

2023年04月12日
证券研究报告·公司深度报告

天佑德酒(002646) 食品饮料

买入(首次)

当前价: 14.52元

目标价: 20.16元(9个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

青稞酒别具一格, 真年份高端醇厚

投资要点

- 推荐逻辑:** 1、受益于消费升级、品牌意识增强、消费者偏好多元化, 高端、次高端市场持续扩容, 白酒细分品类持续丰富, 公司是青稞酒细分品类龙头, 且具备坚实消费者基础, 将充分受益于消费结构升级和口感多元化。2、2019年以来, 公司深度调整品牌、产品、渠道, 大力推进真年份认证, 强化高端品牌定位, 发力产品结构升级, 聚焦次高端、中端; 公司省内市场占有率在 45%左右, 品牌基础坚实, 百元以下产品营收占比为 55%左右, 结构优化空间广阔。3、区域布局聚焦青海、甘肃市场, 受益“兰西城市群一体化”建设, 基地市场显著拓宽; 省外重点布局陕西、河南、北京等战略市场, 不断提高品牌渗透率, 成长空间持续扩张; 公司省外营收占比在 25%左右, 具备一定消费者基础, 全国化布局将持续拓宽成长空间。
- 行业马太效应明显, 名优白酒份额持续提升。** 1、高端一线名酒充分打开价格空间、完成消费者培育, 随着消费者品牌意识不断增强, 市场加速向名优白酒集中, 高端、次高端赛道持续扩容, 未来三年复合增速约 17%、21%。2、青海经济复苏弹性十足, 旅游消费蓄势待发, 青稞酒作为青藏文化代表, 将充分受益旅行消费复苏; 此外, 青海省内大众消费向 100-300 元价位、商务消费向 500 元价位快节奏升级, 市场扩容空间广阔。
- 品牌、产品、渠道深度调整, 结构升级蓄势待发。** 公司在品牌、产品、渠道三个维度上深度调整, 积聚起的发展势能强劲。**品牌端:** 高举高打进行品牌建设, 积极打造青稞酒品类差异化特色, 通过真年份认证赋能品牌塑造, 品牌高度持续提升。**产品端:** 公司新品培育能力突出, 核心品牌升级有序, 聚焦国之德真年份 G6、岩窖、人之德等新品培育和推广, 有序推进产品结构升级, 产品线不断拓宽, 价格带覆盖全面。**渠道端:** 甘青市场持续推进全控价深度分销模式, 市场掌控强势有力, 渠道推力持续增强; 省外重点开拓新疆、宁夏、西藏等环青海市场, 积极布局陕西、河南、北京等战略市场, 持续扩展市场覆盖面, 积极拓展成长空间。
- 未来路径: 经营质量显著提升, 品牌振兴路径清晰。** 1、公司聚焦次高端和中端, 国之德真年份 G6 主动引领、承接商务消费升级, 人之德卡位省内主流消费价格带, 积极打造价格标杆, 持续推进产品结构升级。2、西北旅游经济持续向好, 消费复苏空间广阔, 公司品牌力、产品力、渠道力竞争优势突出, 将充分受益行业复苏红利。3、公司深度调整成效显著, 费用结构持续改善, 积聚起的经营势能强劲, 规模效应下利润弹性十足。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司 2022-2024 年归母净利润复合增速在 75%左右。公司聚焦产品结构升级, 稳步推进全国化布局, 业绩弹性将持续释放, 给予公司 2024 年 28 倍估值, 对应目标价 20.16 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(亿元)	10.54	10.49	13.69	17.40
增长率	38.00%	-0.53%	30.53%	27.15%
归属母公司净利润(亿元)	0.63	1.05	1.78	3.39
增长率	154.93%	66.31%	69.54%	90.05%
每股收益 EPS(元)	0.13	0.22	0.38	0.72
净资产收益率 ROE	2.18%	3.52%	5.67%	9.84%
PE	109	65	38	20
PB	2.53	2.45	2.32	2.10

数据来源: Wind, 西南证券

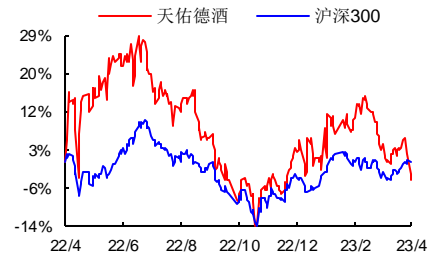
西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

联系人: 笱文钊
电话: 023-63786049
邮箱: dwzyf@swsc.com.cn

联系人: 王书龙
电话: 023-63786049
邮箱: wsl@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)	4.73
流通 A 股(亿股)	4.73
52 周内股价区间(元)	12.99-19.54
总市值(亿元)	68.62
总资产(亿元)	30.21
每股净资产(元)	5.79

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

投资要件

关键假设

1) 受益于青海旅游经济持续向好,消费升级弹性十足,且公司正大力推进产品结构升级,预计中高档青稞酒 2022-2024 年销量同比增长-5.5%、15.0%、10.0%,吨价分别提升 5%、20%、20%,毛利率为 72.5%、76.2%、79.5%。

2) 受益大众消费持续升级,消费者品牌意识持续增强,公司将充分受益省内品牌集中度提升红利,预计普通青稞酒 2022-2024 年销量同比增长-2.0%、5.0%、5.0%,吨价同比增长 2%、10%、10%,毛利率为 51.7%、54.8%、57.7%。

3) 公司整体经营势能持续向好,经营质量不断提升,预计其他酒类及其他业务 2022-2024 年营收同比增长 0.0%、15%、15%,毛利率分别为 28.9%、32.0%、35.0%。

4) 公司持续推动产品结构升级,有序推进新品培育,2023 年公司经营质量持续向好;伴随公司产品结构不断升级,管理效率持续改善,毛利率将不断提高,整体费用率将成边际递减,利润弹性十足。

我们区别于市场的观点

市场认为:天佑德酒在 2014 年以来营收持续徘徊不前,经营势能较弱,且青海市场空间有限,成长瓶颈明显。

我们的观点:1) 公司过去业绩表现不佳,关键在于产品结构升级节奏迟滞、费用投放效率较低、销售人员多而不精,导致公司营收停滞不前、净利率持续下降;2019 年以来,公司聚焦核心品牌、推动产品结构升级、优化销售人员考核激励方案,调整节奏明显,经营势能持续改善,疫情影响下,业绩兑现节奏虽有所受限,而积聚起的势能让业绩更具爆发力。2) 公司在甘青市场持续推进全控价深度分销模式,渠道掌控力突出,基本盘扎实;省外重点开拓新疆、宁夏、西藏等环青海市场,积极布局陕西、河南、北京等战略市场,持续扩展市场覆盖面,成长空间不断扩张。

股价上涨的催化因素

1) 高端白酒批价上行;2) 经济和消费信心持续恢复,动销超预期。

估值和目标价格

预计公司 2022-2024 年归母净利润复合增长 75%左右。公司积聚起的经营势能强劲,将充分受益于甘肃旅游经济复苏和产品结构升级,业绩弹性十足,给予公司 2024 年 28 倍估值,对应目标价 20.16 元,首次覆盖给予“买入”评级。

投资风险

1) 消费复苏不及预期风险;2) 经济大幅下滑风险;3) 中高档产品放量节奏不及预期风险;4) 省外市场开拓或不及预期。

目 录

1 青稞酒创特色品类，真年份塑高端品牌	1
1.1 巅峰过后有彷徨，聚焦品牌再出发	1
1.2 企业经营灵活，股权结构稳定	2
2 消费升级市场扩容，西北市场弹性十足	4
2.1 行业呈挤压式增长，市场向名优白酒集中	4
2.2 西北地区旅游胜地，消费复苏弹性十足	12
3 彷徨过后深度调整，结构升级蓄势待发	14
3.1 品牌端：青稞酒之源，真年份陈酿	14
3.2 产品端：产品矩阵完备，升级节奏明显	19
3.3 渠道端：持续优化销售模式，不断强化渠道推力	23
4 财务分析	26
5 盈利预测与估值	27
5.1 盈利预测	27
5.2 绝对估值	28
5.3 相对估值	29
6 风险提示	30

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司各阶段发展现状.....	2
图 3: 公司股权结构图.....	2
图 4: 2008 年以来各产品系列营收情况 (亿元).....	3
图 5: 2008 年以来省内外营收情况 (亿元).....	3
图 6: 2008 年以来公司营收及增速.....	3
图 7: 2008 年以来公司归母净利润及增速.....	3
图 8: 2008 年以来规模以上酒企营收总额及增速.....	4
图 9: 2008 年以来规模以上酒企利润总额及增速.....	4
图 10: 我国规模以上酒企白酒产量及增速.....	5
图 11: 我国规模以上酒企数量及增速.....	5
图 12: 上市酒企、规模以上酒企营收及占比情况.....	5
图 13: 上市酒企、规模以上酒企利润及占比情况.....	5
图 14: 除顺鑫外其他上市酒企销量及市占率.....	6
图 15: 除顺鑫外其他上市酒企平均吨价及增速.....	6
图 16: 2014-2022 年居民人均可支配收入及增速.....	6
图 17: 2012-2022 年人均食品烟酒支出及增速.....	6
图 18: 个人可投资资产超过 1 千万的人数 (万人).....	7
图 19: 中国高净值人群区域分布.....	7
图 20: 购买白酒价格分布 (元/500ml/瓶).....	7
图 21: 消费者饮用白酒价格档次提升原因.....	7
图 22: 高端酒收入及增速.....	8
图 23: 2021 年高端白酒竞争格局.....	8
图 24: 2008 年以来高端“茅五泸”一批价 (元).....	9
图 25: 2016 年以来各价位销售份额变动情况.....	9
图 26: 2022 年次高端白酒竞争格局.....	10
图 27: 2015 年以来次高端酒市占率.....	10
图 28: 2012 年、2021 年代表省份白酒主流价格带.....	10
图 29: 2015 年以来次高端酒吨价及增速.....	10
图 30: 白酒价格带消费升级情况.....	11
图 31: 2021 年青甘宁新四省市场竞争格局.....	12
图 32: 甘、新、宁、青、川区位图.....	12
图 33: 2021 年部分区域和全国人均可支配收入情况 (元).....	13
图 34: 2013 年以来甘、青、新人均可支配收入 (元).....	13
图 35: 2013 年以来青、新、甘旅游人数 (万人次).....	13
图 36: 2013 年以来青、甘、新旅游收入 (亿元).....	13
图 37: 2013 年以来三家酒企平均吨价 (万元/吨).....	14
图 38: 2006 年以来规模以上白酒企业平均吨价 (万元/吨).....	14
图 39: 国之德真年份 6 年瓶体及年份标识.....	16

图 40: 公司品牌战略变动.....	16
图 41: 公司天酿文化作品代表.....	16
图 42: 2016 年以来天佑德的产品策略变动.....	17
图 43: 天佑德冠名环青海湖赛标识.....	18
图 44: 数字天佑德.....	18
图 45: 广告费用结构.....	19
图 46: 天佑德酒品牌价值及增速情况.....	19
图 47: 天佑德各价位段布局.....	20
图 48: 天佑德主流产品变迁.....	20
图 49: 天佑德酒的品质优势.....	21
图 50: 公司产能介绍宣传图.....	21
图 51: 公司 1969 年 4 月入库储存最老的原酒.....	21
图 52: 出口型产品升级进程.....	22
图 53: 公司产品价格带分布情况.....	23
图 54: 2015 年以来公司整体吨价及增速.....	23
图 55: 天佑德渠道模式简图.....	23
图 56: 2019 年以来分渠道销售情况.....	24
图 57: 2017 年以来中酒时代经营情况.....	24
图 58: 2013 年以来销售人员数量及占比.....	25
图 59: 2013 年以来销售人员平均工资及增速.....	25
图 60: 2019 年以来经销商数量变化 (家).....	25
图 61: 2015 年以来公司毛利率和净利率.....	26
图 62: 2008 年费用支出情况.....	26
图 63: 2021 年白酒上市公司销售费用率.....	26
图 64: 2021 年白酒上市公司净利率.....	26
图 65: 2015 年以来可比上市公司权益净利率 (摊薄) (%).....	27
图 66: 公司 2015 年以来 ROE 拆分.....	27

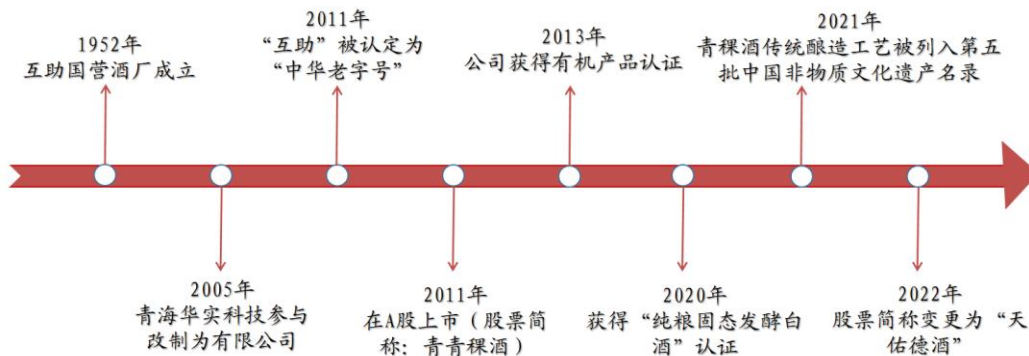
表 目 录

表 1: 高端酒品牌概况	8
表 2: 区域性酒企布局高端产品情况	9
表 3: 各档次白酒量价空间测算	11
表 4: 西北酒企概况	12
表 5: 获得荣誉或奖项	14
表 6: 主流香型代表品牌酿造原料	15
表 7: 部分白酒品牌真年份认证情况	15
表 8: 国之德真年份 6 年 2022 年配额分配情况	16
表 9: 公司部分品牌建设事件	17
表 10: 公司产品矩阵情况	19
表 11: 天酿工艺中“清蒸清烧四次清”的要点	21
表 12: 半控价厂家协同和全控价深度分销的渠道模式对比	24
表 13: 销售区域分布情况	25
表 14: 分业务收入及毛利率情况	28
表 15: 绝对估值假设条件	29
表 16: FCFF 估值结果	29
表 17: FCFF 估值敏感性分析	29
表 18: 可比公司估值	30

1 青稞酒创特色品类，真年份塑高端品牌

天佑德酒成立于 1952 年，互助县政府整合八大作坊为国营互助青稞酒厂，后逐步改制为股份有限公司，2011 年在深交所上市。天佑德青稞酒酿造历史悠久，最早可追溯至明洪武年间西北地区著名的天佑德酒坊，品牌积淀极为深厚。公司被誉为“中国青稞酒之源”，是青稞酒行业龙头，拥有“天佑德、互助、永庆和、世义德”等多个产品系列，产品矩阵丰富，价格带覆盖全面。公司倾力打造真年份认证，聚焦产品结构升级，积极打造好而不同的差异化品类和产区特色。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

1.1 巅峰过后有彷徨，聚焦品牌再出发

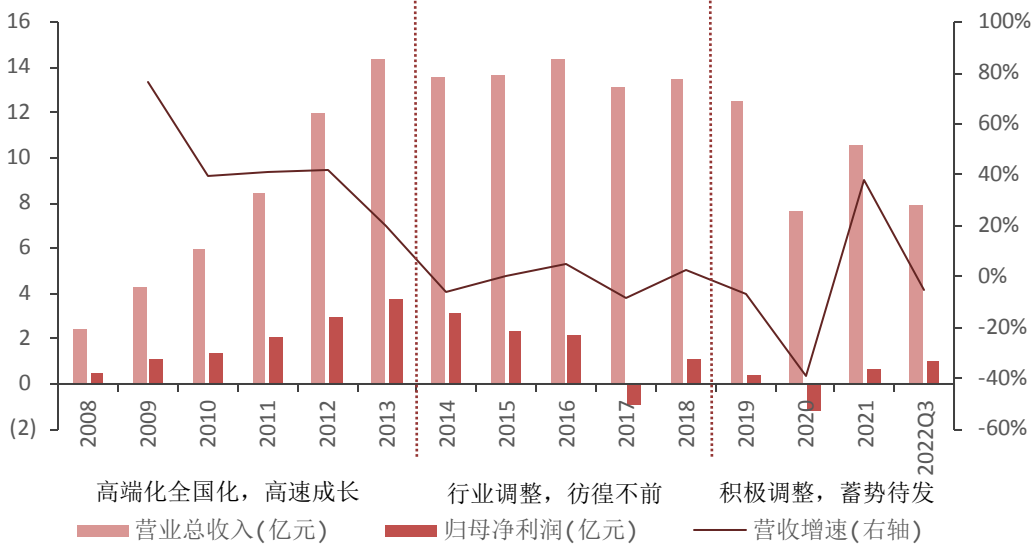
第一阶段（-1952）：八大作坊源远流长，互助酒厂开启辉煌。青海省互助县酿酒历史悠久，大约有 4000 年青稞酒酿造史、600 余年天佑德品牌史、400 年大曲白酒史，民国时期是西北知名的“高原酒镇”。较有名气的酿酒坊包括天佑德、文玉合、兴义德、世义德等八大酿酒作坊，其中天佑德酒因其品质醇香诱人，畅销全省及甘肃一些地区。1952 年，地方政府整合老八大酿酒作坊，组建了互助酒厂。

第二阶段（1952-2003）：品质上乘风靡全省，市场冲击陷入困境。国营互助酒厂经过几十年的发展，其生产的互助牌青稞酒一度成为省内各大企业、机关单位的招待专用酒。1986 年，国营互助酒厂开始实行厂长承包责任制，企业自主经营权扩大，且受益市场需求日益增加，产品开始供不应求。90 年代末至新世纪初期，西部大开发战略下，大量内地人口涌入青海，消费者口味更加多样，香型品牌更加丰富，且省外品牌拥有更加灵活新颖的促销政策，市场冲击之下国营互助酒厂的经营开始走下坡路。

第三阶段（2004-2013）：积极改制聚焦高端，放眼全国不断开拓。2004 年，青海华实集团参与国营互助酒厂的改制，改制之后公司聚焦打造高端品牌、高端产品，“天佑德品牌”由此诞生。天佑德品牌价格带覆盖全面，顺应省内经济繁荣、消费升级，天佑德品牌产销两旺大获成功。区域布局上，公司以夯实青海根据地、拓展西北市场、布局全国为方针，积极开拓省外市场。高端化和全国化让公司进入高速发展期，2008-2013 年公司营收端复合增速为 42.8%。

第四阶段 (2013-至今): 巅峰过后有彷徨, 聚焦品牌再出发。2013 年公司营收达到历史峰值 14.35 亿元, 其中省外占比为 25%, 之后公司营收一直徘徊不前。公司 2019 年开始, 在经营上更加聚焦主业, 积极调整管理和销售团队, 持续优化产品结构, 不断开拓省外市场。2022 年 1 月 27 日, 公司证券简称更名为“天佑德酒”, 公司战略由做大“青稞酒品类”转向打造“天佑德品牌”。

图 2: 公司各阶段发展现状

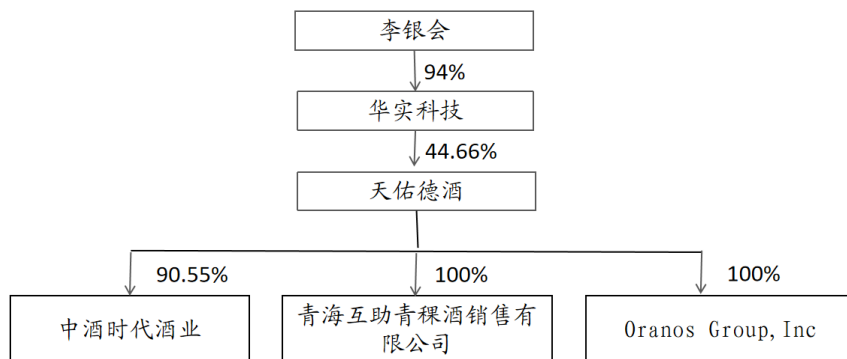


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

1.2 企业经营灵活, 股权结构稳定

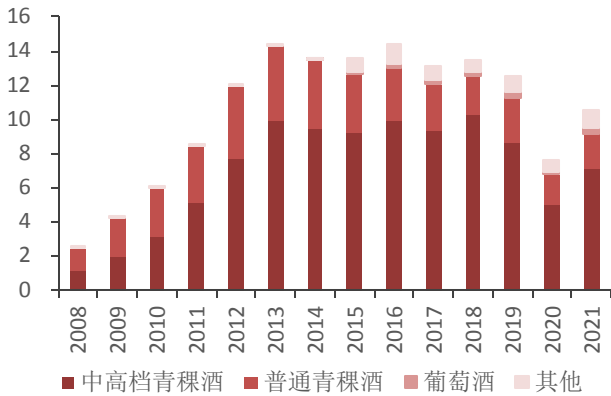
民营控股, 股权结构稳定。公司是民营体制, 具有经营自主性高、管理决策灵活、组织架构扁平化的突出优势。董事长李银会为公司实际控制人, 截至 2022 年 12 月 13 日, 其间接持有天佑德酒 41.98% 的股份, 股权集中度高, 经营目标与股东利益高度一致。

图 3: 公司股权结构图

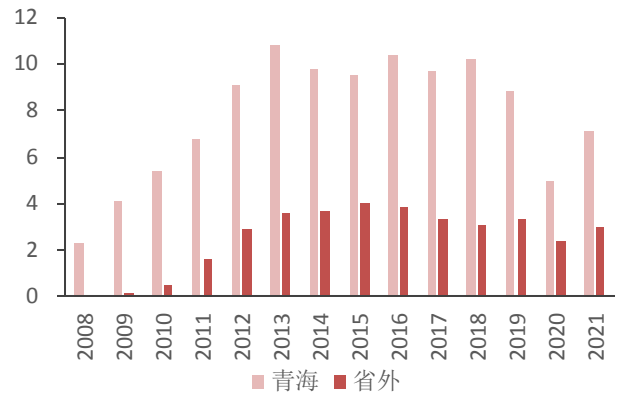


数据来源: 公司公告(截至 2022 年 12 月 13 日), 西南证券整理

主营业务构成：公司产品以青稞酒为主，主营品牌有天佑德、互助、八大作坊、世义德、永庆和等，其中天佑德品牌占总营收的 65%左右；葡萄酒产品，主营品牌为马克斯威 (Maxville)，原产地美国加州。公司聚焦产品结构升级，产品结构不断优化，2021 年中高档青稞酒(售价 60 元/500ml 以上)营收占比为 75%。此外，公司持续夯实青海大本营，并不断开拓省外市场，积极布局甘肃、陕西、河南等省外市场，成长空间不断拓宽。

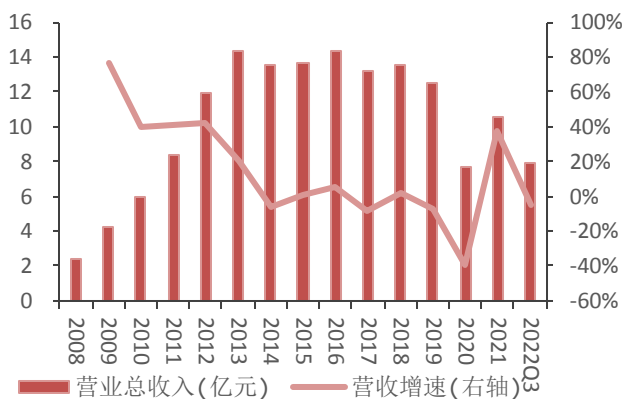
图 4：2008 年以来各产品系列营收情况 (亿元)


数据来源：公司公告，西南证券整理

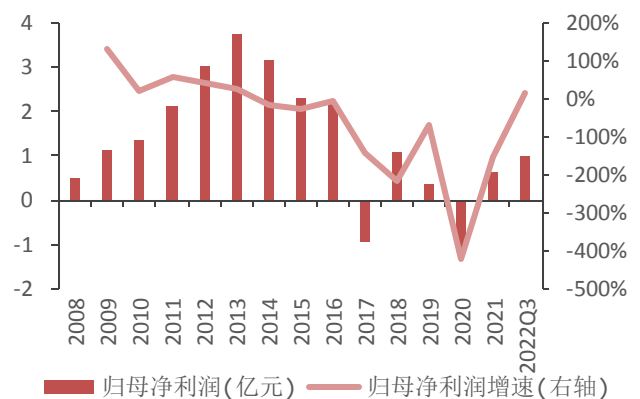
图 5：2008 年以来省内外营收情况 (亿元)


数据来源：公司公告，西南证券整理

业绩情况：2013-2015 年白酒行业经过深度调整，2016 年行业开启复苏。公司因聚焦做大“青稞酒品类”，且聚焦百元以下价位与其他地产酒进行竞争，错失品牌塑造和产品结构升级的机遇。2019 年以来，公司积极调整战略方向，聚焦资源于产品结构升级，重点布局 100-200 元价位，倾力打造 500 元价位国之德 G6 大单品，产品结构显著优化。此外，公司积极布局省外市场，借助清香型白酒势能回归，不断开拓省外市场，成长空间显著扩大。2020 年以来，疫情影响下使得公司调整效果难以显现，当前积聚的经营势能强劲，行业复苏背景下极具成长弹性。

图 6：2008 年以来公司营收及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：2008 年以来公司归母净利润及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 消费升级市场扩容，西北市场弹性十足

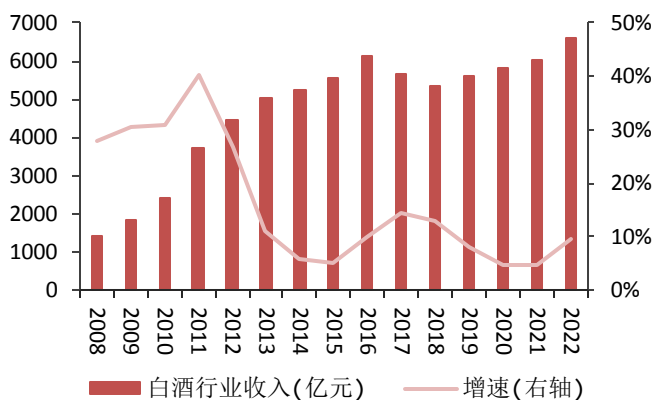
本轮白酒复苏以来，各档次白酒之间出现分化，行业呈现挤压式增长，具体表现为规模以上白酒企业产量持续下降，名优白酒量价齐升，中低档白酒销量则持续萎缩，市场份额不断向名优白酒集中。行业分化发展的核心驱动因素是人均收入水平的不断提升，在居民健康意识和品牌意识快速崛起，“少喝酒，喝好酒”的消费理念逐步成为全社会共识的背景下，白酒主流消费价格带稳步上移，龙头及老名酒更加聚焦高端和次高端产品，推动产品结构不断优化。在行业挤压式增长大背景下，头部及中部名优白酒依托品牌优势，将更加受益于消费升级和市场份额集中带来的红利。

2.1 行业呈挤压式增长，市场向名优白酒集中

2.1.1 行业呈挤压式增长，结构性繁荣显著

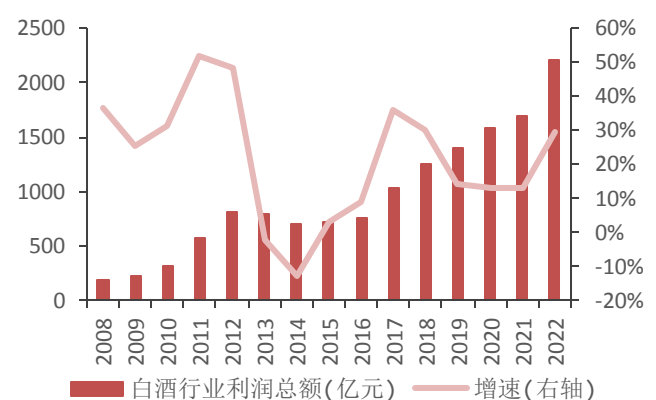
行业呈挤压式增长，结构升级态势明显。2002-2012年是白酒行业量价齐升的黄金十年，在此期间营收、利润均保持双位数以上高增长，2013-2015年“限制三公消费”和“反腐”冲击，行业进入三年深度调整。2016年前后去渠道库存较为理想，行业弱复苏，挤压式增长明显，随着居民收入提升和大众消费崛起，名优白酒带动行业增长；从利润端看，受益于产品结构升级和名优白酒直接提价，行业利润增速显著高于营收增速，盈利能力持续增强。

图 8：2008 年以来规模以上酒企营收总额及增速



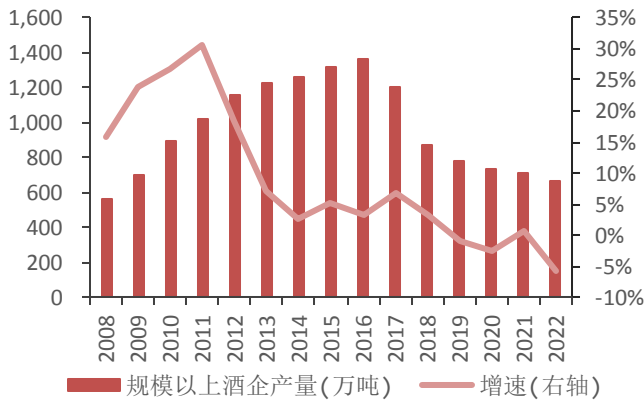
数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 9：2008 年以来规模以上酒企利润总额及增速

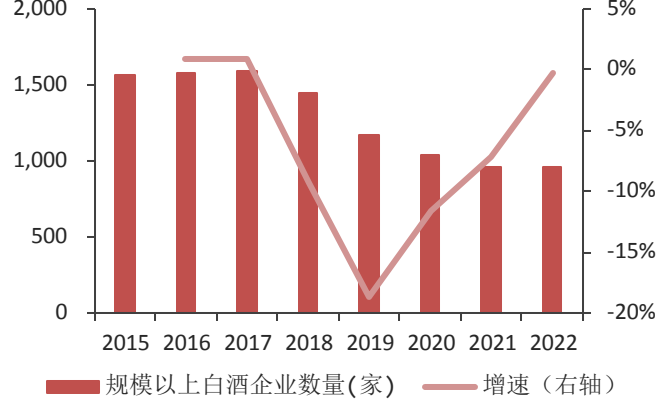


数据来源：国家统计局，西南证券整理

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；2022年规模以上白酒产量（可比口径）为 671 万吨，同比 -5.6%；规模以上白酒企业数量由 2015 年的 1563 家减少至 2022 年的 963 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。

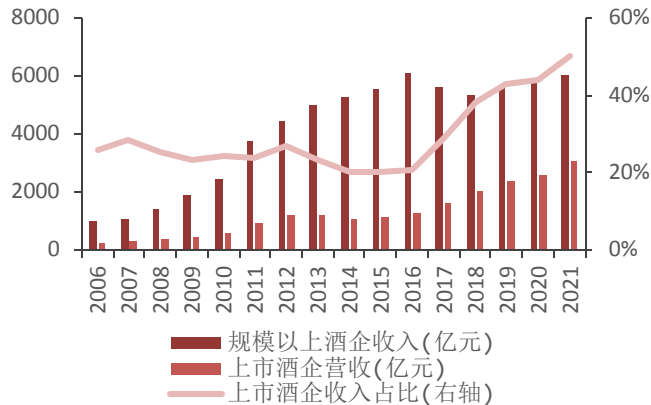
图 10：我国规模以上酒企白酒产量及增速


数据来源：国家统计局，西南证券整理

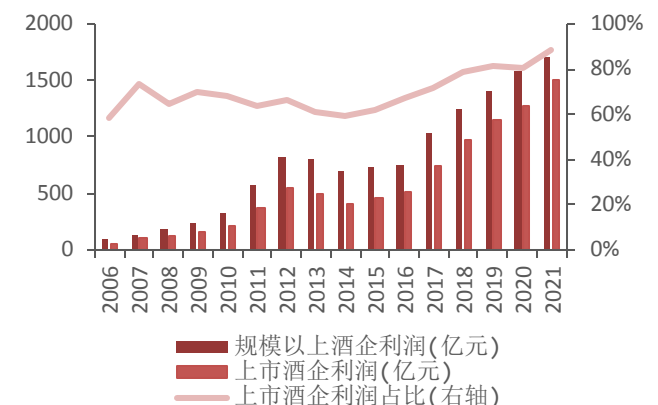
图 11：我国规模以上酒企数量及增速


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 2021 年的 50%、89%。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。

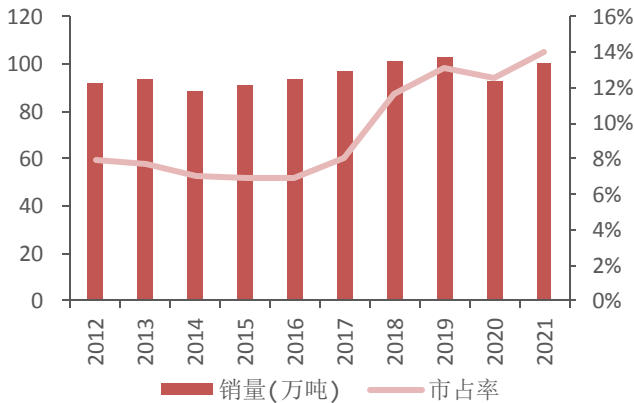
图 12：上市酒企、规模以上酒企营收及占比情况


数据来源：国家统计局，公司公告，西南证券整理

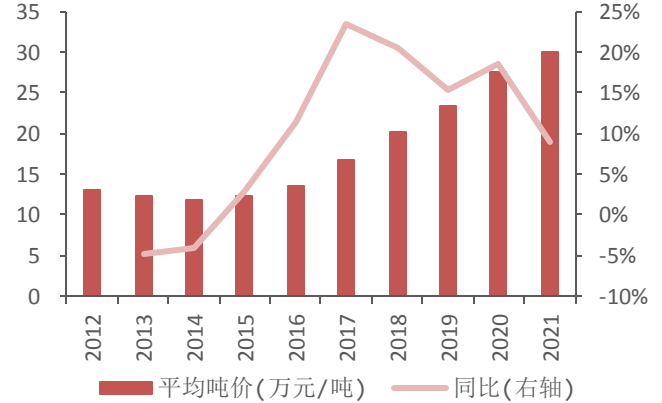
图 13：上市酒企、规模以上酒企利润及占比情况


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。2021 年上市酒企销量（不含顺鑫）市占率仅为 14.1%（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中占比超 40%，剔除之后能够更好反映名酒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 91.2 万吨提升至 2021 年为 100.6 万吨，年均复合增速为 1.6%；2021 年虽不断受疫情扰动，但销量仍实现了一定修复。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 12.2 万元/吨稳步提升至 2021 年的 30.1 万元/吨，年均复合增速达 16.2%。

图 14：除顺鑫外其他上市酒企销量及市占率


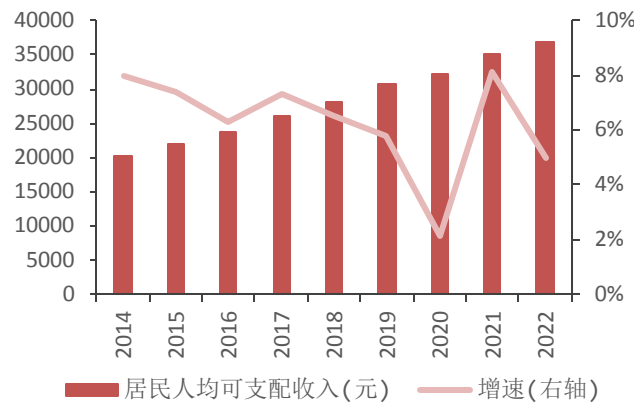
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 15：除顺鑫外其他上市酒企平均吨价及增速


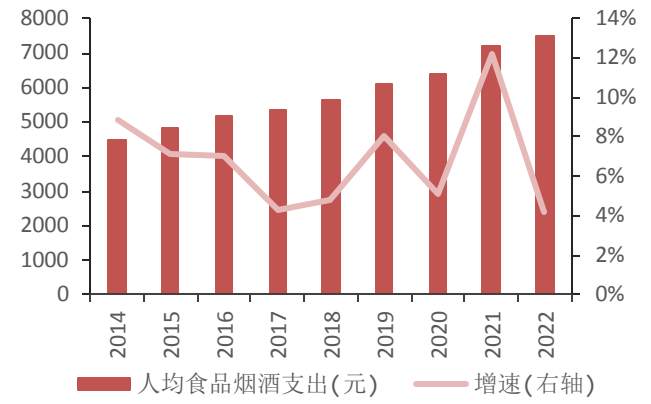
数据来源：公司公告，西南证券整理

2.1.2 居民收入稳步提升，品牌意识不断增强

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在 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 2014 年的 4494 元稳步提升至 2022 年的 7481 元，年化复合增速为 6.5%，保持较快增长。

图 16：2014-2022 年居民人均可支配收入及增速


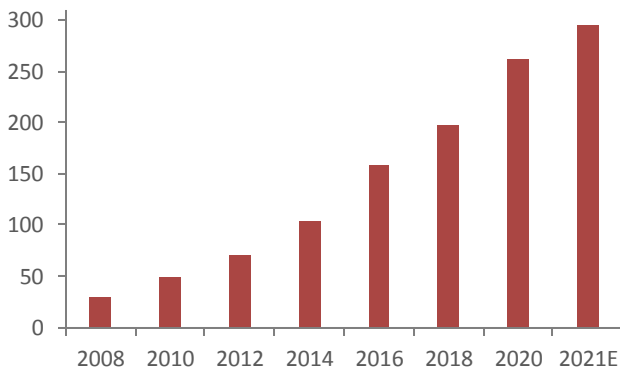
数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 17：2012-2022 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

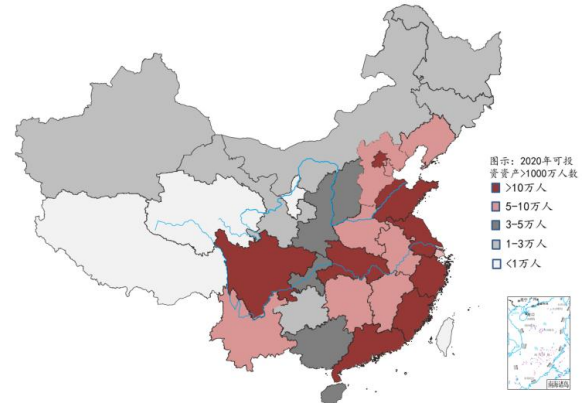
过去十年中国经济快速发展，带动高净值人群和中产阶级人群快速壮大。以 1 千万元个人可投资资产作为标准，2020 年中国高净值人群数量达 262 万人，较 2018 年增长了约 65 万人，2008 年至 2020 年高净值人群数量的复合增长率约 20%。从地理位置分布上看，高净值人群主要分布于东部沿海，东、中、西部呈渐次减少分布。随着国家产业政策、东西部均衡发展布局等，中西部地区经济较大的增长弹性将驱动中产及富裕群体持续壮大。

图 18: 个人可投资资产超过 1 千万的人数 (万人)



数据来源: 招商银行 2021 年《中国私人财富报告》, 西南证券整理

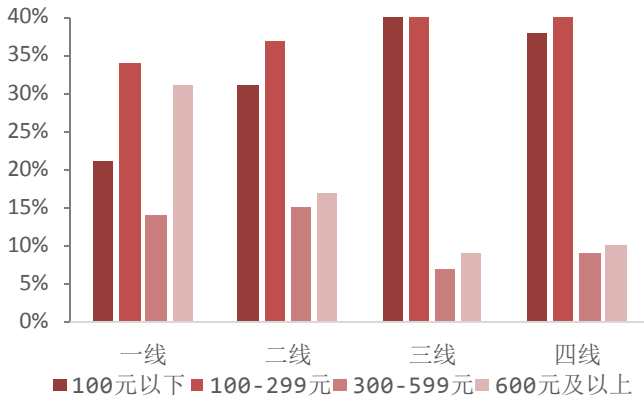
图 19: 中国高净值人群区域分布



数据来源: 招商银行 2021 年《中国私人财富报告》, 西南证券整理

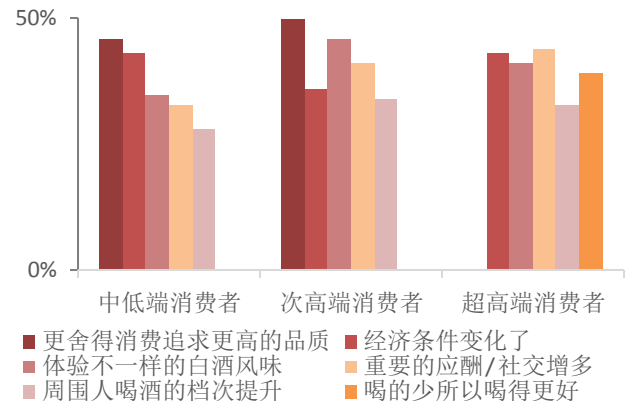
消费升级除了收入提升这一核心推力之外, 消费观念的改变、品牌意识的增强、消费氛围的影响等也是重要的驱动力。“茅五泸”在打开价格空间的同时, 一线城市在消费结构上呈现出高端消费占比大于次高端、中端消费占比大于低端的特征, 而低线城市低端消费占比仍较高, 一线城市消费升级趋势有望向三四线城市传导, 带动次高端和高端消费占比不断提升。

图 20: 购买白酒价格分布 (元/500ml/瓶)



数据来源: 2021 年《中国白酒消费洞察报告》, 西南证券整理

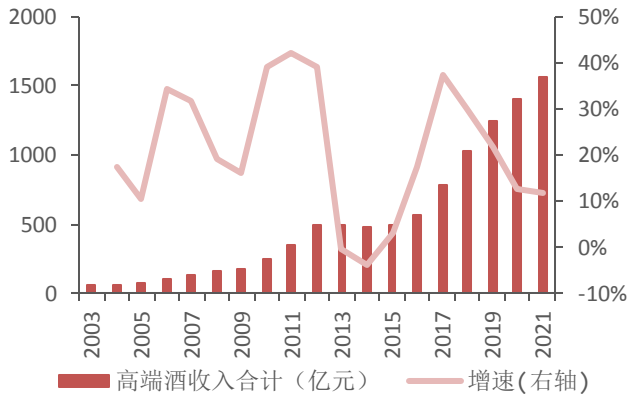
图 21: 消费者饮用白酒价格档次提升原因



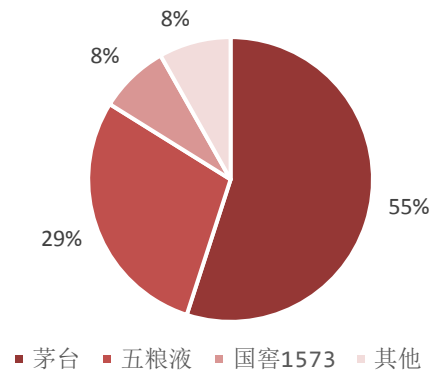
数据来源: 2021 年《中国白酒消费洞察报告》, 西南证券整理

2.1.3 高端赛道优异, 品牌壁垒极高

高端赛道持续扩容, 壁垒高竞争者少。伴随着高收入群体的持续扩容, 高端消费需求持续增大, 高端品牌较少, 且消费者具有较强的品牌忠诚度, 高端赛道竞争格局相对稳定。高端赛道对品牌力要求极高, 因而高端白酒竞争格局最为清晰, 其中茅台、五粮液、国窖 1573 占据高端市场 95% 左右的份额, 品牌的稀有性增强了高端品牌较强的品牌溢价能力, 当前茅台批价站稳 2800 元左右价位, 远高于其他品牌。在“限制三公消费”、“疫情”等行业冲击影响下, 高端品牌的营收和利润表现相较其他品牌更为稳健, 业绩确定性更强。

图 22：高端酒收入及增速


数据来源：国家统计局，公司公告，西南证券整理

图 23：2021 年高端白酒竞争格局


数据来源：公司公告，渠道调研，西南证券整理

高端赛道壁垒极高，品牌构筑核心竞争力。茅台、五粮液、泸州老窖均多次蝉联中国名酒，品牌积淀和消费者认知极为深厚，是高端赛道的成熟品牌。高端市场稳步扩容的背景下，“茅五泸”三家成熟高端品牌之外，部分兼具品牌力和品质优势的企业开始发力高端。受茅台需求外溢和酱香热的影响，青花郎、国台 15 年等酱香品牌表现突出；汾酒作为清香白酒龙头，具有广泛的消费者基础，且品牌力突出，其复兴版 30 在高端市场影响力持续扩大。

表 1：高端酒品牌概况

品牌分类	品牌名称	2021 年营收 (亿元)	2021 年增速	立足高端的品牌积淀
成熟品牌	茅台酒	935	10%	五届中国名酒，酱香代表，“国酒茅台”深入人心
	五粮液	491	11%	四届中国名酒，浓香代表，一代“中国酒业大王”
	国窖 1573	135	25%	五届中国名酒，浓香代表，“浓香鼻祖，酒中泰斗”
新兴品牌	国台 15 年	—	—	受益于茅台需求外溢，茅台镇第二大酱酒企业
	青花郎	50	56%	受益于茅台需求外溢，定位“中国两大酱香白酒之一”
	汾酒复兴版 30	38	43%	五届中国名酒，清香代表，“清香鼻祖，汾酒老大”

数据来源：渠道调研，公司公告，西南证券整理

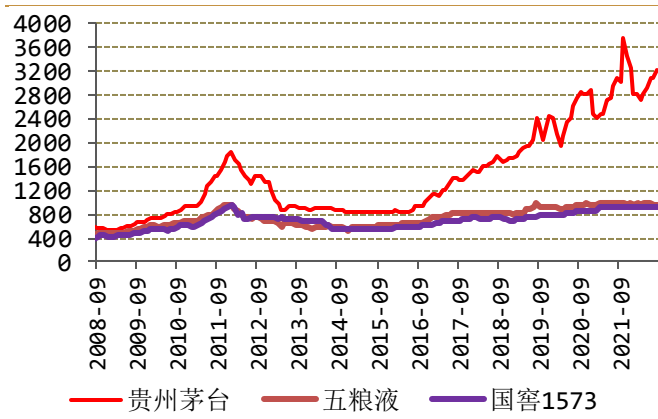
区域品牌超前布局，高端产品竞相涌出。部分区域性酒企出于品牌形象塑造和引领产品结构升级的目的，竞相超前布局高端产品，高端产品品类得到有效扩容。得益于在区域市场的品牌影响力和渠道优势，部分区域品牌的高端产品渐露头角，获得一些忠实消费者的认可；此外，区域品牌具有一定本土文化属性，在官方交流、商务活动等场合常常作为本土特色频繁亮相，一定程度上也带动了其品牌影响力的提升，在当地高端市场获取一定市场份额。天之德·四季之酿遵循季节天时酿酒，“春酿柔顺、夏酿醇厚、秋酿净爽、冬酿绵甜”的口感独特，诠释了中国白酒酿造工艺“顺应自然、天人合一”的伟大智慧，是中国白酒自然酿造的代表之作。此外，天佑德酒作为青海白酒龙头，具有众多忠实消费者和强势的销售渠道，其高端产品在青海白酒市场占据一定市场份额。

表 2：区域性酒企布局高端产品情况

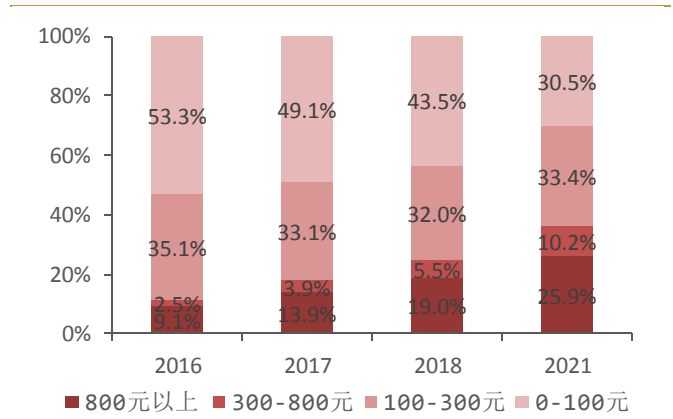
品牌名称	产品	2021 年销售情况(亿元)	品牌卖点
天佑德酒	天之德·四季之酿	—	“中国青稞酒之源”，青稞酒特色品类，天酿文化代表
今世缘	国缘 V6/9	约 2.5	受益于高端消费需求溢出，定位“中国高端中度白酒”
洋河股份	手工班、M9	10	三届中国名酒，绵柔型代表，“绵柔鼻祖，苏酒龙头”
古井贡酒	古 26	—	四届中国名酒，浓香典范，被誉为“中华第一贡”

数据来源：渠道调研，公司公告，西南证券整理

头部打开价格空间，引领行业产品结构升级。在居民收入提高和高收入群体不断壮大的背景下，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，一线名酒提价充分打开价格空间，有序引领行业升级。在一线名酒提价效应带动下，从价的角度看，通过直接提价和产品结构升级，行业平均吨价稳步上移；从量的角度看，随着主流价格带上移，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。

图 24：2008 年以来高端“茅五泸”一批价（元）


数据来源：渠道调研，西南证券整理

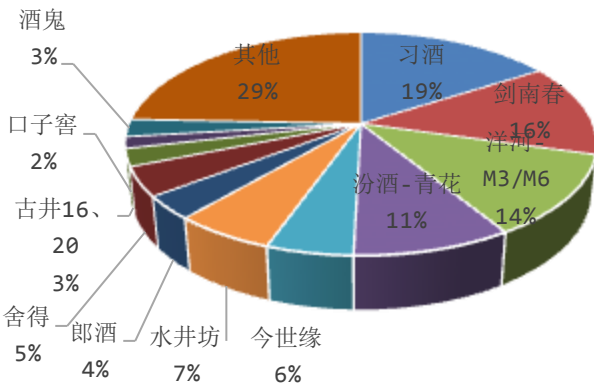
图 25：2016 年以来各价位销售份额变动情况


数据来源：酒业家，国家统计局官网，公司公告，西南证券整理

2.1.4 次高端市场持续扩容，消费升级驱动价格中枢上移

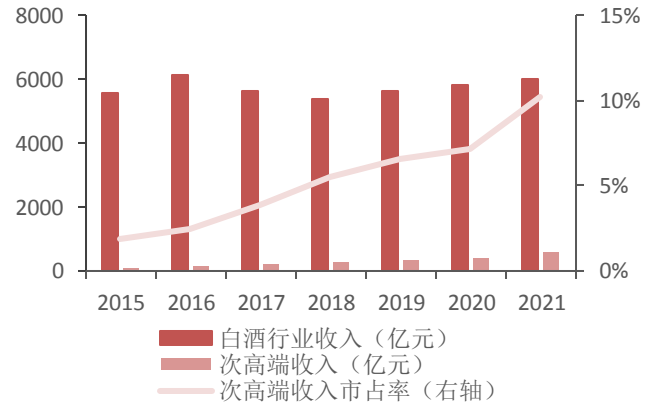
次高端赛道品牌众多，消费升级助推赛道扩容。消费升级推动白酒批价持续上扬，茅五泸等一线高端品牌已站稳千元左右价格带，为次高端品牌打开发展空间、拓宽了价格带，次高端赛道持续扩容。次高端价位消费者对品牌的忠诚度弱于高端价位，引致众多产品力或渠道力较强的品牌竞相涌入，各品牌为抢占市场份额持续加大市场投入，通过品鉴活动、宴席优惠、圈层营销等方式进行消费者培育，通过对需求端的培育持续扩大市场容量。在消费推力和市场培育的双重作用下，次高端赛道扩容动力十足。

图 26：2022 年次高端白酒竞争格局



数据来源：国家统计局，公司公告，西南证券整理

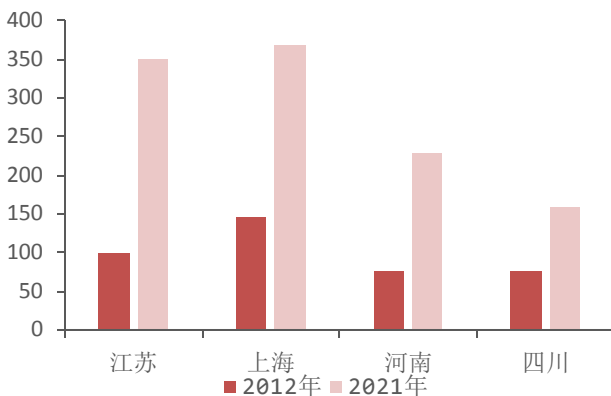
图 27：2015 年以来次高端酒市占率



数据来源：渠道调研，西南证券整理

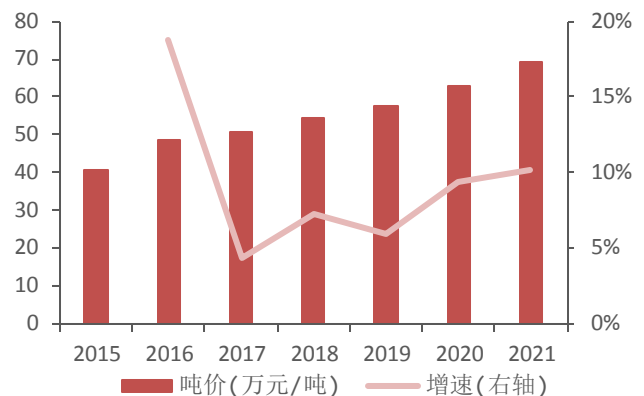
消费拉力叠加渠道推力，次高端酒吨价持续提升。居民收入增长驱动下的消费升级是次高端市场扩容的核心推力，以婚宴、寿宴等主流消费场景为例，上海、江苏等东部经济发达地区主流价格带已经超过 350 元；伴随经济增长和居民收入增加，白酒消费升级将是长期趋势，次高端持续扩容动力充足。此外，由于成熟价格带产品渠道利润逐渐透明，渠道推力减弱明显，而 500-800 元新兴价格带渠道利润相对较高，如国缘 V3、青花 30、洋河 M6+ 等经销商每瓶利润在 60-80 元左右，国德·真年份 6 年每瓶利润在 150 元左右，经销商和终端积极性更高，对消费升级的拉力充足。在消费推力和渠道拉力的共同作用下，次高端酒的吨价持续提升，显著增强企业的盈利能力。

图 28：2012 年、2021 年代表省份白酒主流价格带



数据来源：渠道调研，西南证券整理

图 29：2015 年以来次高端酒吨价及增速



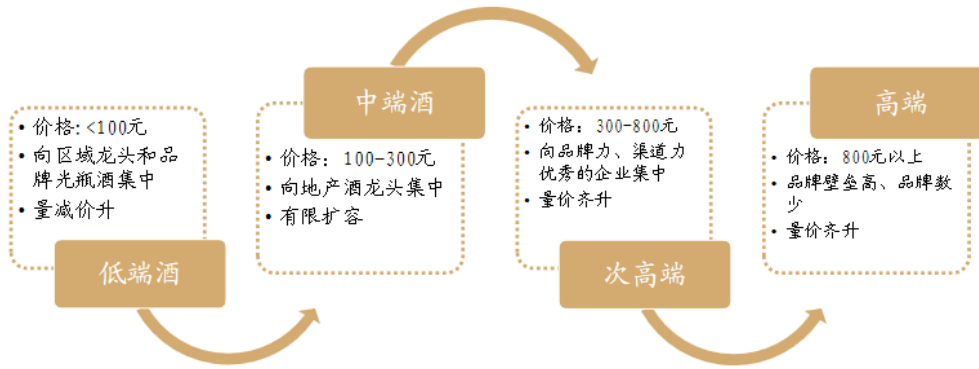
数据来源：公司公告，西南证券整理

2.1.5 中端有限扩容，低端量减价升

居民收入增长驱动下的消费升级是中端市场扩容的核心推力，以婚宴、寿宴等主流消费场景为例，上海、江苏等东部经济发达地区主流价格带已经超过 350 元，白酒消费大省河北、河南、四川主流价格带已升至 160-260 元之间，西部青海、甘肃等正快节奏向 100-300 元升级；伴随经济增长和居民收入增加，白酒消费升级将是长期趋势，中端消费市场具备坚实支撑。在消费升级的背景下，低端、中端、次高端白酒消费均不同程度的向更高价格带升级，中端白酒消费受低端向中端、中端向次高端升级的双重影响，体量上表现出有限扩容，价格

上缓慢提升；受“少喝酒、喝好酒”观念影响，低端酒销量下降，市场份额向区域龙头和品牌光瓶酒集中，价格稳步提升，呈现出量减价升的趋势。

图 30：白酒价格带消费升级情况



数据来源：西南证券

在消费升级驱动下，各档次白酒价格中枢稳步上移。高端白酒已打开价格空间、完成了消费者培育，未来市场将稳健扩容；在消费升级拉动和渠道推动下，次高端将出现量价齐升，具备品牌力和渠道力双重优势的企业，将更具爆发力；中档酒作为大众消费升级的跳板，仍具提价空间，但市场扩容有限；低档酒价格将有所提升，但销量将趋于萎缩趋势。

表 3：各档次白酒量价空间测算

	2021 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）	8	11	8.29%	
单价（万元/吨）	200	255	6.26%	
销售额（亿元）	1600	2805	15.07%	75.31%
次高端白酒（300-800 元）				
销量（万吨）	13	23	15.33%	
单价（万元/吨）	50	60	4.66%	
销售额（亿元）	650	1380	20.71%	112.31%
中端白酒（100-300 元）				
销量（万吨）	95	95	0.00%	
单价（万元/吨）	20.53	22	1.75%	
销售额（亿元）	1950	2090	1.75%	7.18%
低端白酒（100 元以下）				
销量（万吨）	600	530	-3.05%	
单价（万元/吨）	3.06	3.2	1.17%	
销售额（亿元）	1833	1696	-1.92%	-7.47%
合计				
销量（万吨）	741	659	-2.89%	-11.07%
销售额（亿元）	5836	7971	8.11%	36.58%

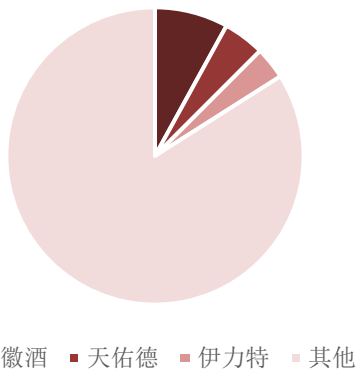
数据来源：国家统计局，微酒，西南证券整理

2.2 西北地区旅游胜地，消费复苏弹性十足

2.2.1 地产酒势弱，外来酒占比较高

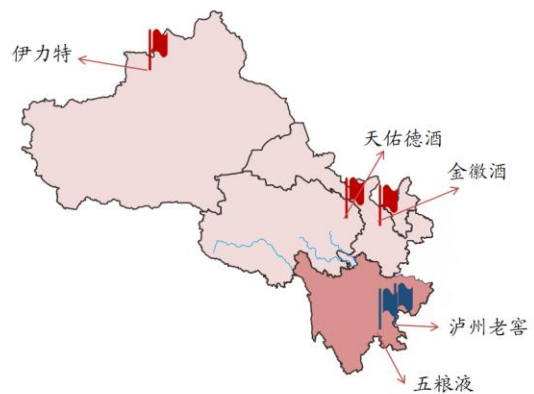
西北饮酒氛围浓厚，升级迟滞发展落后。西北地区地广人稀，经济水平相对落后，消费能力与内地差距较大。新疆、青海、甘肃、宁夏等区域，酒类消费氛围浓厚，四个省份白酒市场容量共计在 200 亿元左右；其中青海地区白酒市场容量在 30 亿元左右，主要集中在西宁市和海东市。西北因经济发展慢于中西部，地产酒品牌产品结构升级节奏慢于内地品牌，导致西北地产酒在 2016 年以来的白酒行业复兴进程中略显迟钝。川酒因地理优势，对西北白酒市场的影响尤为深刻。

图 31：2021 年青甘宁新四省市场竞争格局



数据来源：公司公告，渠道调研，西南证券整理

图 32：甘、新、宁、青、川区位图



数据来源：西南证券

本土不乏优质产品，错失机遇遭受挤压。西北地区并不缺乏优质白酒品牌，天佑德酒为青稞酒行业龙头，被誉为“中国青稞酒之源”，在青海及周边市场具有深厚的品牌基础；伊力特发源于建设兵团，“新疆第一酒”地位坚实，具有广泛的消费者基础；金徽酒产品具有“生态酿造、低温甜润”的特有品质和“只有窖香、没有泥味”的典型风格，市场占有率一直居甘肃省之首。

2016 年以来，受益大众消费崛起带来的白酒行业复苏，诸多白酒品牌持续推进产品结构升级，全国名优白酒进入量价齐升的黄金发展期。而西北区域因经济发展慢于内地，消费结构相对较低，西北三家白酒品牌在产品结构升级节奏上慢于内地。正是产品结构升级节奏迟于内地品牌，西北三家品牌多占位中低端价位，近年更是受到了全国性名优品牌的下沉挤压。

表 4：西北酒企概况

企业	发展概况
天佑德酒	2021 年销售收入 10.54 亿元，其中青海省省内销售收入 7.09 亿元，品牌影响力可辐射甘肃、宁夏等环青海市场。公司为青稞酒行业龙头，被誉为“中国青稞酒之源”，悠久的酿造历史、天然无污染的原料、独特的酿造工艺造就了天佑德青稞酒上乘的品质。
金徽酒	2021 年销售收入 17.88 亿元，其中甘肃省省内销售收入 13.71 亿元，品牌影响力可辐射甘肃、宁夏等环甘肃市场。公司传承“金徽酒”特有浓香型淡雅风格，形成“只有窖香，没有泥味”的典型风格，在西北市场形成较高知名度和较强竞争力，积极布局华东市场，逐步形成“西北+华东”双发展引擎。
伊力特	2021 年销售收入 19.38 亿元，其中新疆省内销售收入 14.16 亿元，品牌影响力可辐射环新疆区域。

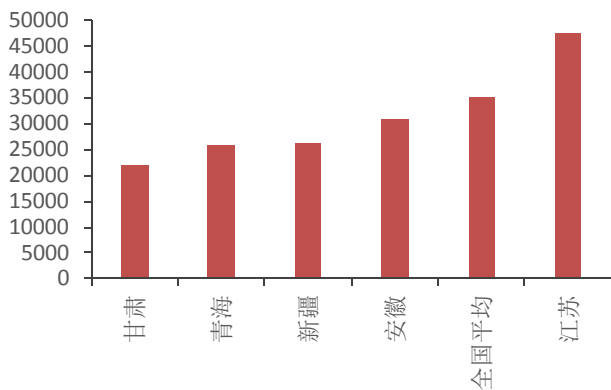
企业	发展概况
	“伊力”牌系列白酒是用天山雪水、伊犁河谷优质粮食为原料，经陈年老窖发酵，长年陈酿，精心勾兑而成，独特风格闻名疆内外，被誉为“新疆第一酒”。

数据来源：公司公告，西南证券整理

2.2.2 经济活跃消费升级，结构优化再度崛起

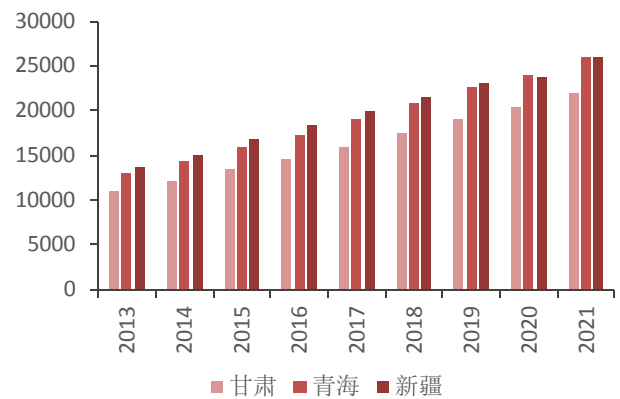
西北经济快速崛起，有力支撑消费升级。当前甘肃、青海、新疆的人均可支配收入与内地仍具较大差异，但伴随着国家西部大开发战略的持续推进，西部经济进入快速发展期，三省人均可支配收入大幅提升。2013-2021年三省人均可支配收入复合增长在9%左右，为消费升级奠定了坚实基础。

图 33：2021 年部分区域和全国人均可支配收入情况（元）



数据来源：国家统计局官网，西南证券整理

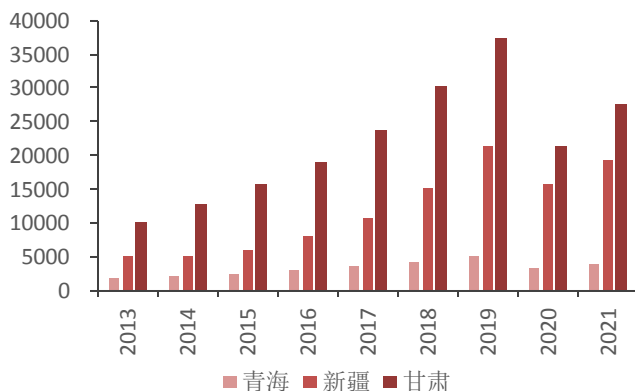
图 34：2013 年以来甘、青、新人均可支配收入（元）



数据来源：国家统计局官网，西南证券整理

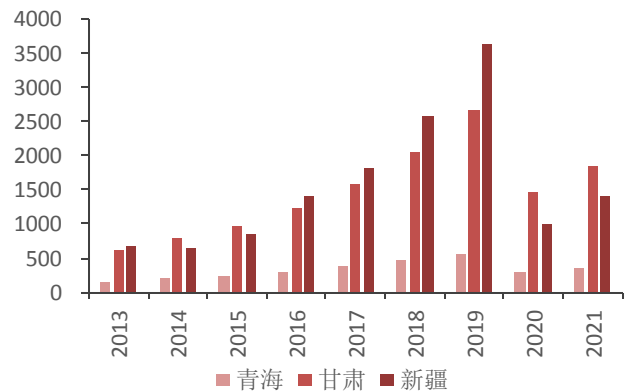
出行受阻消费人群减少，经济复苏恢复弹性十足。在疫情背景下，旅游出行的不便给三省经济带来较大冲击。青、新、甘三省作为西部欠发达地区，独特的地理环境为三省带来丰富的旅游资源，旅游收入在 GDP 中占有较大比重，2019 年旅游收入在三省 GDP 中的比重分别为 19%、27%、31%。2020-2022 年，疫情影响下，旅游人次和旅游收入均出现了大幅下滑。当前疫情对出行的限制基本消失，商旅活动日益活跃，青、新、甘三省经济将进入快速复苏期，经济增长弹性十足。

图 35：2013 年以来青、新、甘旅游人数（万人次）



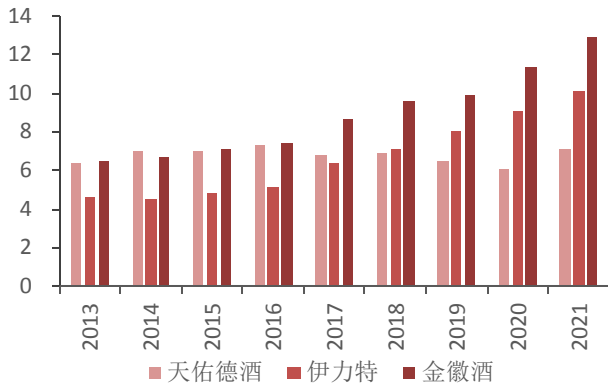
数据来源：国家统计局官网，西南证券整理

图 36：2013 年以来青、甘、新旅游收入（亿元）

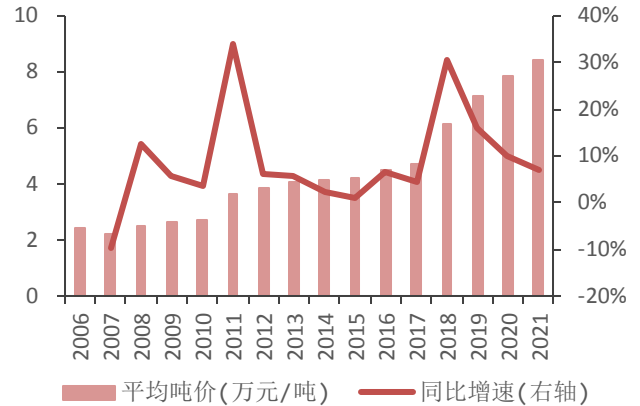


数据来源：国家统计局官网，西南证券整理

产品结构持续优化，平均吨价不断提升。2016年起，在大众消费复苏的带动下，行业结构升级显著。2016-2021年规模以上酒企平均吨价复合增速在12.2%，同期天佑德酒、伊力特、金徽酒平均吨价复合增速分别为0.23%、12.8%、10.6%。伴随着新青甘三省商旅活动迅速复苏，人均可支配收入持续提升，三家白酒品牌将进入量价齐升的快速复苏期。

图 37：2013 年以来三家酒企平均吨价（万元/吨）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 38：2006 年以来规模以上白酒企业平均吨价（万元/吨）


数据来源：统计局官网，西南证券整理

3 彷徨过后深度调整，结构升级蓄势待发

公司品牌深度辐射甘青市场，在甘青市场具有坚实的消费者基础，品牌力足够支撑产品结构升级。此外，公司是青稞酒细分品类龙头企业，独特的品类助力差异化竞争，产品兼具品质和特色，且真年份认证产品国之德·真年份6年已站稳500元价位，产品力、品牌力突出，将有效带动公司产品结构持续优化。公司的核心渠道模式采用全控价深度分销，营销队伍执行能力强，对市场的掌控力突出，强大的渠道力可助力品牌强势回归。2019年以来，公司对品牌、产品、渠道进行深度调整，积聚的发展势能正待释放，将借助消费复苏的机遇扶摇而上。

3.1 品牌端：青稞酒之源，真年份陈酿

3.1.1 历史沉淀深厚，青稞酒别具一格

历史沉淀深厚，具备高端品牌形象。天佑德青稞酒拥有600年历史，始于明朝，兴于清，盛于当代。天佑德青稞酒在当地具备深厚的高端品牌基因，上世纪60、70年代，国营互助酒厂生产的青稞酒售价1.82元/瓶，而且产品非常紧俏，同时期茅台的出厂价在2.5元/瓶。天佑德青稞酒在西北地区具有广阔的辐射能力，建国初期，互助县威远镇白酒产量在100吨左右，同时期茅台产量在100-110吨左右。

表 5：获得荣誉或奖项

时间	获得荣誉或奖项
1988	在首届中国食品博览会上，互助头曲酒荣获银奖
2003	被认定为“中华人民共和国地理标志保护产品”
2004	“互助”商标被认定为“中国驰名商标”

时间	获得荣誉或奖项
2010	“天佑德”商标被认定为“中国驰名商标”
2011	“互助”商标被认定为“中华老字号”
2020	取得“纯粮固态发酵白酒”认证
2021	“青稞酒传统酿造工艺”被列入第五批中国非物质文化遗产名录

数据来源：公司官网，西南证券整理

青稞酒之源，风味独树一帜。公司生产的青稞酒属清香型白酒，被中国酿酒工业协会认定为“中国白酒清香型（青稞原料）代表”。一般白酒生产企业酿造所用原料主要是高粱、小麦、大麦等谷物，公司酿造的青稞酒在原料上具有独特性，其主要原料为产自高寒高海拔地区的青稞。独特的酿造原料、独特的大曲配料、传统的国家非遗酿造工艺成就了独特风味。青稞酒的稀缺性和健康属性强化了天佑德酒的独特属性，遵循四季变化之道的天酿文化进一步强化了天佑德酒的别树一帜和高端品牌形象。

表 6：主流香型代表品牌酿造原料

香型	代表品牌	核心原料	口感特点
清香型（青稞原料）	天佑德酒	青稞、豌豆	清香纯正、绵甜柔和、诸味协调、后味甘甜
清香型	山西汾酒	高粱	入口绵甜、清香纯正、诸味协调、余味爽净
浓香型	五粮液	高粱、大米、糯米、小麦、玉米	芳香浓郁、绵柔甘冽、香味协调、回味悠长
	泸州老窖	高粱	窖香浓郁，绵甜爽口，甘冽醇美，饮后尤香
酱香型	贵州茅台	高粱、小麦	酱香突出，幽雅细致，酒体醇厚，回味悠长

数据来源：公司官网，西南证券整理

3.1.2 老酒突出高品质，真年份彰显高端

真年份认证，规范化发展。“酒是陈的香”是消费者对白酒产品的朴素认知，老酒彰显出产品的“品质高、稀缺性”，具备饮用价值、健康价值、收藏价值等产品附加值，当前老酒市场规模已达 1000 亿元左右。老酒产品主要分为陈年白酒和年份酒两类，2019 年 3 月中国酒业协会发布《白酒年份酒》团体标准，进一步规范了年份酒标识，统一标准下进一步促进了老酒行业的快速健康发展。天佑德青稞酒原酒存量逐年不断增加，截至 2022 年已达 4.7 万吨，其中年份原酒接近 2 万吨，充足的原酒储备可有效支撑真年份产品放量。

表 7：部分白酒品牌真年份认证情况

品牌	认证机构	认证产品	产品价格
天佑德酒	中国酒业协会	国之德·真年份 6 年（原酒坛储≥6 年）	588
舍得酒业	中国酒业协会	藏品系列 52 度 500ml 智慧舍得（原酒坛储≥10 年）	988
		藏品系列 52 度 500ml 品位舍得（原酒坛储≥8 年）	758
		舍得真年份 52 度 500ml	698
国台酒业	中国酒业协会	53 度中国红（10 年）	1199
		53 度帝王黄（10 年）	1333
		53 度宝石蓝（10 年）	559
金沙酒业	中国酒业协会	53 度金沙回沙酒·真实年份酒（6 年）	679
		53 度金沙回沙酒·真实年份酒（8 年）	899
酒鬼酒	中国酒业协会	封坛年份酒 15 年（红坛）	718

数据来源：公司公告，西南证券整理

真年份突出品质，配额制彰显高端。国之德·真年份6年产品采用6年以上基酒调制而成，品质上乘；渠道销售采用配额制控价模式，充分彰显稀缺性和高端性，有效塑造消费者的高端品牌认知。国之德真年份6年青稞酒52度，选用经过中国酒业协会认证的贮存6年特级原酒、7年优级原酒、搭配贮存7年有独特香味的年份老酒和11年年份老酒进行精心调制而成，醇厚丰满的酒体凸显高端品质，年份标识彰显稀缺性和收藏价值。

图 39：国之德真年份6年瓶体及年份标识



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 8：国之德真年份6年2022年配额分配情况

配额市场类型	配额吨数	配额件数
青海渠道	25 吨	9000 件
青海团购市场	21 吨	7560 件
甘、宁、疆团购市场	13 吨	4680 件
西北外市场	10 吨	3600 件
青海专卖店	3 吨	1080 件
公关品鉴	10 吨	3600 件
合计	82 吨	29520 件

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.1.3 聚焦品牌建设，实施品牌拉动

聚焦品牌建设，抢占品牌高地。高端白酒具有较强的品牌壁垒，品牌是高端产品的核心竞争力。2022年上半年，公司证券简称由“青青稞酒”变更为“天佑德酒”，标志着公司战略重心将由青稞酒品类推广，转向聚焦以品牌建设带动品类发展。公司持续推进品牌价值挖掘，围绕“天酿文化、圣地文化、青藏文化”赋予天佑德更加丰富的内涵，提高其品牌高度与厚度，实现了文化价值挖掘对产品价值的赋值。“天人合一，以德治酒，醇醴天然，回馈天地”的酿酒文化正逐渐积聚为其品牌势能，逐渐构筑其高端化、全国化的核心驱动力。

图 40：公司品牌战略变动



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 41：公司天酿文化作品代表

順天应时、自然好酒！

数据来源：公司公告，西南证券整理

聚焦核心产品，强化品牌形象。随着消费者品牌意识日益增强，清理非核心产品、强化品牌形象、厘清品牌定位、优化产品线显得日益迫切。2015-2019年公司持续开发丰富产品线，品牌建设不聚焦、资源投放分散低效等问题突出，使得综合品牌力日渐弱化。相同时期内，全国性名酒多采取大单品战略，聚焦资源打造核心大单品，实现了品牌力和产品力间相互促进、共同强化的良性循环。

2020年开始，公司开始推进产品线优化和对产品开发的规范化管理，大力缩减SKU，并突出战略单品，全力聚焦天之德、国之德、出口型及星级系列等战略主导产品，集中资源向上推进产品结构升级。随着公司核心大单品雏形已现，公司产品力、品牌力持续增强，不断积聚起的品牌势能为公司强势崛起打下了坚实基础。

图 42：2016 年以来天佑德的产品策略变动



数据来源：公司公告，西南证券整理

强化品牌战略，实施品牌拉动。公司持续构建优化立体式品牌建设工程，逐渐形成品牌传播、产品推广、文化建设、内容输出的全链条品牌建设模式，实现通过“令人惊讶的演示”将产品价值更加直观的呈现给消费者。品牌高度得到持续拔高，品牌热度日益活跃，品牌粘度不断强化。

- 树品牌高度：**公司坚持高举高打的品牌推广策略，通过“高空+地面”联动来进行全方位品牌推广。2021年高空借助国家级媒体登陆 CCTV-1《大国品牌》、国际性大赛中出口型产品荣获布鲁塞尔国际烈酒大赛金奖等，在高级别舞台上频繁亮相，给消费者留下高端品牌的深刻形象。地面启动了天佑德品牌天使计划，着力打造一批天佑德品牌传播精英，围绕天酿体验行、品牌体验馆等场景开展产品讲解、品牌形象传播工作，不仅实现了品牌高度的塑造，更让消费者对手触手可及。

表 9：公司部分品牌建设事件

时间	事件
2022年	入央视《净土青海 高原臻品》栏目
2022年	推出元宇宙数字虚拟人李灵儿
2021年	入央视《大国品牌》纪录片栏目《天赐好酒》
2019年	冠名环青海湖国际公路自行车赛、中国网球公开赛等国际、国内赛事
2017年	与央视《一年又一年》栏目、《挑战不可能》栏目合作

数据来源：公司官网，西南证券整理

- 提品牌热度：**积极开展事件营销，打造活动IP，持续提升品牌热度。公司与青海环湖赛、中网、马拉松等体育赛事建立了长期合作关系，举办中国青稞酒文化节、世义德打酒节等，积极打造活动IP，提高品牌的曝光率，品牌热度持续提升。

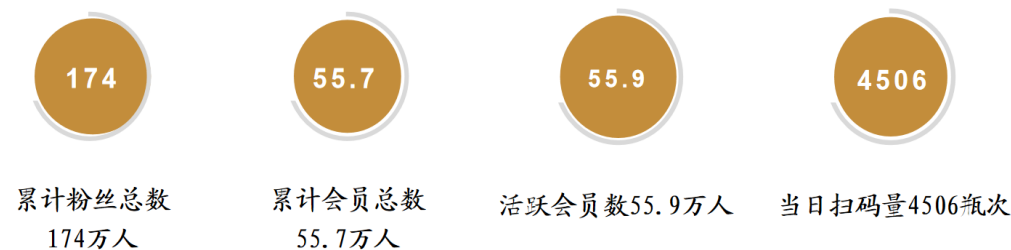
图 43：天佑德冠名环青海湖赛标识



数据来源：公司官方微信公众号，西南证券整理

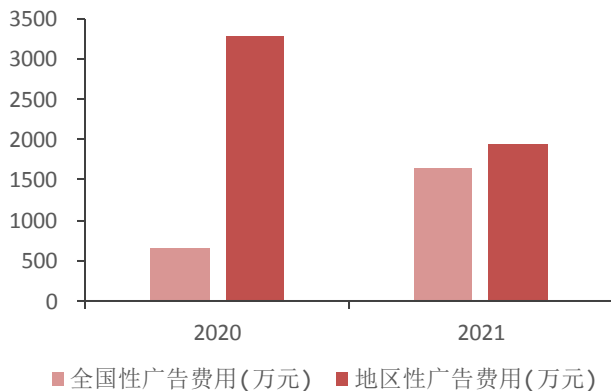
- 强品牌粘度：**公司通过加强与消费者间的互动、提升消费者体验来增强品牌粘度。公司 2018 年开始运营天佑德青稞酒会员体系，2021 年成立“青稞荟俱乐部”，秉承“以酒为媒，荟聚天下”的理念，不断强化天佑德青稞酒与消费者间的交流和沟通。公司通过创新圈层活动模式，丰富消费者参与方式，不断强化品牌氛围和消费者粘度。通过开展品鉴会、回厂游、天佑德体验馆运营等圈层营销活动，提高产品与消费者见面率，培养消费领袖，不断输出品牌文化，让消费者深度体验和感受天佑德的文化内涵与青稞酒独特品质。经过一系列品牌建设举措，公司品牌力持续增强，消费者认可度和忠诚度不断提升。

图 44：数字天佑德

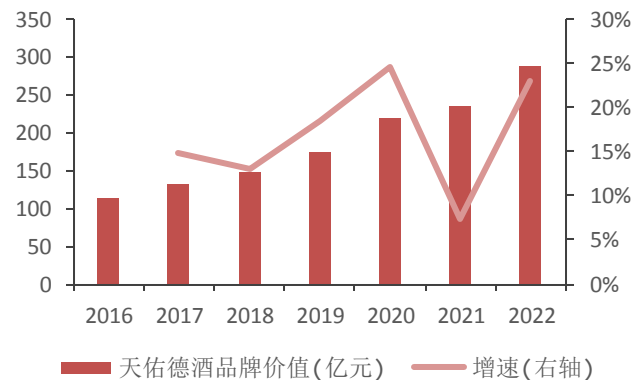


数据来源：公司官方微信公众号(数据截至2023年2月20日晚18点)，西南证券整理

营销投入高举高打，品牌价值不断提升。公司结合市场布局规划，不断优化品牌宣传费用结构，持续提升费用投放效率。为配合公司产品全国化布局，通过国家级媒体拔高品牌形象，增加了全国性广告费用支出。通过立体化、系统化的推广和宣传，天佑德的品牌价值实现了快速跃迁，在 2022 年“华樽杯”中国酒类品牌价值评选活动中，天佑德的品牌价值由 2016 年的 114 亿元提升至 2022 年的 289 亿元，品牌力实现了快速增强。

图 45: 广告费用结构


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 46: 天佑德酒品牌价值及增速情况


数据来源: 公司公告, 华樽杯, 西南证券整理

3.2 产品端: 产品矩阵完备, 升级节奏明显

3.2.1 价格带全面覆盖, 主流品牌持续升级

产品矩阵完备, 价格带覆盖全面。公司核心产品包括天之德、天佑德、互助、八大作坊、世义德等系列, 产品系列间价格梯次分明, 有效覆盖市场主流价格带。天之德、天佑德部分产品聚焦高端, 有效拔高公司品牌高度; 天佑德产品占总营收的 65% 左右, 是公司的核心品牌, 主要覆盖次高端和中端; 互助和世义德是基石产品, 聚焦大众消费, 是扩青稞酒受众的重要产品。

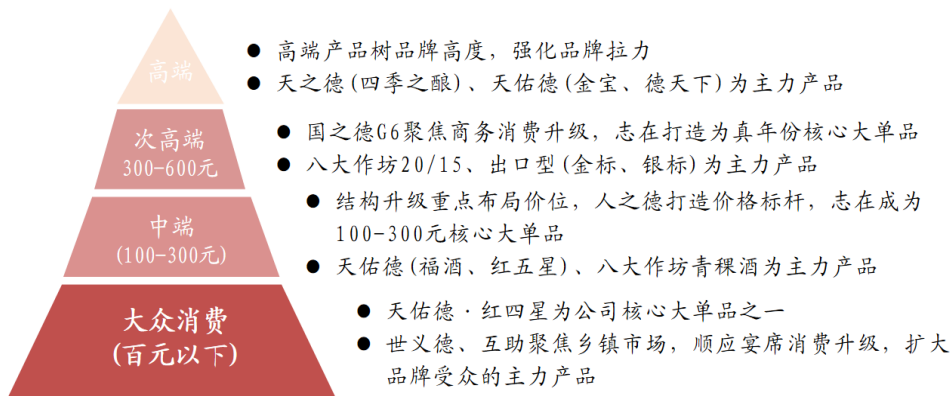
表 10: 公司产品矩阵情况

价位段	品牌系列	产品名称	主流销售参数与规格	产品展示
800 元以上	天之德	四季之酿	52 度 125ml	
	天佑德·德天下	德天下	53 度 600ml	
	天佑德·金宝	天宝	52 度 500ml	
300-600 元	天佑德·国之德(真年份)	G6/G3	52 度/42 度 500ml/500ml	
	八大作坊	15/20	46 度/48 度 500ml/500ml	
	天佑德·岩窖	岩窖 30/50	46 度/52 度 500ml/500ml	
	天佑德·出口型	金标/银标	45 度/45 度 750ml/750ml	
100-300 元	天佑德·福酒	F8/F6	42 度/42 度 500ml/500ml	
	天佑德	人之德	42 度 500ml	
	星级系列	五星/四星	52 度/42 度 500ml/500ml	
100 元以下	互助·永庆和	祥和/喜和	42 度/42 度 500ml/500ml	
	世义德	散酒	58 度 / 52 度 / 48 度 / 42 度	

数据来源: 公司官网, 京东商城, 西南证券整理(注: 价格带划分按 500ml 核算)

价格梯次分明，场景各有侧重。天之德·四季之酿、天佑德·金宝等产品聚焦高端，塑造高端品牌形象，强化品牌拉力。国之德真年份 G6、八大作坊 20/15、出口型聚焦 300-500 元省内主流商务消费价格带，是带动公司产品结构升级的主力产品。人之德、八大作坊青稞酒、天佑德·福酒、天佑德·红五星聚焦省内 100-200 元大众消费主流价格带，其中人之德聚焦打造为该价位的标杆产品，八大作坊青稞酒聚焦日常聚饮场景，天佑德·福酒聚焦宴席场景，红四星在 90 元价位具有坚实的消费者基础。世义德散酒聚焦乡镇市场，是扩大青稞酒品类受众的重要产品，消费者群体广泛。

图 47：天佑德各价位段布局



数据来源：公司公告，西南证券整理

核心品牌持续升级，助力结构不断优化。公司顺应消费升级趋势，积极拓展消费场景，不断扩大市场份额，增长动能持续增强。天佑德青稞酒在每个时代都曾推出了极具影响力的产品，从最初的互助头曲到当前覆盖 300-600 元价位的国之德 G6、出口型金银标、八大作坊等，结构升级节奏明显。2019 年国之德真年份 G6 的推出是公司高端化进程的标志性事件，为顺应消费升级和打破增长瓶颈，公司开始将资源向中端和次高端倾斜，聚焦商务消费和宴席消费升级，成功实现产品结构优化和成长空间的拓展。

图 48：天佑德主流产品变迁



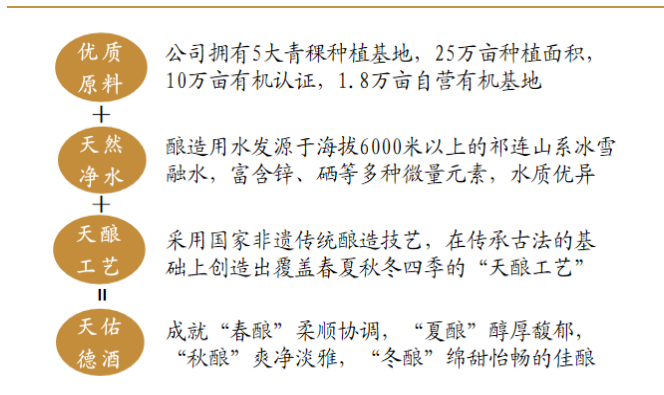
数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2.2 青稞香型品质上乘，产能扩建支撑发展

积极打造青稞香型，品质强化核心竞争力。公司积极引领青稞酒品类规范发展，持续聚焦产品品质优化，不断强化品类特色和品质优势。公司牵头制定的《青稞香型白酒》团体标准，并于 2020 年开始实施，将青稞酒的生产工艺和质量安全纳入标准管理的范畴，为整个青稞酒行业的健康发展、有序竞争和品类认知提供坚强后盾。

公司持续强化品质优势，原料采用青藏高原海拔 3000 米以上的青稞，以及发源于海拔 6000 米以上的祁连山系冰雪融水，天佑德是唯一将“纯净无污染”写进地理保护标志执行标准的白酒品牌。此外，公司采用了以“清蒸清烧四次清”为特点的天酿工艺，以超高的酿酒标准，为消费者带来极致的美酒体验。

图 49：天佑德酒的品质优势



数据来源：公司公告，西南证券整理

产能扩建，支撑发展。2019 年公司推出“真年份酒”，对公司的产能和储酒能力提出了更高的要求，为更好支撑公司的长远发展，公司对生产区进行新建和扩建。2021 年定增项目落地，其中 2.3 亿元用于优质青稞原酒陈化老熟技改项目，该项目将新建 2 个陶坛酒库，可增加优质青稞原酒储能 1.73 万吨。新建产能投产后，将大幅提升优质青稞原酒陈化老熟储能，突破发展瓶颈，为公司的长期成长夯实产能基础。

图 50：公司产能介绍宣传图



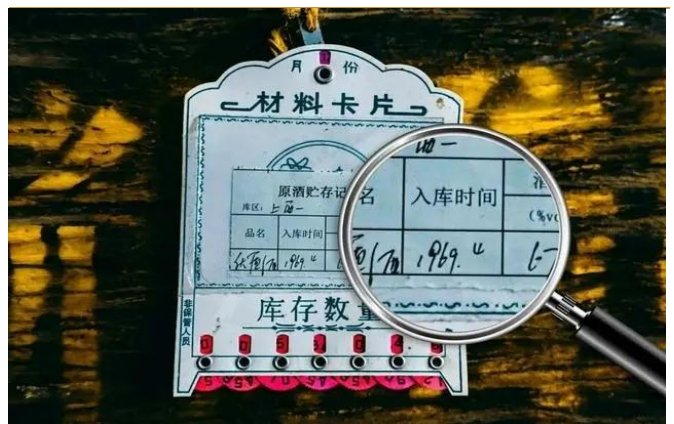
数据来源：公司公告，西南证券整理

表 11：天酿工艺中“清蒸清烧四次清”的要点

二长	生产周期长、发酵周期长 ：青稞酒是中国白酒中少有的 365 天不间断生产的白酒产品，每个发酵周期是 80 多天连续四次发酵，充分契合了一年四季、二十四节气的自然规律
三合	种粮合一、曲粮合一、岩木合一 ：种粮合一指的是青稞酒酿酒原料产区和酿造产区“高度合一”；曲粮合一指青稞酒是中国白酒中唯一以青稞作为酿酒原料，又用青稞制曲的特色产品；岩木合一指酿造窖池采用昆仑山花岗岩为窖边，松木板为窖底，形成独有的岩木窖池
四清	四清 ：是指原料清蒸、辅料清蒸、清糟发酵、清蒸流酒，并用花岗岩窖池发酵的四次清操作工艺

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 51：公司 1969 年 4 月入库储存最老的原酒



数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2.3 产品培育能力突出，有序推动产品升级

持续进行产品培育，有序推进产品升级。公司结合市场运作情况，不断开发新产品、升级核心单品、打造文创新品，持续强化产品力、品牌力和渠道力之间的良性互动。

- **新品培育能力突出：**公司具备强大的新品培育能力和消费者引导能力，随着公司整体品牌势能不断提升，消费者引导能力持续增强。公司 2016 年以来陆续推出小黑青稞酒、岩窖、国之德 G6、天之德、人之德等新品，2016 年小黑青稞酒一经上市便获得了人们的喜爱，第一年销量达到 500 万瓶；2019 年国之德真年份 G6 上市，市场严格实行配额制，当前已站稳 500 元价位，市场热度持续提升。
- **有序推进焕新升级：**伴随着消费结构升级、消费者偏好变迁，公司始终以消费者需求为导向，持续推动产品升级焕新。2007 年公司推出第一代出口型产品开始，至 2021 年推出第三代出口型产品，历经 4 次升级焕新，当前出口型产品聚焦 300 元省内商务价位段，消费者基础扎实，产品力突出，已成为公司核心大单品之一。此外，公司陆续推动八大作坊、世义德等产品系列的焕新升级，持续强化各品牌的产品力。

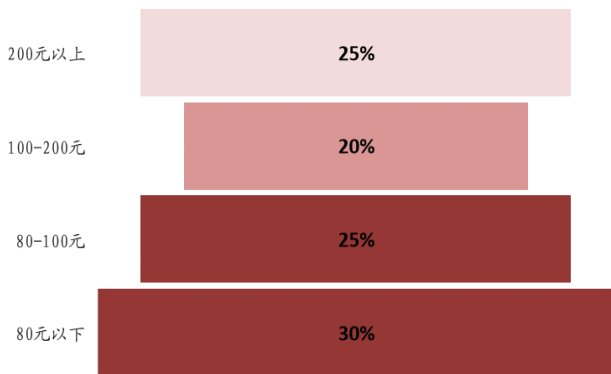
图 52：出口型产品升级进程



数据来源：公司公告，西南证券整理

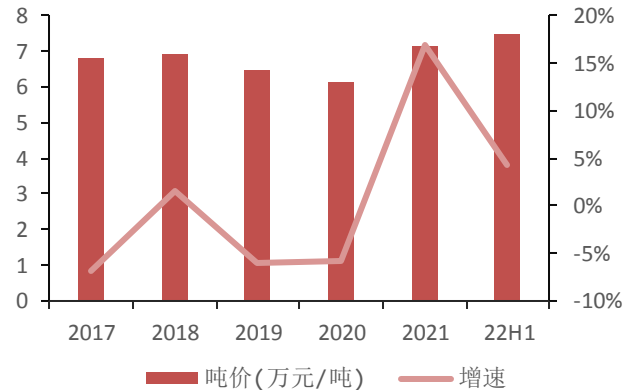
持续培育核心大单品，不断带动产品升级。公司明确天之德、国之德、出口型及星级系列为战略主导产品，积极培育核心大单品，持续强化产品力与品牌力间的良性互动。公司千元价位聚焦天之德·四季之酿，塑造公司品牌高度；500 元价位聚焦国之德·真年份 6 年，承接商务消费升级，拉动产品结构升级；300 元价位聚焦出口型，覆盖主流商务价位段；100-200 元价位聚焦人之德、星级产品，打造价格标杆，引领主流消费价位升级。公司大单品雏形已现，结构升级明显，2021 年平均吨价提升 17%，产品结构拐点向上显著，疫情影响下升级节奏虽有放缓，但长期升级路径清晰明确。

图 53：公司产品价格带分布情况



数据来源：公司公告，渠道调研，西南证券整理

图 54：2015 年以来公司整体吨价及增速



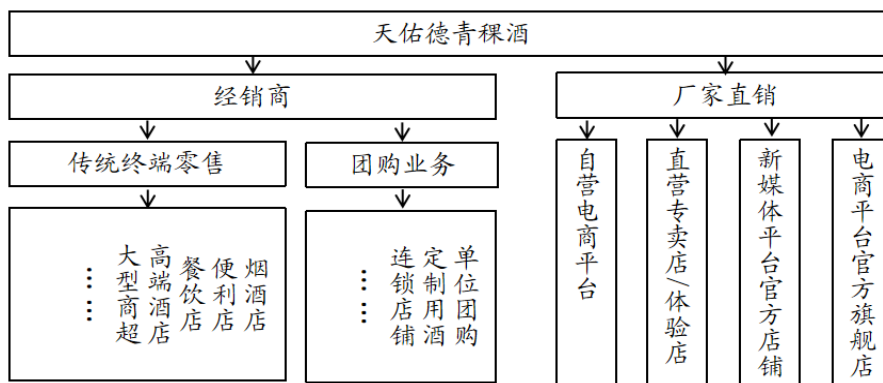
数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3 渠道端：持续优化销售模式，不断强化渠道推力

3.3.1 渠道模式因地制宜，不断强化渠道推力

持续优化渠道模式，不断增强渠道推力。公司持续完善渠道模式，打造具有强大渠道力的销售体系，全方位贴近消费者，持续提升消费者的消费体验。当前公司的销售体系以全控价深度分销为主，并借助经销商制快速实现市场扩张；此外，公司不断加大直销渠道建设力度，积极布局新兴线上渠道、持续加码专卖店/直营店建设，进一步缩短与消费者间的距离，提高对消费者需求的快速反应能力，提升消费者的消费体验。

图 55：天佑德渠道模式简图



数据来源：公司公告，西南证券整理

渠道模式因地制宜，市场开拓张弛有度。公司产品销售主要分为渠道经销和厂家直销两种模式，在基本盘市场深化渠道掌控力，市场管控精准有力；在开拓市场，借助优质大商资源，实现高效市场扩张。

- **全控价深度分销**：公司在青海、甘肃、宁夏及西藏区域主要执行全控价深度分销模式，厂家主导市场销售工作，在各地设置办事处并派驻厂家业务人员，负责渠道开

发、销售推广以及终端维护工作，经销商大多为配送商。深度分销模式下渠道政策执行力到位，厂家对终端的掌控力更强，市场秩序更加稳健。

- **半控价厂商协同：**公司在西部市场以外主要实行半控价模式，经销商主导市场销售工作，厂家协助并指导经销商进行市场拓展和维护工作，经销商多为品牌运营商，负责市场具体的开发维护及销售配送工作。

表 12：半控价厂家协同和全控价深度分销的渠道模式对比

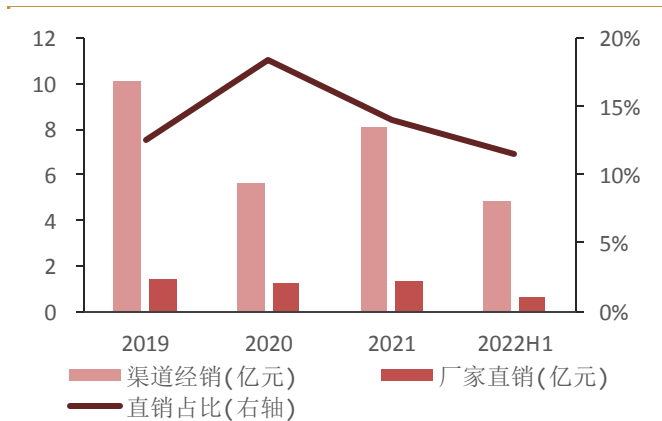
	半控价厂商协同	全控价深度分销
厂商分工	经销商主导销售和控制动销，具有较大自主权，自主开发市场，承担主要费用	厂家主导市场开发，对于价盘库存和销售政策有极强控制力
渠道层级	层级较多	渠道较为扁平
厂家销售人员数量	数量较少	数量较多
对渠道控制力	简政放权，控制力较弱	精细化管理，控制力强
费用投入	经销商承担主要费用	厂家投入费用高
优点	充分利用经销商的资金、资源、渠道等实现快速扩张，经销商积极性高	厂家对单个经销商依赖程度低，渠道政策执行力强，厂家对终端的掌控更强
缺点	对终端控制弱，市场秩序维护难度高	费用投入高，管理难度大，经销商积极性弱

数据来源：酒业家、云酒头条，西南证券整理

推进营销网络建设，加快青甘一体化。为更好支持“青甘一体化”战略，进一步提高公司产品在“青甘”地区的品牌认知度和市场占有率，2021 年公司开始实施营销网络建设项目，项目规划投资在 7500 万元左右。项目包括建设直营店 30 家、加盟店 330 家，项目落成后将优化消费者深度体验场景，加强营销网络建设，提高品牌渗透率，强化渠道掌控力，公司综合渠道力将显著增强。

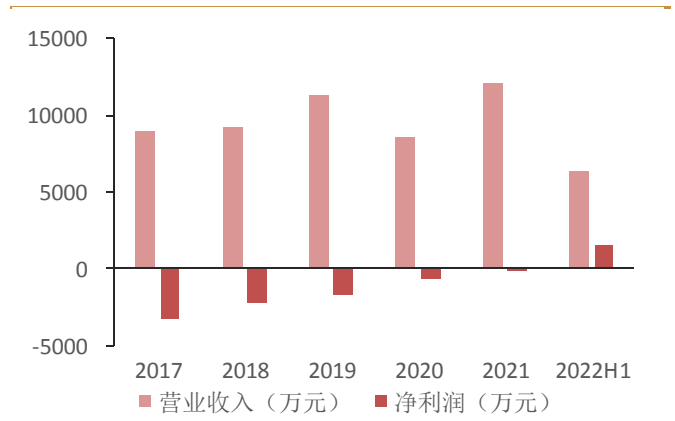
积极布局线上渠道，品牌、渠道相互促进。公司积极布局新型电子商务平台，通过中酒互联网工具赋能，为传统酒企提供了全产业链“+互联网”的解决方案，布局中酒连锁新零售门店，通过线上线下一体化的运营，打造中酒网+中酒连锁的酒水新零售模式。此外，公司不断完善线上云店销售模式，为销售增量开辟新渠道。线上渠道已构成公司销售增量、品牌宣传的重要途径，实现了品牌和渠道的相互促进。

图 56：2019 年以来分渠道销售情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 57：2017 年以来中酒时代经营情况

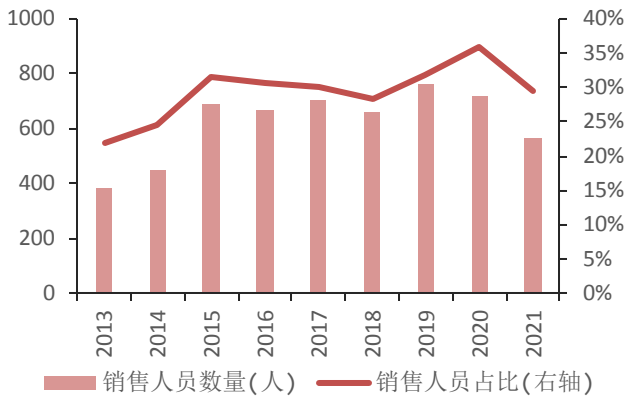


数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3.2 持续打造营销铁军，不断拓展省外市场

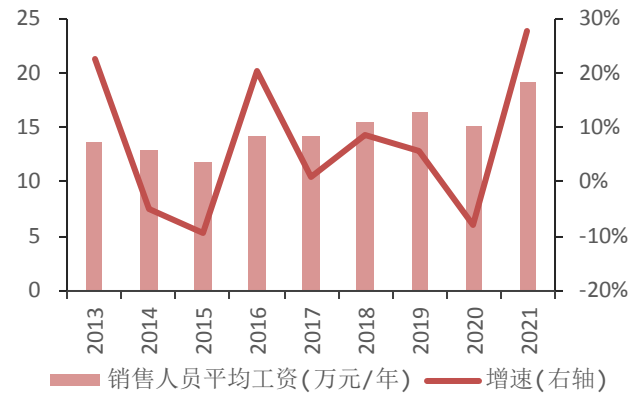
推进精兵强效，打造营销铁军。2019 年公司推出精兵增效方案，优化人员结构，完善薪酬体系。营销中心通过优化工资结构占比，实行月度绩效考核销售达成上不封顶，此外，每半年度组织开展营销人员技能分级评定，通过综合考评，实现薪酬的动态调整，并实行末位淘汰制。激励充分，考核明确，销售人员人均薪酬显著提升，营销队伍士气持续增强。

图 58：2013 年以来销售人员数量及占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

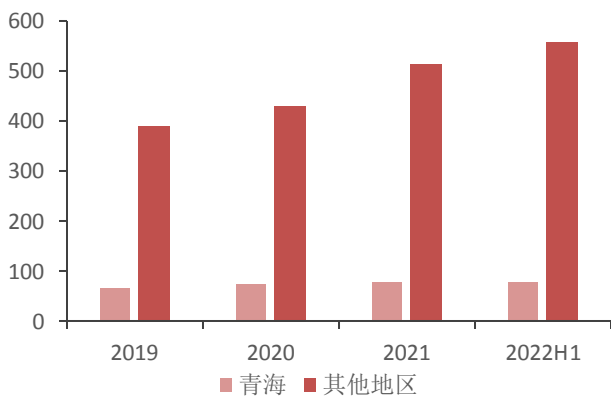
图 59：2013 年以来销售人员平均工资及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

做强基地市场，渗透战略市场，加速全国化布局。区域布局上，公司围绕扎根青海、立足西北、拓展全国、布点全球的战略，持续拓展成长空间。公司持续夯实青海大本营市场，深入推进甘青一体布局，不断做强基地市场；进一步强化陕西、北京、河南等战略布局市场团购型客户培育及样板市场开发，不断提升市场渗透率；持续推进全国化布局，积极布局国际化市场，成长空间不断拓展。

图 60：2019 年以来经销商数量变化（家）



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 13：销售区域分布情况

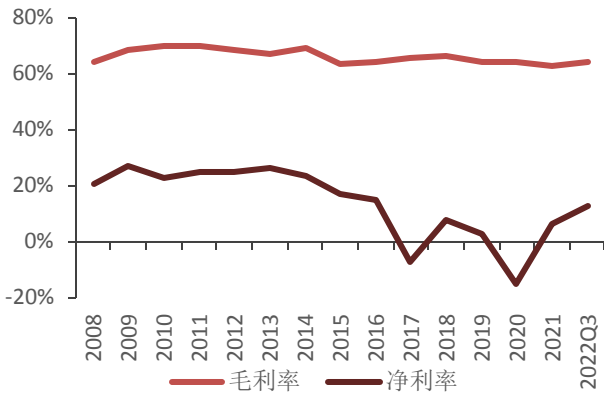
青海省	西宁大区	北京销售公司	西南办事处	
	海东大区		北京团购部	
	海西大区		河南大区	
甘肃省	兰州大区		陕西大区	
	河西一区		华北大区	
	河西二区		华南大区	
	陇东大区		华东大区	
新疆	新疆大区			山西大区
宁夏	宁夏大区			

数据来源：公司公告，西南证券整理

4 财务分析

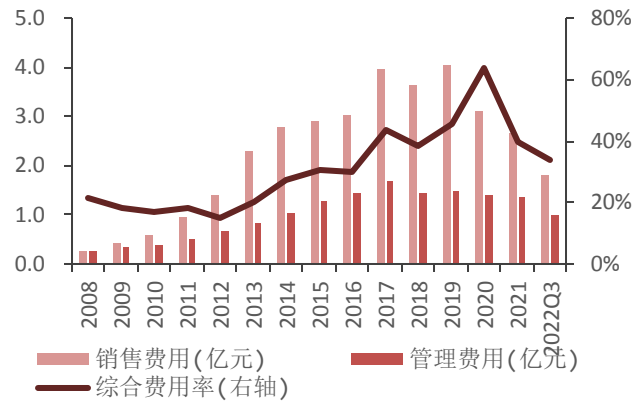
2012-2015年，行业进入深度调整期，公司费用支出开始持续提升，而营收规模徘徊不前，导致费用率高增，净利率不断下降。2019年公司陆续修改出台《员工年度绩效考评方案》、《精兵增效方案》等改革举措，持续优化激励考核模式，优化调整薪酬构成，销售人员、管理人员平均薪酬显著提升，薪酬总额稳中有降，考核激励更加高效。2021年起，公司开始推进“三年绩效管理战略”，不断提升经营管理水平。经过深度调整，公司销售费用、管理费用规模得到有效控制，费用率显著下降，净利率拐点向上。

图 61：2015 年以来公司毛利率和净利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

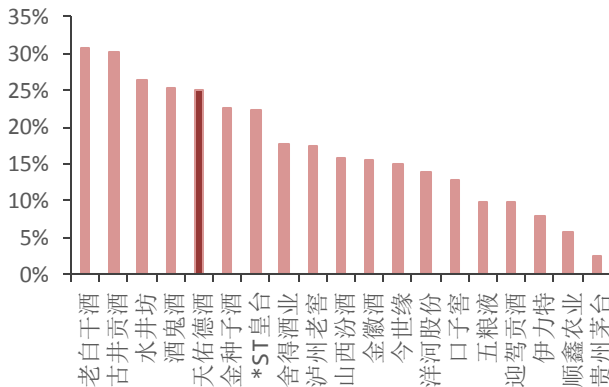
图 62：2008 年费用支出情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

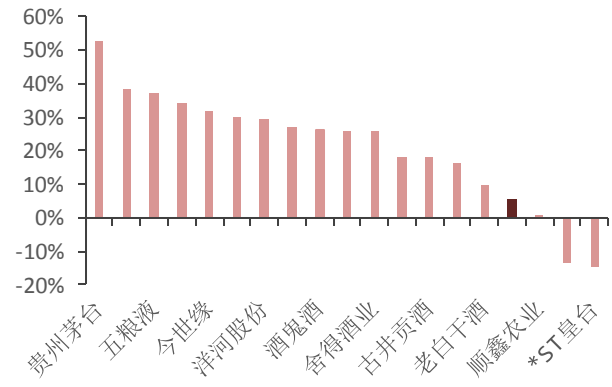
经营势能逐渐增强，降费增利空间大。公司聚焦中端、次高端，持续推进产品结构升级，伴随着中高端系列占比的持续提升，产品结构不断优化，毛利率将得到进一步提升。公司调整销售费用构成，降低终端门店的固定陈列费，提升变动费用占比，有效实现销售费用支出和营收增长的良性互动，销售费用支出更加科学高效，可带动销售费用率进一步下降。随着公司毛利率的提升和三费的有效管控，叠加积聚起的经营势能不断释放，规模效应下费用率将持续边际递减，净利率提升弹性十足。

图 63：2021 年白酒上市公司销售费用率



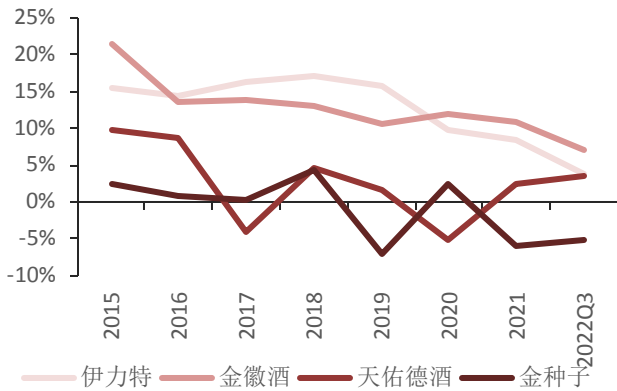
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 64：2021 年白酒上市公司净利率

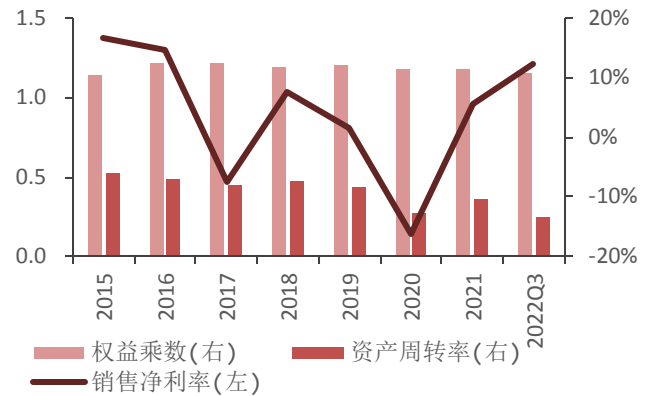


数据来源：公司公告，西南证券整理

ROE 拐点向上，经营状况持续向好。受益于公司产品结构持续改善和三费的有效管控，公司的 ROE 从 2020 年的 -5.13% 稳步修复至 2022Q3 的 3.58%，公司的经营质量拐点向上。通过分拆 ROE 可以看出，公司 ROE 的稳步提升主要得益于销售净利率的提升。公司费用的有效管控，以及产品结构的持续改善、产品竞争力的持续增强，有效推动了 ROE 的稳步提升，公司品牌复兴势头正强，改革成效逐步释放，随高端品牌形象的逐步强化，公司有望在品牌势能、渠道推力的催化下，业绩弹性持续释放。

图 65：2015 年以来可比上市公司权益净利率（摊薄）（%）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 66：公司 2015 年以来 ROE 拆分


数据来源：公司公告，西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

1) 受益于青海旅游经济持续向好，消费升级弹性十足，且公司正大力推进产品结构升级，预计中高档青稞酒 2022-2024 年销量同比增长 -5.5%、15.0%、10.0%，吨价分别提升 5%、20%、20%，毛利率为 72.5%、76.2%、79.5%。

2) 受益大众消费持续升级，消费者品牌意识持续增强，公司将充分受益省内品牌集中度提升红利，预计普通青稞酒 2022-2024 年销量同比增长 -2.0%、5.0%、5.0%，吨价同比增长 2%、10%、10%，毛利率为 51.7%、54.8%、57.7%。

3) 公司整体经营势能持续向好，经营质量不断提升，预计其他酒类及其他业务 2022-2024 年营收同比增长 0.0%、15%、15%，毛利率分别为 28.9%、32.0%、35.0%。

4) 公司持续推动产品结构升级，有序推进新品培育，2023 年公司经营质量持续向好；伴随公司产品结构不断升级，管理效率持续改善，毛利率将不断提高，整体费用率将成边际递减，利润弹性十足。

表 14：分业务收入及毛利率情况

分业务情况		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
合计	收入(亿元)	7.6	10.5	10.5	13.7	17.4
	yoy	-39.1%	38.0%	-0.5%	30.5%	27.1%
	成本(亿元)	2.7	3.9	3.9	4.5	5.0
	毛利率	64.0%	63.1%	62.7%	67.4%	71.5%
中高档青稞酒	收入(亿元)	4.98	7.09	7.0	9.7	12.8
	yoy	-42.4%	42.4%	-0.8%	38.0%	32.0%
	销量(吨)	4741	6042	5710	6566	7223
	yoy	-28.0%	27.4%	-5.5%	15.0%	10.0%
	吨价(万元/吨)	10.5	11.7	12.3	14.8	17.7
	yoy	-20.1%	11.7%	5.0%	20.0%	20.0%
	吨成本(万元/吨)	2.6	3.2	3.4	3.5	3.6
	yoy	-29.7%	25.4%	5.0%	4.0%	3.0%
普通青稞酒	收入(亿元)	1.8	2.1	2.1	2.4	2.8
	yoy	-32.6%	18.5%	0.0%	15.5%	15.5%
	销量(吨)	6113	6670	6537	6863	7207
	yoy	-25.9%	9.1%	-2.0%	5.0%	5.0%
	吨价(万元/吨)	2.9	3.2	3.2	3.5	3.9
	yoy	-9.0%	8.6%	2.0%	10.0%	10.0%
	吨成本(万元/吨)	1.4	1.5	1.6	1.6	1.7
	yoy	-2.5%	5.5%	5.0%	3.0%	3.0%
其他酒类 及其他业务	收入(亿元)	0.9	1.3	1.3	1.5	1.8
	yoy	-29.6%	52.7%	0.0%	15.0%	15.0%
	成本(亿元)	0.7	1.0	1.0	1.0	1.2
	毛利率	24.0%	28.9%	28.9%	32.0%	35.0%

数据来源：公司公告，西南证券

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 10.5 亿元(-0.53%)、13.7 亿元(+30.5%)和 17.4(+27.2%)亿元，归母净利润分别为 1.05 亿元(+66.3%)、1.78 亿元(+69.5%)和 3.39 亿元(+90.1%)，EPS 分别为 0.22、0.38 和 0.72 元，对应 PE 分别为 65、38 和 20 倍。

5.2 绝对估值

关键假设如下：

- 1) 考虑到通胀率所带来的价格自然增长，假设永续期增长率为 2%；
- 2) 企业现金流充裕，基本无负债，假设债务资本成本、债务资本比重均为 0%；
- 3) 参考市场平均加权资本成本，假设 $R_m=8.7%$ ；
- 4) 税率：保持 25% 稳定税率。

表 15: 绝对估值假设条件

估值假设	数值
预测期年数	3
过渡期年数	5
过渡期增长率	15%
永续期增长率	2%
无风险利率 Rf	2.5%
市场组合报酬率 Rm	8.7%
有效税率 Tx	25%
β 系数	1.02
债务资本成本 Kd	0%
债务资本比重 Wd	0%
股权资本成本 Ke	8.82%
WACC	8.82%

数据来源: 西南证券

表 16: FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值 (亿元)
核心企业价值	83.52
净债务价值	(7.45)
股票价值	90.98
每股价值	19.25

数据来源: 西南证券

表 17: FCFF 估值敏感性分析

Ke \ 永续增长率	7.32%	7.82%	8.32%	8.82%	9.32%	9.82%	10.32%
0.5%	20.90	19.35	18.01	16.83	15.79	14.87	14.04
1.0%	22.07	20.33	18.83	17.53	16.40	15.39	14.50
1.5%	23.44	21.46	19.78	18.33	17.08	15.97	15.00
2.0%	25.07	22.79	20.88	19.25	17.85	16.63	15.57
2.5%	27.04	24.37	22.16	20.31	18.74	17.38	16.21
3.0%	29.46	26.27	23.69	21.56	19.77	18.25	16.93
3.5%	32.51	28.62	25.53	23.04	20.97	19.24	17.77

数据来源: 西南证券

5.3 相对估值

天佑德酒在当地市场品牌基础坚实,当前正聚焦产品结构升级,并积极推进全国化布局,此处选取中西部地区产品结构相近的金徽酒、伊力特、金种子酒、老白干酒作为可比估值对象,这四家公司 2022-2024 年平均 PE 分别为 50 倍、64 倍、32 倍。

公司省内龙头地位稳固，品牌优势明显，将尽享消费升级市场扩容红利；与此同时，公司推进全国化扩张，立足甘青市场，积极布局河南、陕西、北京市场，在品类特色、品牌势能持续增强和费用投入加持下，成长空间持续拓展。总的来看，未来 3-5 年是公司快节奏的产品结构升级和省外布局持续突破期，伴随着毛利率提升叠加费用率递减，业绩弹性将持续释放。公司利润增长弹性十足，给予 2024 年 28 倍 PE，对应目标价 20.16 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 18：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)			
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
603919.SH	金徽酒	132	26.00	0.64	0.67	0.83	1.09	41	39	31	24
600197.SH	伊力特	120	25.46	0.67	0.40	0.70	0.94	38	64	36	27
600199.SH	金种子酒	172	26.11	-0.25	-0.19	0.18	0.61	-	-	142	43
600559.SH	老白干酒	331	36.22	0.43	0.76	0.81	1.08	84	48	45	34
平均值								54	50	64	32
002646.SZ	天佑德酒	69	14.52	0.13	0.22	0.38	0.72	109	65	38	20

数据来源：wind，西南证券整理

6 风险提示

- 1) 疫情反复风险：新冠疫情具有较大不确定性，疫情反复或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) 中高档产品放量节奏不及预期风险：新产品培育需要一定周期，且消费者对新品的接受程度具有不确定性，若中高档产品放量不及预期，将影响平均吨价提升节奏。
- 4) 省外市场开拓不及预期风险：公司在省内成长空间有限，省外市场开拓将是公司的重要增量空间，若省外市场开拓不及预期，将影响销量的增长节奏。

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	10.54	10.49	13.69	17.40	净利润	0.59	0.98	1.66	3.15
营业成本	3.89	3.91	4.46	4.97	折旧与摊销	0.81	0.98	1.04	1.12
营业税金及附加	1.66	1.72	2.25	2.84	财务费用	0.04	0.12	0.17	0.14
销售费用	2.65	3.46	4.11	4.35	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	1.36	1.68	2.19	2.61	经营营运资本变动	-1.11	1.00	1.30	1.45
财务费用	0.04	0.12	0.17	0.14	其他	0.37	-1.74	-1.73	-1.73
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	0.71	1.33	2.44	4.12
投资收益	0.00	1.73	1.73	1.73	资本支出	0.01	-2.00	-1.00	-1.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1.86	1.73	1.73	1.73
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1.84	-0.27	0.73	0.73
营业利润	0.94	1.33	2.24	4.23	短期借款	0.17	0.00	-0.50	0.00
其他非经营损益	-0.02	-0.03	-0.03	-0.03	长期借款	0.02	0.00	0.00	0.00
利润总额	0.92	1.30	2.21	4.20	股权融资	4.06	0.00	0.00	0.00
所得税	0.34	0.33	0.55	1.05	支付股利	0.00	-0.13	-0.21	-0.36
净利润	0.59	0.98	1.66	3.15	其他	-0.12	-0.19	-0.17	-0.14
少数股东损益	-0.04	-0.07	-0.13	-0.24	筹资活动现金流净额	4.14	-0.32	-0.88	-0.49
归属母公司股东净利润	0.63	1.05	1.78	3.39	现金流量净额	3.00	0.74	2.28	4.36
资产负债表 (亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	5.47	6.21	8.50	12.86	成长能力				
应收和预付款项	0.44	0.49	0.60	0.73	销售收入增长率	38.00%	-0.53%	30.53%	27.15%
存货	11.00	9.57	8.92	7.94	营业利润增长率	181.64%	41.22%	67.98%	88.85%
其他流动资产	1.04	1.04	1.05	1.07	净利润增长率	147.09%	66.31%	69.54%	90.05%
长期股权投资	0.03	0.03	0.03	0.03	EBITDA 增长率	1180.88%	34.66%	42.40%	59.02%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	11.55	12.82	13.04	13.22	毛利率	63.07%	62.74%	67.38%	71.46%
无形资产和开发支出	1.55	1.34	1.09	0.81	三费率	38.41%	50.10%	47.24%	40.79%
其他非流动资产	1.13	1.11	1.08	1.06	净利率	5.58%	9.32%	12.11%	18.10%
资产总计	32.23	32.61	34.32	37.72	ROE	2.18%	3.52%	5.67%	9.84%
短期借款	1.50	1.50	1.00	1.00	ROA	1.82%	3.00%	4.83%	8.35%
应付和预收款项	2.76	2.70	3.45	4.06	ROIC	2.90%	4.97%	8.26%	15.46%
长期借款	0.03	0.03	0.03	0.03	EBITDA/销售收入	17.09%	23.13%	25.24%	31.56%
其他负债	0.97	0.60	0.61	0.62	营运能力				
负债合计	5.27	4.83	5.10	5.71	总资产周转率	0.36	0.32	0.41	0.48
股本	4.73	4.73	4.73	4.73	固定资产周转率	0.94	0.93	1.20	1.49
资本公积	12.44	12.44	12.44	12.44	应收账款周转率	45.96	41.80	46.37	46.12
留存收益	9.95	10.88	12.45	15.48	存货周转率	0.38	0.38	0.48	0.59
归属母公司股东权益	27.16	28.04	29.62	32.65	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.62%	—	—	—
少数股东权益	-0.20	-0.27	-0.40	-0.63	资本结构				
股东权益合计	26.96	27.77	29.22	32.01	资产负债率	16.35%	14.82%	14.86%	15.14%
负债和股东权益合计	32.23	32.61	34.32	37.72	带息债务/总负债	29.14%	31.74%	20.28%	18.11%
					流动比率	3.81	4.05	4.20	4.38
					速动比率	1.47	1.81	2.23	2.84
					股利支付率	0.00%	12.03%	11.80%	10.52%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	1.80	2.43	3.45	5.49	每股收益	0.13	0.22	0.38	0.72
PE	108.53	65.26	38.49	20.25	每股净资产	5.75	5.93	6.27	6.91
PB	2.53	2.45	2.32	2.10	每股经营现金	0.15	0.28	0.52	0.87
PS	6.51	6.54	5.01	3.94	每股股利	0.00	0.03	0.04	0.08
EV/EBITDA	34.88	25.58	17.16	10.00					
股息率	0.00%	0.18%	0.31%	0.52%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

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	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn