

结构调整拐点逐步接近，武陵酱酒驱动盈利改善



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **主动调整产品结构，着眼长期升级趋势。**公司于 18 年完成对丰联酒业的收购后，构建了多香型、多品牌、多区域共同发展的新格局。17 年来，公司主动调整衡水老白干等品牌的产品结构，削减中低端产品，以价带量的推动收入的增长，预计收入拐点将逐步接近。河北白酒价格带升级明显，对比江苏和安徽市场，潜力巨大；公司加强布局中高端产品，未来将逐步受益。文王贡酒和孔府家酒作为安徽和山东的知名地产酒品牌，随着公司的经营管理能力与资源进一步整合，预计未来将主要以价格提升拉动业绩增长。
- **需求旺盛产能扩张，武陵酱酒加速增长。**酱酒市场持续火热，2020 年市场规模同比增长 15%至约 1,550 亿元，占白酒市场的约 27%。受自然环境、酿造条件等的影响，湖南是国内重要的酱酒生产地区与消费市场，测算湖南市场酱酒份额达到约 30%。武陵酱酒诞生传奇，是中国十七大名酒之一，采取经典大曲酱香白酒酿造工艺，产品品质比肩茅台。武陵酒量价齐升，15 至 20 年，销量和吨价的年化增速分别达到 15.2%和 15.4%；产品以中高端产品为主，多款产品销售价格在千元以上。武陵酒以长沙为重要突破口，销售额快速增长，为未来走出常德、布局湖南、以及全国化奠定坚实基础。20 年 5 月，武陵酱酒基酒产能扩张项目开工，21 年有望投产；结合武陵酒的基酒库存以及产能扩张计划，20 至 25 年间有望支撑销量实现年化 24%的增长。武陵酱酒的营收高增将有效推动公司整体盈利水平的提升。
- **高端产品提升明显，净利改善空间巨大。**受益于公司的主动调整和削减中低端产品、以及武陵酒的收入快速增长，公司高档酒产品增长明显，推动吨价和毛利率稳定提升。拆分公司各板块的净利率水平，我们认为武陵酒在未来 3 年有望拉动丰联酒业净利率提升至 24%，进而拉动公司整体净利率提升至 16%。但对比其他白酒上市公司，公司未来净利率仍有巨大改善空间。

财务预测与投资建议：受益于公司主动调整结构，加强布局中高端产品，以及武陵酒的盈利贡献提升，我们预测公司 21-23 年每股收益分别为 0.61、0.77 和 0.93 元（原 21-22 年预测为 0.49、0.58 元）。结合可比公司估值，给予公司 21 年 47 倍 PE，对应目标价 28.67 元，维持买入评级。

风险提示：河北省内竞争加剧、武陵酱酒增长不及预期、消费升级不及预期。

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,030	3,598	3,959	4,553	5,151
同比增长(%)	12.5%	-10.7%	10.0%	15.0%	13.1%
营业利润(百万元)	475	435	723	917	1,106
同比增长(%)	18.4%	-8.5%	66.3%	26.9%	20.6%
归属母公司净利润(百万元)	404	313	547	688	832
同比增长(%)	15.4%	-22.7%	74.8%	25.9%	20.9%
每股收益(元)	0.45	0.35	0.61	0.77	0.93
毛利率(%)	61.5%	64.7%	67.0%	68.6%	69.7%
净利率(%)	10.0%	8.7%	13.8%	15.1%	16.1%
净资产收益率(%)	13.4%	9.3%	14.9%	16.8%	18.2%
市盈率	60.5	78.3	44.8	35.6	29.4
市净率	7.4	7.1	6.3	5.7	5.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年07月19日)	24.79元
目标价格	28.67元
52周最高价/最低价	36.6/10.57元
总股本/流通A股(万股)	89,729/89,729
A股市值(百万元)	22,244
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2021年07月20日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	0.57	-11.62	2.07	90.11
相对表现	2.26	-7.07	7.72	80.41
沪深300	-1.69	-4.55	-5.65	9.7



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 叶书怀

yeshuhuai@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517090002

证券分析师 蔡琪

021-63325888*6079
caiqi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519080001

联系人

周翰
021-63325888*7524
zhouhan@orientsec.com.cn

相关报告

加码高档推进升级，主动调整静待转机 2020-08-31

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

一、主动调整产品结构，着眼长期升级趋势	5
1.1 老白干酒历史悠久，收购整合再次启航	5
1.2 河北白酒升级有望加速，公司积极调整拐点将近	6
1.3 加强中高端产品布局，文王贡孔府家价升明显	9
二、需求旺盛产能扩张，武陵酱酒加速增长	12
2.1 酱酒需求旺盛持续扩容，武陵酱酒市场机会凸显	12
2.2 武陵酱酒诞生传奇，产品品质比肩茅台	14
2.3 武陵酱酒量价齐升，布局高端发力长沙	17
2.4 产能建设支撑未来增长，武陵酒推动公司盈利提升	19
三、高档产品提升明显，净利改善空间巨大	21
四、盈利预测与投资建议	23
4.1 盈利预测	23
4.2 投资建议	25
五、风险提示	26

图表目录

图 1: 公司股权和经营结构 (截至 2021 年 4 月 6 日)	5
图 2: 2020 年公司营业收入构成	6
图 3: 2020 年公司毛利构成	6
图 4: 衡水老白干 (含十八酒坊) 营业收入及增速	6
图 5: 衡水老白干 (含十八酒坊) 销量及吨价	6
图 6: 2015-2020 年板城烧锅酒营业收入	8
图 7: 2015-2020 年板城烧锅酒销量及吨价	8
图 8: 2019 年河北省白酒市场份额	8
图 9: 河北省白酒主流价格带变化	8
图 10: 河北省各价格带的代表品牌产品	9
图 11: 2015-2020 年文王贡酒营业收入	10
图 12: 2015-2020 年文王贡酒销量及吨价	10
图 13: 安徽省各区域主要白酒品牌分布	10
图 14: 2015-2020 年孔府家酒营业收入	11
图 15: 2015-2020 年孔府家酒销量及吨价	11
图 16: 山东省各区域主要地产酒品牌分布	11
图 17: 酱香型白酒市场规模、增速及市场份额	12
图 18: 2020 年不同香型白酒的产能、收入和利润的占比	12
图 19: 2020 年来茅台及系列酒批价情况 (元/瓶)	13
图 20: 2020 年来其他部分酱酒产品批价情况 (元/瓶)	13
图 21: 国内重要酱酒产地及市场分布	13
图 22: 2019 年湖南酱酒占白酒流通规模比重	14
图 23: 2019 年重要酱酒市场的酱酒份额对比	14
图 24: 武陵酒主要发展历程	15
图 25: 武陵酱酒的酿造工艺	16
图 26: 1981 年全国白酒评比的酱酒排名	16
图 27: 武陵酒营业收入及增速	17
图 28: 武陵酒销量和吨价拆分	17
图 29: 2018-2020 年武陵酒毛利率变化	18
图 30: 2018-2020 年武陵酒营业利润率变化	18
图 31: 武陵酒的终端直达和客户直达营销模式	18
图 32: 武陵酒销售收入的渠道分布 (2017 年 1-9 月)	18
图 33: 湖南省高端酒流通规模 (批发价格) 稳定增长	19

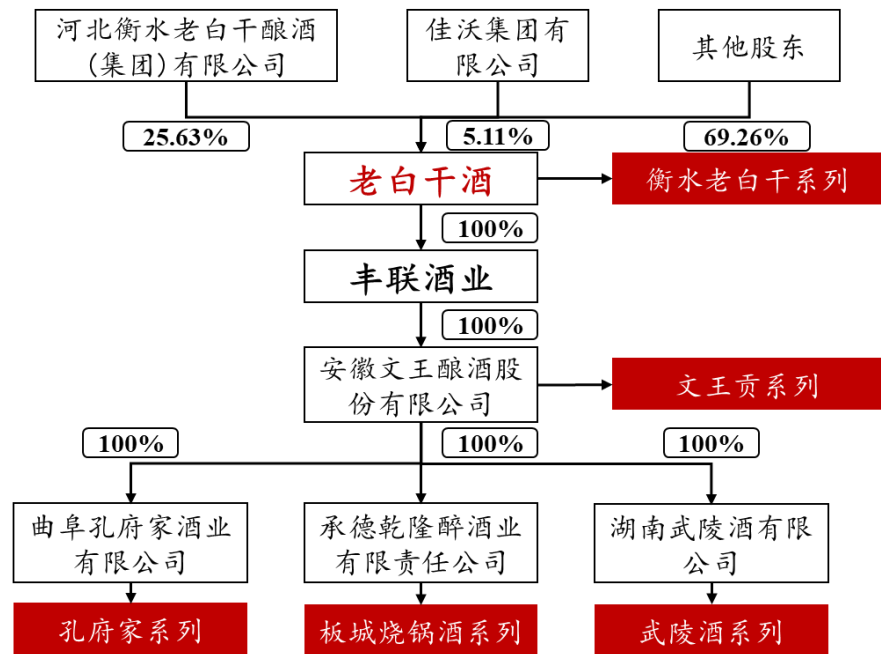
图 34：2019 年湖南省高端白酒市场份额测算	19
图 35：武陵酒长沙地区收入	19
图 36：武陵酒各香型酒未来销量预测（吨）	20
图 37：武陵酒未来收入及增速预测	20
图 38：2020 年武陵酒和公司其他酒吨价对比	21
图 39：2020 年武陵酒和公司其他酒毛利率对比	21
图 40：2015-2020 年公司不同档次酒的营业收入（亿元）	21
图 41：2015-2020 年公司不同档次酒的销量（吨）	21
图 42：2015-2020 年公司不同档次酒的吨价（万元/吨）	22
图 43：2015-2020 年公司不同档次酒的毛利率	22
图 44：2015-2020 年公司不同板块净利率趋势	22
图 45：2018-2020 年丰联酒业各板块净利率测算	22
图 46：2020 年白酒上市公司净利率水平	23
表 1：衡水老白干品牌和十八酒坊品牌的中高端核心产品（老白干香型）	7
表 2：河北省、江苏省和安徽省居民人均收入水平和白酒主流价格带对比	9
表 3：文王贡酒品牌和孔府家酒品牌的中高端部分产品（浓香型）	11
表 4：武陵酒的酱酒产品结构	15
表 5：武陵酱酒“三胜茅台”的评比	17
表 6：公司基酒产能规划设计（吨，60 度）	20
表 7：公司盈利预测调整表	24
表 8：公司业务预测调整表	25
表 9：可比公司估值表	25

一、主动调整产品结构，着眼长期升级趋势

1.1 老白干酒历史悠久，收购整合再次启航

老白干酒的酿造历史悠久，最早可以追溯到汉朝时期，唐朝时已声名远扬。1946年，国家将衡水十八家传统私营酿酒作坊收归国有组建“冀南行署地方国营衡水制酒厂”，成为新中国第一家白酒生产企业；2002年10月，公司在上交所上市，是河北省酿酒行业唯一一家上市公司。公司上市后业务稳定发展，2018年完成对丰联酒业的收购，将板城烧锅酒（河北）、文王贡酒（安徽）、孔府家酒（山东）和武陵酒（湖南）四个知名地方白酒品牌收入麾下，通过丰联酒业实现100%控股，构建多香型、多品牌、多区域共同发展的新格局。

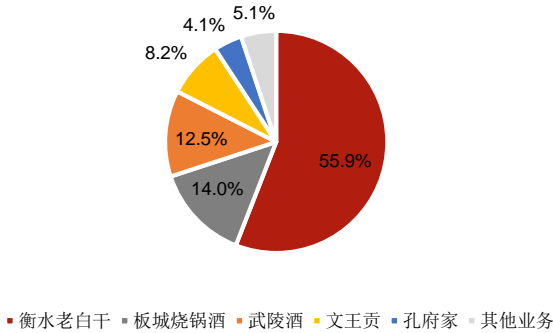
图 1：公司股权和经营结构（截至 2021 年 4 月 6 日）



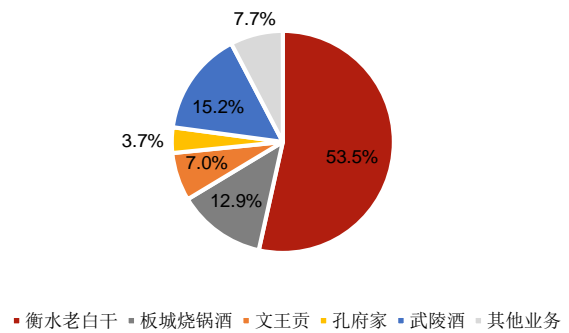
资料来源：公司公告、东方证券研究所

衡水老白干是收入主力，武陵酒盈利能力较强。2020年，公司实现营业收入36.0亿元，其中衡水老白干（含十八酒坊）仍是收入的第一来源，实现收入20.1亿元（占比55.9%），板城烧锅酒收入5.1亿元（占比14.0%），武陵酒收入4.5亿元（占比12.5%），文王贡收入3.0亿元（占比8.2%），孔府家收入则仅1.5亿元（占比4.1%）。

毛利方面，衡水老白干（含十八酒坊）2020年毛利12.5亿元（占比53.5%）；受益于较高的毛利率，武陵酒毛利3.5亿元，占比15.2%，超过营收贡献2.7pct；板城烧锅酒毛利3.0亿元（占比12.9%）。

图 2：2020 年公司营业收入构成


资料来源：公司公告、东方证券研究所

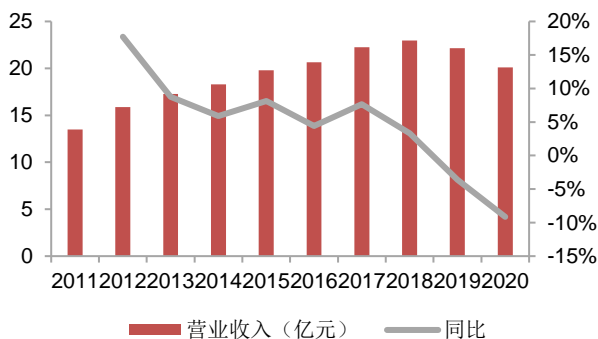
图 3：2020 年公司毛利构成


资料来源：公司公告、东方证券研究所

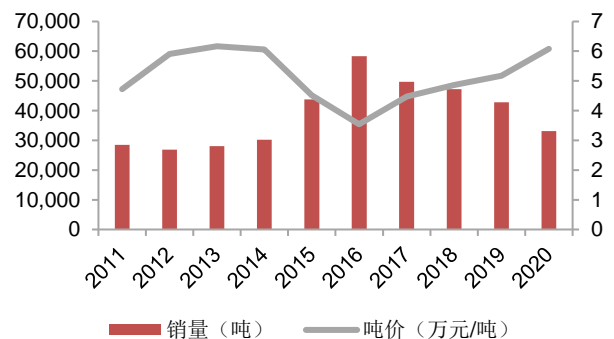
1.2 河北白酒升级有望加速，公司积极调整拐点将近

● 老白干酒主动调整，增长拐点逐步接近

河北市场目前仍是公司的大本营市场，2020 年收入 22.5 亿元，占白酒收入 65.9%，主要由衡水老白干（含十八酒坊）和板城烧锅酒两大板块构成。衡水老白干板块 2011 年至 2018 年间收入从 13.5 亿元增长到 23.0 亿元（CAGR+7.9%），但 2019、2020 年收入连续两年出现下滑。从增长阶段来看，2014 年至 2016 年，公司采取了以价换量的策略，销量快速增长但吨价下行明显，这种策略短期效果明显但却对品牌力形成侵蚀。2017 年开始，公司开始主动调整和削减中低档产品，将增长重心提升至次高端产品；受益于该策略的执行，衡水老白干吨价从 2016 年的 3.5 万元/吨提升至 2020 年的 6.1 万元/吨（CAGR+14.4%）。公司主动削减中低端产品导致 2019 年衡水老白干收入下滑，2020 年则由于疫情影响收入进一步下滑。但我们认为，近两年的收入调整是短期影响，高端化的策略将在长周期内提升老白干酒的品牌力，进而以价带量推动收入增长，预计收入拐点将逐步接近。

图 4：衡水老白干（含十八酒坊）营业收入及增速














资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 5：衡水老白干（含十八酒坊）销量及吨价


资料来源：公司公告、东方证券研究所

衡水老白干酒原先 SKU 数目过多，品类繁杂，大幅减弱了品牌力，公司主动调整后，SKU 已经由原先的 700 多个减少到 2020 年的不足 100 个，且预计未来将进一步缩减。目前，公司衡水老白干品牌的中高端产品聚焦在 1915、古法系列、五星系列等，十八酒坊品牌的中高端产品聚焦在醇柔、陶藏等产品上，推动整体产品结构升级。

表 1：衡水老白干品牌和十八酒坊品牌的中高端核心产品（老白干香型）

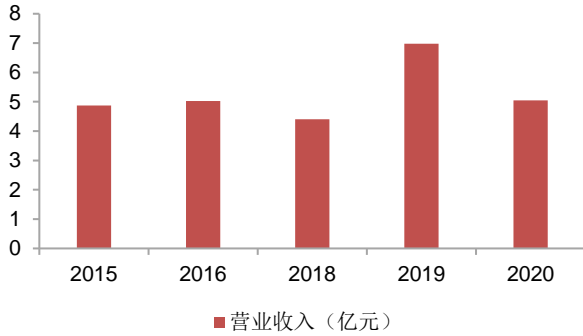
品牌	产品	规格	指导价	产品图片	品牌	产品	规格	指导价	产品图片	
衡水老白干	1915	39%vol 500ml / 67%vol 500ml	1688/3288		十八酒坊	醇柔 20	39%vol 480ml	899		
	古法三十	39%vol 500ml	899			甲等 15	39%vol 480ml	448		
	古法二十年	39%vol 500ml / 67%vol 500ml	698/698			陶藏 12	39%vol 480ml	338		
	古法十五年	52%vol 500ml	438			陶藏 10	38.8%vol 480ml	248		
	古法十年	52%vol 500ml	338			醇柔 8	39%vol 480ml	168		
	红五星	39%vol 500ml / 67%vol 500ml	399/399							
	中国红	67%vol 500ml	249							

资料来源：公司官网、京东、东方证券研究所

● 板城吨价稳步上行，疫情影响逐步消失

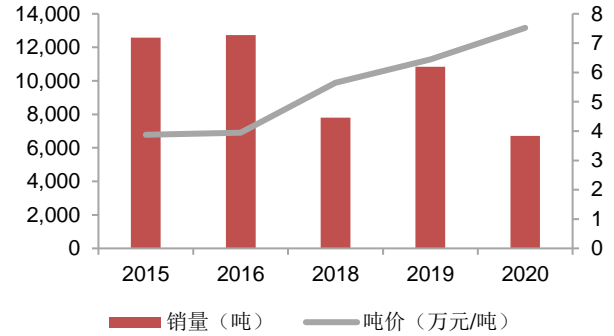
板城烧锅酒是公司在河北市场的另一重要品牌，公司在 2018 年完成收购后，推动其结构升级的趋势明显，吨价从 2016 年的 3.9 万元/吨提升至 2020 年的 7.5 万元/吨。2019 年，板城烧锅酒收入达到 6.97 亿元，较以往 5 亿元左右的收入规模提升明显，结构升级的策略效果有所显现。随着疫情的影响逐步消失，板城烧锅酒收入有望进入逐步增长的区间。

图 6：2015-2020 年板城烧锅酒营业收入



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 7：2015-2020 年板城烧锅酒销量及吨价



资料来源：公司公告、东方证券研究所

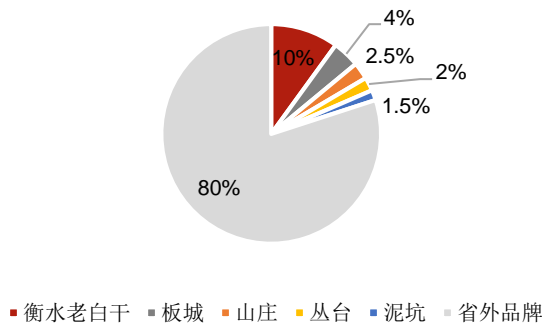
● 河北市场价格带升级，公司加强布局潜力显现

河北白酒市场属于半开放型市场，包容性大，省外品牌较多，其中茅台、剑南春、泸州老窖、郎酒、洋河和古井贡酒等在河北市场发展较好。据估计，2019 年河北市场 80% 的份额被省外品牌所占据，省内品牌中衡水老白干和板城烧锅酒份额领先，分别达到 10% 和 4% 左右。

河北省的白酒主流消费包括主流价位在 10-25 元的光瓶酒，以及 100 元以上的盒装酒两种类型。在近年来的消费升级推动下，河北盒装酒的大众消费从几十元的价格带发展至 100-200 元左右，商务消费从 100 元发展至 300-500 元左右，价格带上移明显。

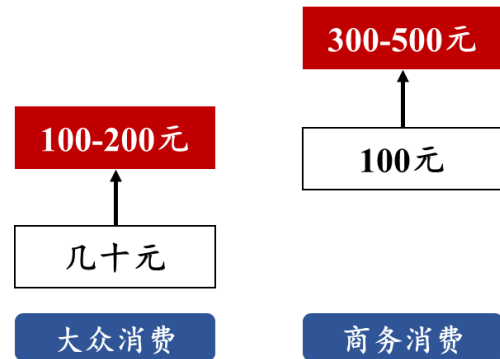
白酒消费风格上，河北白酒消费低度趋势明显，主流度数在 38°~42° 之间；代表度数包括衡水老白干的主力产品 39° 和 41°，以及省外品牌泸州老窖的 38° 等。

图 8：2019 年河北省白酒市场份额



资料来源：乐酒圈、东方证券研究所

图 9：河北省白酒主流价格带变化



资料来源：中国酒类流通协会、乐酒圈、东方证券研究所

经济发展拉动居民消费水平提升，进而推动白酒消费升级的趋势是白酒行业发展的主逻辑。对比江苏、安徽两个重要的白酒市场，2020 年河北的人均收入水平落后于江苏约 5 年，落后于安徽约 1 年。目前江苏主流白酒消费价格带已经提升到 200-400 元，安徽已经提升到约 200 元；对比而言，河北市场未来价格带仍有很大提升空间，随着经济发展，价格带提升有望加速。

表 2：河北省、江苏省和安徽省居民人均可支配收入水平和白酒主流价格带对比

常住居民人均可支配收入（万元）	河北		江苏		安徽	
	城镇	农村	城镇	农村	城镇	农村
2015	2.62	1.11	3.72	1.63	2.69	1.08
2016	2.82	1.19	4.02	1.76	2.92	1.17
2017	3.05	1.29	4.36	1.92	3.16	1.28
2018	3.30	1.40	4.72	2.08	3.44	1.40
2019	3.57	1.54	5.11	2.27	3.75	1.54
2020	3.73	1.65	5.31	2.42	3.94	1.66

目前白酒主流消费价格带	100-200 元	200-400 元	200 元左右
-------------	-----------	-----------	---------

资料来源：国家统计局、中国酒类流通协会、酒业家、东方证券研究所

我们认为，公司积极推动结构升级，加强次高端、中高端产品的布局与推广，将在未来逐步受益。目前，河北中高档各价格带，公司均有代表产品布局，包括：1) 100-300 元价格带的老白干青花系列、老白干古法 5/8、十八酒坊醇柔 8/陶藏 10、板城 6/9 号等；2) 300-800 元价格带的老白干古法 15/20/30、十八酒坊醇柔 20 等；3) 800 元以上价格带的老白干 1915 等。

图 10：河北省各价格带的代表品牌产品

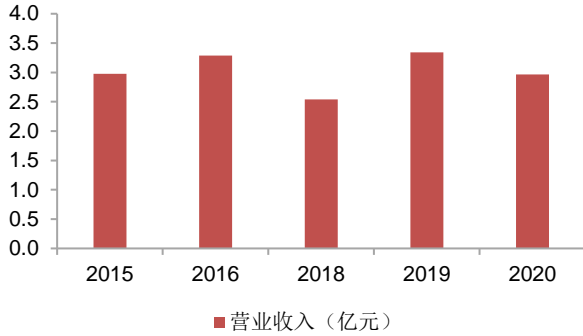
800元以上	省内品牌	老白干1915 山庄皇家窖藏20 丛台窖龄原浆30
	省外品牌	茅台 五粮液 国窖1573 剑南春
300-800元	省内品牌	老白干古法15/20/30 十八酒坊20 山庄皇家窖藏16 丛台窖龄原浆20
	省外品牌	水晶剑 郎酒 水井坊 沱牌舍得 汾酒 习酒
100-300元	省内品牌	老白干青花系列 老白干古法5/8 十八酒坊醇柔8 十八酒坊陶藏10 板城6/9号 山庄皇家窖藏9/10 丛台窖龄原浆9/贞元系列 泥坑白瓶
	省外品牌	金六福 洋河海之蓝 古井贡酒年份原浆幸福版 口子窖 五粮液 泸州老窖特曲
50-100元	省内品牌	丛台陶坛系列 山庄老酒系列 老白干小青花 板城福至41度 十八酒坊蓝钻
	省外品牌	汾阳王时间陈酿 大师窖酒
50元以下	省内品牌	泥坑纯粮/蓝瓶 小刀原浆 丛台白瓷 山庄大青花42度
	省外品牌	洋河普曲/蓝优 老村长 龙江花园 牛栏山 山庄1号/9号 红星 玻汾

资料来源：乐酒圈、东方证券研究所

1.3 加强中高端产品布局，文王贡孔府家价升明显

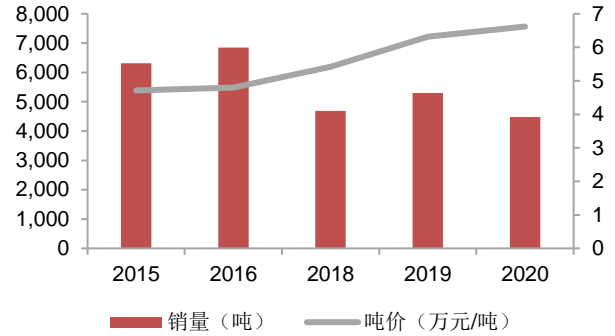
文王贡酒是公司在徽酒市场的重要布局。2015 年至 2019 年间，文王贡酒的收入规模在 3.0 亿元至 3.5 亿元之间（2018 年自 4 月开始并表），但结构升级趋势明显，吨价从 2015 年的 4.7 万元/吨提升至 2020 年的 6.6 万元/吨（CAGR+7.0%）。

图 11: 2015-2020 年文王贡酒营业收入



资料来源: 公司公告、东方证券研究所

图 12: 2015-2020 年文王贡酒销量及吨价



资料来源: 公司公告、东方证券研究所

文王贡酒是徽酒六朵金花之一，坐落于安徽省阜阳市临泉县。安徽白酒市场竞争格局中，地产酒的地位巩固，文王贡酒在本地市场竞争中具备一定的优势。近年来阜阳市的代表白酒品牌金种子酒经营情况式弱，2020 年白酒业务收入仅 5.9 亿元，也为文王贡酒的发展提供了一定的机会。

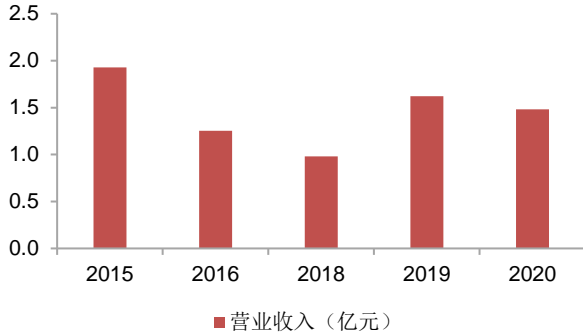
图 13: 安徽省各区域主要白酒品牌分布



资料来源: 乐酒圈、东方证券研究所

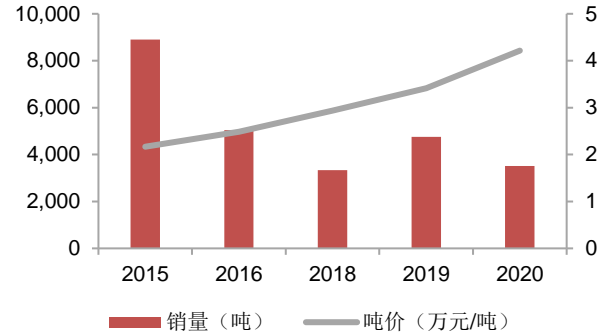
孔府家酒的收入体量在公司的白酒品牌中最小，近年来在 1.5 亿元左右徘徊。结构上升级趋势明显，吨价从 2015 年的 2.2 万元/吨提升到 2020 年的 4.2 万元/吨 (CAGR+14.2%)。

图 14：2015-2020 年孔府家酒营业收入



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 15：2015-2020 年孔府家酒销量及吨价



资料来源：公司公告、东方证券研究所

山东省的地产酒品牌丰富，但强势品牌较少，孔府家酒是山东济宁市的地产酒。老白干酒收购孔府家酒后，整合稳步推进，借助老白干酒的较强的经营管理能力与经营资源，未来有望在当地的地产酒中逐步胜出，规模稳步扩大。

图 16：山东省各区域主要地产酒品牌分布



资料来源：乐酒圈、东方证券研究所

整体而言，安徽和山东白酒市场的消费升级趋势都较为明显。文王贡酒和孔府家酒作为两大地产酒品牌，均积极布局产品结构升级，中高端产品方面，文王贡酒有皇宫宴系列、人生系列等，孔府家酒有朋自远方系列等。借助行业升级的趋势以及公司的资源整合，我们预计这两个品牌未来的发展趋势以价格提升推动的小幅稳定增长为主。

表 3：文王贡酒品牌和孔府家酒品牌的中高端部分产品（浓香型）

品牌	产品	规格	指导价	产品图片	品牌	产品	规格	指导价	产品图片
----	----	----	-----	------	----	----	----	-----	------

文王贡酒	皇宫宴 (席)	52%vol 500ml	1588		文王贡酒	人生系列之不惑	42%vol 500ml	228	
	皇宫宴 (宴)	52%vol 500ml	1288			人生系列之而立	40%vol 500ml	158	
	皇宫宴 (蓝贡)	52%vol 500ml	699			朋自远方 9	52%vol 500ml	399	
	皇宫宴 (红贡)	52%vol 500ml	588		孔府家酒	朋自远方 6	52%vol 500ml	279	
	人生系列之甲子	52%vol 500ml	899			弘毅 1995	52%vol 500ml	159	
	人生系列之天命	50%vol 500ml	638			子约 4 号原浆酒	65%vol 500ml	229	

资料来源：公司官网、京东、东方证券研究所

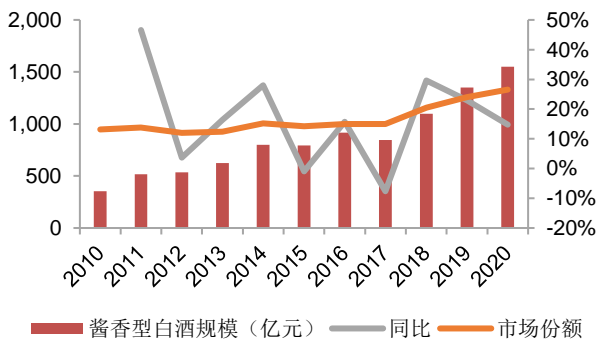
二、需求旺盛产能扩张，武陵酱酒加速增长

2.1 酱酒需求旺盛持续扩容，武陵酱酒市场机会凸显

● 酱酒延续高增趋势，市场规模继续扩张

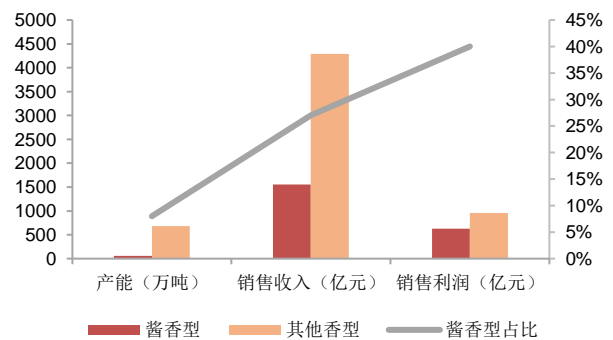
酱香型白酒延续近年来火热趋势，2020 年市场规模达到约 1,550 亿元，同比增长 15%；2010 年至 2020 年，国内酱酒市场规模年均增速达到 16%，独树一帜。酱酒占白酒市场份额进一步提升，2020 年达到约 27% (yoy+3pct)。酱酒的营收盈利能力突出，2020 年酱酒产能约为 60 万干升，占比约为 8%；市场规模 1550 亿元，占比达到 27%；利润端，酱酒的占比达到 40%。

图 17：酱香型白酒市场规模、增速及市场份额



资料来源：国家统计局、权图工作室、东方证券研究所

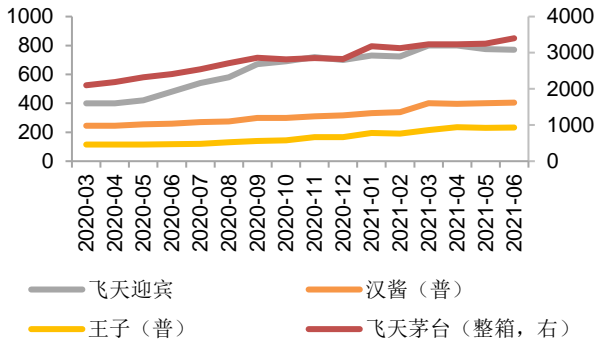
图 18：2020 年不同香型白酒的产能、收入和利润的占比



资料来源：权图工作室、东方证券研究所

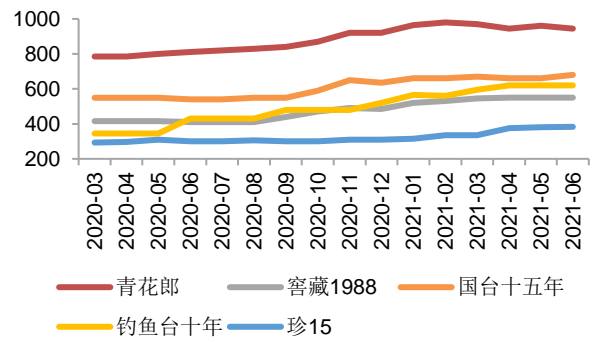
酱酒批价稳步上行，市场需求旺盛。茅台及系列酒方面，飞天茅台、飞天迎宾、汉酱、王子酒的批价在 21 年 6 月达到约 3400/770/405/233 元，较去年同期分别上涨 41%/60%/56%/97%。其他酱酒包括青花郎、习酒窖藏、国台十五年等批价也显著上行，体现了市场对酱酒的旺盛需求。

图 19：2020 年来茅台及系列酒批价情况（元/瓶）



资料来源：今日酒价、东方证券研究所

图 20：2020 年来其他部分酱酒产品批价情况（元/瓶）

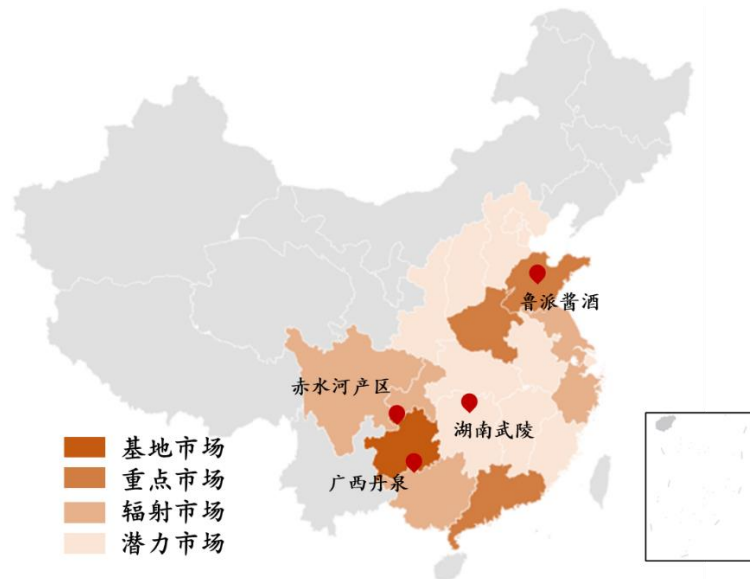


资料来源：今日酒价、东方证券研究所

● 湖南是重要的酱酒生产与消费市场

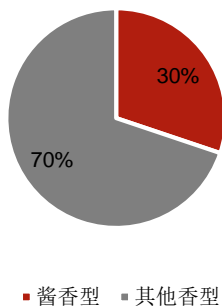
受自然环境、酿造条件影响，国内酱酒的核心生产基地是赤水河产区，其余的重要产地包括湖南武陵（武陵酒）、广西丹泉（丹泉酒）、山东（鲁派酱酒）等地。消费市场分别上，贵州是酱酒的基地市场，酱酒消费占比 90%以上；山东、河南和广东是酱酒消费的重点市场，湖南则是酱酒消费的重要潜力市场。

图 21：国内重要酱酒产地及市场分布

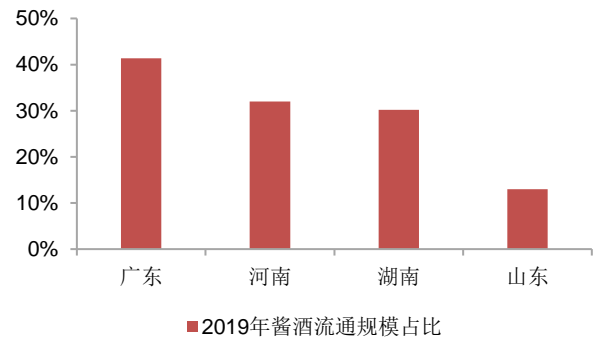


资料来源：酒业家、公开资料整理、东方证券研究所

据中国酒类流通协会，2019年湖南白酒流通市场规模（以批发价格计算）约为184亿元。拆分其中的酱酒规模，茅台酒和系列酒合计约47亿元，郎酒约为2亿元，武陵酒约为4.4亿元（测算过程：以3.5亿元营业收入为基础，假设酱酒占比90%，增值税为13%，渠道利润大约为25%），其他酱酒预计2.0亿元左右；因此据我们测算，湖南酱酒市场占据白酒市场约30%的比重。对比而言，湖南的酱酒份额高于酱酒大省山东，与河南接近。由此可见，湖南的酱酒消费基础良好，武陵酒面临良好的市场机会。

图 22：2019 年湖南酱酒占白酒流通规模比重


资料来源：中国酒类流通协会、东方证券研究所

图 23：2019 年重要酱酒市场的酱酒份额对比


资料来源：中国酒类流通协会、东方证券研究所

2.2 武陵酱酒诞生传奇，产品品质比肩茅台

● 武陵酱酒发展向好，产品布局高端化

武陵酿酒的历史悠久，早在先秦时代便有“元月元日饮春酒”的习俗；1952年，常德市酒厂建成，所产酒称为“武陵酒”。武陵酱酒的诞生则源于1960年代末毛主席回湖南常住，来客陡增，专供接待的茅台酒配额有限，供不应求；因此湖南省决定在当地酿造一款与茅台酒口味接近的酱酒，并将此任务交给了武陵酒厂，颇具传奇色彩。

1970年，武陵酱酒初酿；1973年，武陵酱酒被授予湖南名酒称号；1989年，在第五届白酒国家质量评比会上，武陵酒获得国家金质奖章，成为中国十七大名酒。2011年，在股权数度易手后，联想控股人主湖南武陵酒有限公司；2015年，武陵酒管理层发生重要变动，此前在联想工作了15年的浦文立带领20多人的团队正式接手武陵酒，并开启跨界营销和变革之路。2018年，老白干酒收购丰联酒业，间接控股武陵酒业。2019年，新管理层接手后的第一个五年计划完成，武陵酒实现复合增长40%的良好局面。

2020年5月，酱酒热潮下，投资15亿元的“武陵酒业酱酒酿造扩建项目”正式开工，为武陵酒的未来长期增长奠定坚实基础。



图 24：武陵酒主要发展历程


资料来源：公司官网、东方证券研究所

武陵酱酒的产品结构目前主要包括酱、飘香和极客三个系列。酱系列是武陵酒的次高端以上核心产品，核心单品包括武陵上酱/中酱/少酱、武陵王、武陵元帅等，指导价范围从 588 元/瓶到 9980 元/瓶。飘香系列定位中高端为主，包括飘香经典版、尊享版和 30 周年纪念版等，指导价从 188 元至 599 元。极客系列则是面向私人订制的高端白酒产品，目前有极客琥珀、极客匠人匠心等产品。除此以外，武陵酒还有浓香和兼香产品，但占比较低。

表 4：武陵酒的酱酒产品结构

系列	产品	规格	建议零售价 (元/瓶)	产品图示	产品特点
酱系列	元帅	53%vol 500ml	9980		原酒取自红砂石叫吃窖池的天然酝酿
	上酱	53%vol 500ml	2680		15 年以上原浆酒调制而成，当年 1-7 轮次优级原浆
	上酱 20	53%vol 500ml	1780		
	武陵王	53%vol 500ml	1680		12 年以上原浆酒调制而成，当年 3、4、5 轮次优级原浆酒
	中酱	53%vol 500ml	880		8 年以上原浆酒调制而成，当年 1-7 轮次一级原浆酒
	少酱	53%vol 500ml	588		5 年基酒调制而成

	飘香（30周年 周年纪念版）	53%vol 500ml	599		8年基酒 10%，7年基酒 20%，5年基酒 70%
飘香 系列	飘香（尊享 版）	53%vol 500ml	268		
	飘香（经典 版）	53%vol 500ml	188		
极客 系列	极客匠人匠 心	53%vol 1000ml	4299		20年以上原浆酒调制而 成
	极客琥珀	53%vol 1000ml	1699		原酒配方：2000年 10%，2008年40%， 2009年50%
	极客琥珀 509	53%vol 509ml	899		

资料来源：公司官网、东方证券研究所

● 武陵酱酒产品品质优异，比肩茅台

武陵酱酒采用经典大曲酱香白酒的酿造工艺，以川南地区种植的糯红高粱为原料，用小麦培制高温曲，以石壁泥窖底作发酵池，一年为一个生产周期。武陵酒酿造全年分两次投粮、九次蒸煮、八次发酵、七次取酒，以“四高三长”为生产工艺之精髓，采用固态发酵、固态蒸馏的生产方式，生产原酒按酱香、醇甜香和窖底香 3 种典型体和不同轮次酒分别长期贮存（3 年以上），最后精心勾调而成。武陵酒产品品质优异，早在 1981 年全国白酒评比上，在酱酒中就超过茅台酒位列第一。

图 25：武陵酱酒的酿造工艺



资料来源：公司官网、东方证券研究所

图 26：1981 年全国白酒评比的酱酒排名

1981年，在全国白酒评比中，武陵酒以0.54分第一次战胜茅台
历时9年品质超茅台

三 酱 香		
1. 武陵酒	92.18	6.
2. 茅台酒	91.94	7.
3. 燕林香	91.45	8.
4. 郎 酒	91.39	9.

资料来源：搜狐、东方证券研究所

自 1981 年后，武陵酱酒还分别在 1989 年、2015 年的两次重要评比事件中胜过茅台酒。“三胜茅台”的评比事件充分说明了武陵酱酒的优异产品品质，为品牌的进一步发展壮大奠定坚实基础。

表 5：武陵酱酒“三胜茅台”的评比

时间	评比事件
1981 年	全国白酒质量现场会，以总分 0.54 分的优势战胜茅台酒，位居酱酒第一名
1989 年	第五届全国白酒评比，以总分第一名优势力压茅台，获得国家金质奖，位列三大酱酒之魁
2015 年	在公证监督下，中国白酒史上超大规模的万名消费者盲测中，以 61%:39% 第三次胜出茅台

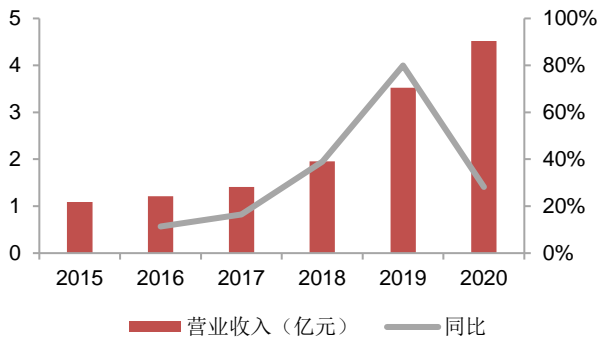
资料来源：公司官网、东方证券研究所

2.3 武陵酱酒量价齐升，布局高端发力长沙

● 武陵酒营收快速增长，盈利能力稳定提升

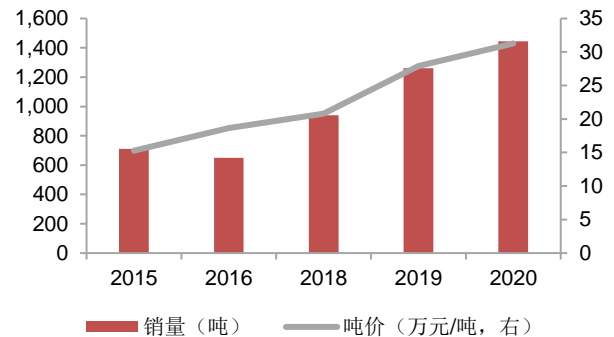
近年来武陵酒保持稳定快速发展的趋势，营业收入从 2015 年的 1.1 亿元增长到 2020 年的 4.5 亿元，CAGR 达到 33.0%，2020 年受疫情影响仍同比增长 28.2%。拆分量价，武陵酒呈现量价齐升的趋势；2015 年至 2020 年，销量从 711 吨增长到 1,444 吨（CAGR+15.2%），吨价从 15.3 万元/吨增长到 31.3 万元/吨（CAGR+15.4%）。

图 27：武陵酒营业收入及增速



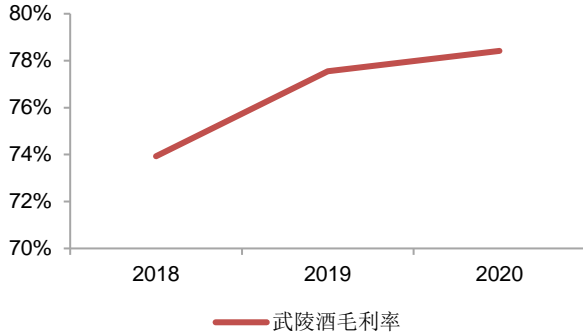
资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 28：武陵酒销量和吨价拆分

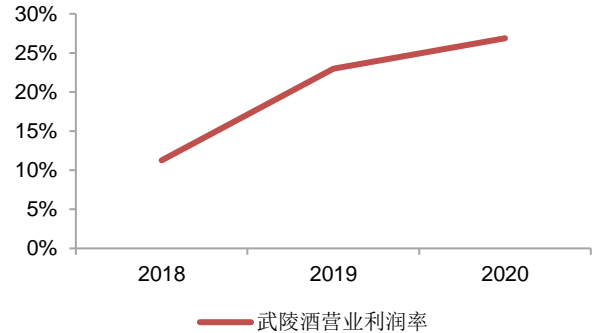


资料来源：公司公告、东方证券研究所

武陵酒盈利能力提升明显。2018 年至 2020 年，武陵酒毛利率从 73.9% 提升至 78.4% (+4.5pct)，营业利润率从 11.3% 提升至 26.9% (+15.6pct)，均显著领先于公司整体水平。

图 29：2018-2020 年武陵酒毛利率变化


资料来源：公司公告、东方证券研究所

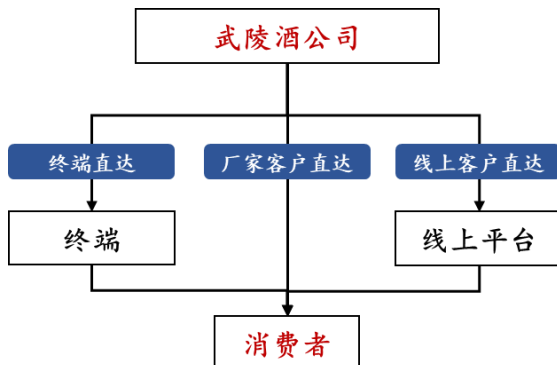
图 30：2018-2020 年武陵酒营业利润率变化


资料来源：公司公告、东方证券研究所

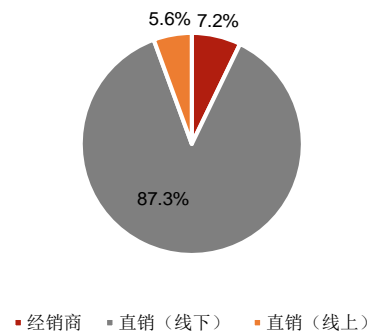
- **武陵酒销售模式以直销为主**

武陵酒的销售模式主要围绕着短链和用户两个逻辑展开，打造了终端直达和客户直达（包含厂家客户直达和线上客户直达）两种模式。基于渠道逻辑与用户群，武陵酒有面向大客户、终端直达、客户代理商、电商业务、传统经销商五条业务线。2017 年 1-9 月，武陵酒销售收入中，直销模式（线上和线下）合计占比达到 92.8%。

2015 年之前武陵酒主要采用大商制，但各大经销商各自为政、不做投入，导致武陵酒经营陷入严重困难；浦文立团队接手后，武陵酒借助互联网科技，打造了超短链设计、厂商一体的模式，让酒厂直面 C 端消费者。直销模式在库存盘价管控等方面具有优势，但经营管理难度也较大，2020 年武陵酒下游有约 8500 个终端代理商、大客户等。近年来武陵酒的稳步发展，说明其对直销模式已经掌握了较强的经营管理能力。

图 31：武陵酒的终端直达和客户直达营销模式


资料来源：糖酒快讯、东方证券研究所

图 32：武陵酒销售收入的渠道分布（2017 年 1-9 月）


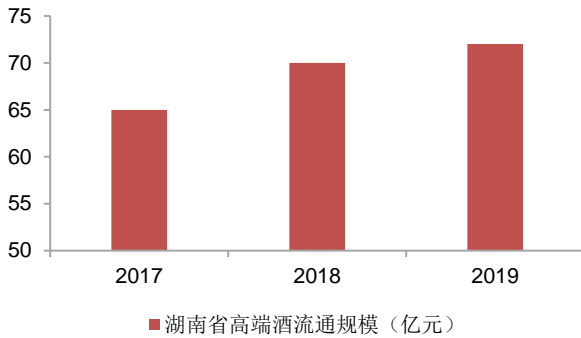
资料来源：公司公告、东方证券研究所

- **重点发展高端酒产品，长沙地区是重要突破口**

武陵酱酒定位较高，高端酒产品是发展重点，湖南市场的高端酒市场的稳定扩容为武陵酒提供重要机遇。据中国酒类流通协会，2017 年至 2019 年湖南高端酒市场流通规模从 65 亿元提升到 72

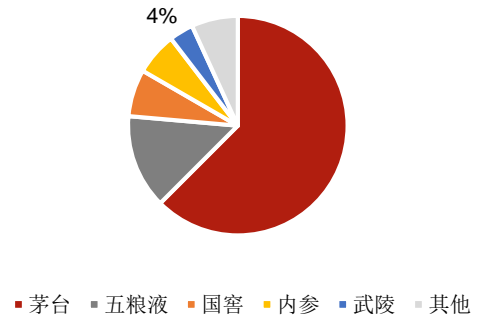
亿元，稳定增长。据我们测算，2019年湖南高端酒市场中，茅五泸合计占比达到约83%，内参酒占比约6%，武陵酒占比达到约4%，已有立足之地。

图 33：湖南省高端酒流通规模（批发价格）稳定增长



资料来源：中国酒类流通协会、东方证券研究所

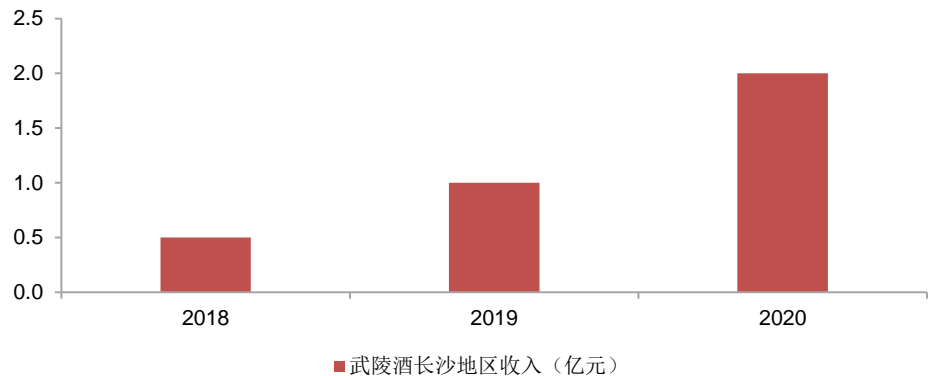
图 34：2019年湖南省高端白酒市场份额测算



资料来源：中国酒类流通协会、东方证券研究所

区域扩张方面，我们认为长沙地区将是武陵酒下一个重要突破口。据估计，长沙占湖南整体白酒容量的40%左右，由于经济较为发达，长沙地区高端酒消费能力强，这为武陵酒提供了良好的增长环境。武陵酒在长沙地区的销售收入快速增长，从2018年的约0.5亿元增长到2020年的约2亿元。突破长沙市场，对于武陵酒走出常德、布局湖南、以及更长远的全国化，具有重要作用。

图 35：武陵酒长沙地区收入



资料来源：酒业家、东方证券研究所

2.4 产能建设支撑未来增长，武陵酒推动公司盈利提升

● 武陵酒产能建设稳步推进，2021年争取投粮

为支撑武陵酒的长期业绩发展，武陵酒积极推动产能扩张。2019年10月，武陵酒与常德市政府正式启动了15个亿的“武陵酒业酱酒酿造扩建项目”。十四五规划中，常德市设定打造百亿白酒产业的目标，将武陵酒等3家企业列为重点企业，在服务机制、政策文件、品牌推广等方面出台具体措施。在政府的大力支持下，2020年5月，武陵酒产能建设项目正式开工建设。

根据《湖南武陵酒提质改造项目环境影响报告书》的披露，武陵酒产能建设项目分为两期，一期和二期工程将分别建设 3600 吨和 3000 吨基酒（60 度）产能，主要用于武陵王、极客武陵和武陵三酱系列。根据规划，一期项目预计建设期 13 个月，二期项目根据企业实际生产情况设置建设计划，建设期为 12 个月。而根据公司在投资者互动平台的披露，武陵酒扩产项目正在加快建设，力争 2021 年实现投粮。根据酱酒的酿造工艺，预计 2022 年新产能项目即将出酒。

表 6：公司基酒产能规划设计（吨，60 度）

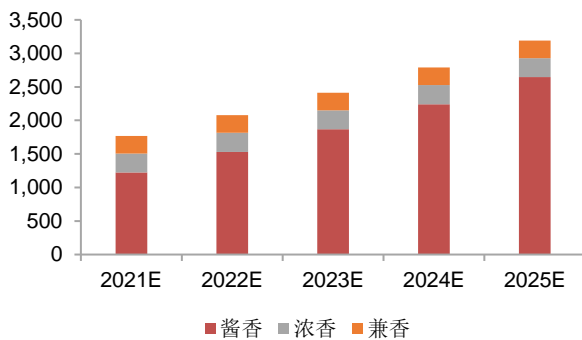
产品类别	一期	二期	合计
武陵王系列	900	800	1,700
极客武陵系列	1,800	1,400	3,200
武陵三酱系列	900	800	1,700
基酒合计	3,600	3,000	6,600

资料来源：《湖南武陵酒提质改造项目环境影响报告书》、东方证券研究所

● 武陵酒收入预计保持高增长，推动公司盈利水平提升

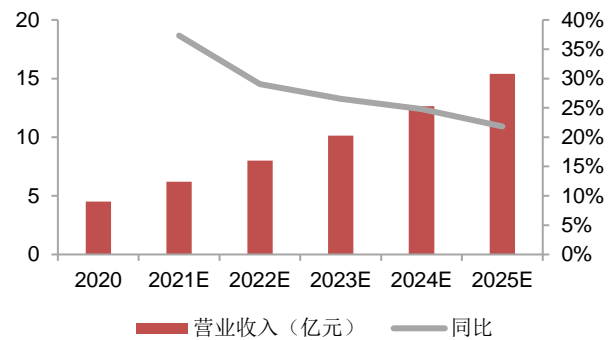
根据公司的公告，2020 年末武陵酒的基酒库存 4,470 吨；根据《湖南武陵酒提质改造项目环境影响报告书》的披露，公司目前基酒生产能力约为 1,000 吨；结合武陵酒的基酒产能扩张计划，我们认为武陵酱酒的产能在 2020 年至 2025 年间有望支撑销量实现年化 24% 的增长。考虑酱酒吨价的上行，我们预测至 2025 年，武陵酒的收入将达到 15.4 亿元，20-25CAGR 达到 28%，占公司收入的比重达到 25%。

图 36：武陵酒各香型酒未来销量预测（吨）



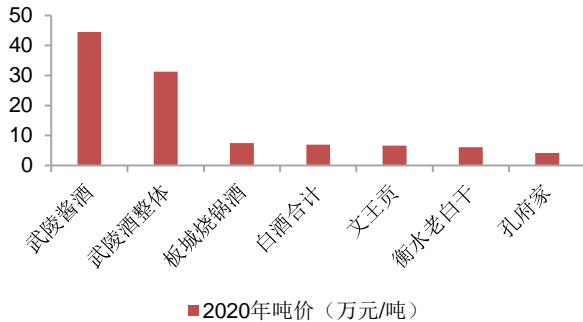
资料来源：财务模型、东方证券研究所预测

图 37：武陵酒未来收入及增速预测

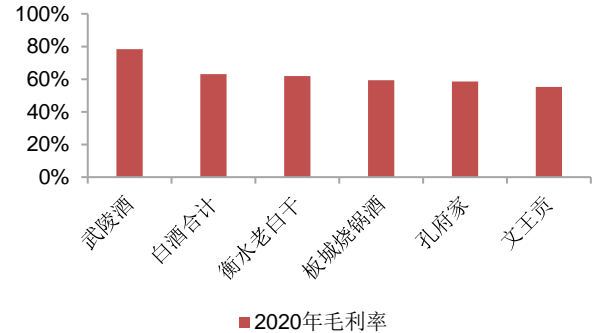


资料来源：财务模型、东方证券研究所预测

武陵酒营收占比提升，预计将有效推动公司整体的吨价和盈利能力的提升，成为未来公司盈利改善的最大看点之一。我们测算 2020 年武陵酱酒预计达到约 45 万元/吨，对比来看，板城烧锅酒、文王贡酒、衡水老白干和孔府家酒的吨价分别为 7.5 万元/吨、6.6 万元/吨、6.1 万元/吨和 4.2 万元/吨，武陵酱酒吨价显著较高。对比毛利率，2020 年武陵酒、衡水老白干、板城烧锅酒、孔府家酒和文王贡酒的毛利率分别为 78%、62%、59%、59%和 55%，武陵酒显著较高。

图 38：2020 年武陵酒和公司其他酒吨价对比


资料来源：公司公告、财务模型、东方证券研究所

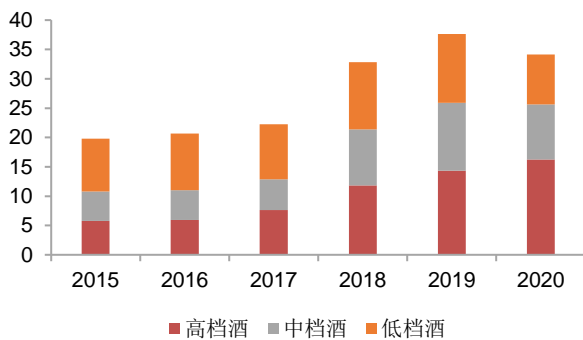
图 39：2020 年武陵酒和公司其他酒毛利率对比


资料来源：公司公告、东方证券研究所

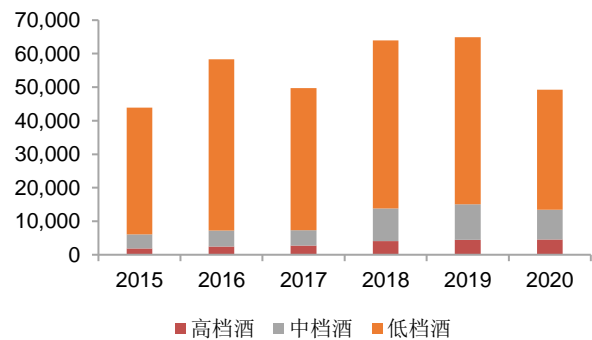
三、高档产品提升明显，净利改善空间巨大

● 公司产品结构升级趋势明显

受益于公司主动调整和削减中低端产品、以及武陵酒的收入快速增长，公司近年来高档酒产品增长明显。2015 年至 2020 年，公司高档酒产品收入从 5.8 亿元增长到 16.2 亿元 (CAGR+ 22.9%)，占比从 29% 提升到 48% (+18pct)；高档酒产品销量从 1,882 吨增长到 4,560 吨 (CAGR+19.4%)。

图 40：2015-2020 年公司不同档次酒的营业收入 (亿元)


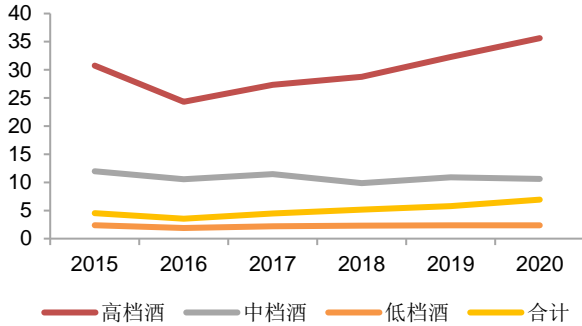
资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 41：2015-2020 年公司不同档次酒的销量 (吨)


资料来源：公司公告、东方证券研究所

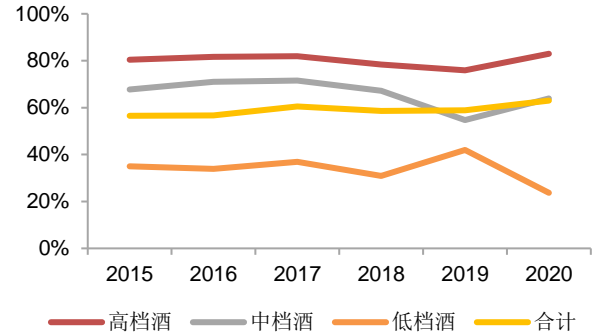
2016 年至 2020 年，公司高档酒吨价从 24 万元/吨提升到 36 万元/吨，明显高于中档酒的约 11 万元/吨和低档酒的约 2 万元/吨；高档酒收入占比提升，推动公司整体吨价从 2016 年的 3.5 万元/吨至 2020 年的 6.9 万元/吨。近年来，公司高档酒、中档酒和低档酒的毛利率分别在 80%、65% 和 35% 左右，高档酒收入占比提升推动整体毛利率从 2015 年的 57% 提升至 2020 年的 63%。

图 42：2015-2020 年公司不同档次酒的吨价（万元/吨）



资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 43：2015-2020 年公司不同档次酒的毛利率

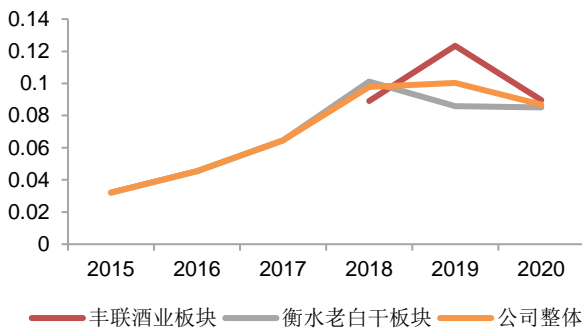


资料来源：公司公告、东方证券研究所

● 公司未来净利率改善空间较大

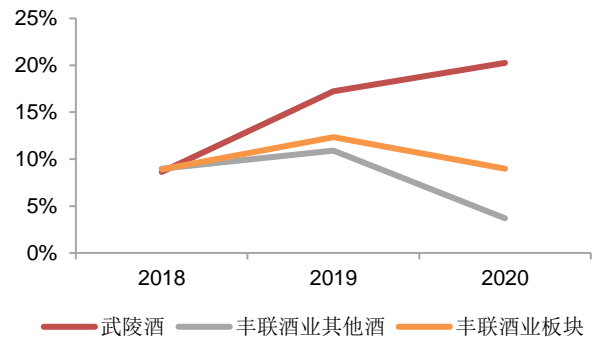
拆分公司各板块的净利率水平，衡水老白干板块受公司主动调整的影响，2019 年净利率有所下滑，仅为 8.6%，丰联酒业 2019 年净利率 12.3%，拉动公司整体净利率达到 10%。2020 年，受疫情影响，丰联酒业和衡水老白干板块的净利率均有所下滑，导致整体净利率下滑。在丰联酒业内部，据测算武陵酒的净利率从 2018 年的 8.6% 提升至 2020 年的 20.3%；2020 年其他酒净利率下滑导致丰联酒业整体净利率出现下滑，预计未来将逐步恢复。

图 44：2015-2020 年公司不同板块净利率趋势



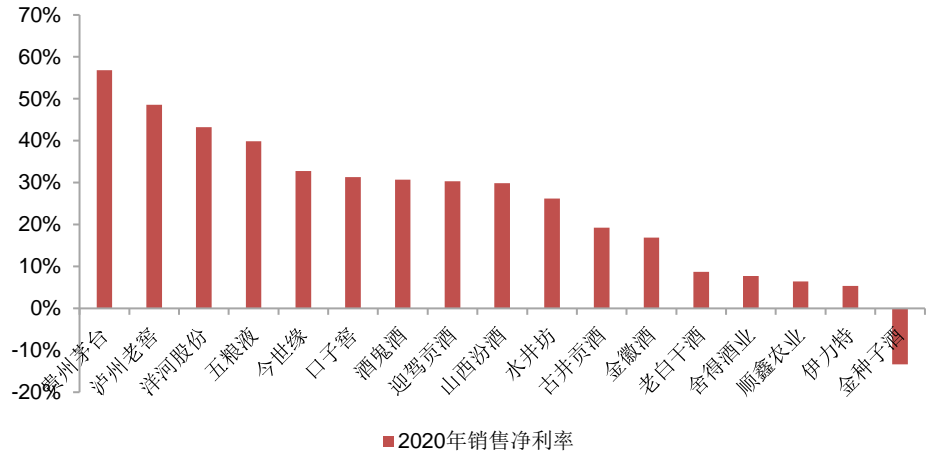
资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 45：2018-2020 年丰联酒业各板块净利率测算



资料来源：公司公告、财务模型、东方证券研究所测算

展望未来，我们认为随着高端化进程逐步推进，衡水老白干板块的净利率将逐步恢复上行趋势，并达到 10% 以上；武陵酒的净利率水平提升以及收入占比提升，同时丰联酒业其他酒净利率水平恢复，丰联酒业的净利率也将逐步上行，我们预测 2023 年达到 23% 的水平。综合两个板块，预计公司 2023 年净利率将提升至 16%。对比主要白酒上市公司，2020 年销售净利率中位数在 30% 左右，公司排名靠后，未来仍有很大的改善空间。

图 46：2020 年白酒上市公司净利率水平


资料来源：Wind、东方证券研究所

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们对公司 2021-2023 年盈利预测做如下假设：

- 1) 受益于 2021 年年初的疫情冲击，河北区域的衡水老白干、板城烧锅酒的恢复进度稍落后，预计仍落后于 2019 年的销售额，21 年同比分别增长 4.8%和 10.2%；受益于结构升级的拉动作用，22-23 年的营收增长加速，衡水老白干增长 13.4 和 11.3%，板城烧锅酒增长 16.6%和 12.9%。
- 2) 受益于结构升级，借助老白干酒的较强的经营管理能力与资源整合，预计 21-23 年，文王贡酒营收分别增长 9.2%、8.1%和 6.1%，孔府家酒营收分别增长 12.3%、7.1%和 6.0%。
- 3) 武陵酒受益于酱酒市场的旺盛需求、产能稳步扩张以及在高端酒领域的布局等，预计 21-23 年营收分别增长 37.4%、29.1%和 26.6%。
- 4) 受益于中高档酒的占比提升，预计各板块酒的毛利率均有不同程度的上行，综合预计公司毛利率 21-23 年分别为 67.0%、68.6%和 69.7%。
- 5) 公司 21-23 年销售费用率为 25.2%、25.1%和 25.0%，管理费用率为 8.1%、8.0%和 7.9%；销售费用率和管理费用率小幅下降主要因为营业收入增长的摊薄作用。
- 6) 公司 21-23 年的所得税率维持 25.00%。

盈利预测核心假设

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
衡水老白干					
销售收入 (百万元)	2,214.4	2,012.0	2,107.8	2,390.7	2,660.8
增长率	-3.6%	-9.1%	4.8%	13.4%	11.3%
毛利率	56.7%	61.9%	64.0%	65.5%	66.5%

板城烧锅酒

销售收入（百万元）	697.5	505.0	556.3	648.8	732.4
增长率	58.4%	-27.6%	10.2%	16.6%	12.9%
毛利率	59.4%	59.4%	61.7%	63.3%	64.0%

文王贡

销售收入（百万元）	334.3	296.8	324.1	350.5	371.8
增长率	31.7%	-11.2%	9.2%	8.1%	6.1%
毛利率	53.1%	55.2%	56.4%	57.5%	57.9%

孔府家

销售收入（百万元）	162.1	148.2	166.5	178.3	189.1
增长率	65.6%	-8.6%	12.3%	7.1%	6.0%
毛利率	56.8%	58.5%	60.8%	61.7%	62.5%

武陵酒

销售收入（百万元）	352.2	451.5	620.2	800.5	1,013.2
增长率	80.0%	28.2%	37.4%	29.1%	26.6%
毛利率	77.5%	78.4%	80.3%	81.7%	82.7%

其他业务

销售收入（百万元）	29.2	184.2	184.2	184.2	184.2
增长率	13.0%	531.9%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	90.1%	97.1%	97.1%	97.1%	97.1%

合计	4,030.2	3,597.8	3,959.1	4,553.1	5,151.5
增长率	12.5%	-10.7%	10.0%	15.0%	13.1%
综合毛利率	61.5%	64.7%	67.0%	68.6%	69.7%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

公司盈利预测与业务预测调整表如下。

表 7：公司盈利预测调整表

	调整前		调整后	
	2021E	2022E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4,081	4,512	3,959	4,553
变动幅度			-3.0%	0.9%
营业成本（百万元）	1,492	1,604	1,305	1,431
变动幅度			-12.5%	-10.8%
销售费用（百万元）	1100	1219	998	1143
变动幅度			-9.3%	-6.2%
管理费用（百万元）	392	430	333	379
变动幅度			-15.1%	-11.9%
财务费用（百万元）	-14	-17	12	4
变动幅度			185.7%	123.5%
投资收益（百万元）	15	15	15	13
变动幅度			0.0%	-13.3%
营业利润（百万元）	521	613	723	917
变动幅度			38.8%	49.6%
利润总额（百万元）	539	631	730	919
变动幅度			35.4%	45.6%
净利润（百万元）	441	517	547	689
变动幅度			24.0%	33.3%
归属于母公司净利润（百万元）	441	517	547	688
变动幅度			24.0%	33.1%
每股收益（元）	0.49	0.58	0.61	0.77
变动幅度			24.5%	32.8%
毛利率	63.4%	64.4%	67.0%	68.6%
变动幅度			3.6%	4.1%
净利率	10.8%	11.5%	13.8%	15.1%
变动幅度			3.0%	3.7%

资料来源：公司公告、东方证券研究所预测

表 8：公司业务预测调整表

	调整前		调整后	
	2021E	2022E	2021E	2022E
白酒（不含丰联酒业）				
销售收入（百万元）	2,284	2,551	2,108	2,391
变动幅度			-7.7%	-6.3%
增长率	14.2%	11.7%	4.8%	13.4%
变动幅度			-9.5%	1.7%
毛利率	59.0%	60.7%	64.0%	65.5%
变动幅度			5.0%	4.8%
丰联酒业				
销售收入（百万元）	1,540	1,704	1,667	1,978
变动幅度			8.3%	16.1%
增长率	13.4%	10.7%	18.9%	18.7%
变动幅度			5.5%	8.0%
毛利率	64.2%	64.9%	67.5%	69.6%
变动幅度			3.3%	4.7%
品牌服务				
销售收入（百万元）	229	229	0	0
变动幅度			-100.0%	-100.0%
增长率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
变动幅度			0.0%	0.0%
毛利率	99.4%	99.4%	0.0%	0.0%
变动幅度			-99.4%	-99.4%
其他业务				
销售收入（百万元）	29	29	184	184
变动幅度			531.9%	531.9%
增长率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
变动幅度			0.0%	0.0%
毛利率	90.1%	90.1%	97.1%	97.1%
变动幅度			7.0%	7.0%
合计				
销售收入（百万元）	4,081	4,512	3,959	4,553
变动幅度			-3.0%	0.9%
增长率	12.9%	10.6%	10.0%	15.0%
变动幅度			-2.9%	4.4%
毛利率	63.4%	64.4%	67.0%	68.6%
变动幅度			3.6%	4.1%

资料来源：公司公告、东方证券研究所预测

4.2 投资建议

受益于公司主动调整结构，加强布局中高档产品，以及武陵酒的盈利贡献提升，我们预测公司 21-23 年每股收益分别为 0.61、0.77 和 0.93 元（原 21-22 年预测为 0.49、0.58 元）。结合可比公司估值，给予公司 21 年 47 倍 PE，对应目标价 28.67 元，维持买入评级。

表 9：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）			市盈率		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
古井贡酒	000596	227.50	4.67	5.69	6.84	48.68	40.01	33.28
今世缘	603369	57.80	1.55	1.92	2.33	37.34	30.18	24.79
迎驾贡酒	603198	39.65	1.51	1.88	2.24	26.26	21.07	17.72
山西汾酒	600809	373.80	4.33	5.89	7.76	86.32	63.41	48.15
伊力特	600197	28.60	1.05	1.29	1.54	27.21	22.23	18.59
顺鑫农业	000860	37.32	1.12	1.44	1.83	33.43	25.84	20.41
酒鬼酒	000799	244.80	2.75	3.95	5.52	89.13	61.92	44.37
调整后平均						47	36	28

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所（注：最新价格为 2021 年 7 月 19 日收盘价）

五、风险提示

- **河北省内竞争加剧风险。**公司河北省内收入占比较高，如果省内竞争加剧，公司可能会增加市场推广费和促销费以面对竞品挑战，对盈利能力将有负面影响。
- **武陵酱酒增长不及预期风险。**武陵酒的盈利贡献是目前公司盈利增长的核心驱动力之一，若武陵酱酒因为产能不足、市场销售不利、酱酒需求下降等因素而增长不及预期，将会对公司盈利增长造成不利影响。
- **消费升级不及预期风险。**公司产品结构升级是营收盈利增长的核心逻辑，若消费需求升级不及预期，或将对公司销量造成负面影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,267	1,143	1,188	1,366	1,545	营业收入	4,030	3,598	3,959	4,553	5,151
应收票据、账款及款项融资	506	381	420	483	546	营业成本	1,553	1,269	1,305	1,431	1,563
预付账款	208	54	59	68	77	营业税金及附加	618	574	632	727	822
存货	1,577	1,784	1,835	2,013	2,198	营业费用	1,040	1,022	998	1,143	1,288
其他	58	86	90	95	101	管理费用及研发费用	378	319	333	379	423
流动资产合计	3,616	3,448	3,592	4,025	4,468	财务费用	5	14	12	4	(7)
长期股权投资	80	87	87	87	87	资产、信用减值损失	1	23	5	6	7
固定资产	927	850	1,140	1,311	1,407	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	244	513	406	328	289	投资净收益	18	11	15	13	14
无形资产	708	882	865	848	830	其他	22	47	34	41	37
其他	699	685	673	675	677	营业利润	475	435	723	917	1,106
非流动资产合计	2,657	3,017	3,172	3,248	3,291	营业外收入	21	7	14	10	12
资产总计	6,273	6,465	6,764	7,273	7,759	营业外支出	2	10	6	8	7
短期借款	500	415	330	191	56	利润总额	493	431	730	919	1,111
应付票据及应付账款	402	370	381	418	456	所得税	89	118	182	230	278
其他	1,918	2,036	2,001	2,171	2,262	净利润	404	313	547	689	833
流动负债合计	2,821	2,821	2,712	2,779	2,773	少数股东损益	0	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	404	313	547	688	832
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.45	0.35	0.61	0.77	0.93
其他	159	173	166	165	168						
非流动负债合计	159	173	166	165	168	主要财务比率					
负债合计	2,979	2,994	2,878	2,945	2,941		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	5	6	7	8	10	成长能力					
实收资本(或股本)	897	897	897	897	897	营业收入	12.5%	-10.7%	10.0%	15.0%	13.1%
资本公积	1,281	1,281	1,281	1,281	1,281	营业利润	18.4%	-8.5%	66.3%	26.9%	20.6%
留存收益	1,078	1,256	1,668	2,110	2,598	归属于母公司净利润	15.4%	-22.7%	74.8%	25.9%	20.9%
其他	32	30	33	32	31	获利能力					
股东权益合计	3,294	3,471	3,886	4,329	4,817	毛利率	61.5%	64.7%	67.0%	68.6%	69.7%
负债和股东权益总计	6,273	6,465	6,764	7,273	7,759	净利率	10.0%	8.7%	13.8%	15.1%	16.1%
						ROE	13.4%	9.3%	14.9%	16.8%	18.2%
						ROIC	11.3%	8.5%	13.6%	15.8%	17.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	47.5%	46.3%	42.5%	40.5%	37.9%
净利润	404	313	547	689	833	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	119	110	137	175	210	流动比率	1.28	1.22	1.32	1.45	1.61
财务费用	5	14	12	4	(7)	速动比率	0.72	0.59	0.65	0.72	0.82
投资损失	(18)	(11)	(15)	(13)	(14)	营运能力					
营运资金变动	(360)	158	(112)	(54)	(131)	应收账款周转率	120.7	78.9	76.0	77.6	77.0
其它	231	(34)	4	(3)	1	存货周转率	1.0	0.8	0.7	0.7	0.7
经营活动现金流	382	550	575	798	891	总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7
资本支出	(137)	(449)	(300)	(250)	(250)	每股指标(元)					
长期投资	(8)	(7)	0	0	0	每股收益	0.45	0.35	0.61	0.77	0.93
其他	(244)	(2)	14	13	14	每股经营现金流	0.43	0.61	0.64	0.89	0.99
投资活动现金流	(389)	(458)	(286)	(237)	(236)	每股净资产	3.67	3.86	4.32	4.81	5.36
债权融资	25	22	(12)	6	(3)	估值比率					
股权融资	275	0	0	0	0	市盈率	60.5	78.3	44.8	35.6	29.4
其他	(46)	(239)	(231)	(389)	(473)	市净率	7.4	7.1	6.3	5.7	5.1
筹资活动现金流	254	(216)	(243)	(383)	(476)	EV/EBITDA	39.2	42.1	27.0	21.4	18.0
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	48.9	52.4	32.0	25.5	21.4
现金净增加额	247	(124)	45	178	180						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

收入应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn