

兼香典范 改革焕新

——口子窖 (603589.SH)

食品饮料/饮料制造

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

口子窖是兼香型白酒的领导企业,兼香与酱香等同属高风味香型。口味的独特性、工艺的复杂性、品质的稀缺性等符合消费升级的品类需求,品类占比5%,品类转换带来的增量空间大。口子窖消费者忠诚度高,是企业推广和稳定发展的基石。

口子窖渠道体系采用的大商制在企业早期经营中发挥重要作用,经销商持有公司股份、合作关系稳定且利益一致。民营化后管理层持股激励充分,管理层定力强,注重品质和企业的长期发展,净利润水平保持高位。2018年后口子窖在省内竞争中增速落后于古井贡酒等竞品。

目前省内酒企按价格带形成分层占据,口子窖在100-300元价格带强势、品牌基础好。省内主流价格带已升级到150-300元,价格带扩容持续利好口子窖,公司未来在省内依然有良好的增长空间。

公司调整动作务实有效:

- 产品端着力提高高档产品占有,2019年推出初夏、仲秋补充价格带,与古8/16在200-400元价格带竞争。
- 优化大商制,省内新增业务分产品分渠道再招商,区域切分完成大半,推动大商进一步下沉渠道,细化考核、强化厂商主导。
- 投入加大和聚焦,省内聚焦团购和宴席、引导产品升级,全国性广告。
- 市场拓展方面,省内渠道下沉拓展乡镇市场,省外大商外派点状开拓。
- 回购股份推出新一轮股权激励,再释组织活力。

100元以上为主的产品结构持续受益省内升级下的快速扩容。受益于消费升级100-300元价格带有望实现年均15%以上增长,300-600元价格带有望保持20%以上的增速,合计增量约60亿元。口子窖20年以上三季度实现两位数增长,价格带升级较早,品牌和渠道影响力强大,将优先受益市场扩容。

大商制发挥厂商紧密关系优势探索新模式。大小商制并无必然优劣之分,与稳健的经营风格契合,发挥与大商紧密关系优势,探索渠道合作新模式。

省外点状拓展,有望形成公司增长的新引擎。今年第三季度省外增长26.8%,公司加大全国性广告投入,省外市场未来有望形成公司新增长极。

投资建议: 预计公司2020-2022年的营业收入分别为42.27、48.73、55.50亿元,归属于上市公司股东净利润分别为13.94亿元、16.45亿元和19.10亿元,每股收益分别为2.32元、2.74元和3.18元,对应PE分别为31.61X、26.78X和23.07X。增长提速叠加估值修复给与2021年32倍PE,目标价格87.68元,首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 疫情影响消费场景、白酒政策风险、营销改革不成功

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,268.96	4,672.09	4,227.07	4,873.52	5,549.85
增长率(%)	18.50%	9.44%	-9.52%	15.29%	13.88%
归母净利润(百万元)	1,532.66	1,720.21	1,394.06	1,645.39	1,910.46
增长率(%)	37.62%	12.24%	-18.96%	18.03%	16.11%
净资产收益率(%)	24.85%	24.53%	17.74%	18.83%	19.47%
每股收益(元)	2.55	2.87	2.32	2.74	3.18
PE	28.80	25.59	31.61	26.78	23.07
PB	7.15	6.29	5.61	5.04	4.49

资料来源:公司财报、申港证券研究所

评级

买入(首次)

2021年01月08日

曹旭特

分析师

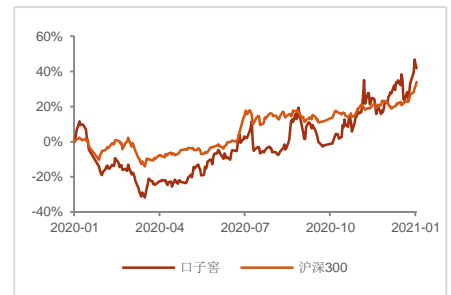
SAC执业证书编号:S1660519040001

交易数据

时间 2021.01.07

总市值/流通市值(亿元)	440.7/440.7
总股本(万股)	60,000.0
资产负债率(%)	20.19
每股净资产(元)	11.38
收盘价(元)	73.45
一年内最低价/最高价(元)	34.8/79.44

公司股价表现走势图



资料来源:wind、申港证券研究所

内容目录

1. 兼香型白酒领导者	4
1.1 与酱香同属符合消费升级的高风味香型	4
1.2 白酒营销鼻祖 曾全国化发展	6
1.3 民营机制 厂商关系紧密	7
1.4 管理层稳扎稳打定力足	9
2. 省内格局下增长节奏放缓	10
2.1 省内集中和升级下的竞争格局.....	11
2.1.1 地产企业按价格带分层割据	11
2.1.2 龙头集中趋势利好企业发展.....	13
2.2 受困稳健发展 速度扩张不够	14
3. 调整务实 释放动力	15
3.1 完善价格带 产品紧跟升级节奏.....	15
3.2 调整经销商体系 优化大商制	18
3.3 加大品牌和渠道资源投放.....	19
3.4 省内渠道下沉省外点状拓展	21
3.4.1 省内一地一策加大渠道下沉.....	21
3.4.2 省外由大商外派重新走出去.....	23
3.5 股权激励再释活力	25
4. 业绩提速可期	25
4.1 持续受益高增长价格带机会	25
4.2 大商制与时俱进走出新模式	26
4.3 省外市场焕新发展由点成势	26
5. 盈利预测	27

图表目录

图 1: 白酒行业各香型市场份额	4
图 2: 口子窖产品口碑良好	6
图 3: 公司发展历程及业绩变化	7
图 4: 口子窖经销商平均规模较大 (2019 年 单位: 万元)	9
图 5: 口子窖经销商毛利水平高于古井	9
图 6: 口子窖 2018 年开始营收增速回落	10
图 7: 口子窖与古井股价差距拉大	10
图 8: 口子窖 PE 与古井拉大	10
图 9: 省内四家上市企业营收变化 (单位: 亿元)	11
图 10: 安徽省酒企份额变化	11
图 11: 2019 年安徽省分价位流通价规模占比	11
图 12: 口子窖销售净利率领先于其他徽酒	14
图 13: 口子窖销售毛利率与古井相当	14
图 14: 口子窖销售费用率低于省内竞品	14
图 15: 口子窖管理费用率保持低位	14
图 16: 口子窖改革举措务实有效	15
图 17: 口子窖吨酒价格稳步提升 (单位: 万元)	16

图 18: 高档产品有望带动整体增长	17
图 19: 高档产品占比进一步提高	17
图 20: 前五大客户占比逐步降低	18
图 21: 省内经销商数量 2019 年开始快速提升	18
图 22: 大商制下公司销售费用率保持低	20
图 23: 口子窖 2019 年开始加大费用投放	20
图 24: 销售毛利率持续提升、净利率保持高位	20
图 25: 广告宣传费占销售费用比重较大	20
图 26: 全国性广告费用占比较大	20
图 27: 广告宣传推广费及增速	20
图 28: 2018 年后省外营收增速超过省内	21
图 29: 省外营收占比开始扩大	21
图 30: 大商制下销售人员数量较竞品少	22
图 31: 销售人员数量保持稳定	22
图 32: 安徽白酒市场各流通渠道销售占比	23
图 33: 2016 年后消减优化省外经销商	24
图 34: 省外经销商户均销售规模远低于省内	24
图 35: 安徽省内各价位带近两年市场容量	25
表 1: 白酒香型特点	4
表 2: 口子窖工艺体系	5
表 3: 口子窖技术和品质积淀深厚	5
表 4: 管理层持股 (截止 2020 年三季度)	7
表 5: 经销商持股与厂家关系紧密	8
表 6: 大商制与小商制对比	9
表 7: 安徽省内各价位带竞争格局	12
表 8: 安徽省白酒消费升级趋势持续	13
表 9: 省内竞品企业经营模式对比	13
表 10: 口子窖产品系列化布局	16
表 11: 省内企业产品竞争关系及价格带特点	17
表 12: 渠道大商制改革举措	19
表 13: 省内新招商和渠道下沉加快	22
表 14: 部分区域以团购和宴席为主的差异化渠道	22
表 15: 口子窖省外扩张情况	24
表 16: 公司省外重点白酒市场规模空间较大	27
表 17: 可比公司估值: 口子窖低于平均水平 (数据截止 1 月 7 日)	29

1. 兼香型白酒领导者

口子窖始于 1949 年 5 月创立的国营濉溪人民酒厂。1951 年，国营濉溪人民酒厂在老濉河东岸“祥兴泰”、“协源公”、“协顺”、“协昌”等古酒坊基础上征地扩建。1997 年由淮北市口子酒厂、濉溪县口子酒厂合并成立安徽口子集团公司。2002 年 12 月，口子集团联合其他发起人（经销商等）成立口子酒业股份有限公司。2004 年开始口子集团为偿还债务，多次转让口子酒业的股份给管理层。2006 年公司转为民营体制，2015 年 6 月 29 日，口子窖在上交所成功挂牌，成为安徽第 4 家白酒上市企业。

1.1 与酱香同属符合消费升级的高风味香型

兼香型是中国白酒四大香型之一，是指具有两种及以上主体香的白酒，以口子窖为代表。相对于酱、浓、清等基础香型白酒只有单一风味，兼香型白酒具有典型的一酒多香、优雅饱满的风格。

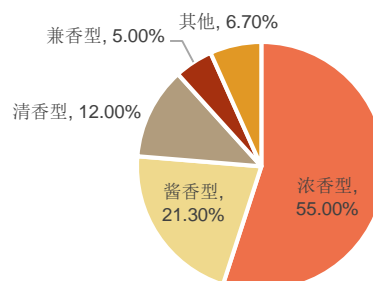
口子窖作为中国兼香型白酒的代表，其酿造技艺被评为安徽非物质文化遗产，坚持只有原产地域保护范围内酿造，以优质高粱、大米、糯米、小麦、大麦、豌豆为原料，在制曲和用曲工艺上相比酱香、浓香等仅使用单一曲种发酵有了重大突破，是中国白酒行业唯一将菊花红心曲、高温香曲、超高温香曲并用发酵的企业。

表1：白酒香型特点

香型	代表品牌	份额	特点
浓香	窖香浓郁、绵甜醇厚、香味协调、后味爽净	55%	五粮液、泸州老窖、洋河、古井贡酒
酱香	酱香突出、优雅细腻、酒体醇厚、回味悠长	21.3%	贵州茅台、郎酒
清香	清香醇正、醇甜柔和、自然协调、余味爽净	12.0%	汾酒、牛栏山
兼香	酱浓协调、幽雅舒适、细腻丰满、余味悠长	5.0%	口子窖、白云边

资料来源：口子窖招股说明书、申港证券研究所

图1：白酒行业各香型市场份额



资料来源：前瞻产业研究院、申港证券研究所

在继承传统大蒸大回、老五甑工艺的基础上，结合现代生物科技不断创新，逐步形成了以“三多一高一长”为核心的真藏实窖工艺体系，打造出以品质稳定、风格鲜明、质量安全为特质的口子窖酒。口子窖“三多一高一长”的工艺特点是通过多年的实践和摸索，总结出来的核心工艺特色。

表2：口子窖工艺体系

三多	严选原粮，多粮酿造，多粮制曲，多曲并用。	严选原粮，多粮酿造：高于国家标准的悬梁标准，严选东北原产地的高粱，淮北平原的优质小麦、大麦，以及西北地区的高品质豌豆等上等原料 第一辆制曲，多曲并用：千年古法制曲工艺，精选大麦、小麦和豌豆作为制曲原料，破碎后按照比例拌匀、加水润料，压制成坯，放置曲房自然发酵；还采用多曲并用的复杂酒曲配方，包括独家传承的菊花红心曲、超高温曲和高温区
一高	高温润料，香韵独成	将破碎为八瓣左右的红高粱，用 60-80 度的热水浸泡堆积成型，然后放置 18 个小时最大程度激发出酿酒原料的潜能
一长	三步循环储存，时光窖藏。	第一步贮存于露天酒罐自然老熟一年，经历春夏秋冬四级转换，使酒体分子间初步缔和。第二步再转入地下酒库窖藏，排杂整香，促进老熟，使得酒中的各种成分充分融合。第三步将到期的酒品评勾调后于地上酒罐再贮存一年，保持酒质稳定

资料来源：公司官网、申港证券研究所

技术和品质积淀深厚，兼香白酒的领导者。2003 年，公司主持研制的《原产地域口子窖酒酿制标准》正式成为国家标准；2007 年，兼香型成为白酒香型品鉴中的一个固定标准，口子窖成为兼香白酒的代表；2010 年，全国白酒标准化委员会兼香型白酒分会落户口子窖，公司负责兼香型白酒行业标准立项、起草和制定工作，奠定了口子窖作为兼香国标制定者的身份。口子窖还取得了中国驰名商标、地理标志保护产品、中华老字号、纯粮固态发酵等标志性成果。

表3：口子窖技术和品质积淀深厚

时间	荣誉
2000 年	口子窖荣获省级科技进步二等奖
2002 年	荣获中国白酒典型风格金奖并被国家批准实施原产地保护
2003 年	《原产地域口子窖酒酿制标准》正式成为国家标准
2005 年	国家工商行政管理总局商标局认为口子商标为驰名商标
2006 年	工商被认定为中国白酒十大影响力品牌 口子商标被国家商务部认定为中华老字号 口子牌口子窖酒被授予纯粮固态发酵白酒标志
2007	中国白酒评审委员会认定兼香型为白酒香型品鉴中的一个固定标准
2008	由口子老井、老窖池和酒厂建筑群构成的口子窖遗址，被认定为第三次全国文物普查重要新发现
2010	口子酒业被国家标准委批准为中国白酒标准化技术委员会兼香型白酒分技术

时间	荣誉
	委员会秘书处承担单位
2015 年	口子窖入编中国地理标志产品大典
2018 年	口子酒业荣获改革开放 40 年中国酒业功勋企业奖

资料来源：公司公告、申港证券研究所

兼香型白酒独特风格符合消费升级品质要求，口子窖拥有忠实消费者。兼香型不仅显著区隔于竞争对手，让顾客形成了选择性依赖，也在口子窖强势时期为公司积累了大批忠诚消费者。这是公司竞争力的重要因素，构成口子窖进一步市场推广的根基。兼香型属于高风味口感，复杂的工艺和优秀的品质符合消费升级的品质要求。

图2：口子窖产品口碑良好



资料来源：盖得排行 APP、申港证券研究所

当前白酒香型企业经营出现强分化。酱香、馥郁香、兼香型等属于高风味香型，将赢得更多的消费者。2020 年前三季度白酒上市公司，非浓香型企业增长超过 8%，浓香型企业合计增长 1.8%，香型之间出现替代和分化。

1.2 白酒营销鼻祖 曾全国化发展

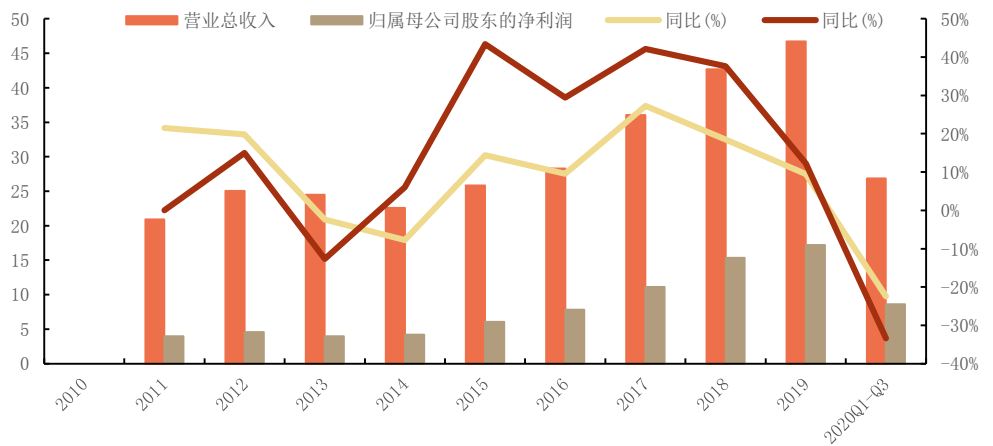
公司是兼香白酒品类的代表，扛起大国兼香的品类领导者大旗。营销上，开创盘中盘模式，对行业营销创新影响深远。逐步从地方酒企成长为省级龙头，曾泛全国化发展，一度进入全国白酒前十，显示深厚底蕴和强大行业影响力。

- ◆ 1997-1999 年，提出“社交饮酒”概念，开创酒店盘中盘模式，即以酒店这个消费升级时代具有品牌和消费带动功能的核心终端作为小盘、带动流通等其他渠道的大众消费这个大盘。1998 年迎合升级的政商务消费、推出口子窖 5 年，与营销模式的创新结合，迅速抢占省内市场。
- ◆ 1999-2003 年，99 年开始进军南京市场，2000 年开始取得合肥市场成功后，

复制省内模式快速拓展省外市场，形成西安、郑州、南京等重点市场。销售额到 2003 年已达到 5.8 亿元，成为安徽白酒龙头。

- ◆ 2004-2015 年，消费升级及酒企间模式互相追赶带动下，省外区域名酒开始参与竞争，盘中盘模式成为行业酒企模仿对象，如在江苏市场遭到洋河海之蓝的激烈竞争。同时，安徽省内百元价位快速成长，因此口子窖将经营重心转移回省内，抢抓消费升级趋势、聚焦资源精耕细作。2009 年公司营收 20 亿元左右，稳居安徽省内第一，2011 年被古井超过。2013 年白酒行业调整期，酒企价格倒挂、业绩下滑，但口子窖凭借强大的渠道掌控力、价格体系稳定，营收依然稳步提升。
- ◆ 2015 年至今，公司 2015 年实现上市，省内市场出现升级和集中趋势，口子窖龙头优势凸显。市场份额向古井、口子、迎驾等龙头集中，结构升级加速，省内消费主流价格带稳步上移至 150 元以上。口子窖产品系列化卡位升级价格带，受益结构升级，业绩出现快速提升。同时，调整省外市场和开拓方式，稳步布局省外市场。

图3：公司发展历程及业绩变化



资料来源：公司公告、申港证券研究所

1.3 民营机制 厂商关系紧密

2004 年开始，口子集团为偿还债务，多次转让口子股权给管理层，后 2006 年转为民营体制。现有管理层持股比例大，董事长徐进、原监事会主席刘安省分别持股 18.26%、11.66%。管理层激励充分、决策机制灵活，管理短视行为很少。

表4：管理层持股（截止 2020 年三季度）

序号	人员	现任职务	持股比例
1	徐进	董事长	18.26%
2	刘安省	原监事会主席	11.66%
3	黄绍刚	董事、副总经理	2.07%
4	范博	副总经理、财务总监	1.83%
5	朱成寅	副总经理	1.76%

	人员	现任职务	持股比例
6	周图亮	监事会主席	1.66%
7	徐钦祥	董事会秘书	1.66%

资料来源: wind、申港证券研究所

始于公司独特的大商机制，核心经销商在改制之初就持有公司股份，主要经销商顺达商贸、黄海商贸、天驹商贸等均持有公司股份。在此体制下，公司与经销商利益深度绑定，在渠道拓展、新品推广、费用使用等方面更加凝聚一体，在市场开拓早期实现迅速进入。

表5: 经销商持股与厂家关系紧密

经销商股东	2002	2006	2008	2009	2015	2017	2019	2020 三季度
江苏天地龙实业	20	10	10	7.48	-	--	-	-
陕西天驹商贸	3	3	3	2.24	2.24	2.84	持股，不在十大 股东内	持股，不在十大 股东内
安徽黄海商贸	3	3	3	2.24	3.31	2.02	持股，不在十大 股东内	持股，不在十大 股东内
淮北顺达糖酒	3	3	-	-	-	-	-	-
淮北顺达商贸	-	-	3	2.24	2.24	2.5	2.0	持股，不在十大 股东内

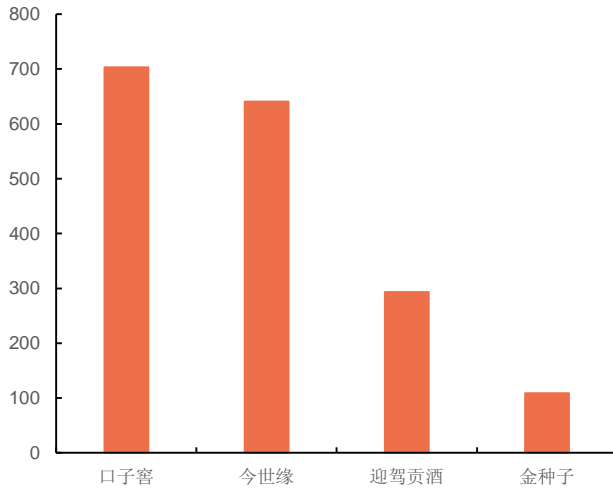
资料来源: 公司公告、申港证券研究所 注: 2008 年淮北顺达糖酒转让 3% 股权给顺达商贸、2015 年天地龙实业转让全部股权给刘安省等 31 名口子窖股东。

大商制运作: 给予经销商较高利润, 下放权利, 经销商空间大。大商制, 一般而言一个业务员负责 2-3 个经销商, 市场主要由经销商去做, 厂商主要做一些指导。快速拓展市场时期, 大商制是很好的方式。

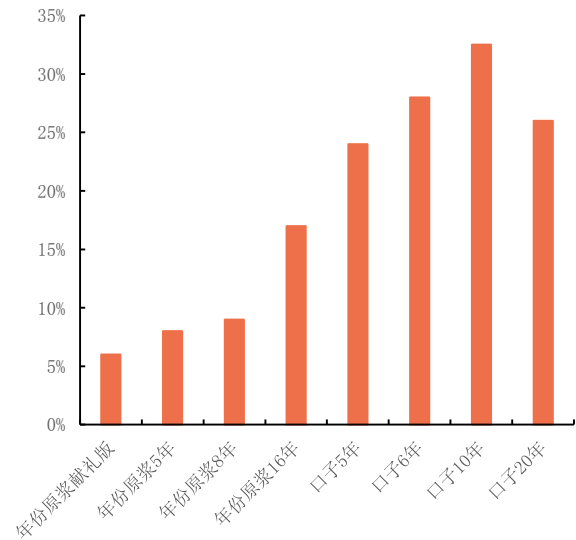
产品价格始终保持平稳, 渠道毛利率 15% 以上, 很少有窜货及低价销售情况, 是安徽酒企稳健发展的典范。从厂商分工上看, 口子窖公司主要承担全国性的投入, 销售费用 60% 以上为广告费用, 其中 90% 为全国性的广告费用。由公司负责的促销费用占总销售费用比例近年约为 20%, 更多的属地市场开拓和投入的工作由经销商承担。

经销商数量少、厂家给予空间大, 与公司多年合作、经销商较为珍惜代理机会, 出现产品乱价、窜货的几率小。

公司渠道政策、价格策略较为稳健, 有效维持了市场秩序、延长了产品生命周期。

图4：口子窖经销商平均规模较大（2019年 单位：万元）


资料来源：公司公告、申港证券研究所

图5：口子窖经销商毛利水平高于古井


资料来源：渠道调研、申港证券研究所

表6：大商制与小商制对比

	大商制	小商制
大客户占比	高	低
销售政策特点	重点支持大商，在返利、进价等方面大商有谈判权，大商政策更优惠。价格体系不平等，导致其他小规模经销商从大商处窜货，伤害企业价格体系	经销商享受政策平等，窜货发生几率低
销售增长来源	大商的资金、渠道资源等既有优势	小商的市场化运作、渠道的新增拓展
优势	酒企初期销售上升快，厂家无需投入过多精力	厂商主导，市场化，抗风险能力强
劣势	厂家渠道控制力差、对经销商和终端话语权低	市场拓展慢，厂家精力投入高，销售成本高

资料来源：申港证券研究所

1.4 管理层稳扎稳打定力足

公司目标长远，立志打造百年老店。公司管理团队中主要成员 90 年代末便一直就职于公司，在白酒行业经营多年，经历过白酒行业发展的起伏，对行业的特点和发展规律有较深刻的理解。坚持做 5-10 年的长远规划，经营能力行业领先。

公司领导层和谐团结，有较强的凝聚力。同时，具有丰富的生产、销售管理经验，对白酒企业的经营特点认识深刻，管理能力良好。在公司领导层中，同时拥有多位国家级酿酒师，对白酒酿造和品评有着独特的见解和深厚的底蕴。

注重品质、扩建保障未来发展。2018 年，口子窖已具有年产 3.3 万吨优质原酒的生产能力和 18 万吨的原酒储酒能力，扩大了兼香产能；2019 年，公司继续投建 1545 亩的东山口子产业园 2 万吨大曲酒酿造提质增效项目，项目一期 20 年底结束、二期 21 年开建。

保持渠道健康发展，顺价销售、不压货。市场运营商较为稳健，常年保持不压货的渠道政策，经销商与厂家多年合作，在大商制下依然保持较好的渠道掌控力、价格

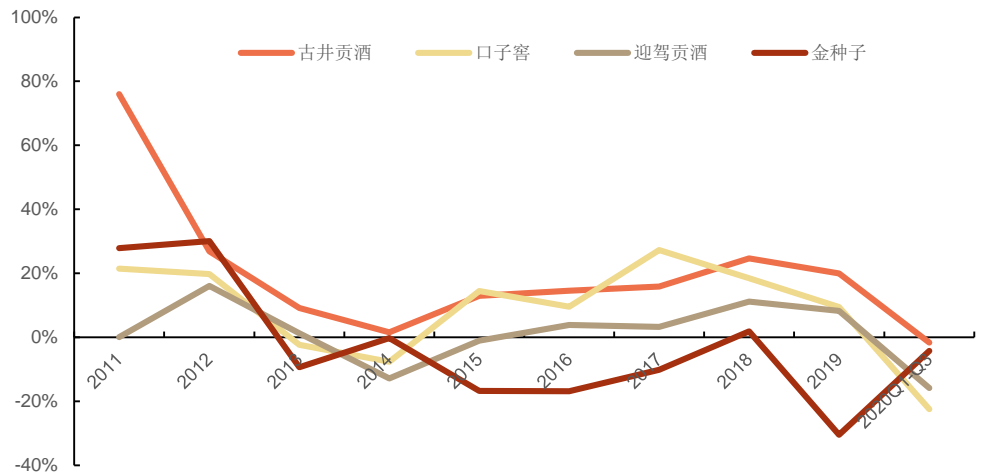
体系常年保持刚性，很少出现价格倒挂的情况，即使在 2013-2014 年行业下行期依然保持顺价销售。

给经销商制定合理的目标，按照市场状况结合公司阶段性政策打款，库存一般小于 2 个月，资金周转快、压力小，很少出现低价倾销。

2. 省内格局下增长节奏放缓

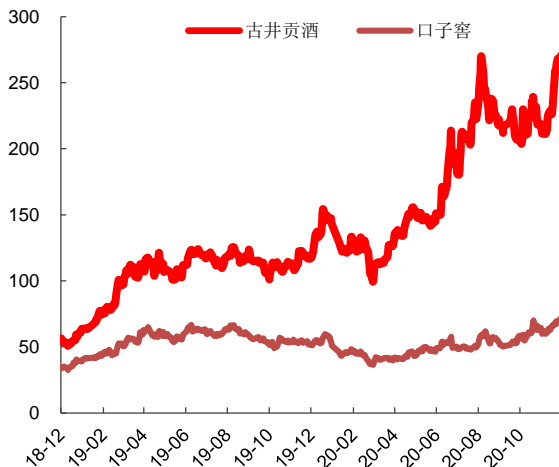
公司营销风格和策略保守，在古井等竞品加大投入、强化渠道极致化水平、结构不断升级时，没有及时采取竞争措施，从 2018 年开始增速放缓落后于古井。在疫情疫情影响下，2020 年前三季度销售恢复弹性已在安徽四家上市公司中排在第四。

图6：口子窖 2018 年开始营收增速回落



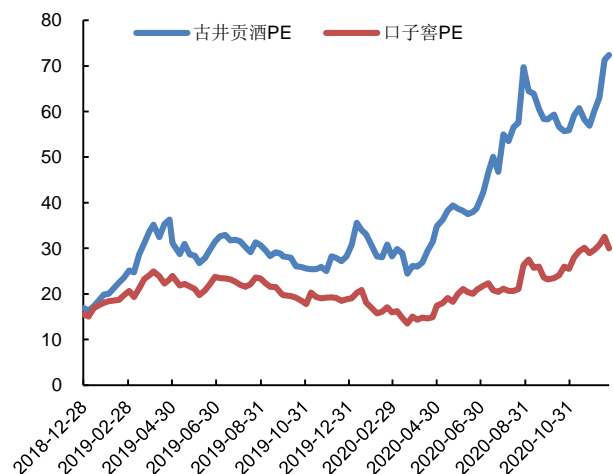
资料来源：公司公告、申港证券研究所

图7：口子窖与古井股价差距拉大



资料来源：wind、申港证券研究所

图8：口子窖 PE 与古井拉大



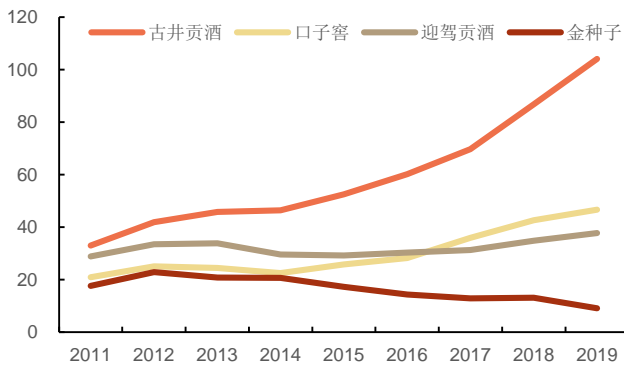
资料来源：wind、申港证券研究所

2.1 省内集中和升级下的竞争格局

2.1.1 地产企业按价格带分层割据

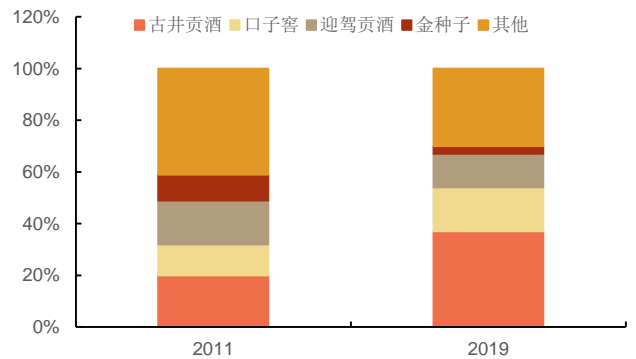
份额向龙头集中加速，口子窖持续受益。当前安徽白酒进入集中度加速提升阶段，口子窖与古井贡酒作为省内两大龙头将持续受益，随着公司加大费用投入、渠道切分等营销措施的落地，公司有望更快提升省内份额，缩小差距。

图9：省内四家上市企业营收变化（单位：亿元）



资料来源：公司公告、申港证券研究所

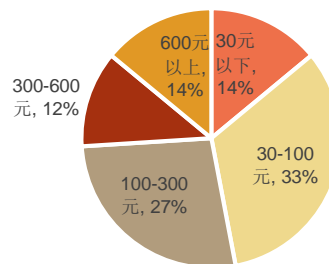
图10：安徽省酒企份额变化



资料来源：安徽省酒业协会、申港证券研究所

安徽省内 30-100 元仍是规模最大价格带，流通规模占比约 33%。省内消费价格带偏低、口子窖与古井的销售仍以 200 元以下产品为最大份额。600 元以上高端价位，主要被茅五窖、梦之蓝等全国名酒占据。

图11：2019 年安徽省分价位流通价规模占比



资料来源：中国酒类流通行业白皮书 2020、申港证券研究所

目前安徽省白酒市场分层竞争明显，安徽省内市场分价位带主要竞争参与者：

- ◆ 300 元以上：被省外茅台、五粮液、洋河、剑南春、泸州老窖等名酒占据，古井、口子窖有小部分份额。
- ◆ 100-300 元：古井和口子窖寡头垄断，其中 200-300 为酒企争抢的潜力价格带。

- ◆ 50-100 元：迎驾/宣酒/高炉家等品牌为主。
- ◆ 50 元以下：牛栏山、老村长、金种子。

从价格带来看，300 元以上及 50 元以下基本被外省品牌占据。

古井与口子窖在 100 元以上形成头部寡头，竞争格局稳定，古井以合肥、亳州为优势重点市场，口子窖在淮北、芜湖、滁州表现优势。

表7：安徽省内各价位带竞争格局

主流价位	代表产品	企业类型	流通规模 (亿元, 以经销商出货价计算)	
			2018	2019
600 元以上	茅台、五粮液、国窖 1573、梦之蓝 M6+、M9	全国名酒	40	45
300-600 元	剑南春、古 16、古 20、梦之蓝 M3、口子窖 20 年	全国名酒、省级龙头	30	40
100-300 元	古 5、古 8、口子 6 年、海之蓝	省级龙头	80	85
30-100 元	年份原浆献礼版、口子 5 年、宣酒 6 年、迎驾银星、柔和种子	省级龙头 区域酒企	110	105
30 元以下	牛栏山、金裕皖、老村长、文王贡	区域酒企	40	45
合计			320	

资料来源：中国酒类流通行业白皮书 2020、申港证券研究所

徽酒价格带密集占据和渠道壁垒抵御省外品牌进入。安徽省内白酒市场竞争异常激烈，安徽酒企善营销，行业素有“西不入川、东不入皖”的说法，安徽白酒竞争中，各家本地酒企已形成各价位带占据的局面。

安徽本地酒企竞争已成功占领价位段，每一价格带均有强势龙头：

- ◆ 金种子以柔和、祥和占领 30-50 元价位段。
- ◆ 迎驾以金星占据 80 元左右价位带。
- ◆ 宣酒以宣酒 6 年占领 60 元左右价位段。
- ◆ 古井、口子窖并驾齐驱，以古井献礼版、古井 5 年和口子窖 5 年、6 年占据 80-150 元价位段。

省内消费升级，主流价位由 100 元向 150-300 元升级换挡。近年安徽经济发展势头强劲、GDP 增速保持快速增长维持在 10% 以上，领先于全国平均水平，人均可支配收入增长也持续高于全国水平。经济增长伴随着政商务活动和民间消费的升级，省内主流消费价格带不断上移，2017 年后已上移至 150 元以上。省内乡镇由 80 元以下向 80-120 元升级，城镇消费由 120 元以下提升到 120-200 元，合肥等重点城市由 120 元升级至 200-300 元，中高档价格带扩容趋势明显。

表8：安徽省白酒消费升级趋势持续

时间	主流价位带	代表产品
2000-2004	50-60	高炉家、迎驾贡酒、老明光
2005-2008	60-80	迎驾银星、金种子、口子5年、古井献礼版
2009-2012	80-100	迎驾金星、银星、口子6年、古井献礼版、古井5年
2013-2016	100-150	迎驾8年、口子5年、古井5年、海之蓝
2017年后	150-300元	生态洞藏9/16年、口子10年、古8/16 剑南春、洋河等抢占400-600元价格带

资料来源：微酒、酒业家、申港证券研究所

2.1.2 龙头集中趋势利好企业发展

省内企业呈现不同的发展路径：

- ◆ 古井推行厂家主导的深度分销、极致化推进三通工程、提升古16以上产品占比，费用投入上采用控价模式。
- ◆ 迎驾小商制深耕网点建设，结构上聚焦洞藏系列产品、实现高速增长。区域战略聚焦核心市场，推进精细化运作，提高市场占有率。通过组织裂变，成立了城市公司聚焦核心重点的城市。成立乡镇事业部，挖掘乡镇一级市场。省外将北京、河南、河北、江浙等市场作为重点突破。
- ◆ 金种子因结构升级较慢，目前主要在产品香型差异化竞争，推出馥合香新产品。

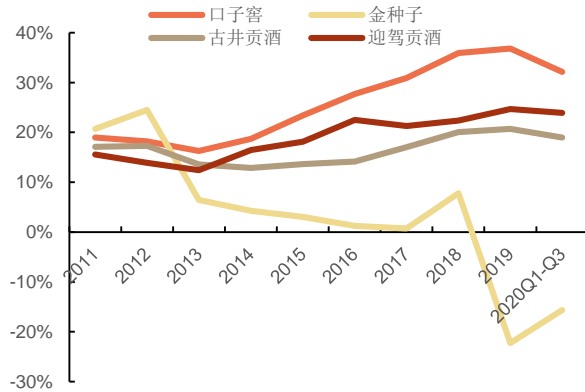
表9：省内竞品企业经营模式对比

	特点	渠道	产品结构
古井贡酒	省内规模最大的酒企，未来受益于省内消费升级及省外全国化扩张带来的营收增长	深度分销、精细化管理，古今在2009年实施三通工程，采用厂商统一管理、渠道扁平化下的深度分销模式，进行渠道精耕 厂家直达终端，经销商起到配送的作用	产品结构上，主打年份原浆系列，营收占比80%以上，其中100-150元之间的5年和献礼版为核心大单品，同时，核心市场终端售价200元以上的年份原浆8年呈现快速增长，承接献礼和5年的升级，古16和古20在次高端市场已占据一定地位、持续放量
迎驾贡酒	小商制深度分销、渠道扁平化发展，深耕网点建设、完善城市直销模式，开展洞藏酒会员制销售，建立渠道建设匹配标准，保障渠道精细化管理	分产品分区域代理，在某个区域，根据经销商实力，代理的产品有区别 在一个区域多个经销商 不断淘汰和更新招商 核心市场是安徽、江苏、上海	核心产品集中在50-120元价格带，但产品结构升级明显，洞藏系列、生态年份酒系列等中高端产品高速增长，洞藏系列增长率高达270%
金种子酒	收入和利润持续下滑，主要原因在于省内主流消费从30-80元提升到80-200元，公司没有成功卡位中端消费升级		核心产品价位30-80元

资料来源：公司公告、申港证券研究所

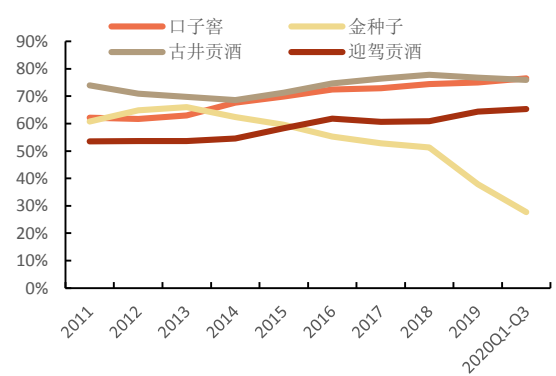
改革红利释放，口子窖仍有业绩弹性空间。在消费升级趋势下，拥有产品系列化、消费者忠诚度高等优势的口窖，凭借先前稳定的消费群体、品牌、品质优势，在补齐渠道、模式问题后仍有很大的空间。

图12：口子窖销售净利率领先于其他徽酒



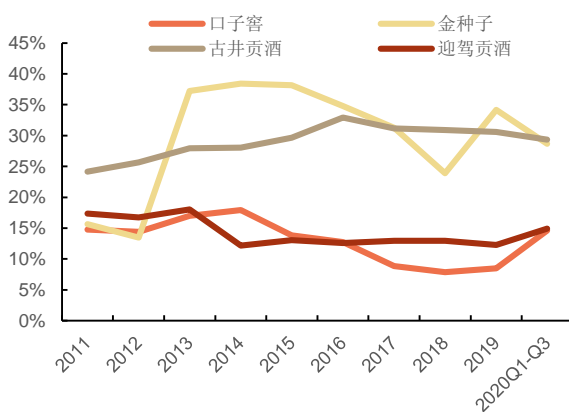
资料来源：公司公告、申港证券研究所

图13：口子窖销售毛利率与古井相当



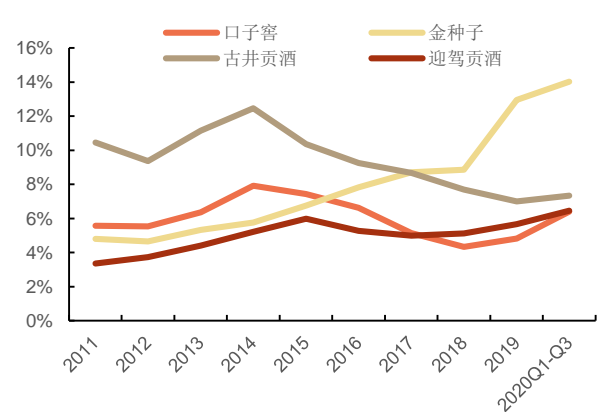
资料来源：公司公告、申港证券研究所

图14：口子窖销售费用率低于省内竞品



资料来源：公司公告、申港证券研究所

图15：口子窖管理费用率保持低位



资料来源：公司公告、申港证券研究所

2.2 受困稳健发展 速度扩张不够

重视利润而市场扩张速度落后对手。公司历来经营风格上较为重视利润，在古井大力投入的时候，仍坚持稳健发展。品牌宣传上弱于竞品，古井在广告及产品宣传上的投入远大于口子，使得消费者这几年对古井品牌的认知度越来越高。

公司更为重视产品品质而对市场关注较少，经销商在做市场的时候缺乏公司相应的资源支持，竞品在营销层面费用投入较大，在酒店、宴席、团购、单位公关上均有大量投入、主动引导，而口子更多依靠口碑和自然动销增长，导致增速慢于竞品。

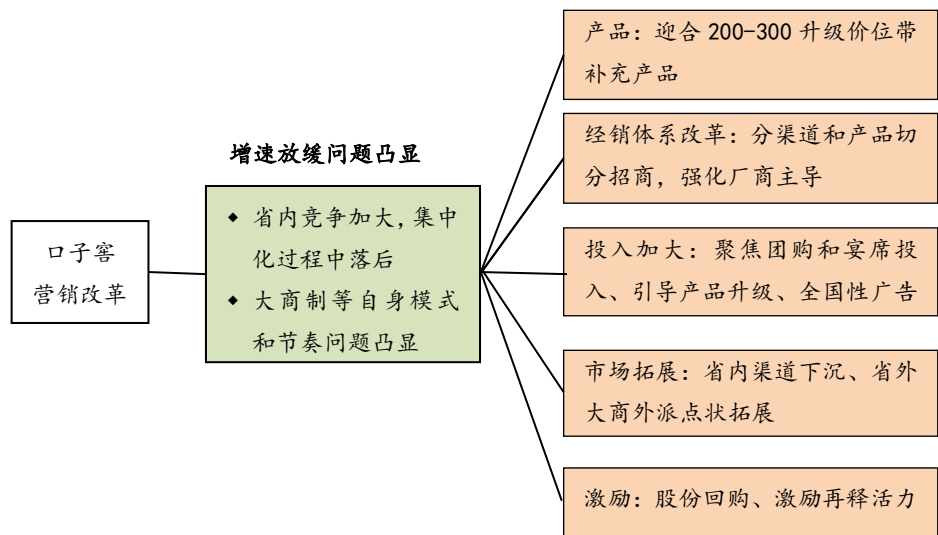
产品结构升级力度不够，缺乏对升级价位带的提前布局。口子窖主力产品为口子窖系列，主销产品仍以5年、6年为主，整体产品结构不高。同时，产品系列中，缺乏高端系列产品，虽推出30年、周年纪念版等高价产品，但产品上量缓慢，价格

带跃升困难。产品结构导致品牌价值提升的基础不够,从而难以完成高端品牌站位。

3. 调整务实 释放动力

营销战略调整,激发公司活力:近年顺应结构升级趋势,推出初夏、仲秋完善价格带,助推结构升级;借助新品和新渠道拓展独立招商,推动市场切分和渠道下沉,强化团购和宴席渠道;加大销售费用尤其是全国性品牌宣传推广力度;精准布局,继续加强省外战略市场建设;回购股份进行股权激励、激发组织活力。

图16: 口子窖改革举措务实有效



资料来源:申港证券研究所

3.1 完善价格带 产品紧跟升级节奏

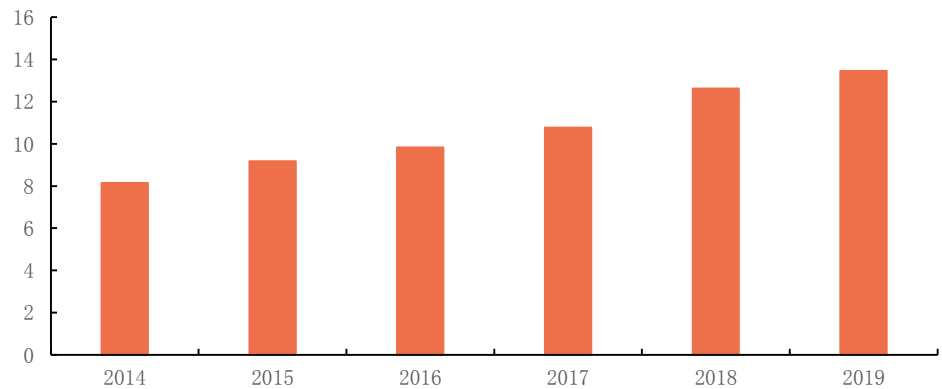
口子窖产品主要分为口子窖系列、口子酒坊系列、老口子系列、口子美酒系列,其中主力产品为口子窖系列,首款产品口子5年1998年前后推出,2008年后历经提价后,逐步成为省内中档价位产品。口子10年、20年于2000年推出,定位商政务消费,2006年推出6年及定位高端的30年,提升了口子的品牌力。口子窖产品系列化完成全线布局,进入稳定发展期。

产品结构提升早,主攻中高端升级市场。定价100元以上的年份窖藏系列收入占比超过95%,口子窖5年、6年是核心大单品,占比超过50%。口子10年以上占比稳步提升,目前公司省内主推口子10年和口子20年,口子10年以上占比超20%。公司吨酒价格逐年提高,产品结构逐步提升。

表10: 口子窖产品系列化布局

产品系列	产品	终端售价	2019年占比
年份窖藏系列	5年	90	96%
	御尊	115	
	6年	120	
	小池窖	120-130	
	初夏	220	
	10年	250	
	仲秋	330	
	20年	350	
	30年	1000	
老口子、口子美酒、酒坊		50-85	2%
低档(口子酒系列)		50以下	2%
合计			100%

资料来源: 京东商城、渠道调研、申港证券研究所

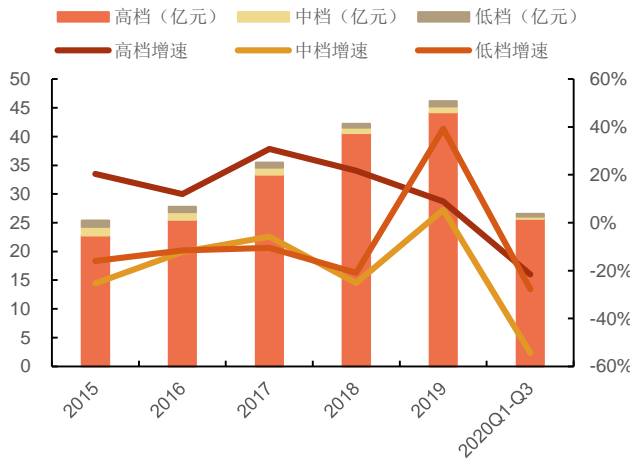
图17: 口子窖吨酒价格稳步提升(单位: 万元)


资料来源: 公司公告、申港证券研究所

公司产品以出厂价格划分为高中低三档, 将厂家售价在 10 万元/千升及以上的为高档产品, 3 万元/千升至 10 万元/千升的为中档产品, 其他为低档产品。

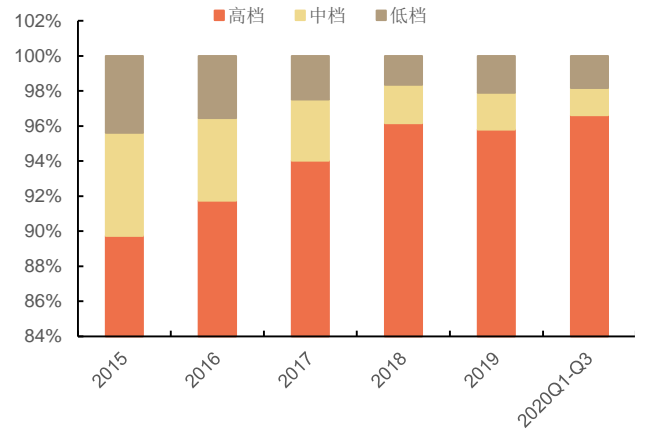
升级下价格带换挡, 口子窖高档产品增长较好。公司以口子窖系列为主的高档产品增长最快。5 年目前仍是占比最大的大单品, 占比 30% 左右。目前在乡镇及皖北仍有很大的消费基础, 这一价格带承接光瓶酒升级及乡镇宴席消费的需求, 未来有望向 100 元以上价格带转移升级。6 年是第二大单品, 占比超过 20%, 与小池窖卡位 120 元以上价格带, 受益于 120 元以上在各地的扩容增长, 目前规模维持稳定。2017 年后省内主流价格带上移至 150 元以上, 10 年级以上产品 2018 年来增长迅速, 增速保持在 20% 以上。

图18: 高档产品有望带动整体增长



资料来源: 公司公告、申港证券研究所

图19: 高档产品占比进一步提高



资料来源: 公司公告、申港证券研究所

新品引导升级、补位价格带空档、差异化应对竞争。为针对性与古8、古16竞争，2019年7月公司推出新品口子窖初夏珍储/中秋珍储，指导价268/398元，在原有大经销商体系外重新招商，这是公司继口子窖系列后再推次高端战略新品。

当前安徽市场200-300元价格带进入快速扩容放量增长阶段，公司针对性推出初夏、仲秋产品意在完善产品矩阵，对核心产品10年、20年在消费人群、价位上形成补充，积极抢占200-300元核心扩容价格带。经过一年多的发展，在流通和宴席酒店形成良好的渠道复购。

表11: 省内企业产品竞争关系及价格带特点

	古井	口子窖	迎驾贡酒	特点
80元以下	老名酒、淡雅、鸿运	老口子、口子美酒、口子系列		
80-100元	献礼	5年	迎驾之星(银星、金星)	规模最大，竞争最激烈
100-120元间	古5	御尊、口子6年		
120-150元	古7	小池窖	生态洞藏6	
200-250元	古8	初夏	生态洞藏9	消费升级黄金发展期
250-300元		口子窖10年		消费升级下一个风口
300-350元		仲秋	生态洞藏16	
350-400元	古16	口子窖20年		
500-600元	古20		生态洞藏20	次高端蓝海价格带
千元及以上	古26	口子窖30年	生态洞藏30	高端茅五窖占据

资料来源: 公司公告、申港证券研究所

3.2 调整经销商体系 优化大商制

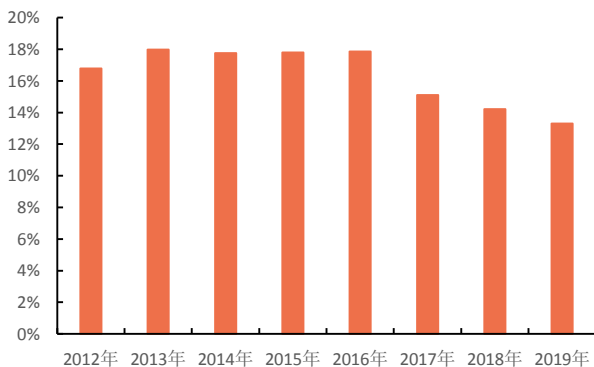
口子窖采用大商制,公司只负责产品供应及公司面上品牌宣传,区域性的市场运作、终端拓展、广告氛围投放等工作由经销商掌握。数量上来看,盘中盘时代历史遗留问题使然,一般一个地级市只设置一到两个经销商,经销商与公司深度绑定,县区多为经销商的二级分销商覆盖。这种模式在早期拓展市场、快速上规模上对口子窖帮助较大。销售人员和费用也可以控制在较低水平,企业可以保持较高的利润。

随着酒企营销的普遍精细化,大商制劣势表现出来,厂商对渠道掌控力不足,公司对终端和市场情况掌握不够充分及时,新品推广投放、政策执行受到影响。

新产品、新渠道独立招商,降低大商制的运作风险。2014年后,公司进行渠道精细化管理。新产品、新渠道独立招商或者由原有经销商成立新公司运作、扩大经销商规模,分散对大经销商的依赖。前五大客户占比逐年降低,由2013年的17.98%降低到2019年的13.31%。

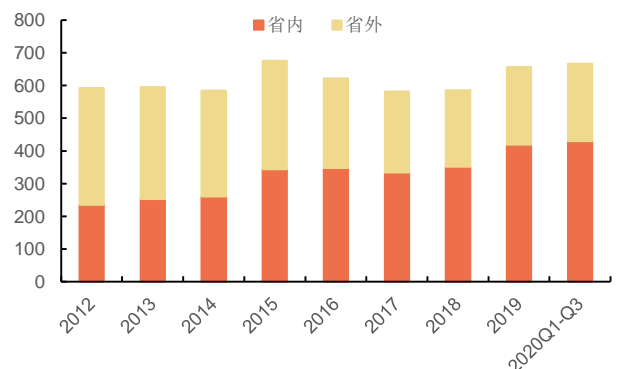
省内经销商数量由2014年的261个,通过新招商扩张到20年前三季度的430个。在原来大商的基础不断完善,提高大商制的竞争力。

图20: 前五大客户占比逐步降低



资料来源:公司公告、申港证券研究所

图21: 省内经销商数量 2019年开始快速提升



资料来源:公司公告、申港证券研究所

增加对经销商的考核。分价位带考核、细化费用考核,强化其考核力度。要求原有经销商推广新品时需单独成立公司、组建单独团队并和母公司分开考核,不符合要求的地区发展新经销商。

渠道区域划分、尝试更加紧密的合资销售公司等新模式。口子窖在省内进行渠道的区域划分,根据渠道调研,目前除淮北、芜湖、合肥三地外基本已完成划分。后续预计尝试探索重点区域试点与大商合资销售公司等新模式,以进一步推动渠道下沉。

表12: 渠道大商制改革举措

	大商制做法	特点/劣势	渠道改革举措
经销地理范围	地市级代理	早期快速拓展市场、上规模	将原有经销区域切分招商，纳入新商
经销产品范围	厂家产品均可销售	经销商只卖自己愿意卖的，不卖厂家希望卖的产品 渠道秩序出问题可能大	新产品要求大商成立独立公司销售，不符合条件的重新招商
费用投放与管理	厂家负责面上广告、经销商负责渠道费用 费用与产品绑定，仅厂家承担的费用计入销售费用	厂家管理强度降低 费用管理精细化程度低 费用投放会导致价格体系混乱	分价位带考核模式 加大费用投放力度
厂商营销分工	经销商主导，自主开发和维护市场	厂家失去掌控力，经销商议价能力威胁到厂家	厂家对渠道开拓方向、终端掌控进一步下沉
渠道下沉程度	经销商人员和能力有限，下沉程度低	难以下沉到乡镇 渠道分类运作能力差	省内一地一策战略，皖南/皖北各自重点建设团购/酒店宴席渠道
厂家了解市场程度	不够了解		加大厂家销售人员投入

资料来源：公司公告、申港证券研究所

3.3 加大品牌和渠道资源投放

口子窖销售费用一直低于同行，主要在于其大商制下，区域性的市场费用与产品一起打包给经销商，给经销商较高的产品毛利、由经销商承担地区性市场运作的促销费和广告费等。在品牌宣传投入上，公司和经销商分别负责全国性和地区广告，减轻了公司的资金负担、提高了区域广宣投放的灵活性和效率。

公司销售费用投向聚焦、费用产出率高。区别于古井等在省内广泛投陈列、进店、买断专柜陈列等激进的费用投放，口子窖实行渠道类型聚焦、终端聚焦投入旺销店等措施，费用使用效率更高。

公司 2019 年以来的费用策略是缩减渠道促销等流通过费用，把费用向团购商、酒店、品鉴会倾斜，为口子窖 10 年、20 年等 200 元以上价位带产品培育消费群体。

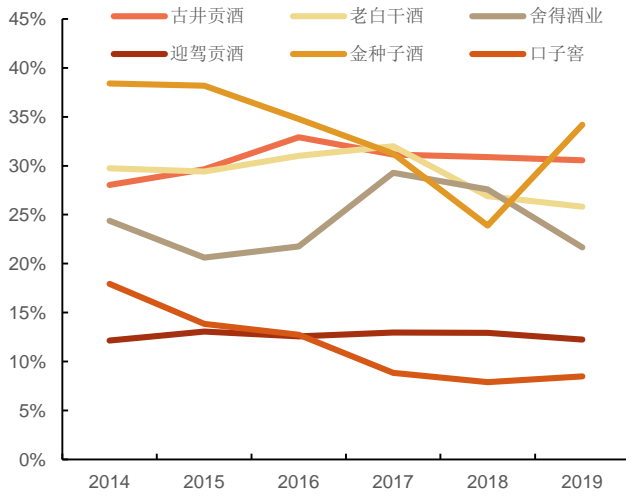
整体销售费用投入力度加大，2020H1 公司销售费用 2.52 亿元，同比增加 10.08%。其中广告宣传费用 1.99 亿元，同比增加 17.4%。

全国性品牌宣传力度加大，助力公司省外拓展进程。2017 年开始，随着公司省外市场的拓展，广告费用中全国性广告费用占比已超过 90%。2020 年在央视“品牌强国工程”进行投入，在 CCTV-1、CCTV-新闻《新闻联播》提示收看，CCTV-1《晚间新闻》全媒体独家特别呈现等核心资源传播推广，多形式展示口子窖独到的品质坚守之道、演绎真藏实窖、大国兼香的品牌魅力。

公司净利率保持高位，有充足投入空间。为应对市场竞争，2019 年开始公司销售费用率显著提高，20 年前三季度销售费用率提高到 14.6%，与公司发力省外拓展的 2011-2012 年水平相当。公司净利率水平较高，2019 年超过 32%，为中档价位

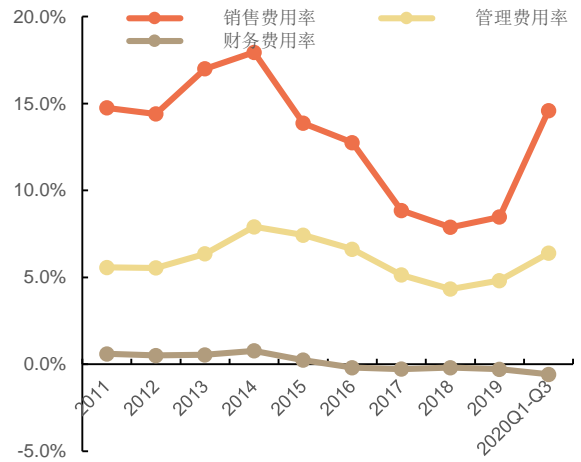
白酒企业中较高水平, 公司费用投入可用余量仍很大。

图22: 大商制下公司销售费用率保持低



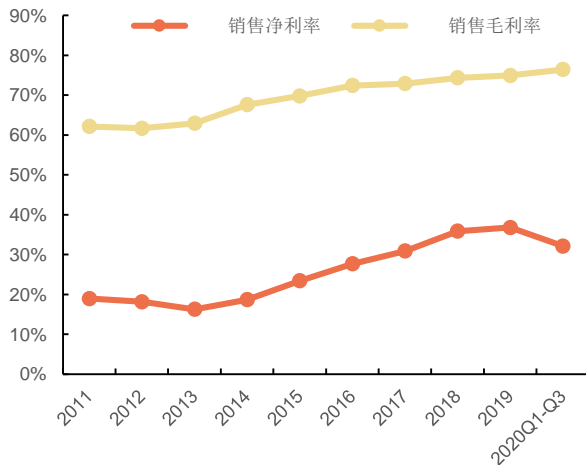
资料来源: 公司公告、申港证券研究所

图23: 口子窖 2019 年开始加大费用投放



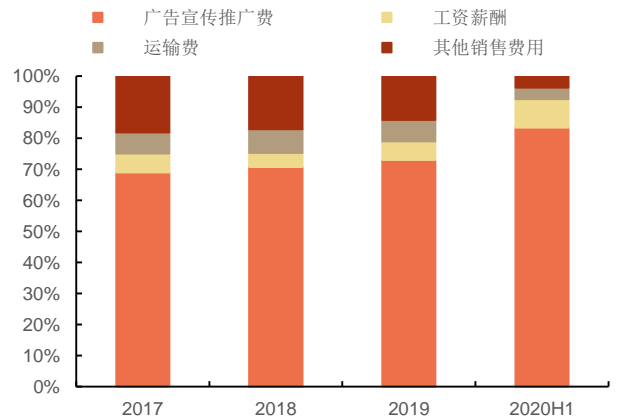
资料来源: 公司公告、申港证券研究所

图24: 销售毛利率持续提升、净利率保持高位



资料来源: 公司公告、申港证券研究所

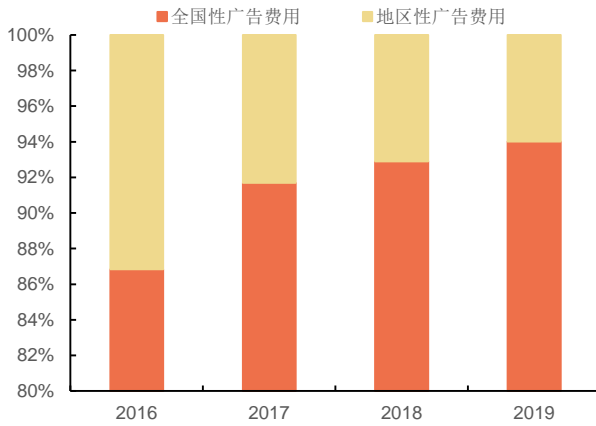
图25: 广告宣传费占销售费用比重较大



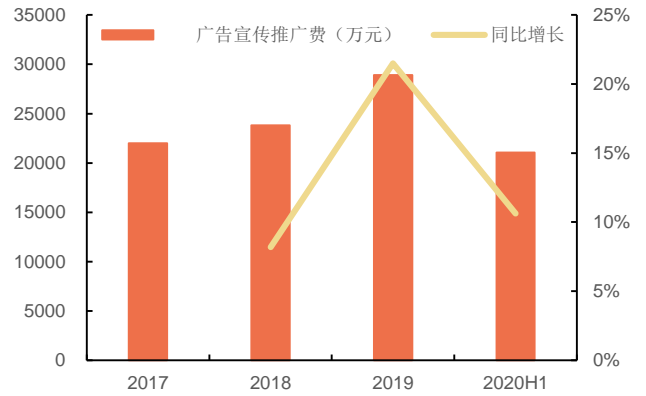
资料来源: 公司公告、申港证券研究所

图26: 全国性广告费用占比较大

图27: 广告宣传推广费及增速



资料来源：公司公告、申港证券研究所



资料来源：公司公告、申港证券研究所

3.4 省内渠道下沉省外点状拓展

3.4.1 省内一地一策加大渠道下沉

省内一地一策、强化团购和宴席渠道。2020年前三季度省内收入占比76.3%，安徽省仍是公司主要市场。区域拓展方面，省内在大商制模式下，坚持一地一策运作思路，厂家在各地主导进行差异化地强化酒店渠道掌控力及对重点工商企业、企事业单位等公关团购。成立团购管理部门，皖南重点建设团购渠道、皖北重点建设酒店宴席渠道。

加速乡镇市场渠道下沉。公司从2015年开始重点进行县城以下市场开拓，加速完善乡镇市场营销代理网络，加快渠道下沉节奏，公司在乡镇市场销售将持续提高、渠道基础更加扎实。

加大渠道切分和产品的新增招商，经销商数量持续攀升。公司从2015年开始逐步渠道切分、精细化管理，通过新产品分产品、分渠道增加招商的方式细化经销商经销范围、实现渠道精耕。省内经销商数量由2014年的261增加到2019年的419个。目前公司单个经销商业务规模仍大于竞品，预计公司会进一步加大新增招商，将形成大商与中小经销商在不同渠道和区域互补的局面，共同做大省内市场。

图28：2018年后省外营收增速超过省内

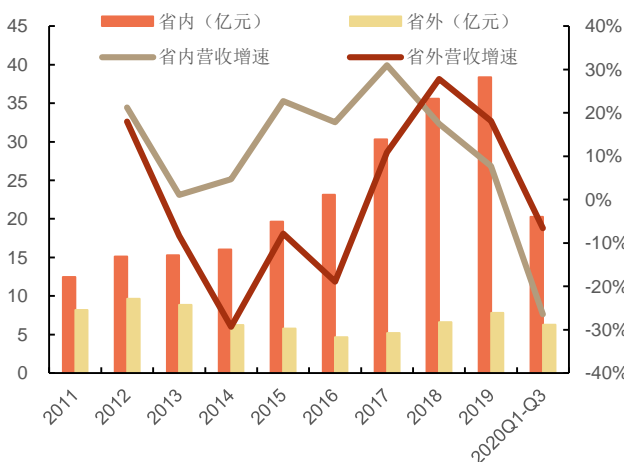
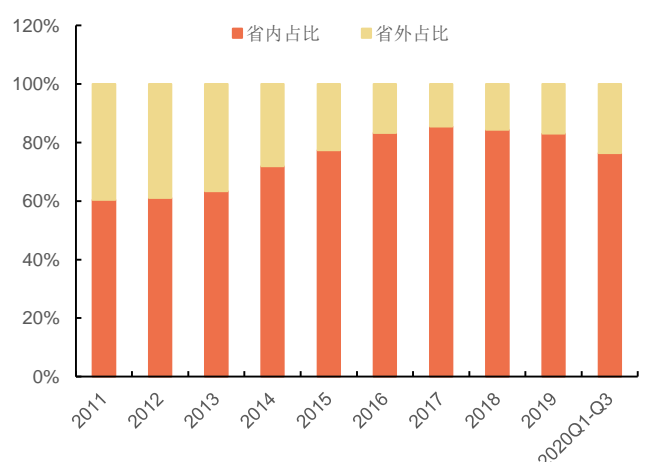
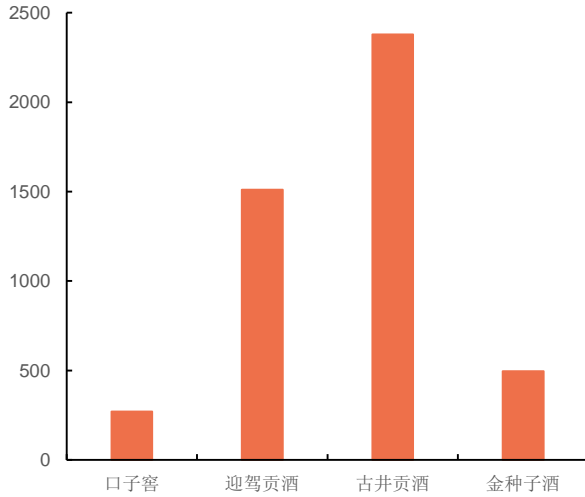


图29：省外营收占比开始扩大

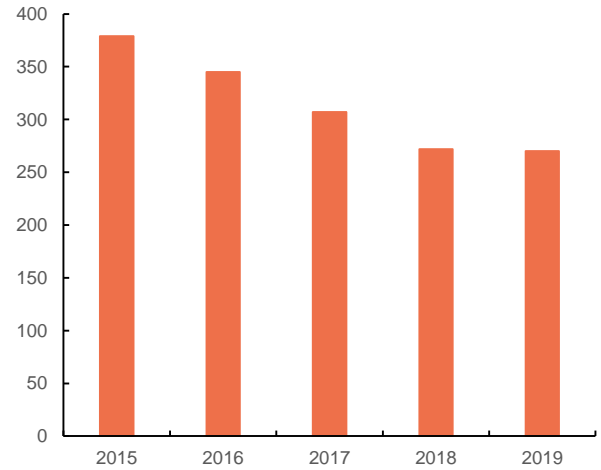


资料来源: 公司公告、申港证券研究所

资料来源: 公司公告、申港证券研究所

图30: 大商制下销售人员数量较竞品少


资料来源: 公司公告、申港证券研究所

图31: 销售人员数量保持稳定


资料来源: 公司公告、申港证券研究所

表13: 省内新招商和渠道下沉加快

年份	经销商数量	省内渠道下沉情况
2014	261	进一步拓展县级以下市场
2015	344	推进渠道基础建设, 强化县级以下区域市场运作
2016	348	进一步深化县乡镇市场, 精耕细作
2017	334	继续推进县级及以下区域市场深度运作, 对不具备发展潜力的经销商进行优化或淘汰
2018	352	坚持一地一策战略, 进一步推进渠道下沉, 强化重点市场渠道管控能力
2019-2020	419	省内持续渠道下沉, 经销商数量持续增加

资料来源: 公司公告、申港证券研究所

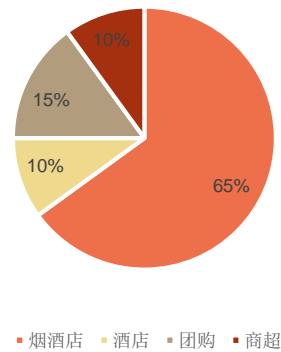
渠道聚焦, 侧重酒店和团购渠道。据渠道调研, 不同于古井和洋河等 70%以上在烟酒店渠道的模式, 口子窖烟酒店渠道占比约 50%。针对宴席和团购渠道差异化竞争。

表14: 部分区域以团购和宴席为主的差异化渠道

渠道	销售占比
渠道构成	
团购	10%
宴席	35% (婚宴 20%)
非宴席酒店	5%+
烟酒店等其他	小于 50%

资料来源: 渠道调研、申港证券研究所

图32：安徽白酒市场各流通渠道销售占比



资料来源：中国酒类流通行业白皮书 2020、申港证券研究所

3.4.2 省外由大商外派重新走出去

口子窖的省外扩张发展最初始于 2000 年利用盘中盘模式打下合肥市场以后，在行业上行期凭借产品香型的独特、产品结构卡位政商务升级需求、运作模式领先实现了省外的扩张。

经历扩张、收缩、再拓展的历程。2013 年后行业下行期，口子窖省外受到竞争越来越激烈，省外市场主动收缩、退回省内。2017 年开始，省内竞争激烈化、行业回暖，公司借助省内大商外派重新拓展省外。

充分发挥大商功能，大商外派拓展省外。在省外市场发展过程中，口子窖第二次拓展省外市场时采用大商捆绑模式，鼓励省内大商有省外资源的先走出去、助推省外市场复苏，如北京市场由合肥百维食品饮料有限责任公司负责开拓。

省外市场采取点状化策略发展重点市场。先由大商走出去，布局重点城市，聚焦优势资源对南京、郑州等重点市场进行突破，形成省外市场点状开拓、逐步培育品牌氛围的发展策略。

拓展收缩后重新走出去，省外扩张三大阶段：

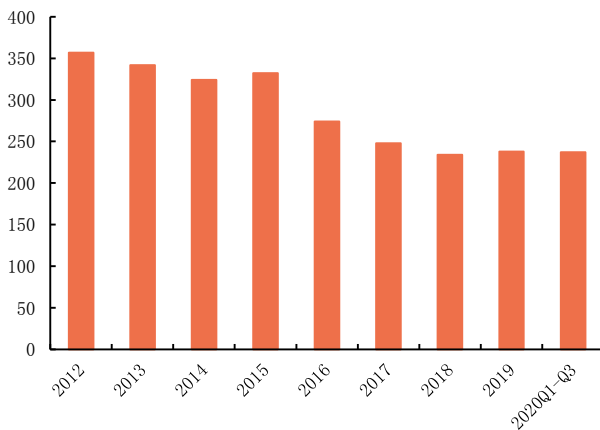
- ◆ **2000-2011 年省外扩张期。**此时白酒行业步入白酒黄金十年，量价齐升景气下带动各地市场快速扩容，价格带逐步攀升。口子窖凭借省内盘中盘模式进行重点开发，并集中公司优势资源围绕南京、西安、郑州等地进行重点突破，并通过与当地优质大商合作，掌握核心酒店终端资源。此时地产酒企业逐步发力布局基地市场，洋河在江苏市场推出蓝色经典系列、配合 1+1 深度协销模式，西凤推出系列化产品 6、9、15 年，复制盘中盘模式，公司面临激烈竞争。
- ◆ **2011-2016 年省外收缩期。**白酒行业发展经历调整至逐步回暖过程，行业集中度提升，名酒竞争加剧。口子窖收缩省外策略，重新将重心转移回省内，通过酒店、团购等渠道进行市场深耕。同时，省外削减经销商数量，加强渠道管控力度。此阶段，口子窖省外市场受到挤压，至 2016 年省外市场销售持续下滑。白酒行业黄金十年发展期中，地方名酒凭借属地优势，在酒店、团购等资源争

夺上占据优势，同时加大费用投入使得门槛越来越高，公司作为外来品牌，在地产酒竞争下份额遭到不断蚕食。

- ◆ **2017 年至今重新进行省外市场拓展。**行业回暖、消费升级及次高端扩容利好公司，以一地一策为重点开拓省外市场，采用厂商共建方式，通过“省内大商外派”将省内有意愿、有资源并长期合作的大商外派至省外进行市场开拓。通过省外经销商选择更加注重质量，从经销商意识、实力、队伍、网络和管理等方面进行动态评价管理，保持高质量的队伍。

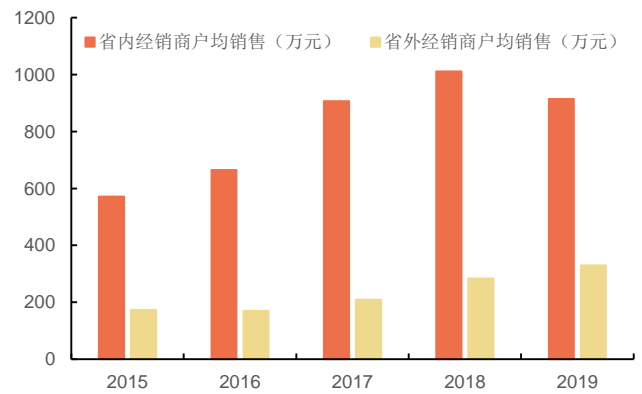
公司省外市场销售额稳步提升。2015 年行业回暖后，白酒行业整体呈现行业资源向名酒企业集中趋势。有余力的酒企在做好自身基地市场的同时，在省外点状拓展重点城市，营销和竞争方式逐步成熟。口子窖也重新梳理省外拓展战略，公司省外市场销售收入 2017-2019 年同比增长 11.02%、27.97%、9.37%。

图33：2016 年后消减优化省外经销商



资料来源：公司公告、申港证券研究所

图34：省外经销商户均销售规模远低于省内



资料来源：公司公告、申港证券研究所

表15：口子窖省外扩张情况

年份	省外扩张情况	拓展结果
1999	确定产品为 40.8 度口子窖	进军近安徽的南京市场
2000-2002	在攻下合肥市场后，重点布局省外南京、郑州、西安	扭亏为盈
2003-2012	确定在北方区域采用由点带面扩张、南方市场的机会市场布局 经销商数量：2012 年 357 个	在部分省会实现扩张
2013-2016	调整省外经销商团队，根据经销商能力和市场属性进行分层 经销商数量：保持稳定	省外收入开始下滑
2016	实行一地一策策略，加大经销商调整力度，省外经销商大幅减少 经销商数量：由 2015 年的 332 迅速降到 274	省外收入下滑
2017-2018	鼓励省内大商往省外市场拓展；拓展山东、河南、江苏、上海、浙江等白酒消费升级地区；	省外收入回升

年份	省外扩张情况	拓展结果
	继续对经销商团队优胜劣汰维持市场良性发展 经销商数量：持续优化到 2918 年的 234	
2019 年至今	持续优化省外经销商团队，进行渠道下沉和切分 经销商数量：2019 年 238	受疫情影响，省外下滑小于省内，省外率先复苏

资料来源：公司公告、公司官网、申港证券研究所

3.5 股权激励再释活力

机制方面在管理团队持股基础上，进一步扩大激励范围。公司 2020 年 3 月发布股份回购方案公告，提出拟用自有资金不低于人民币 1 亿元、不超过人民币 2 亿元，回购价格不超过 50 元每股，以集中竞价交易方式回购股份用于公司股权激励，预计将回购 400 万股股份（占总股本 0.67%）用于股权激励。

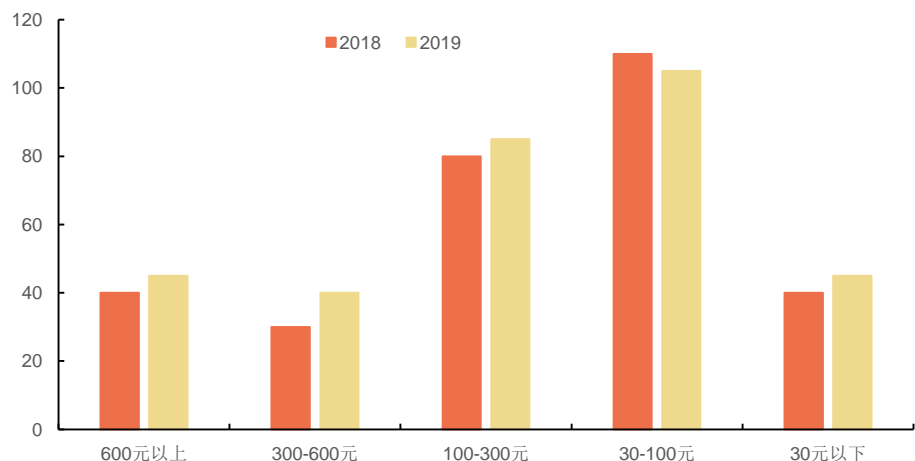
截止 12 月底已回购 1.49 亿元，股权激励实施将进一步提升中高层骨干的积极性、利好公司业绩长远发展。

4. 业绩提速可期

4.1 持续受益高增长价格带机会

省内升级价格带高增，口子窖持续受益：100 元以上是口子窖的优势价格带，省内增长空间充足。目前省内 100-300 元价格带规模约 86 亿，通过承接 100 元以下约 150 亿的消费升级，预计未来三年将保持年化 15% 以上的增速，提高到 120 亿元。300-600 元价格带目前规模 38 亿元，未来三年预计保持 20% 以上的增速，提高到 60 亿规模。此两个价格带合计增量约 60 亿元，口子窖价格带升级较早，品牌和渠道影响力强大，将优先受益市场扩容。

图35：安徽省内各价位带近两年市场容量



资料来源：中国酒类流通行业白皮书 2020、申港证券研究所

口子兼香品质消费群体忠诚稳定，口子品牌消费粘性高。目前口子核心产品 5 年于 1998 年推出，10 年、20 年窖 2000 年前后推出，6 年、30 年 08 年前后推出。相比之下，古井年份原浆系列 2008 年才开始面市，迎驾金星等 2003 年推出。口子窖核心产品创立时间早，且通过不断升级，口子 5 年以上产品已进入省内中高档消费品牌，结构较高。兼香品类是高风味香型、消费粘性高，在省内拥有一批忠实消费者。

省内消费升级持续，口子窖系列卡位主流价位带。目前安徽市场 200 元以上价位带表现更优，在今年疫情下中低端消费影响延续，渠道补货动力优于 100 元以下产品。疫情恢复后中秋国庆期间宴席和餐饮渠道恢复良性、口子窖 10、20 年动销优于往年。

公司经营稳健，产品结构优秀，持续受益升级与集中趋势，伴随渠道下沉提速，有望持续挤占县乡市场百元价位段份额。

4.2 大商制与时俱进走出新模式

大小商制无必然优劣之分。公司为厂商合作型企业，大商制在过去创造了口子窖的辉煌。渠道大小商制并无必然优劣之分，青岛啤酒等在 2010 年前后也采用大商制获得了快速的发展。大商制下公司获得了稳健的经营风格，厂商合作稳定、渠道秩序和经销商发展更易实现良性健康。

口子窖大商制与时俱进，厂商紧密优势持续发挥。公司近年加大了分产品分渠道的补充招商、加强对大商的经营参与度和管理力度，在经营上也探索新模式。根据渠道调研，公司在淮北市场与经销商顺达商贸合作计划开 100 家直营烟酒连锁店顺达易购，目前已开 30 多家。可以有效对冲当地的市场秩序问题、聚焦开拓烟酒店渠道，目前顺达易购探索会员制经营，积分和礼品等多种形势直达用户，消费者获得更大优惠。

同时，推进大商的二级分销商和终端门店的分类切分，针对渠道商资源进行不同价位产品的铺货和推广，通过厂家在渠道链条上管理更近一步带动大商积极性，同时，聚焦资源投入带动产品销售增长。

公司也在对经销商进行不断汰换，随着竞争的加剧，预计经销商改革会不断进行，经销商体系的焕新将提高经销商培育市场的动力，利于后期新品推广和区域精耕。

4.3 省外市场焕新发展由点成势

第一轮全国化打下良好的品牌基础。口子窖第一轮省外拓展中，凭借独特的兼香品质、盘中盘运作模式，在华东和西安、郑州等华北城市打下良好的基础，消费者基础牢固。

提质后的经销商助推省外高质量发展，点上突破后以点带面。通过省内经销商外派重新聚焦开拓省外市场，如合肥、安庆等实力经销商外派省外，一地一策实现点上突破后通过当地招商可实现以点带面、最终形成市场势能。

公司加大全国化品牌宣传力度，助推销售提速。口子窖在第一轮省外拓展中奠定了品牌力的基础，随着公司加大全国性广告投放，口子良好的品质和品牌优势将助推公司省外市场的销售提速。

当前公司在江苏、山东、河南、北京等重点地区市场进行了布局，处于基础渠道的建设阶段，在省外采取稳步推进稳扎稳打的思路。预计随着品牌知名度、消费群体培育迈过拐点，省外销售将实现放量增长。

表16：公司省外重点白酒市场规模空间较大

省份	市场规模 (亿元)	当地代表品牌
江苏	400	洋河、今世缘
山东	390	景芝、扳倒井、古贝春、趵突泉
北京	236	牛栏山、红星
河北	200	老白干
上海	200	全国名酒
河南	485	彩陶坊、宋河、赊店

资料来源：中国酒类流通行业白皮书 2020、申港证券研究所

省外恢复快于省内，疫情后恢复速度优于省内。2020Q1-Q3 省内外比重 76:24，省内外增长率分别为-26.4%、-6.6%；其中 Q3 省内增长 2.9%、省外增长 26.9%，省外获得高于远高于省内的营收恢复。随着省内竞争的激烈化，省外市场继续扩张，省外市场增量或将引领口子窖未来增长。

省外次高端格局尚未定型，口子窖拥有比较优势。目前高端品牌格局已形成，中低端省外市场外来品牌遇到地产品牌竞争助力较大，次高端对品牌力和产品力有一定要求，口子窖兼香领导者地位和产品差异化具备竞争优势，有利于培养顾客认知。公司口子 20 年以上产品卡位次高端，点上突破机会大。

季度回弹趋势已现，将加速业绩修复。2020Q3 口子窖营收增长 6.75%，单季度营收转正。净利润降幅收窄至-5.86%。预计下半年疫情恢复后，中秋国庆及春节备货带动下旺季销售会进一步加速，提高公司业绩增幅。随着经济复苏、省内价格带扩容、股权激励落地等利好因素叠加，预计公司将加速业绩修复，恢复到双位数以上增长。

5. 盈利预测

在安徽省内消费升级、集中化利好龙头企业的长期趋势下，公司大商制经销商体系改革后厂家增加主导性、针对性拓展团购和宴席等渠道、加强乡镇市场的持续下沉

等营销变革举措，将增强企业竞争力、带动公司份额的持续提升。

随着主流消费升级到150-300元以上，公司针对性加大口子10年以上产品的推广，高端产品将延续三季度增长趋势，持续拔高公司产品结构。

对未来公司经营情况假设如下：

成长性：

1、高端产品系列：公司第三季度高端产品收入增长8.85%，为今年以来的首个单季度为正。随着150-300元价格带的扩容，公司御尊小池窖及初夏仲秋、10年以上产品占比将进一步提高。受今年疫情及公司主动调整的影响，前三季度高端系列下滑21.55%，四季度回复带动下全年下滑收窄。高端系列预计2020-2022年增速-9.3%、16.1%、14.5%。

2、中端老口子、口子美酒系列：2020年前三季度下滑54.3%、其中第三季度下滑收窄至24.9%，未来中端产品销售占比将稳重有降低，下滑幅度逐步放缓。预计2020-2022年营收增速-22.3.0%、5.2%、6.4%。

3、低端口子酒系列：2020年前三季度下滑27.8%，其中第三季度下滑19.2%。消费升级下预计2020-2022年增速-12%、-8%、-8%。

盈利能力：

1、毛利率：省内价格带升级及公司主推中高端产品带动下，高端酒结构占比提高势必带来整体毛利率的提升，预计毛利率将逐年提升，2020-2022年可到74.87%、75.50%、75.78%。

2、销售费用率：公司省内渠道下沉、聚焦团购宴席渠道的费用投放、提高全国性品牌广告投放、开拓省外市场等营销改革背景下，公司已开始加大费用投入，预计近年应对省内竞争和省外市场拓展需要，整体销售费用仍将保持高位。未来随着整体销售提升将摊薄销售费用，预计销售费用率逐步下降，2020-2022年预计为14.10%、13.00%、13.10%。

3、管理费用率：满足公司改革所需，公司管理费用提升，在2020年达高位后预计明后年费用率同比下降，2020-2021年可达5.50%、5.40%、5.10%。

投资建议：预计公司2020-2022年的营业收入分别为42.27、48.73、55.50亿元，归属于上市公司股东净利润分别为13.94亿元、16.45亿元和19.10亿元，每股收益分别为2.32元、2.74元和3.18元，对应PE分别为31.61X、26.78X和23.07X。增长提速叠加估值修复给与2021年32倍PE，目标价格87.68元，首次覆盖给予“买入”评级。

表17: 可比公司估值: 口子窖低于平均水平 (数据截止1月7日)

证券简称	收盘价 (元)	市值 (亿元)	PE			EPS		
			20E	21E	22E	20E	21E	22E
今世缘	65.60	823	52.50	42.06	34.00	1.25	1.56	1.93
山西汾酒	423.69	3693	132.30	102.88	81.55	3.20	4.12	5.19
洋河股份	256.00	3858	50.81	44.39	38.94	5.04	5.77	6.57
水井坊	97.09	474	67.80	51.29	41.86	1.43	1.89	2.32
古井贡酒	285.50	1438	67.96	53.52	44.31	4.20	5.32	6.42
迎驾贡酒	40.33	323	34.78	26.91	22.16	1.16	1.50	1.82
金徽酒	39.70	201	68.84	56.24	45.84	0.58	0.71	0.87
舍得酒业	85.55	288	54.86	44.13	36.35	1.56	1.94	2.35
老白干酒	33.40	300	88.15	67.96	57.97	0.38	0.49	0.58
顺鑫农业	71.95	534	65.43	47.96	37.78	1.10	1.50	1.90
均值			68.34	53.73	44.08	1.99	2.48	3.00
口子窖	73.45	441	31.61	26.78	23.07	2.32	2.74	3.18

资料来源: wind、申港证券研究所 注: 除口子窖外其他公司预测均来自 Wind 一致预测

利润表		单位:百万元					资产负债表					单位:百万元					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4269	4672	4227	4874	5550	流动资产合计	6411	6888	7959	8797	10143						
营业成本	1094	1169	1062	1194	1344	货币资金	1272	1533	1323	1779	2394						
营业税金及附加	680	710	588	709	789	应收账款	13	4	8	7	9						
营业费用	336	396	596	634	712	其他应收款	4	2	1	2	2						
管理费用	179	219	232	263	283	预付款项	6	34	19	21	24						
研发费用	5	5	15	6	6	存货	2016	2333	2445	2617	3020						
财务费用	-8	-13	-11	-12	-11	其他流动资产	2266	4	1123	1295	1475						
资产减值损失	7	-4	0	0	0	非流动资产合计	2431	2613	2523	2573	2519						
公允价值变动收益	0	35	18	26	22	长期股权投资	0	0	0	0	0						
投资净收益	84	60	72	66	69	固定资产	1326	1589	1511	1518	1471						
营业利润	2060	2278	1831	2171	2515	无形资产	464	445	434	423	413						
营业外收入	5	2	5	4	4	商誉	0	0	0	0	0						
营业外支出	4	8	2	5	4	其他非流动资产	23	24	22	26	29						
利润总额	2061	2272	1834	2169	2516	资产总计	8842	9501	10482	11370	12662						
所得税	528	552	440	524	606	流动负债合计	2602	2365	2497	2507	2723						
净利润	1533	1720	1394	1645	1910	短期借款	0	0	190	0	0						
少数股东损益	0	0	0	0	0	应付账款	193	226	193	217	244						
归属母公司净利润	1533	1720	1394	1645	1910	预收款项	918	800	816	941	1072						
EBITDA	2617	2832	1959	2312	2662	一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0						
EPS (元)	2.55	2.87	2.32	2.74	3.18	非流动负债合计	73	125	125	125	125						
主要财务比率						长期借款	0	0	0	0	0						
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	应付债券	0	0	0	0	0						
成长能力						负债合计	2675	2490	2622	2632	2848						
营业收入增长	18.50%	9.44%	-9.52%	15.29%	13.88%	少数股东权益	0	0	0	0	0						
营业利润增长	31.98%	10.59%	-19.60%	18.52%	15.89%	实收资本 (或股本)	600	600	600	600	600						
归属于母公司净利润增长	37.62%	12.24%	-18.96%	18.03%	16.11%	资本公积	977	977	1000	1000	1000						
获利能力						未分配利润	4231	5075	5900	6779	7854						
毛利率(%)	74.37%	74.97%	74.87%	75.50%	75.78%	归属母公司股东权益合计	6167	7012	7860	8739	9814						
净利率(%)	35.90%	36.82%	32.98%	33.76%	34.42%	负债和所有者权益	8842	9501	10482	11370	12662						
总资产净利润(%)	17.33%	18.10%	13.30%	14.47%	15.09%	现金流量表						单位:百万元					
ROE(%)	24.85%	24.53%	17.74%	18.83%	19.47%		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E						
偿债能力						经营活动现金流	1120	1297	94	1512	1452						
资产负债率(%)	30%	26%	25%	23%	22%	净利润	1533	1720	1394	1645	1910						
流动比率	2.46	2.91	3.19	3.51	3.73	折旧摊销	112	135	139	153	158						
速动比率	1.69	1.93	2.21	2.47	2.62	财务费用	-8	-13	-11	-12	-11						
营运能力						应付帐款减少	-1	9	-4	2	-3						
总资产周转率	0.52	0.51	0.42	0.45	0.46	预收帐款增加	62	-117	16	125	131						
应收账款周转率	339	552	704	653	697	投资活动现金流	-749	-95	41	-111	-13						
应付账款周转率	19.62	22.35	20.19	23.75	24.04	公允价值变动收益	0	35	18	26	22						
每股指标 (元)						长期股权投资减少	0	0	0	0	0						
每股收益(最新摊薄)	2.55	2.87	2.32	2.74	3.18	投资收益	84	60	72	66	69						
每股净现金流(最新摊薄)	-0.13	0.50	-0.35	0.76	1.03	筹资活动现金流	-450	-900	-345	-945	-824						
每股净资产(最新摊薄)	10.28	11.69	13.10	14.56	16.36	应付债券增加	0	0	0	0	0						
估值比率						长期借款增加	0	0	0	0	0						
P/E	28.80	25.59	31.61	26.78	23.07	普通股增加	0	0	0	0	0						
P/B	7.15	6.29	5.61	5.04	4.49	资本公积增加	0	0	23	0	0						
EV/EBITDA	14.20	13.03	21.33	17.83	15.09	现金净增加额	-79	302	-210	455	615						

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

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

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港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，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港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法律责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上