

充分受益安徽经济高成长，徽酒龙头改革向上

2022 年 01 月 26 日

► **产业崛起与 GDP 快速发展为域内消费提档与市场扩容提供强支撑**：受益于产业迭代升级，2021 年全省生产总值 42959.2 亿元，比上年增长 8.3%，两年平均增长 6%。其中，第一产业增加值 3360.6 亿元，增长 7.4%，两年平均增长 4.8%；第二产业增加值 17613.2 亿元，增长 7.9%，两年平均增长 6.3%；第三产业增加值 21985.4 亿元，增长 8.7%，两年平均增长 5.8%，为区域内白酒消费提档扩容提供强支撑。2018 年以来安徽市场 200+ 价格带加速成长，预计 2021 年省内白酒市场容量已超 300 亿，未来 2-3 年有望突破 400 亿元。

► **竞争格局上看，徽酒品牌古井、口子窖、迎驾牢牢锁定前三，古 8、古 16、古 20 等产品在 200+ 价位快速突破，在做大“市场蛋糕”的同时，突破了地产品牌 500+ 传统价位天花板，成功拉伸地产品牌成长空间**：“东不入皖，西不入川”的区域壁垒在逐步破碎，品牌已成为竞争优势构建的核心，未来在价格突围战中，渠道优势转化为品牌势能的要求愈加紧迫，公司“大商代理”模式稳定性有余、进攻性欠缺，在近两年市场竞争中品牌、产品培育能力不足的劣势被放大，品牌转化效能远不及竞争品牌，改革已迫在眉睫。

► **“1+N 利润共享”厂商关系重塑，导入经销商动态考核指标，掌控渠道、培育新品**：试点“一地一商、产销分离”转向“1+N、市场共建、利润共享”厂商合作模式，以新产品为抓手，要求成立新公司独立运营，增设二级商，同一区域内分产品运营，加强经销商动态考核，调动渠道主动性。

► **合肥营销中心的搭建与骨干营销团队的扩充，使得公司营销人才梯队逐步建制化，股份回购与可预期的股权激励计划有望释放机制改革的红利**：公司一方面开放中层招聘，充实业务骨干，另一方面属地招聘基础业务员，并根据当地物价合理匹配薪资待遇；预期公司重点区域营销团队年内将组建完成，形成战斗力与渠道掌控力，考虑到公司于 2021 年 4 月已完成股份回购，共计 313 万股，占公司总股本比例 0.522%，回购均价约 47.52 元，我们认为可预期的核心团队骨干股权激励计划有望在团队充盈完备后落地，以激励员工与公司共同成长。

► **投资建议**：作为徽酒龙头，公司将充分受益域内经济高成长带来的消费扩容，且品牌积淀与兼香品质在省内具备较高认知壁垒，年份型产品口子 5 年、6 年深耕百元价格带，市场底座稳固，口子 10 年、20 年在 200-500 元价位具备放量基础，新品 518 卡位 500+ 价位，上市首年销量突破 10 万箱，价位与团购先行的渠道策略，对标古 16、古 20 等发展路径，新品规模量成长可期。预计公司 2021-2023 年实现收入 51.2/63.8/73.1 亿元，同比+27.5%/+24.6%/+14.7%；归母净利润 16.2/20.4/23.4 亿元，同比+26.9%/+26.2%/+14.7%，对应 PE 分别为 26X/21X/18X。看好公司改革带来困境反转的估值修复机会，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示**：1) 省内经济上行不达预期；2) 疫情管控升级；3) 省内渠道改革及省外市场开拓不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	4,011	5,116	6,375	7,310
增长率 (%)	-14.1	27.5	24.6	14.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,276	1,619	2,042	2,343
增长率 (%)	-25.8	26.9	26.2	14.7
每股收益 (元)	2.13	2.70	3.40	3.90
PE	33	26	21	18
PB	5.7	4.8	3.9	3.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 01 月 24 日收盘价)

推荐

首次评级

当前价格：

70.59 元



分析师：王言海

执业证号：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

研究助理：孙冉

执业证号：S0100121100003

电话：021-80508452

邮箱：sunran@mszq.com

相关研究

目录

1 徽酒板块处于消费势能崛起时代.....	3
1.1 产业结构迭代升级带动 GDP 高增，为域内消费提档与市场扩容提供强支撑	3
2 改革稳步推进，把握困境反转机遇	7
2.1 年份系列省内基础盘仍稳定，结构提升潜力待释放	7
2.2 厂商关系重塑，重拾渠道掌控力	10
2.3 组织改革与股权激励预期的机制红利	15
2.4 优质产能与储能的提升夯实了长期发展基础.....	16
3 盈利预测与投资建议	18
3.1 盈利预测假设与业务拆分	18
3.2 投资建议	18
4 风险提示	20
插图目录	22
表格目录	22

1 徽酒板块处于消费势能崛起时代

1.1 产业结构迭代升级带动 GDP 高增，为域内消费提档与市场扩容提供强支撑

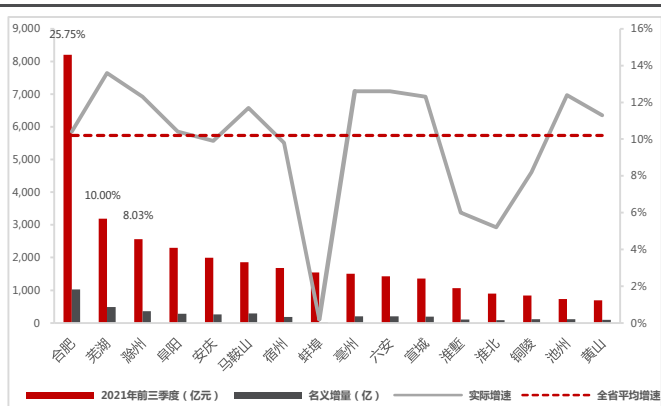
根据 2020 年 4 月安徽省经济和信息化厅、安徽省商务厅、安徽省市场监督管理局三部门联合发布的关于印发《促进安徽白酒产业高质量发展的若干意见》的通知：“到 2025 年，安徽白酒企业要实现营业收入 500 亿元，酿酒总产量 50 万千升，培育年营业收入超过 200 亿元的白酒企业 1 家，超过 100 亿元的企业 2 家。”

1.1.1 人口高基数与社交文化决定了白酒基础消费量，产业迭代与居民可支配收入提升驱动白酒消费提档

2020 年安徽省常住人口约 6015 万，是江淮流域传统的白酒产销大省，产量从 2011 年的 39.5 万千升增长到 2018 年的 43.13 万千升，同期全国产量占比从 3.85% 上升至 4.97%，2020 年预计白酒市场销售规模在 300 亿左右，受益于产业迭代与经济高增，区域消费能力呈提档趋势。

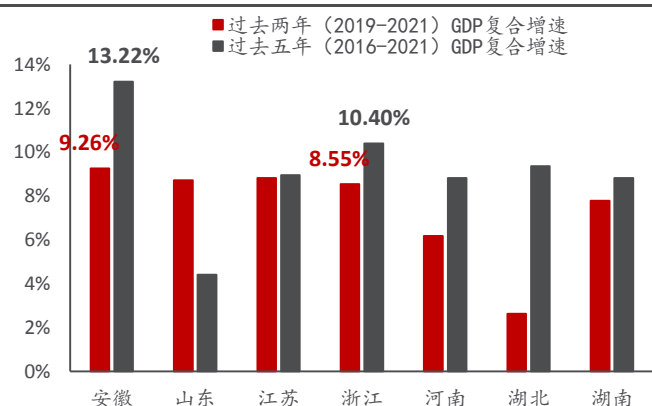
白酒消费受益产业迭代的经济红利：按照 2021 前三季度地方 GDP 总量，安徽排在广东、江苏、山东、浙江、河南、四川、福建、湖北、湖南之后，位列第十位，近 2 年（2019-2021 年）复合增速达 9.26%，CAGR5（2016-2021 年）为 13.22%。根据最新统计数字，2021 年全省生产总值 42959.2 亿元，同增 8.3%，两年平均增长 6%，第一产业增加值 3360.6 亿元，增长 7.4%，两年平均增长 4.8%，第二产业增加值 17613.2 亿元，增长 7.9%，两年平均增长 6.3%，第三产业增加值 21985.4 亿元，增长 8.7%，两年平均增长 5.8%。同期白酒消费主流价格带正整体跃升，以宴席市场用酒为例，省会合肥目前主流用酒为 200 元+古 8/16 产品、地市为 100-300 元产品、下县市场主要为百元价格带古井年份原浆·献礼版/5 年、口子 5 年/6 年、迎驾洞藏 6、海之蓝等，且总体处于上行趋势。

图 1：2021Q1-3 省会合肥是 GDP 高增“火车头”

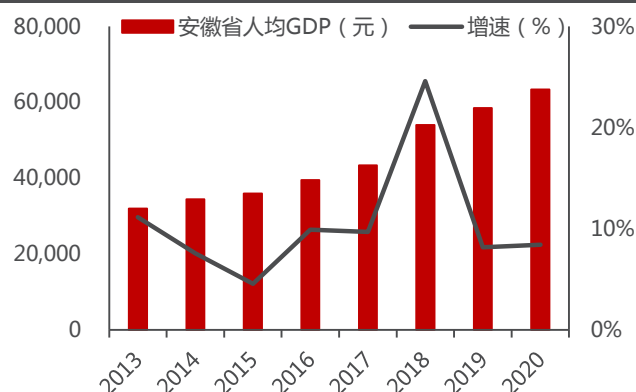


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

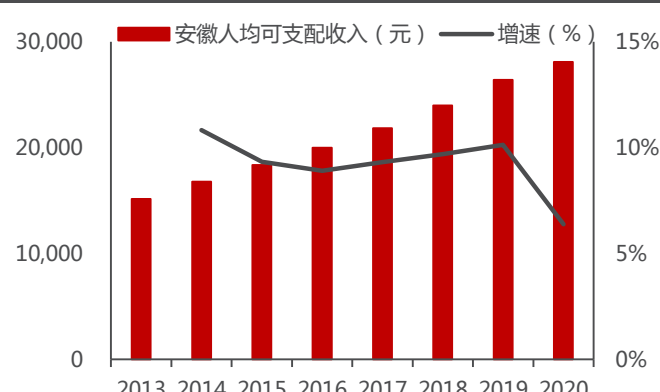
图 2：安徽两年期、五年期 GDP 增速领先周边各省



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 3：近年安徽省人均 GDP 逐年上行


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

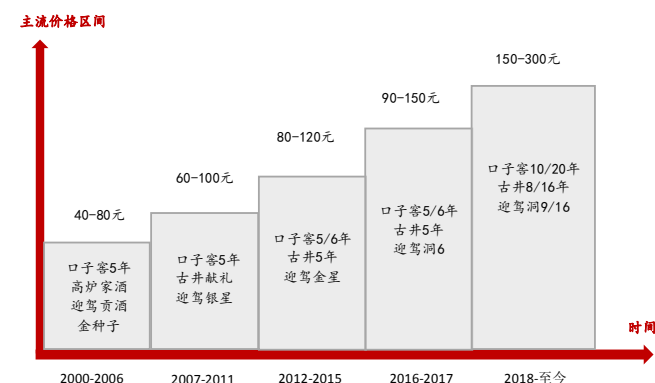
图 4：安徽省人均消费支出持续增长


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

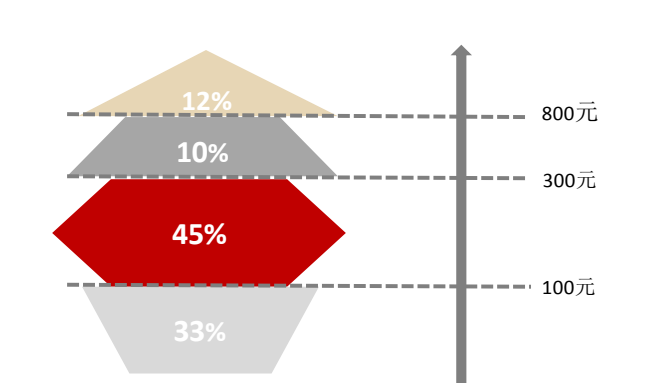
1.1.2 省内白酒竞争格局稳定，产品结构提升是核心增长点

品牌竞争从分散走向集中，主流价格带提升是长期趋势：

竞争格局上看，徽酒品牌古井、口子窖、迎驾牢牢锁定前三，四家上市企业 2020 年的省内市占率达 39% 左右，其中古井贡酒在本省市占率保持第一，达 21%，口子窖、迎驾贡酒、金种子酒市占分别达 11%/7%/2%。古 8、古 16、古 20 等产品在 200+ 价位快速突破，在做大“市场蛋糕”的同时，突破了地产品牌 500+ 传统价位天花板，成功拉伸地产品牌成长空间：我们也看到“东不入皖，西部入川”的区域壁垒在逐步破碎，品牌已成为竞争优势构建的核心，未来在价格突围战中，渠道优势转化为品牌势能的要求愈加紧迫，口子窖的“大商代理”模式相较于古井“三通工程”等稳定性有余、进攻性欠缺，在近两年市场竞争中品牌、产品培育能力不足的劣势被放大，品牌转化效能远不及竞争品牌，改革已迫在眉睫。

图 5：2000 年以来白酒主流消费价格带上行是长期趋势


资料来源：酒业家、微酒，公司公告、民生证券研究院

图 6：安徽市场 300 元以下仍占消费主体


资料来源：酒业家、微酒，民生证券研究院

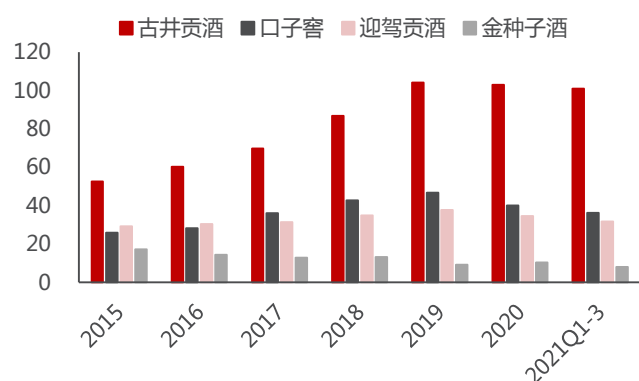
从价格带分布看，安徽白酒市场结构基本呈纺锤形，300 元以下仍占近 80%，其中 100-300 元已经成长为第一大价格带，且价格带内部从百元向 200+有加速跃升趋势，如古 5、口子 6 年等成熟产品占比稳中有降，古 7/8/16/20、口子 10 年/初夏、迎驾洞藏系列等占比快速提升。值得注意的是，以古 20 为代表的区域龙头已成功突围 500 元+，未来区域龙头将成为 300-800 元次高端价位的有力竞争者。

表 1：2020 年区域龙头仍集中在 300 元以下价位，未来次高端及以上具备高成长潜力

档次	市场规模	价格区间	竞争格局	代表品牌及产品
高端	40 亿	800 元以上	全国性品牌	53°飞天、第八代五粮液、国窖 1573
次高端	35 亿	500-800 元	省外品牌参与竞争 省内占比较小	古井古 20、洋河梦 6+、水晶版 迎驾洞 20、口子窖兼香 518
		300-500 元	品牌混战	剑南春、古井古 16、迎驾洞 16、水井坊、酒鬼酒
省内主流价格带	120 亿	100-300 元	本地品牌强势 口子、古井占优	古井古 5/献礼、口子 5/6、 洋河海之蓝、迎驾家洞 6/9
百元及以下	105 亿	30-100 元	地产小酒品牌分散	迎驾金星/银星、宣酒、高炉家
		30 元以下	省外品牌	老村长、红星二锅头、文王贡

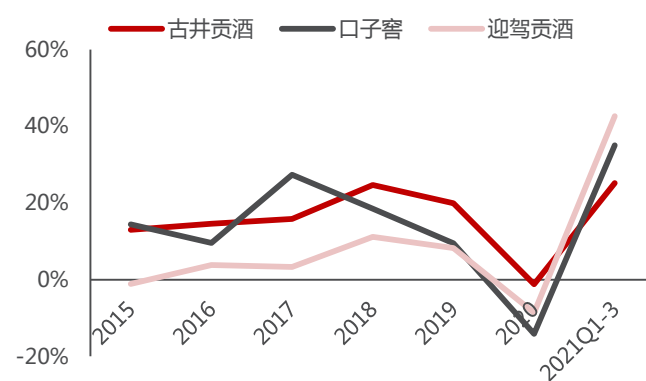
资料来源：酒业家、微酒，公司公告、民生证券研究院

图 7：古井营收规模稳居第一（亿元）



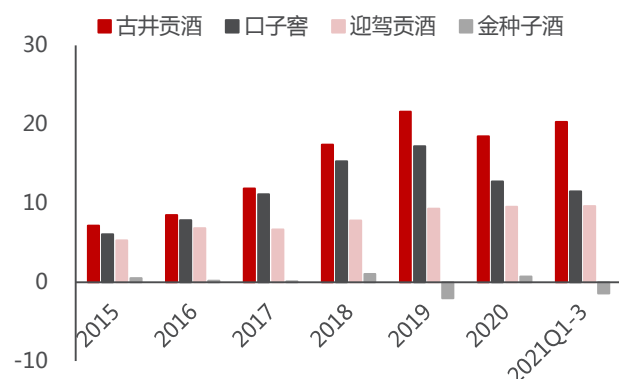
资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

图 8：品牌营收增速在 2020 年触底后迅速反弹（%）



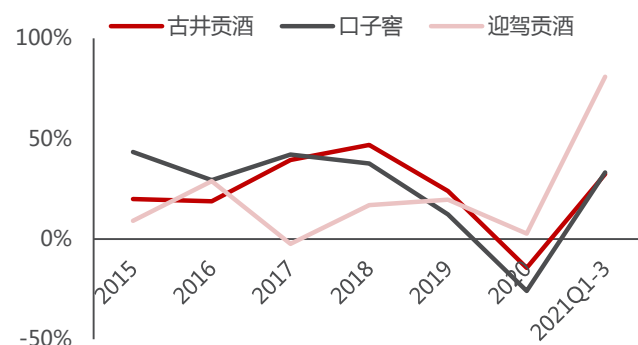
资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

图 9：口子窖净利润稳居省内第二(亿)



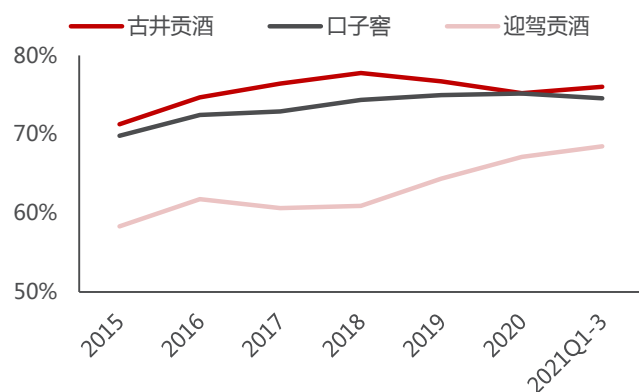
资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

图 10：迎驾净利润增速居省内第一(%)



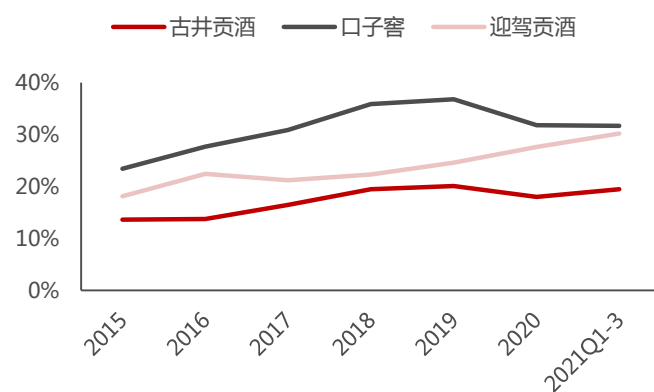
资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

图 11：古井、口子毛利率相对稳定，迎驾成长明显



资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

图 12：口子窖净利率水平仍保持领先



资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

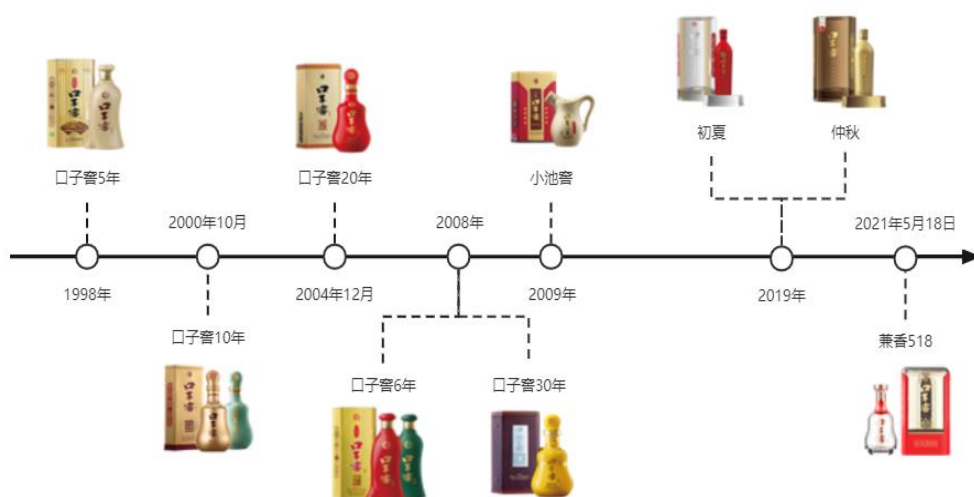
2 改革稳步推进，把握困境反转机遇

2.1 年份系列省内基础盘仍稳定，结构提升潜力待释放

2.1.1 高品牌认知度与兼香型品质是公司最大基本盘

品牌是白酒行业底层竞争逻辑，省内年份系列产品具备高认知度与美誉度，口子窖品牌积淀深厚。公司产品布局早且产品线完备，在主流消费价位段均有核心单品。公司于1998年即推出年份系列产品口子5年，68元定价切入中高端价位，打下了坚实的消费基础，历经多次提价，目前成就百元价格带大单品。2000年10月、2004年12月推出口子10年、20年，定位政商务宴请，现价稳定在200+/300+；2008年推出6年及定位高端的30年。2019年，公司推出200+的初夏和300+的仲秋。

图 13：公司产品线完备，兼香 518 切入规模化成长潜力价格带



资料来源：公司网站，民生证券研究院

2021年5月18日推出新品兼香518，产品设立“三个518”概念，即净含量518ml、酒精度51.8度、建议售价518元，取“我要发”谐音。公司产品定价518元卡位次高端价位带，计划通过该产品加强对省内500元以上价位带的覆盖，享受省内白酒消费结构升级的红利。战略单品518上市之初在渠道方面成立单独的团购部门，和传统产品分开运营、独立招商。公司在该新品上坚持“一地一发布”，在省内16个区域市场逐市场排期发布。目前兼香518已在省内16个地市都覆盖，预计2022年开启省外招商铺货计划。

公司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，其中主力产品为百元以上的口子窖系列。

表 2：口子窖产品种类众多，覆盖全价格带

档次	系列	产品	图片	香型	酒精度	净含量	京东售价
高档	口子窖系列	口子窖 5 年		兼香型	52%vol / 46%vol / 40.8%vol / 38%vol	400ml	145 元/145 元 /122 元/无
		御尊		兼香型	41%vol	450ml	154 元
		口子窖 6 年		兼香型	41%vol/46%vol	450ml	174 元/无
		小池窖		兼香型	41%vol/45%vol	500ml	223 元/无
		初夏		兼香型	41%vol/ 50%vol	500ml	292 元/无
		口子窖 10 年		兼香型	41%vol/46%vol	500ml	360 元/无
		仲秋		兼香型	41%vol/50%vol	500ml	390 元/无
		口子窖 20 年		兼香型	41%vol/50%vol	500ml	527 元/548 元
		兼香 518		兼香型	51.8%vol	518ml	576 元
		口子窖 30 年		兼香型	41%vol/ 50%vol	500ml	1352 元/1458 元
	口子美酒系列	口子美酒（红盒装）		兼香型	41%vol	500ml	无
		口子美酒（银盒装）		兼香型	41%vol	500ml	120 元
中档		中华老字号老口子		兼香型	41%vol / 46%vol	450ml	无
	老口子系列	濉溪老口子		兼香型	46%vol / 42%vol / 38%vol	450ml	100 元/98 元/无
		同源坊老口子		兼香型	42%vol	450ml	无

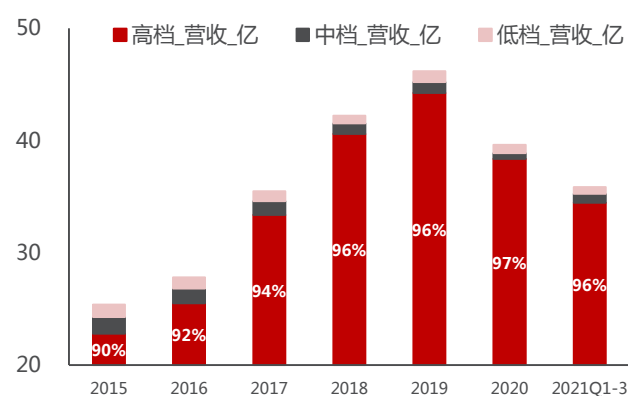
低档	口子坊系列	精品口子坊		兼香型	52%vol/45%vol/42%vol/ 38%vol/33%vol	500ml	无
		珍品口子坊		兼香型	45%vol	500ml	无
		佳品口子坊		兼香型	45%vol / 40%vol / 38%vol	500ml	无

资料来源：公司官网，京东，民生证券研究院

2.1.2 产品结构基础好，百元以上产品占比稳定在 95%以上

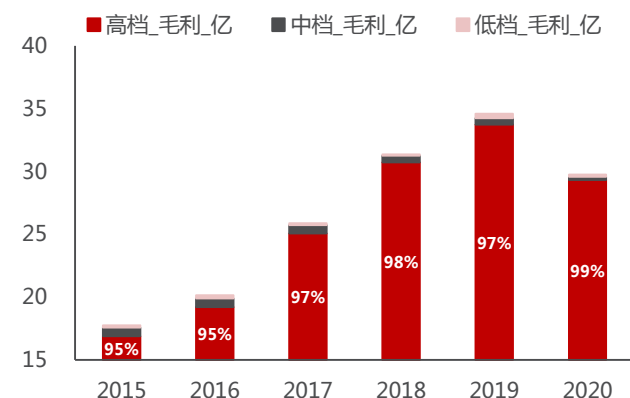
产品高结构、基础好：100 元以上的年份窖藏系列收入占比超过 96%，其中，100 元价位带的口子窖 5 年、6 年是公司核心大单品，占比约 40%；200 元以上的口子 10 年、20 年系主推产品，目前口子 10 年及以上占比约 25%，预计 21 年占比将稳步提升。

图 14：近年来高档酒营收占比逐年稳定在 96%左右



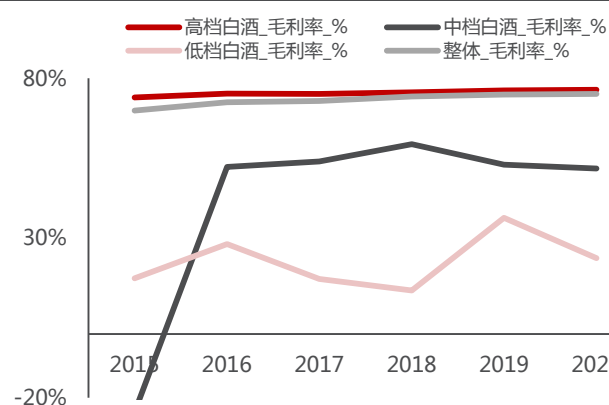
资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

图 15：2020 年高档酒毛利贡献占比已达 99%



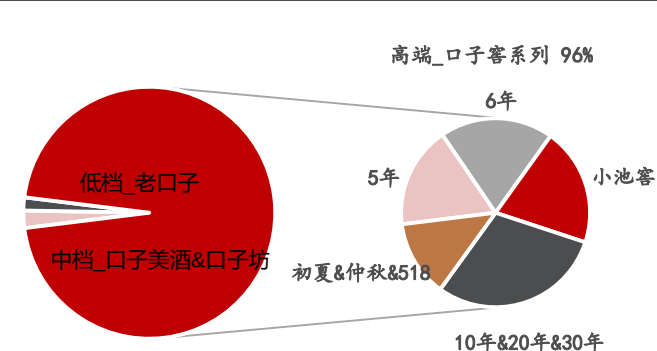
资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

图 16：2020 年高档酒毛利率稳定，中低档酒毛利波动较大



资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

图 17：2020 年高档酒营收中百元价格带口子 5 年/6 年基本盘稳定



资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

2.2 厂商关系重塑，重拾渠道掌控力

大商代理模式在行业扩容期具备较高稳定性与增长的确定性，在历史上为公司的市场开拓做出过卓越贡献，但白酒行业已经进入第三成长阶段，高集中、强分化已经成为显著特征，“一地一商”的传统大商代理模式在长期的品牌战略投入与短期利益取舍与分配上存在一定的博弈，使得品牌方对核心渠道资源的掌控能力是不足的，新品培育能力欠缺，竞争加剧后这一劣势被放大，所以渠道模式改革的紧迫性也逐步凸显。

2.2.1 大商制下，公司渠道推力逐步落后于竞品

公司主要竞争对手古井贡酒、迎驾贡酒纷纷通过深度分销加强渠道、终端管控，如古井“三通”工程。公司依然延续“大商代理”模式，整体稳定性有余、进攻性欠缺，在行业扩容期具备较高稳定性与增长的确定性，在历史上为公司的市场开拓做出过卓越贡献。

到 2020 年，公司在安徽省内经销商数量低于主要竞争者，单个经销商平均体量较大，使得部分区域经销商话语权较强。如在合肥市场，迎驾凭借洞藏系列在 100-200 价位起势，而公司产品表现相对疲软。

表 3：徽酒三种模式各有利弊

项目	口子窖	迎驾贡酒	古井贡酒
销售模式	大商制-裸价模式	深度分销-分品相分区域代理	深度分销-控价模式
销售模式特点	经销商主导销售和动销，“一地一策”，承担主要销售费用，毛利率较高。酒厂控制力较弱	普通白酒、中高端产品同一区域由不同经销商代理，主推中高端产品，深度分销，顺价销售	酒厂与经销商合作开发市场，渠道较为扁平，厂家投入费用较多，控价能力较强
各自优势	口子窖大商模式渠道利润较多，与经销商合作基本超 10 年以上，核心经销商达 20 年以上，大经销商参股上市公司，粘性足	2017 年公司调整销售架构，成立四大销售子公司分管不同系列产品，民营机制下激励相对充分	2009 年开始实施“三通”工程，现在局部争取高占有，通过点-线-面-体的方式进行市场推进，目前渠道已下沉至乡镇市场

资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

表 4：口子窖经销商数量在徽酒中最少，但经销商平均销售额在徽酒中最高

企业	省内经销商数目	省内销售额（亿）	经销商平均销售额（万元）
口子窖	439	31.74	723.01
古井贡酒	2157	90.16	417.99
迎驾贡酒	623	19.98	320.71

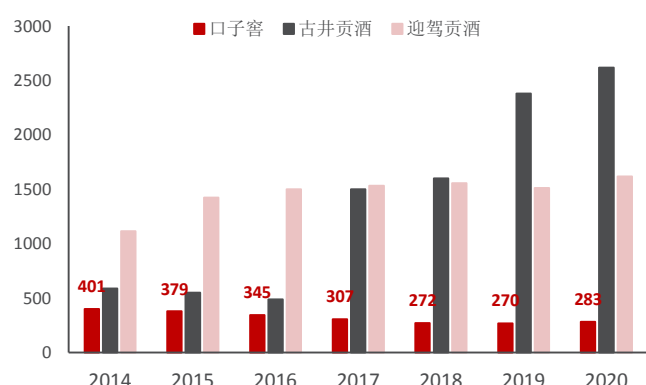
资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院（注：古井贡酒为华中区域数据）

目前白酒行业已经进入第三成长阶段，高集中、强分化已经成为显著特征，我们看到“东不入皖，西不入川”的区域壁垒在逐步破碎，品牌已成为竞争优势构建的核心，“一地一商”的传统大商代理模式在长期的品牌战略投入与短期利益取舍与分配上存在一定的博弈，使得品牌方对核心渠道资源的掌控能力是不足的，新品培育能力欠缺，竞争加剧后这

一劣势被放大。

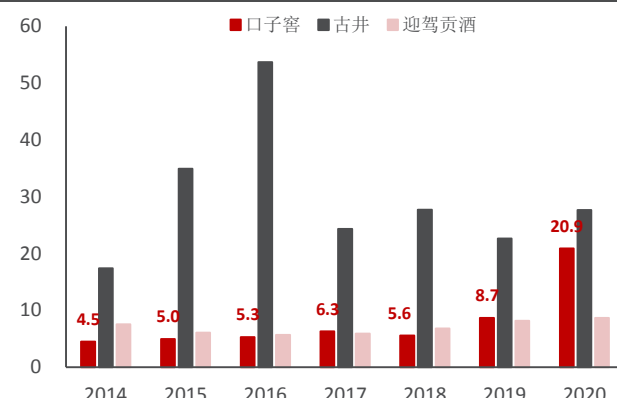
从销售人员数量和销售员工总薪酬看，公司均落后于主要徽酒企业，主因“大商制”下，市场开拓、消费者培育等工作主要由经销商承担，公司在人员及费用上投入不足。但2020年公司销售人员总薪酬已大幅增长153%至5914万元，我们认为主要是因为加大了经销商层面配套人员以及员工绩效考核变化，公司在经销商管理以及销售考核方面已迈出第一步。

图 18：公司销售人员数量少于其他徽酒企业



资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

图 19：2020 年公司销售人员人均薪酬已大幅增长 153%



资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

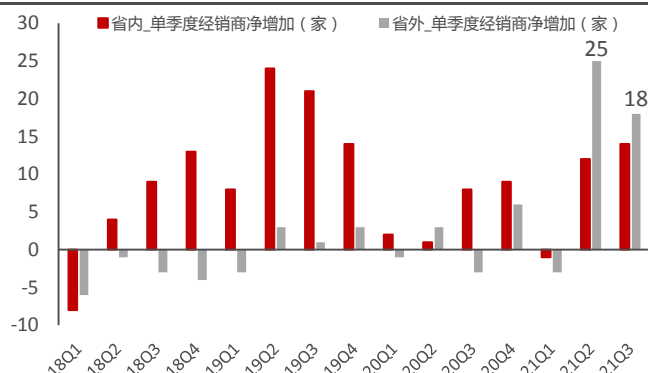
2.2.2 “1+N” 利润共享，考核重拾终端掌控力

“1+N 利润共享”厂商关系重塑，导入经销商动态考核指标，掌控渠道、培育新品：试点“一地一商、产销分离”转向“1+N、市场共建、利润共享”厂商合作模式，以新产品为抓手，要求成立新公司独立运营，增设二级商，同一区域内分产品运营，加强经销商动态考核，调动渠道主动性。

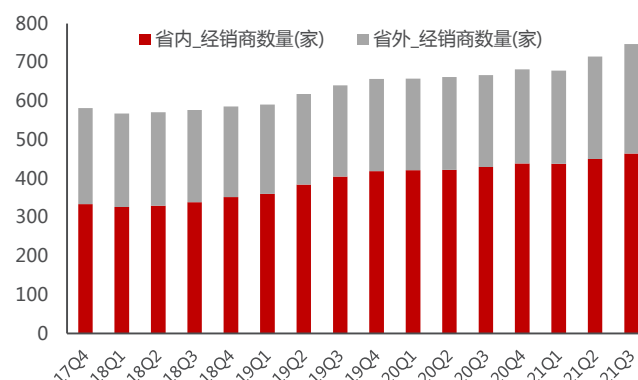
具体来看，针对渠道僵化问题，公司提出改革措施：

一方面，大力推进渠道精细化管理，将原先的“一地一商”改成“1+N”模式。2021年年初起，公司对各区域市场的传统型经销商、名烟名酒店、特约型经销商进行了深度梳理。公司要求现有经销商成立独立公司运营新品，同时在各区域市场如存在现有经销商关系覆盖不到的空白区域，允许引入特约经销商分级分产品经营，大量新招团购商，全面推进终端网点建设，同步强化考核，实施新老产品分离运作，推进渠道精细化管理。

另一方面，由“产销分离”模式改成“市场共建，利润共享”的合作模式，对现有传统经销商实施动态考核、末位淘汰制。考核主要为公司化管理、渠道建设、价格与物流、促销管控、销售费用及销售增长等几个方面。公司提出厂商共同开发、共同治理，不定期梳理不具备经营能力的经销商名单、对空白区域市场具备经销商条件的客户进行考察后发展。

图 20：年内省外经销商数量净增达历史峰值


资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

图 21：经销商数量逐季增加，省内：省外约 2:1


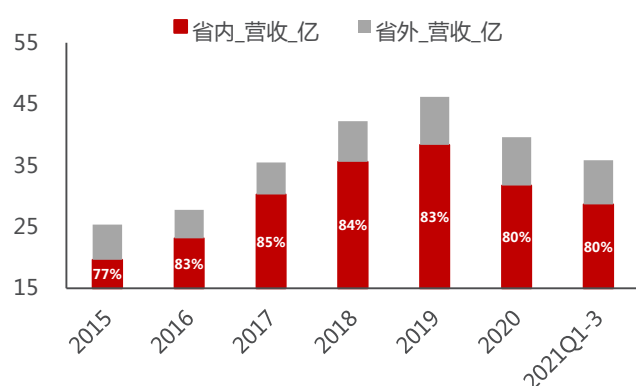
资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

积极拓展团购商，省内省外经销商数量大幅增加。公司 2021 年三季报数据显示，2021 年初至今省内经销商新增 29 家，省外新增 51 家。全国范围内大举招商势头之下，省外经销商扩张势头更加明显。Q2 省外净增 25 家，Q3 净增 18 家，扩张速度远超过去三年。2021 年前三季度省内市场经销商数量增加可能系兼香 518 新招团购商及部分二批商独立与公司签订合同。2021 年前三季度省外招商速度快于省内，中短期看可待后续铺货放量后创造营收增量，长期看，公司维持省外扩张势头，有望改变公司省内省外市场布局，全国化布局与品牌复兴同步进行。

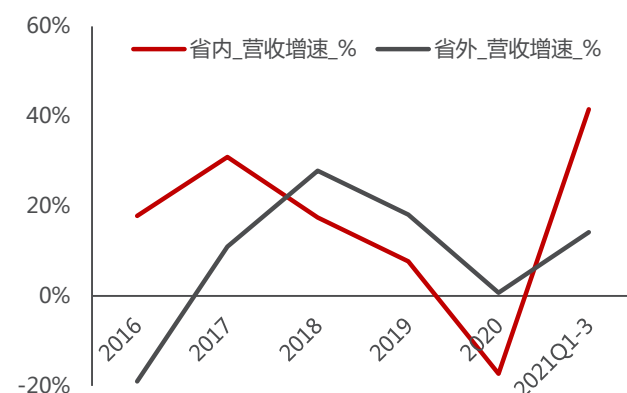
目前渠道改革进度整体来看皖南进度快于皖北，皖北快于皖中。皖中改革节奏和恢复的力度较南北慢一些，但是整体是在渐进式恢复过程中的。

2.2.3 省外以省会点市场启动 省内皖北皖南皖中依次铺开

市场建设方面，公司省内省外同步拓张。在省内，公司一方面有皖北-皖南-皖中依次铺开，另一方面不断下沉其销售渠道至省内县乡镇市场，大量启动团购型和特约型经销商，积极抢占市场份额。在省外，公司重点构建团购渠道为主、传统渠道为辅的市场格局，则严格执行因地制宜、一地一策的方针战略。

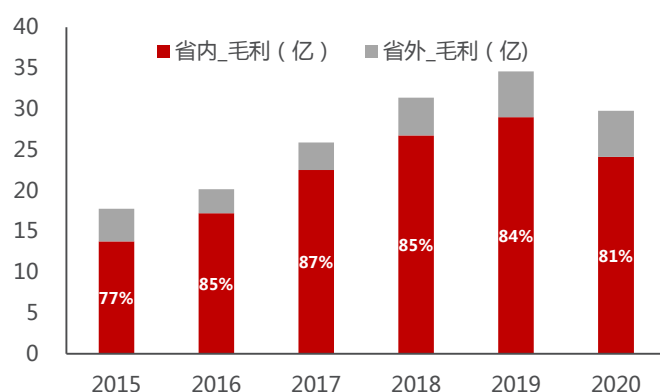
图 22：省内市场受疫情影响萎缩后逐渐恢复


资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

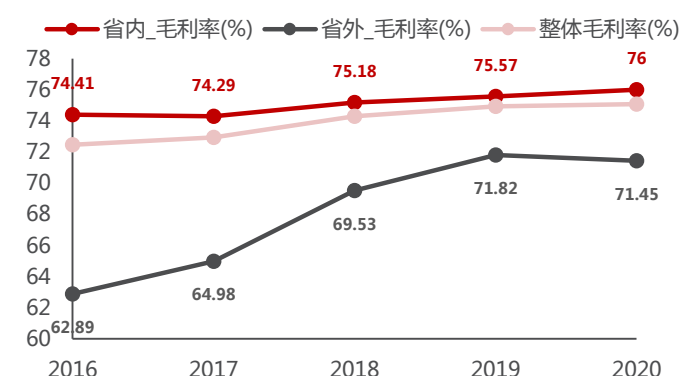
图 23：2021 年前三季度营收增速省内创新高，省外恢复疫情前水平


资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

公司省外市场以省会城市为核心，“点”市场温和有序扩张。过去五年（2015-2020）省内/省外市场营收复合增速分别达 10%/6%，毛利润复合增速分别为 12%/7%。在省内渠道深度改革的调整蛰伏期，省外市场有序扩张，结构改善愈发突出，各项数据逐年稳步提升。省外市场营收占比由 2017 年 14.6% 提升至 2020 年 20%，省外市场毛利贡献率由 2017 年 13% 提升至 2020 年 19%，随着省外市场培育成熟度提升，省外毛利率水平正逐步向省内靠拢。

图 24：省外市场扩张有序 毛利占比平稳上升


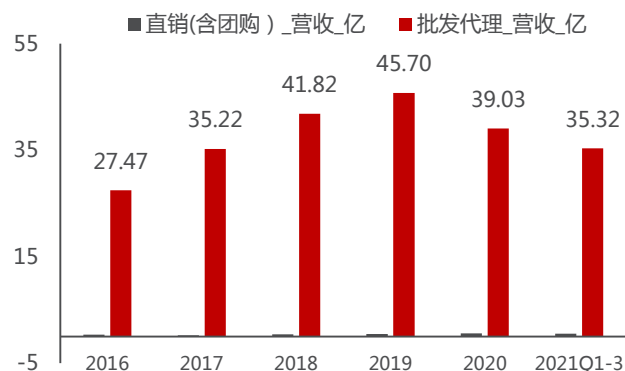
资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

图 25：省内毛利常年稳定 省外市场毛利率水平逼近省内毛利率


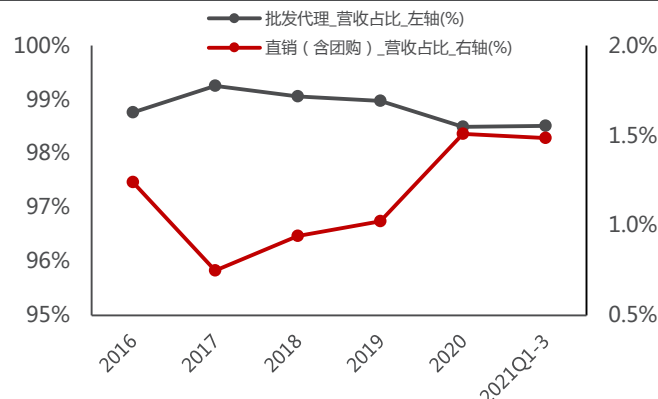
资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

2.2.4 线上直销贡献高档酒增量 利润弹性增厚

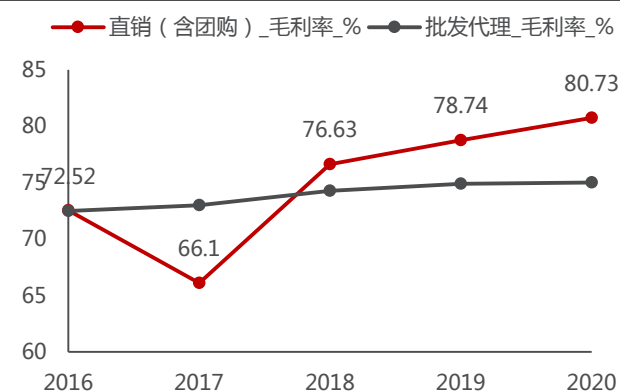
公司积极拓展直营团购渠道增加直营规模,同时不断提升直营毛利率。2016-2020 年间直销团购渠道营收复合增速 CAGR=15%，传统批发代理渠道 CAGR=9%，直销团购渠道增速明显快于传统渠道。公司 2020 报告数据显示，直销团购渠道毛利率 80.73%，高出传统批发代理渠道 5.72pct。预计未来公司渠道结构将逐步优化，公司利润增厚显著。

图 26：2020 年批发代理渠道受疫情影响营收缩减


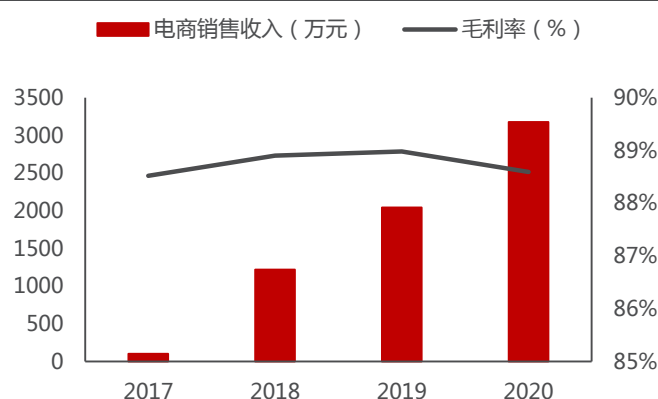
资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

图 27：过去五年直销团购渠道营收占比整体上行


资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

图 28：近年直销团购渠道毛利率逐年提升


资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

图 29：2017 年涉足电商渠道，毛利率稳居高位，营收增长显著


资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

公司在传统渠道改革的同时，积极拓展线上销售业务。2017 年 8 月起首次在京东和天猫分别开通“口子窖官方旗舰店”、“口子窖酒类旗舰店”，并同步开发了电商专供产品。2017-2020 年间，公司线上渠道营收以千亿规模逐年上升，电商渠道毛利率一直维持在 88% 水平。根据公司最新一期年报披露，截止 2020 年公司已在京东、天猫、苏宁易购等多个平台运营官方旗舰店，全年共实现营收 0.32 亿元，过去三年 CAGR = 213%。未来公司将一方面持续丰富线上传播机制，完善电商渠道，形成传播销售一体化运营体系，另一方面增加个性定制类产品，拓展线上业务，更好地直接服务消费者。虽然当前电商渠道营收占比尚低，长期培育后高毛利的线上渠道将带来丰厚利润空间。

2.3 组织改革与股权激励预期的机制红利

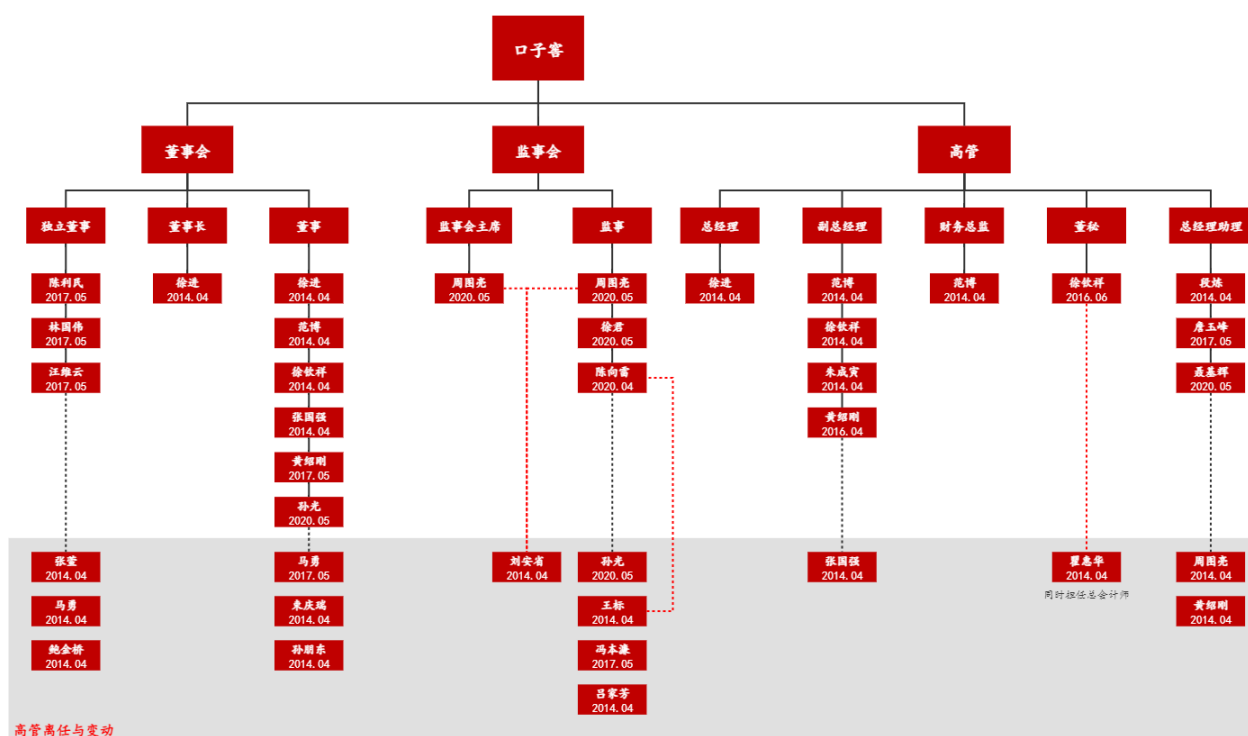
2.3.1 属地招贤因地定薪 营销重心逐向省会迁移

合肥营销中心的搭建与骨干营销团队的扩充，使得公司营销人才梯队逐步建制化，股份回购与可预期的股权激励计划有望释放机制改革的红利。公司计划 2022 年将销售中心落至省会合肥，公司分管销售条线领导也将增加在合肥办公的比例。未来公司计划大规模扩充销售队伍规模，一方面开放中层招聘，充实业务骨干，一方面属地招聘业务人员。业务团队搭建原则由原来的在淮北当地招聘业务人员派至省内各市场，改成省内各市场属地招聘营销业务人员，按照不同区域的物价来匹配销售人员的薪资待遇，定期回淮北出差。同时，落实业务人员岗位设置、薪资管理、绩效考核，不断提升业务人员服务市场、建设市场、管理市场的职业素养。人员扩充在进行中，预期 22 年营销团队逐步建制化。

2.3.2 股权回购已完成 治理结构改善可期

公司于 2020 年 3 月发布股份回购方案公告，拟以集中竞价方式回购资金总额不低于 1 亿元、不超过 2 亿元，回购股份将用于公司股权激励。公司已于 2021 年 4 月完成回购，共计 313 万股，占公司总股本比例 0.522%，共支付资金总额 14893 万元，回购均价约 47.52 元。公司表示当前预开放中层招聘，充实业务骨干激励，未来或有人事调整可能，回购的股份也将用作对公司董事、高级管理人员、中层管理人员及核心骨干的股权激励。本次激励如若实施，将是公司上市以来首次对中层管理人员及核心骨干实施股权激励，一定要确保激励效用，最大化提升团队积极性，激发公司内生动力。

图 30：口子窖董监高结构图

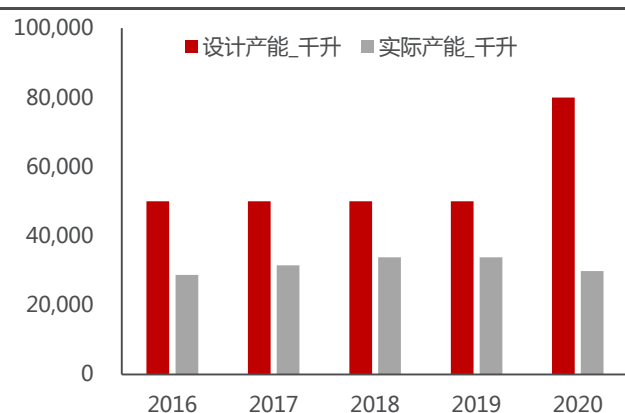


资料来源：公司网站，民生证券研究院（红色虚线表示职位交替，黑色虚线链接的是已从该职位离任的高管）

2.4 优质产能与储能的提升夯实了长期发展基础

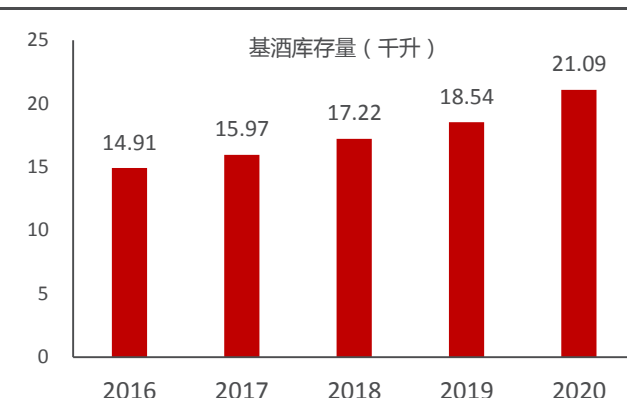
公司近两年来持续强化基础产能建设。根据公司最新一期年报披露,公司 2020 年实现优质原酒年产约 3 万吨,拥有原酒储能 20 余万吨。随着口子产业园(东山)一期的口子产业园一期 6 栋制曲车间全部投产,将实现年产 65°优质原酒 1.8 万吨。为缓解优质白酒产能不足,2020 年初公司自筹 13.6 亿元投资建设“口子产业园(东山二期)2 万吨大曲酒酿造提质增效项目”目前已经全面展开,其中三栋主体建筑已经封顶,目前正在安装设备。预计公司到 2025 年产能将突破 6 万吨,实现产能翻倍。

图 31：公司东山一期、二期工程使设计产能大幅提升



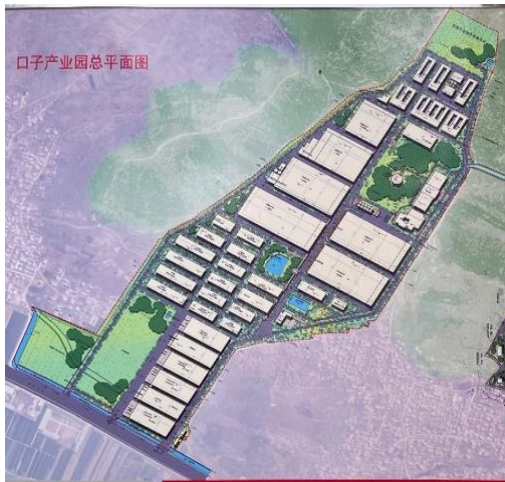
资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

图 32：2020 年公司基酒存量超 21 万千升



资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

表 5：口子窖产业园建设情况

	口子产业园（东山一期）	口子产业园（东山二期）
筹建日期	2017 年 1 月	2020 年 1 月
主要项目	主要建设内容包括酿酒、制曲、储存、包装四个子项目。具体内容如下： 大曲酒酿造项目，包含 6 栋智能化酿酒车间，项目引进智能机器人自动上甑系统，年产 65°优质原酒 1.8 万吨。 生物工程制曲项目，包含 6 栋制曲车间、制曲原料工程楼、钢板仓及成品曲库，年产 2 万吨优质成品曲。项目引进全自动控制系统，强化了成品曲入库管理。 优质酒陈化老熟和储存项目，包含 16 栋半敞开式基酒库、勾储车间及动力车间，储酒能力 16 万吨。 成品酒包装项目，包含 16 条自动化包装生产线，年包装能力 6 万吨；同时引进自动化立体库系统，实现了成品及半成品的自动化装卸。	主要建设内容包括制曲、酿酒、储存三个子项目。其中包含： 4 栋酿造车间，共 60 跨智能化酿造生产线，年产 65 优质原酒 2 万吨； 12 栋制曲车间，成品曲库 6 万平米，年产优质曲 2 万吨； 8 栋基酒库，储酒能力达 9.4 万吨。
占地面积	1545 亩	643 亩
总投资	158,800 万元	136,038 万元
当前投产情况	制曲车间共 6 栋，已全部建成投入使用； 酿酒车间共 6 栋，其中 5 栋已投入生产，剩 1 栋酿造车间施工主体已完成，目前正在进行设备安装； 基酒库共 8 栋，其中 6 栋建成投入使用，剩余 2 栋在建。其中 5#设备安装完成，已投入使用，9#设备安装基本完成； 包装车间共 4 栋，其中 3 栋包装车间主体施工已完成，进入设备安装阶段。具体具体 1#电梯安装已完成，3#、4#已封顶，室内、外装修工程基本完成，准备进行设备安装。2 号正在局部施工地上四层。	目前该项目 1#、2#、3#酿酒车间主体工程完成封顶，目前正在进行设备和调试。其余均在场地平整。项目土地报批已经完成审批，正在办理供地手续。
项目意义	2021 年全面竣工后年产 65°优质原酒 1.8 万吨	已经有预计到 2025 年公司产能将突破 6 万吨，实现产能翻倍，彻底摆脱长期的产能制约问题。
图片	 口子产业园总平面图	

资料来源：公司公告、政府官网、民生证券研究院

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测假设与业务拆分

收入假设：

公司 2021 年经营稳定，基于上文我们对公司产品、组织、营销等多方面改革有望释放红利的判断，我们认为公司高端白酒在 2022 年有望实现高于行业平均增速的业绩高增。我们预计 2022 年公司**高端核心产品**：

- **口子五年、六年**仍将稳住 200 元以内价格的基本盘，实现小幅平稳增长。我们预计口子 5 年、6 年及小池窖在 2021/2022/2023 年收入增速分别 14%/12%/5%；
- **口子初夏、仲秋及新品兼香 518** 卡位 300-500 元价位带，一方面坐享省内白酒结构提升红利，一方面受益于前期公司渠道改革重焕生机，在 2022 年或将实现快速放量。我们预计口子初夏、仲秋及新品兼香 518 在 2021/2022/2023 年收入增速分别 82%/62%/41%；
- **口子 10 年、20 年、30 年**在 200-500 元价位具备放量基础，年份口子仍为主推系列。我们预计口子初夏、仲秋及新品兼香 518 在 2021/2022/2023 年收入增速分别 62%/46%/26%；

中端、低端产品在省内下沉市场深耕多年，仍具有一定规模。我们预计中端口子美酒、口子坊系列在 2021/2022/2023 年收入增速分别 12%/5%/3%；低端老口子系列在 2021/2022/2023 年收入增速分别 12%/7%/7%；

综合以上假设，公司 2021/2022/2023 年内营收增长率分别为 28%/25%/15%，对应营收分别为 51/64/73 亿元。

毛利率假设：

基于我们预计 2022 年公司高档白酒中年份系列 10 年、20 年以及战略单品兼香 518 收入增速快于口子 5 年、6 年及中低档白酒，产品结构有望持续提升，且白酒各类生产成本相对稳定，故公司毛利率有望持续提升，预计公司 2021/2022/2023 年毛利率分别为 75.3%/76.1%/76.3%，对应毛利润分别为 39/48/56 亿元。

费用率假设：

1) **销售费用率**：鉴于公司刚开启以主力单品年份系列的口子10年/20年以及战略单品兼香518为核心的新一轮营销周期，我们假设公司未来三年销售费用投放较2020年稳中有升，故预计公司2021/2022/2023年销售费用率分别为13.62%/13.75%/13.89%；

2) **管理费用率**：公司系民营酒企，管理架构常年稳定，预计公司2021/2022/2023年管理费用率分别为5.81%/5.86%/5.92%。

3.2 投资建议

公司作为徽酒龙头，公司将充分受益域内经济高成长带来的消费扩容，且品牌积淀与

兼香品质在省内具备较高认知壁垒，年份型产品口子 5 年、6 年深耕百元价格带，市场底座稳固，口子 10 年、20 年在 200-500 元价位具备放量基础，新品 518 卡位 500+价位，上市首年销量突破 10 万箱，价位与团购先行的渠道策略，对标古 16、古 20 等发展路径，新品规模量成长可期。预计公司 2021-2023 年实现收入 51.2/63.8/73.1 亿元，同比 +27.5%/+24.6%/+14.7%；归母净利润 16.2/20.4/23.4 亿元，同比 +26.9%/+26.2%/+14.7%，对应 PE 分别为 26X/21X/18X。公司 2022 年估值 21X，低于徽酒、苏酒可比区域龙头的平均 PE 约 31X 看好公司改革带来困境反转的估值修复机会，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表 6：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
002304.SZ	洋河股份	164.50	4.96	5.22	6.44	48	32	26
000596.SZ	古井贡酒	211.53	3.68	4.50	5.68	74	47	37
603198.SH	迎驾贡酒	72.00	1.19	1.68	2.08	30	43	35
603369.SH	今世缘	53.37	1.25	1.58	1.98	46	34	27
		PE 均值				50	39	31

资料来源：wind，民生证券研究院；

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2022 年 1 月 26 日

4 风险提示

1) 安徽省内经济上行不达预期：安徽产业迭代升级趋势减弱，导致省内经济增速放缓，无法持续为省内白酒消费提供强支撑，进而导致省内白酒产业结构升级趋势放缓，市场扩容速度不及预期。

2) 疫情管控升级：疫情带来的管控措施易影响以宴席宴请、走访送礼为代表的白酒主要消费场景，若疫情冲击持续超预期，公司销售或受需求端疲软的影响不及预期。

3) 省内渠道改革不及预期：公司重建“1+N”新型厂商合作模式的效果有限或者进度不及预期，影响主导产品口子年份系列和战略新品 518 的铺货动销，进而影响产品价格盘及销售业绩。

4) 省内市场竞争加剧导致产品动销不及预期：公司核心根据地是安徽省内市场，若与省内其他地产酒龙头品牌，如古井年份原浆系列、迎驾洞藏系列等在同价位带上竞争加剧，或将致公司产品动销不及预期，进而影响产品价格盘及销售业绩。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	4,011	5,116	6,375	7,310
营业成本	996	1,252	1,525	1,730
营业税金及附加	616	792	978	1,125
销售费用	546	696	877	1,015
管理费用	233	297	374	433
研发费用	18	12	17	23
EBIT	1,620	2,066	2,604	2,983
财务费用	-16	0	0	0
资产减值损失	-1	0	0	0
投资收益	53	78	88	103
营业利润	1,687	2,144	2,692	3,085
营业外收支	-18	0	0	0
利润总额	1,670	2,144	2,692	3,085
所得税	394	525	650	743
净利润	1,276	1,619	2,042	2,343
归属于母公司净利润	1,276	1,619	2,042	2,343
EBITDA	1,774	2,286	2,847	3,245

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,504	3,708	4,837	5,462
应收账款及票据	704	874	1,001	1,283
预付款项	28	26	44	48
存货	2,879	2,808	3,726	5,003
其他流动资产	1,508	1,508	1,508	1,510
流动资产合计	6,623	8,925	11,116	13,306
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,812	1,955	2,099	2,199
无形资产	435	439	424	415
非流动资产合计	3,183	3,310	3,419	3,473
资产合计	9,806	12,235	14,535	16,780
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	728	782	999	1,266
其他流动负债	1,699	2,455	2,494	2,131
流动负债合计	2,427	3,237	3,494	3,396
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	141	141	141	141
非流动负债合计	141	141	141	141
负债合计	2,568	3,378	3,635	3,537
股本	600	600	600	600
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	7,239	8,857	10,900	13,243
负债和股东权益合计	9,806	12,235	14,535	16,780

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-14.15	27.53	24.62	14.67
EBIT 增长率	-25.80	27.53	26.05	14.54
净利润增长率	-25.84	26.90	26.16	14.70
盈利能力 (%)				
毛利率	75.17	75.53	76.08	76.33
净利率	31.80	31.65	32.04	32.05
总资产收益率 ROA	13.01	13.23	14.05	13.96
净资产收益率 ROE	17.62	18.28	18.74	17.69
偿债能力				
流动比率	2.73	2.76	3.18	3.92
速动比率	1.53	1.88	2.10	2.43
现金比率	0.62	1.15	1.38	1.61
资产负债率 (%)	26.19	27.61	25.01	21.08
经营效率				
应收账款周转天数	0.14	0.52	0.22	0.14
存货周转天数	1,055.29	818.63	891.72	1,055.29
总资产周转率	0.41	0.42	0.44	0.44
每股指标 (元)				
每股收益	2.13	2.70	3.40	3.90
每股净资产	12.06	14.76	18.17	22.07
每股经营现金流	0.83	4.12	2.32	1.40
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	33	26	21	18
PB	5.7	4.8	3.9	3.2
EV/EBITDA	22.46	16.91	13.18	11.37
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,276	1,619	2,042	2,343
折旧和摊销	154	220	243	263
营运资金变动	-880	712	-805	-1,663
经营活动现金流	499	2,473	1,393	841
资本开支	-384	-342	-345	-323
投资	815	-6	-7	5
投资活动现金流	519	-270	-265	-216
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-1,049	0	0	0
现金净流量	-31	2,204	1,129	625

插图目录

图 1：2021Q1-3 省会合肥是 GDP 高增“火车头”	3
图 2：安徽两年期、五年期 GDP 增速领先周边各省	3
图 3：近年安徽省人均 GDP 逐年上行	4
图 4：安徽省人均消费支出持续增长	4
图 5：2000 年以来白酒主流消费价格带上行是长期趋势	4
图 6：安徽市场 300 元以下仍占消费主体	4
图 7：古井营收规模稳居第一（亿元）	5
图 8：品牌营收增速在 2020 年触底后迅速反弹（%）	5
图 9：口子窖净利润稳居省内第二(亿)	6
图 10：迎驾净利润增速居省内第一(%)	6
图 11：古井、口子毛利率相对稳定，迎驾成长明显	6
图 12：口子窖净利率水平仍保持领先	6
图 13：公司产品线完备，兼香 518 切入规模化成长潜力价格带	7
图 14：近年来高档酒营收占比逐年稳定在 96%左右	9
图 15：2020 年高档酒毛利贡献占比已达 99%	9
图 16：2020 年高档酒毛利率稳定，中低档酒毛利波动较大	9
图 17：2020 年高档酒营收中百元价格带口子 5 年/6 年基本盘稳定	9
图 18：公司销售人员数量少于其他徽酒企业	11
图 19：2020 年公司销售人员人均薪酬已大幅增长 153%	11
图 20：年内省外经销商数量净增达历史峰值	12
图 21：经销商数量逐季增加，省内：省外约 2:1	12
图 22：省内市场受疫情影响萎缩后逐渐恢复	13
图 23：2021 年前三季度营收增速省内创新高，省外恢复疫情前水平	13
图 24：省外市场扩张有序 毛利占比平稳上升	13
图 25：省内毛利常年稳定 省外市场毛利率水平逼近省内毛利率	13
图 26：2020 年批发代理渠道受疫情影响营收缩减	14
图 27：过去五年直销团购渠道营收占比整体上行	14
图 28：近年直销团购渠道毛利率逐年提升	14
图 29：2017 年涉足电商渠道，毛利率稳居高位，营收增长显著	14
图 30：口子窖董监高结构图	15
图 31：公司东山一期、二期工程使设计产能大幅提升	16
图 32：2020 年公司基酒存量超 21 万千升	16

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1：2020 年区域龙头仍集中在 300 元以下价位，未来次高端及以上具备高成长潜力	5
表 2：口子窖产品种类众多，覆盖全价格带	8
表 3：徽酒三种模式各有利弊	10
表 4：口子窖经销商数量在徽酒中最少，但经销商平均销售额在徽酒中最高	10
表 5：口子窖产业园建设情况	17
表 6：可比公司 PE 数据对比	19
公司财务报表数据预测汇总	21

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001