

区域产品齐发力，并购开启新征程

——老白干酒（600559）深度报告

2018年01月25日

强烈推荐/维持

老白干酒 深度报告

报告摘要：

公司2015年12月完成混改后，潜能已开始逐步释放，外延并购联想丰联酒业，公司在地域和香型的布局将会更加完善，为公司发展注入新的活力。

河北省内次高端潜力大利好龙头。随着京津冀一体化、雄安新区千年大计和冬奥会设施建设等方面的推动，基础设施建设、商务合作和居民消费升级的带动下，河北省内高端和次高端酒的消费显著增加而且潜力较大。公司作为省内白酒龙头，拥有强大的品牌力和影响力，市占率有望继续提高。

大本营稳扎稳打，发力市场增速可观，潜力市场风光无限。石家庄和衡水是公司的本大本营，2017年稳定增长，销售规模均在10亿左右；唐山、保定、邢台和秦皇岛等地的市场十八酒坊增速很快，是公司的主要发力市场；公司并购后借助原有板城销售渠道对潜力地区充分开发挖掘，激发北部承德、张家口等地区市场潜力，逐步实现全省主要地级市覆盖。

高端产品占比迅速提高，利润率提升。2017 Q3公司百元以上高端酒占比已达73%，较2016 Q3的28%占比提高45pct。产品结构提升带动公司毛利率和净利率持续上行，但是仍处于行业较低水平，伴随公司产品结构持续提高，利润率水平仍有较大提升空间，带来估值水平修复。

公司盈利预测及投资评级。公司是老白干香型的代表，中高端酒占比持续提高以及并购后河北省内市占率的提升将会带来公司业绩的加速成长。

- ◆ 我们预计2017-2019年公司营业收入分别为26.24亿元、35.27亿元和43.81亿元，归属于上市公司股东净利润分别为1.68亿元、3.31亿元和5亿元，每股收益分别为0.38元、0.76元和1.14元，对应PE分别为81X、41X和27X。
- ◆ 考虑到公司大概率能完成并购，并购增发后预计2017-2019年每股收益分别为0.66元、1.13元和1.73元，对应PE分别为48X、27X和18X。给予公司2018年40倍估值，对应目标价45.2元，维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示：并购失败的风险、白酒行业政策的风险、食品安全的风险

财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,335.81	2,438.33	2,624.00	3,527.11	4,381.25
增长率(%)	10.75%	4.39%	7.61%	34.42%	24.22%
净利润(百万元)	75.04	110.84	168.18	331.16	500.46
增长率(%)	26.89%	47.71%	51.73%	96.91%	51.12%
净资产收益率(%)	4.86%	6.90%	10.09%	18.08%	24.04%
每股收益(元)	0.54	0.25	0.38	0.76	1.14
PE	57.87	125.00	81.40	41.34	27.35
PB	3.55	8.52	8.22	7.47	6.58

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

刘畅

010-66554017

liuchang_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120001

范堃基

010-66554025

fanlj@dxzq.net.cn

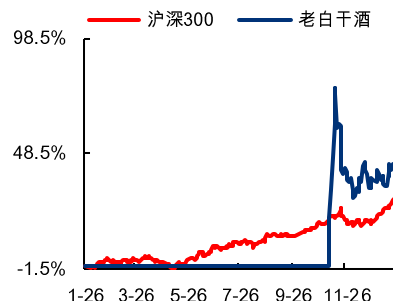
执业证书编号：

S1480517070001

交易数据

52周股价区间(元)	31.25-22.69
总市值(亿元)	136.89
流通市值(亿元)	109.38
总股本/流通A股(万股)	43806/35000
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.64

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《老白干酒（600559）：产品结构调整，高端酒增速较快》2017-10-30
- 2、《老白干酒（600559）：产品结构优化，利润快速增长》2017-08-31
- 3、《老白干酒（600559）：改革促使公司业绩摆脱行业周期》2015-02-06

目 录

1. 混改与并购并举，逆势而上求革新	4
1.1 公司发展历程	4
1.2 混改释放潜能，并购增添活力	4
1.2.1 国企混改释放潜能，资本优化降低费用	5
1.2.2 外延并购丰联酒业，地域香型形成互补	6
2. 河北省消费崛起，次高端酒受益	7
2.1 行业龙头崛起，次高端弹性强劲	8
2.1.1 短期：高端酒提价打开价格天花板，次高端白酒提价业绩弹性大	8
2.1.2 中期：次高端白酒性价比高，消费人群大	9
2.1.3 长期：行业发展拉大次高端酒扩容空间	11
2.2 河北省内消费升级空间巨大	11
3. 整合河北市场，龙头势不可挡	12
3.1 大本营稳扎稳打，区域市场潜力激发	12
3.2 中高端酒强劲增长，利润率水平快速提高	14
3.2.1 产品系列升级，聚焦十八酒坊	14
3.2.2 老字号招牌，全国化推进	16
3.3 利润率持续改善，提升空间很大	17
3.4 携手板城，共同打造省内市场	18
4. 品牌势能积蓄，长远发展向好	18
4.1 加大宣传力度，提高品牌认知度	18
4.2 加强渠道治理，完善激励措施	18
4.3 重视人才建设，增强管理能力	19
5. 投资评级	19
6. 风险提示	19

表格目录

表 1:上轮和本轮白酒行业发展的比较	8
表 2:不同收入阶层家庭数占比	10
表 3:十八酒坊系列酒产品及价格	15
表 4:老白干主要产品	16
表 5:公司盈利预测表	20

插图目录

图 1:公司历程及重大事项	4
---------------	---

图 2:公司混改及并购后股权变动	5
图 3:混改后资本结构优化财务费用降低	6
图 4:丰联酒业营业收入及净利润（万元）	6
图 5:丰联酒业股权结构	7
图 6:白酒行业结构从金字塔到橄榄叶	8
图 7:次高端白酒业绩增速明显	9
图 8:2012 年以前白酒消费以政商务为主	10
图 9:2016 年以后白酒消费以个人消费为主	10
图 10:2016 年各省 GDP（万亿元）	11
图 11:2016 年各省人均 GDP（元/人）	11
图 12:河北省消费能力分布	12
图 13:河北白酒格局	13
图 14:公司中高档酒占比不断提升	14
图 15:公司毛利率和净利率水平不断提高	17
图 16:可比公司毛利率水平	18
图 17:可比公司净利率水平	18

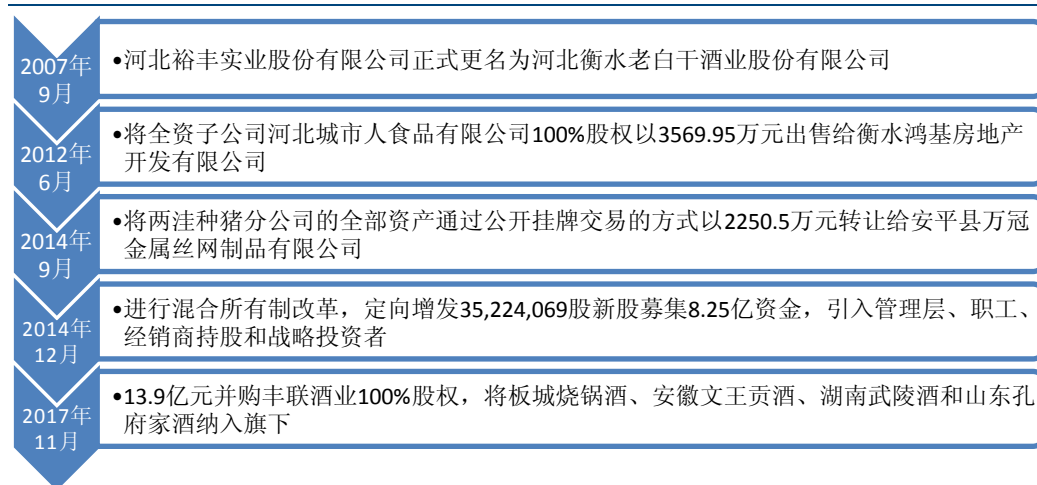
1. 混改与并购并举，逆势而上求革新

1.1 公司发展历程

河北衡水老白干酿酒(集团)有限公司，成立于1996年11月，主要经营产品为老白干香型的衡水老白干系列白酒，主要销售市场为河北省省内。衡水老白干历史悠久，可溯源至明代，以“醇香清雅、甘冽丰柔”著称于世。2000年老白干集团推出十八酒坊品牌，定位中高端。2002年公司在上海证券交易所上市，老白干酒实际控制人2016年2月由衡水市人民政府国有资产监督管理委员会变更为衡水市工业和信息化局，6月变更为衡水市财政局。

公司主要从事衡水老白干酒的生产销售，主要产品为衡水老白干系列酒、十八酒坊系列酒。公司采用“研发+生产+销售”的经营模式，主要销售模式为经销商模式，直销较少。公司是国内白酒生产骨干企业和老白干香型中生产规模最大的企业，在河北省白酒行业占据领先地位。

图 1:公司历程及重大事项

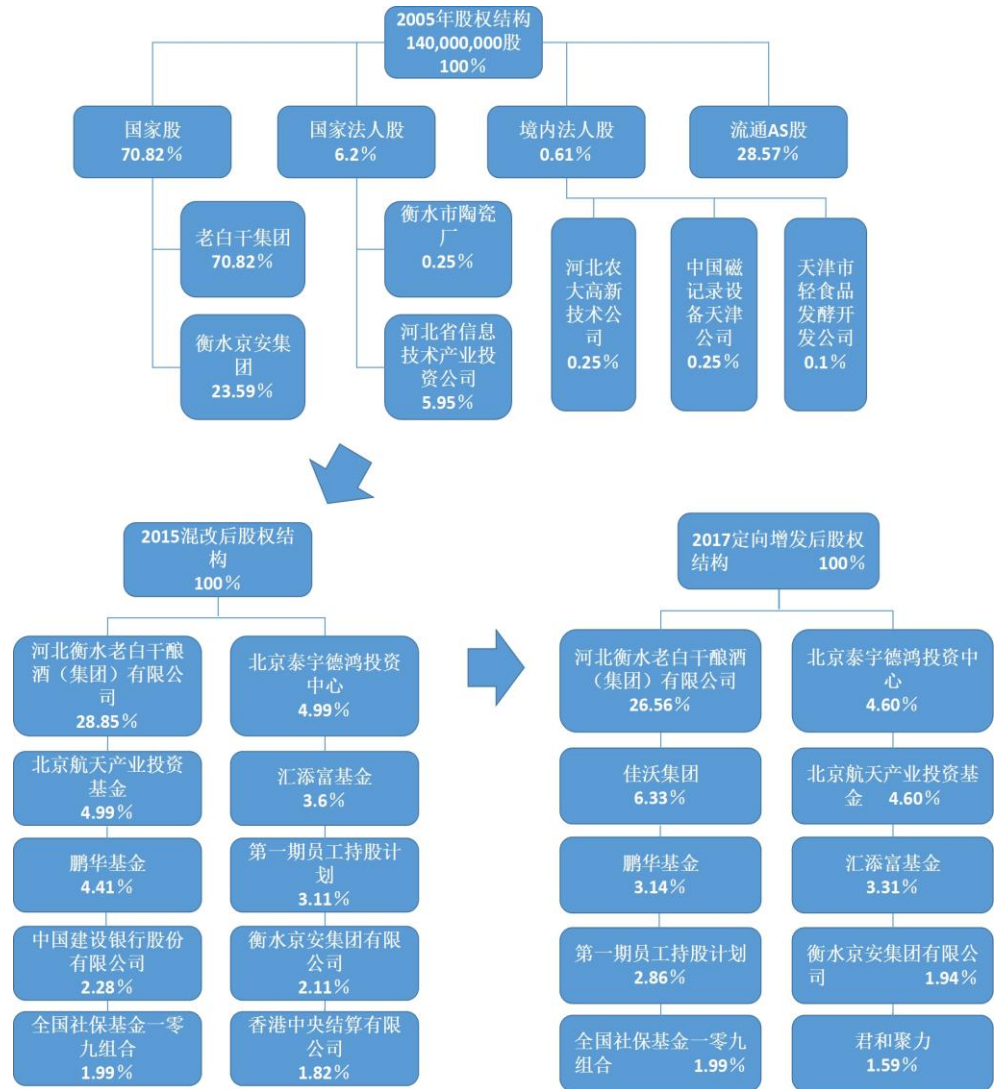


资料来源：公司公告、东兴证券研究所

1.2 混改释放潜能，并购增添活力

老白干酒在2015年作为国企改革标杆，将核心管理层利益和公司发展捆绑，引入背景实力雄厚的战投，邀请优秀的经销商入股，最大程度的激发企业活力。2017年老白干酒通过向佳沃集团、君和聚力、汤捷、方焰、谭小林5名丰联酒业股东以发行股份和支付现金相结合的方式购买丰联酒业100%股权，再次引起了股权结构的调整，佳沃集团以其持有丰联酒业79.71%的股权认购老白干酒非公开发行股份。交易完成后，在不考虑配套融资的情况下，佳沃集团共持有老白干酒3,010.83万股股票，占其总股本的6.08%，间接成为老白干的第二大股东，未来老白干将受益于联想的管理经验和雄厚的外源资本实力。

图 2:公司混改及并购后股权变动

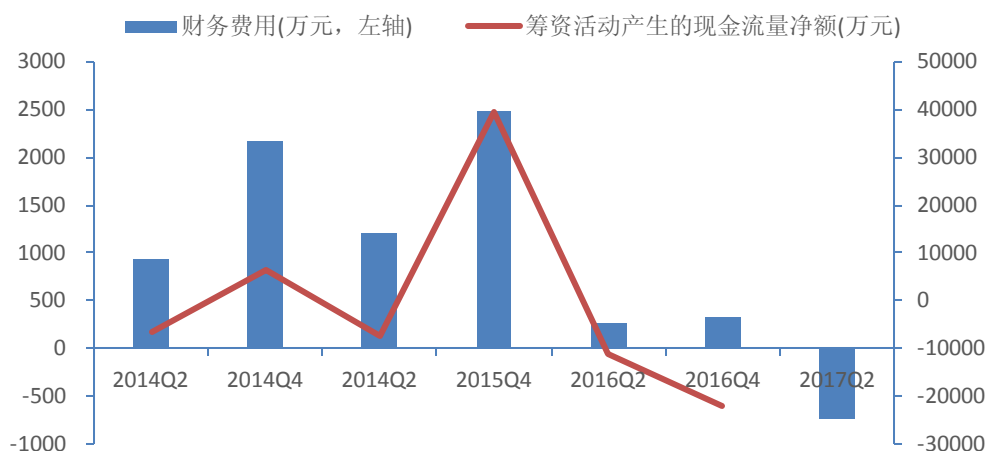


资料来源：公司公告、东兴证券研究所

1.2.1 国企混改释放潜能，资本优化降低费用

2015年12月公司完成国企改革，引入战略投资和员工、经销商持股计划（830人），是白酒业内第一家混改成功的上市公司，员工持股达到3%。通过混改，一方面管理层和员工的积极性将被更好调动，激励效果得到大大提升，企业经营活力和发展潜力得以加速释放；另一方面，选择优秀的经销商入股，使经销商利益和公司利益捆绑，可以更加稳定渠道夯实终端销售，战投泰宇鸿德背后有盛初咨询为公司发展战略提供强大支持。此外，增发后资本结构得到优化，资产负债率下降致使财务费用降低，为净利率的上升提供动力。

图 3:混改后资本结构优化财务费用降低

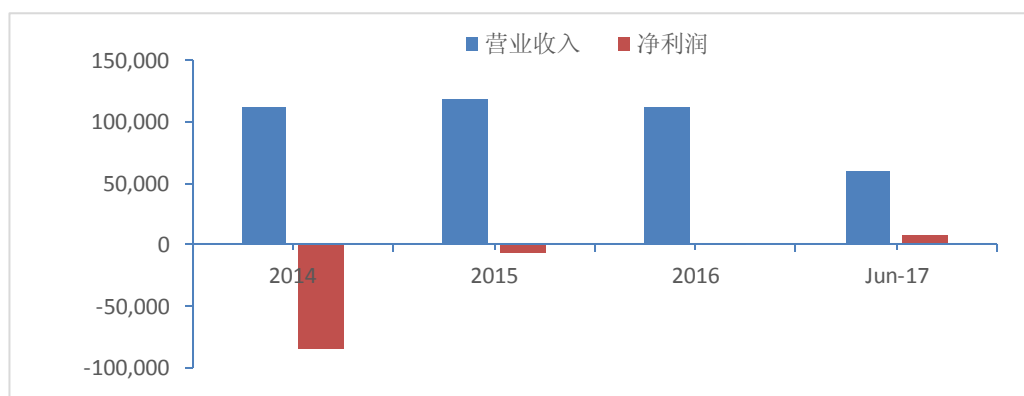


资料来源：wind、东兴证券研究所

1.2.2 外延并购丰联酒业，地域香型形成互补

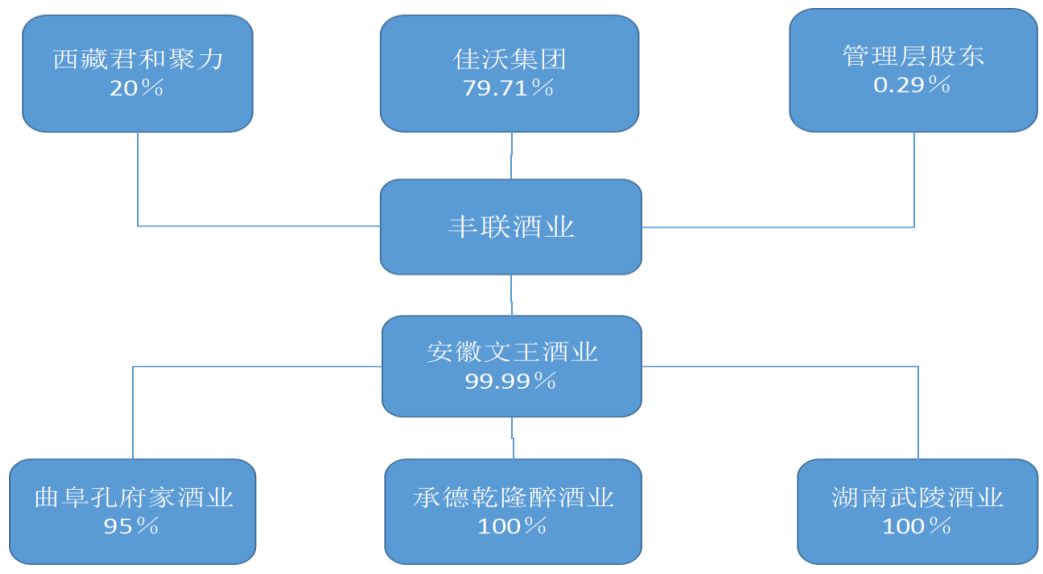
丰联酒业旗下有承德乾隆醉、安徽文王、湖南武陵、曲阜孔府家四家白酒企业，丰联酒业2016年总收入为11.2亿元，旗下四家酒业中乾隆醉2016年收入为5.02亿元，安徽文王、湖南武陵及曲阜孔府家2016年收入分别为3.38、1.20、1.27亿元。2017年上半年，四家企业收入共计5.92亿元，净利润6917万元，2017年完成业绩对赌基本无忧。乾隆醉的板城酒在河北市场销售很好，是此次并购的亮点，虽然其他三家公司今年经营情况相对疲软，但仍可以扩大省外市场知名度及影响力，形成省外点状开花之态。

图 4:丰联酒业营业收入及净利润（万元）



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 5:丰联酒业股权结构



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

老白干酒业和丰联酒业在销售区域、香型和价格带上都呈互补之态，在销售客户和技术开发等多方面有较强的协同效应。香型来看，上市公司以老白干香型为主，乾隆醉是北派浓香型代表，此外还有湖南武陵的酱型形成补充；从地区来看，在河北省内，老白干在衡水和石家庄等中南部市场一枝独秀，而乾隆醉的板城酒为河北北部几个地区的主要消费酒，地域上形成南北互补；在省外，安徽文王、曲阜孔府家和湖南武陵酒开拓了省外市场和知名度。从价格带看，未来老白干 200-500 的产品为主力产品，板城 50-100 元价格带，可与老白干打双品牌。并购完成后全面覆盖河北省酒类市场，稳固河北王地位。

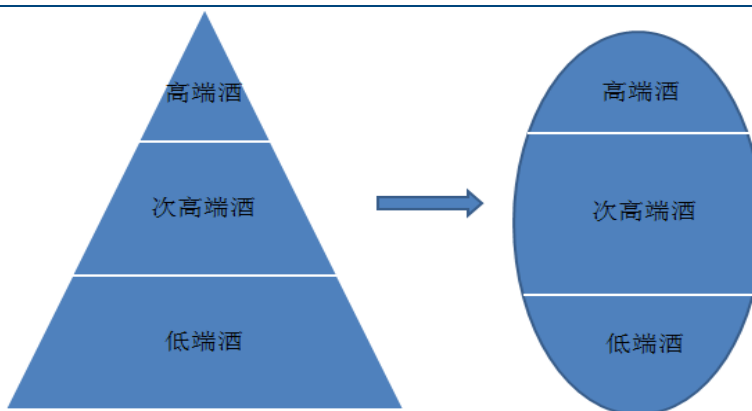
并购完成后，随着标的资产的注入，上市公司的资产规模及业务规模大幅增加，总资产、净资产及营业收入都会实现较大增长，上市公司资产质量和收益能力整体得到提升。丰联可借助上市公司的融资渠道减少负债规模，降低财务费用。渠道上从竞争到合作，会进一步压缩费用，管理上老白干也会学习联想团队的管理经验，实现公司全面发展。

2. 河北省消费崛起，次高端酒受益

随着未来消费需求的改善和升级，白酒行业将会呈现出挤压式增长，低端酒消费被次高端和高端白酒挤压，高端及次高端白酒的销量占比有望大幅增加。河北省白酒市场品牌较多，老白干酒作为地产龙头，虽然市场份额只有 10%左右，但是公司开始深耕省内渠道，产品市占率和产品结构也都在逐渐提升，公司中高端酒收入占比近 70%，伴随河北市场白酒消费往百元以上产品带升级，100 元和 300 元产品已经成为省内消

费主力。公司有望受益于次高端白酒扩容和河北省内消费升级，占领河北省次高端白酒高地。

图 6:白酒行业结构从金字塔到橄榄叶



资料来源：东兴证券研究所

2.1 行业龙头崛起，次高端弹性强劲

2016 年以来白酒行业开始复苏。随着国内经济 L 型不断稳定筑底，货币流动性宽松以及房地产景气度的提升叠加 PPP 持续升温，固定资产投资增速提升带来政商洽谈的增加，使得白酒的需求又开始增加。在经济稳定，需求回暖，叠加 2019 年茅台缺货的预期背景下，以 2016 年茅台和五粮液等高端白酒提价作为开端，带动整个白酒行业开始提价。经过 2012 年以来 3 年的深度调整，名酒渠道前期积累的库存进一步消化，渠道补库存需求提升。行业的发展也不同于上一轮普惠式的发展，而是龙头的崛起。2016 年白酒行业量价齐升，上市公司业绩增速明显，行业进入了新的复苏阶段。

表 1:上轮和本轮白酒行业发展的比较

	黄金十年（2003-2012 年）	本轮复苏（2016 年-今）
宏观经济	固定资产投资加速，经济快速增长	经济 L 型，货币宽松，固定资产投资加速
行业状况	普惠成长，量价齐升	龙头崛起，兼并整合
竞争程度	竞争小，大小企业共同成长	挤压竞争，名酒复苏
消费主力	政务消费+商务消费	个人消费+商务消费
动力来源	经济增长，公务消费对价格不敏感	消费升级+产业集中（CR5 从 10%到 16%）
渠道库存	一致涨价预期下渠道高库存	轻库存，扁平渠道

资料来源：东兴证券研究所

2.1.1 短期：高端酒提价打开价格天花板，次高端白酒提价业绩弹性大

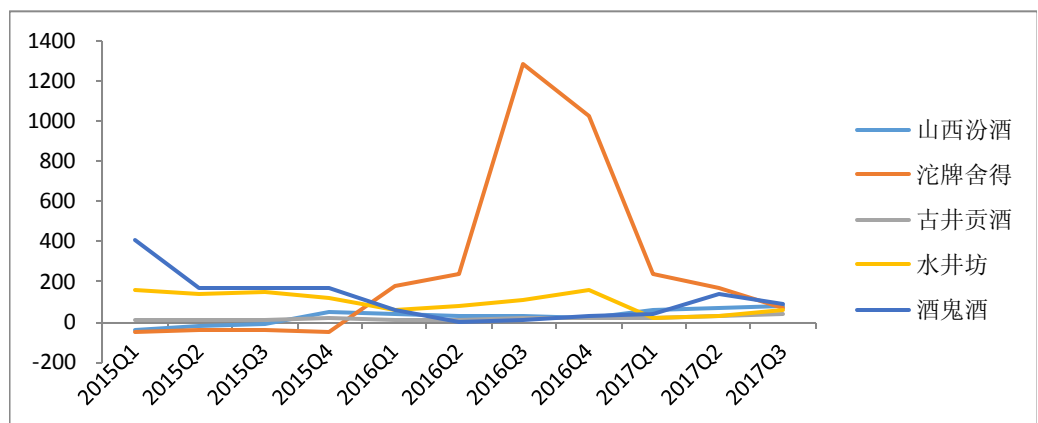
2016 年以来，以茅台为首的高端酒市场价格一路走高，从 2015 年底的 800 多元，涨到现在市场价 1600 左右，涨幅在 80%以上。茅台价格的一路走高，给五粮液、1573

等高端白酒价格拉开空间，并且为大量的次高端酒打开了价格的上涨空间。2018年起，茅台将出厂价从819元/瓶提高到969元/瓶，且终端零售价格稳定在1600元以上，同样作为传统高端白酒的千元价格带的五粮液和泸州老窖留下了600元左右的价格空间，形成了一个空白的价格带。随着高端白酒价格提价带动行业价格天花板的提高，次高端白酒市场2017年也是经过了频繁提价，断货和挺价的过程，**次高端价格弹性很强。**

由于高端白酒价格一路看涨，抬高了行业价格天花板，拉长了与次高端白酒的价格空间，使次高端300-500元的价格相对于五粮液和茅台的千元价格之间有很大空间。所以我们**预计高端白酒的价格受需求的支撑会继续维持或提价，次高端通过提价和出新品来弥补500-1000元价格带的动力也更足，未来高增长确定性依然很强。**

提价带来次高端白酒业绩高增长。伴随2016和2017年白酒行业景气度提升，次高端白酒凭借其较强的品牌力和突出的性价比频繁提价，给公司的业绩带来了很大的提升，呈现了较高的增速。2017年前三季度，白酒行业的收入和利润依然呈现出一个高速增长的状态。2017年前三季度，白酒上市公司营业收入合计达1251亿元，同比增长近30%，实现了高速增长；净利润合计413亿元，同比增长44%。毛利率平均65%，净利率20%，均呈现增长态势。我们看好消费结构转型带来的个人消费对次高端白酒需求的增加，高端白酒带动次高端白酒提价带来公司业绩的释放。

图 7:次高端白酒业绩增速明显



资料来源: wind, 东兴证券研究所

2.1.2 中期：次高端白酒性价比高，消费人群大

高端白酒的提价彰显出了次高端白酒的性价比。居民收入水平的提高带来的白酒消费的升级使茅台、五粮液、国窖1573之外的洋河、沱牌舍得、水井坊、山西汾酒、古井贡酒等自带名酒基因的次高端白酒的销量也带来的提升。同一线高端白酒茅台五粮液动辄千元的价位相比，次高端白酒几百元的价格具有更高的性价比。而且一线高端白酒价格越贵越坚挺，次高端白酒的性价比越突出。

中产阶级家庭数量稳步扩大，次高端白酒消费升级持续。根据波士顿咨询预测，到2020年，我国中产及以上阶层的家庭数将超过一半，达到53%，较2010年的21%增长一倍多。中产及以上家庭将达到1.8亿户，较2015年的1.14亿户增长58%。我们认为中产及以上家庭对次高端白酒既有能力消费且有改善性消费需求，中产及以上家庭数量的扩大将会带来个人次高端白酒消费量的提升。2016年以来，国窖1573、水井坊臻酿八号、洋河梦之蓝等次高端单品销售均保持了较快速度的增长，也反映出次高端白酒回暖的迹象。

表 2:不同收入阶层家庭数占比

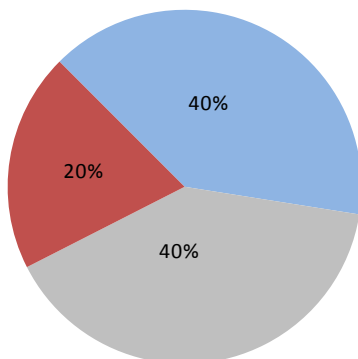
	2010年	2015年	2020年E	划分标准
准中产与低收入阶层	53%	34%	22%	家庭月均可支配收入在5200元以下
新兴中产阶层	26%	28%	25%	家庭月均可支配收入在5200-8300元
中产阶层	14%	20%	24%	家庭月均可支配收入在8300-12500元
上层中产阶层	6%	14%	23%	家庭月均可支配收入在12500-24000元
富裕人群	1%	3%	6%	家庭月均可支配收入在24000元以上

资料来源：波士顿咨询，东兴证券研究所

个人和政务消费占比的提高，提升次高端酒销量。个人和商务宴请有两个明显特点，既有钱，也要面子，所以就会选择品牌和价格。高端酒由于数量有限，短期供不应求的局面会存在，价格上涨也会健康的维持在高位，消费需求会退而求其次选择次高端。而且随着中产及以上阶层的扩容以及三四线消费升级的带动，次高端规模一定会迅速提高。

图 8: 2012 年以前白酒消费以政务为主

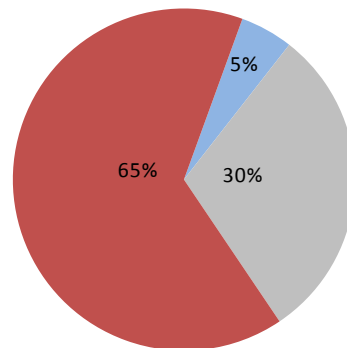
■ 政务消费 ■ 商务消费 ■ 个人消费



资料来源：糖酒快讯，东兴证券研究所

图 9: 2016 年以后白酒消费以个人消费为主

■ 政务消费 ■ 商务消费 ■ 个人消费



资料来源：糖酒快讯，东兴证券研究所

2.1.3 长期: 行业发展拉大次高端酒扩容空间

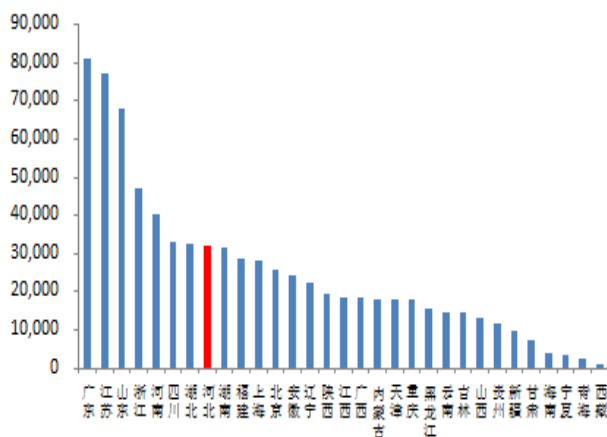
虽然白酒市场容量大, 但是随着未来人们少喝酒、喝好酒的理念深入人心, 消费者对品牌的认知度会逐渐提高, 白酒传承着我国的文化和历史, 现有品牌已经很多, 而且品牌壁垒相对较高, 新生品牌很难在较短时间内形成全国性的品牌并且占领一定份额的市场。在目前现有的品牌里, 认知度高, 品牌力强, 销售渠道广的才是未来市场的强者。无疑高端和次高端白酒已经筑牢品牌护城河。

次高端白酒占比有望重回历史高位。上一轮白酒行业增长较好的 2012 年, 次高端白酒收入规模约 400-500 亿元, 占当年白酒市场总营收 4500 亿的 10% 左右。白酒行业的调整期, 高端白酒需求迅速降温, 给次高端白酒带来了很大的杀伤力。2016 年次高端白酒收入规模约 300 亿元, 仅占白酒市场总收入 6127 亿元的 4.9%。随着白酒行业的回暖, 预计 2017 年次高端白酒占比达 5.5%-6%, 2020 年有望重回 10% 左右的水平。次高端酒的扩容仍有很大空间。

2.2 河北省内消费升级空间巨大

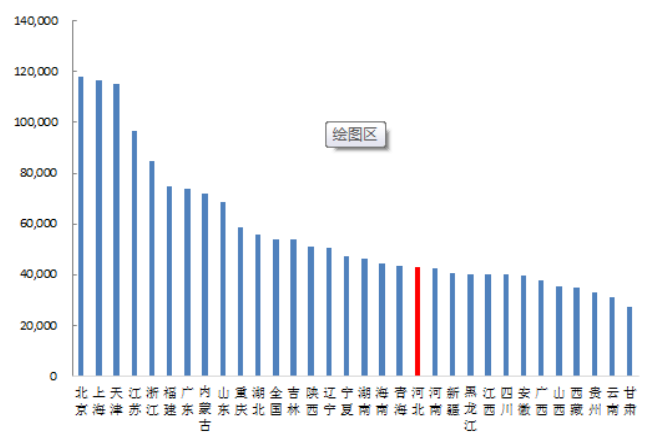
河北省 GDP 总量在全国处于中等靠前的水平, 由于人口总量较大, 以及承德张家口等地区欠发达, 导致人均 GDP 排名不高, 处于国内中等偏后的地位。在去产能和调结构的压力下, 河北省经济增速稳定运行, 并且已经开始培育经济增长新动能。随着京津冀一体化、雄安新区千年大计和冬奥会的设施建设等方面的推动, 河北经济有望进一步发展, 而且基础设施以及新增经济增长的带动下, 高端和次高端白酒的消费也会增加。单个地区来看, 石家庄、唐山、邯郸、保定这 4 个地级市消费能力较强, 占据了省内 60% 的消费。

图 10: 2016 年各省 GDP (万亿元)



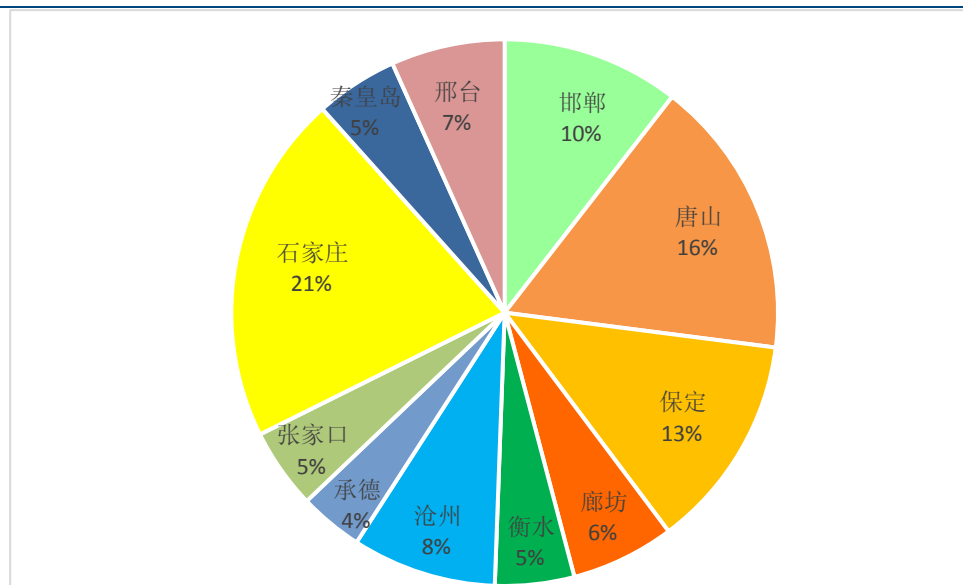
资料来源: wind、东兴证券研究所

图 11: 2016 年各省人均 GDP (元/人)



资料来源: wind、东兴证券研究所

图 12:河北省消费能力分布



资料来源：wind，东兴证券研究所

河北白酒市场属于半开放型市场，进入壁垒较低，并未形成占绝对优势的品牌。主要竞争价格区间在 100-300 元左右，高端市场占比在 20%左右且主要由外来高端酒品牌如茅台、五粮液和国窖 1573 等品牌把控。中高档酒外来品牌以泸州老窖、沱牌舍得、剑南春等川酒为主，还有洋河及古井贡等名酒，省内地产酒以十八酒坊和老白干古法系列、五星系列、丛台窖龄系列、刘伶醉、板城和顺等为主。预计河北省内整体白酒市场容量在 200 多亿，其中 2016 年老白干省内份额占比约 10%，远低于安徽、四川等省份龙头企业占比。河北省内白酒份额较分散，集中度不高，老白干作为省内白酒龙头公司，对省内市场开始逐步整合，有较大提升空间。

3. 整合河北市场，龙头势不可挡

2018 年公司将通过挤压山庄、沱牌、老窖、洋河等省内外竞品的份额，提升销量。在河北北部承德、张家口和秦皇岛等地区利用板城的渠道快速布局十八酒坊；石家庄和衡水市场作为大本营也继续加大营销力度，挤压竞品；南部的邢台、邯郸和中部唐山、保定等地会继续开拓市场，并对京津两地形成全包围态势。并购丰联后，公司对乾隆醉在个别地区的业务及资源实行统一领导和整合，未来结合原有管理模式，借助上市公司的平台共享经营理念，实现销售渠道、品牌跨度等业务资源的整合，实现板城与老白干 1+1>2 的协同效应。

3.1 大本营稳扎稳打，区域市场潜力激发

大本营稳扎稳打，地位不可撼动。石家庄主要销售十八酒坊系列，自 2006 年起连续 11 年保持第一，衡水主要销售老白干酒，规模达 10 亿，这两个市场是公司的大本营。

2017年唐山、保定、邢台和秦皇岛等地的市场十八酒坊增速也很快，是公司目前的主要发力区域。这四个地市的经济水平发展也比较高，唐山和保定市场近两年开拓力度强势，唐山曾因销售人员变动导致策略变化而丢失部分市场，现在通过直营销售反超，2017年实现了翻倍的增长，营业收入约1亿；保定市场销售额3-4亿的深入人心的地产酒刘伶醉，以及对雄安概念酒雄安特曲的尝鲜体验，但是外来名酒泸州老窖规模也很大，约10亿销售额，十八酒坊近年在激烈竞争中呈现了高速增长，增速与唐山并驾齐驱；秦皇岛今年销售增加近两倍，由去年的两千万增长到现在的七八千万规模；邢台2016年调整大区经理，重点转做市场公关，2017年的市区和区县形势都很好，十八酒坊8年增速在80%以上，整体增速在20%左右，今年销售额约两亿。随着公司开始着手布局省外市场，一些地区的变化非常可观，辽宁盘锦地区2017年的销售增速同比实现两三倍的增长。

潜力区空间较大，有待进一步挖掘。邯鄲酒水消费市场可观，但是有销售额5-6亿的当地名酒丛台竞争，在一定程度上压制了老白干的销售，但是由于近几年丛台主力产品退化，缺乏发力点使得老白干有机会借机开展营销增加市占率。北部张家口、承德是传统的山庄和板城销售的重点区域，公司并购后也会借助原有板城销售渠道对潜力地区充分开发挖掘，激发北部地区市场潜力。

图 13:河北白酒格局



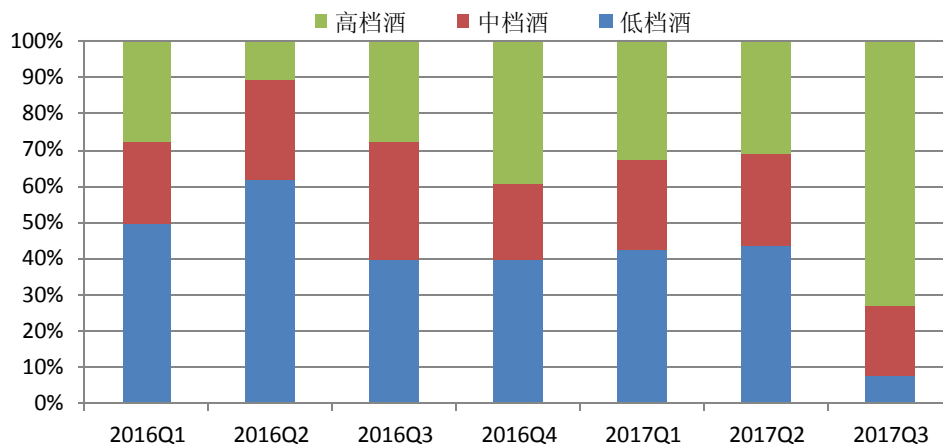
资料来源：调研整理，东兴证券研究所

3.2 中高端酒强劲增长，利润率水平快速提高

公司从 2016 年开始深化聚焦，去年砍产品线到 200 个以内，而且未来会继续精简到在 100 个以内，明确十八酒坊和老白干两大产品系列。老白干定位全国市场，省外重点布局，历史上做中低端酒，现在升级到高中低，从光瓶酒到大小青花系列、红五星、古法系列以及千元价位的 1915，都有覆盖。十八酒坊主要布局整个河北，聚焦十八酒坊的 8 年 10 年 12 年 15 年和 20 年等中高端产品，公司策略也向十八酒坊倾斜。

2017 年公司四大次高端产品销售增长迅猛，十八酒坊 20 年增长约两倍，十八酒坊 15 年增长近 80%，古法 20 年和五星 39 增长幅度接近 50%，四大次高端产品销售规模近 10 亿元，并且占据了河北次高端白酒的很大份额，给外来名酒带来了很大的压力。目前公司收入主要来源于省内，2017 年前三季度，公司中高端白酒占比接近 70%，三季度中高档酒占比已超 90%，产品结构持续提升。

图 14:公司中高档酒占比不断提升



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

注：产品档次划分标准：按产品的价位段划分产品档次，40元以下(含40元)为低档产品，40元---100元(含100元)为中档产品，100元以上为高档产品。

3.2.1 产品系列升级，聚焦十八酒坊

十八酒坊品牌正式定名于 1998 年，定位中高端，主流产品价格带在 100-400 元之间，伴随省内消费升级的提升，以及白酒行业增长带来的拉力，使得此价格带在河北市场具有较强的优势。一经上市便深得消费者追捧，迅速从衡水发展到石家庄，继而河北省和全国。2008 年十八酒坊获得了“中国驰名商标”的美誉，荣获 2010 年上海世博会河北省参展唯一指定白酒。

表 3:十八酒坊系列酒产品及价格

	产品品类	价格	产品图
十八酒坊系列	蓝钻	68	
	红宝石	95	
	8 年	168	
	10 年	198	
	12 年	278	
	15 年	478	
	20 年	769	

资料来源：京东商城，东兴证券研究所









十八酒坊产品定位中高端，主流产品价格带在 100-500 元之间。伴随省内消费升级，白酒的消费价格区间也逐渐上移，大众消费升级从几十元的酒到 100 元左右的十八酒坊 8 年，商务用酒 2006 年在 100 元价格带，现在主流商务接待用酒是 300-500 元，而且以十八酒坊和老白干为主。选择这两个系列有三个主要原因，第一，经过了多年品牌势能的积累，省内市场的品牌效应已经形成，人们对老白干低端酒的印象也已经改变；第二，老白干作为河北白酒的龙头企业，商务合作需要一款当地酒来款待外地客人；第三，五星 39、十八酒坊 15 年、古法 20 和十八酒坊 20 年价格呈现一定差异而且价格定位符合商务接待用酒，不失礼仪。

2017 年，十八酒坊 10 年在石家庄市区增长在 10%左右，区县实现翻倍增长。十八酒坊 15 年今年石家庄地区今年同比去年销售几乎翻一番，市区销售约增长约 10-15%，区县翻 2 倍。县里 12 年和 15 年销售也非常好。终端调研来看，十八酒坊系列 2017 年较 2016 年约有 30%增长，部分产品有短时间断货情况发生。2018 年春节，预计十八酒坊系列会有 30%-50%增长，2018 年系列产品大概率也会继续持续高增长。

3.2.2 老字号招牌，全国化推进

公司从 2016 年开始深化聚焦策略，以十八酒坊布局整个河北市场，老白干覆盖高中低档酒，公司把老白干的销售团队独立出来，充分利用老白干的老字号招牌，做全国化运营，省内重点做，省外做重点，有的放矢，形成多点开花局面。

表 4:老白干系列主要产品和价格

	产品品类	价格	产品图
老白干系列	62 度光瓶绿标	15	
	41 度蓝水晶	49	
	42 度活绿活橙	50	
	41 度小青花	65	
	40 度大青花	108	
	39 度红五星	399	
	古法系列	200-500 (主流价格)	
	1915	1599	

资料来源：京东商城，东兴证券研究所

注：古法系列中古法20较畅销，价格489元/瓶

低端酒渠道下沉，充分深耕河北省内市场。目前老白干已经覆盖河北省 100 多个县市。中低档酒可以打开广阔的农村市场，保持低档酒的稳定增长。

中档酒打造大单品。衡水老白干青花系列产品于 2013 年上市，作为全国化面向大众消费的品类。公司在产品渠道方面公司采取了限时、限家数、限件数的三限原则，来稳定渠道的收益，通过产品力度外的可控支持、阶段考核奖励来增加渠道经销商以及

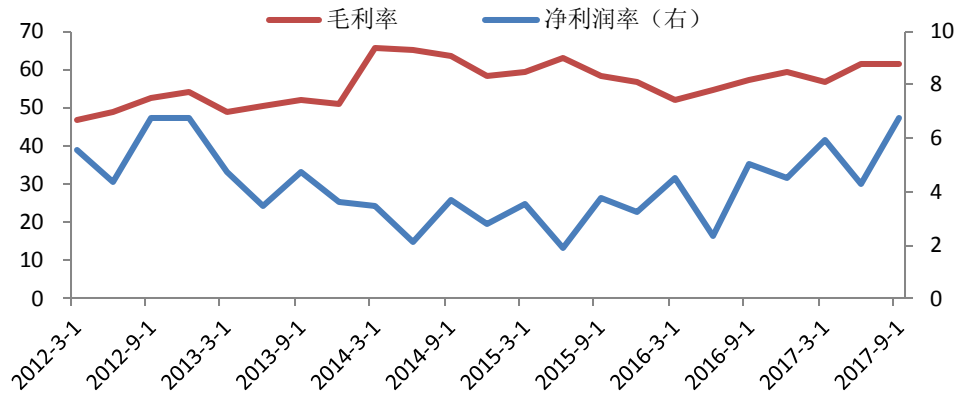
核心终端的利润，使经销商的销售积极性提高。青花系列是公司较大的销售过亿元的大单品。

高端酒尽享消费升级。古法系列是公司全国化推广的中高档酒，主要以古法 20 为主，是公司 400 元价位的旗舰产品，五星 39 不到 300 元价位，性价比较高，销量很大。高端产品 1915 终端售价在 1200 元左右，是公司高端白酒的标杆，高峰时期销售也不错。

3.3 利润率持续改善，提升空间很大

2017 年前三季度公司中高端酒占比达 66.5%，较 2016 年前三季度 49.4%提高 17 个百分点。产品结构提升带动公司毛利率从 2016 年第三季度的 57.2%提升到 61.5%，净利润水平从 5%提升到 6.8%。

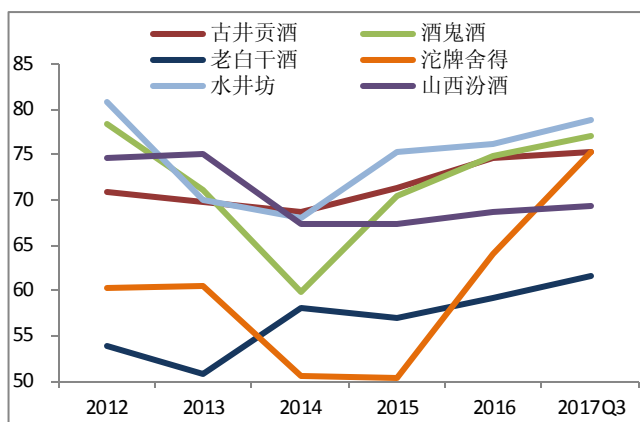
图 15:公司毛利率和净利率水平不断提高



资料来源：wind、东兴证券研究所

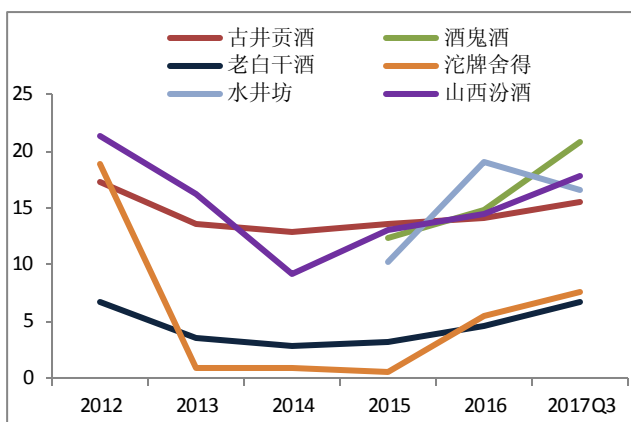
虽然老白干的净利率和毛利率水平有所提高，但可比公司毛利率水平在 70%-80%区间，净利率水平在 15%-20%区间，公司在行业的毛利率和净利率水平均处在较低水平。伴随公司产品结构从中低档酒向中高档酒升级，公司利润率水平有望继续提升。

图 16:可比公司毛利率水平



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 17:可比公司净利率水平



资料来源：wind、东兴证券研究所

3.4 携手板城，共同打造省内市场

板城 2017 年较 2016 年实现 15%-20%左右增长，主要市场在石家庄、承德，市场体量均在 3-4 亿左右，省内其他地区销售都不到一亿，90%以上经销商完成了当年任务。板城产品目前主要定位百元左右，战略大单品和顺 1975 和如意七星销售十分火爆，未来对老白干中低端价位酒实现有效承接。联想集团在渠道管控上逐渐实现扁平化，并且终端利润丰厚，积极性很高。2017 年公司实施“万店专柜”陈列活动后，渠道门店增长势头迅猛。河北省内老白干和板城渠道整合虽然还没有开始，但是已经趋于缓和，作为省内竞品之一的山庄老酒面对公司内部管理是外部市场竞争较大的双重压力，在 2017 年发展受到了一定程度的抑制。未来老白干携手板城，强强联合，实现对省内市场的进一步整合，龙头势不可挡。

4. 品牌势能积蓄，长远发展向好

4.1 加大宣传力度，提高品牌认知度

过去老白干酒品牌定位较低，广告投入以单品宣传为主，外界对其了解较少，导致品牌上日渐形成短板。公司从 2017 年开始以营销转型作为对策，将原本属于渠道投入的 50%-60% 费用转化为品牌投入，使营销推力转变为品牌拉力。目前，公司以央视和新媒体为主要着眼点做品牌宣传和高端定位，现已在《新闻 30 分》和《焦点访谈》等节目投入广告费约 1 亿元，增加在主流媒体的曝光率。但管理层深知培养中高端品牌形象、与消费群体沟通互动尚需循序渐进的沉淀。未来公司在“衡水老白干”和“十八酒坊”的双品牌不断发展驱动下，公司品牌势能和认知度会很快提高。

4.2 加强渠道治理，完善激励措施

公司渠道建设转向扁平精细化，表现为收缩渠道力度，费用投放更加细致。曾经渠道费用占费用比约 50%-60%，2017 年渠道费用消减了近一半，由粗放型向集约型转变，销售精准化的同时提升净利率表现。另外，公司帮助经销商变革思维做营销，深

入下沉渠道：以会销、动销替代以往为经销商做分销的模式，同时瞄准未来主要消费群体——企业、婚宴和中产阶级，帮助烟酒店开拓客户终端做营销，从而极大减轻终端库存压力。2016年开始，公司加大力度惩治串货，采取重罚甚至淘汰经销商的措施，使得公司销售渠道的治理得到很大改善，经销商工作更好做，基本杜绝了串货的发生，目前一批商和经销商利润均在10%左右，很大程度上维护了经销商和公司的利益，提高了经销商的积极性。公司对终端销售的员工也加大了奖励措施，激发终端销售的热情和效率，保证了终端销售人员的工资和奖金在省内较高的竞争力。

4.3 重视人才建设，增强管理能力

在管理和人员队伍建设上，公司未雨绸缪，每年招纳应届生作为新鲜血液融入，为未来的发展和扩张做人才战略储备。成立“老白干商学院”，邀请企业战略转型和企业文化专家授课，做好初级管理人才的培养。除了内部培育人才，老白干酒业也向外拓展学习兼收并蓄，在2017年并购丰联酒业之后，保持整体队伍的稳定性前提下借鉴联想的管理经验，进一步升华企业管理能力。

5. 投资评级

公司2015年完成混改后，费用率逐渐下降，潜能逐步开始释放，2017年外延并购联想丰联酒业的四家公司，完善地域和香型的布局，给公司发展带来新的活力。目前河北市场次高端白酒需求增长迅速，公司作为河北地产酒龙头，2016年开始地级市场不断发力，营销情况良好，蓄势待发。公司产品线完整，老白干系列和十八酒坊系列覆盖高中低端产品，随着产品结构加速提升，百元以上主力产品占比近7成，动销旺盛，多地市场放量增长，带动公司利润率水平持续提升。公司并购完成后，省内和板城的竞争将会趋缓，强强联合会进一步整合省内市场，随着公司品牌势能积蓄的释放以及未来渠道的整合，公司费用率仍有很大改善空间。

我们预计2017-2019年公司营业收入分别为26.24亿元、35.27亿元和43.81亿元，归属于上市公司股东净利润分别为1.68亿元、3.31亿元和5亿元，每股收益分别为0.38元、0.76元和1.14元，对应PE分别为81X、41X和27X。

考虑到公司大概率能完成并购，并购后预计公司2017-2019年收入分别为39.2亿元、49亿元和58.8亿元，公司产品结构不断提升带动净利率逐步上行，按照低于行业平均水平的保守估计2017-2019年净利润水平分别为8%、11%和14%，对应2017-2019年公司净利润分别为3.14亿元、5.39亿元和8.23亿元，增发3766万股后每股收益分别为0.66元、1.13元和1.73元，对应PE分别为48X、27X和18X，给予公司2018年40倍估值，对应目标价45.2元，维持公司“强烈推荐”评级。

6. 风险提示

并购失败的风险、白酒行业政策的风险、食品安全的风险

表 5: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	2066	2476	3164	4139	5372	营业收入	2336	2438	2624	3527	4381
货币资金	442	1005	1716	2374	3258	营业成本	1006	994	996	1239	1512
应收账款	0	0	58	58	60	营业税金及附加	318	369	407	508	625
其他应收款	7	17	18	24	30	营业费用	687	756	808	1054	1243
预付款项	19	21	21	21	21	管理费用	132	148	157	205	250
存货	1274	1126	1119	1392	1698	财务费用	25	3	-14	-20	-28
其他流动资产	250	218	125	125	125	资产减值损失	-3.36	1.49	1.00	3.00	3.00
非流动资产合计	737	729	648	568	488	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	30	27	27	27	27	投资净收益	-0.50	1.33	2.00	2.00	2.00
固定资产	585	570	503	435	367	营业利润	171	169	270	540	778
无形资产	118	126	113	101	88	营业外收入	18.36	20.02	9.00	9.00	9.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	3.27	3.76	8.00	6.00	5.00
资产总计	2803	3204	3812	4707	5859	利润总额	186	185	271	543	782
流动负债合计	1245	1585	2110	2839	3741	所得税	111	74	103	212	282
短期借款	164	0	0	0	0	净利润	75	111	168	331	500
应付账款	87	95	96	119	145	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	447	841	1366	2071	2948	归属母公司净利润	75	111	168	331	500
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	360	360	337	600	830
非流动负债合计	15	12	0	0	0	EPS (元)	0.54	0.25	0.38	0.76	1.14
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	1260	1597	2110	2839	3741	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	10.75%	4.39%	7.61%	34.42%	24.22%
实收资本 (或股	175	438	438	438	438	营业利润增长	33.80%	-1.62%	60.32%	99.77%	44.10%
资本公积	948	685	685	685	685	归属于母公司净利润	51.73%	47.71%	51.73%	96.91%	51.12%
未分配利润	342	398	389	373	348	获利能力					
归属母公司股东	1543	1607	1666	1832	2082	毛利率 (%)	56.94%	59.23%	62.04%	64.87%	65.49%
负债和所有者权	2803	3204	3812	4707	5859	净利率 (%)	3.21%	4.55%	6.41%	9.39%	11.42%
现金流量表						总资产净利润 (%)					
	单位: 百万元					ROE (%)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2.68%	3.46%	4.41%	7.04%	8.54%	
经营活动现金流	336	797	781	804	1107	偿债能力					
净利润	75	111	168	331	500	资产负债率 (%)	45%	50%	55%	60%	64%
折旧摊销	163.99	188.43	0.00	80.33	80.33	流动比率	1.66	1.56	1.50	1.46	1.44
财务费用	25	3	-14	-20	-28	速动比率	0.64	0.85	0.97	0.97	0.98
应收账款减少	0	0	-57	0	-2	营运能力					
预收帐款增加	0	0	525	705	876	总资产周转率	0.93	0.81	0.75	0.83	0.83
投资活动现金流	-310	-14	1	-1	-1	应收账款周转率	80	6199	91	61	74
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	21.69	26.78	27.51	32.91	33.22
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	-1	1	2	2	2	每股收益 (最新摊薄)	0.54	0.25	0.38	0.76	1.14
筹资活动现金流	396	-221	-71	-145	-222	每股净现金流 (最新	2.40	1.28	1.62	1.50	2.02
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	8.80	3.67	3.80	4.18	4.75
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	35	263	0	0	0	P/E	57.87	125.00	81.40	41.34	27.35
资本公积增加	781	-263	0	0	0	P/B	3.55	8.52	8.22	7.47	6.58
现金净增加额	421	563	711	658	884	EV/EBITDA	14.43	35.20	35.53	18.87	12.57

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘畅

东兴证券食品饮料首席分析师、新财富团队成员，拥有买方、卖方双重工作经验，曾就职于天风证券研究所，东方基金，泰达宏利基金。硕士取得英国杜伦大学金融一等学位，本科取得北京航空航天大学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责白酒、乳制品、调味品、健康食品研究工作。

范堃基

中国农业大学-加州大学伯克利分校联合培养农业经济管理专业博士。2015年加入东兴证券证券投资部从事股票研究员工作。2017年转入东兴证券研究所，负责食品饮料行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。