

改革蓄力，酒业集团能否扬帆？

2022 年 05 月 14 日

➤ **公司 4 月 28 日发布 2021 年报及 2022 年一季报**：2021 年实现营收 40.3 亿元，同比 +11.93%，归母净利润 3.89 亿元，同比 +24.50%，扣非归母净利润 3.47 亿元，同比 +27.27%。分季度看，2022Q1 实现营收 9.08 亿元，同比 +20.36%，归母净利润 2.66 亿元，同比 +373.72%，扣非归母净利润 0.70 亿元，同比 +41.20%。非经损益部分主要为公司一月份收到南厂拆迁的政府补偿款。

➤ **酒业集团，能否扬帆？**自 2018 年并购丰联酒业后，市场对公司能否成为跨区域多品牌的酒业集团多有期待，历经战略定位及组织多面调整，酒业集团能否扬帆？**我们从财务结果及营销管理过程等多维度检视：**

(一) 营收角度：21 年营收 40.3 亿元，同比 +11.93%，基本回到 2019 年高点。**从营收贡献看**：衡水老白干贡献 56%、承德板城烧锅酒 16%、湖南武陵酒 14%、安徽文王酒 9% 及山东孔府家酒 5%，**从区域贡献看**：河北贡献 66.4%、湖南 14.3%、安徽 9%、山东 4.5%、其他省份 5.6% (22Q1 区域占比河北 61%、山东 4%、安徽 10.6%、湖南 18.4%、其他 5.5%)，可以看出**老白干及河北区域依然是公司销售贡献主体，武陵 (湖南) 贡献在快速提升**。**从合同负债角度看**：22Q1 期末公司合同负债高达 20.8 亿元，较 20 年以前预收款水平翻倍，收入“蓄水池”明显增厚，业绩释放值得期待。

(二) 盈利能力角度：公司 2021 年扣非归母净利润 3.47 亿元/+27.27%，22Q1 扣非 0.70 亿元/+41.20%，2021 年毛利率 67.32%、净利率 9.65%，ROE 水平 10.83%，**毛利率水平品牌拆分来看，武陵 80.2%>老白干 64.5%>文王 62.5%>板城 59.3%>孔府 58.4%，盈利能力相对较弱**。不得不承认的是公司主销区域河北、安徽、山东等均市场竞争激烈，且河北省会辐射力相较其他省份较为弱势，市场的割裂导致本土品牌式微，公司在高价位市占率提升上仍需作为。

(三) 营销管理角度：**(1) 公司坚持品牌+渠道双重驱动的战略方向，聚焦市场、产品做简的抓手上仍有加强空间**。公司 21 年 100 元以上高档酒销售占比仅 50%、40 元以下中档酒 26.1%、40 元以下低档酒 23.9%。**(2) 激励的提升对于治理优化、营销改革策略与方向的战略性坚持是我们后期需要关注的重点**。近年来公司高管年薪均不超过 30 万元，在行业内排名居后，公司 4 月 18 日发布的 2022 年限制性股权激励计划 (草案)，拟授予股票数量不超过 1774 万股，约占股本总额的 1.98%，激励对象为董事、高管及业务骨干合计不超过 213 人，董事长、总经理及常务副总最高授予数量不超过 30 万股，设置 2022-2024 年净资产收益率不低于 10%、归母扣非净利润相较 2020 年复合增速不低于 15% 等核心业绩考核指标，为未来的发展目标指引了方向。

➤ **投资建议**：公司拥有多香型品类、多品牌，面对高烈度的市场竞争，唯有依靠系统化的营销管理机制的改革与战略方向的坚持，我们看到公司在产品、市场与治理优化上做出的努力，认为公司营收与盈利能力有逐步改善的趋势。基于以上，我们预计公司 22-24 年营业收入分别为 46.42/53.75/63.17 亿元，同比增长 15.3%/15.8%/17.5%；归母净利润分别为 5.77/6.59/7.65 亿元，同比增长 48.3%/14.2%/16.0%；EPS 分别为 0.64 元/0.73 元/0.85 元，当前股价对应 PE 为 34/30/26 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示**：主销市场竞争加剧、主导产品增长及结构提升不达预期、疫情等不可抗力冲击加剧。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	4,027	4,642	5,375	6,317
增长率 (%)	11.9	15.3	15.8	17.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	389	577	659	765
增长率 (%)	24.5	48.3	14.2	16.0
每股收益 (元)	0.43	0.64	0.73	0.85
PE	51	34	30	26
PB	5.3	4.6	4.0	3.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 5 月 13 日收盘价)

推荐

首次评级

当前价格：

21.74 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

目录

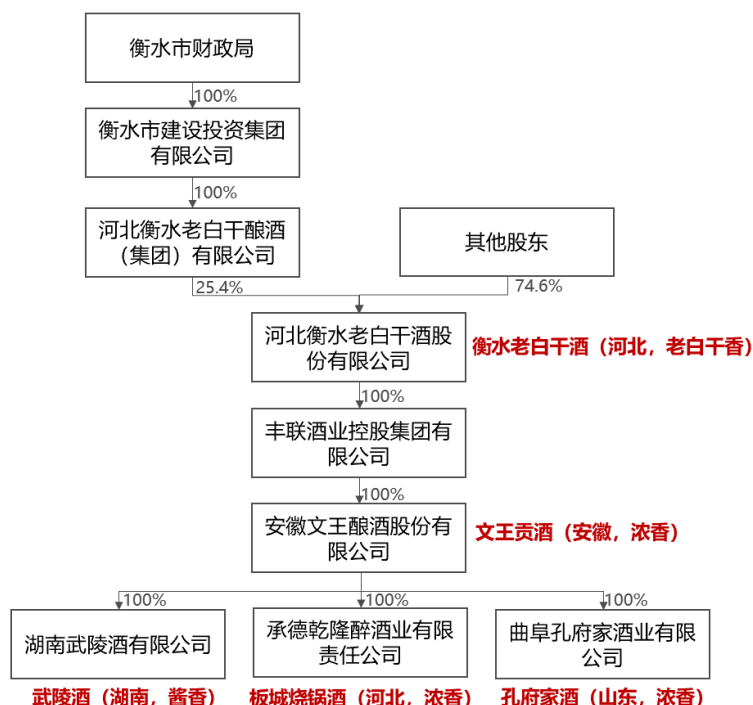
1 冀酒龙头，改革谋求突围	3
1.1 国资背景，公司的改革与并购之路	3
1.2 老白干营收占比过半，武陵酒盈利能力突出	4
2 产品结构优化，业绩“蓄水池”扩容	6
2.1 聚焦高档产品，推升产品结构	6
2.2 持续投入费用，净利率提升空间较大	7
2.3 22Q1 业绩“蓄水池”充沛，业绩释放值得期待	8
3 老白干酒：河北市场品牌割据，名酒品牌占据高端领地	9
3.1 冀酒市场品牌割据，本土品牌式微	9
3.2 老白干酒改革调整，期待营收突破	12
4 武陵酒：借势酱酒与终端直控模式的成果	14
4.1 酱酒品类扩容趋势明显，武陵酒持续受益	14
4.2 产品占位较高，依托终端直控	15
4.3 未来仍将受益酱香品类的消费端培育，区域市场有望逐步扩张	21
5 板城烧锅酒：基础扎实，具备省内扩张条件	24
5.1 产品梯次清晰，吨价逐步上行	24
6 孔府家&文王贡酒：结构升级明显，地产小酒各具特色	27
6.1 产品结构持续向上，孔府家酒短期承压	27
6.2 文王产品差异化营销，结构持续升级	28
7 盈利预测与投资建议	31
7.1 盈利预测假设与业务拆分	31
7.2 投资建议	34
8 风险提示	35
插图目录	37
表格目录	38

1 冀酒龙头，改革谋求突围

1.1 国资背景，公司的改革与并购之路

河北衡水老白干酿酒（集团）有限公司组建于 1996 年 11 月，其前身是建于 1946 年的衡水老白干酒厂，由当时政府收购了十八家制酒作坊而成立，是衡水最早的国有企业。河北衡水老白干酒业股份有限公司（以下简称“公司”）于 1999 年 12 月 30 日由河北衡水老白干酿酒（集团）有限公司作为主发起人，联合衡水京安集团有限公司等六家发起人共同发起设立股份有限公司，注册资本为 1.4 亿元。主导产业是衡水老白干酒的生产和销售、商品猪及种猪的饲养及销售，饲料的生产与销售，公司于 2002 年 10 月在上海证交所正式挂牌上市交易。

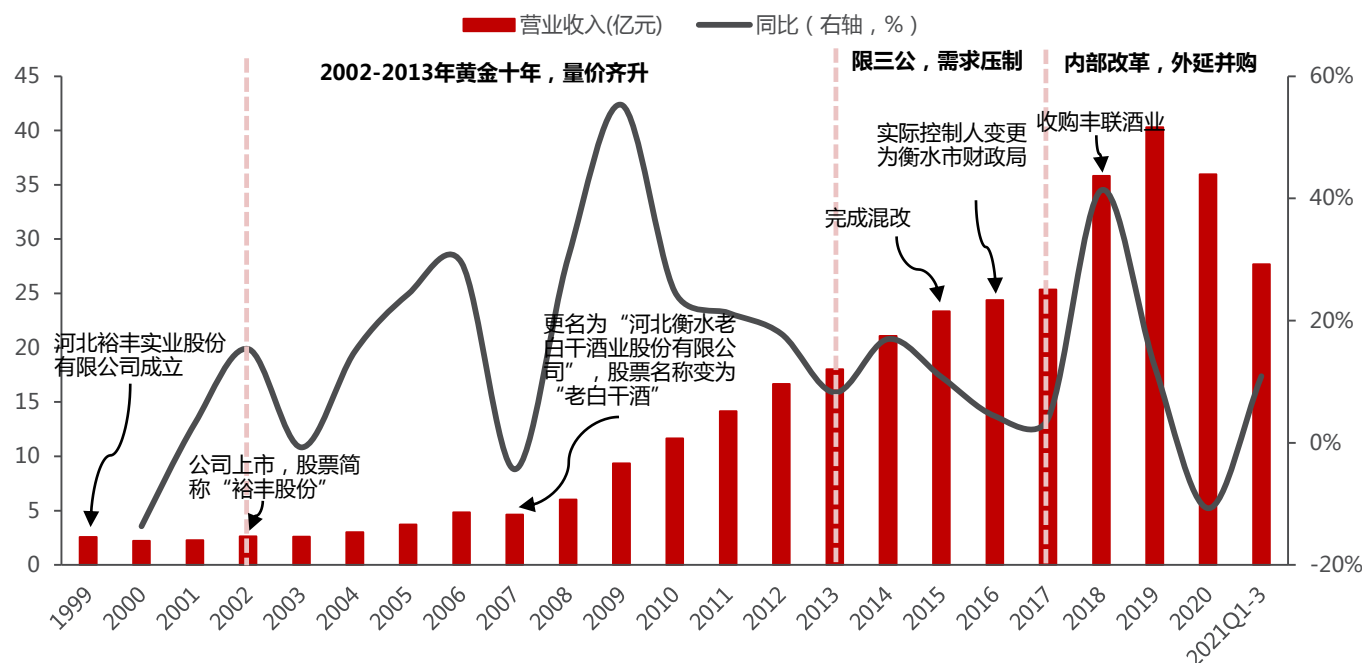
图 1：公司通过收购丰联酒业实现了多品牌、多区域和多香型的发展格局



资料来源：公司公告，民生证券研究院

1999-2002 年酒业奠基：1999 年公司营收 2.56 亿元，到 2002 年为 2.63 亿元，主要受宏观经济及产业政策调整冲击，1997 年亚洲金融危机余波仍在，产业政策上，2001 年对粮食类白酒征收从量和从价复合计征的消费税（25%的从价税+0.5 元/斤的从量税），2002 年取消白酒上市公司先征后返 18%的所得税优惠，中小酒企受冲击较大。**2003-2012 年“黄金十年”量价齐升：**营收从 2003 年的 2.61 亿元增长至 2012 年的 16.66 亿元，年均复合增速达 +20.37%，主要受益于固定资产投资加速驱动宏观经济上，2003 年中国 GDP 增速重回两位数。**2013-2017 需求压制：**2013-2017 年营收 CAGR 回落到+8.89%，主要是 GDP 增速降档，“三公”政务消费受限。**2018 以来推进内部改革+外延收购：**产品聚焦“衡水老白干 1915”、“十八酒坊 20 年”、“十八酒坊 15 年”、“衡水老白干 20 年”、“衡水老白干五星”等战略大单品，削减 SKU，将 SKU 数量从 1000 多个砍到 200 个左右；渠道上发展高端合伙人模式，缩短营销链条；**2018 年公司通过发行股份和支付现金方式，收购了联想控股旗下的丰联酒业，实现了“一树三香”（老白干香型、浓香型、酱香型）和“五花齐放”（衡水老白干酒、板城烧锅酒、武陵酒、文王贡酒、孔府家酒）的局面。**

图 2：2018 年起公司进入改革调整期



资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.2 老白干营收占比过半，武陵酒盈利能力突出

公司拥有衡水老白干酒（以下简称“本部”）、板城烧锅酒、武陵酒、文王贡酒、孔府家酒等五大品牌，产品囊括老白干香型、浓香型、酱香型等三大香型。

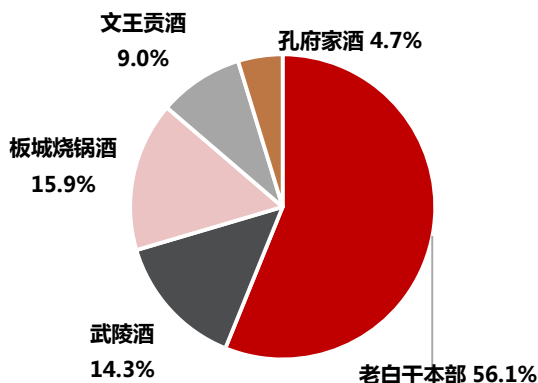
表 1：公司旗下五大品牌的香型、区域及工艺

品牌	香型	地区	生产工艺特点
衡水老白干酒 (含十八酒坊)	老白干 香型	河北	小麦中温大曲、地缸发酵、续茬配料、混蒸混烧老五甑工艺
板城烧锅酒	浓香型	河北	以传统老五甑工艺为基础，采用中温大曲、固态泥池双轮发酵、量质摘酒、分级储存、自然老熟
武陵酒	酱香型	湖南	以高粱为原料，采用“7次取酒、8次发酵、9次蒸煮”的传统酱香酒工艺
文王贡酒	浓香型	安徽	红心酒曲、夹泥发酵、独家分蒸、自然老熟、物理勾调
孔府家酒	浓香型	山东	沿用原孔府酒坊传统工艺，经人工增殖的老窖长期发酵、量质摘酒、分级贮存、精心勾储

资料来源：公司公告，民生证券研究院

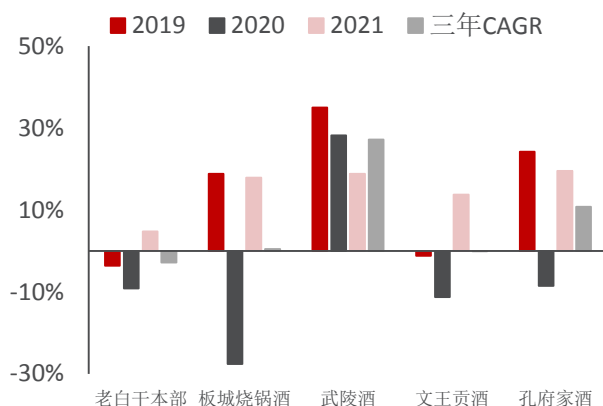
衡水老白干营收占比过半，武陵酒增速突出。2021 年公司营业收入 40.27 亿元，其中白酒业务实现营收 37.53 亿元，老白干本部贡献 21.07 亿元，占比 56.1%，板城烧锅酒、武陵酒、文王贡酒和孔府家酒贡献营收（及占比）分别为 5.95（15.86%）/5.37（14.3%）/3.38（9%）/1.77（4.7%）亿元。其中，武陵酒营收从 2018 年的 2.61 亿元（由于公司收购丰联酒业后于 2018 年二季度开始合并报表，故 2018 年除老白干本部外其他四个品牌使用年报披露营收的 1/3 代替一季度真实营收的估计值。）增长到 2021 年的 5.37 亿元，三年 CAGR 达+27.16%，酱酒品类势能突显。相较之下其他四个品牌由于受疫情冲击，本部两年 CAGR 为-6.4%，老白干本部、板城烧锅酒、文王贡酒和孔府家酒 2018-2021 三年营收 CAGR 分别为-27.6%/-11.2%/-8.6%。

图 3：2021 年老白干营收占比过半，武陵酒增速突出



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 4：公司旗下各品牌 18-20 年收入增速

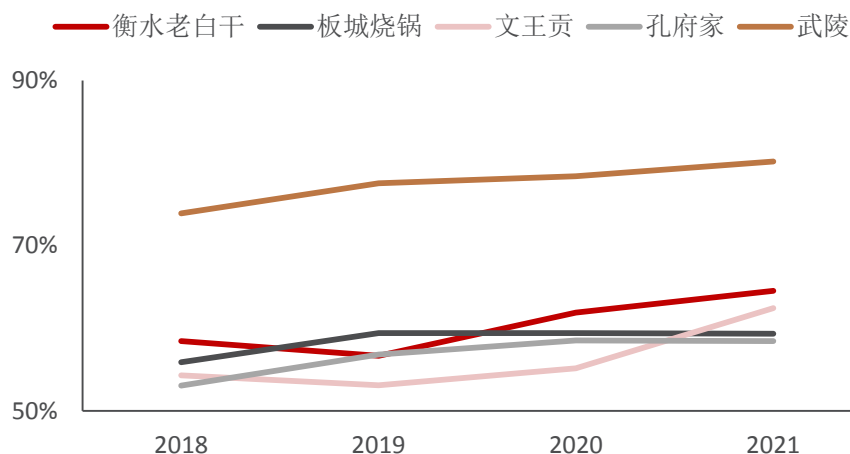


资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：由于公司收购丰联酒业后于 2018 年二季度开始合并报表，故 2018 年除老白干本部外其他四个品牌使用年报披露营收的 1/3 代替一季度真实营收的估计值。

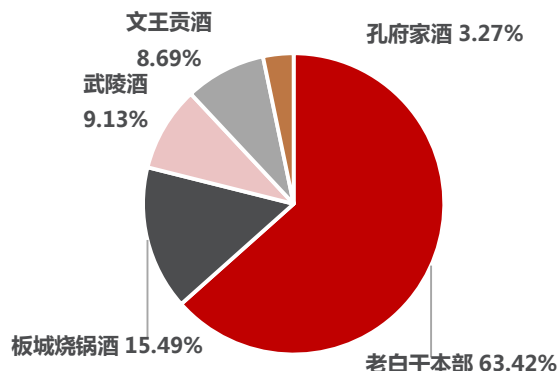
武陵酒 2020 年毛利率 78.4%，盈利能力凸显。受益于酱酒热和高端化战略，武陵酒 2020 年以 78.4%的毛利率领先其他品牌 50%-60%的毛利率水平；毛利方面，2020 年公司毛利 21.5 亿元，其中衡水老白干贡献 12.4 亿元，占比 57.9%，武陵酒毛利 3.5 亿元，占比 16.5%，比 2018 年提升 7.4pct，预计未来随着武陵酒规模不断增大，对公司毛利的驱动力更加显著。

图 5：18-20 年公司旗下各品牌毛利率



资料来源：wind，民生证券研究院

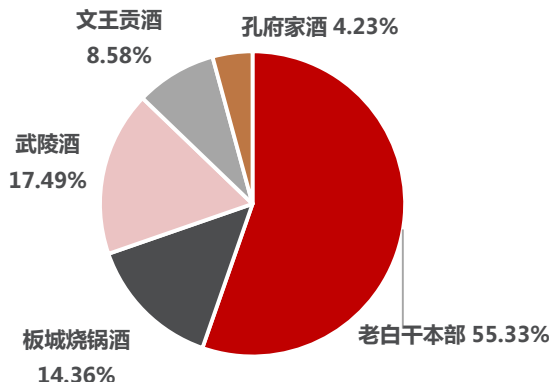
图 6：2018 年各品牌毛利贡献比(%)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：由于公司 2018 年 4 月开始合并报表，故 2018 年除衡水老白干酒外其他品牌毛利润均使用全年估计数。

图 7：2021 年各品牌毛利贡献比(%)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

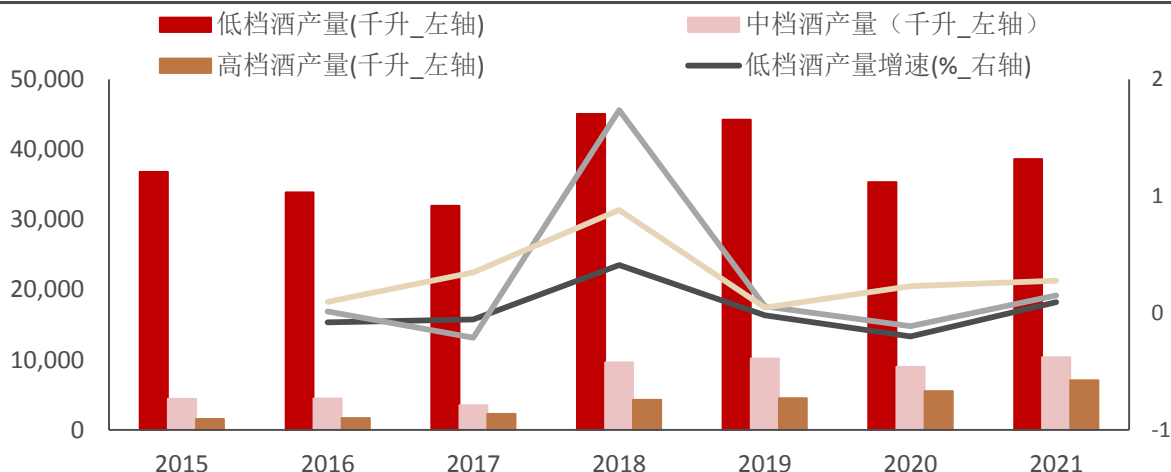
2 产品结构优化，业绩“蓄水池”扩容

2.1 聚焦高档产品，推升产品结构

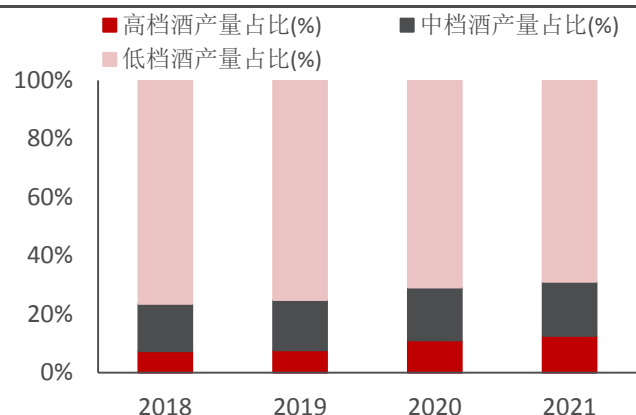
公司近年来不断调整产品结构，削减中低端条码，聚焦主线高档产品。为提升产品质量，公司加大了重点产品的瓶储，同时提升高档酒产量，2019-2021 年三年高档酒产量平均增速达 17.94%，高档酒产量占比也从 2018 年的 7.3% 提升至 2021 年的 12.6%，增加 5.3pct。（公司将 100 元/500ml 以上划分为高档产品，40 元-100 元（含 100 元）/500ml 划分为中档产品，40 元（含 40 元）/500ml 以下划分为低档产品）。

2018-2021 年，高档酒营业收入从 11.81 亿元增长到 18.77 亿元，CAGR+16.71%，高档酒营业收入占比从 35.9% 提升至 50%。量价拆分看，高档酒量价齐升趋势显著：销量从 4103.29 吨增长到 5,081.83 吨，三年 CAGR+7.39%；吨价从 28.78 万元/吨增加到 36.95 万元/吨，三年 CAGR+8.68%。高档酒收入增加推动公司盈利结构改善：整体毛利率从 2018 年的 58.6% 提升至 2021 年的 67.32%，提升 8.77pct。

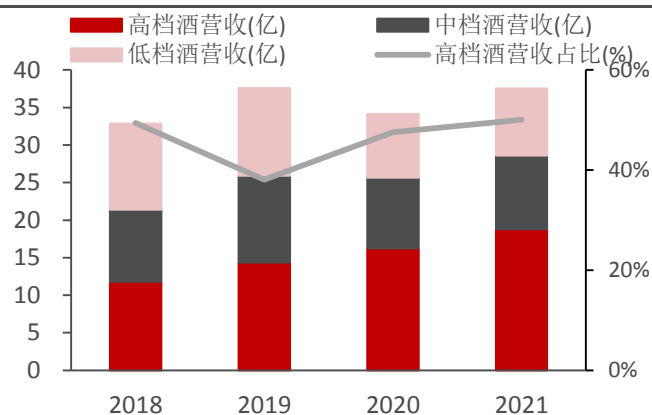
图 8：2020、2021Q1-3 公司高档酒产量快速增加



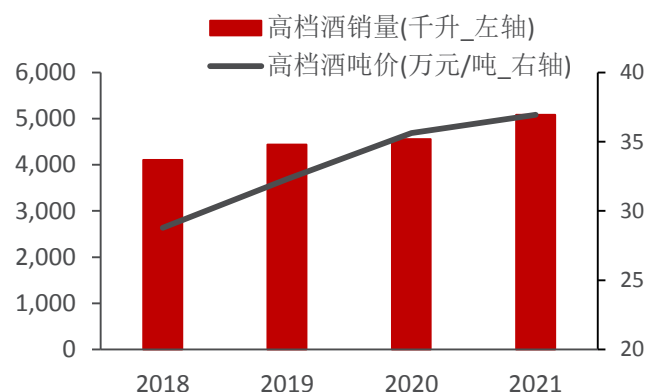
资料来源：公司公告，民生证券研究院，2018 年公司收购丰联酒业使各档次酒产量大幅上升

图 9：2018-2021 年公司高档酒产量占比明显提高


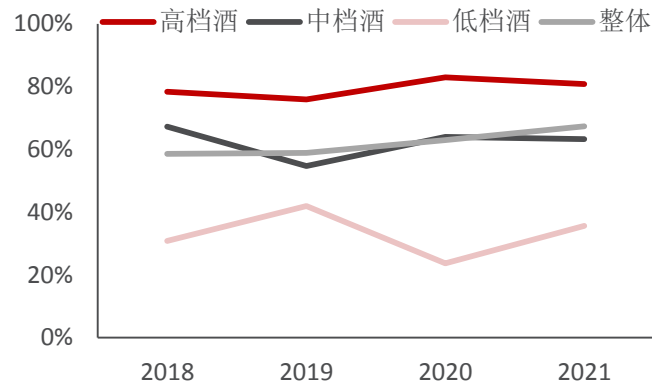
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 10：公司高档酒收入(亿元)已占据半壁江山


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 11：2018 年以来公司高档酒量价齐升


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 12：高档酒占比提升推动公司整体毛利率上升


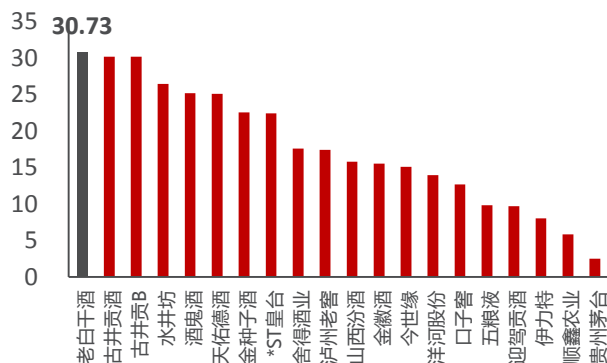
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.2 持续投入费用，净利率提升空间较大

销售费用率有望边际递减，净利率提升潜力较大。公司坚持高打高举的品牌策略，持续投入大量费用，导致销售费用率一直维持在较高水平。横向对比看，**2021 年公司销售费用 12.38 亿元，同比增 21.1% 销售费用率高达 30.74%，于 2021 年超越古井贡酒的 30.20%，位列白酒行业上市公司第一。**

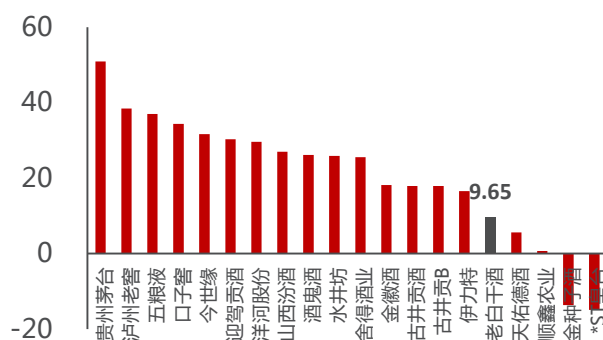
从净利率看，公司 2021 年净利率仅为 9.65%，不仅远低于贵州茅台、五粮液和泸州老窖等行业龙头，也明显低于同为区域品牌且销售费用率相当的古井贡酒，未来净利率提升空间广阔。我们认为，随着毛利率提升叠加销售费用率边际递减，未来净利率提升趋势明确，公司业绩弹性将持续释放。

图 13：2021 年销售费用率(%)居白酒上市公司第二



资料来源：公司公告，民生证券研究院

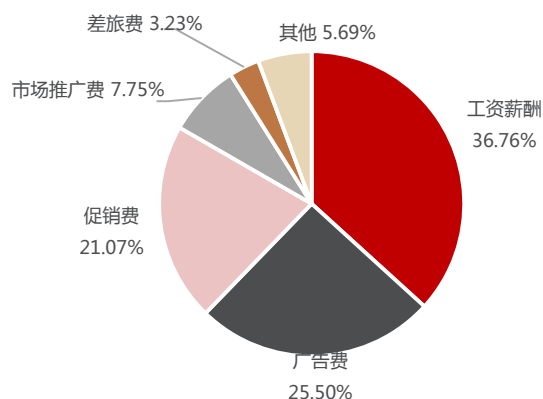
图 14：2020 年净利率(%)在白酒上市公司倒数第五



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2021 年公司销售费用中：**销售人员工资薪酬**以 4.55 亿元位居各项第一，占比 36.76%，同比增加 40%；**广告费**以 3.16 亿元居第二位，占比 25.5%，同比减少 9.8%；公司用于渠道促销的相关费用包括促销活动中的促销品、奖品、微信红包等费用共 2.61 亿元计入**促销费**，占比 21.07%，同比增加 102.5%。此外，公司为强化品牌与用户之间的互动交流，大力开展文化营销、品质营销、体验营销和品鉴会等市场推广活动，2021 年**市场推广费** 0.96 亿元，占比 7.75%，同比增加 11.4%

图 15：2021 年销售费用明细占比

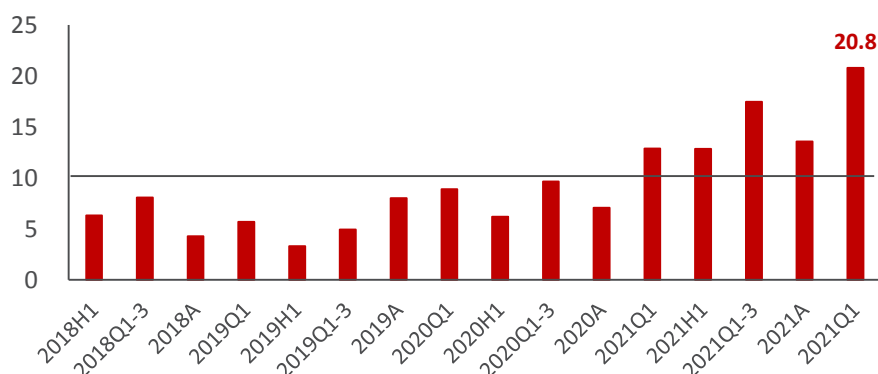


资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.3 22Q1 业绩“蓄水池”充沛，业绩释放值得期待

白酒行业一般采取“先款后货”，即经销商先打款，厂商后发货，因而预收账款多寡一定程度反映了渠道对产品动销的信心。18-20 年公司预收账款（合同负债）均在 10 亿元以下，随着消费端的持续回暖，公司采取积极的销售政策调动了经销商的积极性，渠道信心逐渐强劲，业绩蓄水池逐季高涨。截止 22Q1 期末公司合同负债高达 20.8 亿元，收入“蓄水池”明显增厚，业绩释放值得期待。

图 16：2021 年至今公司合同负债（亿元）明显增加



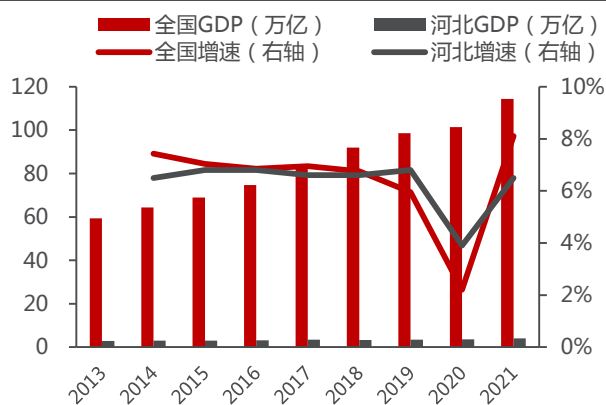
资料来源：wind，民生证券研究院

3 老白干酒：河北市场品牌割据，名酒品牌占据高端领地

3.1 冀酒市场品牌割据，本土品牌式微

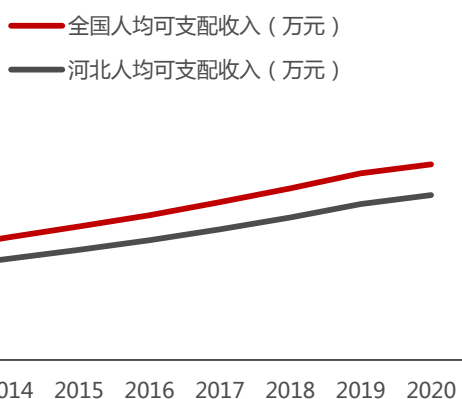
河北省地处华北平原腹地，环抱首都北京和直辖市天津，是典型的白酒消费大省。省内经济基础相对薄弱，近年来 GDP 增速维持在 6.5%-6.8% 左右（除 2020 年因疫情影响增速为 3.9%），与全国平均水平相当，2020 年省内居民人均可支配收入 2.71 万元，低于全国平均水平的 3.22 万元。

图 17：河北省经济增速与全国平均水平相当



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

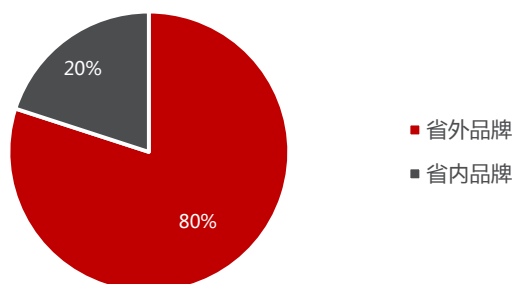
图 18：河北居民人均可支配收入略低于全国平均水平



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

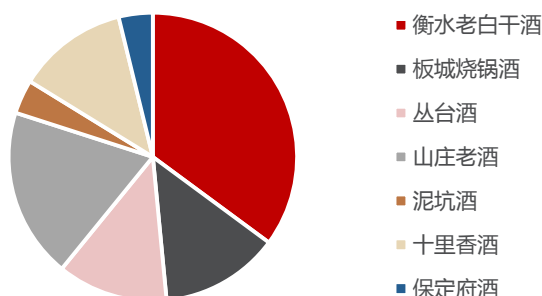
竞争格局上，高端价位被名酒品牌掌控。河北市场包容性较强，全国化品牌和区域性品牌竞争激烈，省外品牌更为强势，占整个市场规模的 80% 左右，较强势的省外品牌如茅台、五粮液、泸州老窖、洋河和郎酒等发展较好。省内品牌目前形成了“一超（衡水老白干）+双雄（山庄、丛台）+三强（泥坑、十里香、保定府）”的竞争格局，其中衡水老白干酒以 9% 的市场份额占比最大，板城烧锅酒占比 3.5%。河北市场是公司收入的基本盘，2021 年河北市场收入 24.94 亿元，占公司销售收入的 66.44%。

图 19：省外品牌占据冀酒市场近八成份额



资料来源：乐酒圈，民生证券研究院，统计口径为 2019 年

图 20：省内主要本土品牌市场份额

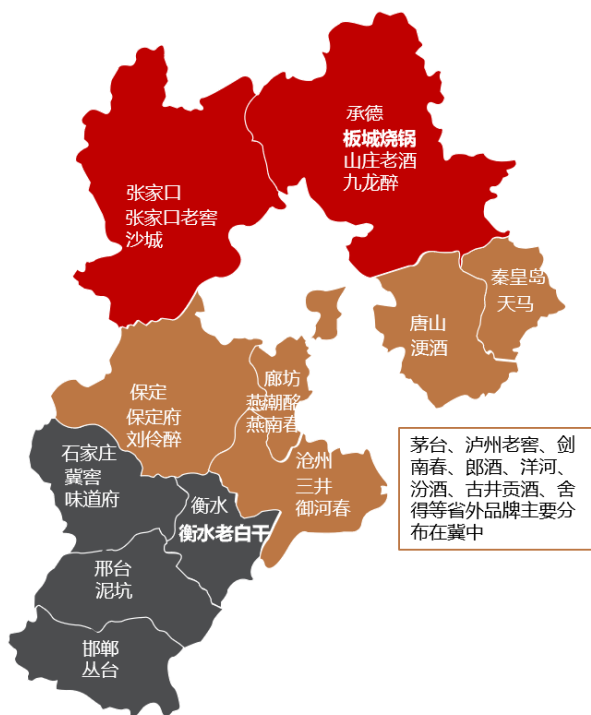


资料来源：乐酒圈，民生证券研究院，统计口径为 2019 年

分区域来看，一城一酒的特征增加了酒企区域扩张的难度。河北白酒品牌众多，分散在各地市，冀北、冀中、冀南三个区域经济基础和消费特点各不相同，北京和天津在地理上将河北南北割裂开来，一方面为全国品牌进入河北市场提供了极佳的桥头堡，另一方面使本土品牌的全省化难以进行，造就了河北本土品牌分区域高占有的特征。

具体来看，冀北区域，板城烧锅和山庄老酒等本地品牌具有较强的根基，竞争激烈；冀中环京津区域以省外品牌为主，如茅台、剑南春、泸州老窖、郎酒、洋河、古井贡酒、汾酒、舍得等；冀南区域则被衡水老白干、丛台、泥坑等省内区域强势酒企占据。

图 21：河北本土白酒品牌星罗棋布，一城一酒特征明显



资料来源：乐酒圈，民生证券研究院

分价格带看：

- 50 元以下的光瓶酒市场竞争尤为激烈，省外品牌如牛栏山、老村长、龙江家园等酒企占据了销量最大的 10-15 元区间，泥坑等本土品牌优势在于 20-25 元区间，30 元及以上光瓶酒本土酒企和省外酒企各有优势。
- 100-300 元价格带上，省内品牌和省外品牌竞争相对激烈，100-300 元价格段省内品牌有老白干优级 10/8/5、青花、山庄皇家窖藏 12/10/9、泥坑白瓶等，省外品牌则有洋河海之蓝、泸州老窖特曲、口子窖等。
- 300 元及以上的次高端和高端市场中，本土品牌和全国性品牌之间的竞争最为激烈，全国性品牌如茅台、国窖、剑南春、郎酒等仍然占据较大优势，省内品牌枪口上抬 VS 全国性品牌渠道下沉。

近年来公司积极调整产品体系，推动产品结构升级，在中高端价格带上均有产品布局，包括：(1) 800 元及以上价格带的老白干 1915、老白干古法 30、十八酒坊 20 等；(2) 500-800 元价格带的古法 20；(3) 300-500 元的老白干古法 15、五星、十八酒坊 15/12 等；(4) 100-300 元价格带的老白干优级 10/8/5、67 度、十八酒坊 10/8 等。

表 2：河北市场各价格带主要品牌

价格带	省内品牌						省外品牌
	衡水老白干酒 (含十八酒坊)	板城烧锅酒	丛台酒	山庄老酒	十里香酒	其他	
800 元及以上	老白干 1915 老白干古法 30 十八酒坊 20	金奖龙印 盛世龙印	窖龄原浆 30	皇家窖藏 20	-	-	茅台 五粮液 国窖 1573
500-800 元	老白干古法 20	太平龙印	窖龄原浆 20 (52 度)	皇家窖藏 18	-	-	郎酒 水井坊井台 汾酒青花 20 习酒
300-500 元	老白干古法 15 十八酒坊 15/12 五星	和顺 1956	窖龄原浆 20 (39 度)	皇家窖藏 16 清窖	国香 25/20	-	水晶剑 水井坊臻酿 8 号 沱牌舍得
100-300 元	老白干优级 10/8/5 67 度中国红 冰峰 67 度 十八酒坊 10/8	和顺 1975/1975+ 壹/贰/叁号窖	窖龄原浆 15/10/9 活分子 39.8 度 丛台酒	皇家窖藏 12/10/9/康窖 V6 酱香	知府醉 秘香 国香 20 大运河 一品浓香 生肖坛	泥坑白瓶	金六福 洋河海之蓝 古井年份原浆幸福版 五粮醇、 泸州老窖特曲
50-100 元	大/小青花 冰川 398； 十八酒坊蓝钻 V6	蓝柔	贞元增系列、活分子 40.8 度、T 系列	金票原浆 经典 1703 御品 280 1950	黑盒 红 8	-	汾阳王时间陈酿 大师鉴酒
50 元及以下	-	板城烧锅 375	丛台酒青柔	铁帽子系列 老票原浆 老字号 大/小青花	红 5	泥坑纯粮 蓝瓶 小刀原浆	洋河普曲/蓝优 老村长 龙江家园 牛栏山 山庄 1/9 号 红星二锅头 玻汾

资料来源：京东，乐酒圈，民生证券研究院

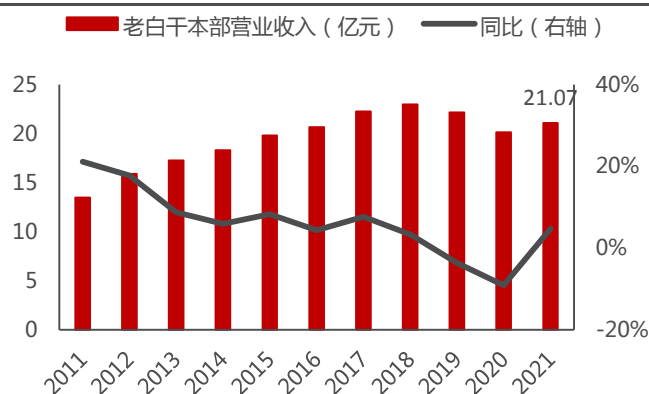
3.2 老白干酒改革调整，期待营收突破

3.2.1 聚焦三大单品，中高端产品占比提升

中高端产品占比提高。19-20 年衡水老白干酒（含十八酒坊）收入连续两年下滑，于 2021 年迎来拐点，全年老白干本部实现营收 21.07 亿元，同比增 4.71%。中高档产品占比提高使吨价稳步提升，产品吨价从 2016 年的 3.54 万元/吨提升至 2021 年的 7.12 万元/吨，过去五年吨价 CAGR 为+14.97%，价增明显。

受益于聚焦中高端战略的实施，衡水老白干酒收入结构得到改善，**目前中高档产品占比超四成**，核心大单品十八酒坊甲等 15 占比约 11%，老白干古法系列占比亦超过 10%。2020 年中高档产品仍保持较快增速，衡水老白干 1915 出库增长 100%以上，十八酒坊甲等 15 出库增长达 32%，甲等 20 增长 40%以上，产品结构进一步优化。

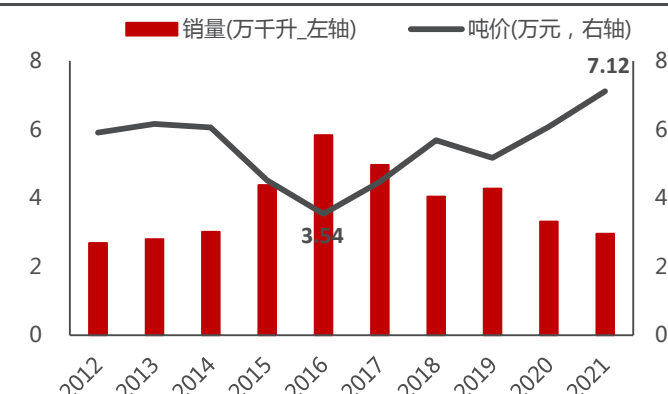
图 22：衡水老白干酒收入连续下滑



资料来源：公司公告，民生证券研究院

注释：2018 年之前营收为老白干酒，因收购丰联酒业 2018 年开始并表后，营收仅为老白干本部，不含另外四品牌。

图 23：衡水老白干酒 2017 年起吨价稳步上升

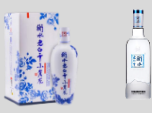


资料来源：公司公告，民生证券研究院

修枝剪叶，聚焦三大单品。衡水老白干酒原有条码数量过多，严重侵蚀了品牌力，2017 年起公司开始大幅减少中低端产品，经过三年的清理调整，产品矩阵梯次逐渐清晰，聚焦三大单品，包括衡水老白干 1915、十八酒坊甲等 20/15 和衡水老白干冰峰（川）：（1）衡水老白干 1915 定位千元以上高端价格带，是公司拔高品牌力的形象产品；（2）十八酒坊甲等 20 位于 800 元左右高端价格带，**甲等 15 卡位 300-400 元次高端，是公司的主推产品**；（3）冰峰 67 和冰川 398 定位百元及以下的高线光瓶酒，是上述两个系列之外的有效补充。

表 3：衡水老白干酒产品矩阵

系列	价格带	产品	度数	规格	产品展示
衡水老白干系列	1788/2688/3288 元	1915	39/53.9/67	500ml	
	1099 元	古法 30 年	39	500ml	
	589/689 元	古法 20 年	39/67	500ml	
	399/459 元	五星	39/67	500ml	

	200 元	冰峰 67 度	67	750ml		
	150 元	67 度 750	67	750ml		
	99/108//129 元	大青花	42/52/62	500ml		
	89 元	小青花	50	500ml		
	89 元	冰川 398	39.8	500ml		
十八酒坊系列	878 元	甲等二十	39	480ml		
	438 元	甲等十五	39	480ml		
	328 元	十二	39	480ml		
	240 元	十	38.8	480ml		
	159 元	八	39	480ml		
	108 元	蓝钻 V6	40	480ml		

资料来源：公司官网，京东，民生证券研究院

组织上，成立高端事业部，加强中高端酒运作能力。2019 年成立高端事业部，以专门运营中高端产品，目前公司有高端事业部、十八酒坊事业部、大众酒事业部共三大事业部：（1）高端事业部主营两大系列的高端酒，包括衡水老白干 1915、古法 30/20、十八酒坊甲等 20/15、五星等中高端品牌；（2）大众酒事业部主营衡水老白干酒的低端产品和十八酒坊的蓝钻系列等；（3）十八酒坊事业部负责十八酒坊 12/10/8 等产品的运作。

品牌上，提升品牌热度。2017 年以来公司加大品牌投入，积极投入资源提升品牌定位，通过举办衡水老白干酒文化节、冰雪大篷车、健康河北行、优秀战略联盟发展大会、百家媒体走进衡水老白干酒，参与疫情公益活动、世界食品品质品鉴大会、亚布力合作等各种活动，强化市场的氛围建设。

图 24：第三届衡水老白干酒文化节



资料来源：云酒头条，民生证券研究院

图 25：衡水老白干·冰雪大篷车



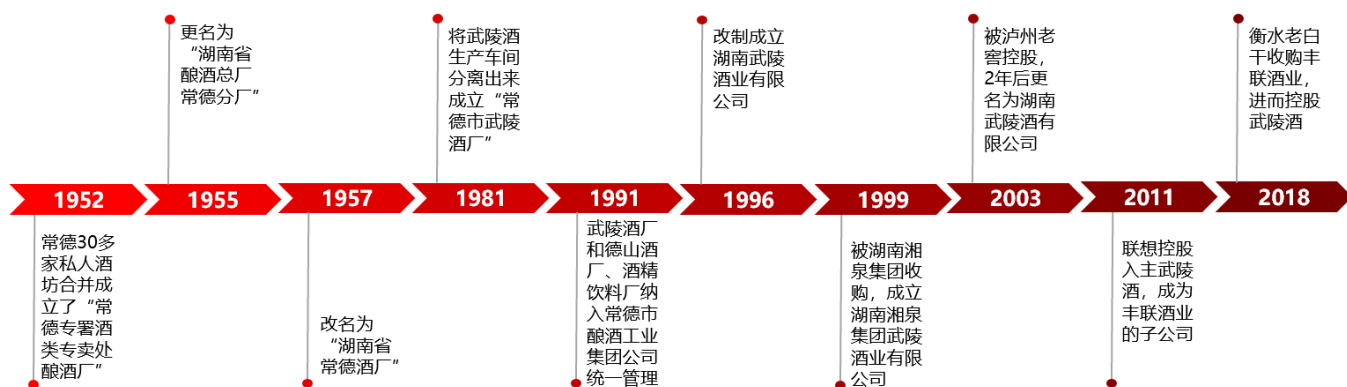
资料来源：酒说，民生证券研究院

4 武陵酒：借势酱酒与终端直控模式的成果

4.1 酱酒品类扩容趋势明显，武陵酒持续受益

2011 年联想入主武陵酒之前，武陵酒先后被常德市酿酒工业集团、湖南湘泉集团、泸州老窖控股，2012 年后行业进入寒冬期，联想跨界经营亦遭遇困难，武陵酒深陷亏损，2018 年丰联酒业被衡水老白干酒收购，至此武陵酒成为衡水老白干的子公司。

图 26：历史上武陵酒曾多次易主



资料来源：云酒头条，公开资料整理，民生证券研究院

1988 年，武陵酒在全国第五届评酒会上以最高得分荣获国家质量金奖，跻身中国十七大名酒之列，武陵酒也成为三大酱酒“茅（茅台酒）武（武陵酒）郎（郎酒）”之一。

表 4：第五届全国评酒会上武陵酒被评为中国十七大名酒之一

届数	时间	地点	获奖名单
第一届	1952 年	北京	茅台酒、汾酒、泸州老窖大曲、西凤酒
第二届	1963 年	北京	茅台酒、汾酒、泸州老窖特曲、西凤酒、五粮液、古井贡酒、全兴大曲、董酒
第三届	1979 年	大连	茅台酒、汾酒、泸州老窖特曲、五粮液、古井贡酒、董酒、剑南春、洋河大曲
第四届	1984 年	太原	茅台酒、汾酒、泸州老窖特曲、西凤酒、五粮液、古井贡酒、全兴大曲、董酒、剑南春、洋河大曲、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒
第五届	1989 年	合肥	茅台酒、汾酒、泸州老窖特曲、西凤酒、五粮液、古井贡酒、全兴大曲、董酒、剑南春、洋河大曲、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒、 武陵酒 、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒

资料来源：中国食品工业协会，民生证券研究院

表 5：武陵酒的历史荣誉

时间	荣誉
1973 年	武陵酒被赋予湖南名酒称号
1979 年	全国第三届评酒会上武陵酒荣获国家优质酒称号及银质奖
1981 年	在全国白酒评比中，以 0.54 分首胜茅台
1984 年	全国第四届评酒会上武陵酒荣获国家优质酒称号及银质奖
1988 年	第五届白酒国家质量评比会上再胜茅台，获得国家金质奖章，成为中国十七大名酒（湖南唯一国家名酒）
1990 年	48 度武陵酒荣获首届轻工业博览会金奖

资料来源：公司官网，民生证券研究院

4.2 产品占位较高，依托终端直控

4.2.1 千元以上产品占比过半

- 武陵酒定位特定人群高占有，因而产品体系以中高端为主，基本实现高端化。武陵酒旗下包括酱、极客、飘香和洞庭四个系列。酱系列和极客系列是武陵酒的主推系列。酱系列定位高端，价格多集中在千元以上，核心大单品有武陵元帅、武陵王、上酱、中酱、少酱等，官网零售价在 588 元/瓶到 9980 元/瓶不等。上酱、中酱、少酱合称“三酱”，是武陵酒收入的主要来源，2020 年规模约 3 亿元。
 - 极客系列**是为满足高端白酒产品定制化、个性化和差异化的需求推出，主打高端私人定制，主要单品有极客匠心、极客琥珀等，官网零售价每 500ml 价格在千元左右，2020 年下半年极客系列市场价格体系出现混乱。
 - 飘香系列**则是武陵酒在中端的主要产品，武陵飘香经典版和尊享版官网售价分别为 188 元和 268 元。
 - 洞庭系列**是武陵酒旗下的浓香型白酒，定位 100-300 元中高端价格带消费群体，占比较低。

表 6：武陵酒产品矩阵

系列	官网零售价	产品名称	度数	规格	产品展示
酱系列	9980 元/59800 元	武陵元帅	53	500ml/3000ml	
	6880 元	五星上酱	53	680ml	
	2680 元	武陵上酱	53	500ml	
	880 元	武陵中酱	53	500ml	
	588 元	武陵少酱	53	500ml	

	1680 元	武陵王（区内版）	53	500ml	
	1680 元	武陵王（区外版）	53	500ml	
极客系列	4299 元	极客匠人匠心	53	1000ml	
	2199 元	极客琥珀 1000ml	53	1000ml	
	1099 元	极客琥珀 509	53	509ml	
武陵飘香系列	599 元	武陵飘香 30 周年纪念版	53	500ml	
	268 元	武陵飘香尊享版	53	500ml	
	188 元	武陵飘香经典版	53	500ml	
洞庭系列（浓香型）	238 元	金洞庭	52	500ml	
	188 元	红钻	52	500ml	
	188 元	蓝钻	52	500ml	

资料来源：公司官网，民生证券研究院

2020 年各大酱酒品牌纷纷提价，武陵酒旗下高端产品亦全面提价。酱系列上酱/武陵王/中酱提价幅度 13%左右，极客系列中匠人匠心/极客琥珀 1000ml/极客琥珀 509 分别提价 1000 元/200 元/150 元，提价幅度 13%-30%不等，武陵酒毛利与品牌形象得到进一步提高。

表 7：2020 年 8 月武陵酒高端产品全面提价

系列	产品	提价前	提价后	提价幅度
酱系列	上酱	2380 元	2680 元	13%
	武陵王	1480 元	1680 元	14%
	中酱	780 元	880 元	13%
极客系列	极客匠人匠心	3299 元	4299 元	30%
	极客琥珀 1000ml	1499 元	1699 元	13%
	极客琥珀 509	749 元	899 元	20%

资料来源：云酒头条，民生证券研究院

4.2.2 以“俱乐部”为抓手，全面推行终端直营

武陵酒渠道模式以直销直营为主，厂商一体短链销售，及时把握终端需求动向。2011 年联想控股入股武陵后白酒行业即进入三年调整期，行业景气下行叠加联想跨界经验不足导致公司经营不善，2014 年时武陵酒厂亏损 800 多万元，深陷危机面临倒闭。2015 年，具有丰富 IT 互联网经验的浦文立带领 20 多人的团队进入武陵进行改革：(1) **缩减产品线**，产品个数从 43 个砍到只剩 7 个；(2) **区域收缩回归常德**，撤掉长沙办事处，将常德区外全国的 92 个大商全部砍掉；(3) **放弃传统经销模式，采用直销直营模式，增加终端数量**，直签常德本地 1005 家终端店面，让厂商直面终端与消费者。

表 8：武陵酒的改革

	改革前	改革后
渠道结构	“厂商-经销商-终端-消费者”的长链模式	“厂商-核心终端-消费者”和“厂商-消费者”的短链模式
区域分布	有长沙办事处，常德区外共有 92 个大商	撤销长沙办事处，回归常德，撤销区外的 92 个大商
产品体系	产品数量：43 个；产品无明显聚焦	产品数量：7 个；聚焦千元价格带以上酱酒
价格体系	返利数额：经销商多进多给； 返利时间：先返，厂家的投入通常折算进价格，价格越卖越低	返利数额：终端多卖多得； 返利时间：后返，有效维持价格体系刚性

资料来源：公司官网、民生证券研究院

根据不同定位，武陵酒直销模式可细分为大客户自营、电商自营、终端直达、客户代理商共四条业务线。**大客户自营模式**目标群体是政商的意见领袖和知名大企业，厂商在战略上长期投入资源；**电商自营模式**的定位是做好价格标杆和孵化单独产品线；**终端直达模式贡献了武陵酒 80% 的收入来源**，主要优选团购终端，实行主销产品配额制管理，厂商和终端共同经营客户；**客户代理商模式**主要针对不在白酒业内但有优质客户资源的群体，厂商与之共建武陵品鉴中心，打造客户维护平台，并设计专属产品以及输出方法，帮助平台变现。此外，另有少量低端团购市场采用传统经销商方式，主要做品牌和价格底线管理。

表 9：武陵酒直销模式下的四条业务线

业务线	定位做法	要点
大客户自营	战略资源范畴厂家投入，政商意见领袖； 经营知名大企业	给大客户更好的产品和营销方案，更好的服务； 与流通渠道界定产品和规则，可协同开发，品牌和产品共振
电商自营	做好价格标杆，支持好线下业务； 孵化单独产品线	持续培育客户，开发新品，推广品牌
终端直达	持续优选团购终端，主销产品配额制管理，共同经营 客户，打造武陵品牌生态圈，共建市场，从卖酒到做 酒转变	有终端识别和执行力
客户代理商	共建武陵品鉴中心，打造客户维护平台，设计专属产 品，输出方法帮助平台关系变现	有足够对位客户群和足够生意当量

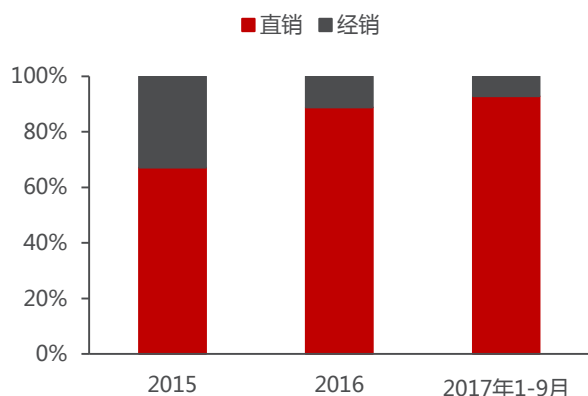
资料来源：公司官网、民生证券研究院

针对不同价格带大单品，武陵酒将终端划分为**上酱俱乐部、武陵王俱乐部、中少酱俱乐部、极客俱乐部**和**客户代理商**共五大板块，将目标客户群精细化。上酱俱乐部意在占位高端；武陵王俱乐部目标做成千元酱酒王；中少酱俱乐部定位主流首选，主价位公务宴请；极客俱乐部布局未来，积累终端和用户，为系列升级蓄力；客户代理商则为构建圈层新业态，边关系边生意，共建品牌。武陵酒的分类营销用户群体的俱乐部模式，能够提高营销的有效性，增强用户黏性和品牌势能。

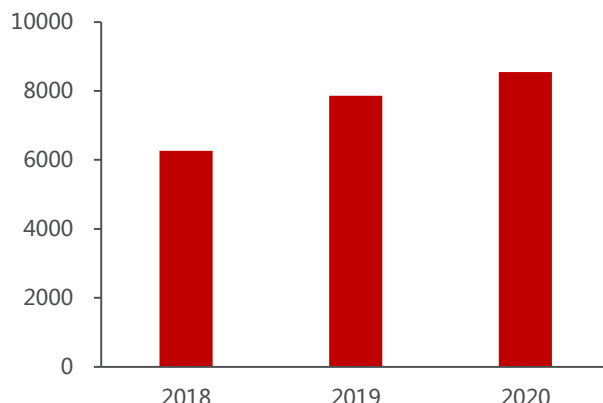
图 27：武陵酒四大俱乐部+客户代理商


资料来源：民生证券研究院

武陵酒直销渠道收入占比迅速提升，仅两年时间直销占比由 67.1%提升至 92.9%，基本完成了经销商的去化。相比传统的分销模式，武陵酒的直销模式下厂家直接掌控的终端数量庞大，要求厂家具备更强的精细化管理能力，2018 年-2020 年，武陵酒终端数量从 6000 余个增加到 8000 多家，彰显了公司强大的终端掌控能力。

图 28：改革使武陵酒直销收入占比迅速提高


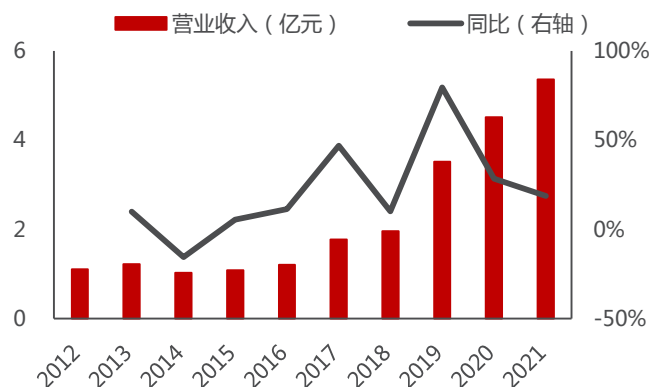
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 29：武陵酒的销售终端数量众多（个）


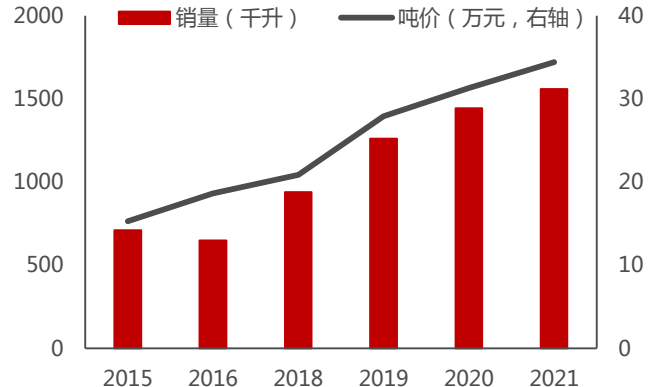
资料来源：公司公告，民生证券研究院

4.2.3 盈利能力出众，收入快速增长

武陵酒需求旺盛，量价齐升趋势明显。营业收入来看，2016-2021 年武陵酒营收从 1.2 亿元增长至 5.4 亿元，过去五年 CAGR 高达+34.7%。量价拆分后：2016-2021 五年间，武陵酒吨价和销量均有较大提升。吨价自 2016 年的 18.64 万元提升至 2021 年的 34.41 万元，五年 CAGR 达+13.04%，销量也从 648.84 千升增加至 1559.12 千升，五年 CAGR 达+19.16%。

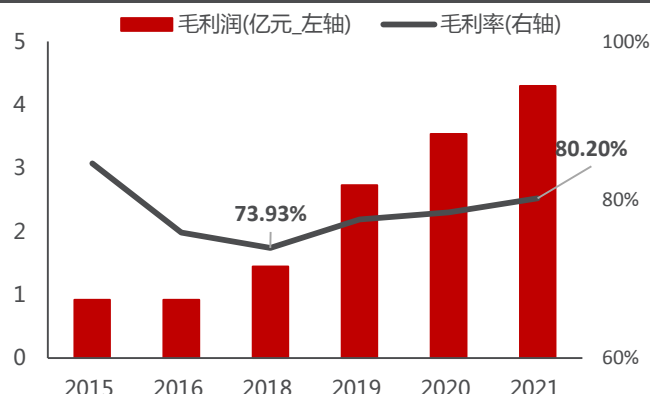
图 30：2015-2020 年武陵酒收入快速增长


资料来源：公司公告，民生证券研究院

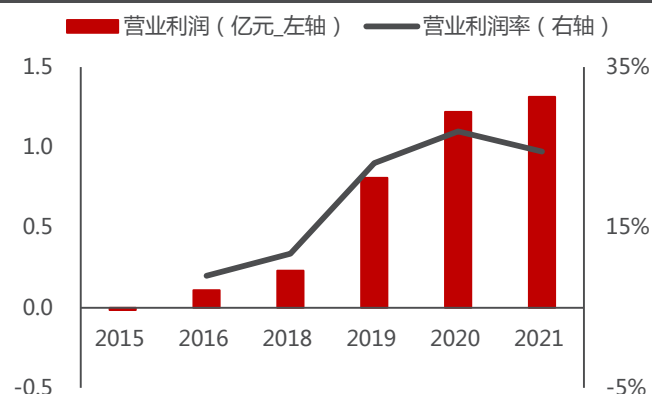
图 31：武陵酒量价齐升趋势明显


资料来源：公司公告，民生证券研究院

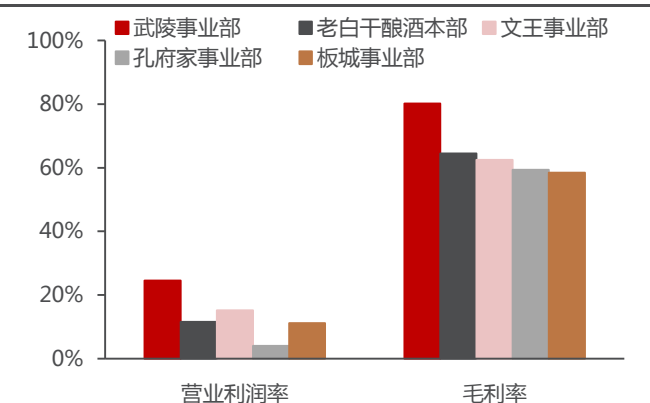
从盈利能力来看，毛利上，2015-2016 年毛利接连下滑，从 84.6%下滑到 75.9%，下降了 8.7pct，考虑到期间吨价和销量仍处于上行通道，我们推测是由于武陵酒厂在 2016 年给终端的返利增加，使短期营业成本上升，因而毛利率下降。武陵酒毛利率在 2018 年降至最低为 73.9%。2019 年迎来拐点至 77.5%，武陵酒毛利率开启上行通道。2020 年 8 月上酱和中酱提价，全年毛利率 78.4%。2021 年武陵酒毛利率 80.2%，较 2018 年最低点上升了 6.27pct；**营业利润上**，公司营业利润和营业利润率持续提升，2020 年/2021 年营业利润率分别达 26.99%/24.5%，远超公司其他品牌事业部。但对比其他酱酒企业，2020 年贵州茅台/郎酒的营业利润率分别为 68%/36.5%，2021 年茅台营业利润率 68.3%，武陵酒营业利润率仍有较大提升空间，随着公司全省化布局逐步完成，规模效益有望显现，进而推动营业利润率上升。

图 32：2019 年武陵酒毛利率开始回升


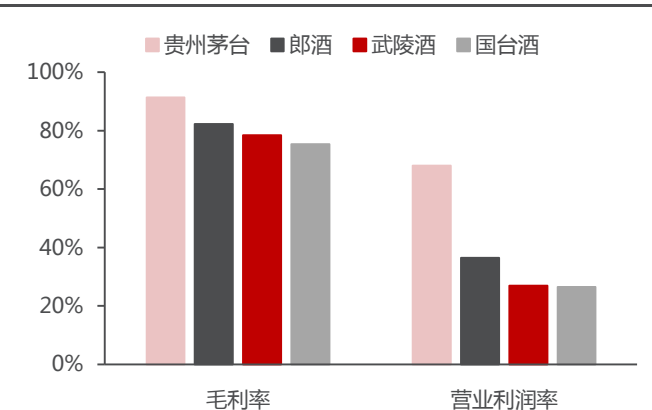
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 33：武陵酒营业利润率持续改善


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 34：2021 年武陵酒盈利能力远超其他事业部


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 35：2020 年武陵酒营业利润率较其他酱酒仍有较大提升空间


资料来源：公司公告，郎酒招股书，国台酒招股书，民生证券研究院

4.2.4 产能建设 6600 吨提前布局

产能扩建，保障未来发展空间。武陵酒 2020 年基酒产能仅有 600 千升，有较大限制；2018 年 10 月，武陵酒与常德经开区签约了总投资 15 亿元、产能 6600 吨的武陵酒业酱酒酿造异地建设项目。根据项目建设方案，拟建项目基酒产量为 6600 吨/年，其中一期生产基酒 3600 吨/年，二期生产基酒 3000 吨/年，主要用于武陵王、极客武陵和武陵三酱系列酒。2020 年 5 月新厂开工建设，其中一期项目 1500 吨产能已于 2021 年 9 月建成投产，根据酱酒酿造工艺，该批次 1500 吨基酒将于 2022 年酿出，预计 2025 年可供出售，剩余 5100 吨产能按计划逐步落地建设，为武陵酒未来长期增长提供保障。

表 10：武陵酒基酒产能建设计划（吨）

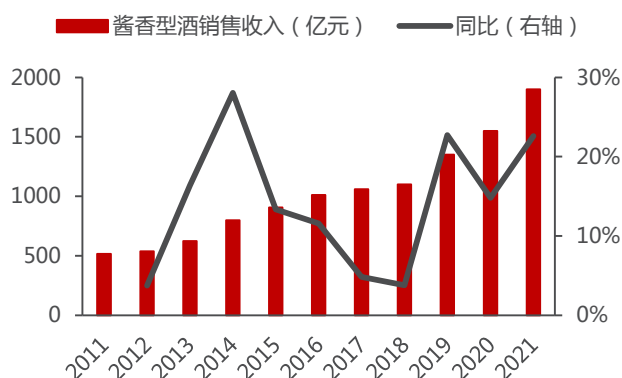
产品类别	一期	二期	合计
武陵王系列	900	800	1700
极客武陵系列	1800	1400	3200
武陵三酱系列	900	800	1700
合计	3600	3000	6600

资料来源：《湖南武陵酒提质改造项目环境影响报告书》，民生证券研究院

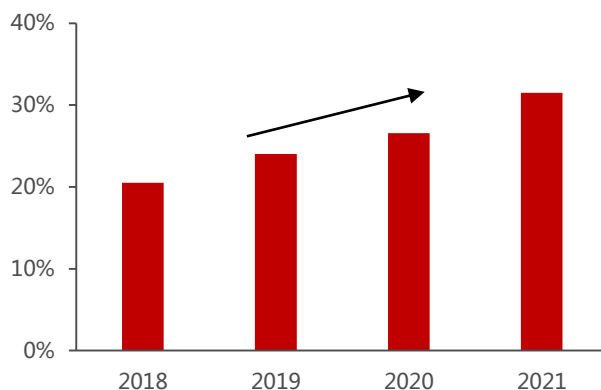
4.3 未来仍将受益酱香品类的消费端培育，区域市场有望逐步扩张

酱酒品类 2019 年以来加速扩容，从“茅台热”到“酱香热”，未来有望从“渠道热”走向“品牌热”的消费端持续培育。2016 年后以贵州茅台和五粮液为代表的头部酒企引领行业复苏，茅台酒价格大幅上行，由于酱酒的高品质、稀缺性和高利润满足了消费者、厂家及经销商的综合诉求，“茅台热”开始演化为“酱香热”。2018 年，酱酒产能 50 万千升，占白酒行业总产能比例约为 6%，酱酒行业利润 430 亿元，占白酒行业总利润的比例约为 33%。根据权图酱酒工作室数据，2021 年酱酒产能 60 万千升，占白酒行业总产能比例约为 8%，酱酒行业利润 780 亿元，占白酒行业总利润的比例约 46%，受益于产销规模增长及消费升级，酱酒利润占比持续上行。

2019 年酱酒品类销售收入 1350 亿元，同比+22.7%，占白酒行业销售收入 24%；2021 年，酱酒实现销售收入 1900 亿元，同比+22.6%，占白酒行业销售收入 31.5%，比 2019 年提升 7.5pct，品类扩容趋势明显。

图 36：2019 年起酱酒品类快速扩容


资料来源：权图酱酒工作室，观研报告网，民生证券研究院

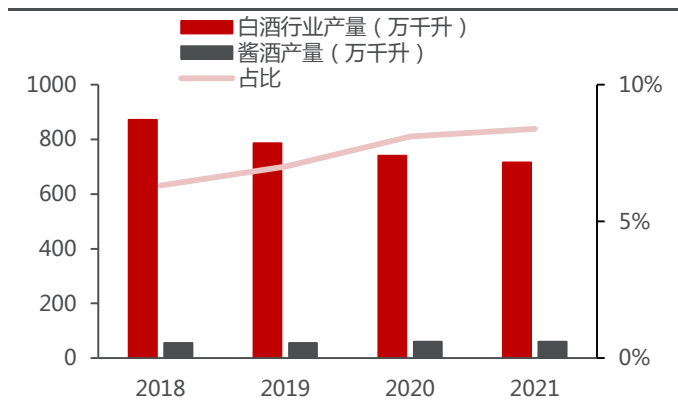
图 37：18-21 年酱香型酒占比迅速提升


资料来源：权图酱酒工作室，观研报告网，民生证券研究院

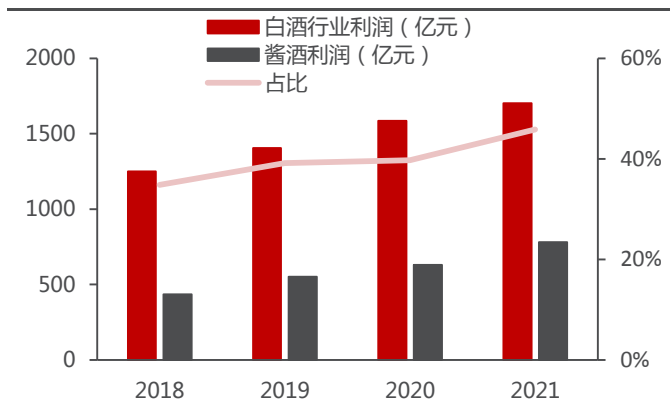
表 11：酱酒品牌占据次高端及以上价格带

价格带	价位	规模	主要产品
超高端	>2000 元	900 亿元	普茅、陈年茅台酒、青云郎、国台龙酒等
高端	1000 元	100 亿元	青花郎、君品、国台 15 年、珍 30、摘要 15 年、钓鱼台部分高度产品、丹泉 30 年洞藏等
次高端	400-800 元	400 亿元	窖藏 1988、红花郎 10 年 15 年、摘要、国台国标、钓鱼台酒、珍 15、丹泉 15 年洞藏、汉酱、仁酒、赖茅等
中低端	<200 元	150 亿元	茅台王子酒、茅台迎宾酒等

资料来源：酒业家，权图酱酒工作室，民生证券研究院，统计口径为 2020 年

图 38：21 年酱酒产能占白酒行业比例仅 8%


资料来源：酒业家，权图酱酒工作室，民生证券研究院

图 39：21 年酱酒利润占白酒行业比例已达 46%


资料来源：酒业家，权图酱酒工作室，民生证券研究院

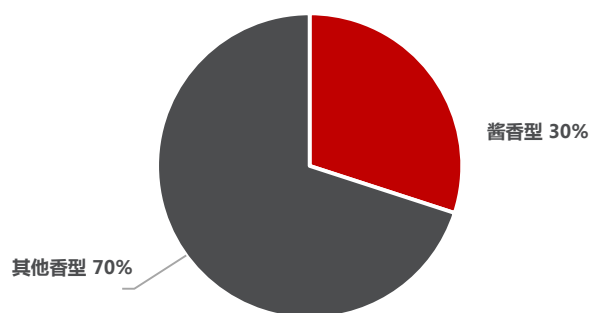
供需失衡下，20 年以来酱酒品牌多频次、大幅度提价。目前渠道端热度减退，未来消费端仍将持续渗透。

表 12：20-21 年主要酱酒品牌提价动作

品牌	提价产品	提价时间	提价类型	提价内容
习酒	窖藏系列金/银质习酒	2020/10/8	出厂价	窖藏 1998/窖藏 1995/窖藏 1988 每瓶出厂价分别上调 30/30/50 元；金/银质习酒每瓶出厂价均上调 13 元。
	窖藏 1988 君品习酒	2021/12/12	出厂价	窖藏 1988 上调 50 元/瓶；君品习酒上调 100 元/瓶；
	兽首习酒			习酒兽首上调 200 元/瓶。
郎酒	红运郎青运郎	2020/6/25	出厂价、零售价	53 度 500ml 红运郎出厂价上调 33 元/瓶，建议零售价 764 元/瓶，998ml 出厂价上调 124 元/瓶，建议零售价 2222 元/瓶；53 度 500ml 青运郎出厂价上调 49 元/瓶，建议零售价 1414 元/瓶，998ml 出厂价上调 174 元/瓶，建议零售价 4644 元/瓶。
	青花郎	2020/7/1	零售价	上调为 1299 元/瓶，青花萃会员权益价从 989 元/瓶上调为 1049 元/瓶。
	十五年	2020/11/1	供货价	国台十五年上调 100 元/瓶。
国台	国标	2021/1/1	供货价	500ml 国标上调 60 元/瓶；375ml 国标上调 45 元/瓶。
	国标 2014 国标 2015	2021/2/1	供货价	国标 2014 年上调 100 元/瓶；国标 2015 年上调 50 元/瓶。
	国藏系列	2020/7/1	出厂价	国藏（家）上调 50 元/瓶，国藏（国）上调 30 元/瓶，国藏（天下）上调 30 元/瓶。
钓鱼台	国藏系列	2020/12/1	出厂价	国藏（国）和国藏（天下）均上调 110 元/瓶。
	老国宾老贵宾	2021/3/21	红线价、零售价	老国宾红线价调整为 568 元/瓶，零售指导价调整为 798 元/瓶；老贵宾红线价调整为 468 元/瓶，零售指导价调整为 598 元/瓶。
	摘要	2020/1/1	出厂价、零售价	500ml 摘要出厂价及终端零售价均上调 25%；750ml 摘要出厂价及终端零售价均上调 15%。
金沙	摘要	2020/5/11	出厂价	实行“配额内外双轨制”管理政策，合同内按现有厂价执行，合同外出厂价格按高于合同内价格的 10% 执行。
	摘要	2020/8/1	出厂价、零售价	摘要全系列出厂价和零售价均上调 10%。
	回沙（定制酒）	2020/11/4	出厂价	回沙定制酒上调 30-40%。
	摘要	2021/2/5	出厂价	珍品版摘要上涨 70 元/瓶，摘要系列和摘要专属上涨幅度同珍品版摘要。
	摘要回沙	2021/10/1	出厂价	珍品版摘要上涨 100 元/瓶，摘要系列和摘要专属上涨幅度同珍品版摘要；金沙回沙 1930/1951/1957/1963/1985 纪年酒上涨 10-30%。
	珍 30 老珍酒	2021/2/1	开票价	珍 30 上调 100 元/瓶，另物流保证金 100 元/瓶；老珍酒开票价上调 10 元/瓶，另物流保证金 7 元/瓶。
珍酒	珍 15 牛年生肖酒			珍 15 牛年生肖酒上调 30 元/瓶，往年生肖酒在牛年基础上每年上浮 10%，团购价和零售价每年上浮 100 元/瓶；
	珍 8 珍 5 金版	2021/3/15	开票价	珍 8 上调 30 元/瓶，另物流保证金 20 元/瓶，搭赠调整为 12 赠 1；珍 5 金版上调 15 元/瓶，另物流保证金 10 元/瓶。
	密藏系列	2021/12/1	供货价、挂牌价	42/50 度密藏 D3 供货价分别上调 15/13 元/瓶，终端挂牌价分别调整为 279/299 元/瓶；42/50 度密藏 D6 供货价分别上调 11/15 元/瓶，终端挂牌价分别调整为 399/449 元/瓶；42/50 度密藏 D9 供货价分别上调 23/27 元/瓶，终端挂牌价分别调整为 539/566 元/瓶。

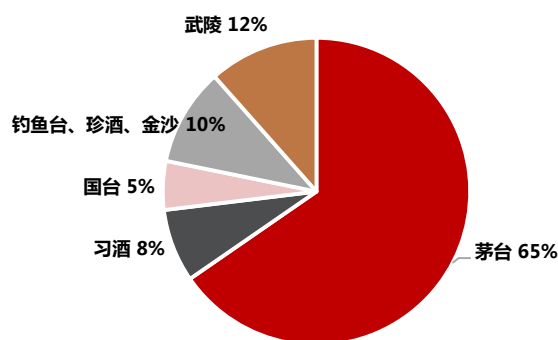
资料来源：各公司官网、京东、民生证券研究院整理

图 40：21 年酱酒占湖南白酒市场的 30%份额



资料来源：中南酒圈，湖南省酒业协会，民生证券研究院

图 41：湖南酱酒市场主要品牌份额占比



资料来源：云酒头条，民生证券研究院

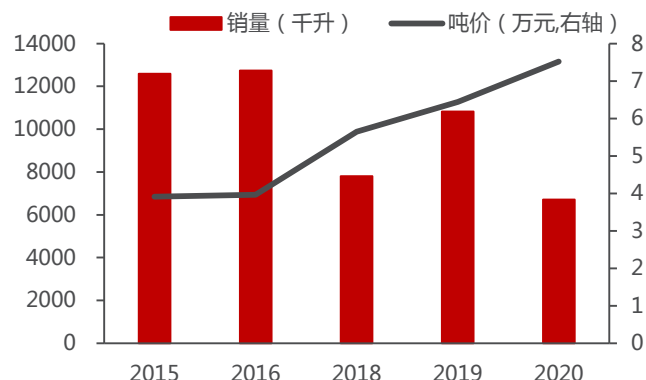
区域上看，湖南酱酒市场消费基础良好，酱酒品类接受度较高，武陵酒在长沙市场的突围具备一定的可复制性。湖南省酒类社会零售总额在 380 亿元左右，其中白酒零售总额约 270 亿元。据湖南省酒业协会，21 年酱酒销售规模预计达到上百亿元，占湖南白酒市场 30%左右的份额。竞争格局上，茅台（含系列酒）以 65%的占比取得了湖南酱酒市场的大多数份额，武陵酒仅次于茅台，占比 12%，习酒/国台占比 8%/5%，钓鱼台、珍酒、金沙合计占比约 10%。

2018 年武陵酒在常德稳固了根据地后兵指长沙，在长沙复制直营直销模式，当年长沙地区实现销售收入 0.5 亿元，2019 年顺利突破 1 亿元，2020 年长沙地区销售收入超过 2 亿元。长沙地区是湖南白酒市场的“军事重镇”，消费水平较高、市场体量大，市场容量已超 30 亿元，约占全省消费容量的 25%。下一步有望借助省会市场辐射全省，加速走进岳阳、益阳、衡阳、湘潭、株洲等城市。

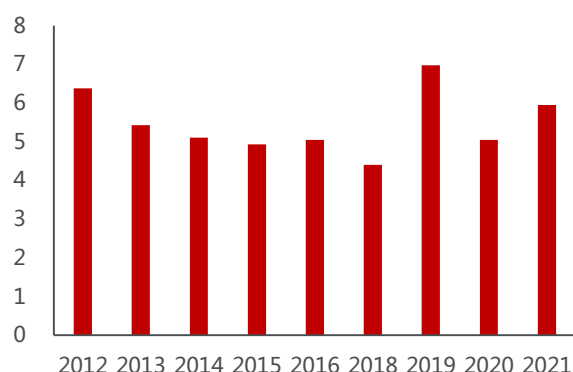
5 板城烧锅酒：基础扎实，具备省内扩张条件

5.1 产品梯次清晰，吨价逐步上行

公司围绕聚焦战略原则，推行“结构向上，产品做简”的发展举措，不断清理中低端产品线。至 2021 年上半年，SKU 数量缩减为 94 个，百元价位以上产品销售占比提升至 76%，产品结构升级明显，2018-2020 年，产品吨价由 5.64 万元提升到 7.52 万元，提高+33.3%。板城烧锅酒销售收入亦有所突破，2018 年营业收入 4.4 亿元，2019 年上升到 6.97 亿元，增幅近 60%，超过 2012 年 6.38 亿元的高点，2020 年遭受冲击但仍完成 5 亿元销售收入。我们认为，随着疫情的逐步缓解和消费逐步升级，板城烧锅酒收入有望重回上升通道。

图 42：2018 年起板城烧锅酒吨价稳步上行


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 43：2019 年板城酒业营收有所突破（亿元）


资料来源：公司公告，联想招股书，民生证券研究院

注：18 年营收仅为 Q2-Q4 并表后数据；

具体来看：板城烧锅酒聚焦“三大系列、五大单品”，价格带全覆盖。龙印、板城和顺、蓝柔三大系列价格带占位清晰。龙印系列占位高端，包括金奖龙印、盛世龙印和太平龙印，官网零售价从 598 元/瓶到 1898 元/瓶，2018 年以来保持较快增长，是板城烧锅酒收入提升的重要驱动力，也是公司的主推单品，2021 年公司专门成立龙印事业部，通过名酒进名企等活动积极开拓团购渠道，至 2021 年上半年，企业战略合作客户提升至 300 家，未来有望保持较高增速；和顺系列占位中高端，包括板城和顺 1975、1975+ 和 1956 三大产品，其中板城和顺 1975 是 10 亿元级大单品，官网零售价 168 元；板城蓝柔系列则作为大众酒占位百元以下价格带；板城窖号系列主要满足现有的大众基础消费需求，窖号系列官网零售价在 118 元/瓶到 268 元/瓶，高线光瓶板城烧锅 375 官网售价 37.5 元，但体量较小。

表 13：板城烧锅酒主要产品矩阵

系列	官网零售价	产品名称	度数	规格	产品展示
龙印系列	1898 元	金奖龙印	52	500ml	
	998 元	盛世龙印	39	500ml	
	598 元	太平龙印	39	500ml	
和顺系列	328 元	1956	39	450ml	
	188 元	1975+	38.5	550ml	
	168 元	1975	38	450ml	
	168 元	1975 喜庆装	38	450ml	
窖号系列	268 元	壹号窖	38	500ml	
	188 元	贰号窖	38	500ml	
	118 元	叁号窖	38	500ml	
蓝柔系列	78 元	蓝柔	36	450ml	
	78 元	蓝柔喜庆装	36	450ml	

资料来源：公司官网，京东，民生证券研究院

推陈出新，有序引导产品升级。公司于 2018 年推出和顺 1956，定位 300-400 元价格带，提前占位次高端，随着省内主流价格带进一步升级，和顺 1956 有望加速成长。2021 年 6 月和顺 1975 的升级版和顺 1975+ 上市。此外，2019 年 6 月公司推出新品窖号系列，以满足现有 100-200 元的大众基础消费需求；2020 年 10 月推出新品板城烧锅 375，定位 50 元以下光瓶酒，产品体系更加完善。

表 14：2018 年以来板城烧锅酒推出多款新品

时间	推出产品	目的
2018 年 9 月	和顺 1956	占位次高端
2019 年 6 月	窖号系列	满足 100-200 元大众价位消费需求
2020 年 10 月	板城烧锅 375	定位 50 元以下光瓶酒
2021 年 6 月	和顺 1975+	替代和顺 1975

资料来源：微酒，酒说，民生证券研究院

图 44：板城酒业独家冠名《今日资讯》节目


资料来源：板城酒业订阅号，民生证券研究院

图 45：2021 年板城酒文化节暨龙印秋藏大典

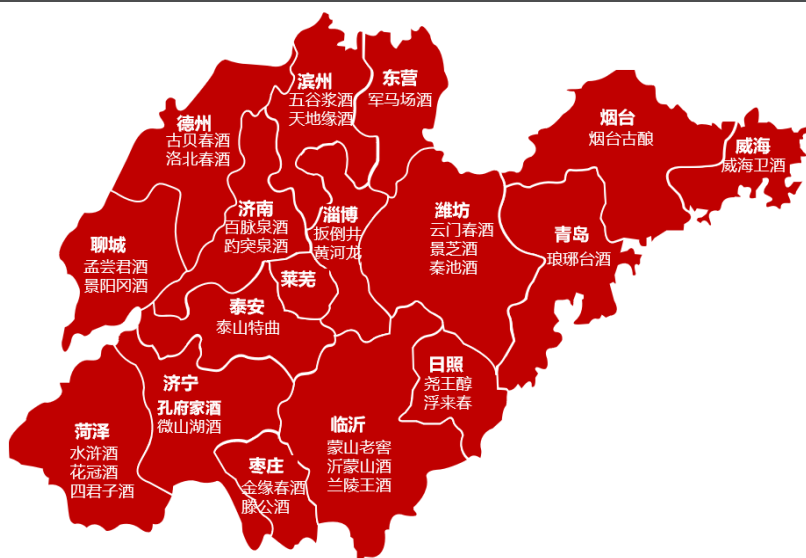

资料来源：板城酒业订阅号，民生证券研究院

6 孔府家&文王贡酒：结构升级明显，地产小酒各具特色

6.1 产品结构持续向上，孔府家酒短期承压

孔府家酒是山东曲阜的地方知名品牌，其生产的儒雅香孔府家酒在曲阜具有较高的市占率。目前山东地产酒众多，竞争格局高度分散，地产酒持续挤压式增长，孔府家酒面临较大的竞争压力。

图 46：山东地产酒众多，竞争格局高度分散

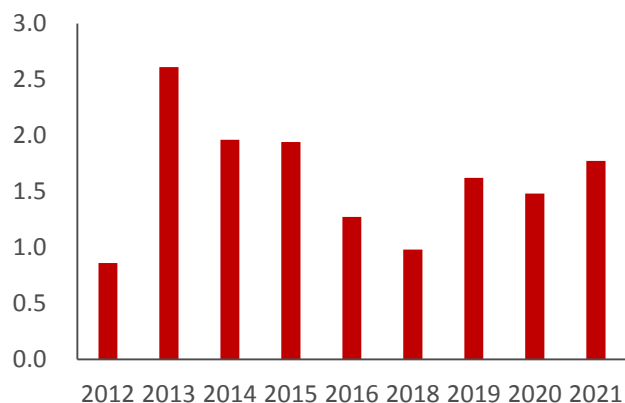


资料来源：民生证券研究院

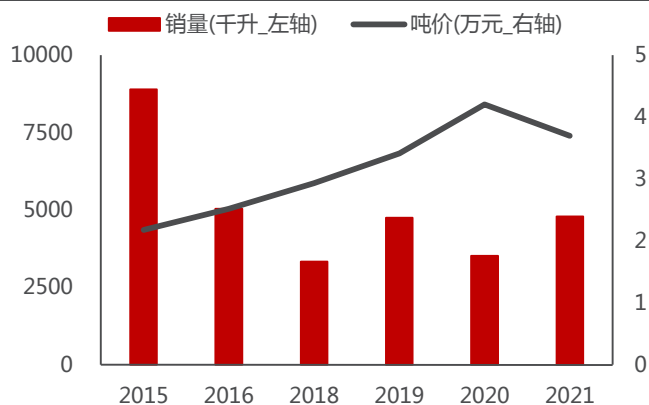
表 15：孔府家酒中高端产品矩阵

零售价	产品名称	度数	规格	产品展示
389 元	朋自远方 9	52	500ml	
279 元	朋自远方 6	52	500ml	
195 元	亦陶 9	52	500ml	
108 元	亦陶 6	52	500ml	
130 元	弘毅 1995	52	500ml	

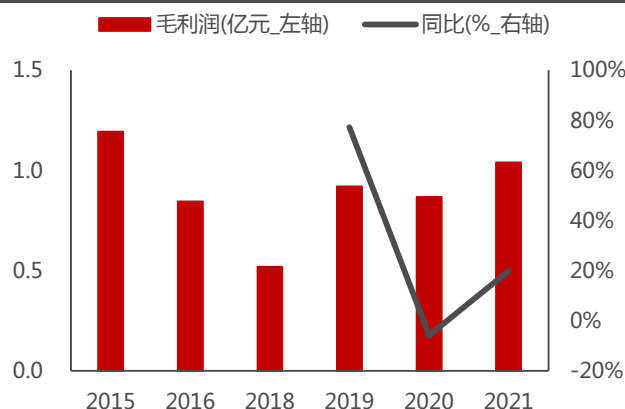
资料来源：公司官网，京东，民生证券研究院

图 47：孔府家酒营收(亿元)波动较大


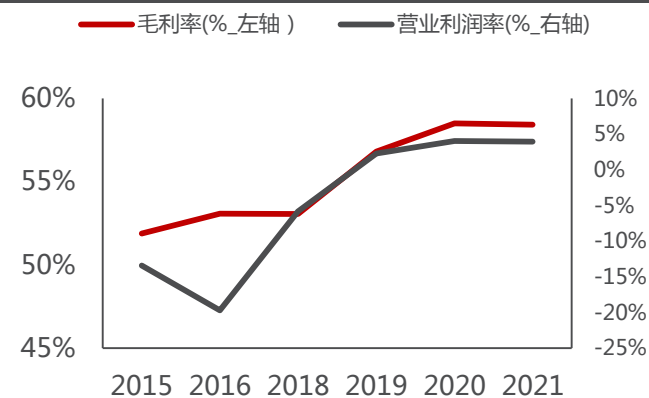
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 48：孔府家酒吨价(万元/吨)持续提高


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 49：孔府家酒毛利润(亿元)边际改善


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 50：孔府家酒盈利能力逐年增强


资料来源：公司公告，民生证券研究院

2019 年以前孔府家酒曾陷入数年亏损，19 年以来营收稳定在 1.5 亿元上下。从过去几年的量价拆分看，公司受益于产品结构升级，以朋自远方 9/6 为代表中高档产品占比提升，使得孔府家酒吨价持续提升，从 2016 年的 2.52 万元/吨提升至 2021 年的 3.7 万元/吨，过去五年 CAGR 达+7.96%。产品吨价上升使孔府家酒盈利能力持续增强，2015-2021，孔府家酒毛利率从 51.9%提升至 58.42%，增加 6.55pct，营业利润率从-13.4%提升至+3.94%，增加 17.34pct。

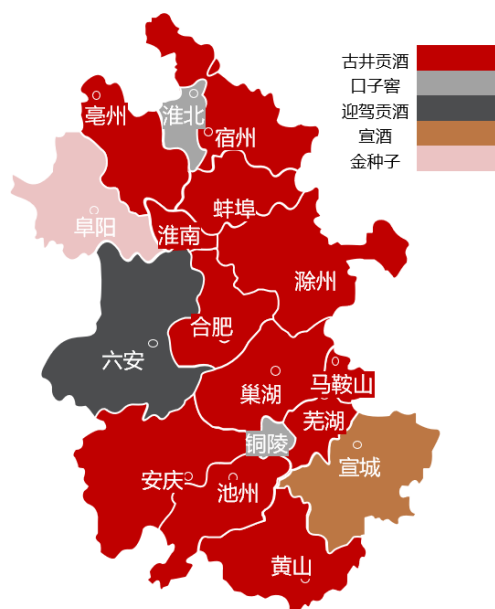
2020 年初的新冠疫情对公司的影响至今仍未完全消退，近两年营收端、利润端均无明显增长。我们认为孔府家酒主动调整，推动产品结构不断升级，以量换价，叠加新冠疫情对中小酒企影响较大，致使业绩短期承压，预计未来吨价上行使收入保持稳定。

6.2 文王产品差异化营销，结构持续升级

文王贡酒是徽酒六朵金花之一，品质优良，具有徽酒典型风范。文王贡酒是安徽阜阳地区的地产酒，采用“红心酒曲、夹泥发酵、独家分蒸、自然老熟、物理勾调”的特色工艺，酒体具

有“无色透明、窖香幽雅、陈香舒适、酒体醇和、绵甜净爽、香味协调、浓香典范”的特点，被酿酒大师赖高淮评价为“工艺科学合理，操作精益求精，香味谐调丰满，徽酒典型风范”。

图 51：安徽主要地产酒品牌分布



资料来源：乐酒圈，民生证券研究院

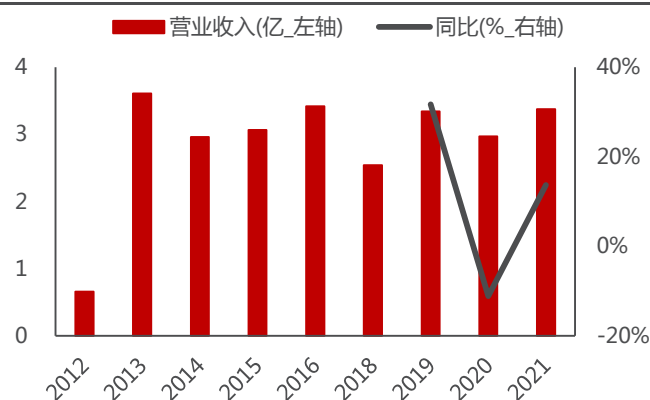
文王贡酒的产品结构持续升级。2013 年起文王贡酒营业收入规模稳定在 3-3.5 亿元（其中 2018 年合并报表中营收 2.54 亿元是由于 2018 年 4 月老白干酒公司完成对丰联酒业的收购，同时开始合并报表），近年来公司积极布局中高端产品，包括皇宫宴系列、人生系列、经典系列等，推动产品结构升级明显。

表 16：文王贡酒部分中高端产品矩阵

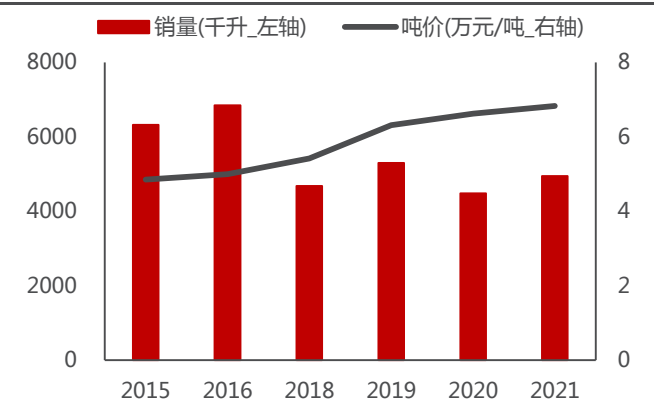
系列	零售价	产品名称	度数	规格	产品展示
皇宫宴系列	1588 元	席	52	500ml	
	1288 元	宴	52	500ml	
	699 元	蓝贡	52	500ml	
	588 元	红贡	52	500ml	
人生系列	899 元	甲子	52	500ml	
	638 元	天命	50	1000ml	
	228 元	不惑	42	500ml	
	158 元	而立	40	500ml	
经典系列	428 元	人和	50	500ml	
	228 元	天时	42	500ml	

资料来源：公司官网，京东，民生证券研究院

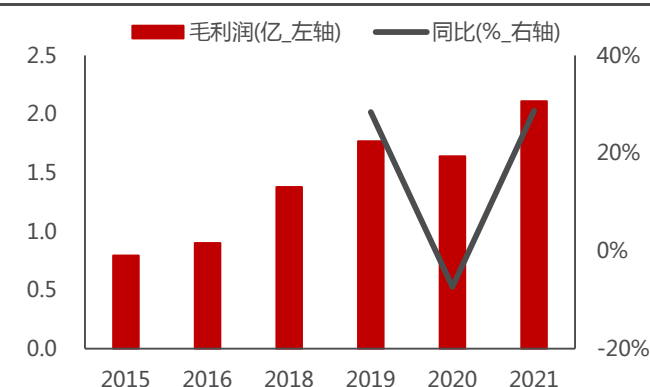
从过去几年的量价拆分看，产品吨价从 2016 年的 4.99 万元/吨提高至 2021 年的 6.83 万元/吨，过去五年吨价 CAGR+6.45%。营收端看，2021 全年文王贡酒营收 3.38 亿元，基本恢复到 2019 年疫情前水平。利润端看，公司毛利却从疫情中率先恢复，2021 毛利润为 2.11 亿元，同比 28.66%。盈利能力上看，文王贡酒毛利率于 2019 年达到最低为 53.1%，2021 毛利率跃升至 62.45%，营业利润率从 2018 年 9.17%提高至 2021 年的 15.2%。

图 52：文王贡酒收入规模稳定在 3-3.5 亿元


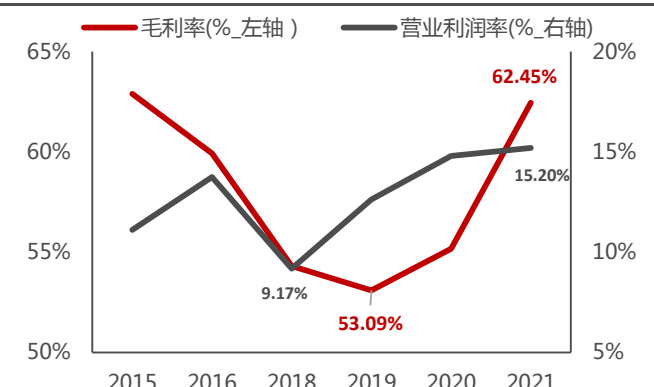
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 53：文王贡酒吨价持续提高


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 54：2021H1 文王贡酒毛利恢复


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 55：费用投入增加使毛利率与营业利润率背离


资料来源：公司公告，民生证券研究院

7 盈利预测与投资建议

7.1 盈利预测假设与业务拆分

收入假设：

(1) **老白干本部**：鉴于21年初公司大本营市场石家庄、衡水等地再次出现疫情，且疫情爆发正值经销商备货和动销旺季，衡水老白干酒（含十八酒坊）受影响较大，随着国内疫情散点爆发逐渐常态化以及消费场景持续修复，受益于公司产品结构升级，**预计22/23/24年收入增速分别为15%/17.1%/21.2%**；

2) **板城烧锅酒**：21年板城龙印拓展团购渠道增速较快，和顺1975+上市逐步替换和顺1975，和顺1956卡位当前河北主流价格带之上，受益于团购渠道拓展与产品结构升级同时进行，以及居民主流消费逐步升级，我们**预计22/23/24年收入增速分别为17.5%/16.5%/16.5%**；

3) **武陵酒**：受益于酱酒品类持续扩容，终端消费需求旺盛，考虑到武陵酒需求端持续进行消费者培育，区域扩张上全省化逐渐完成，以及供给端布局高端产品与产能逐步释放，预计**武陵酒22/23/24年收入增速分别为18.8%/17.2%/15.6%**；

4) **孔府家酒和文王贡酒**：持续推动产品结构优化，加强中高端产品布局，但基于两者所处的山东与安徽区域白酒市场竞争激烈，孔府家酒和文王贡酒不具备持续扩张的外部环境，吨价上升成为驱动收入的主要因素，预计**22/23/24年孔府家酒收入增速分别为21.8%/19.7%/15.5%**，**文王贡酒收入增速分别为12.3%/9.7%/8.1%**；

综上，公司22/23/24年营收增速分别为15.3%/15.8%/17.5%，对应营收分别为46.42/53.76/63.17亿元。

毛利率假设：

基于公司各品牌均加强布局中高端产品，产品结构有望持续提升，且白酒企业生产成本各组价格波动较小，吨成本相对稳定，故各品牌毛利率有望持续提高，我们预计：

1) **衡水老白干酒**22/23/24年毛利率分别为68.2%/71.1%/73.5%；

2) **板城烧锅酒**22/23/24年毛利率分别为59%/58.6%/58.6%；

3) **武陵酒**22/23/24年毛利率分别为80.6%/80.6%/80.4%；

4) **文王贡酒**22/23/24年毛利率分别为62.1%/62.3%/62.6%；

5) **孔府家酒**22/23/24年毛利率分别为57.2%/56.8%/56.4%。

费用率假设：

1) **销售费用率**：公司持续投入资源用于品牌建设，拓展市场初期渠道费用支持及业务人员增加，预计公司22/23/24年销售费用率分别为29.3%/31.5%/32%；

2) **管理费用率**：公司自18年并购重组后管理架构整体稳定，预计22/23/24年管理费用率分别为9.9%/9.7%/10.6%。

表 17：公司收入、成本拆分及盈利预测

		2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
老白干本部	营收(百万元)	2297.71	2214.40	2012.02	2106.82	2422.84	2837.63	3439.21
	YOY(%)		-3.63%	-9.14%	4.71%	15.00%	17.12%	21.20%
	销量(吨)	47242.59	42797.28	33110.04	29605.15	27236.74	26147.27	26408.74
	YOY(%)		-9.41%	-22.64%	-10.59%	-8.00%	-4.00%	1.00%
	吨价(万元/吨)	4.86	5.17	6.08	7.12	8.90	10.85	13.02
	YOY(%)		15.67%	24.94%	37.54%	25.00%	22.00%	20.00%
	成本(百万元)	954.70	959.40	766.40	747.25	769.97	820.48	911.55
	YOY(%)		0.5%	-20.1%	-2.5%	0.5%	6.6%	11.1%
	吨成本(万元/吨)	2.02	2.24	2.31	2.52	2.83	3.14	3.45
	YOY(%)		10.9%	3.3%	9.0%	12.0%	11.0%	10.0%
	毛利率(%)	58.5%	56.7%	61.9%	64.5%	68.2%	71.1%	73.5%
板城烧锅酒	营收(百万元)	440.28	697.48	505.01	595.16	699.43	814.70	948.96
	YOY(%)		18.81%	-27.59%	17.85%	17.52%	16.48%	16.48%
	销量(吨)	7799.95	10830.64	6714.31	7055.35	7337.56	7631.07	7936.31
	YOY(%)		38.86%	-38.01%	5.08%	4.00%	4.00%	4.00%
	吨价(万元/吨)	5.64	6.44	7.52	8.44	9.53	10.68	11.96
	YOY(%)		14.09%	16.79%	12.15%	13.00%	12.00%	12.00%
	成本(百万元)	194.20	283.10	204.90	242.00	286.92	337.18	392.75
	YOY(%)		45.8%	-27.6%	18.1%	18.6%	17.5%	16.5%
	吨成本(万元/吨)	2.49	2.61	3.05	3.43	3.91	4.42	4.95
	YOY(%)		5.0%	16.7%	12.4%	14.0%	13.0%	12.0%
	毛利率(%)	55.9%	59.4%	59.4%	59.3%	59.0%	58.6%	58.6%
武陵酒	营收(百万元)	195.73	352.22	451.51	536.57	637.45	746.93	863.15
	YOY(%)		79.96%	28.19%	18.84%	18.80%	17.18%	15.56%
	销量(吨)	940.12	1261.18	1443.81	1559.12	1683.85	1810.14	1936.85
	YOY(%)		34.15%	14.48%	7.99%	8.00%	7.50%	7.00%
	吨价(万元/吨)	20.82	27.93	31.27	34.41	37.86	41.26	44.56
	YOY(%)		34.14%	11.97%	10.05%	10.00%	9.00%	8.00%
	成本(百万元)	51.00	79.10	97.50	106.23	123.91	145.19	169.33
	YOY(%)		55.1%	23.3%	9.0%	16.6%	17.2%	16.6%
	吨成本(万元/吨)	5.42	6.27	6.75	6.81	7.36	8.02	8.74
	YOY(%)		15.6%	7.7%	0.9%	8.0%	9.0%	9.0%
	毛利率(%)	73.9%	77.5%	78.4%	80.2%	80.6%	80.6%	80.4%
文王贡酒	营收(百万元)	253.83	334.33	296.77	337.60	379.19	416.01	449.92
	YOY(%)		31.72%	-11.24%	13.76%	12.32%	9.71%	8.15%
	销量(吨)	4683.26	5294.44	4483.10	4946.08	5341.77	5662.27	5945.39
	YOY(%)		13.05%	-15.32%	10.33%	8.00%	6.00%	5.00%
	吨价(万元/吨)	5.42	6.31	6.62	6.83	7.10	7.35	7.57
	YOY(%)		16.51%	4.83%	3.11%	4.00%	3.50%	3.00%

孔府家酒	成本(百万元)	116.00	156.80	133.10	126.76	143.75	134.10	168.08
	YOY(%)		35.2%	-15.1%	-4.8%	13.4%	-6.7%	25.3%
	吨成本(万元/吨)	2.48	2.96	2.97	2.56	2.69	2.77	2.83
	YOY(%)		19.6%	0.2%	-13.7%	5.0%	3.0%	2.0%
	毛利率(%)	54.3%	53.1%	55.2%	62.5%	62.1%	62.3%	62.6%
	营收(百万元)	97.89	162.11	148.25	177.20	215.83	258.35	298.39
	YOY(%)		65.60%	-8.55%	19.53%	21.80%	19.70%	15.50%
	销量(吨)	3337.52	4750.45	3517.23	4791.59	5558.24	6336.40	6970.04
	YOY(%)		42.33%	-25.96%	36.23%	16.00%	14.00%	10.00%
	吨价(万元/吨)	2.93	3.41	4.21	3.70	3.88	4.08	4.28
	YOY(%)		16.35%	23.51%	-12.26%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本(百万元)	46.00	70.00	61.52	73.67	92.29	111.53	130.04
	YOY(%)		52.2%	-12.1%	19.7%	25.3%	20.8%	16.6%
	吨成本(万元/吨)	1.38	1.47	1.75	1.54	1.66	1.76	1.87
	YOY(%)		6.9%	18.7%	-12.1%	8.0%	6.0%	6.0%
	毛利率(%)	53.1%	56.8%	58.5%	58.4%	57.2%	56.8%	56.4%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

7.2 估值分析

我们选取主营业务相近、具有可比性的区域型酒企或产品价格带与公司相当的 9 家上市企业，估值采用 wind 一致预期，可比公司 2022-2024 年平均估值约 39X、29X、24X，考虑公司拥有多香型、多品牌，在高强度的市场竞争下，老白干高端产品占比仍有望持续提升，武陵酒核心增长势能不减。考虑到公司在产品、市场与治理优化上做出的努力，公司营收与盈利能力有逐步改善。公司 22 年估值水平低于可比平均，我们认为未来其估值仍具备向上空间。

表 18：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)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
000799.SZ	酒鬼酒	141.68	2.75	4.23	5.74	7.19	52	33	25	20
603369.SH	今世缘	44.90	1.62	1.99	2.46	3.03	28	23	18	15
603198.SH	迎驾贡酒	58.24	1.73	2.28	2.86	3.53	34	26	20	16
600199.SH	金种子酒	26.07	-0.25	0.21	0.31	0.42	—	122	83	62
000860.SZ	顺鑫农业	20.10	0.14	0.50	0.76	0.86	146	40	27	23
603919.SH	金徽酒	29.35	0.64	0.95	1.22	1.49	46	31	24	20
600197.SH	伊力特	24.64	0.67	1.01	1.30	1.52	37	24	19	16
600059.SH	古越龙山	10.03	0.23	0.26	0.31	0.35	44	39	32	29
603589.SH	口子窖	49.50	2.88	3.34	3.96	4.57	17	15	13	11
平均值							50	39	29	24
600559.SH	老白干酒	21.95	0.43	0.64	0.73	0.85	51	34	30	26

资料来源：wind，民生证券研究院；

注释：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2022 年 5 月 13 日

7.3 投资建议

公司拥有多香型品类、多品牌，面对高烈度的市场竞争唯有依靠系统化的营销管理上体制机制的改革与战略方向的坚持，我们看到公司在产品、市场与治理优化上做出的努力，认为公司营收与盈利能力有逐步改善的趋势。基于以上，我们预计公司22-24年营业收入分别为46.42/53.75/63.17亿元，同比增长15.3%/15.8%/17.5%；归母净利润分别为5.77/6.59/7.65亿元，同比增长48.3%/14.2%/16.0%；EPS分别为0.64元/0.73元/0.85元，当前股价对应PE为34/30/26倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

8 风险提示

1) 主销市场竞争加剧：衡水老白干酒和板城烧锅酒核心市场为石家庄、衡水、邢台、承德等地市，若公司与省内主要竞品丛台窖龄原浆系列、山庄老酒皇家窖藏系列，或与省外同价位其他品牌竞争加剧，或致公司主导产品动销不及预期，进而影响公司业绩。

2) 主导产品增长及结构提升不达预期：本部产品提价之后价格传导不畅，高档酒市场份额挤压，产品结构高端化进展受阻；武陵酒增长不及预期，武陵酒是目前公司增长的核心动能，若出现酱酒热持续降温、市场动销变弱、区域扩张乏力等，或对公司收入增长造成不利影响。

3) 疫情等不可抗力冲击加剧：20-21年春节期间河北均出现疫情，对产品动销产生较大影响，同时疫情带来的管控措施影响以宴席宴请、拜访送礼为代表的白酒消费场景，若疫情影响持续超预期或核心市场疫情再次散点爆发，公司销售或受需求端影响不及预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4,027	4,642	5,375	6,317
营业成本	1,316	1,431	1,564	1,788
营业税金及附加	627	725	845	987
销售费用	1,238	1,361	1,693	2,022
管理费用	368	460	521	668
研发费用	16	16	19	23
EBIT	492	649	734	828
财务费用	5	-40	-65	-89
资产减值损失	-3	0	0	0
投资收益	21	20	23	29
营业利润	509	751	878	1,007
营业外收支	4	0	0	0
利润总额	513	751	878	1,007
所得税	124	174	219	243
净利润	389	577	659	764
归属于母公司净利润	389	577	659	765
EBITDA	620	826	926	1,038

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,006	2,034	2,540	3,366
应收账款及票据	240	450	470	514
预付款项	132	132	123	162
存货	2,298	1,989	2,367	2,771
其他流动资产	541	552	557	563
流动资产合计	4,217	5,157	6,058	7,375
长期股权投资	82	85	87	87
固定资产	1,311	1,322	1,351	1,426
无形资产	864	917	986	1,021
非流动资产合计	3,388	3,496	3,655	3,761
资产合计	7,605	8,653	9,712	11,136
短期借款	235	383	344	321
应付账款及票据	416	414	468	539
其他流动负债	3,059	3,385	3,770	4,382
流动负债合计	3,711	4,182	4,582	5,242
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	170	170	170	170
非流动负债合计	170	170	170	170
负债合计	3,881	4,352	4,752	5,411
股本	897	897	897	897
少数股东权益	0	0	0	-0
股东权益合计	3,725	4,302	4,961	5,725
负债和股东权益合计	7,605	8,653	9,712	11,136

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	11.93	15.27	15.80	17.51
EBIT 增长率	6.60	31.95	13.16	12.80
净利润增长率	24.50	48.28	14.19	16.02
盈利能力 (%)				
毛利率	67.32	69.17	70.91	71.70
净利率	9.65	12.43	12.26	12.10
总资产收益率 ROA	5.12	6.67	6.79	6.87
净资产收益率 ROE	10.45	13.42	13.28	13.35
偿债能力				
流动比率	1.14	1.23	1.32	1.41
速动比率	0.48	0.73	0.78	0.85
现金比率	0.27	0.49	0.55	0.64
资产负债率 (%)	51.03	50.29	48.92	48.59
经营效率				
应收账款周转天数	2.02	3.61	3.55	3.06
存货周转天数	637.37	507.16	552.61	565.72
总资产周转率	0.53	0.54	0.55	0.57
每股指标 (元)				
每股收益	0.43	0.64	0.73	0.85
每股净资产	4.15	4.79	5.53	6.38
每股经营现金流	1.26	1.29	0.99	1.28
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	51	34	30	26
PB	5.3	4.6	4.0	3.4
EV/EBITDA	30.51	21.83	18.90	16.04
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	389	577	659	764
折旧和摊销	129	178	192	210
营运资金变动	655	410	45	191
经营活动现金流	1,126	1,158	888	1,150
资本开支	-486	-281	-349	-316
投资	-415	-4	-2	-0
投资活动现金流	-874	-265	-328	-287
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-180	148	-39	-24
筹资活动现金流	-388	135	-54	-37
现金净流量	-136	1,028	506	826

插图目录

图 1：公司通过收购丰联酒业实现了多品牌、多区域和多香型的发展格局	3
图 2：2018 年起公司进入改革调整期	4
图 3：2021 年老白干营收占比过半，武陵酒增速突出	5
图 4：公司旗下各品牌 18-20 年收入增速	5
图 5：18-20 年公司旗下各品牌毛利率	5
图 6：2018 年各品牌毛利贡献比(%)	6
图 7：2021 年各品牌毛利贡献比(%)	6
图 8：2020、2021Q1-3 公司高档酒产量快速增加	6
图 9：2018-2021 年公司高档酒产量占比明显提高	7
图 10：公司高档酒收入(亿元)已占据半壁江山	7
图 11：2018 年以来公司高档酒量价齐升	7
图 12：高档酒占比提升推动公司整体毛利率上升	7
图 13：2021 年销售费用率(%)居白酒上市公司第二	8
图 14：2020 年净利率(%)在白酒上市公司倒数第五	8
图 15：2021 年销售费用明细占比	8
图 16：2021 年至今公司合同负债(亿元)明显增加	9
图 17：河北省经济增速与全国平均水平相当	9
图 18：河北居民人均可支配收入略低于全国平均水平	9
图 19：省外品牌占据冀酒市场近八成份额	10
图 20：省内主要本土品牌市场份额	10
图 21：河北本土白酒品牌星罗棋布，一城一酒特征明显	10
图 22：衡水老白干酒收入连续下滑	12
图 23：衡水老白干酒 2017 年起吨价稳步上升	12
图 24：第三届衡水老白干酒文化节	13
图 25：衡水老白干·冰雪大篷车	13
图 26：历史上武陵酒曾多次易主	14
图 27：武陵酒四大俱乐部+客户代理商	18
图 28：改革使武陵酒直销收入占比迅速提高	19
图 29：武陵酒的销售终端数量众多(个)	19
图 30：2015-2020 年武陵酒收入快速增长	19
图 31：武陵酒量价齐升趋势明显	19
图 32：2019 年武陵酒毛利率开始回升	20
图 33：武陵酒营业利润率持续改善	20
图 34：2021 年武陵酒盈利能力远超其他事业部	20
图 35：2020 年武陵酒营业利润率较其他酱酒仍有较大提升空间	20
图 36：2019 年起酱酒品类快速扩容	21
图 37：18-21 年酱香型酒占比迅速提升	21
图 38：21 年酱酒产能占白酒行业比例仅 8%	22
图 39：21 年酱酒利润占白酒行业比例已达 46%	22
图 40：21 年酱酒占湖南白酒市场的 30%份额	24
图 41：湖南酱酒市场主要品牌份额占比	24
图 42：2018 年起板城烧锅酒吨价稳步上行	25
图 43：2019 年板城酒业营收有所突破(亿元)	25
图 44：板城酒业独家冠名《今日资讯》节目	26
图 45：2021 年板城酒文化节暨龙印秋藏大典	26
图 46：山东地产酒众多，竞争格局高度分散	27
图 47：孔府家酒营收(亿元)波动较大	28
图 48：孔府家酒吨价(万元/吨)持续提高	28
图 49：孔府家酒毛利润(亿元)边际改善	28
图 50：孔府家酒盈利能力逐年增强	28
图 51：安徽主要地产酒品牌分布	29
图 52：文王贡酒收入规模稳定在 3-3.5 亿元	30
图 53：文王贡酒吨价持续提高	30
图 54：2021H1 文王贡酒毛利恢复	30

图 55：费用投入增加使毛利率与营业利润率背离.....	30
------------------------------	----

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1：公司旗下五大品牌的香型、区域及工艺	4
表 2：河北市场各价格带主要品牌	11
表 3：衡水老白干酒产品矩阵	12
表 4：第五届全国评酒会上武陵酒被评为中国十七大名酒之一	14
表 5：武陵酒的历史荣誉	15
表 6：武陵酒产品矩阵	15
表 7：2020 年 8 月武陵酒高端产品全面提价	17
表 8：武陵酒的改革	17
表 9：武陵酒直销模式下的四条业务线	18
表 10：武陵酒基酒产能建设计划（吨）	21
表 11：酱酒品牌占据次高端及以上价格带	22
表 12：20-21 年主要酱酒品牌提价动作	23
表 13：板城烧锅酒主要产品矩阵	26
表 14：2018 年以来板城烧锅酒推出多款新品	26
表 15：孔府家酒中高端产品矩阵	27
表 16：文王贡酒部分中高端产品矩阵	29
表 17：公司收入、成本拆分及盈利预测	32
表 18：可比公司 PE 数据对比	33
公司财务报表数据预测汇总	36

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
公司评级	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
行业评级	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