	0%
股权资本成本 Ke	8.20%
WACC	8.20%

数据来源: 西南证券

表 14: FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)
核心企业价值	50290.50
净债务价值	(2789.74)
股票价值	53080.24
每股价值	88.47

数据来源: 西南证券

根据上表的绝对估值结果, 公司每股内在价值约 88.47 元。

5.3 相对估值

口子窖是区域名酒, 有着深厚的品牌影响力和消费者基础, 此处选取古井贡酒、迎驾贡酒、洋河股份、今世缘作为可比估值对象, 这四家公司 2021-2023 年平均 PE 分别为 42 倍、34 倍、28 倍。

公司具有深厚的品牌底蕴和消费者基础, 伴随着公司逐渐理顺渠道、产品、组织体系, 改革动能将持续释放, 叠加兼香 518 表现亮眼, 拐点向上可期, 给予公司 2022 年 25 倍 PE, 对应目标价 86.5 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 15: 可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
000596.SZ	古井贡酒	1379	260.97	3.68	4.50	5.68	6.93	71	58	46	38
603198.SH	迎驾贡酒	517	64.60	1.19	1.66	2.06	2.49	54	39	31	26
002304.SZ	洋河股份	2638	175.08	4.96	5.25	6.44	7.67	35	33	27	23
603369.SH	今世缘	738	58.85	1.25	1.57	1.95	2.37	47	37	30	25
平均值								52	42	34	28
603589.SZ	口子窖	385	64.20	2.13	2.88	3.46	4.09	30	22	19	16

数据来源: wind, 西南证券整理

6 风险提示

- 1) 新冠疫情反复风险: 新冠疫情具有较大不确定性, 疫情反复将对居民消费信心和终端消费造成冲击;
- 2) 经济大幅下滑风险: 经济发展是居民消费升级的基础, 宏观经济运行受到多种因素影响, 具有较高的不确定性, 一旦经济大幅下滑将影响消费升级节奏;
- 3) 省外市场开拓或不及预期: 省外市场开拓可能会遭遇地产名酒和全国化名酒的强势阻击, 具有一定的不确定性。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4011.14	5268.20	6059.77	6911.72	净利润	1275.74	1728.52	2075.18	2452.75
营业成本	995.89	1238.66	1366.22	1495.12	折旧与摊销	153.76	178.59	194.87	207.06
营业税金及附加	615.73	811.05	930.01	1061.90	财务费用	-16.35	-44.75	-47.24	-72.24
销售费用	546.12	758.62	830.19	926.17	资产减值损失	-0.63	0.00	0.00	0.00
管理费用	232.91	252.87	266.63	283.38	经营营运资本变动	-530.78	-1265.31	-266.81	-272.18
财务费用	-16.35	-44.75	-47.24	-72.24	其他	-383.01	-52.94	-52.94	-52.94
资产减值损失	-0.63	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	498.73	544.10	1903.06	2262.46
投资收益	52.94	52.94	52.94	52.94	资本支出	-525.96	-200.00	-200.00	-100.00
公允价值变动损益	16.15	0.00	0.00	0.00	其他	1044.68	52.94	52.94	52.94
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	518.72	-147.06	-147.06	-47.06
营业利润	1687.12	2304.69	2766.90	3270.33	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-17.60	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1669.52	2304.69	2766.90	3270.33	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	393.77	576.17	691.73	817.58	支付股利	-900.00	-893.02	-1209.96	-1452.62
净利润	1275.74	1728.52	2075.18	2452.75	其他	-148.93	44.75	47.24	72.24
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-1048.93	-848.26	-1162.72	-1380.39
归属母公司股东净利润	1275.74	1728.52	2075.18	2452.75	现金流量净额	-31.48	-451.22	593.28	835.01
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1504.33	1053.10	1646.38	2481.39	成长能力				
应收和预付款项	734.57	962.85	1105.90	1259.62	销售收入增长率	-14.15%	31.34%	15.03%	14.06%
存货	2879.31	3585.04	3955.83	4330.53	营业利润增长率	-25.94%	36.61%	20.06%	18.19%
其他流动资产	1505.04	1506.26	1507.03	1507.85	净利润增长率	-25.84%	35.49%	20.06%	18.19%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-23.97%	33.65%	19.52%	16.83%
投资性房地产	75.65	75.65	75.65	75.65	获利能力				
固定资产和在建工程	2501.46	2575.28	2635.67	2586.72	毛利率	75.17%	76.49%	77.45%	78.37%
无形资产和开发支出	435.02	382.61	327.34	269.23	三费率	19.01%	18.35%	17.32%	16.45%
其他非流动资产	171.00	171.00	171.00	171.00	净利率	31.80%	32.81%	34.25%	35.49%
资产总计	9806.38	10311.79	11424.80	12681.99	ROE	17.62%	21.41%	23.21%	24.68%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	13.01%	16.76%	18.16%	19.34%
应付和预收款项	1307.74	1662.26	1865.29	2077.13	ROIC	32.75%	33.28%	34.14%	38.22%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	45.49%	46.29%	48.10%	49.27%
其他负债	1260.08	575.47	620.23	665.47	营运能力				
负债合计	2567.81	2237.72	2485.53	2742.59	总资产周转率	0.42	0.52	0.56	0.57
股本	600.00	600.00	600.00	600.00	固定资产周转率	2.38	2.78	2.94	3.25
资本公积	976.88	976.88	976.88	976.88	应收账款周转率	1497.75	2903.69	2735.96	2725.22
留存收益	5810.61	6646.11	7511.33	8511.45	存货周转率	0.38	0.38	0.36	0.36
归属母公司股东权益	7238.56	8074.06	8939.28	9939.40	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.92%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	7238.56	8074.06	8939.28	9939.40	资产负债率	26.19%	21.70%	21.76%	21.63%
负债和股东权益合计	9806.38	10311.79	11424.80	12681.99	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.73	3.39	3.50	3.68
					速动比率	1.54	1.68	1.82	2.02
					股利支付率	70.55%	51.66%	58.31%	59.22%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	1824.52	2438.53	2914.53	3405.16	每股收益	2.13	2.88	3.46	4.09
PE	30.19	22.28	18.56	15.70	每股净资产	12.06	13.46	14.90	16.57
PB	5.32	4.77	4.31	3.88	每股经营现金	0.83	0.91	3.17	3.77
PS	9.60	7.31	6.36	5.57	每股股利	1.50	1.49	2.02	2.42
EV/EBITDA	19.25	14.59	12.00	10.03					
股息率	2.34%	2.32%	3.14%	3.77%					

数据来源: wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	黄青	销售经理	17521028523	17521028523	hq1@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn