

深耕安徽，聚焦中高端消费者培育，期待省外突破

首次覆盖报告

马浩博 (分析师)

袁雨曦 (联系人)

证书编号: S0280518060002

证书编号: S0280118010037

● 徽酒消费升级背景下主流价格带提档升级，集中度还有提升空间：

安徽宏观经济向好，白酒产量增速趋稳；棚户区改造带动房价上涨，财富效应凸显推动消费升级。目前主流价位维持 60-150 元，其中皖南/皖中/皖北分别 60-150 元/80-200 元/60-120 元，趋势从皖中到皖北；对标江苏，主流价位带提高到 150-200 元可期。安徽市场公认有 230 亿元白酒市场，古井贡酒、口子窖市场占有 14%、10% 位居前二；洋河股份利用地缘优势，2017 年销售 16 亿元（6% 份额）。安徽白酒市场比较封闭，外酒进入门槛高。消费升级+市场封闭，地产酒古井贡酒和口子窖享市场扩容红利。2016 年安徽有 250 亿元左右白酒市场容量，CR5 为 40%，其中徽酒占 4 家，分别是古井贡酒 14%、口子窖 10%、迎驾贡酒 6-7% 和金种子酒 4%，对标江苏（约 45%-50%）市场集中度相对较低。

● 聚焦中高端市场，提价提升盈利能力，省内精耕省外再招商：

2017 年公司收入 36 亿元，3 年 CAGR11.72%，毛利率提升至 73%，公司主导产品价位在 100-300 元的中高端口子窖 5 年、6 年，占比 75%，口子窖真藏 10 年、20 年、30 年总体收入增 76%，高端总体占比 94%（+2.5ptc）。2018 年 4 月口子窖珍藏 5 年、6 年、10 年和 20 年分别上调 10 元、10 元、30 元和 30 元/瓶。终端价提高增厚渠道利润，经销商积极性有望提高。公司坚守区域总经销“大商”模式，以入股构建同盟，前三大经销商安徽省黄海、淮北市顺达商贸和陕西天驹均持股。省内经过两年调整布局，2018 年优选省内经销商拓展省外，集中发展浙江、上海、广东三地，预期三地将成为公司省外扩张的桥头堡。

● 盈利预测与投资评级：

预计 2018-2019 年收入为 44.43/53.87 亿元，同比增长 23.3%/21.2%，EPS 分别为 2.44/3.02，同比 31.18%/23.77%，对应 PE25.2/20.4 倍，给予“强烈推荐”评级。

● 风险提示：省外拓展不及预期，食品安全风险。

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2830	3,603	4,443	5,387	6,467
增长率(%)	9.5	27.3	23.3	21.2	20.0
净利润(百万元)	783.5	1,114	1,463	1,813	2,230
增长率(%)	29.4	42.1	31.3	23.9	23.0
毛利率(%)	72.4	72.9	74.4	75.6	76.6
净利率(%)	27.7	30.9	32.9	33.7	34.5
ROE(%)	18.5	21.9	24.0	23.6	23.2
EPS(摊薄/元)	1.31	1.86	2.44	3.02	3.72
P/E(倍)	48.24	33.9	25.2	20.4	16.5
P/B(倍)	8.91	7.4	6.1	4.8	3.8

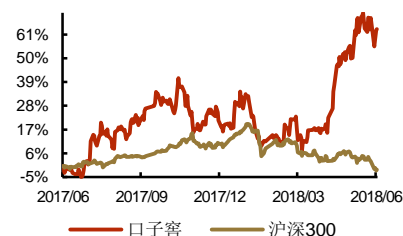
强烈推荐（首次评级）

市场数据

时间 2018.06.22

收盘价(元):	63.08
一年最低/最高(元):	34.5/66.66
总股本(亿股):	6.0
总市值(亿元):	378.48
流通股本(亿股):	2.94
流通市值(亿元):	185.16
近 3 月换手率:	77.4%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	12.96	43.06	76.04
绝对	5.34	32.83	76.56

相关报告

目 录

1、 安徽省内白酒消费提档升级，品牌消费分层特征显著	4
1.1、 市场持续扩容，结构重心逐步上移，市场主流价格带提档升级	4
1.1.1、 以房地产为代表的宏观指标长期向好	4
1.1.2、 以合肥为中心辐射周边，主流价格带整体上移推动市场扩容	5
1.1.3、 对标苏北，安徽白酒主流价位带上沿有望达到 200 元	6
1.2、 季节性消费与品牌消费分层特征显著	6
1.3、 渠道壁垒高筑，次高端以下市场半封闭竞争	9
1.4、 马太效应显现，古井贡酒、口子窖“双龙”地位加强	10
2、 民营体制，机制灵活，战略耐心成就稳健增长	10
2.1、 中国白酒兼香典范，徽酒行业龙头企业	10
2.2、 产品品类丰富，面向各级消费市场	10
2.3、 民营体制迸发活力	11
3、 深耕省内+产品结构升级，尽享省内消费升级红利	11
3.1、 高端产品放量，结构优化带动 2017 年营收超预期增长	11
3.2、 深耕省内市场，把握消费升级机遇	13
3.3、 省外经销商调整，市场恢复双数增长	13
4、 坚守区域总经销的“大商”模式，成本费用控制高效	14
4.1、 坚守区域总经销“大商”模式，稳固产品价格体系与渠道信心	14
4.2、 公司成本费用控制高效	14
5、 盈利预测	15
附：财务预测摘要	17

图表目录

图 1： 安徽省人口稳定增长	4
图 2： 安徽省 GDP 增速	4
图 3： 安徽省棚户区改造户数（万套）	4
图 4： 安徽省商品房的价格（元）	4
图 5： 安徽省城市和农村人均可支配收入（元）	5
图 6： 安徽省人均消费支出（元）及其增速	5
图 7： 安徽省消费需求结构变化示意图	6
图 8： 安徽和江苏各地级市人均可支配收入（元）	6
图 9： 徽酒销售额呈明显季节性（亿元）	7
图 10： 徽酒上市企业营收（亿元）占比分化趋势明显	10
图 11： 高档酒营收占比逐年提高	12
图 12： 口子窖平均吨价增速抬头	12
图 13： 公司毛利率提高	12
图 14： 公司产品吨价变化（万元）	12
图 15： 口子窖营收变化情况	13
图 16： 口子窖归母净利润及其增速	13
图 17： 口子窖省内外营收构成	13
图 18： 省内外营收（亿元）及其增速	13
图 19： 口子窖省内外经销商的数量	14
图 20： 2017 年徽酒省内外收入构成	14
图 21： 可比公司销售费用率变化情况	15

图 22: 可比公司管理费用率变化情况.....	15
图 23: 口子窖三费率逐年降低.....	15
表 1: 皖南、皖中和皖北大众消费主流价位带及其特点	5
表 2: 徽酒四大上市白酒企业细分价位割据	7
表 3: 安徽白酒市场价位割据严重	9
表 4: 主要上市公司省外扩张重点区域极少包含安徽	9
表 5: 2016 年华樽杯兼香型品牌评比奖单	10
表 6: 皖南、皖中和皖北大众消费主流价位带及其特点	11
表 7: 公司前 10 大股东	11
表 8: 公司开启提价进程.....	13
表 9: 厂家主导的深度分销模式与总经销大商模式对比	14
表 10: 可比公司估值.....	16

1、安徽省内白酒消费提档升级，品牌消费分层特征显著

1.1、市场持续扩容，结构重心逐步上移，市场主流价格带提档升级

1.1.1、以房地产为代表的宏观指标长期向好

安徽人口回流，GDP增速高于全国。2010年人口普查中，安徽人口出现史上第一次全省人口减少。随着中部地区经济的增强，安徽人口出现回流，2010年来，安徽省人口数量从5957.0万人，增长到6254.8万人，年复合增长0.70%，2015年-2017年人口增长维持在0.9%-1.0%，继续保持稳定增长。随着国家经济进入新常态，安徽省GDP稳步增长，高于全国平均水平，2017年安徽GDP增速8.5%，较全国平均水平（6.9%）高1.6pct。

图1：安徽省人口稳定增长

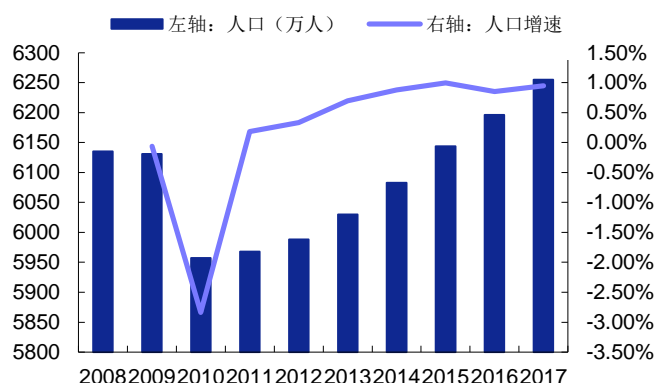
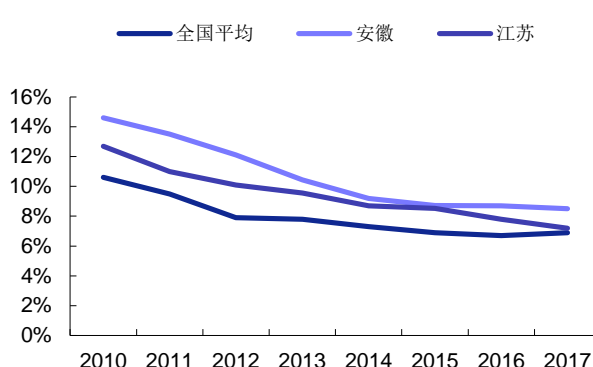


图2：安徽省 GDP 增速

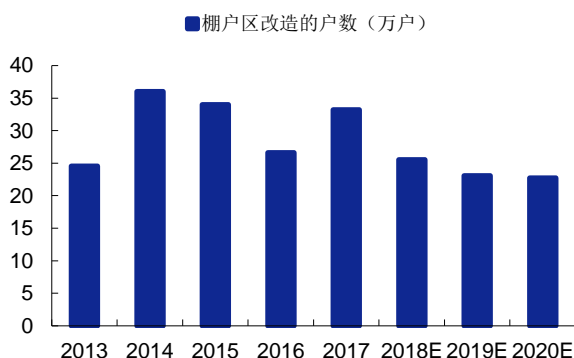


资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

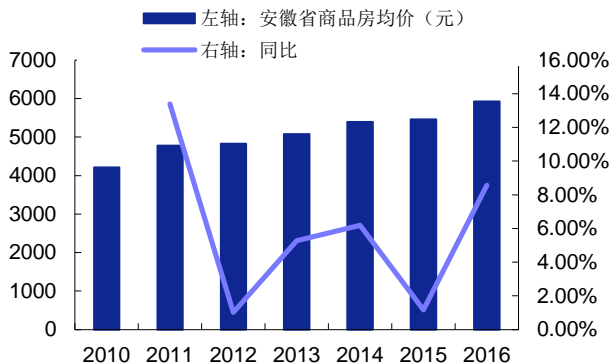
棚户区改造带来房价上涨，财富效应推动消费升级。2013年安徽省加大对棚户区的改造力度，尤其是四五线城市，5年来全省共完成155.5万套住房。棚户区改造一方面为居民改善居住环境，同时也形成了一批“房地主”，提高当地人收入来源（租金）和稳定收入的预期。房价方面，2010-2016年全省平均房价从4212元提高到5924元，年复合增长5.84%。棚户区改造叠加房价上涨，财富效应推动此次消费升级。2018年安徽省政府公布了《安徽省棚户区2018-2020年改造三年计划》，计划在2018-2020年共改造各类棚户区71.34万套。我们认为棚户区改造推动房价提高，形成的财富效应推动消费升级仍可持续。

图3：安徽省棚户区改造户数（万套）



资料来源：安徽省人民政府官网，新时代证券研究所

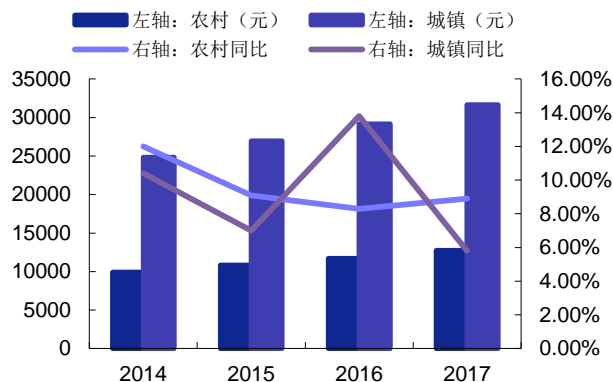
图4：安徽省商品房的价格（元）



资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

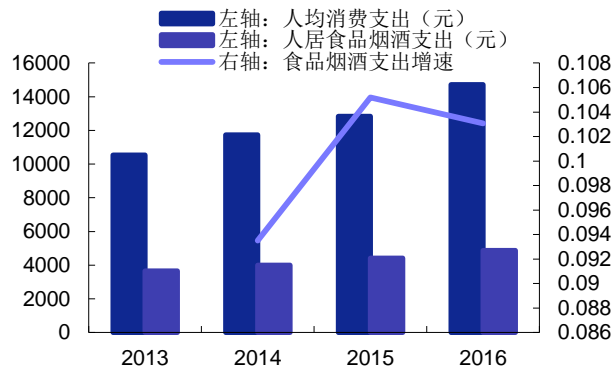
人均可支配收入增加，直接提高人民消费水平的提高。2017 年安徽城镇人均可支配收入 31640 元，同比增长 5.8%；农村人居收入 12758 元，同比增长 8.9%。人均可支配收入的增加，推动消费的增加，2016 年安徽人均支出 147115 元，其中消费支出 4880.2 元，同比增长 10.31%

图5：安徽省城市和农村人均可支配收入（元）



资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

图6：安徽省人均消费支出（元）及其增速



资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

1.1.2、以合肥为中心辐射周边，主流价格带整体上移推动市场扩容

白酒消费水平与经济发展水平高度重合，呈现皖中高、皖北、皖南相对低的特点。合肥作为省内政治、经济、文化中心，具有高度的辐射力，是区域消费的风向标市场，目前皖中地区主流价位带已经提升至 80-200 元，以白酒古井原浆 5 年、口子窖 5 年为主。皖北地区是古井贡酒和口子窖的大本营，目前主流价位在 60-120 元，古井贡酒、口子窖竞争激烈，古井献礼、古井原浆 5 年、口子窖 5 年、口子窖 6 年地位牢固。

表1：皖南、皖中和皖北大众消费主流价位带及其特点

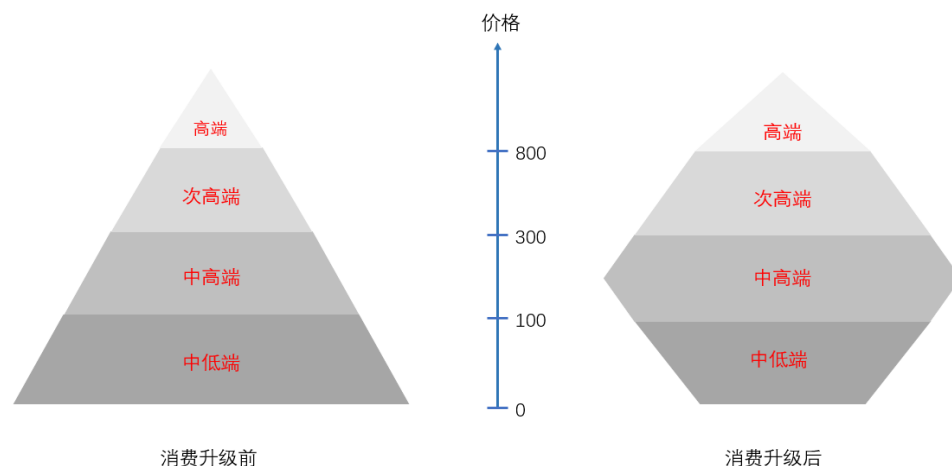
地区	主流价格位	市场特点
皖南	60-150 元	人口基数小，饮酒量小，家宴及朋友聚饮消费为主，整体市场容量偏小。
皖中	80-200 元	省会经济基础好，居民收入水平较高，市场包容性强，政商务消费及家宴市场引领消费升级，市场容量大
皖北	60-120 元	经济基础较弱，人口基数大，饮酒量大，市场容量较大。
全省	60-150 元	消费升级显著，呈现 30-50 价位整体向 80-150 元升级、80-100 元价位向 100-300 元升级。未来安徽省内 100-300 元价位段将快速扩容。

资料来源：佳酿网，新时代证券研究所

消费需求结构由金字塔型向橄榄形过渡。安徽白酒市场整体容量 200-250 亿，且呈快速扩容趋势。限于经济发展水平和居民收入，省内白酒消费仍以 100 元以下为主（50%以上）。随着省内产业结构的调整，居民收入稳步提升，白酒主流价格带将跃升至 100-300 元，尤其是 100-200 元价格带将迅速扩容。具体表现为两个价位段的整体跃升：一是，30-50 元价位整体向 80-150 元升级；二是 80-100 元价位向 100-300 元升级。未来安徽省内 100-300 元价位段将快速扩容。省内需求结构将由目前的“金字塔型”逐步向“橄榄型”转变，100-300 元价位品牌产品将持续受益。消费升级与省内龙头品牌古井贡酒、口子窖优势叠加，业绩加速、利润改善可

期。

图7：安徽省消费需求结构变化示意图

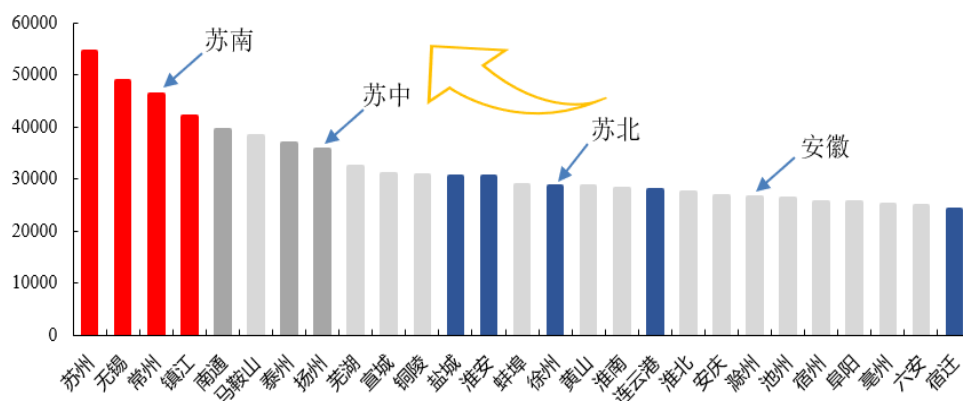


资料来源：糖酒快讯，新时代证券研究所

1.1.3、对标苏北，安徽白酒主流价位带上沿有望达到 200 元

对标苏北，安徽消费升级可期。根据地理和消费不同，将江苏分为苏南和苏北两大消费阵营。苏北收入和消费相对降低，目前白酒消费价位带在 150-200 元；苏南与浙江接近，收入和消费水平较高，主流消费带在 200-300 元。随着中产阶级崛起，江苏省消费升级明显，苏北、苏南分别向 200 元以上、300 元以上升级。对标江苏主流价位带，我们认为安徽省主流价位带提高到 150-200 元可期。

图8：安徽和江苏各地级市人均可支配收入（元）

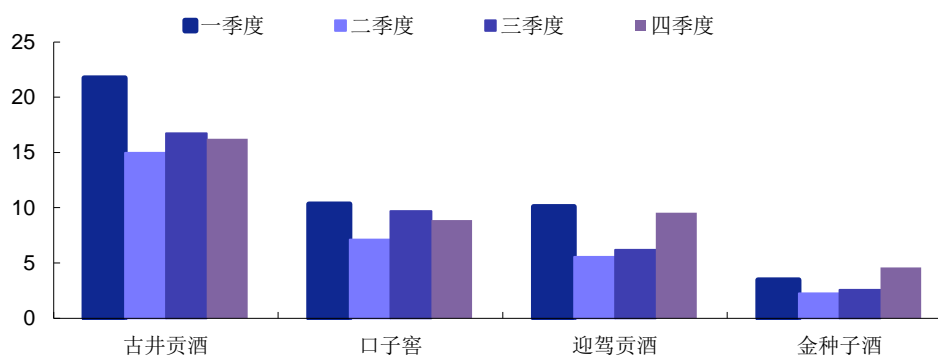


资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

1.2、季节性消费与品牌消费分层特征显著

季节性消费特征明显。安徽省属于劳务输出大省，年节时点的“季节性消费”特征显著，省内白酒企业元旦、春节出货量保持着 40% 以上。2017 年一季度业绩显示，徽酒四家上市公司迎驾贡酒、古井贡酒、口子窖和金种子酒营收占全年销售的分别为 32.18%、31.18%、28.67% 和 26.96%，表现出季节性。

图9: 徽酒销售额呈明显季节性(亿元)



资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

徽酒品牌价格割据。徽酒品牌消费分次特征显著, 古井贡酒、口子窖、迎驾贡酒、金种子、等品牌表现出“价格割据”现象。古井贡酒与口子窖价位高度重合, 持续正面竞争“阵地战”会制约两家公司利润快速增长。

表2: 徽酒四大上市白酒企业细分价位割据

公司	品牌	京东价(元)	形象
古井贡酒	年份原浆献礼 40.8°	113	
	年份原浆古 5 40.8°	168	
	年份原浆古 8 40.8°	358	
	年份原浆古 16 42°	528	
口子窖	口子窖真藏 5 年 40.8°	112	
	口子窖真藏 6 年 41°	158	
	口子窖小池窖 41°	208	
	口子窖真藏 20 年 41°	508	

公司	品牌	京东价(元)	形象
	迎驾银星 42°	89	
	迎驾金星 42°	109	
迎驾贡酒	洞藏6 42°	168	
	洞藏9 42°	258	
	洞藏1642°	399	
金种子酒	祥和种子酒 42°	39	
	柔和种子酒 40°	78	

资料来源：京东商城，新时代证券研究所

口子窖、古井贡酒锁定 80-300 元中高端价位段，且地位持续稳固。安徽省内市场面临地缘名酒品牌洋河及川酒入皖竞争。300 元及以上价位有全国化名优白酒品牌占据，地产酒（古井贡酒和口子窖）短期难以突破。300 元以下白酒市场，经过多年激烈拼杀，徽酒品牌逐步摆脱“势均力敌，中低价位密集厮杀”局面，目前形成古井贡酒、口子窖双雄争霸之势。以古井·年份原浆系列和口子窖·真窖产品为代表率先占据 80-300 元中高价位段，且地位持续稳固。

迎驾、宣酒、金种子、高炉家等品牌盘踞百元以下，形成价位+区域割据。迎驾目前主销价位仍处于银星，中高端产品年份系列老化，百元以上核心培育产品生态洞藏系列上升趋势有待进一步观察，但目前仅在根据地六安市场表现较好，其他市场仍待突破；宣酒大单品市场实际成交价 65 元左右，虽在合肥市场密集品牌和渠道资源投放，仅能艰难维持，拓展皖北市场增量以缓解业绩压力；金种子柔和、祥和产品老化，价位升级、品牌形象刷新等不及时，渠道动力逐步消减，新的业绩增长点尚不清晰，酒类业务业绩承压；其他品牌在百元以下竞争胶着，且面临存量竞争下的省内龙头的持续挤压。

表3：安徽白酒市场价位割据严重

产品分类	价位	特征	主要品牌/产品
高端	800+	全国名酒占据，区域龙头较少	飞天茅台、52° 水晶瓶五粮液、国窖 1573
次高端	300-800 元	全国名酒占据，区域龙头主动布局上沿产品	剑南春水晶剑、梦之蓝 M3、古井原浆 16 年、口子窖 20 年
中高端	100-300 元	区域龙头古井贡酒、口子窖及地缘品牌洋河海之蓝、天之蓝割据竞争	古 5 年、古 8；口子窖 6 年、小池窖；洋河海之蓝、天之蓝；迎驾年份酒及洞藏系列有待培育
中段	50-100 元	古井贡酒、口子窖主导 80-100 元价位，地产品牌混战	古井献礼版、淡雅、口子窖 5 年、口子美酒、迎驾金星、银星；宣酒 5 年、种子酒·柔和、文王、高炉家
中低端	50 元以下	地产酒割据竞争	金裕皖、祥和种子酒等等

资料来源：佳酿网，新时代证券研究所

1.3、渠道壁垒高筑，次高端以下市场半封闭竞争

“东不入皖，西不入川”流传于白酒行业，徽酒竞争激烈程度可见一斑。由于酒企众多，且多年来体量相当，价位竞争重叠，以渠道对抗品牌的“盘中盘”模式全面复制适用，渠道操作精细化水平业内领先全国，同时也致使徽酒品牌渠道费用率高企，毛利率低。多年来除了名酒在次高端及以上价位难以替代外，其它品牌均难以介入。（洋河股份经过多年品牌经营与渠道积累，利用“1+1”深度协销模式投入巨额资源与区域龙头开展“阵地战”，2017 年在安徽市场切割市场 16 亿市场份额，也是对徽酒品牌构成威胁的地缘品牌。）

全国性名优酒省外扩张纷纷绕开安徽市场。从春塘会来看目前多数白酒企业的省外扩张战略都有意避开安徽市场。从上市公司的省外扩张计划中不难发现，只有泸州老窖、洋河股份、老白干和今世缘。目前安徽白酒市场被徽酒和洋河股份在占据，其他外酒主观和客观上都不会选择进入安徽市场。省内巨大市场和消费升级则由地产白酒分享。

表4：主要上市公司省外扩张重点区域极少包含安徽

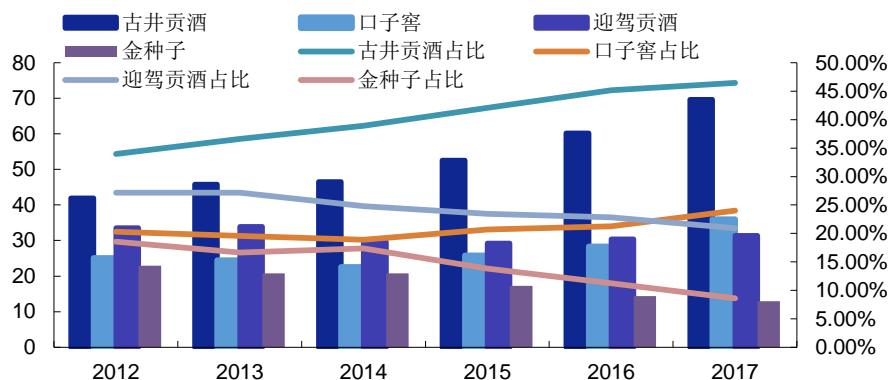
公司名称	扩张战略
茅五剑	全国大中城市，系列酒品牌扩张重点选择山东、河南等传统性开放性较高的白酒大省；泸州老窖除了深耕河北、河南和山东外也将安徽作为扩张重点市场。
山西汾酒	以环山西市场为基础，重点开发京津冀、河南、山东市场，实现对华南和华东市场的突破。
水井坊	重点发力“5+5+5”市场，即五个核心市场（江苏、河南、湖南、四川、广东）+5 个次核心市场（北京、上海、浙江、天津、福建）+5 个新兴市场（河北、山东、江西、陕西、广西）。
舍得酒业	省外目标是将进一步集中资源强化川渝、河南、山东、华北、东北等五大重点区域，突破华东、华南等潜力市场。
洋河股份	以河南、安徽、山东、河北、江西等作为省外扩张的重心，打造新江苏市场。
老白干	2017 年老白干收购丰联酒业，将湖南武陵酒、河北乾隆醉、山东孔府家酒和安徽文王贡酒收入囊下，开启公司的省外扩张之路。
今世缘	提出了“2+5+N”战略，圈定北京和上海是公司的两个形象城市，山东、河南、安徽、江西、浙江五个省是公司重点布局区域，计划通过开设核心门店及招募有实力的新经销商，逐步使今世缘成为泛区域化品牌，加快全国化布局，2017 年公司在河南、山东、上海、江西收入占公司省外收入的 70%

资料来源：各公司公告，新时代证券研究所

1.4、马太效应显现，古井贡酒、口子窖“双龙”地位加强

马太效应显现，古井贡酒、口子窖地位走强。2012 年以来，徽酒四家上市公司的营收及其占比呈现两极分化，马太效应凸显。古井贡酒、口子窖营收占比逐年增加。截至 2017 年古井贡酒达 46.46%，将近五成其次是口子窖，占比 24.02%。随着中高端产品持续放量，古井贡酒、口子窖占比有望进一步提升。

图10： 徽酒上市企业营收（亿元）占比分化趋势明显



资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

2、民营体制，机制灵活，战略耐心成就稳健增长

2.1、中国白酒兼香典范，徽酒行业龙头企业

兼香型白酒代表，差异化优势明显。口子窖系列白酒已经成为辨识度非常高的兼香型白酒代表产品。口子窖系列白酒香气独特，具有“清澈透明，芳香幽雅，醇厚绵净，香味协调，酒体细腻丰满，空杯留香，风格显著”的特点。在消费者对白酒行业口味需求日益多元化的趋势下，口子窖作为融合浓香、酱香等多种香型口感特色的兼香型白酒代表，在细分行业具有明显的差异化优势，拥有巨大的市场空间潜力。2016 年华樽杯酒类评比中，口子窖以品牌价值 75.07 亿元，位居第二。

表5： 2016 年华樽杯兼香型品牌评比奖单

排名	省份	品牌	品牌价值（亿元）
1	湖北	白云边	189.19
2	安徽	口子窖	75.07
3	四川	江口醇	53.28
4	四川	叙府酒业	36.98
5	黑龙江	玉泉酒业	27.34
6	黑龙江	龙江龙	22.80
7	湖北	古龙中演义	20.83
8	湖北	黄鹤楼	18.50

资料来源：酒业家，新时代证券研究所

2.2、产品品类丰富，面向各级消费市场

公司产品品类丰富，面向各级消费市场，充分满足各类型客户群体的需要。公司拥有口子窖、老口子、口子坊、口子美酒等系列品牌产品，公司的主导产品为市

场零售价在 100-300 元/瓶的中端消费市场品种。主导产品口子窖酒以其独特的风格和卓越的品质得到了社会各界的高度赞同。

表6： 皖南、皖中和皖北大众消费主流价位带及其特点

产品名称	价位带	对应消费市场
三十年型口子窖	1000 元价位带	高端商务、政务
二十年型口子窖	500 元价位带	商务、高端个人消费者
十年型口子窖	300 元价位带	
五年、六年型口子窖；御尊口子窖、小池窖口子窖等	100-300 元价位带	婚宴、家宴等
老口子、口子坊、口子美酒系列	50-100 元价位带	中等家庭日常消费
口子酒系列	50 元以下价位带	打工族和农民

资料来源：公司招股说明书，新时代证券研究所

2.3、民营体制迸发生命活力

管理层持股，实现利益捆绑，管理运营机制更为高效。公司于 2015 年进行改制，并在 2015 年 6 月 29 日挂牌上市，是白酒业为数不多的纯民营背景的上市公司。与国企相比，经营管理体制更为灵活自主。目前董事长徐进、监事会主席刘安省分别持股 18.26% 和 13.31%，是公司的第一和第二大股东，共同对公司实施控制。核心管理人员持股比例合计达 45%。通过管理层持股的方式，给予管理层充分的股权激励，以长期利益为追求，保证了公司政策的延续性与品牌传播的持续性。

高盛减持完毕，财务投资者退出激发管理层积极性。2016 年前高盛作为财务投资者是公司第三大股东。自 2016 年 6 月 29 日至今，高盛减持共 13152 万股，持股比例从 22.74% 下降至 0.82%，已不再是公司前十大股东。财务投资者的退出有利于激发管理层积极性，对公司的经营和发展产生实质性影响。

表7： 公司前 10 大股东

股东名称	职位	持股数量(股)	占总股本比例(%)
徐进	董事长,总经理	109,568,568	18.2600
刘安省	监事会主席	79,873,450	13.3100
安徽省黄海商贸有限公司	经销商	16,358,924	2.7300
淮北市顺达商贸有限公司	经销商	15,002,231	2.5000
黄绍刚	董事,副总经理	12,411,743	2.0700
陕西天驹实业股份有限公司	-	12,107,875	2.0200
中国农业银行股份有限公司-易方达消费行业股票型证券投资基金	-	11,948,972	1.9900
范博	董事,副总经理,财务总监	10,965,476	1.8300
朱成寅	副总经理	10,555,202	1.7600
孙朋东	原董事	10,265,767	1.7100

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

3、深耕省内+产品结构升级，尽享省内消费升级红利

3.1、高端产品放量，结构优化带动 2017 年营收超预期增长

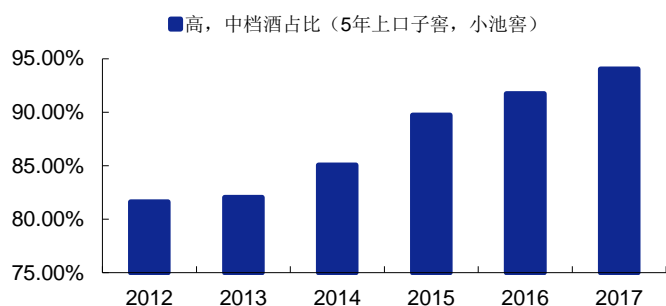
产品结构完善，开发上沿产品适应消费升级。1998 年安徽口子窖酒业组建，

并推出了定位于中高端市场的口子窖 5 年，实现畅销。2009 年公司又推出了口子窖 6 年产品，与口子窖 5 年一同成为公司主导产品。在省内市场主流价格带徘徊百元以下之时，逐步聚焦口子窖 5 年、6 年百元价位产品培育，逐步跳出徽酒市场竞争红海价位 40-60 元，引领消费升级。

产品结构持续优化，尽享消费升级红利。高档产品中，公司主导产品为价位在 100-300 元的中高端口子窖 5 年、6 年，销售额占比达 75% 左右，2017 年销售额达 26.91 亿元。口子窖 10 年、20 年、30 年增速较快，占比不断提升，2017 年销售额增速达 76.21%。消费升级使得 80-100 元价格带上移至 100-300 元，100-300 元将大大扩容。定位于中高端产品的口子窖将明显受益。

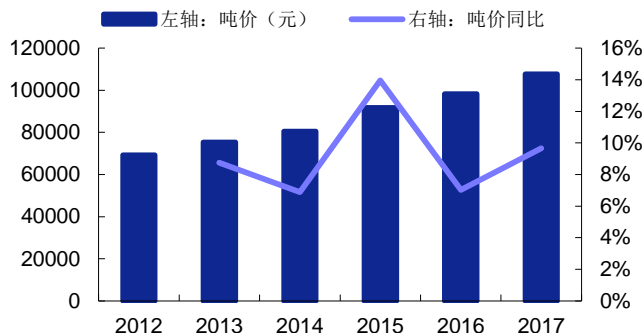
产品结构优化带动吨价上移，毛利率走高。口子窖吨价呈现明显上涨，2017 年吨价为 10.77 万元/吨，同比增长 9.67%。高档产品毛利率相对较高，给公司带来更大的利润空间，公司产品结构持续优化使得毛利显著提升，2017 年毛利率 72.9%，+0.5pct。

图11: 高档酒营收占比逐年提高



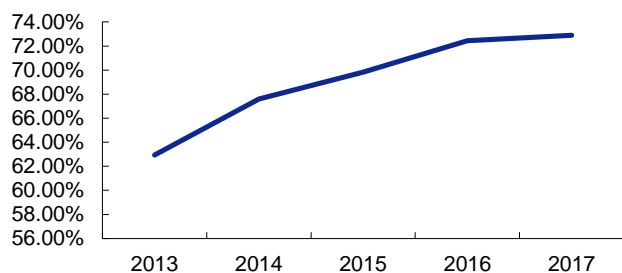
资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

图12: 口子窖平均吨价增速抬头



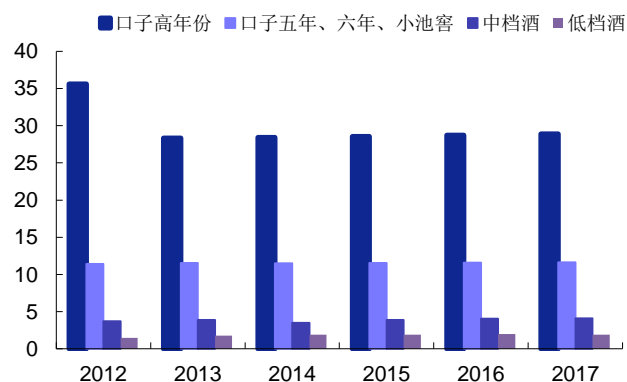
资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

图13: 公司毛利率提高



资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

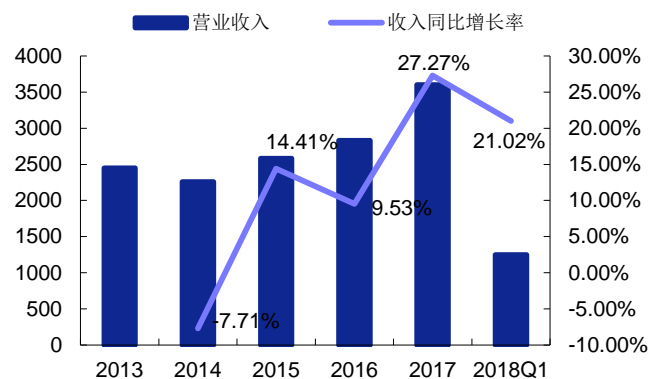
图14: 公司产品吨价变化 (万元)



资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

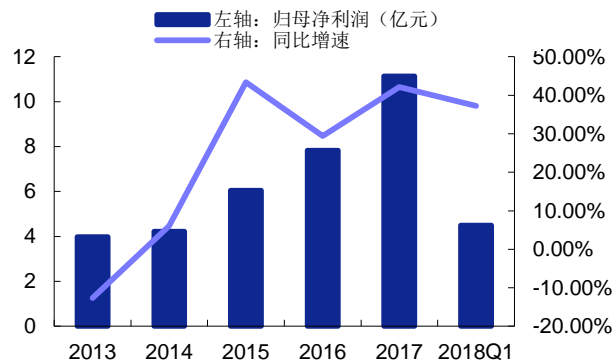
2017 年公司业绩超预期增长。2013 年到 2017 年公司业绩趋势上涨，2017 年安徽省消费升级明朗，公司产品结构高端化加速，营收 36.02 亿，+27.27%；归母净利润 11.14 亿元，+42.25%，业绩超预期增长。2018Q1 营收 12.50 亿元，+21%，顺利实现开门红。

图15: 口子窖营收变化情况



资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

图16: 口子窖归母净利润及其增速



资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

提价进程开启, 2018 年业绩可期。时隔 2 年, 2018 年 4 月再次开启提价大门, 其中口子窖 5 年、6 年、10 年和 20 年分别上调 10 元/瓶、10 元/瓶、30 元/瓶和 30 元/瓶。终端价提高增厚渠道利润, 经销商积极性有望提高, 2018 年业绩可期。

表8: 公司开启提价进程

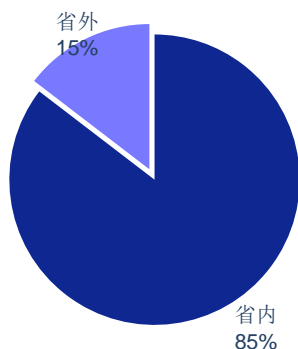
时间	提价进程
2016 年 5 月	出厂价和终端价: 口子窖 6 年上调 10 元/瓶
2018 年 4 月	终端价: 口子窖 5 年、6 年、10 年和 20 年分别上调 10 元/瓶、10 元/瓶、30 元/瓶和 30 元/瓶。

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

3.2、深耕省内市场, 把握消费升级机遇

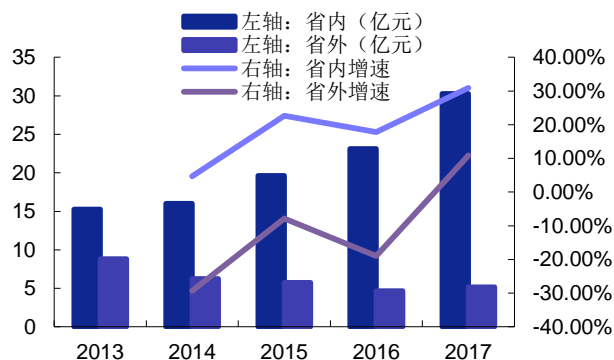
“两手抓, 两手都硬”: 深耕省内市场, 聚焦中高端产品培育与区域市场下沉。在省外市场外拓受阻情况下, 战略收缩, 聚焦、稳固省内市场基本盘。2015 至 2017 年, 公司在安徽省内收入在当期主营业务收入中的占比分别为 76.01%、81.77%、84.12%。省内收入占比呈现逐年提升趋势。省内收入增速加快, 2017 年实现省内收入 30.31 亿元, 同比增长 30.94%。

图17: 口子窖省内外营收构成



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

图18: 省内外营收 (亿元) 及其增速



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

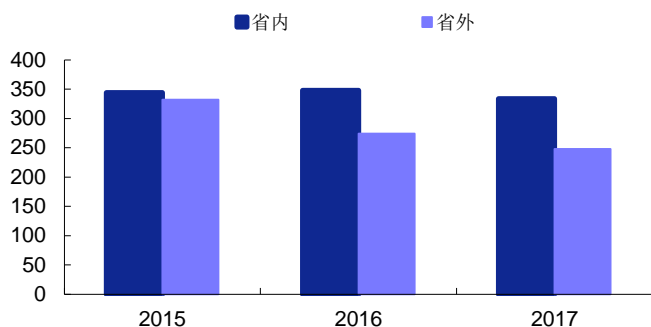
3.3、省外经销商调整, 市场恢复双数增长

省外市场调整, 经销商调整带来公司业绩提升。2016 年以来, 公司对省外市场进行一系列的调整, 主动退出了部分弱势市场, 优化省外的经销商队伍。2017

年省外经销商减少了 26 家至 248 家，削减了一些实力较为弱小的小商。但是 2017 年的省外销售收入却是大有起色，达到了 5.78 亿元，同比增长 11.03% 恢复到了 2 位数的增长率。

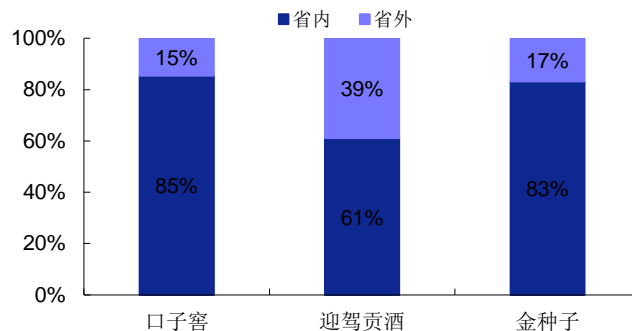
聚焦重点区域，以点带面推动全国化战略。公司今后将省外重点市场放于浙江、上海、广东三地，而这些区域经济较为发达，消费水平高且没有强势的地区品牌存在，竞争程度较低。而若公司发挥其强大的渠道建立优势，在重点市场获得一定量的市场份额，这些区域更将是今后公司推广全国的牢固桩脚。

图19: 口子窖省内外经销商的数量



资料来源：公司年报，新时代证券研究所

图20: 2017年徽酒省内外收入构成



资料来源：Wind 资讯，新时代证券研究所

4、坚守区域总经销的“大商”模式，成本费用控制高效

4.1、坚守区域总经销“大商”模式，稳固产品价格体系与渠道信心

“大商”模式下，经销商主导销售。相较于行业内逐步弱化经销商职能为配送商的趋势不同，口子窖的销售活动以经销商为主导，选择达到一定实力的代理商，代理该地区的公司产品销售业务，并具体组织该地区的营销工作，为经销商市场操作留下更大自主空间。

经销商持股，有效维护产品价格与渠道利润稳定。公司通过经销商持股的方式，对销售形成有效的激励。前三大经销商安徽省黄海商贸有限公司、淮北市顺达商贸有限公司和陕西天驹实业股份有限公司持股比例分别为 2.73%、2.5% 和 2.02%，股权激励使得经销商能够在坚持长期利益上与公司保持高度一致性，在开拓及维护市场方面有着非常高的积极性。

表9: 厂家主导的深度分销模式与总经销大商模式对比

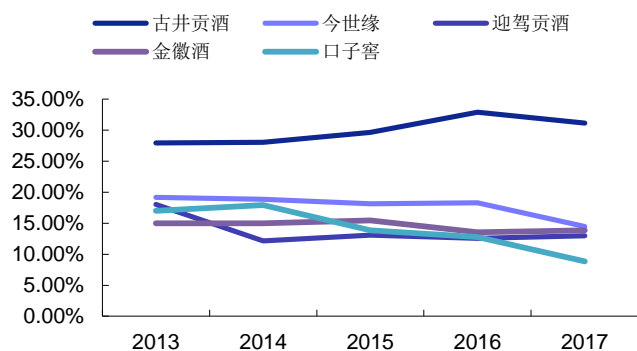
	古井贡酒——深度分销模式	口子窖——大商模式
经销商渠道利润	渠道利润较低	渠道利润相对较高
职能划分	厂家主导，经销商逐步弱化为配送商	厂商分工（厂家负责品牌，经销商负责市场与渠道）、区域自治
费用投入	终端管理及大部分费用支出由厂家投放	终端管理及大部分费用由经销商承担
优势	深度分销，利于开展渠道下沉	利于维护产品价格与渠道利润稳定

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

4.2、公司成本费用控制高效

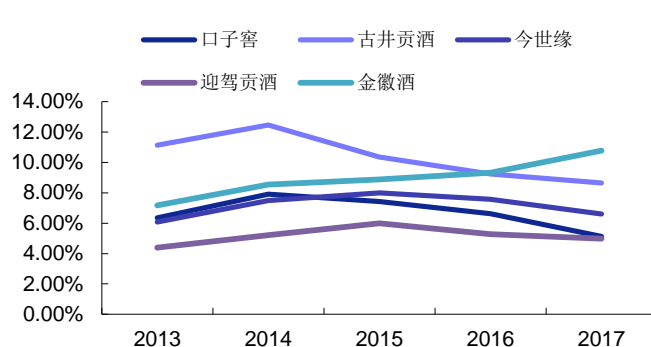
与行业内其他企业相比，口子窖拥有相对较低的管理费用率与销售费用率，公司三费率逐年降低，表现出较强的成本费用控制能力。

图21: 可比公司销售费用率变化情况



资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

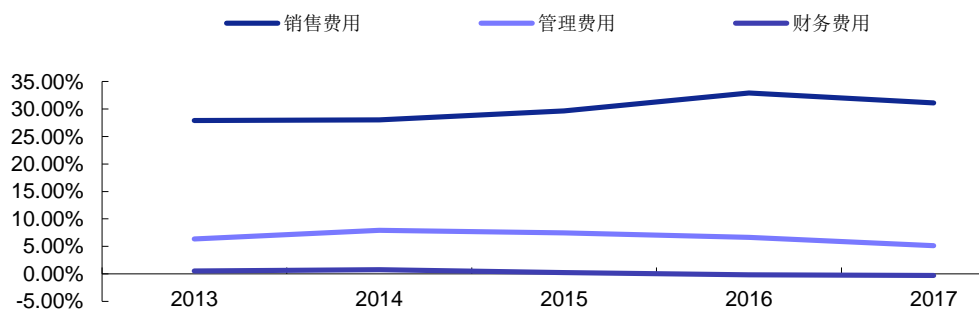
图22: 可比公司管理费用率变化情况



资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

削减经销商数量, 销售费用控制能力出色。为有效控制销售费用, 一方面, 由经销商来承担区域市场的终端管理和绝大部分费用支出; 另一方面, 口子窖对经销商进行全面动态考核管理, 对不具备发展潜力的经销商进行优化或淘汰。截至 2017 年度安徽省内经销商数 334 户, 省外经销商 248 户。

图23: 口子窖三费率逐年降低



资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

5、盈利预测

对公司 2018-2020 年盈利预测作出如下假设:

1. 高档白酒收入: 受益于本轮省内消费升级, 2018-2020 年高档白酒保持快速增长, 预计销售收入增速在 20%-25% 之间。其中, 口子窖五年与六年约占高端酒的 70%, 小池窖约占 15-20%, 十年、二十年、三十年约占 10%-15%。

2. 中档白酒及低档白酒收入: 由于公司产品结构持续优化, 中档白酒低档白酒呈下滑趋势。预计中档白酒销量未来三年维持 5% 的负增长, 低档白酒收入维持 10% 左右的负增长。

3. 毛利率: 公司产品结构优化推动毛利率上升。预计未来三年毛利率分别为: 74.42%, 75.64%, 76.57%。

4. 销售费用率: 公司销售费用率近年呈逐渐下降趋势。考虑到泛全国化战略的

推进，预计销售费用率维持在 9% 左右。

5.管理费用率：近年来，公司管理运营效率不断提高，管理费用率基本稳定在 5%。

在徽酒景气度提升，省内消费升级的背景下，公司聚焦中高端市场，将持续受益省内消费升级红利。同时公司作为民营企业，且坚守区域总经销“大商”模式，管理运营高效。2018 年公司优选省内经销商拓展省外，泛全国化战略稳步推进，有较大市场外拓空间。预计 2018-2020 年 EPS 为 2.44/3.02/3.72 元，对应 PE 25/20/16 倍，预计未来维持稳健增长，给予“强烈推荐”评级。

表10：可比公司估值

股票名称	股票代码	最新收盘价	EPS			PE		
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
口子窖	603589.SH	63.08	1.86	2.43	3.07	33.9	26.0	20.5
今世缘	603369.SH	22.67	0.71	0.89	1.09	31.9	25.5	20.8
水井坊	600779.SH	49.60	0.69	1.34	2.03	71.9	37.0	24.4
山西汾酒	600809.SH	61.72	1.09	1.81	2.48	56.6	34.1	24.9
洋河股份	002304.SZ	139.50	4.40	5.49	6.79	31.7	25.4	20.5
古井贡酒	000596.SZ	87.93	2.28	2.98	3.82	38.6	29.5	23.0
老白干酒	600559.SH	21.31	0.34	0.82	1.17	62.7	26.0	18.2
金徽酒	603919.SH	16.30	0.69	0.83	1.00	23.6	19.6	16.3
平均值						43.9	27.9	21.1
中位值						36.2	26.0	20.7

资料来源：Wind 资讯,新时代证券研究所

资产负债表(百万元)						利润表（百万元）					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	3803	5587	6479	8028	9480	营业收入	2830	3603	4443	5387	6467
现金	592	1352	1936	2882	3892	营业成本	780	976	1136	1312	1515
应收账款	17	12	24	20	33	营业税金及附加	467	618	725	887	1075
其他应收款	3	2	4	3	5	营业费用	361	319	400	485	582
预付账款	6	7	9	10	13	管理费用	187	185	222	269	323
存货	1676	1800	2245	2427	2966	财务费用	-5	-10	-7	-20	-52
其他流动资产	1509	2415	2262	2685	2571	资产减值损失	6	3	0	0	0
非流动资产	1887	2089	2422	2784	3188	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	投资净收益	22	48	19	22	28
固定资产	1192	1175	1482	1810	2162	营业利润	1056	1561	1987	2477	3053
无形资产	350	424	455	482	519	营业外收入	5	3	3	3	3
其他非流动资产	345	490	484	492	507	营业外支出	1	3	3	3	2
资产总计	5690	7676	8901	10812	12668	利润总额	1060	1561	1987	2478	3054
流动负债	1404	2527	2731	3056	2973	所得税	277	448	525	665	825
短期借款	0	0	365	0	0	净利润	783	1114	1463	1813	2230
应付账款	197	243	269	322	360	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他流动负债	1207	2284	2096	2734	2613	归属母公司净利润	783	1114	1463	1813	2230
非流动负债	45	65	73	78	79	EBITDA	1134	1626	2050	2546	3115
长期借款	0	0	8	13	14	EPS（元）	1.31	1.86	2.44	3.02	3.72
其他非流动负债	45	65	65	65	65						
负债合计	1449	2592	2803	3134	3051	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	600	600	600	600	600	营业收入(%)	9.5	27.3	23.3	21.2	20.0
资本公积	977	977	977	977	977	营业利润(%)	28.8	47.8	27.2	24.7	23.3
留存收益	2664	3508	4570	5762	7231	归属于母公司净利润(%)	29.4	42.1	31.3	23.9	23.0
归属母公司股东权益	4241	5085	6097	7678	9617	获利能力					
负债和股东权益	5690	7676	8901	10812	12668	毛利率(%)	72.4	72.9	74.4	75.6	76.6
						净利率(%)	27.7	30.9	32.9	33.6	34.5
现金流量表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	18.5	21.9	24.0	23.6	23.2
经营活动现金流	640	1569	1066	1987	1784	ROIC(%)	18.0	21.1	21.9	22.8	22.2
净利润	783	1114	1462	1813	2230	偿债能力					
折旧摊销	92	106	101	129	161	资产负债率(%)	25.5	33.8	31.5	29.0	24.1
财务费用	-5	-10	-7	-20	-52	净负债比率(%)	-14.0	(26.6)	(25.6)	(37.3)	-40.3
投资损失	-22	-48	-19	-22	-28	流动比率	2.7	2.2	2.4	2.6	3.2
营运资金变动	-232	447	-471	88	-527	速动比率	1.5	1.5	1.6	1.8	2.2
其他经营现金流	24	-39	0	0	0	营运能力					
投资活动现金流	-592	-598	-414	-470	-537	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
资本支出	178	177	333	363	404	应收账款周转率	172.1	245.4	245.4	245.4	245.4
长期投资	-492	-500	0	0	0	应付账款周转率	4.0	4.4	4.4	4.4	4.4
其他投资现金流	-906	-921	-82	-107	-133	每股指标（元）					
筹资活动现金流	-307	-270	-434	-205	-237						

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

马浩博，新时代证券研究所副所长兼食品饮料首席，上海交通大学企业管理博士，机械与动力工程硕士，7年从业经验，曾任东吴证券研究所所长助理兼食品饮料行业、中小盘首席，海通证券食品饮料行业首席分析师，14-16年连续三年新财富最佳分析师前五，2018年加入新时代证券。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>