

老白干酒(600559)

报告日期: 2023年05月08日

改革红利释放, 武陵引领升级

——老白干酒首次覆盖报告

投资要点

□ **老白干酒作为冀酒龙头, 主导产业是衡水老白干酒的生产与销售, 2018年公司通过重大资产重组收购丰联酒业 100%股权, 实现经营规模的外延式扩张, 形成了“五花八放”的局面; 2022年公司股权激励落地, 体制机制得到进一步改善。公司在产品结构持续提升+费用精细化管理+预收蓄水池充裕的驱动下, 改革红利有望加速释放, 带动盈利水平的提升。**

□ **衡水老白干酒: 次高端产品高增引领结构升级, 深耕河北强化营销**
产品上, 衡水老白干系列采取老白干和十八酒坊双品牌战略, 重点布局中高端价位带, 其中甲等 15、甲等 20、1915 等主要次高端以上大单品均实现较快增长, 发展势头向好。近两年通过削减 SKU+次高端产品提价, 吨价持续上行有望迎来销量拐点。

渠道上, 公司针对高中低端产品设立独立运作的三大事业部, 重点建设核心消费者一体化关系。联营模式下实现深度分销, 公司通过削减经销商数量, 和省内持续的精耕细作和渠道下沉, 有望实现渠道质量的进一步提升。

品牌上, 公司采取高举高打的品牌营销策略, 2014 年以来销售费用率均高于 25%, 持续强化的消费者互动培育效果有望加快兑现, 费效比将迎来改善。

□ **武陵酒: 定位高端千元酱酒, 全国化扩张开启第二曲线**

组织架构上, 浦文立团队大刀阔斧的改革助力武陵酒调整转型, 2022年后在赵旭东董事长的带领下, 武陵酒在扎根湖南市场的同事, 开启全国化扩张第二曲线。

产品上, 武陵酒高端酱酒属性突出, 近两年发力千元价格带武陵王, 2018-2022年销量/均价 CAGR 分别为 13.20%/24.14%, 量价齐升推动营收高增, 在高毛利的驱动下公司盈利能力将得到保障。

渠道上, 公司采取超短链设计直面终端, 渠道成本降低约 30-40%, 同时落实管控价保障价盘稳定, “新经销”&“友享荟”模式升级有望加强渠道管控制力。

□ **其他品牌: 一树三香充分协同, 地方品牌结构升级**

板城烧锅酒: 扎根于河北承德, 产品聚焦 3 大品系 5 大单品, 结构升级趋势显著, 渠道以石家庄为试点市场, 市内三大战区实现扁平化管理并有望继续外延。

文王贡酒: 以中档酒为主, 近两年精简产品线、聚焦三大系列推动结构升级, 渠道上深耕阜阳市场, “22210”营销战略下打造盘中盘模式, 加快精细化管理。

孔府家酒: 顺应山东消费升级趋势, 以“陶系列”保证基本盘, “朋系列”布局中高端, 次高端新品招商顺利, 渠道上主攻曲阜、济宁市场, 为国际化先行者。

□ **超预期点: 多方位改革红利释放, 盈利水平提升空间大**

武陵酒: 产能扩张加快放量, 全国化扩张开启第二曲线。 1) 头部酱酒品牌产能受限背景下, 武陵酒 2022 年 9 月新厂一期基酒 5000 吨正式投产, 二期建成后酿酒能力有望达 7200 吨; 2) 在三胜茅台的优异品质下新增产能将保障供给, 同时依托老酒概念部署年份酒计划, 有望在酱酒中场阶段蓄势实现高端化升级; 3) 短链模式改革下武陵酒通过 7 大系统、6 大部门升级运营体系增强终端掌控能力; 4) 扎根大本营常德、深耕长沙后于 2023 年正式开启全国化扩张之路, 布局省外四大重点市场, 依托渠道模式迭代升级+消费者培育加强, 有望加速放量。

老白干酒: 承接消费升级红利, 深耕河北大众市场。 在河北省加快以第三产业为驱动的消费升级及 38 度国窖大规模投放实现快速增长的拉动作用下, 老白干酒有望受益于大众市场向 200-300 元价位带升级的红利, 实现区域市占率的进一步提升。

利润弹性: 产品升级+费用优化, 预收蓄水池显韧性。 2022 年公司净利率为 15.21%, 低于同期行业平均水平 37.10%, 提升潜力大。我们认为伴随产品结构升级, 以武陵酒为代表的高档酒占比提升将带动公司整体毛利率向上, 叠加销售

投资评级: 增持(首次)

分析师: 杨骥
 执业证书号: S1230522030003
 yangji@stocke.com.cn

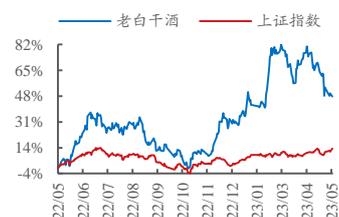
分析师: 张潇倩
 执业证书号: S1230520090001
 zhangxiaolian@stocke.com.cn

研究助理: 张家祯
 zhangjiachen@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 31.01
总市值(百万元)	28,366.32
总股本(百万股)	914.75

股票走势图



相关报告

费用的精细化管理+管理体系改善下费用率有望收缩，公司净利率提升确定性
强。此外，公司预收账款占收入比重位居行业前列，蓄水池深厚奠定后续业绩基
础。

□ 盈利预测与估值

预计 2023-2025 年收入增速分别为 22%、19%、19%；归母净利润增速分别为
4%、36%、33%；EPS 分别为 0.80/1.10/1.46 元/股；PE 分别为 39/28/21 倍。长期
看业绩弹性强，首次覆盖给予增持评级。

□ 催化剂

老白干酒产品结构持续升级；武陵酒动销加速；降本控费持续推进。

□ 风险提示

库存消化进度不及预期；酱酒动销情况不及预期；市场竞争加剧。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4653.10	5660.77	6763.93	8015.89
(+/-) (%)	15.54%	21.66%	19.49%	18.51%
归母净利润	707.60	735.45	1002.46	1333.89
(+/-) (%)	74.74%	3.94%	36.31%	33.06%
每股收益(元)	0.77	0.80	1.10	1.46
P/E	40.09	38.57	28.30	21.27

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 公司：传承千年匠心，持续品牌创新	6
1.1 历史复盘：内部调整+并购改革，进入全新发展周期	6
1.2 股权结构：收购丰联+股权激励，焕发公司经营活力	8
1.3 主营业务：老白干酒贡献收入，武陵酒持续提结构	10
1.4 渠道结构：深耕河北扩张湖南，协同打造区域龙头	11
1.5 财务分析：盈利水平稳步提升，合同负债高增蓄力	12
2 衡水老白干酒：独创香型双轮驱动，深耕河北强化营销	14
2.1 河北市场：低度白酒消费为主，本地品牌一超两强	14
2.2 产品结构：双品牌战略全布局，次高端占比显著提升	15
2.3 渠道结构：联盟运作深度分销，重核心终端一体化	17
2.4 品牌营销：高举高打营销策略，形式丰富品牌升级	19
3 武陵酒：定位高端千元酱酒，短链模式直控终端	21
3.1 湖南市场：消费频次价位双高，次高端价位带扩容	21
3.2 发展历程：易主改革效果凸显，新管理层迎新增长	22
3.3 产品结构：发力高端千元价位，量价齐升实现高增	23
3.4 渠道结构：直销提升渠道利润，模式升级价盘稳定	24
4 其他品牌：一树三香充分协同，地方品牌结构升级	26
4.1 板城烧锅酒：三大品系五大单品，河北市场优势互补	26
4.2 文王贡酒：以中低档产品为主，深耕阜阳稳步升级	27
4.3 孔府家酒：结构向上新品放量，出口国际化先行者	29
5 超预期点：多方位改革红利释放，盈利水平提升空间大	31
5.1 武陵酒：产能扩张加快放量，全国化扩张开启第二曲线	31
5.1.1 如何看待酱酒调整期下武陵酒的定位？	31
5.1.2 武陵酒如何能在酱酒竞争中突出重围？	32
5.1.3 如何看待武陵酒的全国化扩张之路？	33
5.2 老白干酒：承接消费升级红利，深耕河北大众市场	34
5.3 其他香型：五位一体提升协同性，挖掘小而美发展潜力	35
5.4 利润弹性：产品升级+费用优化，预收蓄水池显韧性	35
6 盈利预测与估值分析	36
6.1 盈利预测	36
6.2 估值分析	38
7 风险提示	38

图表目录

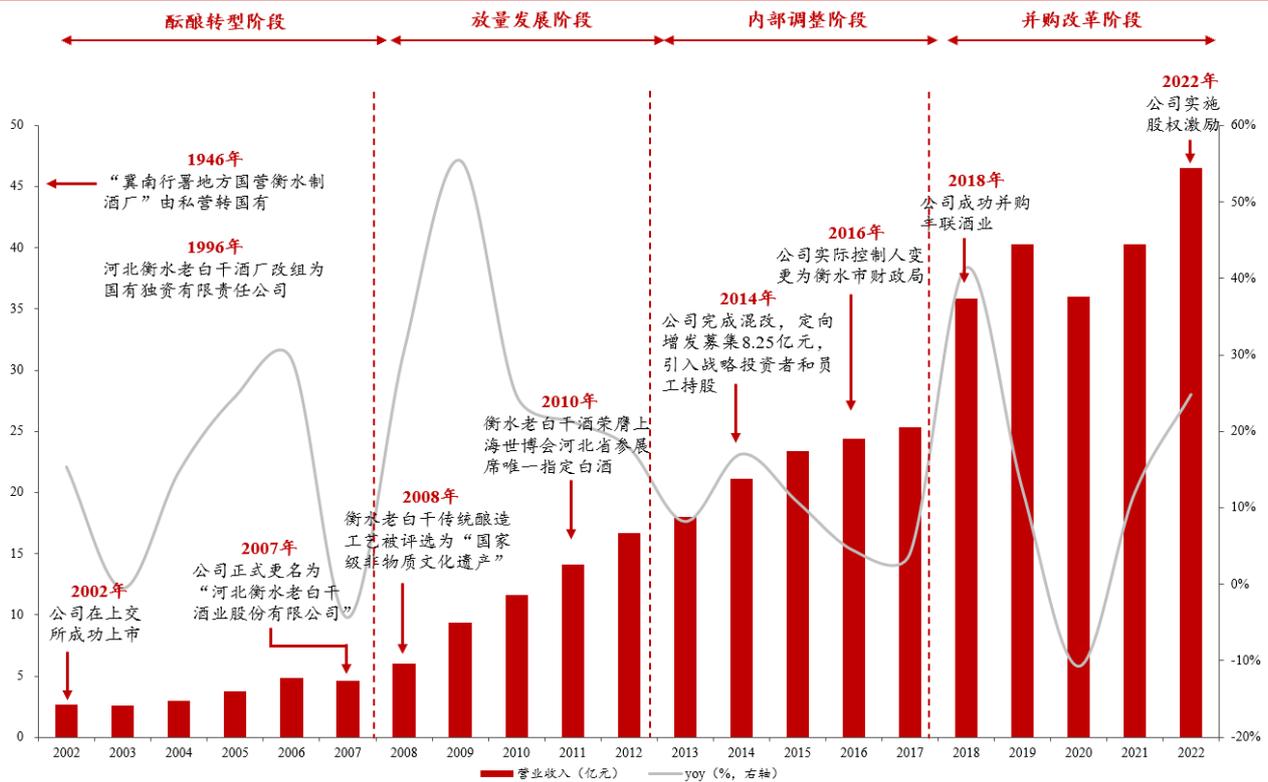
图 1: 老白干酒自 2002 年上市后营收表现及发展历程	6
图 2: 老白干酒 2015 年完成定增后财务状况得到明显改善	7
图 3: 公司白酒业务营收占比提升至 2022 年 93.48%	7
图 4: 公司高档酒产品营业占比提升至 2022 的 53.00%	7
图 5: 2002-2022 公司归母净利润分阶段增速表现	8
图 6: 截止 2022Q3 老白干酒股权结构	9
图 7: 2022 年老白干系列酒营收占比达 49.20%	10
图 8: 2022 年武陵系列酒毛利率领先为 84.86%	10
图 9: 2017-2022 年公司高档酒实现量价齐升	11
图 10: 2017-2022 公司各档次酒产销率有所下降	11
图 11: 老白干酒以河北为核心市场, 实现多区域布局	11
图 12: 2022 年公司主动削减经销商数量至 11022 家	12
图 13: 2022 年公司平均经销商规模提升 9.74%	12
图 14: 2011-2022 公司毛利率和净利率不断提升	12
图 15: 2011-2022 公司平均销售费用率为行业约 2.4 倍	12
图 16: 自 2021Q1 起公司预收账款呈现高增态势	13
图 17: 2019 年河北省次高端价位带占比 32%	14
图 18: 2021 年起河北限额以上消费品零售额增幅快于整体	14
图 19: 河北市场以省外品牌为主, 省内品牌逐步形成一超两强格局	15
图 20: 衡水老白干系列产品结构	16
图 21: 2017-2022 年衡水老白干系列销量有所下滑	16
图 22: 2017-2022 年衡水老白干系列吨价持续上升	16
图 23: 衡水老白干酒业的渠道联盟运作模式	18
图 24: 2021-2022 年经销商数量大幅削减	18
图 25: 老白干酒营销事业部组织结构	18
图 26: “厂家+经销商+核心终端+核心消费者”一体化关系	18
图 27: 公司销售费用率长期位于 30%左右	19
图 28: 老白干酒广告宣传推广费占比营收位列酒企第四	19
图 29: 衡水老白干品牌荣誉历程	19
图 30: 湖南省 GDP 和社零增速基本均高于全国平均水平	21
图 31: 2019 年湖南省 800 元以上高端白酒规模占比达 38%	21
图 32: 武陵酒发展历程	22
图 33: 常德与长沙市场发展路径及变革措施	23
图 34: 武陵酒系列产品结构	24
图 35: 2018-2022 年武陵酒收入规模 CAGR 达 40.53%	24
图 36: 2018-2022 年武陵酒实现量价齐升	24
图 37: 武陵酒采取直销短链渠道模式	25
图 38: 武陵酒 4 条用户业务线协同发展	25
图 39: 武陵酒“友享荟”模式	25
图 40: 板城烧锅酒毛利率稳定在 60%左右	26
图 41: 板城烧锅酒产品结构升级吨价持续上行	26
图 42: 板城烧锅酒系列产品结构	27

图 43: 文王贡酒系列产品结构.....	28
图 44: 文王贡酒毛利率逐步提升至 2022 年 62.92%.....	28
图 45: 文王贡酒产品结构升级吨价持续上行.....	28
图 46: 2021 年安徽省各市白酒市场容量.....	29
图 47: 阜阳营销中心“22210”战略.....	29
图 48: 孔府家酒系列产品结构.....	30
图 49: 孔府家酒毛利率逐步提升至 2021 年 58.43%.....	30
图 50: 孔府家酒产品结构升级吨价持续上行.....	30
图 51: 酱酒发展驱动因素及发展周期.....	31
图 52: 武陵酒酿造工艺创新及三胜茅台.....	32
图 53: 武陵酒 7 大系统、6 大部门模式.....	33
图 54: 长沙市场终端变革优化路径.....	34
图 55: 武陵酒在区外市场持续布局.....	34
图 56: 老白干酒净利率排名行业中后位置.....	36
图 57: 管理费用率近两年趋稳.....	36
图 58: 2022 年老白干酒预收占收入比例位居行业前列.....	36
图 59: 区域酒企估值情况, 老白干酒估值仍有较大提升空间.....	38
图 60: 老白干酒与金徽酒估值差.....	38
表 1: 丰联酒业 2017-2019 年累计业绩承诺完成情况.....	8
表 2: 公司 2022 年股权激励对象名单.....	9
表 3: 股权激励核心业绩考核指标.....	10
表 4: 老白干酒 2023Q1 预收环比增长居前.....	13
表 5: 2019 年河北省分价位带规模、代表产品及企业类型.....	14
表 6: 衡水老白干系列产品提价历程.....	17
表 7: 衡水老白干香型与其他香型对比.....	17
表 8: 衡水老白干品牌营销事件梳理.....	20
表 9: 2019 年湖南省分价位带规模、代表产品及企业类型.....	21
表 10: 2019 年安徽省分价位带规模、代表产品及企业类型.....	27
表 11: 2019 年山东省分价位带规模、代表产品及企业类型.....	29
表 12: 2020 年基酒产能建设计划(吨).....	32
表 13: 近两年河北省加快经济发展及消费升级.....	35
表 14: 老白干酒盈利预测拆分.....	37
表 15: 可比上市公司盈利预测及估值表.....	38
表附录: 三大报表预测值.....	39

1 公司：传承千年匠心，持续品牌创新

立足于河北衡水，悠久酿酒历史成就独特老白干香型。老白干酒源于1946年，党和政府将当时的衡水十八家传统私营酿酒作坊收归国有组建的“冀南行署地方国营衡水制酒厂”，是新中国第一家白酒生产企业，且为中国白酒行业老白干香型中生产规模最大的厂家。2002年10月公司成功上市，成为河北省酿酒行业唯一一家上市公司。2018年4月，公司成功并购丰联酒业的四家企业，实现了老白干香型、浓香型、酱香型的“一树三香”和衡水老白干、板城烧锅酒、文王贡酒、孔府家酒、武陵酒“五花齐放”的局面，开创了中国白酒上市公司中多香型、多品牌、多渠道的先河。

图1：老白干酒自2002年上市后营收表现及发展历程



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.1 历史复盘：内部调整+并购改革，进入全新发展周期

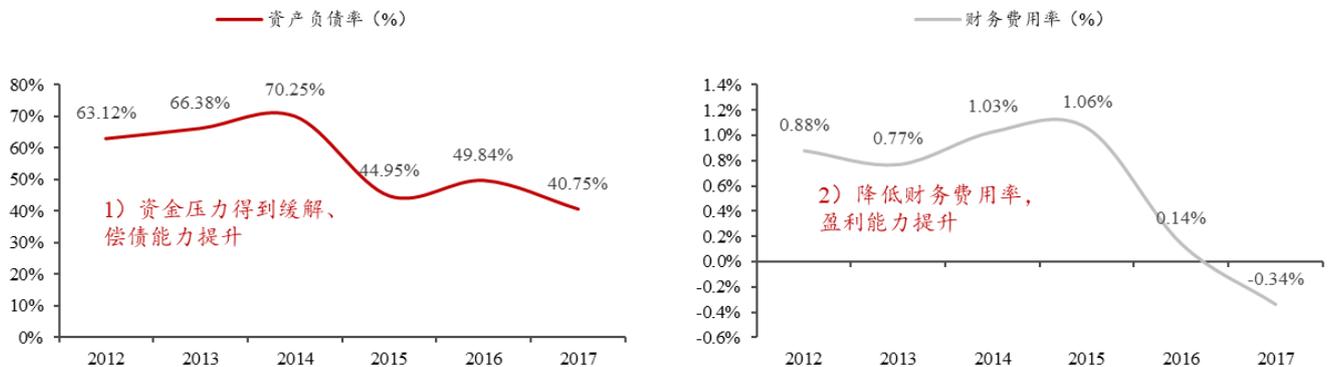
1946-2001 年：积淀白酒工艺，建设酒厂并改组为国有独资公司。1946 年衡水老白干创建制酒厂后，顺应改革开放之势，产能得到充分释放，同时依靠其领先的白酒酿造工艺及历史传承的影响力，在国内市场受到广泛的欢迎。1992 年衡水老白干酒厂扩建，此后获得中国名优酒金奖、被中国食品工业十年新成就授予“优秀新产品”、荣获香港国际食品博览会金奖等多项殊荣，1996 年酒厂改组并成立河北衡水老白干酿酒有限公司，期间积累了深厚的白酒酿造工艺。

2002-2007 年：聚焦白酒业务，发力中高端产品布局。2003 年受非典影响，种猪饲养及销售收入遭遇亏损，此后生猪养殖市场形势持续低迷，公司逐步压缩生猪养殖规模、聚焦白酒业务，发展中高档产品，其中“十八酒坊”于 2005 年实现首轮盈利，公司整体营收从 2002 年 2.63 亿提升至 2007 年 4.62 亿元，5 年营收 CAGR 为 11.95%、净利润 CAGR 为 5.03%，其中白酒业务占比从 60.34%大幅提升至 84.09%。

2008-2012 年：加快品牌建设，提高产品内涵强化品牌知名度。2008 年衡水老白干“十八酒坊酒”被评定为“中国驰名商标”，公司确立以品牌建设为核心战略，加大衡水老白干酒的企业宣传力度，通过“喝出男人味”诠释燕赵文化的豪迈特点，2010 年衡水老白干荣膺上海世博会河北省参展席唯一指定白酒并荣获联合国相关机构颁布的“千年金奖”称号。2008-2012 年公司营收 CAGR 达 29.00%、净利润 CAGR 达 37.87%，该阶段在产品品质和品牌竞争力持续提升的双重驱动下公司实现了高速发展。

2012-2017 年：实施员工持股混改，快速应对行业形势变化。2013 年白酒行业受“限制三公消费”政策影响，中高端白酒消费需求明显放缓，行业进入深度期下，公司整体净利润增速遭到较大冲击。2014 年老白干酒由于资金链承压、财务费用高企等因素，公司通过引入战略投资者、经销商及员工三方利益与公司捆绑，定向增发新股募集 8.25 亿资金。2015 年混改完成后公司净利润恢复 26.89%的正增长，此后 2 年维持约 47%的高增速水平，2013-2017 年营收 CAGR 为 8.90%、净利润 CAGR 为 25.55%。

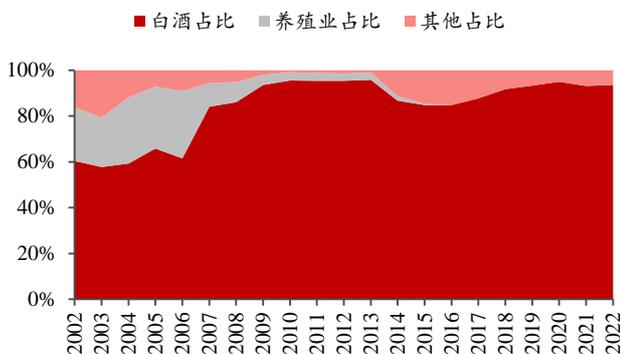
图2：老白干酒 2015 年完成定增后财务状况得到明显改善



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

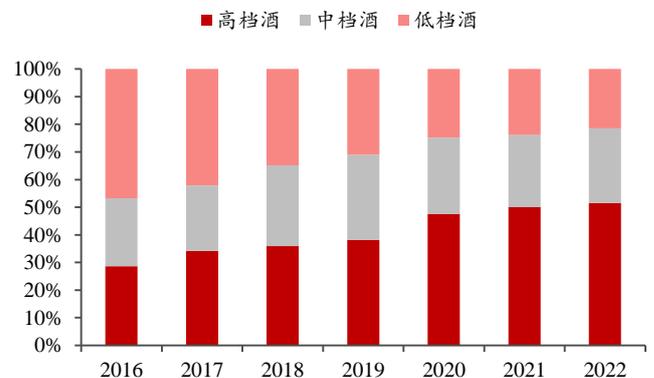
2018 年至今：外延并购丰联酒业，产品结构持续升级。2018 年公司成功并购丰联酒业，且 2017-2019 年 3 年均超额完成业绩承诺。2019 年公司推出千元价格带高端系列白酒“衡水老白干 1915”，加快布局高端价格带产品，2018-2022 高档酒占比由 35.94%提升至 53.00%，且吨价由 28.78 万元/吨提升至 2022 年的 42.90 万元/吨。除 2020 年受疫情影响营收下滑外，公司营收保持双位数增长，产品结构升级推动下 2018-2022 年整体营收 CAGR 为 6.75%、归母净利润 CAGR 为 19.26%。

图3：公司白酒业务营收占比提升至 2022 年 93.48%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图4：公司高档酒产品营业占比提升至 2022 年的 53.00%



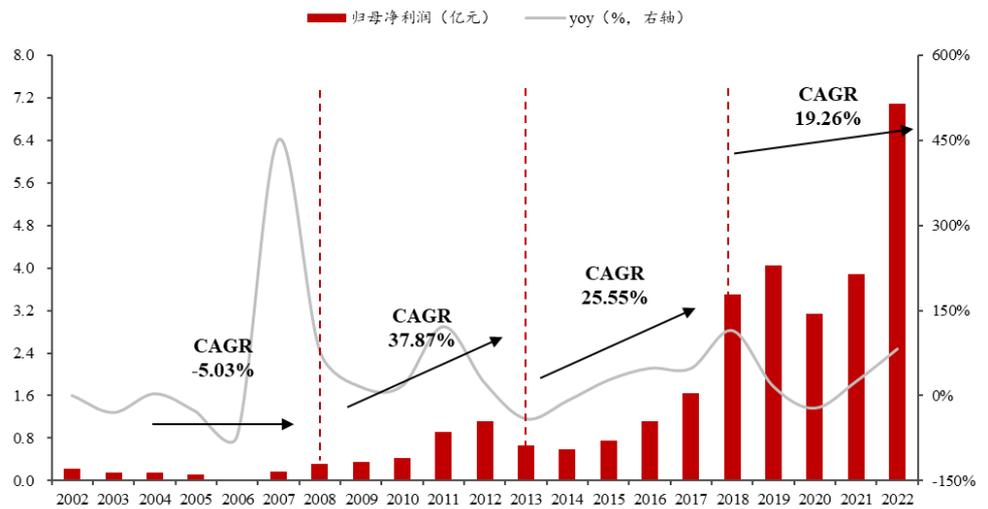
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表1: 丰联酒业 2017-2019 年累计业绩承诺完成情况

年度	业绩承诺标的	业绩承诺金额 (万元)	实际完成业绩 (万元)	完成率
2017	丰联酒业	6,676.60	10,787.33	161.57%
2018	除承德乾隆醉外丰联酒业	4,687.12	7,792.05	166.24%
2019	除承德乾隆醉外丰联酒业	7,024.39	11,230.02	159.87%
2017-2019 年累计数		18,388.11	29,809.40	162.11%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图5: 2002-2022 公司归母净利润分阶段增速表现



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

1.2 股权结构: 收购丰联+股权激励, 焕发公司经营活力

收购丰联酒业发挥协同效应, 衡水市财政局为实控人。2018 年公司基于增强河北市场竞争力, 有序拓展省外市场的战略需求, 以 13.99 亿股份及现金收购丰联酒业 100% 股权, 收购后公司旗下拥有衡水老白干 (老白干型)、板城烧锅酒 (浓香型)、文王贡酒 (浓香型)、武陵酒 (酱香型) 和孔府家 (浓香型) 五个区域性子公司品牌。目前衡水市财政局通过河北衡水老白干酿酒(集团)有限公司持有公司 25.14% 的控股权, 为公司的实际控制人。

图6: 截止 2022Q3 老白干酒股权结构



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

管理层经验丰富, 股权激励激发经营活力。公司核心管理层多自老白干酒厂建设时期加入公司, 普遍具备 20 余年的公司任职经验, 且历任一线生产、销售及管理岗位, 管理层的稳定有助于公司长期发展战略的传承和实施。另外, 公司于 2022 年 5 月实施股权激励计划, 授予管理层 9 人及其他核心管理、技术、销售人员 198 人供给 1746 万股限制性 A 股 (占总股本 1.95%), 授予价格为 10.34 元/股。本次股权激励有望改善公司治理机制, 将核心人才利益与公司业绩考核目标绑定, 激发公司的经营活力并提升管理效益。

表2: 公司 2022 年股权激励对象名单

姓名	职务	授予数量(万股)	占授予总量比例	占授予时总股本的比例
刘彦龙	董事长	30	1.72%	0.03%
王占刚	副董事长	30	1.72%	0.03%
赵旭东	总经理	30	1.72%	0.03%
张煜行	副董事长	27	1.55%	0.03%
李玉雷	副总经理	27	1.55%	0.03%
刘勇	董事、董事会秘书	27	1.55%	0.03%
郑宝洪	副总经理	27	1.55%	0.03%
吴东壮	财务总监	27	1.55%	0.03%
张春生	副总经理	27	1.55%	0.03%
其他核心管理、技术、销售人员 198 人		1494	85.57%	1.67%
合计 (207 人)		1746	100.00%	1.95%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

表3: 股权激励核心业绩考核指标

解除限售期	业绩考核条件			可解除限售数量比例
	净资产收益率	净利润复合增长率	主营业务收入占比	
第一个解除限售期	2022年净资产收益率 $\geq 10\%$, 且不低于对标企业75分位值或同行业平均业绩水平	2022年净利润较2020年复合增长率不 $< 15\%$, 且不低于对标企业75分位值或同行业平均业绩水平	2022年主营业务收入占比不 $< 95\%$	40%
第二个解除限售期	2023年净资产收益率 $\geq 10\%$, 且不低于对标企业75分位值或同行业平均业绩水平	2023年净利润较2020年复合增长率不 $< 15\%$, 且不低于对标企业75分位值或同行业平均业绩水平	2023年主营业务收入占比不 $< 95\%$	30%
第三个解除限售期	2024年净资产收益率 $\geq 10\%$, 且不低于对标企业75分位值或同行业平均业绩水平	2024年净利润较2020年复合增长率不 $< 15\%$, 且不低于对标企业75分位值或同行业平均业绩水平	2024年主营业务收入占比不 $< 95\%$	30%

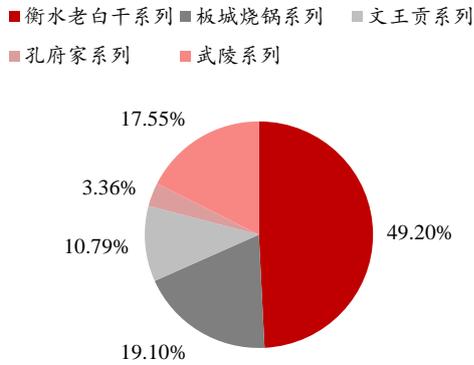
注: 1) 对标企业为: 酒鬼酒、顺鑫农业、皇台酒业、金枫酒业、古越龙山、金种子酒、会稽山、迎驾贡酒、口子窖、今世缘、伊力特、金徽酒、天佑德酒; 2) 净资产收益率指扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率, 净利润指归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润, 计算该两项指标时均剔除股份支付费用影响

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

1.3 主营业务: 老白干酒贡献收入, 武陵酒持续提结构

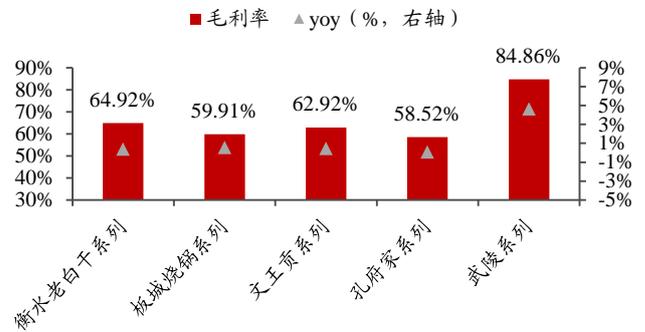
老白干酒贡献主要收入, 武陵酒提升整体盈利水平。公司主要产品为衡水老白干系列酒、板城烧锅酒系列、文王贡系列酒、武陵系列酒及孔府家系列酒, 2022年酿酒业整体收入为43.50亿元, 其中衡水老白干系列酒营收实现21.40亿元(+1.59%), 占比达49.20%(-6.93pct), 仍为公司主要的收入来源。毛利率角度, 由于武陵酒定位高端白酒, 2022年其毛利率为84.86%(+4.66pct), 远超其他系列酒毛利水平, 推动提升公司整体盈利能力。

图7: 2022年老白干系列酒营收占比达49.20%



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

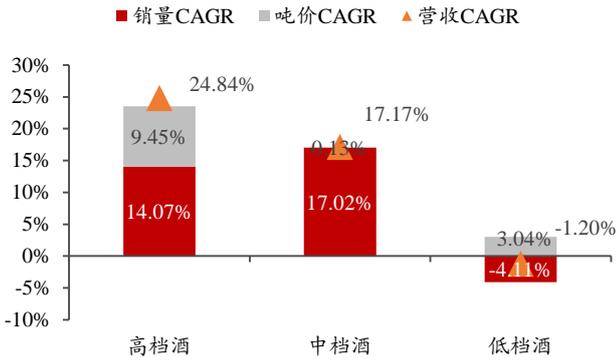
图8: 2022年武陵系列酒毛利率领先为84.86%



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

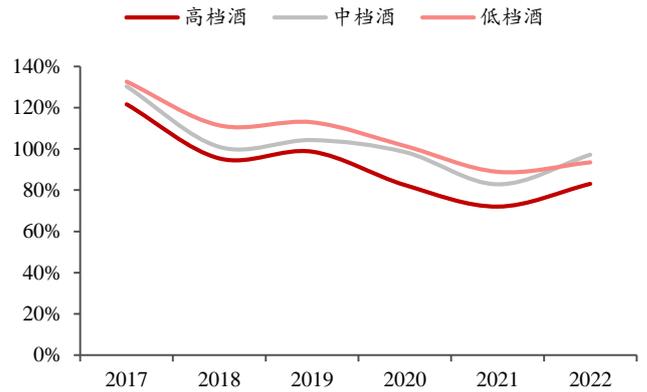
产品结构升级显著, 高档酒实现量价齐升。分档次来看, 公司持续布局高端化产品并削减低档产品, 2017-2022年高档/中档/低档酒营收CAGR分别为24.84%/17.17%/-1.20%。拆分量价来看, 高档酒销量/吨价CAGR为14.07%/9.45%, 实现量价齐升; 中档酒销量/吨价CAGR为17.02%/0.13%, 以量驱动为主; 低档酒销量/吨价CAGR为-4.11%/3.04%, 量减价增。产销率角度来看, 各档次酒产销率均呈现下降趋势, 但中高档酒主要系产能扩张下产量的快速释放, 而低档酒则源于公司主动减产, 高/中/低档酒产量2017-2022年CAGR为23.11%/24.08%/2.84%。

图9: 2017-2022 年公司高档酒实现量价齐升



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所, 注: CAGR 时间区间为 2017-2022 年

图10: 2017-2022 公司各档次酒产销率有所下降



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

1.4 渠道结构: 深耕河北扩张湖南, 协同打造区域龙头

深耕河北市场打造区域龙头, 湖南市场规模快速提升。公司致力于把各品牌打造成为区域排头兵, 衡水老白干深耕河北及周边市场并与承德乾隆醉香型互补充分协同, 文王贡以阜阳为核心向合肥扩展, 孔府家主攻曲阜、济宁市场, 武陵酒则在湖南全省及周边城市快速发展, 2022 年河北/安徽/湖南/山东区域营收占比分别为 64.16%/10.79%/17.55%/3.02%, 2018-2022 年营收 CAGR 分别为 3.18%/16.61%/40.53%/9.67%, 湖南市场在产能建设和独特的短链销售模式下实现了规模的快速扩张。

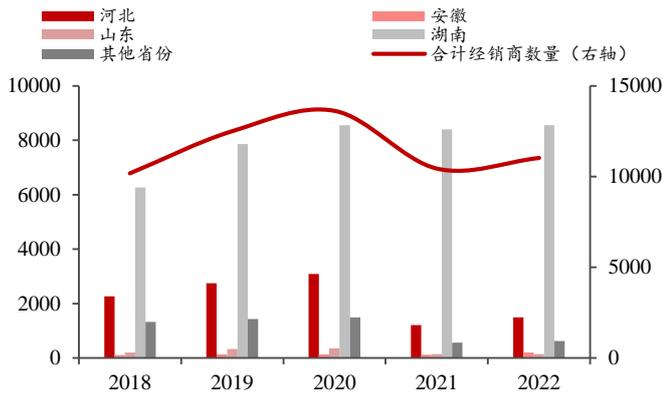
图11: 老白干酒以河北为核心市场, 实现多区域布局



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

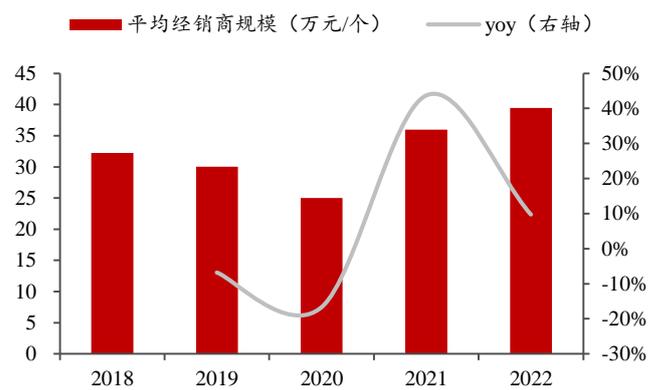
加强经销商管理精简数量, 提升单个经销商销售规模。公司以经销模式为主, 2022 批发代理和直销 (含团购) 营收占比为 92.68%/7.32%。经销商模式下, 公司 2022 年削减经销商数量至 11022 家, 其中湖南经销商数量为 8550 个, 主因武陵酒以直销为主。河北/安徽/山东/湖南经销商数量分别同比+23.38%/+79.31%/+0.69%/+1.79%, 公司平均单个经销商规模为 39.47 万元/个 (+9.74%), 经销商质量的提升有助于公司加强对经销商的考核和管理, 进一步调动渠道的积极性。

图12: 2022年公司主动削减经销商数量至11022家



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图13: 2022年公司平均经销商规模提升9.74%

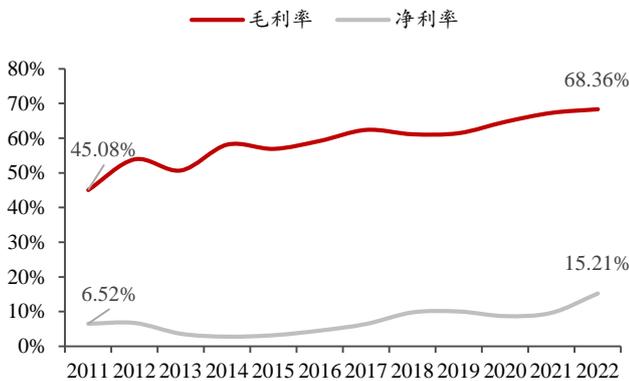


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

1.5 财务分析: 盈利水平稳步提升, 合同负债高增蓄力

毛利率及净利率稳步提升, 费用率仍有较大改善空间。得益于中高端产品的占比提升及产品结构的持续升级, 公司毛利率和净利率分别从2011年45.08%/6.52%提升至2022年的68.36%/15.21% (主要系Q1收到政府拆迁补偿款导致其他收益增加), 但相较于同期白酒行业79.83%/38.91%的盈利水平仍有较大提升空间, 主要源于公司较高的期间费用率。拆分来看, 近11年公司的销售费用率高达27.57%, 约为白酒行业平均的2.4倍。因市场开拓需求, 其中工资薪酬、广告费及促销费持续增加, 2022年工资薪酬、广告费及促销费三项费用合计占销售费用比重达85.08% (同比+1.76pct)。

图14: 2011-2022年公司毛利率和净利率不断提升



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图15: 2011-2022年公司平均销售费用率为行业约2.4倍



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

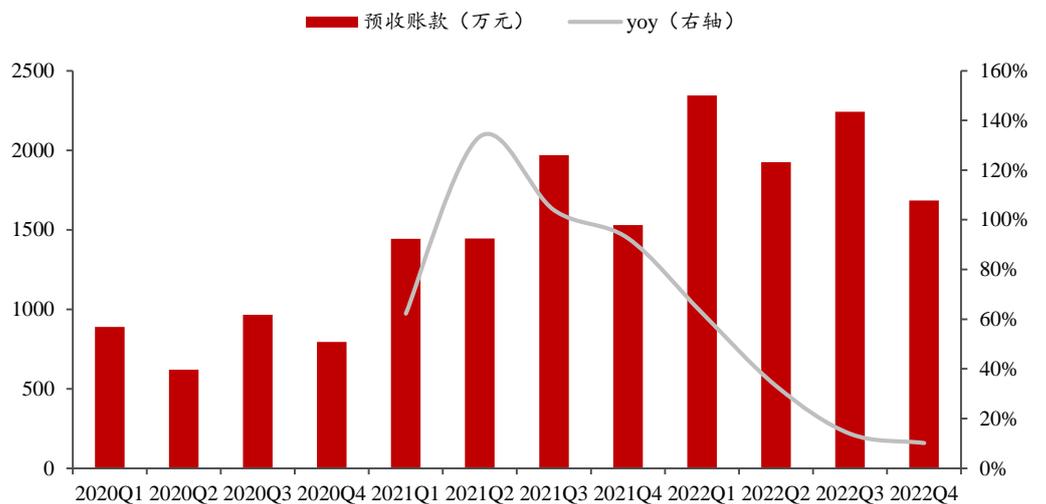
合同负债连续高增, 蓄力业绩增长。自2021Q1起, 公司预收账款多数呈现高增长态势, 2021Q1-2022Q4各季度环比变化+81.76%/+0.20%/+36.18%/-22.28%/+53.26%/-17.93%/16.47%/-24.82%, 截止2022Q4末预收为16.85亿元, 预收/收入达36.21%, 位居酒企首位, 其主因为公司采取了积极的销售政策调动经销商的积极性, 客户订单实现快速增长, 公司蓄水池实力强劲, 收入有望达成2022年经营计划并实现双位数增长。

表4: 老白干酒 2023Q1 预收环比增长居前

档次	证券简称	2022		2023Q1		预收款项余额				环比变动 2023Q1- 2022
		合同负债	其他流动 负债	合同负债	其他流动 负债	2022	YOY (%)	2023Q1	YOY (%)	
高端酒	贵州茅台	154.72	19.79	83.30	9.80	174.51	22.43%	93.10	0.54%	-81.41
	五粮液	123.79	15.45	55.36	6.19	139.24	-5.58%	61.55	50.20%	-77.69
	泸州老窖	25.66	3.34	17.26	2.24	29.00	-26.89%	19.50	-2.11%	-9.50
次高端酒	山西汾酒	69.08	4.77	41.72	2.22	73.85	-8.68%	43.94	0.21%	-29.91
	舍得酒业	2.98	0.43	7.97	1.37	3.40	-55.45%	9.34	107.04%	5.94
	酒鬼酒	4.33	0.74	3.67	0.90	5.07	-67.52%	4.57	-41.48%	-0.50
	水井坊	10.27	0.37	9.98	0.31	10.65	6.16%	10.29	20.42%	-0.35
	洋河股份	137.42	13.12	69.75	2.42	150.54	-15.64%	72.17	-30.93%	-78.37
区域龙头 酒	今世缘	20.40	2.65	11.43	1.49	23.05	-1.31%	12.92	0.62%	-10.14
	古井贡酒	8.27	10.45	47.45	19.73	18.71	-28.71%	67.18	6.35%	48.47
	迎驾贡酒	6.61	0.57	5.01	0.43	7.18	11.81%	5.44	6.78%	-1.74
	口子窖	5.63	0.32	4.45	0.17	5.95	-17.54%	4.62	17.85%	-1.32
区域三四 线酒	顺鑫农业	38.65	4.51	18.36	1.88	43.16	50.55%	20.24	37.34%	-22.92
	金徽酒	5.10	0.66	4.27	0.55	5.76	42.29%	4.83	6.77%	-0.93
	老白干酒	14.91	1.94	22.09	2.97	16.85	10.13%	25.06	6.87%	8.21
	伊力特	0.80	0.11	0.76	0.10	0.90	-2.22%	0.86	-33.25%	-0.04
	金种子酒	1.10	0.14	1.70	0.22	1.25	12.75%	1.92	140.58%	0.68
合计	天佑德酒	0.58	0.08	0.56	0.07	0.66	-5.70%	0.63	33.62%	-0.03
	高端酒	304.17	38.58	155.92	18.24	342.75	3.96%	174.16	13.45%	-168.59
	次高端酒	86.66	6.30	63.34	4.81	92.97	-18.56%	68.15	5.30%	-24.82
	区域酒	178.32	27.11	138.10	24.24	205.44	-15.00%	162.33	-14.35%	-43.10
白酒行业	630.30	79.42	405.09	53.09	709.72	-3.60%	458.18	1.14%	-251.54	
三四线酒	61.14	7.43	47.74	5.79	68.57	35.15%	53.53	18.28%	-15.03	

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图16: 自 2021Q1 起公司预收账款呈现高增态势



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

2 衡水老白干酒：独创香型双轮驱动，深耕河北强化营销

2.1 河北市场：低度白酒消费为主，本地品牌一超两强

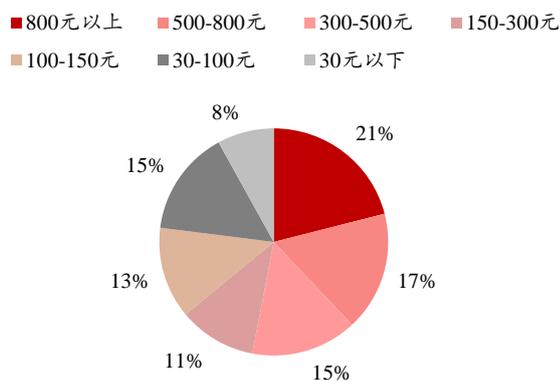
河北白酒消费以低度为主，价格带上移趋势明显。河北省经销商出货口径下，2019年河北白酒流通规模约188亿元，消费风格以浓香型、38-42°低度酒为主，如本地衡水老白干主力产品39°和41°、省外泸州老窖38°特曲。分价格带来看，30元以下的光瓶酒市场竞争激烈，盒装酒的大众消费价格带已逐步上移至100-300元，商务消费则由100元发展至300-500元。2019年河北省300-800元次高端规模占比为32% (+4pct)，随着2021年以来河北限额以上企业消费品零售额增幅高于整体总额增速，预计河北市场次高端价位带将稳健增长为消费主流。

表5：2019年河北省分价位带规模、代表产品及企业类型

主流价位	代表产品	企业类型	2019年流通规模 (经销商出货口径)
30元以下	陈酿白牛二、东北专业光瓶酒、地方性品牌	全国名酒、省级龙头、区域品牌	15
30-100元	十八酒坊蓝钻、衡水老白干小青花、板城和顺1975、玻汾	全国名酒、省级龙头、区域品牌	28
100-150元	海之蓝、十八酒坊8年、泥坑白瓶	全国名酒、省级龙头	25
150-300元	泸州特曲、十八酒坊12年、衡水老白干五星、天之蓝	全国名酒、省级龙头	20
300-500元	剑南春、十八酒坊15年、衡水老白干20年	全国名酒、省级龙头	28
500-800元	39°国窖、低度五粮液、十八酒坊20年	全国名酒、省级龙头	32
800元以上	茅台、52°五粮液、52°国窖、衡水老白干1915	全国名酒、省级龙头	40
合计			188

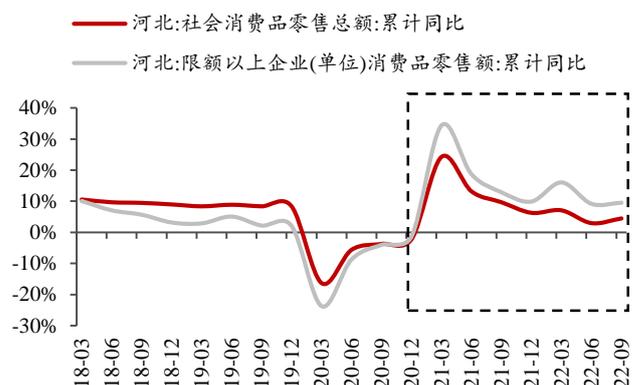
资料来源：中国酒业协会白皮书，乐酒圈，浙商证券研究所

图17：2019年河北省次高端价位带占比32%



资料来源：中国酒业协会白皮书，乐酒圈，浙商证券研究所

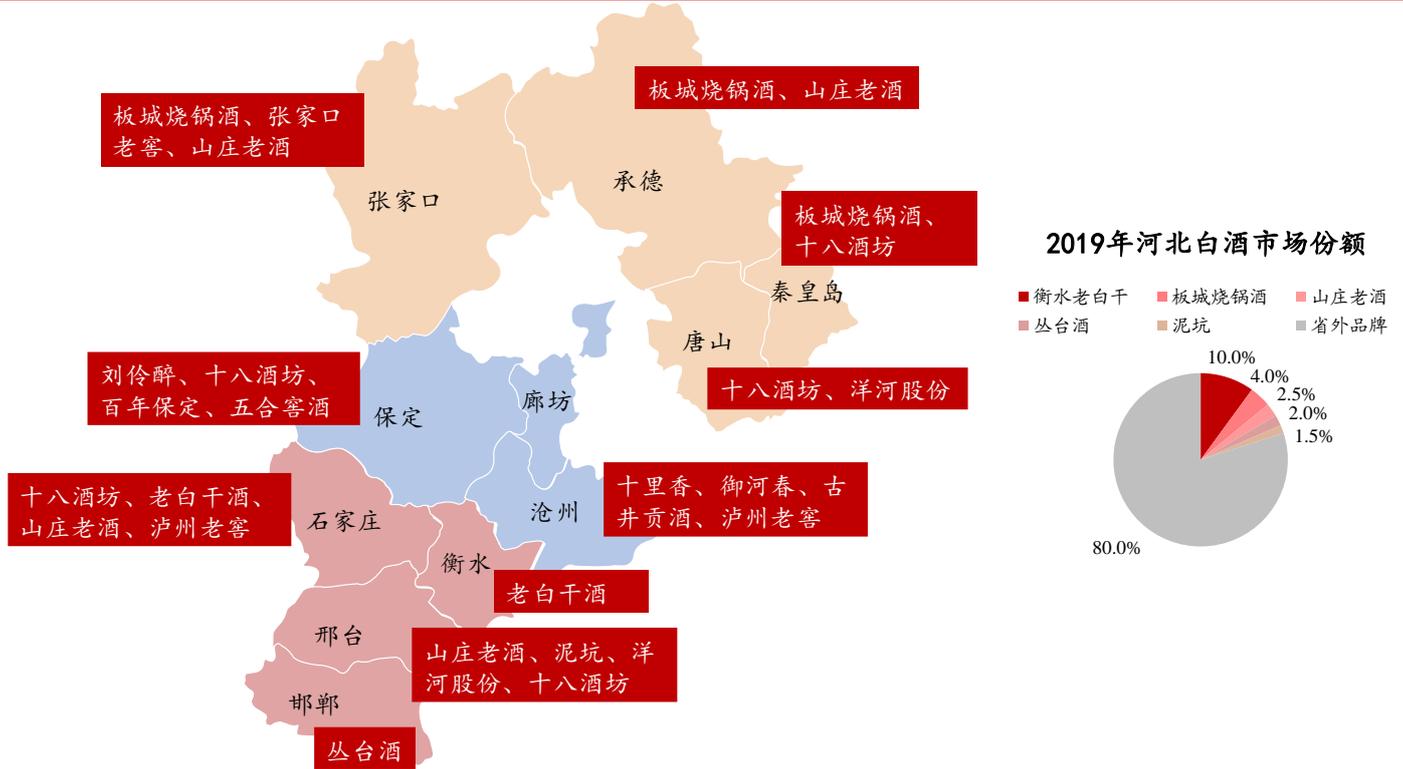
图18：2021年起河北限额以上消费品零售额增幅快于整体



资料来源：Wind，浙商证券研究所

冀中格局呈割据态势，冀北冀南形成一超两强。2019年河北省白酒市场中省外品牌占比约80%，且集中于环京津的冀中地区，主要包含茅台、剑南春、泸州老窖、郎酒、洋河股份及古井贡酒；省内品牌中老白干酒以双品牌“衡水老白干”和“板城烧锅酒”占据约14%的市场份额，另外冀北地区的山庄、冀南地区的丛台具备较强根基，丛台酒销售规模突破20亿元，本地酒企逐步形成一超两强的竞争格局。

图19: 河北市场以省外品牌为主, 省内品牌逐步形成一超两强格局



资料来源: 中国酒类流通协会, 乐酒圈, 浙商证券研究所

2.2 产品结构: 双品牌战略全布局, 次高端占比显著提升

“老白干”+“十八酒坊”双轮驱动增长, 次高端以上产品放量推动盈利提升。衡水老白干系列采取老白干和十八酒坊双品牌战略, 重点布局中高端价位带, 2022年老白干系列收入占比达 49.20%。1) 老白干: 聚焦省内衡水市场, 实现全价格带覆盖, 高端主推 1915、古法 30, 次高端发力古法 20、红五星; 2) 十八酒坊: 运作市场与老白干形成互补, 高端布局甲等 20, 次高端聚焦甲等 15、陶藏系列。随着品牌定位提升的辐射效应及河北市场主流价位带的升级, 2020年甲等 15/20 收入增速分别超过 30%/40%, 衡水老白干系列整体毛利率由 2016年 58.45%提升至 2022年 64.92%。我们预计当前老白干次高端以上产品销售占比达 30%以上, 中高端大单品的持续放量有望推动公司盈利能力的进一步提升。

甲等 15 等次高端以上产品放量引领结构升级, 河北市场价格带持续提升。1) 甲等 15: 甲等 15 自 2019 年推出以来增速迅猛, 甲等 15 定位次高端主流价格带 400 元, 依托群众基础、团购公关、费用投入近年来增速领跑全产品, 且仍将持续受益于次高端价格带扩容。2) 1915/甲等 20: 1915 和甲等 20 定位高端, 自 2014 年前推出, 2019 年推出高端合伙人制度后迅速起势, 利用高端合伙人的核心客户资源实现销量的迅速提升。我们认为在河北市场价格带持续提升, 次高端价格带持续扩容的背景下, 甲等 15、甲等 20 及 1915 等主要次高端以上大单品有望维持较快增长。

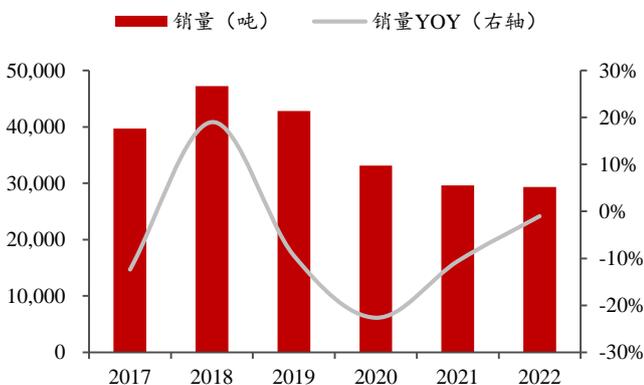
图20: 衡水老白干系列产品结构

衡水老白干						十八酒坊						
系列	产品	酒精度	规格	售价	图片	系列	产品	酒精度	规格	售价	图片	
高端老白干	1915	39度	500ml	1788		甲等系列	甲等20	39度	480ml	878		
		67度	500ml	3288			甲等15	39度	480ml	438		
古法系列	古法30	39度	500ml	899			陶藏系列	陶藏12	39度	480ml	328	
		53.9度	500ml	1399				陶藏10	38.8度	480ml	240	
	古法20	39度	500ml	589		醇柔系列	醇柔9	52度	480ml	199		
		67度	500ml	698			醇柔8	39度	480ml	159		
五星	红五星	39度	500ml	399		蓝钻	蓝钻V6	40度	480ml	119		
		67度	500ml	459								
优级	优级10	52度	500ml	269								
中国红	中国红	67度	500ml	249								
青花系列	小青花	41度	500ml	89								
	大青花	40度	500ml	142								
光瓶系列	冰峰	67度	750ml	249								
	冰川	46度	500ml	69								
	55度陈酿	55度	500ml	39								

资料来源: 老白干官网, 京东, 浙商证券研究所。注: 标红部分为老白干中高端以上核心单品

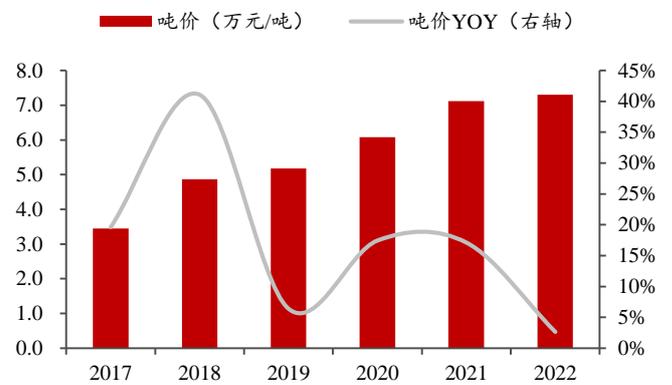
削减 SKU+次高端产品提价, 吨价持续上行有望迎来销量拐点。拆分量价来看, 公司 2015-2016 年实行以价换量策略, 吨价大幅下滑; 2017 年起公司主动调整产品结构, 聚焦四大次高端产品矩阵—甲等 15/20、古法 20、红五星 39, 2018 年导入大单品 1915; 此后公司持续精简 SKU, 并对次高端核心单品连续提价, 吨价由 2017 年 3.45 万元/吨提升至 2022 年 7.30 万元/吨, 销量则由同期 3.97 万吨下降至 2.93 万吨但 2022 年降幅缩小, 整体营收进入调整收尾阶段并迎来正增长拐点。

图21: 2017-2022 年衡水老白干系列销量有所下滑



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图22: 2017-2022 年衡水老白干系列吨价持续上升



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

表6: 衡水老白干系列产品提价历程

时间	产品	提价内容
2017/11	衡水老白干	青花品系全部提价, 小青花每件上调 15 元, 大青花每件上调 20 元, 元青花每件上调 20 元。
2019/03	十八酒坊/衡水老白干	十八酒坊 20 年供货价及零售价每瓶上涨 25 元; 衡水老白干五星供货价及零售价每件 (规格 1*4) 上调 20 元; 衡水老白干 20 年供货价及零售价每件 (规格 1*4) 上调 30 元。
2020/07	十八酒坊/衡水老白干	上调终端额结算价格, 十八酒坊 15 年终端零售价 398 元/瓶; 单位团购价不低于 1350 元/件。
2020/08	衡水老白干	衡水老白干 (47 度 215ml 瓷 47 酒) 经销商开票价每盒价格提升 5 元, 终端建议零售价调整为 55 元/盒, 调价后针对衡水老白干 (47 度 215ml 瓷 47 酒) 开票实行配额审批。
2020/10	衡水老白干	衡水老白干大小青花供货价调整为小青花 275 元/件 (规格 1*4), 大青花 465 元/件 (规格 1*4)。
2021/03	绿标光瓶酒	老白干绿标 62 度光瓶酒供货价提升至 10 元/件, 终端零售价则调整为 12 元/瓶。
2022/03	瓶储酒	39 度甲等 20 十八酒坊系列: 瓶储不足 1 年 898 元/瓶, 瓶储 1 年 948 元/瓶, 瓶储 2 年 998 元/瓶, 瓶储 3 年 1048 元/瓶; 39 度古法 30 衡水老白干系列: 瓶储不足 1 年 898 元/瓶, 瓶储 1 年 948 元/瓶, 瓶储 2 年 998 元/瓶, 瓶储 3 年 1048 元/瓶; 39 度衡水老白干 1915 系列: 瓶储不足 1 年 1688 元/瓶, 瓶储 1 年 1788 元/瓶, 瓶储两年 1888 元/瓶, 瓶储 3 年 1988 元/瓶。

资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

独创老白干香型, 古法工艺酿造“不上头”特征。对比其他香型白酒, 1) **生产工艺:** 以精选高粱为主料, 续楂混烧增加了淀粉的利用率, 同时蒸粮蒸酒增加了酒中的粮香; 2) **发酵周期:** 相较于其他香型老白干的发酵周期仅 15 天左右, 并且采用中温大曲、糖化力高, 综合出酒率达 50%; 3) **理化指标:** 老白干酒主体香味物质是乳酸乙酯和乙酸乙酯, 且衡水湖谁知清甜、所含微量金属离子可促进酿酒原辅料的糖化发酵, 具有清冽、醇厚的口感; 4) **基酒过滤:** 老白干的杂醇油含量约为浓香型/酱香型白酒的 35%/38%, 饮后舒适不上头。综合来看, 优质的原辅料+匠心酿造工艺+优越的地理位置共同造就了老白干香型的独特风格。

表7: 衡水老白干香型与其他香型对比

	老白干香型	浓香型	清香型	酱香型
原料	高粱、小麦、稻皮	以优质高粱为原料, 高粱淀粉含量高达 61% 以上	高粱、大麦、豌豆	高粱
糖化发酵剂	中温大曲	中偏高温大曲	低温大曲	高温大曲
发酵设备及型式	地缸固态发酵	泥窖、固态发酵	陶瓷地缸、固态发酵	条石窖、固态发酵
发酵时间	15 天左右	45—90 天	28 天左右	八轮次发酵, 每轮次一个月
工艺特点	地缸发酵、混蒸混烧、老五甑工艺	泥窖固态发酵、续糟配料、混蒸混烧	清蒸清烧、地缸发酵、清蒸两次清	固态多轮次堆积后发酵 (两次投料, 多轮次发酵)
主要感官特征	清澈透明、醇香清雅、甘冽挺拔、丰满柔顺、回味悠长	无色 (微黄) 透明、窖香浓郁、绵甜醇厚、香味协调、尾味净爽	无色透明、清香纯正、醇甜柔和、自然协调、余味净爽	微黄透明、酱香突出、幽雅细腻、酒体醇厚、回味悠长、空杯留香持久
香味理化指标	高度酒优级品乳酸乙酯 $\geq 0.5\text{g/L}$; 乳酸乙酯: 乙酸乙酯 ≥ 0.80 ; 己酸乙酯 $\leq 0.03\text{g/L}$	乳酸乙酯/己酸乙酯 < 1 ; 乙酸乙酯/己酸乙酯 < 1 ; 丁酸乙酯/己酸乙酯 < 1 为 0.1 左右	乙酸乙酯为主, 含量占总酯的 50% 以上; 乙酸乙酯与乳酸乙酯之比约在 1: 0.6; 酯大于酸, 酯酸比约为 2.5 倍左右	呋喃化合物: 糠醛含量较高, 达 260mg/L 左右; 芳香族化合物: 有苯甲醛、4-乙基愈创木酚等; 含氮化合物高, 正丙醇、庚醇、辛醇含量也相对高

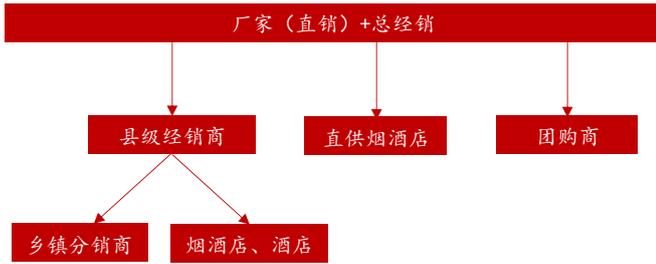
资料来源: 公司公告, 国家标准网, 酒业财经, 浙商证券研究所

2.3 渠道结构: 联盟运作深度分销, 重核心终端一体化

联营模式下实现深度分销, 削减经销商提升平均规模。衡水老白干在石家庄等核心市场采用“烟酒店盘中盘”的联营模式, 即将核心烟酒店作为酒店运作, 与其直接签订合同并

实行一店一策限区销售，提供利润保障和优质服务，实现对背后团购资源的充分挖掘；非重点烟酒店由经销商覆盖，实现扁平精细化管理，加强对终端控制。公司通过省内的精耕细作和渠道下沉，同时进一步加强省内经销商的考核管理和筛选，河北省经销商数量由3091家大幅削减至2022年的1488家，在保持高占有服务渠道下2022年河北省平均经销商规模为63.90万元/家。

图23：衡水老白干酒业的渠道联盟运作模式



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图24：2021-2022年经销商数量大幅削减

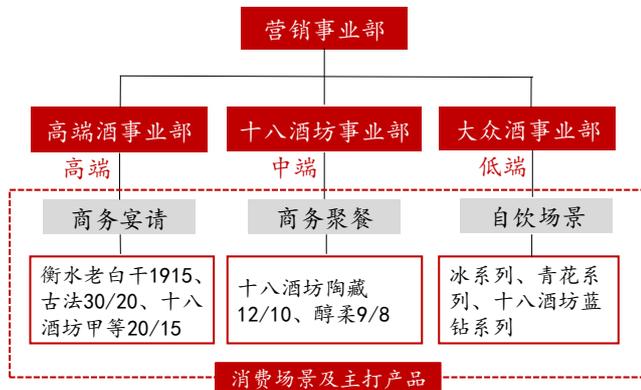


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

三大事业部独立运作，重点建设核心消费者一体化关系。老白干酒针对不同的消费场景及高、中、低端产品分别成立高端酒事业部、十八酒坊事业部、大众酒事业部进行差异化运营，并致力于建设“厂家+经销商+核心终端+核心消费者”的一体化关系，具体方式有：

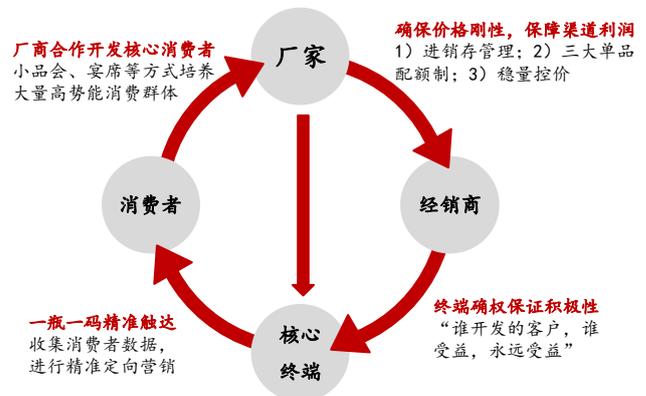
- 1) 确保价格刚性，保障渠道利润：**导入进销存管理，1915/十八酒坊15年/20年三大单品采取配额制，管控渠道库存和市场价格，保证渠道利润；
- 2) 终端确权保证积极性：**“谁开发的客户，谁受益，永远受益”，保证终端门店的利益，提高积极性；
- 3) 厂商合作开发核心消费者：**通过小品会、宴席等方式培养大量高势能消费群体，帮助核心门店解决动销问题；
- 4) 渠道数字化改革，一瓶一码精准触达消费者：**实现厂家-经销商/代理商-终端零售店-终端用户的全链路连接和全场景触达，能够收集消费者数据，进行精准定向营销，增加消费者与品牌粘度。

图25：老白干酒营销事业部组织结构



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图26：“厂家+经销商+核心终端+核心消费者”一体化关系

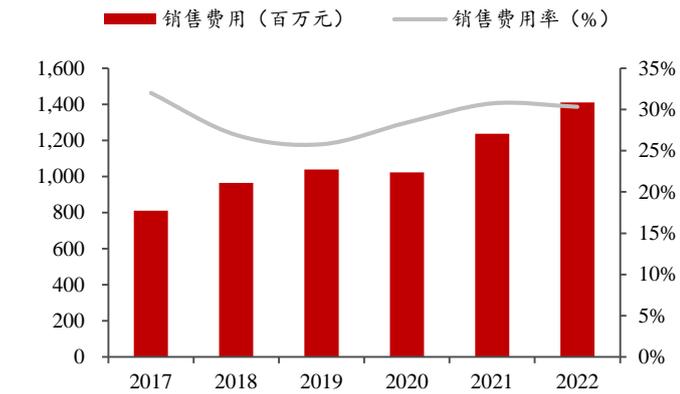


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2.4 品牌营销：高举高打营销策略，形式丰富品牌升级

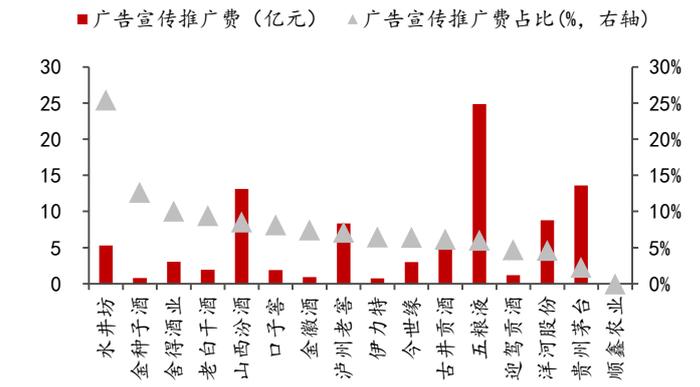
高举高打品牌营销，强化消费者互动培育。公司实行高举高打的营销战略，2014 年以来销售费用率均高于 25%，近 4 年销售费用均超过 10 亿元，其营销重心逐步从广告宣传转向消费者培育，2019 年公司举办高端品鉴会 5108 场，宴席 27300 场，会议赞助 67 场，通过高频次的消费者互动来提升品牌知名度并不断强化品牌与用户之间的粘性，2022H1 其广告宣传推广费占比营收高达 23.42%，位列酒企第四。

图27： 公司销售费用率长期位于 30%左右



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图28： 老白干酒广告宣传推广费占比营收位列酒企第四



资料来源：Wind，浙商证券研究所

老白干品牌文化底蕴深厚，多样化营销方式加码品牌价值。衡水老白干正式定名于明代，距今已有 1900 多年的历史，荣获多项品牌荣誉，1915 年巴拿马万国博览会获得仅有的三个白酒甲等金奖，2007 年签约胡军投放央广以打造硬汉形象，增加品牌内涵“时间给了男人味道”，2008 年其传统酿造技艺被评为国家级非物质文化遗产，2020 年 1915 荣获世界品质评鉴大会上的最高荣誉“特级金奖”，2021 年老白干地缸发酵博物馆获得最大发酵车间吉尼斯世界纪录称号，彰显老白干实力。

图29： 衡水老白干品牌荣誉历程



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

表8: 衡水老白干品牌营销事件梳理

时间	营销方式	营销活动
2017	综艺营销	冠名爱奇艺大热剧《人民的名义》，独家协拍央视大型史诗电视剧《换了人间》，成为央视镜头下的非遗代表拍摄了《非遗中国行——衡水醇香》专题纪录片
	广告营销	十八酒坊正式登陆央视《焦点访谈》栏目，投放《焦点访谈》中插广告
2018	广告营销	春节期间，衡水老白干登陆纽约时代广场大屏
2019	事件营销	在中法建交 55 周年，河北与驻华 24 国使节交流会、世界经济与环境大会、上海国际进口博览会等国际性平台上，衡水老白干频频亮相，收获了将近 40 多个国家和地区元首领袖的盛赞。
	事件营销	承办中国酒业高质量发展论坛、中国第八届清香类型白酒高峰论坛
	新媒体+文化营销	以全媒体平台线上直播形式举办首届衡水老白干酒文化节
	体验营销	2019 年共举办 5108 场高端品鉴会，27300 场宴席，赞助 67 场会议
	体验营销	重磅打造衡水老白干“喝老白干不上头”战略成果体验馆。
	事件营销	疫情期间率先开展“心系河北”行动，并向湖北、河北两地捐赠 360 万元现金及价值千万余元的防疫物资，受到广泛好评
	新媒体营销	高度重视新媒体应用，增加互联网精准媒介的定向投放，如目标群体高度关注的朋友圈、头条、垂直类 KOL 等
	新媒体营销	5 月衡水特产直播节上，河北省衡水市相关领导走进直播间变身“带货主播”，推荐衡水老白干
	新媒体+文化营销	以全媒体平台线上直播形式举办第二届衡水老白干酒文化节
2020	品质营销	4 月 5 日，衡水老白干 1915 荣获 2020 年世界食品品质评鉴大会最高奖——特级金奖，同时十八酒坊 15 年获得金奖。公司在各大区开展了以“金奖耀世界、醇美老白干”为主题的会销活动，开展圈层品鉴，传递老白干金奖品质给消费者
	体验营销	名酒进名企，名企进名酒
	体验营销	2020 年起持续打造健康 IP，截至目前已在石家庄、唐山、邢台、衡水等地成功举办了“健康河北行企业家私享会”、“十八酒坊经济文化大讲堂”等数十场主题的系列活动
	数字化营销	全面建立了以消费者为中心的服务系统，实现精准营销。通过 CRM 系统、SFA 系统、一物一码系统，持续加大质量追溯系统体系建设力度，完成了从企业--渠道--消费者的全链路数字化营销系统
	数字化营销	引入会员管理系统，满足消费者个性化、定制化需求，利用积累的大数据，洞悉消费者需求，提升消费者满意度和忠诚度
	新媒体+文化营销	以全媒体平台线上直播形式举办第三届衡水老白干酒文化节
2021	文化营销	2021 年 7 月 25 日，“印象 衡水老白干”文化行在位于石家庄市的河北省艺术中心举办
	体验营销	2020 年起持续打造健康 IP，截至目前已在石家庄、唐山、邢台、衡水等地成功举办了“健康河北行企业家私享会”、“十八酒坊经济文化大讲堂”等数十场主题的系列活动
	事件营销	截至 7 月 22 日，接连为深圳市河北衡水商会、河北邢台清河县、河北沧州、河北邯郸鸡泽等地捐赠抗疫物资，积极承担企业社会责任，受社会广泛好评
	体验营销	名酒进名企，名企进名酒
	体验营销	2020 年起持续打造健康 IP，截至目前已在石家庄、唐山、邢台、衡水等地成功举办了“健康河北行企业家私享会”、“十八酒坊经济文化大讲堂”等数十场主题的系列活动
	品质+文化营销	4 月 23 日，“甲等金奖大国品质十八酒坊世界读书日分享会”在石家庄市图书馆举办，“圈粉”高知精英人群，传递衡水老白干“传承千年匠心，酿造美好生活”的企业使命
2022	新媒体+文化营销	5 月 10 日，采取线下仪式+线上播出方式举办第三届衡水老白干文化节
	事件营销	6 月 6 日，衡水老白干分别向衡水中学、衡水二中、衡水中学实验学校捐赠了矿泉水、火腿、方便面等物资，以爱心行动为各位考生加油鼓劲
	节日营销	6 月 14 日起，衡水老白干开启“我和老爸的故事”创意表达有奖征集活动
	品质营销	7 月 12 日，“凤凰杯”河北凤凰女子高尔夫队友谊赛成功举办，由甲等 20 十八酒坊鼎力支持并开展圈层品鉴，诠释老白干金奖品质
	新媒体营销	7 月 15 日起开启衡水老白干“我是衡水人，爱喝家乡酒”短视频挑战赛，参赛者通过在朋友圈转发活动视频链接，按照最终点赞量和视频内容质量进行排名

资料来源：公司公告，酒说，浙商证券研究所

3 武陵酒：定位高端千元酱酒，短链模式直控终端

3.1 湖南市场：消费频次价位双高，次高端价位带扩容

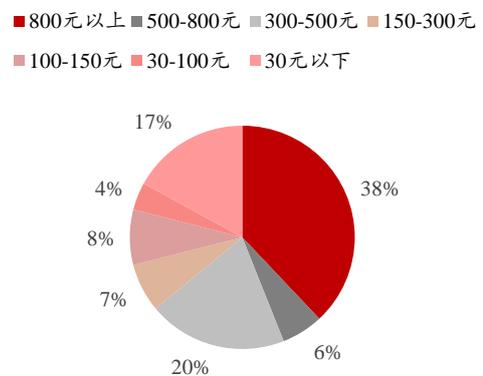
湖南高经济增速奠定消费升级基础，次高端市场加速扩容。2022 年湖南地区生产总值 48670.37 亿元 (+4.5%)、社会消费品零售总额 19050.66 亿元 (+2.4%)，近 10 年来增速基本均高于全国平均水平，为湖南市场高端市场的持续扩容升级奠定坚实基础。湖南白酒消费市场具有消费频次和价位双高的特点，2012 年湖南人均白酒消费量约 9.4 公斤，接近全国人均的 2 倍；2019 年湖南白酒市场流通规模 184 亿元，其中 800 元以上价位带占比为 38%，宴席场景次高端以上白酒占比达 63%。

图30： 湖南省 GDP 和社零增速基本均高于全国平均水平



资料来源：国家统计局，Wind，浙商证券研究所

图31： 2019年湖南省800元以上高端白酒规模占比达38%



资料来源：中国酒业协会白皮书，乐酒圈，浙商证券研究所

本土品牌占比较小，武陵酒角逐酱酒市场。湖南市场 2019 年全国名酒占比高达 74%，其依靠强势的品牌基础和市场渠道下沉，格局稳定；本土品牌竞争格局则较为分散，高端酒中内参、武陵酒市占率为低个位数，在本土价位带升级背景下市占率有望持续提升。另外，近年来湖南已成为中部地区酱酒新势力品牌的重要开发市场，当地酱酒核心产品如武陵酒、湘窖酒业主要集中在 500-800 元的价格带，在各品牌加强省内渠道深化及消费者培育等举措下，市场竞争愈发激烈。

表9： 2019年湖南省分价位带规模、代表产品及企业类型

主流价位	代表产品	企业类型	2019年流通规模 (经销商出货口径)
800元以上	茅台、五粮液、国窖1573、内参、青花郎等	全国名企、省级龙头	72
500-800元	洋河M3/M9、水井坊典藏、武陵酒等	全国名企、省级龙头	10
300-500元	水井坊、舍得、洋河天之蓝、郎酒、习酒、湘窖系列等	全国名企、区域酒企	38
150-300元	酒鬼系列、洋河天之蓝、西凤等	省级龙头	15
100-150元	海之蓝、开口笑、9年、毛铺苦荞、黑荞等	全国名企、区域酒企	10
30-100元	湘泉系列、白云边5星、毛铺苦荞金荞、波汾等	区域酒企	8
30元以下	牛栏山、小郎酒、酒中酒霸、湘泉简盒优、三两三江小白、小清纯、邵阳大曲等	全国名企、区域酒企	31
合计			184

资料来源：中国酒业协会白皮书，乐酒圈，浙商证券研究所

3.2 发展历程：易主改革效果凸显，新管理层迎新增长

多次易主+变革优化，武陵模式成型有望迎来新增长。公司曾多次易主，1996年武陵酒厂改制成立湖南武陵酒业有限公司，1999年被湖南湘泉集团收购，2011年联想控股入主武陵酒，公司成为丰联酒业子公司，浦文立接手改革，2018年老白干收购丰联酒业，实现了对武陵酒业的100%控股。对比联想控股时期与老白干收购后的改革措施，我们认为浦文立团队大刀阔斧的改革成为武陵酒调整转型后正式走上正轨的关键时期，而老白干收购后在赵旭东董事长的带领下，武陵酒有望扎根湖南市场下迈向区域扩张之路，并有望成为公司有力的增长极。

图32：武陵酒发展历程

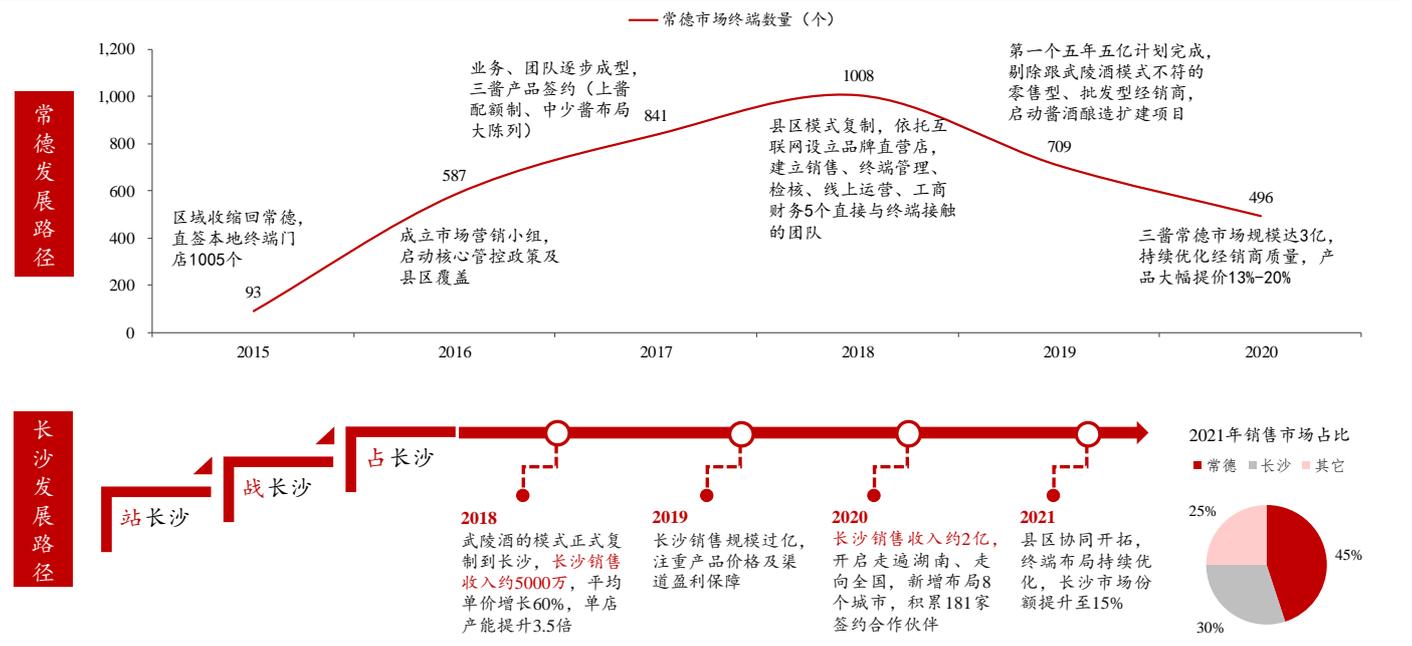


资料来源：公司官网，浙商证券研究所

浦文立改革措施：1) **产品端：**梳理了酱、飘香和极客等系列产品，SKU大幅精简，主要覆盖中高端价位带；2) **市场端：**撤掉长沙办事处，取消与常德区外众多大商的合作，区域战略全面收缩至常德；3) **销售模式：**提出去中间化的短链模式，由厂家建立队伍直控终端。**浦文立改革效果：**，2014年武陵酒厂亏损800+万元，历经2016-2017年深度调整，2018年产品窜货乱价行为大幅减少，2019年新管理层的第一个五年计划完成，实现复合增长40%的良好局面。2019年10月，公司与常德市政府正式启动了15个亿、5000吨的“武陵酒业酱酒酿造扩建项目”，2021年一期1500千升已完成扩建投料生产。

老白干管理层接管：2022年3月浦文立自武陵酒业离职，由公司总经理赵旭东兼任湖南武陵酒业有限公司董事长，1) **管理层端：**赵旭东在老白干酒耕耘多年，深耕一线销售，对市场具有敏锐的洞察力和渠道强把控力；2) **政策端：**《常德市支持白酒产业又好又快发展实施方案（2021-2025年）》提出力争到“十四五”末，常德市白酒产业全面实现年销售收入过70亿元，年税收过15亿元。我们认为在良好开局下，新领导人有望推动武陵酒开展渠道下沉、区域扩张的发展战略，同时将充分受益湖南白酒振兴和酱酒扩容的进程。

图33: 常德与长沙市场发展路径及变革措施



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

3.3 产品结构: 发力高端千元价位, 量价齐升实现高增

高端普酒属性突出, 发力千元价格带武陵王。武陵酒定位高端, 2022年千元以上高端产品占比70%, 2000元以上产品占比30%。主要产品系列包含普系列、极客系列和武陵飘香系列: 1) 普系列定位高端政商务用酒, 价位多位于千元以上, 核心单品为上普(定价2000元以上价格带, 其中上普对标飞天茅台, 元帅对标年份茅台, 2020年收入占比约30%); 中普(定位600元主流公务、商务消费带); 少普(以宴席为主, 但由于武陵酒优势为团购, 2021年起升级为400元以上团购产品); 武陵王(定位千元价格带, 竞争对手主要为五粮液、国窖1573, 2020年收入占比约15%)。2) 极客系列主打高端定制酒(千元以上产品占比80%, 2020年收入占比约15%), 用以独特的私人订制、30瓶起订的营销策略, 2020年底因价格混乱问题进行停货整改, 2021年推出极客琥珀新品(定位700元价位带)。其他产品主要聚焦在大客户直营、电商自营、定制酒, 收入占比约20%。3) 武陵飘香系列定位中高端, 主要产品覆盖200-600元价位带, 主要在电商自营渠道销售。此外, 武陵酒拥有浓香型白酒洞庭春色系列, 定位100-300元的中端消费群体。

图34: 武陵酒系列产品结构

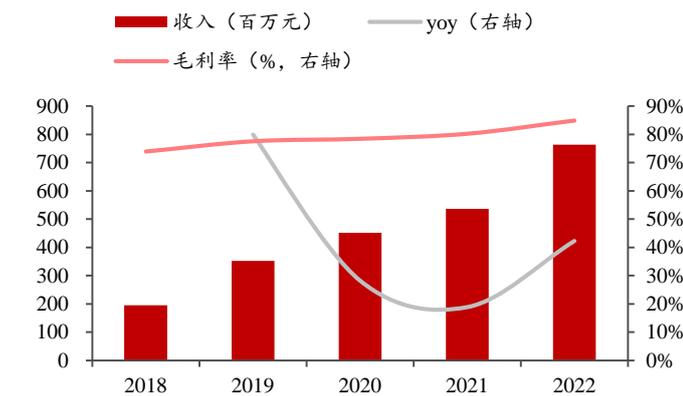
系列	产品	酒精度	规格	售价	图片	系列	产品	酒精度	规格	售价	图片
酱系列	武陵元帅	53度	500ml	9980		武陵飘香系列	武陵飘香30周年纪念版	53	500ml	599	
	五星上酱	53度	680ml	6880			武陵飘香尊享版	53	500ml	268	
	武陵上酱	53度	500ml	2680			武陵飘香经典版	53	500ml	188	
	武陵中酱	53度	500ml	880		洞庭系列	金洞庭	52	500ml	238	
	武陵少酱	53度	500ml	588			红钻	52	500ml	188	
	武陵王	53度	500ml	1680			蓝钻	52	500ml	188	
极客系列	极客匠人匠心	53度	1000ml	4299							
	极客琥珀	53度	1000ml	2199							
	极客琥珀509	53度	509ml	1099							

注: 2020年前常德市场为武陵上、中、少三酱, 区外市场对应为上酱30年、15年、10年且品质和价格均略低于常德市场产品; 2020年起区外市场取消上酱30年、15年、10年, 统一售卖武陵上、中、少三酱

资料来源: 京东, 浙商证券研究所

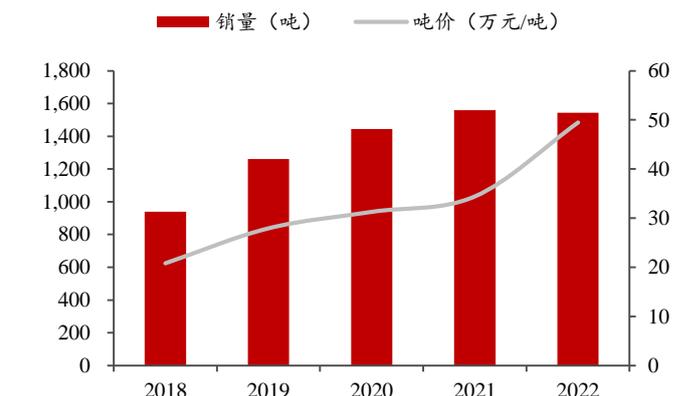
高毛利保障盈利能力, 量价齐升推动营收高增。2018-2022年武陵酒收入规模由1.96亿元增至7.63亿元, CAGR达40.53%, 拆分量价来看, 2018-2022年销量/均价CAGR分别为13.20%/24.14%。同时武陵酒毛利率稳步提升至84.86%, 2021年贡献了公司整体14%的收入及27%的毛利, 其主要得益于武陵酒重点发力千元价格带(2020年占比65%, 仅次于茅台、五粮液)和600-700元价格带, 2022年两个价位带均实现高增。

图35: 2018-2022年武陵酒收入规模CAGR达40.53%



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图36: 2018-2022年武陵酒实现量价齐升



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

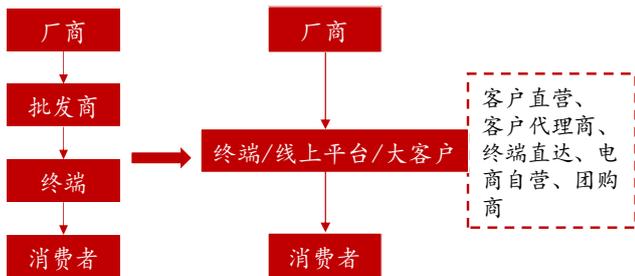
3.4 渠道结构: 直销提升渠道利润, 模式升级价盘稳定

短链销售直控终端, 强渠道管控制提升终端利润。自2015年浦文立渠道改革后, 公司采取超短链设计直接面向销售终端, 脱离了梯次结构的传统经销模式, 伴随武陵酒规模扩张, 带动上市公司整体直销业务占比由2015年0.38%提升至2022年7.32%。扁平化渠道下

- 1) 基于短链有强关系的客户直达和利益共享的终端直达2类模式, 降低了约30%-40%的渠

道成本，实现终端利润最大化；2）基于用户的4条业务线（客户直营、客户代理商、终端直达，电商自营），强化了所投入资源的有效供给，并让企业理念、推广政策、产品信息等更准确和及时的触达消费者。另外，武陵酒旗下多款高档产品于2020年8月统一提价，匠人匠心、琥珀、琥珀509提价幅度分别为30%/13%/20%，上酱、中酱、武陵王提价幅度约为13%，但在高幅提价下武陵酒价盘依旧稳定，验证了直销模式的可行性和不断增强的渠道管控制力。

图37: 武陵酒采取直销短链渠道模式



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

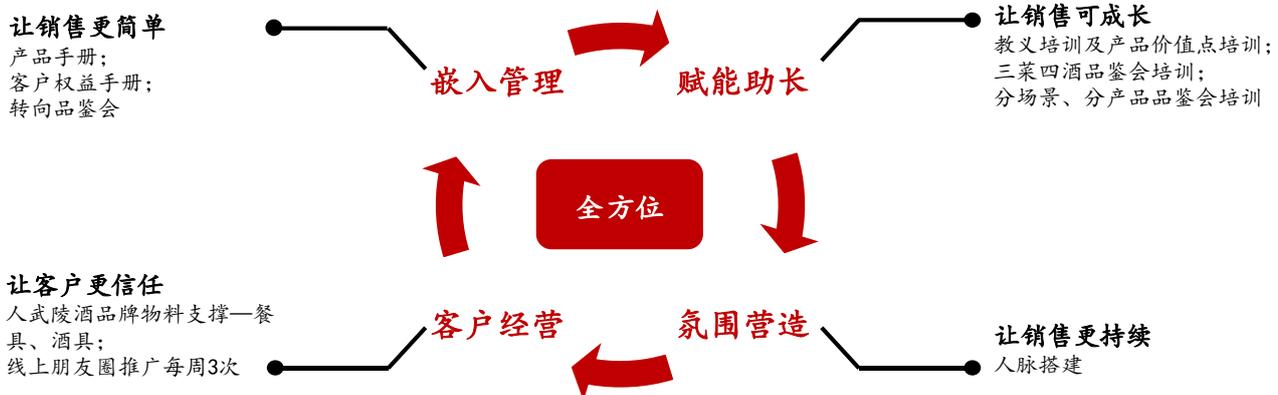
图38: 武陵酒4条用户业务线协同发展



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

落实全控价保障价盘稳定，创新设立担当联盟，“新经销”&“友享荟”模式升级。1) 在产品价格方面，公司执行全控价精细化管理，重点产品采取配额制度，通过价格和库存监控保证渠道不压货，且2021年收缩精简经销商，对违规定价、不满足考核的经销商取消代理权。2) 在渠道模式方面，武陵根据销售额、厂商协作、市场秩序等指标选取前20%的优秀经销商成立“担当联盟”，赋予其对破坏价格秩序经销商代理权的一票否决权，共同维护市场和价盘；另增设共建基金，对优秀经销商进行额外激励，使得长沙市场武陵酒的终端利润率为五粮液、国窖等竞品的2倍以上，因此2022年武陵酒担当联盟以20%~30%的数量贡献了70%~80%的销量。3) 在拓展客户方面，武陵升级了“新经销”和“友享荟”两个新模式：“新经销”：在核心终端店中发掘价值观趋同、模式认同、产品认同的合作伙伴，将其升级为经商业伙伴，从原来的团购业务延伸到终端分销业务上，让“新经销”伙伴的生意从百万级别进入到千万级别；“友享荟”：对具有人脉资源的行业外伙伴（多是武陵忠实的粉丝）进行赋能，将用户教育、系统运营、组织体系做成细致的销售方案包给予合作伙伴，该模式推出不到一年，2021年第1家“友享荟”的销量已经达到3000万的规模，成效显著。

图39: 武陵酒“友享荟”模式



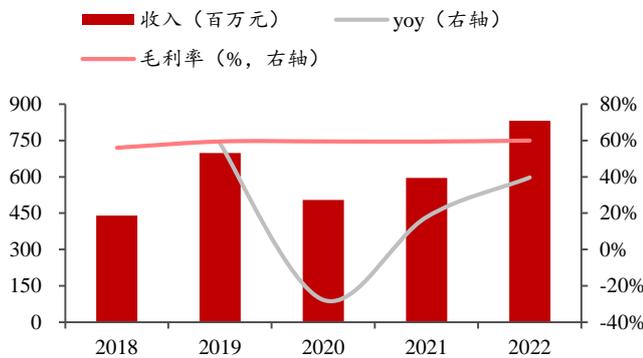
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

4 其他品牌：一树三香充分协同，地方品牌结构升级

4.1 板城烧锅酒：三大品系五大单品，河北市场优势互补

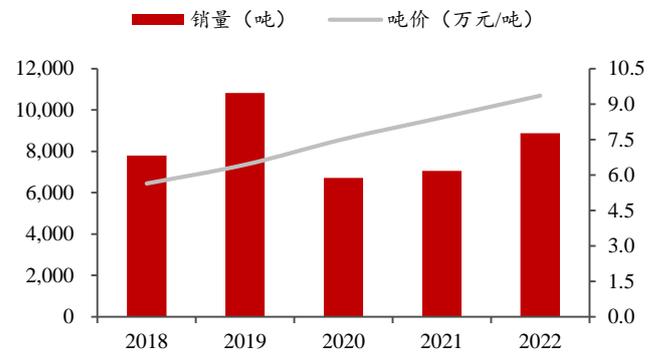
发展历程：扎根于河北承德，历史悠久。板城烧锅酒发源于河北省承德县“庆元亨酒坊”，1956年承德联合厂正式建立，1987年缪如焕成为掌舵人之后致力于提升酿酒工艺，2001年酒厂改制成立承德乾隆醉酒业有限责任公司，并开始着重打造“板城烧锅酒”品牌，2008年其酿造技艺被国务院认定为“国家级非物质文化遗产”，2012年醉乾隆酒业被丰联酒业收购，而后又于2018年并入衡水老白干旗下。2022年收入规模增至8.31亿元（+39.60%），占比总营收19.10%，毛利率为59.91%较为稳定。

图40：板城烧锅酒毛利率稳定在60%左右



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图41：板城烧锅酒产品结构升级吨价持续上行



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

产品：聚焦三大品系五大单品，结构升级趋势显著。2018年公司顺应消费升级趋势，缩减SKU并聚焦“3大品系、5大战略产品”——板城龙印（盛世/太平龙印）、板城和顺（和顺1956/1975）、板城烧锅（蓝柔），分别定位高端、次高端、大众酒，以盛世龙印对标国窖1573，太平龙印对标水晶剑，开启高端化进程，吨价由2018年5.64万元/千升提升至2022年9.36万元/千升，CAGR为13.47%。其中，板城酒业依靠大单品升级+持续推陈出新逐步完善产品体系：

1) **和顺1975**：2006年上市，2018年销售超百万箱，2020年销量占比达70%，较2017年52%提升近20pcts，成为冀酒板块百元价格带的超级大单品。2021年1975+上市，是在1975的基础上对百元价格带进一步占位；2) **和顺1956**：2018年上市，是1975的战略升级品，定位300-400元价格带布局次高端；3) **窖号系列**：2019年上市，满足100-200元大众基础消费需求；4) **板城烧锅375**：2020年上市，定位50元以下光瓶酒。

图42: 板城烧锅酒系列产品结构

系列	产品	酒精度	规格	售价	图片	系列	产品	酒精度	规格	售价	图片
龙印系列	太平龙印	39度	500ml	598		窖号系列	板城烧锅壹号窖	38度	500ml	268	
	盛世龙印	39度	500ml	998			板城烧锅贰号窖	38度	500ml	188	
	金奖龙印	52度	500ml	2198			板城烧锅叁号窖	38度	500ml	118	
板城和顺系列	板城和顺1975	38度	450ml	128		板城烧锅系列	板城6号	42度	500ml	118	
	板城和顺1975喜宴庆版	38度	450ml	168			板城9号	38度	500ml	170	
	板城和顺1956	39度	450ml	328			蓝柔 一品蓝柔	36度	450ml	75	
其他系列	庆元亨	52度	150ml	38		红柔 一品红柔喜庆版	39度	450ml	78		
	坛原浆酒	59度	1000ml	328							

注: 标红部分为板城烧锅酒三大系列五大核心单品

资料来源: 京东, 浙商证券研究所

渠道: 以石家庄为试点市场, 三大战区实现扁平渠道化管理。板城烧锅酒生产基地位于河北省承德市承德县, 主销市场在河北省内, 2020年在石家庄成立中南北三大战区, 2021年石家庄市场中板城烧锅酒营收占比超50%, 和顺1975销量从2017年的70万箱增长到2021年的160万箱。此外, 近两年公司将重点市场延伸至邯郸、承德、唐山, 在老白干酒的冀北、冀南的优势带动下有望实现大单品的进一步放量。

4.2 文王贡酒: 以中低档产品为主, 深耕阜阳稳步升级

安徽市场: 中档酒为主, 地产龙头酒表现强势。2019年安徽市场流通规模为320亿元, 其中30-100元、100-300元价格带为主流价格带, 占比分别为33%/27%。截止2019年底, 安徽省内规模以上工业白酒企业达101家, 高居全国第三, 其中主要由本土品牌古井贡酒、口子窖、迎驾贡酒占据。总体上, 安徽市场中低价位品牌和产品集中度高, 省级龙头快速增长带动200+元价位带快速崛起。

表10: 2019年安徽省分价位带规模、代表产品及企业类型

主流价位	代表产品	企业类型	2019年流通规模 (经销商出货口径)
600元以上	茅台、五粮液、国窖1573、洋河M6、M9	全国名酒	45
300-600元	剑南春、年份原浆古16/古20、洋河M3、口子窖20年	全国名酒、省级龙头	40
100-300元	年份原浆古5/古8, 口子6年, 海之蓝	省级龙头	85
30-100元	年份原浆献礼版、口子窖5年、宣酒、宣酒6年、迎驾星、柔和种子	省级龙头、区域酒企	105
30元以下	金裕皖、文王贡、老村长、牛栏山	区域酒企	45
合计			320

资料来源: 中国酒业协会白皮书, 乐酒圈, 浙商证券研究所

产品：聚焦三大系列，1+3 大单品体系推动结构升级。近年来文王贡精简产品结构，聚焦“皇宫宴”“年份专家”“人生系列”三大系列，其中年份专家和人生系列主要布局 50-200 元价格带，年份专家主打婚喜宴市场，人生系列聚焦团购渠道+定制化产品，目前年份专家和人生系列销售收入均已突破亿元。另外，公司致力于塑造 1+3 大单品体系：①席：定位高端，塑造品牌形象；②三大单品：甲子布局次高端，打造政商标配；专八、不惑市场分级突破，终端分级管理，打造 100-200 元价格带热销产品。整体销量维持稳定，吨价由 2018 年 5.42 万元/千升提升至 2022 年 7.28 万元/千升，CAGR 达 7.67%，产品结构持续升级。

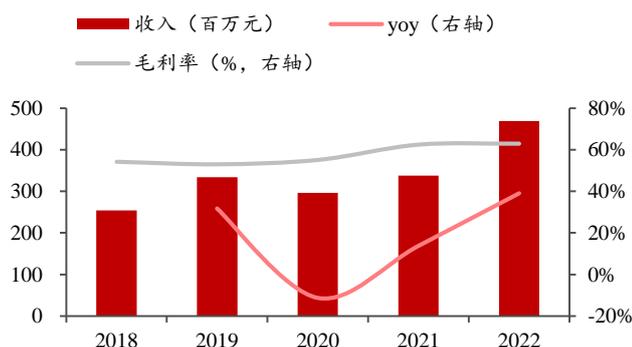
图43：文王贡酒系列产品结构

系列	产品	酒精度	规格	售价	图片	系列	产品	酒精度	规格	售价	图片	系列	产品	酒精度	规格	售价	图片
皇宫宴 (形象产品)	席	52度	500ML	1588		年份专家级 (主打婚喜宴市场)	6年	40.8度	480ML	75		正一品系列	年年有余	40.8度	450ML	69	
	宴	52度	500ML	1288			8年	40.8度	480ML	110			红年年有余	40.8度	450ML	88	
	蓝贡	52度	500ML	699			9年	40度	429ML	139			干货	40.8度	450ML	60	
	红贡	52度	500ML	588			12年	40.8度	480ML	150							
人生系列 (聚焦团购渠道)	人生-而立	40度	500ML	158		新经典系列	15年	42度	429ML	200							
	人生-不惑	42度	500ML	178			18年	50度	429ML	300							
	人生-天命	50度	1000ML	720			新经典-天时	42度	500ML	158							
	人生-甲子	52度	500ML	899			新经典-人和	50度	500ML	388							

注：标红部分为文王贡酒系列核心单品

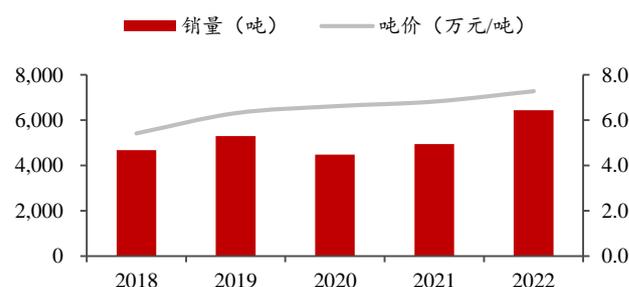
资料来源：京东，浙商证券研究所

图44：文王贡酒毛利率逐步提升至 2022 年 62.92%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图45：文王贡酒产品结构升级吨价持续上行



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

渠道：文王贡酒深耕阜阳市场，精细化管理打造盘中盘模式。文王贡酒现主要定位阜阳市场，是阜阳最大的两家本地酒企之一（另一家为金种子酒）；据酒食汇数据，阜阳白酒市场规模在 2021 年达 50 亿元，位居省内第二，饮酒氛围浓厚。2020 年公司增设阜阳营销中心，提出“22210”（“专家联盟、人生荟”2 大平台、2 个亿级经销商、2 个五千万级经销商、10 个千万级市场）战略，以阜阳辐射作为基地市场辐射全省；并打造“流通产品+终端私有

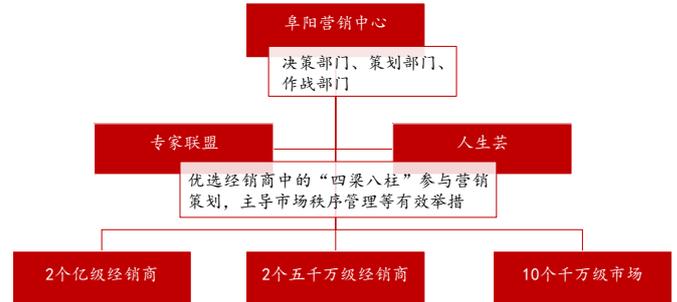
+动销”的联盟终端盘中盘和“团购产品+客户私有化+服务”消费者盘中盘两大模式，进一步强化“厂-商-店联盟”数据化、精细化管理。

图46: 2021年安徽省各市白酒市场容量



资料来源: 酒食汇, 浙商证券研究所

图47: 阜阳营销中心“22210”战略



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

4.3 孔府家酒: 结构向上新品放量, 出口国际化先行者

山东市场: 升级趋势明显, 全国名酒和地方酒二分天下。2019年山东市场流通规模为390亿元, 其中全国名酒凭借品牌优势占据绝对优势, 市场份额约54%, 以剑南春、舍得、习酒窖藏 988、青花汾、梦之蓝为主; 地产龙头虽有布局但未形成大单品, 主要占据百元以下价位带, 与全国名酒二分天下。近年来低端盒装酒销量下滑 20-30%, 消费升级趋势明显, 主流价位带已提升至 300 元左右。

表11: 2019年山东省分价位带规模、代表产品及企业类型

主流价位	代表产品	企业类型	2019年流通规模 (经销商出货口径)
800元以上	53度飞天茅台、52度五粮液、国窖1573、青花郎	全国名酒	90
500-800元	一品景芝20年、泸州窖龄90年、红花郎15年、梦之蓝M6、古20、钓鱼台等酱酒系列	全国名酒、地方龙头	16
300-500元	天之蓝、梦之蓝M3、剑南春、红花郎10年、舍得品味、泸州老窖窖龄60年、汾酒20年、水井坊、一品景芝15年、扳倒井国9、趵突泉泉香518、习酒窖藏1988	全国名酒、地方龙头	30
150-300元	泸州特曲、泸州窖龄30年、一品景芝柔雅芝香10年、柔雅芝香8年、53度云门陈酿、扳倒井国6、趵突泉泉香318、贵州大曲、国台、金沙等酱酒品牌	全国名酒、地方龙头、区域酒企	28
100-150元	古贝春白板、洋河海之蓝、一品景芝吉品、34度精品趵突泉、茅台王子、古井幸福版、汾酒老白汾、扳倒井国3、琅琊台中华贡、银质习酒	全国名酒、地方龙头、区域酒企	35
30-100元	花冠金冠绵柔、景芝年份6年、39度兰陵王、贵人道5年、景阳冈透瓶、金水晶、34度趵突泉、洋河青瓷、洋河大曲、茅台迎宾、瓷瓶景阳春、36度趵突泉、扳倒井蓝尊和井窖31、冠群芳四星、百脉泉、琅琊台、泸州老窖头曲、玻汾	全国名酒、地方龙头、区域酒企	105
30元以下	红星二锅头、牛栏山二锅头、龙江家园、景阳春泥壶、景芝白干、冠群芳五粮、五莲原浆、云门春王、39度趵突泉等区域酒厂及专销产品	地方龙头、区域酒企	86
合计			390

资料来源: 中国酒业协会白皮书, 乐酒圈, 浙商证券研究所

产品: 陶系列保证基本盘, 朋系列布局中高端。2018年孔府家逐步调整产品线, SKU从2014年370+个缩减至目前约20个, 形成国、朋、德、府、陶五大系列, 涵盖不同价格带, 子约系列主打电商平台。具体来看, 1) 府/陶系列: 主要覆盖100元以下价位带, 其中陶系列产品营收占比超过50%; 2) 朋系列: 价格覆盖200-600元之间, 是孔府家针对次高端市场的战略核心产品, 其大单品朋自远方6卡位300元山东市场主流价格带; 3) 子约系

列：网红产品，定位年轻消费者，2018年6月推出，3个月销售破千万；4) 国系列：以中国礼为代表定位高档白酒。

图48：孔府家酒系列产品结构

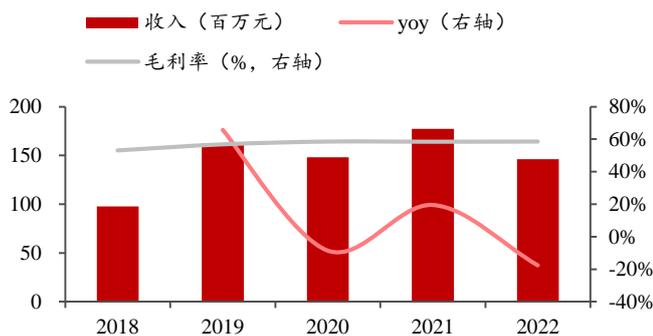
系列	产品	酒精度	规格	售价	图片	系列	产品	酒精度	规格	售价	图片	系列	产品	酒精度	规格	售价	图片
国系列	中国礼	52度	1000ml	1980		德系列 (大众消费产品)	故文	36度	475ml	138		府藏系列 (大众消费产品)	府藏陆	36度	500ml	108	
	朋自远方6	52度	500ml	269			折桂	42度	500ml	119			府藏捌	36度	500ml	160	
朋系列 (团购产品)	朋自远方9	52度	500ml	359			亦陶	42度	500ml	119			府藏拾	36度	500ml	229	
	朋自远方15	52度	500ml	638		陶系列 (塔基产品)	经典大陶	52度	500ml	49			窖藏原酿	52度	800ml	280	
	子约畅饮版	40.8度	500ml	139			金装	38度	500ml	78		其他系列	孔府珍	52度	500ml	79	
	子约原浆	65度	500ml	209			彩陶	52度	500ml	69			珍藏大礼	52度	1500ml	258	
子约系列 (电商产品)	子约智篇	52度	500ml	169		弘毅系列 (电商产品)	弘毅1995 (弘毅8)	52度	500ml	159			学而	52度	1500ml	258	
	子约2003	52度	500ml	269			弘毅15	36度	500ml	269							
	子约	52度	500ml	169													

注：标红部分为孔府家酒系列核心单品

资料来源：京东，浙商证券研究所

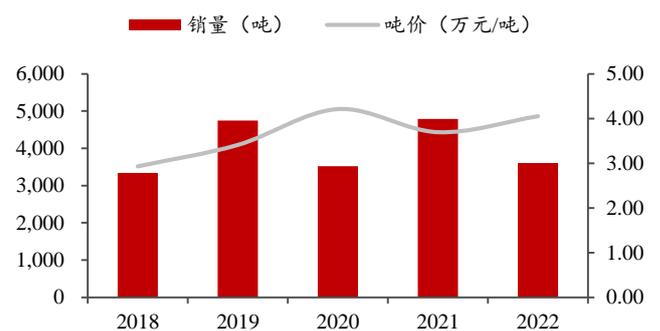
产品放量且结构向上，次高端新品招商顺利。2018-2022年孔府家酒产品吨价/销量 CAGR 分别为 8.44%/1.92%，产品结构持续升级，毛利率提升至 2022 年 58.52%。2022 年 6 月推出真年份系列（年份 8/5），主打“真实年份、稀缺限量、山东首推、公开配比”，定位次高端，抢攻鲁酒“真年份”制高点，并借 2022 山东旅游发展大会亮相上市，上市一个月以来已签约 37 家经销商，其中 90%+为团购商，有望进一步强化品牌势能并推动产品升级。

图49：孔府家酒毛利率逐步提升至 2021 年 58.43%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图50：孔府家酒产品结构升级吨价持续上行



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

渠道：主攻曲阜、济宁市场，为国际化先行者。孔府家酒深耕省内市场，在济宁、曲阜的市占率超 50%，并且在做强曲阜基地市场的同时，外围建据点，团购电商“两翼助推”，积极拓展经销渠道。另外，孔府家酒自上世纪 80 年代开始开展出口业务，现已销往美国、韩国、新加坡、法国等 20 多个国家和地区，真年份系列于今年 6 月两次亮相国际性盛会，进一步开拓国际化布局，成为中国出口量最大的白酒品种之一。

5 超预期点：多方位改革红利释放，盈利水平提升空间大

5.1 武陵酒：产能扩张加快放量，全国化扩张开启第二曲线

5.1.1 如何看待酱酒调整期下武陵酒的定位？

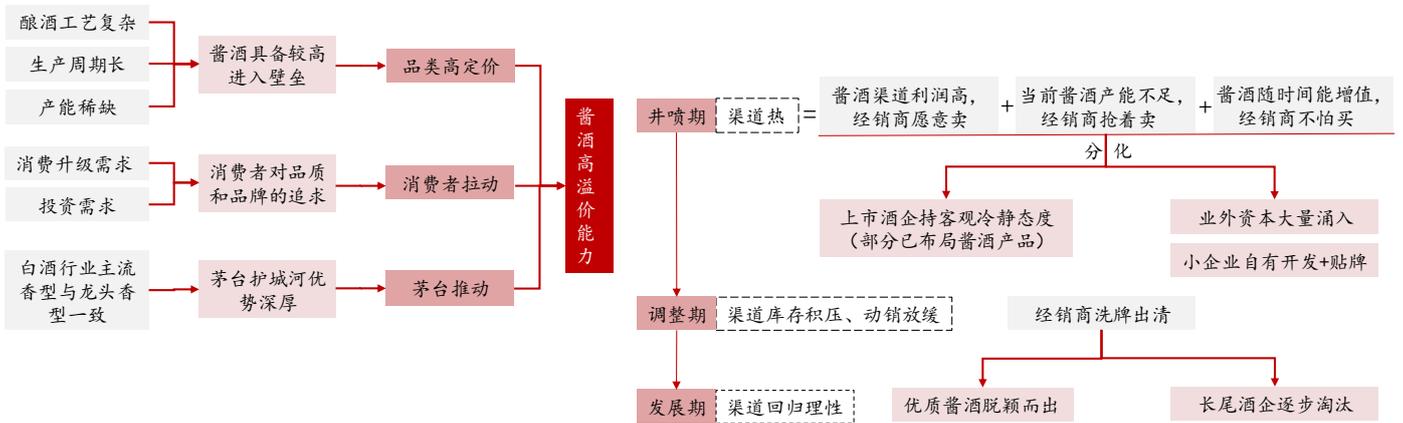
酱酒行业回归理性，品类向好逻辑不改。本轮酱酒热的调整主要是由于在前期消费者需求端的刺激下业外资本大量涌入酱酒赛道，小企业自有开发的酱酒及贴牌产品井喷式发展，在被高估的渠道动销能力和市场消费能力无法匹配高企的供给增速下，渠道库存的积压使得整体动销放缓，经销商利润也出现大幅下滑，投机资本的逐步褪去使得酱酒行业进入调整期。但究其上一轮“酱酒热”的根本原因，我们在前期酱酒深度报告中提出的“渠道热”相较“消费热”占比更高，且支撑酱酒溢价的底层逻辑仍未发生变化，具体来看：

1) 酿酒工艺复杂、生产周期长、产能的稀缺性决定了品类的高定价。酱香型白酒生产工艺季节性强，不同于其他香型白酒随时投料随时生产的特点，需要采用“12987”的复杂工艺。因此优质酱香型白酒通常需要1年生产期、3年贮存期、1年勾兑期，耗时显著多于其他香型白酒。同时综合白酒成分+白度度数，酱香型白酒长时间的贮存能够去除杂质、增强酒体的醇厚感和香味，形成酱酒的典型风格，同时导致现有产能有限且新增产能扩产慢。因此高进入壁垒强化了酱酒的稀缺属性，并通过不断提升的定价加深了消费者心中的高端烙印。

2) 消费者对品牌及品质的追求是推动香型历次替代的根本原因。复盘白酒行业发展史，80年代前清香型白酒受益于计划经济时代下生产周期短、成本低、出酒率高的特点，市占率一度高达75%；90年代浓香型酒在窖泥培养等酿造技术的推广及粮食供应不足等制约因素消失，并在白酒氛围烘托下浓香型白酒全国化速度加快，OEM模式创立推动放量，2000年市占率超70%；近年来贵州茅台市场化改革后于2008年价格超越五粮液成为白酒行业价格标杆，同时在消费升级和白酒投资属性的强化下逐步培育起一批酱酒消费者。下半场转入品质+规模+运营+产能的综合竞争。

3) 白酒行业主流香型与龙头香型一致，茅台品牌护城河壁垒深厚。2022年贵州茅台占据了酱酒市场超60%份额，地位稳固，且自2016年白酒行业整体复苏以来，飞天茅台批价持续抬升，目前散装/箱装批价分别为2790元/3100元左右，为次高端酒打开了提价空间。另外，酱酒企业均具备较强的盈利能力，在本轮挤压增长阶段后具备品质、品牌和渠道综合竞争力的企业有望继续稳健发展，酱酒行业的集中度仍将进一步提升。

图51： 酱酒发展驱动因素及发展周期



资料来源：浙商证券研究所

5.1.2 武陵酒如何在酱酒竞争中突出重围？

1) 产能支撑：头部酱酒品牌产能受限，武陵酒新增产能保障供给。

公司于2020年5月启动武陵酒技改项目，项目总投资15亿元分为两期，一期/二期工程分别建设3600/3000吨基酒产能，主要用于武陵王、极客和武陵三酱系列。2021年9月新厂一期一标投料1500吨，2022年9月新厂一期整体建成，基酒5000吨产能正式投产。预计二期全面建成后酿酒能力达7200吨、储酒能力达4.5万吨，年产值可达30亿元，年创税收5亿元，为武陵腾飞提供坚实的产能基础。

表12：2020年基酒产能建设计划（吨）

产品类别	一期（吨）	二期（吨）	合计（吨）
武陵王系列	900	800	1700
极客武陵系列	1800	1400	3200
武陵三酱系列	900	800	1700
合计	3600	3000	6600

资料来源：《湖南武陵酒提质改造项目环境影响报告书》，浙商证券研究所

2) 品质基奠：持续打造独特武陵风味，匠心品质追求提升品牌势能。

优越地理环境+独特酿造工艺+独创品质管理，品质三胜茅台。

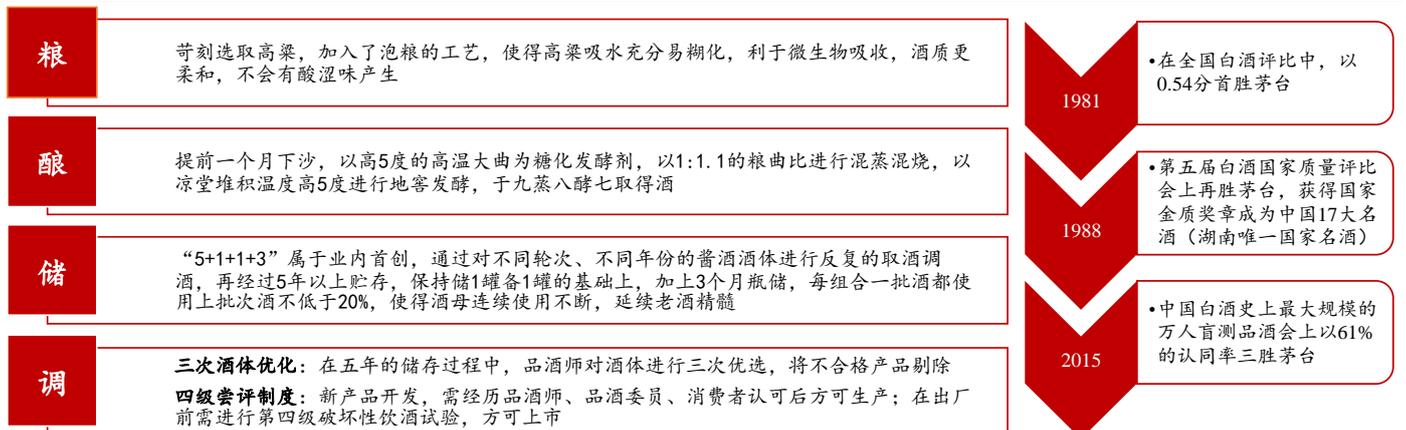
1) **地理环境**：武陵酒撷取沅水河中的优质水源作为原料，并经过处理取其中清甜、甘冽、富含多种矿物质的水用来酿酒，口味醇厚而爽冽，后味干净而余味绵绵。

2) **酿造工艺**：武陵酒学习茅台传统12987酿造工艺，但武陵酱酒在高温堆积发酵的温度要比茅台镇酱酒堆积发酵的温度高出5度左右，因此武陵高温菌群更加耐受高温，形成了“焦香更突出、口感更柔和、体感更轻松”的优雅酱香风格，曾三胜茅台；

3) **品质管理**：改革之后，独创5+1+1+3的质量管理制度，四级尝评制度，提升产品品质。

老酒概念兴起，重点部署年份酒计划。基于高品质的酿造工艺，公司具有独特的武陵513存储模式（即基酒在陶坛储存5年以上，勾调后在大罐储存1个月，灌装后再瓶储3个月）并于2020年启动“瓶储年份酒”计划，2021年起对衡水老白干1915、衡水老白干古法30、十八酒坊甲等20进行针对性的瓶储存放，作为依托“老酒”概念的品牌高端化重点工作，将在“酱酒中场”阶段蓄势待发。

图52：武陵酒酿造工艺创新及三胜茅台



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3) 渠道推力: 短链模式改革“一路向 C”, 终端掌控能力增强+渠道利润推动营销。

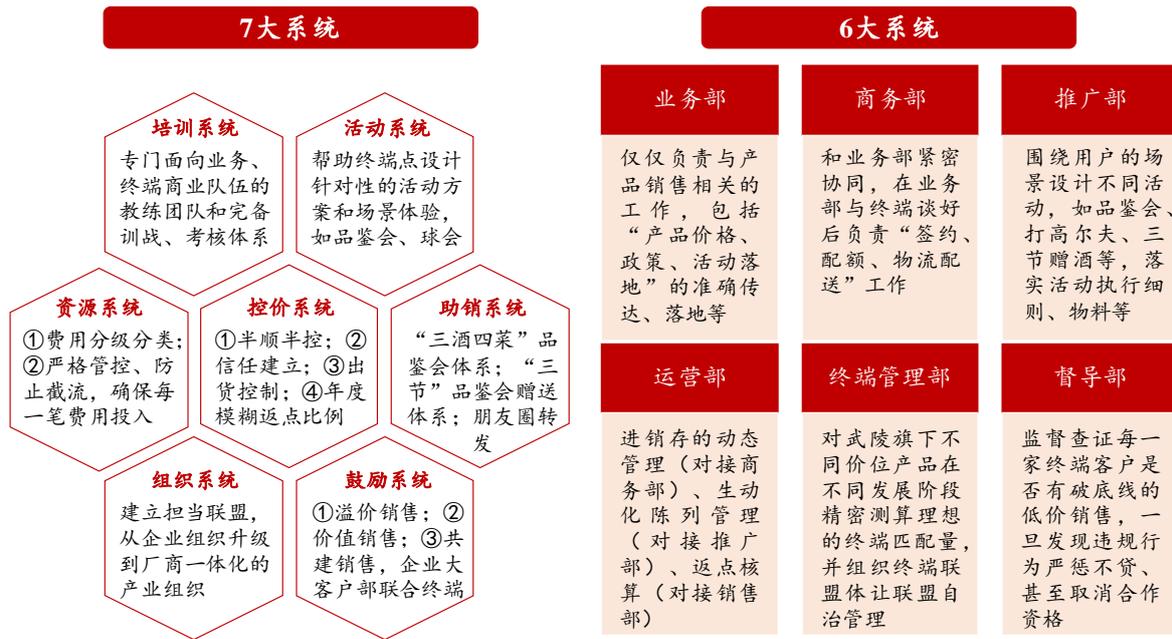
终端运营体系持续升级, 赋能解决“三不卖问题”。武陵酒通过七大系统、六大部门升级运营体系进一步解决终端“三不卖”问题, 即厂家以销量极大化为导向的渠道压货行为, 导致零售价格体系混乱, 为避免售价高于竞争对手, 失去客户资源, 烟酒店“不敢卖”; 终端要实现用户教育, 需要付出更多的成本, 渠道利润低导致“不愿卖”; 厂家对终端赋能不足导致“不会卖”。具体来看:

“不敢卖”: 1) 武陵通过半顺半控、信任建立、出货控制、年度模糊返利实行控价, 保证价格体系稳定; 2) 根据产品不同发展阶段, 对终端网点的数量、质量进行合理分配, 同时干预终端进货的数量, 确保供需关系的可控、稳定、可持续; 3) 通过严惩低价销售行为控价, 解决了“不敢卖”问题。

“不愿卖”: 1) 武陵采用直达终端的短链模式, 缩减渠道成本; 2) 鼓励“溢价销售”, 提高终端成交价, 保证终端毛利率具有竞争优势, 解决了“不愿卖”问题。

“不会卖”: 1) 武陵推出“武陵教义”对终端和业务团队进行培训和考核; 2) 帮助终端设计活动方案和消费场景, 针对核心终端, 建立担当联盟, 全方面赋能终端, 提高其用户培育能力, 解决了“不会卖”问题。

图53: 武陵酒 7 大系统、6 大部门模式



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

5.1.3 如何看待武陵酒的全国化扩张之路?

扎根大本营常德, 深耕长沙全省布局加速放量。自 2018 年武陵将模式复制到长沙, 2018-2020 年长沙市场终端数量从 126 家增长到 264 家, 收入从 5000 万增长到 2 亿元 (CAGR+100.00%), 相比常德市场增长曲线由 6 年缩减到 3 年, 市场培育效率提升。2020 年起武陵加速走进湖南衡阳、岳阳、益阳、郴州、株洲、湘潭等地, 2021 年末已完成全省地级市覆盖, 2022 年进一步深耕县级市场。在千元价格带持续扩容的红利下, 武陵酒有望随着区外终端布局的完善实现放量增长。

开启全国化新征程，布局省外四大重点市场。2022 年上半年武陵酒新一届管理层上任，2022 年 4 月提出走向全国的规划，2022 年 9 月武陵酒派出首个省外专职业务，并在全国范围内寻找部分酱酒消费核心城市布局网点尝试，正式开启省外布局之路；2023 年初武陵酒在担当联盟大会明确提出“寻找第二增长曲线”，第二曲线具体而言即是武陵酒的全国化布局，其中广州、福建、河南、河北是省外四大重点市场，并陆续在这四个市场举办了“铿锵名家行”活动，2023 年 3 月进一步在河南、深圳、广州举办了品牌发布会。据统计，河南白酒、酱酒市场规模分别超 600 亿元、300 亿元，广东白酒、酱酒市场规模分别达 300 亿元、180 亿元，武陵酒全国化之路定位清晰、选址精准，有望迎来快速放量。

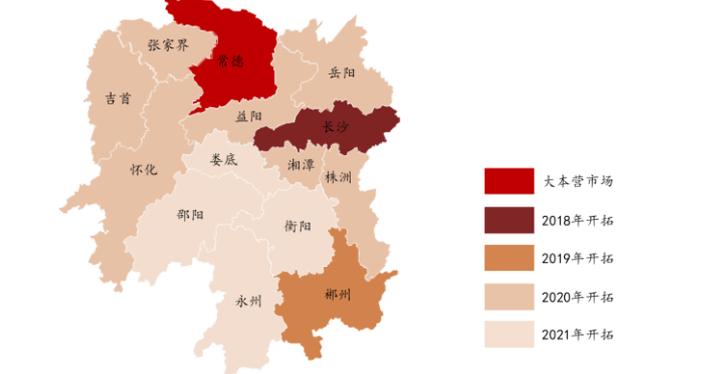
渠道模式迭代升级+消费者培育加强，助力全国化开拓。伴随全国化规划提出，武陵酒将省外的渠道模式从省内的“大店+运营”模式升级至“平台商+大店+运营”，两种模式并存，利用平台商更好的实现全国化的开局，同时坚持厂商协助客户运营，与客户共同搭建渠道，保证库存维持在依据动销量匹配的合理水平。此外，营销模式上省外依然采用 C 端战略理念，始终坚持以消费者为核心，加强消费者培育。我们认为在当前高端酱酒品牌依然稀缺的背景下，武陵酒的全国化扩张将受到渠道端的欢迎，在河南、广东等酱酒大省将迎来快速发展。

图54: 长沙市场终端变革优化路径



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图55: 武陵酒在区外市场持续布局



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

5.2 老白干酒：承接消费升级红利，深耕河北大众市场

核心河北市场承接消费升级红利，错位竞争抢占大众宴席市场。如前文所述，河北省白酒格局 80%以省外品牌为主，其中 2015 年泸州老窖针对五粮液进行差异化竞争，借助品牌专营模式在河北地区大规模投放 38 度国窖迎合当地低度消费饮酒习惯，配合丰富的消费者培育活动下，低度国窖在河北地区实现快速增长。当前格局来看，地产酒中老白干得益于在石家庄、衡水、邢台等根据地市场的持续深耕，已位居冀酒龙头，与低度国窖在价格带上错位竞争。

河北省长期以工业如大型国营钢铁、煤炭等企业推动地区经济发展，在近年来产业结构调整背景下，2022 年第一产业/第二产业/第三产业分别同比增长 9.4%/4.2%/4.5%，增长势能已逐步转向第三产业，随着京津冀一体化战略规划实施的深入，河北省有望加快推动消费升级扩大内需。

在经济推动居民消费能力提升和消费预期增强的趋势基础上，河北省白酒有望具备较大的价位带升级潜力，大众消费/商务消费有望逐步升级至 200-300 元/500-800 元价位带。老白干酒现集中资源聚焦的 39 度红五星、十八酒坊甲等 15 等产品均定位于 300 元价位带，

与低度国窖定位的 600-700 元价位带形成差异化定位，低度国窖大单品的提价策略和虹吸效应下有望拉动整体市场的消费升级，从而带动老白干酒的产品势能提升。

表13: 近两年河北省加快经济发展及消费升级

发布时间	发布文件	消费升级相关内容
2020年4月	河北省数字经济发展规划(2020-2025年)	依托国家批复的京津冀大数据综合试验区,深化大数据在环保、交通、健康、旅游等领域的创新应用,大力实施“5G+”“人工智能+”“区块链+”等试点示范
2021年5月	河北省国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要	顺应居民消费升级趋势,把扩大消费同改善人民生活品质结合起来,促进消费向绿色、健康、安全发展,稳步提高居民消费水平
2021年11月	河北省民营经济发展“十四五”规划	支持民营企业深度挖掘用户需求,不断增加新品种新功能,增强对国内需求的适配性,积极促进消费升级,把扩大消费同改善人民生活品质结合起来,推动消费新业态、新模式健康发展
2022年2月	河北省制造业高质量发展“十四五”规划	坚持安全绿色、高端特色、链式发展、创响品牌,着眼服务京津、辐射国内外两个市场,顺应食品消费升级新需求,着力推动食品产业增品种、提品质、创品牌
2022年12月	河北省乡村振兴促进条例	支持环京津地区发展现代都市型农业、休闲农业,培育建设优质果蔬和畜禽生产基地,增加优质农产品供给,提升服务京津高端化、多元化消费需求的能力

资料来源:河北省人民政府网,浙商证券研究所

5.3 其他香型:五位一体提升协同性,挖掘小而美发展潜力

五花齐放加强协同效应,为省外扩张提供充足动力。1) **板城烧锅酒**:主要在河北省内和老白干形成协同互补,其协同效应表现在香型互补(即河北市场同时拥有老白干和浓香两大香型)、市场互补(老白干以冀南为核心,板城烧锅酒立足冀北),有望实现公司在河北市场的深度覆盖并稳固区域龙头地位。2) **文王贡酒**:2015年作为全国首家公开年份配方的企业,凭借过硬的品质及绵甜口感多次荣获白酒行业品质大奖,未来将争夺阜阳第一品牌并向合肥扩张。3) **孔府家酒**:以曲阜为核心市场抢占山东白酒大省市场,且自80年代起持续推进出口业务,为老白干全国化乃至国际化布局奠定基础 and 先发优势。综合来看,虽然三款区域酒在市占率上仍有较大提升空间,但从省内、省外、国际化三维视角来看,五位一体的矩阵建设加强了公司品牌的覆盖面并提升了产品的区域跨度,为老白干的长远发展打下基础。

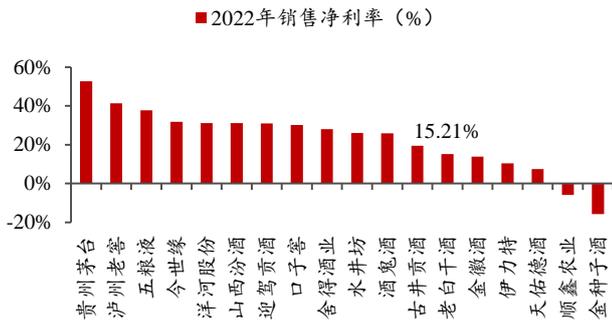
5.4 利润弹性:产品升级+费用优化,预收蓄水池显韧性

利润弹性的释放来源于哪里?从净利率来看,公司2022年净利率为15.21%,低于同期行业平均水平37.10%,未来提升的潜力巨大,主要来源于:

1) **产品结构升级,高档酒占比提升拉动毛利率。**如前文所述,2016-2022年公司高档酒营收CAGR为24.84%,其销量/吨价CAGR为14.07%/9.45%,实现量价齐升。其中主要定位高端的武陵酒系列占比由2018年5.96%提升至2022年17.55%,并且2022年武陵酒千元价位带以上的产品占比已超70%,未来随着武陵酒的放量公司毛利率有望稳步提升。

2) **销售费用的精细化管控+管理体系改善,费用率收缩。**公司销售费用长期高于白酒行业平均水平的原因主要系白酒行业集中度不断提升的背景下,公司作为区域酒企需要不断加大产品的推广力度和品牌建设以应对一线名酒的渠道下沉。①近年来公司在市场建设方面采用“1+1+1”聚焦策略(经销商+核心终端+核心消费者),通过名酒进名企、意见领袖代言、电商直播、粉丝营销等多种方式巩固核心人群;②公司此前管理费用连续上升主因为并购后的质量管理控制所致,目前在公司持续整合各方销售渠道下管理费用已趋于平稳,下一步将在加强监管与考核各项费用的严控下提升费效比,带动盈利水平的提升。

图56: 老白干酒净利率排名行业中后位置



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

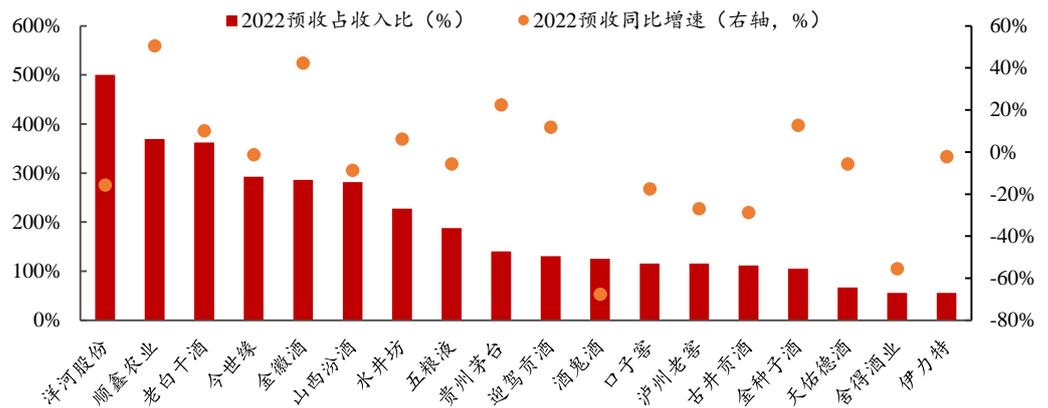
图57: 管理费用率近两年趋稳



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

3) 预收账款蓄水池深厚奠定后续业绩基础。如前文财务分析所述, 公司预收账款自2021年起位于行业前列, 2022年预收账款同比增长10.13%至16.85亿元, 占收入比达362.09%, 位居行业前列。同时公司激励进一步向营销层面倾斜, 预计十四五末公司净利率有望达到行业平均水平。

图58: 2022年老白干酒预收占收入比例位居行业前列



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所, 注: 2020年受企业会计准则变动影响, 预收款项中含税部分重分类为合同负债, 不含税金额部分列入其他流动负债

6 盈利预测与估值分析

6.1 盈利预测

假设: 1) 收入端: 公司近两年持续推进品牌升级战略, 持续发力中高档产品, 聚焦甲等15、甲等20、1915等核心产品, 高端酒实现量价齐升快速增长。考虑到未来公司持续优化产品结构, 积极进行品牌文化营销建设, 品牌定位和美誉度的提升有望推动高端酒营收占比持续提升, 公司产品结构呈持续上升趋势, 参考2020-2022年整体量减价升的表现, 预计未来吨价提升仍为收入增长的主要驱动力, 预计2023-2025年白酒业务收入增速分别为22%/20%/19%; 2) 利润端: 产品结构升级将有效带来毛利率提升, 精细化管理+管理体系改善下费用率有望收缩, 预计2023-2025年利润增速分别为4%/36%/33%。

具体而言: 1) 衡水老白干系列: 聚焦甲等15、甲等20、1915等次高端以上产品增长, 预计23-25年销量增速为1.5%、0%、0%, 吨价增速为10%、13%、13%, 收入增速为12%、

13%、13%；2) 板城烧锅系列：依靠大单品升级+持续推陈出新逐步完善产品体系，重点市场延伸至邯郸、承德、唐山，预计 23-25 年销量增速为 18%、15%、13%，吨价增速为 8%、6%、5%，收入增速为 27%、22%、19%；3) 文王贡系列：依托阜阳基地市场辐射全省，精细化管理打造盘中盘模式促进放量，预计 23-25 年销量增速为 25%、23%、22%，吨价增速为 5%、4%、4%，收入增速为 31%、28%、27%；4) 孔府家系列：产销及产品结构均维持稳定，预计 23-25 年销量增速为 5%、4.5%、4%，吨价增速为 2.5%、2%、1.5%，收入增速为 8%、7%、6%；5) 武陵酒：发力千元以上大单品，产品结构仍处快速提升期，同时伴随省内精耕和全国化进程开启，预计 23-25 年销量增速为 8%、10%、10%，吨价增速为 30%、19%、17%，收入增速为 41%、31%、28%。

公司将通过稳定衡水老白干系列收入基本盘的基础上，继续聚焦武陵系列提升盈利能力。预计 2023-2025 年收入增速分别为 22%、19%、19%；归母净利润增速分别为 4%、36%、33%；EPS 分别为 0.80、1.10、1.46 元/股；PE 分别为 39、28、21 倍。长期看业绩弹性强，首次覆盖给予增持评级。

表14：老白干酒盈利预测拆分

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
合计营业收入（百万元）	3597.79	4027.15	4653.10	5660.77	6763.93	8015.89
YOY（%）	-10.73%	11.93%	15.54%	21.66%	19.49%	18.51%
白酒业务						
营业收入（百万元）	3413.55	3753.35	4349.92	5296.96	6363.73	7575.68
YOY（%）	-9.23%	9.95%	15.89%	21.77%	20.14%	19.04%
衡水老白干系列						
营业收入（百万元）	2012.02	2106.82	2140.35	2389.70	2705.31	3056.64
YOY（%）	-9.14%	4.71%	1.59%	11.65%	13.21%	12.99%
毛利率（%）	61.91%	64.53%	64.92%	66.07%	67.63%	69.06%
板城烧锅系列						
营业收入（百万元）	505.01	595.16	830.86	1058.85	1290.74	1531.46
YOY（%）	-27.60%	17.85%	39.60%	27.44%	21.90%	18.65%
毛利率（%）	59.43%	59.34%	59.91%	60.67%	60.64%	59.53%
文王贡系列						
营业收入（百万元）	296.77	337.60	469.29	615.95	787.92	999.71
YOY（%）	-11.24%	13.76%	39.01%	31.25%	27.92%	26.88%
毛利率（%）	55.16%	62.45%	62.92%	63.27%	64.11%	65.21%
孔府家系列						
营业收入（百万元）	148.25	177.20	146.07	157.20	167.56	176.88
YOY（%）	-8.55%	19.53%	-17.57%	7.62%	6.59%	5.56%
毛利率（%）	58.50%	58.43%	58.52%	57.60%	57.04%	57.27%
武陵酒系列						
营业收入（百万元）	451.51	536.57	763.35	1075.26	1412.20	1810.98
YOY（%）	28.19%	18.84%	42.26%	40.86%	31.34%	28.24%
毛利率（%）	78.42%	80.20%	84.86%	84.95%	85.22%	85.59%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

6.2 估值分析

纵向来看，截止 2023 年 5 月 8 日收盘，老白干酒市盈率 PE (TTM) 为 52 倍，与其 2018 年 8 月的估值水平相当。横向来看，老白干 2023/2024/2025 年对应 PE 为 39/28/21 倍，同为三四线区域酒企且市值相仿的金徽酒 2023/2024/2025 年对应 PE 为 32/24/19 倍，22 年老白干酒估值与金徽酒 PE 水平接近。考虑到衡水老白干产品结构升级、次高端放量，武陵酒区外市场放量，且预收账款蓄水池强劲，未来老白干酒业绩增速弹性大，估值仍有提升空间。预计 EPS 分别为 0.80/1.10/1.46 元/股；PE 分别为 39/28/21 倍。

图 59: 区域酒企估值情况，老白干酒估值仍有较大提升空间



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 60: 老白干酒与金徽酒估值差



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表 15: 可比上市公司盈利预测及估值表

日期	2023/5/8	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (TTM)	市盈率 (TTM)	EPS			PE		
						23E	24E	25E	23E	24E	25E
600702.SH	舍得酒业	171.4	571.0	5.2	33.1	6.4	8.3	10.5	26.7	20.6	16.3
000799.SZ	酒鬼酒	107.4	349.0	2.5	42.1	3.8	4.8	5.8	28.0	22.3	18.6
603919.SH	金徽酒	25.3	128.2	0.6	43.1	0.8	1.1	1.3	31.5	23.9	19.3
603369.SH	今世缘	60.8	762.6	2.2	27.7	2.5	3.1	3.9	24.3	19.5	15.7
603589.SH	口子窖	57.9	347.6	2.7	21.7	3.1	3.7	4.3	18.5	15.7	13.6
平均值									25.8	20.4	16.7
600559.SH	老白干酒	31.0	283.7	0.6	52.1	0.8	1.1	1.5	38.6	28.3	21.3

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

7 风险提示

- 1) **国内疫情反复影响白酒整体动销:** 疫情对餐饮、宴席等渠道冲击较大，会影响终端需求及渠道去库存进度，若疫情影响范围扩大，将影响酒企动销及业绩。
- 2) **酱酒动销情况不及预期:** 武陵酒为老白干未来业绩增厚的主要驱动力，若酱酒行业动销恢复不及预期，将对渠道信心及公司业绩表现带来不利影响。
- 3) **市场竞争加剧:** 老白干酒为地产区域酒，若子品牌对应各基地市场竞争加剧，公司可能会加大费用投入以应对挑战，将对酒企盈利能力造成一定影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	5261	5984	7362	8977
现金	1095	1950	2456	3305
交易性金融资产	833	451	583	622
应收账款	182	406	411	487
其它应收款	33	44	50	60
预付账款	70	110	141	139
存货	3046	3007	3700	4350
其他	2	16	21	13
非流动资产	3656	3747	4009	4230
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	88	86	85	86
固定资产	1755	1933	2203	2430
无形资产	858	890	880	879
在建工程	139	83	67	53
其他	816	756	775	782
资产总计	8918	9731	11371	13206
流动负债	4414	4138	4777	5281
短期借款	50	233	173	152
应付款项	466	533	627	721
预收账款	0	0	0	0
其他	3898	3372	3978	4407
非流动负债	157	167	165	163
长期借款	0	0	0	0
其他	157	167	165	163
负债合计	4571	4304	4942	5443
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	4347	5427	6429	7763
负债和股东权益	8918	9731	11371	13206

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	621	186	1074	1244
净利润	708	735	1002	1334
折旧摊销	157	141	162	186
财务费用	(9)	(13)	(20)	(33)
投资损失	(25)	(25)	(25)	(25)
营运资金变动	1041	(748)	683	461
其它	(1250)	95	(728)	(679)
投资活动现金流	(388)	107	(514)	(410)
资本支出	(179)	(248)	(395)	(374)
长期投资	(7)	3	1	(1)
其他	(202)	353	(119)	(34)
筹资活动现金流	(145)	563	(54)	14
短期借款	(185)	183	(61)	(21)
长期借款	0	0	0	0
其他	40	379	6	35
现金净增加额	88	855	506	849

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4653	5661	6764	8016
营业成本	1472	1728	1998	2306
营业税金及附加	747	898	1070	1275
营业费用	1411	1653	1894	2124
管理费用	396	494	561	641
研发费用	14	18	21	25
财务费用	(9)	(13)	(20)	(33)
资产减值损失	(2)	(17)	(12)	(14)
公允价值变动损益	3	3	3	3
投资净收益	25	25	25	25
其他经营收益	283	40	38	39
营业利润	935	969	1319	1759
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	935	970	1319	1759
所得税	227	234	316	425
净利润	708	735	1002	1334
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	708	735	1002	1334
EBITDA	1078	1095	1458	1910
EPS (最新摊薄)	0.77	0.80	1.10	1.46

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	15.54%	21.66%	19.49%	18.51%
营业利润	78.08%	3.72%	36.01%	33.36%
归属母公司净利润	74.74%	3.94%	36.31%	33.06%
获利能力				
毛利率	68.36%	69.48%	70.46%	71.24%
净利率	15.21%	12.99%	14.82%	16.64%
ROE	17.53%	15.05%	16.91%	18.80%
ROIC	15.85%	12.78%	14.92%	16.51%
偿债能力				
资产负债率	51.26%	44.23%	43.46%	41.22%
净负债比率	1.09%	5.42%	3.50%	2.79%
流动比率	1.19	1.45	1.54	1.70
速动比率	0.50	0.72	0.77	0.88
营运能力				
总资产周转率	0.56	0.61	0.64	0.65
应收账款周转率	142.16	116.56	124.26	126.39
应付账款周转率	3.34	3.49	3.48	3.44
每股指标(元)				
每股收益	0.77	0.80	1.10	1.46
每股经营现金	0.68	0.20	1.17	1.36
每股净资产	4.75	5.93	7.03	8.49
估值比率				
P/E	40.09	38.57	28.30	21.27
P/B	6.53	5.23	4.41	3.65
EV/EBITDA	21.61	23.92	17.49	12.88

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>