

斟一杯口子，敬改革，再出发

——口子窖（603589）首次覆盖报告

买入|首次评级
报告要点：
● 投资建议

公司是兼香型白酒典范，乘安徽消费升级东风，正在大力推动渠道改革，创新品有力支撑深度分销，建议密切跟踪拐点，有望戴维斯双击。我们预计公司22/23/24年归母净利润19.53/23.03/26.82亿元，对应7月14日PE16/14/12倍（市值317亿元），给予“买入”评级。

● 口子窖：差异化兼香工艺

公司是徽酒领军企业，渊源始于春秋，拥有独特的兼香风味白酒酿造工艺。经过多年深耕，公司稳稳扎根100-300元中高端价格带，并正在向300-800元次高端挺进。21年，公司实现营收50.29亿元，同比+25.37%；归母净利17.27亿元，同比+35.38%；22Q1营收同比+11.80%，归母净利同比+15.53%，稳健成长。

● 渠道改革进行时，创新品支撑深度分销

1) 渠道改革进行时: 公司渠道模式正在从“大商制”向“大商+深度分销”结合模式改革，既通过口子窖系列经典大单品，发挥大商制在团购渠道的优势，又通过创新大单品的开发，打通深度分销模式。

2) 经典大单品: 对于口子5年/6年/10年/20年、小池窖等经典大单品，重点由已建立长期稳固合作的区域大商开发，构建稳固基本盘。

3) 创新大单品: 公司开发了初夏、仲秋、兼香518等创新大单品，横跨200-600元价格带，顺应安徽消费升级趋势，开发深度分销渠道，同时也支撑区域大商成长。

● 品牌护城河稳固，核心团队与股东利益高度一致

1) 品牌护城河稳固: 口子窖拥有独特的兼香风味白酒酿造工艺，对应专门的国标《地理标志产品 口子窖酒》(GB/T 19328-2007)，通过精准营销，叠加兼香型的差异化风味，在消费者心中打下深深文化烙印。

2) 核心团队与股东利益高度一致: 公司前十大股东中，多位为公司现任高管，与公司实控人徐进先生、刘安省先生共同成为一致行动人，多位高管拥有中国酿酒大师、一级酿造师、一级品酒师等资质，核心团队不仅专业实力强劲，且与股东利益高度一致。

● 安徽经济好，徽酒挺进次高端

1) 安徽经济好，支撑白酒价格带升级: 2021年，安徽省GDP总量42,959亿元，同比+8.30%，近5年CAGR达11.97%；人均可支配收入达到3.09万元，同比+9.97%，近5年CAGR达9.10%。经济高速增长，固定资产投资热度高，消费升级持续升级，为白酒价格带升级提供了有力支撑。

2) 徽酒强势，从中高端挺进次高端: 根据酒食新消费数据，徽酒在安徽市场销售规模超230亿元，市场份额达66%。2021年口子窖在徽酒品牌中市占率为11.65%，仅次于古井贡酒。当前安徽白酒市场中300元以下产品占比近75%，消费升级驱动主流价格挺进次高端。

● 风险提示

食品安全风险、疫情波动风险、渠道改革进度风险。

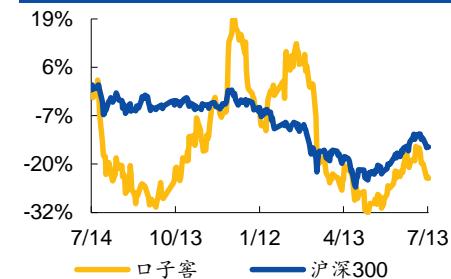
附表：盈利预测

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4011.14	5028.60	5932.36	6919.31	7947.98
收入同比(%)	-14.15	25.37	17.97	16.64	14.87
归母净利润(百万元)	1275.74	1727.09	1953.00	2302.75	2681.54
归母净利润同比(%)	-25.84	35.38	13.08	17.91	16.45
ROE(%)	17.62	20.94	20.99	21.51	21.48
每股收益(元)	2.13	2.88	3.25	3.84	4.47
市盈率(P/E)	24.82	18.33	16.21	13.75	11.81

资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

基本数据

52周最高/最低价(元):	83.92 / 47.86
A股流通股(百万股):	600.00
A股总股本(百万股):	600.00
流通市值(百万元):	31662.00
总市值(百万元):	31662.00

过去一年股价走势


资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

相关研究报告
报告作者

分析师	邓晖
执业证书编号	S0020522030002
电话	021-51097188
邮箱	denghui1@gyzq.com.cn

联系人

袁帆
021-51097188
yuanfan@gyzq.com.cn

目 录

1.兼香白酒典范，营收业绩双增	4
1.1 口子窖：窖香酒远，铸就兼香典范	4
1.2 业绩稳健成长，高档占比提升	5
1.3 回购拟用于股权激励，激发员工动能	8
2.徽酒市场空间广阔，抓住机遇大有可为	8
2.1 低端产能出清改善行业格局，居民消费升级推动单价提升	8
2.2 安徽饮酒文化浓厚，白酒市场前景广阔	9
2.3 对标江苏，安徽白酒市场空间广阔	13
3.产品&产能更完备，改革激发新动能	14
3.1 口子产业园二期预计年内投产，突破产能瓶颈	14
3.2 产品结构不断完善，兼香 518 重点发力次高端	15
3.3 深化营销策略变革，强化团购渠道运作	16
4.品牌力、产品力领先，高管团队稳定靠谱	19
4.1 文化遗产丰富，品牌认可度高	19
4.2 风味、品质铸就产品力，产品矩阵覆盖全价格带	20
4.3 管理团队稳定靠谱，与股东利益高度一致	21
5.盈利预测及投资建议	22
5.1 盈利预测	22
5.2 投资建议	23
6.风险提示	24

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司实控人持股比例（截至 2021.12.31）	5
图 3：公司营收/归母净利及增速（亿元，%）	5
图 4：公司毛利率、净利率水平	6
图 5：公司 ROE、销售净利率、权益乘数及总资产周转率	6
图 6：公司营业收入构成（分产品）	6
图 7：高档白酒营业收入及增速（亿元，%）	6
图 8：省内外经销商数量情况（家）	7
图 9：营业收入构成（分区域）（亿元，%）	7
图 10：电商平台销售收入情况（万元）	7
图 11：公司研发投入情况（万元，%）	8
图 12：公司销售、管理、财务费用率情况（%）	8
图 13：15-21 年白酒行业产量/产销率（万千升，%）	9
图 14：15-21 年白酒行业销售收入及利润	9
图 15：2021 年白酒行业市场份额	9
图 16：2019-2021 年行业市占率情况	9

图 17: 安徽省 GDP 总量及增速 (亿元, %)	10
图 18: 安徽省人均可支配收入 (元, %)	10
图 19: 安徽省当前各价格带市场规模占比 (%)	10
图 20: 2021 年省内市场竞争格局 (%)	11
图 21: 安徽省与全国固定资产投资完成额增速 (%)	12
图 22: 安徽/江苏两省城镇/农村居民人均可支配收入 (元)	13
图 23: 安徽省白酒市场规模预测 (亿元)	13
图 24: 公司 2019 年以来陆续推出新品	16
图 25: 17-21 年经销商增减变动情况 (家)	17
图 26: 17-21 年销售人员人均薪酬及数量 (万元, 人)	17
图 27: 微信扫码领红包促销活动宣传图	18
图 28: 2017-2021 年促销及业务费投入 (万元, %)	18
图 29: 口子窖省外营业收入情况 (亿元, %)	18
表 1: 公司股权回购的基本情况	8
表 2: 2022 年安徽省白酒各价格带市场情况	10
表 3: 近两年各级领导调研公司情况	12
表 4: 公司在建项目及进度情况 (截至 2021 年末)	14
表 5: 公司“一企三园”布局	15
表 6: 安徽白酒主流价格带及口子窖占位情况	15
表 7: 兼香 518 三大核心特色	16
表 8: 2000 年至今公司所获部分荣誉	19
表 9: 口子窖品牌文化建设活动	20
表 10: “三多一高一长”酿造工艺	20
表 11: 公司主要产品及价格	21
表 12: 公司前十大股东及任职情况 (截至 2021.12.31)	22
表 13: 口子窖盈利预测拆分	23
表 14: 可比公司估值情况	24

1. 兼香白酒典范，营收业绩双增

1.1 口子窖：窖香酒远，铸就兼香典范

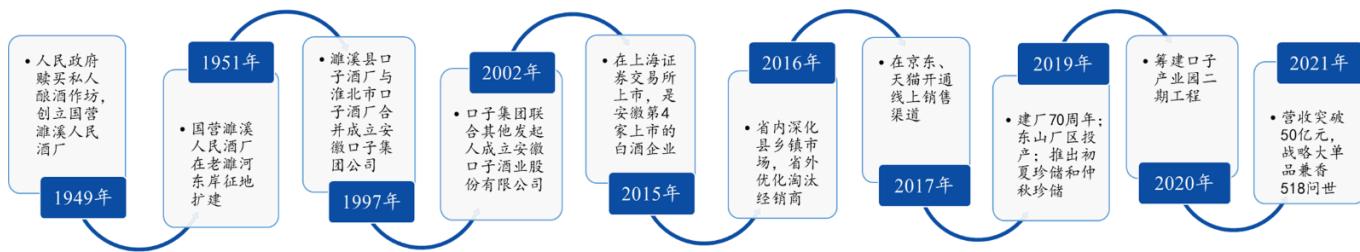
悠久历史+独特气候、工艺，铸就兼香白酒典范。口子窖历史悠久，渊源始于 2700 多年前，因酿酒地处于濉溪县口子镇而得名。口子镇温和湿润的气候孕育了适合酿酒的五谷原粮与微生物菌群，结合公司“三多一高一长”为核心的特色工艺体系，铸就了公司独特的兼香香型。公司推出的口子窖、口子坊、老口子等系列产品，风味独特，口感醇厚，受到消费者广泛认可。

2015 年，公司登陆上交所。公司前身是国营濉溪人民酒厂，成立于 1949 年。1997 年，濉溪县口子酒厂和淮北市口子酒厂合并，成立安徽口子集团公司。2002 年，口子集团联合其他发起人，成立（原）口子酒业股份有限公司。2015 年，公司登陆上交所。

上市至今，公司业绩稳健增长。上市后公司在渠道、产能、产品等方面进行优化：

- 1) 渠道上，2016 年，开始加强省内县乡镇市场渠道下沉，对省外经销商优胜劣汰，巩固省内市场份额的同时，开拓省外重点区域；2017 年，在京东和天猫开通线上平台，丰富销售渠道。
- 2) 产能上，2019 年，东山厂区酿酒厂房投产，当年生产原酒 4400 多吨；2020 年，开始筹建口子产业园二期工程，不断提高产能规模。截至 2021 年末，公司共有 1 万余条发酵池，其中百年以上 1000 余条，65 度原酒产能达到 3.3 万吨，储酒规模超过 20 万吨。
- 3) 产品上，公司于 2019 年推出初夏/仲秋珍储，卡位 200-400 元价格带；2021 年推出创新大单品兼香 518，发力次高端市场。公司业绩稳步增长，2021 年营收已突破 50 亿元。

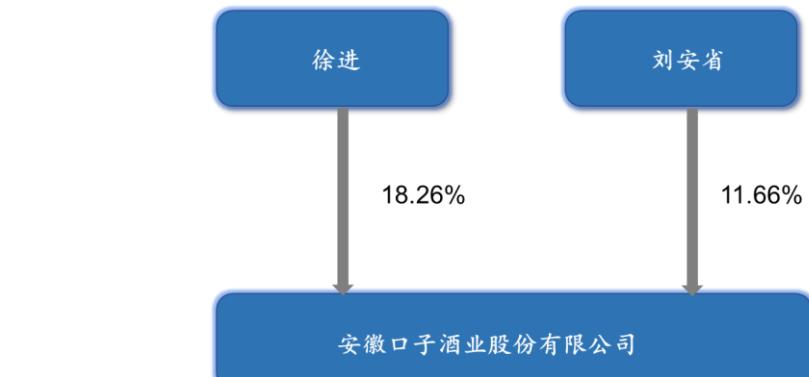
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网、公司公告、国元证券研究所整理

管理层与股东利益高度一致。口子窖实际控制人为徐进先生和刘安省先生，二人为公司前两大股东，截至 2021 年末，持股比例分别为 18.26%/11.66%，公司的各项重要事务由两位实际控制人共同决策。徐进先生同时担任公司董事长、总经理，总领公司日常经营。公司股权结构稳定，管理层与股东利益高度一致。

图 2：公司实控人持股比例（截至 2021.12.31）



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

1.2 业绩稳健成长，高档占比提升

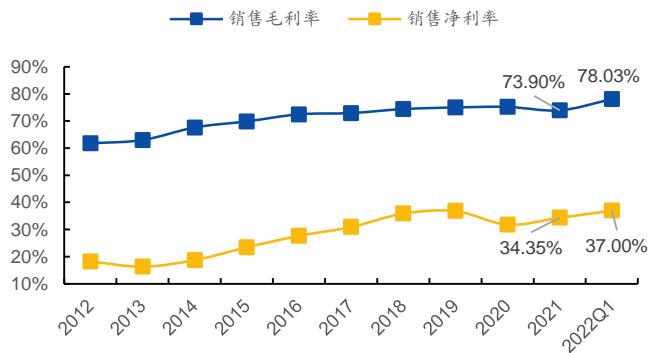
公司营收、业绩稳健成长。2015 年上市以来，除 2020 年受疫情影响，公司营收持续稳健成长，2021 年实现收入 50.29 亿元 (+25.37%)，15-21 年 CAGR 为 11.74%，主要得益于公司强势的品牌力、产品力和安徽省持续消费升级。2021 年，公司实现归母净利润 17.27 亿元 (+35.38%)，15-21 年 CAGR 为 19.10%。22Q1，公司实现营业收入 13.12 亿元 (+11.80%)，实现归母净利润 4.85 亿元 (+15.53%)。

图 3：公司营收/归母净利及增速（亿元，%）

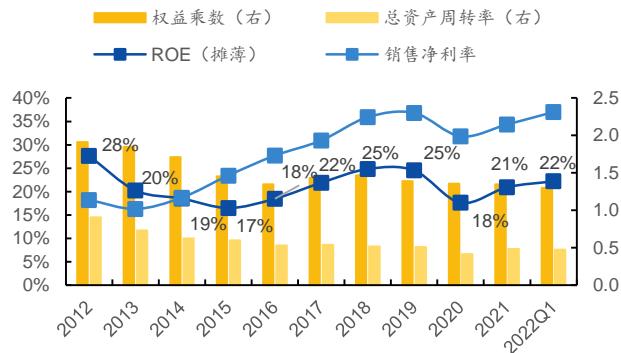


资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

公司 21 年 ROE 小幅增长。2021 年，口子窖销售净利率为 34.35%，较 2020 年增加 2.55pct，盈利能力改善；权益乘数和总资产周转率基本与 2020 年持平。2021 年口子窖 ROE（摊薄）为 20.94% (+3.32pct)，较 2020 年小幅增长。

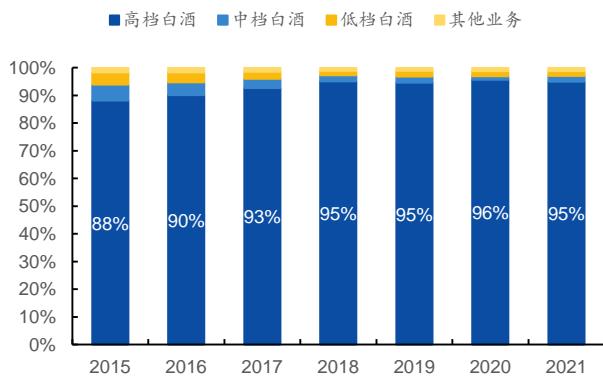
图 4：公司毛利率、净利率水平


资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

图 5：公司 ROE、销售净利率、权益乘数及总资产周转率


资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

高档产品规模持续扩大，占比超过95%。2021年，公司高档白酒实现收入47.77亿元(+24.48%)，15-21年高档白酒收入占比从88.19%增加到95.00%(+6.81pct)；中/低档白酒收入占比则分别下降3.78pct/2.55pct。高档白酒占比在15-18年逐年提升，随后维持在95%左右的水平。

图 6：公司营业收入构成（分产品）


资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

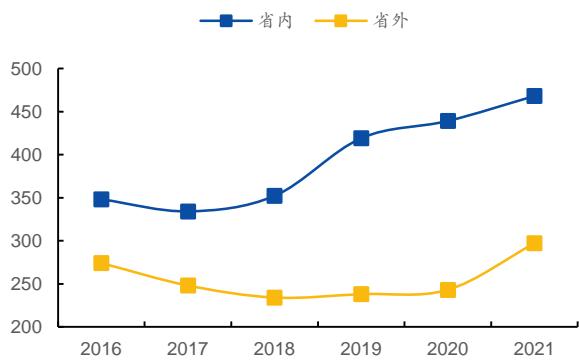
注：公司高档白酒主要指口子窖系列产品，中档白酒主要指老口子、口子坊、口子美酒系列产品，低档白酒主要指口子酒系列产品。

图 7：高档白酒营业收入及增速（亿元，%）


资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

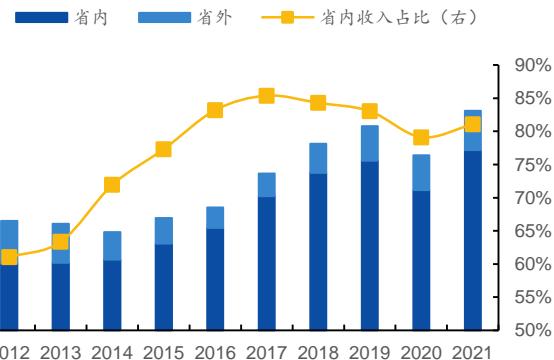
稳住省内市场基本盘，加速省外重点地区市场开拓。2016年以来，公司省内收入稳定在8成左右，21年省内收入40.78亿元，占营业收入的81.09%；省内经销商数量不断上升，16-21年由348家增至468家。公司优先集中资源发展省内市场，建立了稳固的省内基本盘。16-21年，省外收入占比及经销商数量呈先降后升趋势，近年来公司省外招商力度加大，产品在全国范围的影响力提升。

图 8：省内外经销商数量情况（家）



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

图 9：营业收入构成（分区域）（亿元，%）



资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

积极拓展线上渠道。2017 年，公司在京东商城和天猫开通官方旗舰店，积极拓展线上销售业务，2021 年，公司电商平台销售收入为 4332.41 万元，同比增长 36.32%，增长势头较好，公司未来将进一步完善电商渠道，增加个性定制类产品，拓展线上业务。

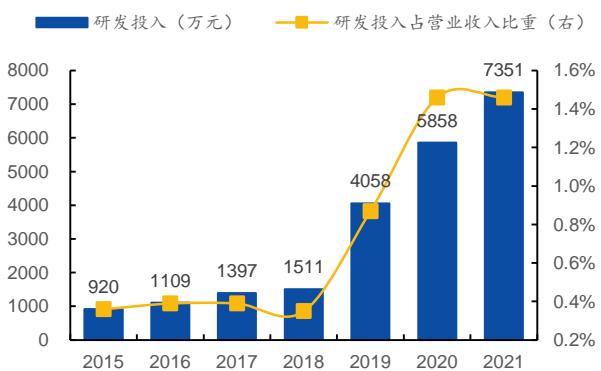
图 10：电商平台销售收入情况（万元）



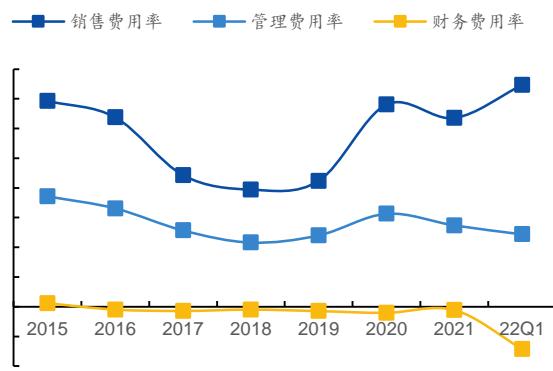
资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

研发投入不断加码，新品上市激发活力。公司注重技术创新和新品研发，投资建设兼香型白酒研究院，与专业协会、知名高校、科研院所加强合作，对制曲、酿酒、存储等生产环节进行深度研究，通过改进技术提升产品品质，并陆续推出初夏珍储、仲秋珍储、周年纪念版、兼香 518 等新品。2015-2021 年间公司研发投入由 920 万元增加至 7351 万元，CAGR 为 41.39%，研发投入占营业收入的比重由 0.36% 增加至 1.46%。

21 年销售费用率略有上升，管理及财务费用率平稳。15-18 年公司销售费用率呈逐年下降趋势；19-21 年公司广告宣传投放力度大幅加强，2020 年销售费用率较 2019 年增加 5.15pct；22Q1 达到 14.94%。管理费用率基本保持平稳，21 年小幅下降，为 5.48%；财务费用率自 2016 年以来均为负值，主要得益于白酒行业特点和公司良好的现金水平。

图 11：公司研发投入情况（万元，%）


资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

图 12：公司销售、管理、财务费用率情况（%）


资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

1.3 回购拟用于股权激励，激发员工动能

公司股份回购完成，将用于股权激励，激发员工核心动能。2020年4月，公司公告称，拟以自有资金回购公司股份用于股权激励，金额1-2亿元，价格不超过50元/股。2021年4月回购完成，实际回购313.4万股，均价47.52元/股（不含交易费用）。目前激励计划的时间和具体方案尚未确定，我们认为后续激励计划的推出有助于进一步激发核心员工动能。

表 1：公司股权回购的基本情况

回购预案		回购实施	
预计回购数量	400万股	回购数量	313.4214万股
价格上限（元/股）	50.00	回购均价（元/股）	47.52
资金来源	自有资金	占总股本比例	0.52%
预案日	2020/3/26	已回购金额	1.4893亿元

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

2.徽酒市场空间广阔，抓住机遇大有可为

2.1 低端产能出清改善行业格局，居民消费升级推动单价提升

白酒行业进入挤压式增长阶段。根据国家统计局数据，2021年全国规模以上白酒企业总产量716万千升，同比微降0.60%。2016-2018年白酒行业实现低端产能出清，2019-2021年白酒产量规模基本维持稳定。白酒的市场需求相对稳定，产销率基本保持在96%以上。

“集中度提高+产品价格上涨”共同促进行业利润增长。根据中国酒业协会数据，2021年我国白酒行业实现销售收入6033亿元，同比增长18.60%；实现利润总额1702亿元，同比增长33%。与白酒行业逐渐减少的产量形成对比，市场营销稳中有增，利润额快速增长，2016-2021年期间白酒行业利润CAGR为16.38%，利润额增速较快的原因在于：

- 1) 市场逐步出清，行业集中度提高，效益向优势产区和企业集中。根据中国酒业

协会数据，2017年全国规模以上白酒企业为1563家，2019年为1176家，2021年963家，数量持续减少，行业集中程度不断提升。2021年贵州茅台销售收入1094.64亿元，居于行业龙头地位，市场份额为17.58%，其次为五粮液，市占率为10.23%。行业CR2、CR5、CR10近几年均有不同幅度的提升。

2) 白酒品牌持续高端化升级。在高端白酒存量一定且增量有限的基础上，一线酒企及区域龙头酒企凭借自身强品牌力实现提价，提高自身的盈利能力。

图 13：15-21 年白酒行业产量/产销率（万千升，%）

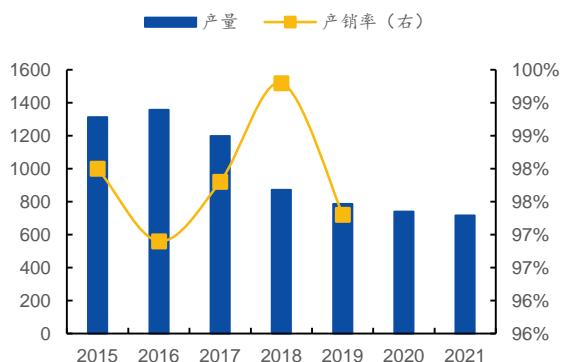
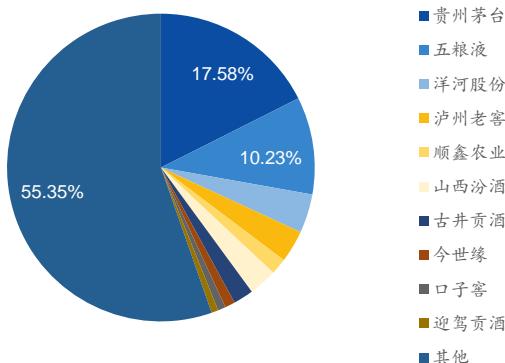


图 14：15-21 年白酒行业销售收入及利润



资料来源：国家统计局、Wind、Ifind、华经产业研究院、国元证券研究所整理

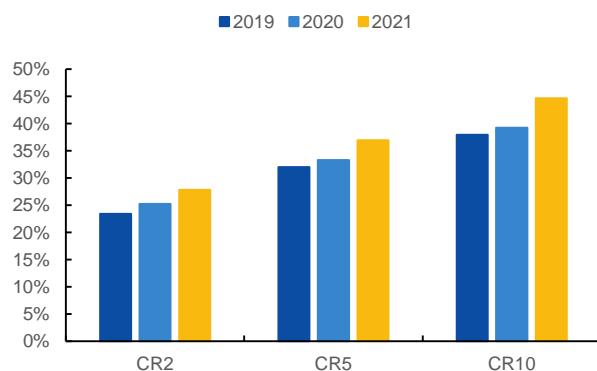
图 15：2021 年白酒行业市场份额



资料来源：Wind、Ifind、中国酒业协会、国元证券研究所整理

注：市场规模来自中国酒业协会，各公司份额根据披露的白酒业务收入计算。

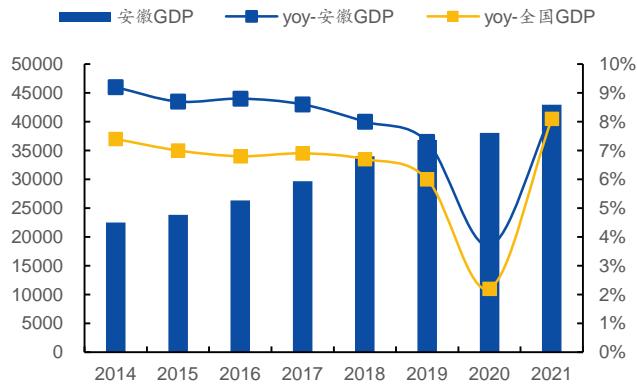
图 16：2019-2021 年行业市占率情况



资料来源：Wind、Ifind、中国酒业协会、国元证券研究所整理

2.2 安徽饮酒文化浓厚，白酒市场前景广阔

安徽省GDP高速增长，人均可支配收入稳步提升。除2020年受到新冠疫情的冲击，2014-2021年间，安徽省GDP增速始终保持在8%左右，高于全国平均水平。2021年，安徽省GDP总量42959.2亿元，全国排名第11位，同比增长8.30%，增速位列第8。良好的经济发展态势，促进居民人均可支配收入提高，2021年人均可支配收入达到3.09万元，同比增长9.97%，居民财富水平的提高，带动了居民的消费升级，推动白酒市场进一步扩容。

图 17：安徽省 GDP 总量及增速（亿元，%）


资料来源：国家统计局、Wind、Ifind、国元证券研究所整理

图 18：安徽省人均可支配收入（元，%）

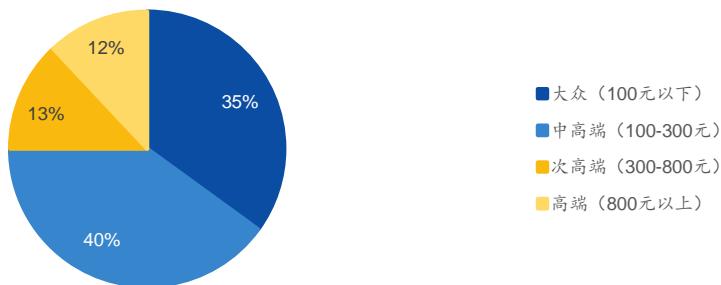

资料来源：国家统计局、Wind、Ifind、国元证券研究所整理

安徽经济充满活力，消费升级带动中高端及以上市场扩容。根据酒食新消费数据，2021 年安徽白酒市场规模约 350 亿元，价格带分布情况如下：1) 100-300 元区间中高端价格带市场规模约为 140 亿元，占比最高，约 40%，是目前的主流刚需价格带，以地产酒为主；2) 其次是 100 元以下大众价格带，市场规模约为 123 亿元，占比约 35%；3) 300-800 元的次高端价格带市场规模约 46 亿元，占比约 13%，是企业战略性布局的关键价位段；4) 800 元以上的高端价格带市场规模约 40 亿元，占比约 12%，以茅台、五粮液、泸州老窖等全国性名酒为主。经济发展带动下的持续消费升级将促进白酒主流价格带提高，安徽白酒市场空间较大，次高端是布局重点。

表 2：2022 年安徽省白酒各价格带市场情况

价格带	市场定位	代表产品	市场规模 (亿元)
800 元以上	高端	飞天茅台、第八代五粮液、国窖 1573、青花郎、君品习酒等	40
300-800 元	次高端	古 20、口子窖 20、兼香 518、洞 16、洞 20、梦 6+、剑南春、泸州老窖特曲等	50
100-300 元	中高端	古 5、古 7、口子窖 6 年、10 年、迎驾洞 6、洞 9 等	140
100 元以下	大众	老口子 42 度、迎驾金星/银星、古井贡酒经典 50 度等	120

资料来源：酒说、国元证券研究所整理

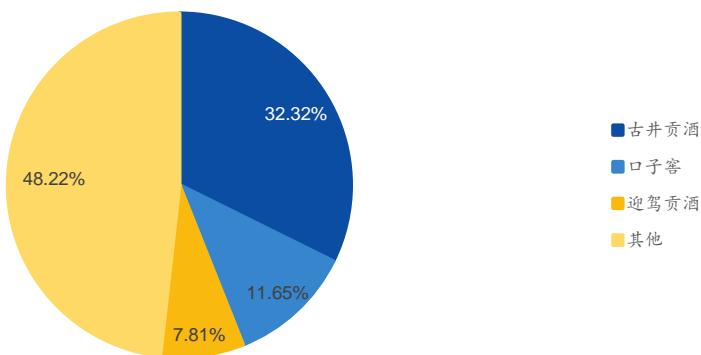
图 19：安徽省当前各价格带市场规模占比（%）


资料来源：酒食新消费、国元证券研究所整理

安徽为白酒消费大省，产销全国居前。根据安徽省统计局数据，2019年安徽省规模以上白酒企业实现营业收入260.3亿元、利润64.6亿元，均位列全国第4；2019年全年安徽省白酒产量为32.0万千升，占全国的4.1%。根据酒食新消费数据，2021年间安徽白酒市场规模约350亿元，位列全国第五。同时安徽市场消费群体基数大，16-21年常住人口数量持续增长，增量分别为22/24/19/16/13/8万人，为安徽省白酒市场规模持续扩大创造空间。

安徽省内白酒企业众多，竞争格局呈现一超双强。根据安徽省统计局数据，截至2019年末，规模以上白酒企业101家，上市酒企4家，分别为古井贡酒、口子窖、迎驾贡酒与金种子酒，地方酒企如高炉家、宣酒、文王贡等掌握各自市场渠道。按照前述350亿元的市场规模估算，2021年安徽省内白酒市场CR3约为51.78%，古井贡酒的市场份额最高，为32.32%，口子窖/迎驾贡酒分别占比11.65%/7.81%。省内酒企主要占据100-300元中高端产品市场；300-800元价格带上，省内品牌份额快速提升；800元以上价格带主要是茅台、五粮液等全国化品牌。

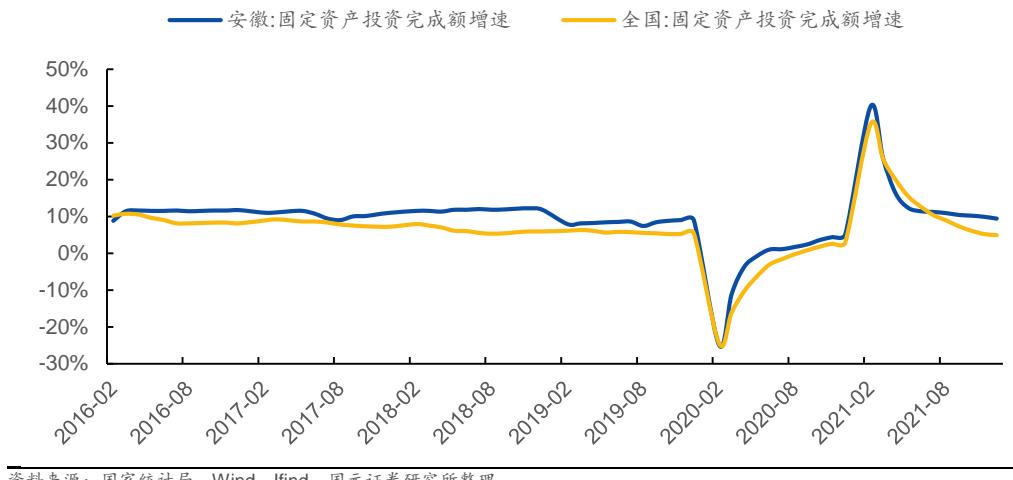
图 20：2021 年省内市场竞争格局（%）



资料来源：酒食新消费、Wind、Ifind、国元证券研究所整理
注：古井贡酒未披露安徽省数据，使用华中地区数据估算。

固定资产投资完成额自 2020 年疫情后快速恢复，拉动省内政商务用酒需求。政商务需求对于白酒消费拉动明显，口子窖坚持以政商务、社交宴请用酒为产品定位，通过优化产品布局、营销体制改革促进公司发展。2021年安徽省固定资产投资完成额增速达9.4%，同比增加4.3pct，高于全国平均水平，2022年1-4月全省固定资产投资同比增长10%，高出全国平均增速3.2pct，基础设施、工业投资规模预计保持高速增长，为酒类产品创造更多的消费需求。

图 21：安徽省与全国固定资产投资完成额增速（%）



资料来源：国家统计局、Wind、Ifind、国元证券研究所整理

各级单位政策支持白酒企业发展：

- 1) 2021 年，中国酒业协会发布《中国酒业十四五发展指导意见》，意见提出预计 2025 年，白酒行业产量 800 万千升，比“十三五”末增长 8.0%，年均递增 1.6%；销售收入达到 9500 亿元，增长 62.8%，年均递增 10.2%；实现利润 2700 亿元，增长 70.3%，年均递增 11.2%。
- 2) 2020 年安徽省经济和信息化厅、安徽省商务厅及安徽省市场监督管理局联合发布《促进安徽白酒产业高质量发展的若干意见》，提出未来省内白酒企业发展的主要目标——到 2025 年安徽白酒企业实现营业收入 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，打造一批在国内具有更高知名度和竞争力的企业，提高徽酒品牌影响力。
- 3) 《安徽省“十四五”食品工业发展规划》明确指出重点培育现有 4 家白酒上市企业。

淮北市政府重视口子窖发展：1) 2011 年 6 月，淮北市委、市政府出台《关于推进口子酒业加快发展的若干意见》，指出通过 5 至 8 年的时间，促进口子酒业销售收入达到 100 亿元，上缴税金 40 亿元，打造兼香型高端白酒品牌。2) 2013 年，《打造“百亿口子”行动计划》工作方案提出，各级部门高度重视，市级领导多次召开百亿口子行动计划调度会，调研口子建设情况，听取工作进展汇报。

表 3：近两年各级领导调研公司情况

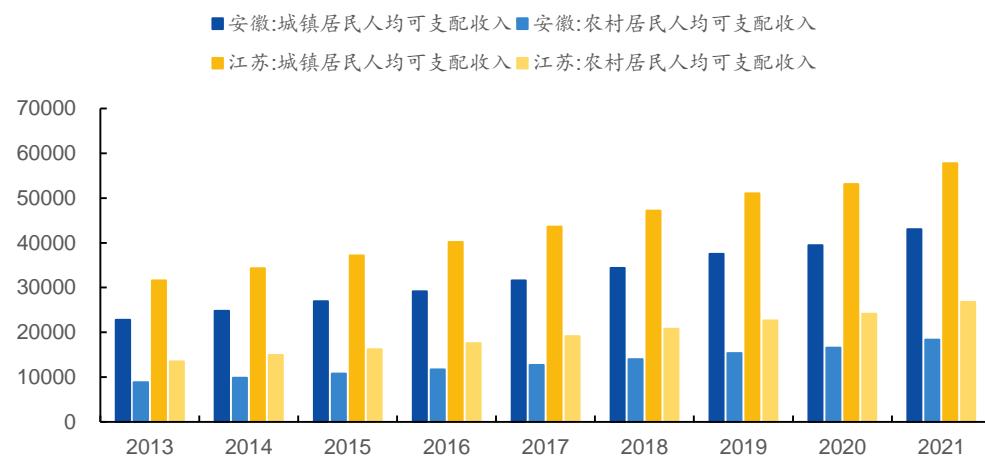
调研时间	主要调研领导	调研情况
2022 年 1 月 12 日	安徽省副省长杨光荣	参观口子酒文化博览园，了解公司发展情况、历史文化、产品研发情况
2021 年 6 月 28 日	安徽省委常委、常务副省长、省政协副主席邓向阳	参观口子产业园一期，了解口子酒业工艺技术、产能规模、项目建设等情况
2021 年 4 月 19 日至 20 日	安徽省委常委、省委统战部部长张西明	参观口子产业园一期、濉溪明清酿酒作坊群遗址和东关厂区
2020 年 9 月 17 日	安徽省政协主席张昌尔	了解濉溪明清酿酒作坊群遗址分布规模、价值及保护情况；参观口子酒文化博览园
2020 年 8 月 29 日	安徽省文旅厅厅长袁华	了解濉溪明清酿酒作坊群遗址布局和现场保护情况；参观口子酒文化博览园
2020 年 7 月 7 日	淮北市委副书记、代市长覃卫国	了解口子产业园二期项目建设情况

资料来源：公司公众号、国元证券研究所整理

2.3 对标江苏，安徽白酒市场空间广阔

安徽白酒发展趋势可对标江苏。安徽省与江苏省毗邻，且目前江苏白酒市场发展更成熟，我们对标江苏来预测安徽白酒市场的发展。2021 年安徽城镇/农村居民人均可支配收入分别为 43009 元/18368 元，2017 年江苏城镇/农村居民人均可支配收入分别为 43621.75 元/19158.03 元，因此我们估算目前江苏市场的城镇/农村人均可支配收入领先安徽市场 5 年左右。

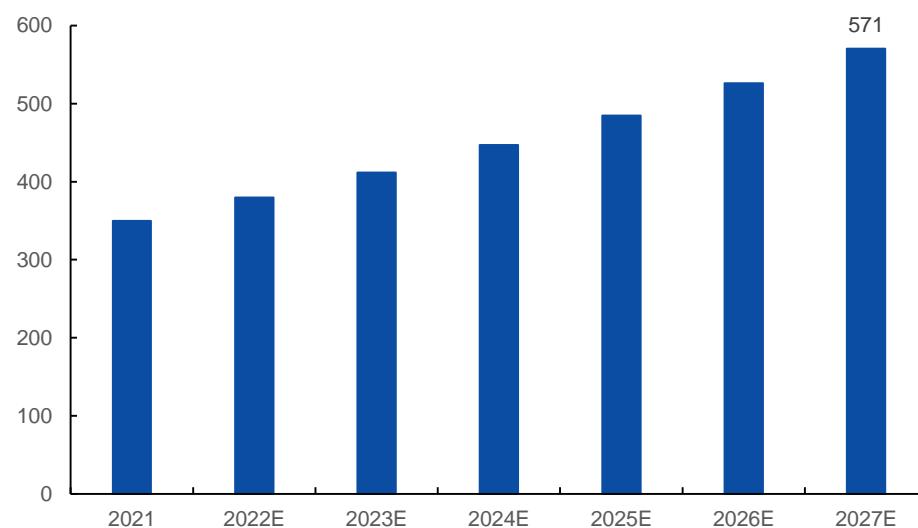
图 22：安徽/江苏两省城镇/农村居民人均可支配收入（元）



资料来源：国家统计局、Wind、Ifind、国元证券研究所整理

对标江苏，安徽白酒市场空间广阔。居民消费能力与可支配收入之间关系密切，我们估计江苏白酒市场领先安徽白酒市场 5 年左右。根据国家统计局数据，2016-2021 年江苏省人均可支配收入 CAGR 为 8.17%，常住人口规模 CAGR 为 0.30%。2021 年安徽白酒市场规模为 350 亿元，我们估算，对标江苏市场，2027 年安徽白酒市场规模有望达到 571 亿元。

图 23：安徽省白酒市场规模预测（亿元）



资料来源：国家统计局、酒食新消费、Wind、Ifind、国元证券研究所整理

3. 产品&产能更完备，改革激发新动能

3.1 口子产业园二期预计年内投产，突破产能瓶颈

公司自上市以来，实施多项产能扩建和技改项目，不断突破产能瓶颈。2015 年公司上市时，主要项目有在东关分厂和溪河分厂布局的，优质白酒酿造技改项目、优质白酒陈化老熟和存储项目、包装生产线技改项目和营销网络建设项目，后因淮北市整体规划需要，建设计划发生变更，截至 2021 年末的在建项目及进度见下表。截至 2021 年末，公司设计产能 8 万吨，其中 65 度原酒产能 3.3 万吨；储酒规模超过 20 万吨。

表 4：公司在建项目及进度情况（截至 2021 年末）

项目名称	拟投资总额（万元）	资金来源	拟使用募集资金（万元）	项目进度	预计产能扩建情况	投资效益（万元）		
						年均新增营业收入	年均新增净利润	
口子产业园 一期 (原募投项目变更)	退城进区搬迁大曲酒酿造项目	29880	募集+自筹	15395.67	93%	每年原酒产量 1.8 万吨	90,000	22,003.72
	退城进区搬迁优质白酒陈化老熟和储存项目	29300	募集+自筹	13513.62	26%	储酒量 10 万吨	15,000	13,513.62
	退城进区搬迁成品酒包装项目	30000	募集+自筹	15073.36	83%	新建 20 条包装生产线、高架立体产品库，每年可包装成品酒 6 万吨	150,000	9,608.86
口子产业园 二期	退城进区搬迁大曲酒酿造提质增效项目 (2020 年新增)	136038	自筹	-	23%	每年原酒产量 2 万吨	-	-

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

公司聚焦“一企三园”，加强产能建设。公司围绕口子酒文化博览园、口子工业园、口子产业园，打造优质白酒产业示范园区。口子酒文化博览园结合生产及文旅，拥有明清地下酒窖、元明老窖池、酿酒作坊群等国家工业遗产核心物项，产能约 0.5 万吨。口子工业园拥有 4 栋机械化酿酒车间，技改后产能已达 1.5 万吨。

口子产业园一期 1.5 万吨制曲酿酒产能已全部投产。口子产业园一期工程设计产能 1.8 万吨，包括 6 栋制曲车间，6 栋机械化酿酒车间，现已全部投产，实际产能达到 1.5 万吨；自动化包装车间、3.7 万平米的陶坛储酒库和基酒库预计 2022 年内可全面投产使用。

口子产业园二期 2 万吨产能将于 2022 年内投产。口子产业园二期工程为 2 万吨大曲酒酿造提质增效项目，预计今年年内投产，但受疫情影响，投产时间由原定的 2022 年 5 月份投产推迟到 9 月份。

预计二期完成后原酒产能突破 5 万吨，十四五末突破 6.5 万吨。口子产业园二期建设完成后，公司 65 度原酒产能将突破 5 万吨，储酒规模将达到 30 万吨。预计“十四五”末，公司 65° 原酒产能突破 6.5 万吨，储酒规模达到 30 万吨。**产能天花板的突破为企业更高质量、更可持续发展夯实了基础。**

表 5：公司“一企三园”布局

	口子酒文化博览园	口子工业园	口子产业园
图片			
地理位置	濉溪县城东关	省级濉溪经济开发区	淮北市杜集区
占地面积	-	46.67 万平方米	60 余万平方米
投资金额	-	4.5 亿元	15 亿元
建设进度	已建成	2010 年建成投产	一期工程预计年内可全面投产，二期工程还在建设中
产能规模	产能 0.5 万吨	经技术改造，产能从 1.2 万吨升级至 1.5 万吨	一期实际产能 1.5 万吨 二期设计产能 2 万吨

资料来源：公司公众号、国元证券研究所整理

3.2 产品结构不断完善，兼香 518 重点发力次高端

推出新品节奏加快，产品布局不断完善。公司于 2008 年推出口子窖 6 年，2011 年推出口子窖 30 年，2013 年推出口子美酒，并持续加强旗下各系列产品的营销。随着安徽省白酒主流价格带的上移，2019 年开始，公司陆续推出多款新品，完善产品结构布局。2019 年 8 月，公司推出初夏珍储/仲秋珍储两款产品，分别定价 200-300 元区间和 300-400 元区间。2020 年推出周年纪念版，试水 800 元以上价格区间。2021 年 5 月 18 日，推出创新单品兼香 518，重点发力次高端市场。

表 6：安徽白酒主流价格带及口子窖占位情况

年份	主流价格带 (元)	新品占位情况
1999 年初	40 元左右	1999 年初，口子窖推出口子 5 年产品，定价 68 元
2003 年	50 元左右	2006 年，口子窖 10 年、20 年推出
2008 年	80 元左右	口子窖 5 年提价至 88 元
2015 年	100 元左右	2008 年，口子窖 6 年推出，定价 168 元
2018 年至今	200 元左右	2019 年，初夏珍储和仲秋珍储推出，定价分别为 268 元、398 元 2021 年，兼香 518 上市，定价 518 元

资料来源：微酒、国元证券研究所整理

图 24：公司 2019 年以来陆续推出新品



资料来源：公司官网、天猫官方旗舰店、国元证券研究所整理

兼香 518，创新大单品，卡位次高端。兼香 518 于口子窖建厂纪念日 2021 年 5 月 18 日上市，严格遵循公司“多粮酿造、多粮制曲、多曲并用、高温润料堆积、三步循环贮存”的五大核心工艺，由 1949 年 5 月 18 日建厂时的百年老窖池长期发酵酿造而成，酒精度数 51.8%vol，净含量 518ml，团购价 518 元。兼香 518 蕴含“好事总有你”的美好寓意。作为公司重点发展的创新单品，兼香 518 主要投放于团购渠道，定位次高端市场，填补公司占位空白。

表 7：兼香 518 三大核心特色

产品特色	具体介绍
老窖 518	1949 年 5 月 18 日口子酒业建厂时的百年老窖池发酵，窖池底部及四壁覆盖着厚厚的老窖泥，蕴藏着长期驯化的上千种酿酒微生物，造就了独特浓郁的窖香。
工艺 518	5 大匠心工艺：“三多一高一长”的酿造工艺，多粮酿造、多粮制曲、多曲并用、高温润料堆积、三步循环贮存。 1 步自然兼香：在传统“浓兼酱”、“酱兼浓”的基础上，融入芝麻香、豌豆香，一步酿就独具特色的三香五味。 8 大功勋班组：由入选国家工业遗产名录的东关分厂酿酒 1-3#车间的 8 个建厂功勋班组酿造。
品味 518	5 感酒境的美妙：色泽清澈透明、闻香雅香扑鼻、入口绵甜醇和、落喉顺滑净爽、回味醇厚幽长。 1 饮到底的舒适：易品饮、不上头。 8 大社交的品味：适用久别重逢、惜别依依、一见如故、宾朋满座、不期而遇、商务宴请、亲友团聚、日常小聚。

资料来源：公司微信公众号、国元证券研究所整理

兼香 518 动销符合预期，省内市场全面覆盖。兼香 518 重点发力团购渠道，根据公司披露，到 22 年 5 月底，其销售情况符合预期，省内市场基本覆盖，各市场根据运作节奏良性补货。随着销售稳步推进和公司资源的持续重点投放，兼香 518 有望实现放量。

3.3 深化营销策略变革，强化团购渠道运作

2021 年以来，公司渠道变革不断加快，成果有望逐渐显现，具体措施如下：

以团购渠道为核心，推动渠道扁平化。公司正逐步形成以团购渠道为核心、以流通渠道为主体、以酒店渠道、商超渠道为辅助的全方位渠道格局。公司强化团购渠道运作，将品牌文化与核心消费群体培育相结合，通过品鉴体验游、高端团购、返厂

游等方式，吸引企业圈、文化圈等团购消费者的培育，拓宽团购网络。此外，公司对传统渠道优化建设，推进流通渠道扁平化、网点下沉等工作，力争将每一种渠道都做到优秀。

重塑与经销商关系，双方利益深度捆绑。面对市场环境的变化，公司积极实行渠道改革，与经销商之间建立“市场共建，利润共享”的合作模式。公司根据经销商的能力和意愿，商定其经销的区域、渠道和范围，对市场、经销商、营销团队实施强化、深化、细化管理；制定《经销商分类管理办法》，从公司化管理、渠道建设、价格与物流、促销管控、销售费用及销售增长等方面对经销商定期考核，调动优质经销商积极性，淘汰低效经销商。2021年经销商数目变动较大，新增113家，淘汰30家。

积极扩充销售人员，提升销售队伍能力与素质。伴随渠道改革持续深化，销售人员数量也不断增加，2021年为299人，同比+5.65%。在增加销售资源配置的同时，公司强化对管理人员和营销人才的技能培训，贯彻传帮带思想，对销售人员严格绩效考评，提高薪酬待遇。2020年及2021年销售人员年人均薪酬大幅提升。经过营销调整和改革，公司销售团队的战斗力持续提高。

图 25：17-21 年经销商增减变动情况（家）

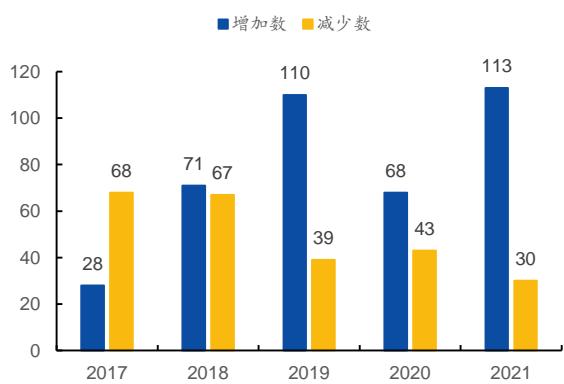
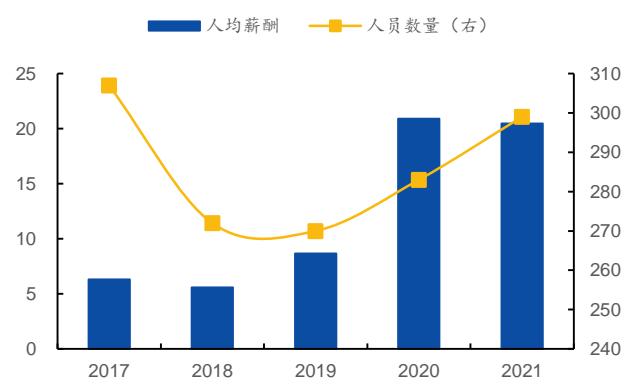


图 26：17-21 年销售人员人均薪酬及数量（万元，人）



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

注：销售人员人均薪酬用销售费用中职工薪酬金额除以销售人员数量得出。

推广促销力度加强，调动消费者积极性。公司坚持一地一策、因地制宜地开展促销活动，合理调配促销资源，提升促销效率。2020年、2021年公司加大促销及业务推广投入，促销及业务费用连续两年增速达到120%，尤其是在2021年第四季度消费旺季加大投放力度。根据促销活动规则，消费者只要通过微信扫码，就有100%的机率领取现金红包、累计积分、兑换礼品。一系列促销活动提高了消费者积极性，活跃了终端市场。

图 27：微信扫码领红包促销活动宣传图


资料来源：公司公众号、国元证券研究所整理

图 28：2017-2021 年促销及业务费投入（万元，%）


资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

与时俱进，利用网络平台拓展线上销售渠道。当前，公司已经在京东商城、天猫和苏宁易购开通“口子窖酒官方旗舰店”，并在抖音开通直播间，加强对口子产品的销售与推广。未来，公司还会增加线上专属的个性化定制类产品，拓展更丰富的线上业务，将产品文化传播与产品销售结合起来，更好地直接服务于消费者。

建立合肥运营中心，深耕省内核心市场。合肥作为安徽省会，对全省白酒市场发展有辐射带动作用，且合肥近年来发展迅速，经济水平不断提升。合肥市场一直是徽酒及外来品牌必争之地，公司建立合肥运营中心，有助于根据市场情况对运作策略做出及时调整。

重点城市稳健布局，省外培育稳中求进。公司在省外市场的建设以长三角、大湾区、京津冀为重点区域，以团购为主要渠道，加大对拥有团购资源的烟酒店终端及拥有大量客户资源的终端的培育力度。当前，公司在北京、天津、济南、南京等重点省会市场进行了基础性布局，除 2020 年，省外营业收入增速均在双位数以上，2021 年省外收入达 8.89 亿元，同比增长 12.76%，省外市场开拓稳步推进。目前省外市场相对薄弱，随着省外市场运作力度的加强，省外培育效果有望逐渐显现。

图 29：口子窖省外营业收入情况（亿元，%）


资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

4. 品牌力、产品力领先，高管团队稳定靠谱

4.1 文化遗产丰富，品牌认可度高

因地得名底蕴浓厚，口子美酒历久弥新。口子渊源始于春秋时期，距今已有 2700 多年历史。口子酒以地为名，所在的口子镇位于濉水和溪河交汇处，拥有得天独厚的地理优势，四季分明、雨水充沛的气候孕育出适宜酿酒的五谷原粮和微生物群。建厂以来，1959 年，“濉溪口子酒”向国庆十周年献礼，进入国宴用酒序列。1988 年，口子酒荣获中国首届食品博览会金奖。2002 年，口子酒获批实施原产地保护。2006 年，口子酒业被商务部首批认定为中华老字号。2008 年，口子窖酒厂建筑群在全国文物普查中被评定为“重要新发现”，2020 年其窖池群及酿酒作坊被纳入国家工业遗产名单。

表 8：2000 年至今公司所获部分荣誉

年份	获奖情况
2020	安徽省淮北市濉溪县的口子窖窖池群及酿酒作坊入选《国家工业遗产名单》
2020	荣登安徽民营企业百强榜
2018	荣获“改革开放 40 年中国酒业功勋企业”奖，董事长、总经理徐进荣获“改革开放 40 年中国酒业功勋人物”奖
2017	入选新华网评选的中国品牌百强奖
2013	成为中国白酒“169 计划”科研中心
2009	成为中国白酒标准化技术委员会兼香型白酒分技术委员会秘书处承担单位
2006	国家商务部首批认定的中华老字号，在任董事、常务副总经理张国强被评为首届中国酿酒大师
2006	中国白酒十大影响力品牌
2005	“口子”商标被国家工商行政管理总局认定为中国驰名商标
2002	荣获中国白酒典型风格金奖并被国家批准实施原产地保护，成为首个获得“国家地理标志保护产品”的兼香型白酒品牌
2000	口子窖酒荣获省科技进步二等奖

资料来源：公司官网、国元证券研究所整理

重视品牌文化建设，与消费者积极互动。公司注重品牌文化建设，构建立体化品牌传播模式：1) 广告投放上，口子窖作为优秀白酒品牌代表，亮相中央广播电视台总台“品牌强国工程”，与央视在个性化定制传播资源和内容营销方面展开深度合作；积极合作本地媒体，举办多项活动，精准营销本地客群。2) 公司积极布局白酒+文旅，依托口子酒文化博览园，升级口子酒文化博物馆、建设明清酿酒作坊群遗址博物馆、改造小同聚老作坊，将旅游观光、文化传播与产品推广相结合。

表 9：口子窖品牌文化建设活动

渠道	具体情况
	2020 年开始，作为优秀白酒品牌，亮相中央广播电视台“品牌强国工程”；
	2020 年开始，连续两年冠名播出《闪耀安徽》大型原创寻访纪实系列节目，并在节目最后推广兼香 518 产品；
	2021 年 7 月 10 日，口子窖新时代新徽商 2020 年度人物特别节目在安徽卫视播出；
线上	2021 年 11 月 5 日，“口子窖·我们的奋斗”2020 安徽年度经济人物颁奖盛典在安徽广播电视台“亚洲一号”演播厅隆重举行； 安徽经视《第一时间》栏目播出 30 期《口子窖 兼香会客厅》高端系列人物访谈节目； 新媒体平台推出《口子窖 奋斗者说》人物纪实系列短视频；
	2022 年 1 月 21 日，口子窖独家赞助支持 2021 年“心动安徽·最美人物”发布仪式。
线下	建设明清酿酒作坊群遗址博物馆、改造小同聚老作坊、升级口子酒文化博物馆，将旅游与品牌文化传播相结合。

资料来源：公司官网、公司公众号、国元证券研究所整理

4.2 风味、品质铸就产品力，产品矩阵覆盖全价格带

兼香口味独特，酿造工艺别具一格。口子窖酒是我国兼香型白酒的典型代表，融合了浓香、酱香等多种香型，风格鲜明，口味独特。百年地窖珍藏的明末清初老酒，六百岁的老窖池，比黄金更珍贵的红心曲是口子窖三宝；“三多一高一长”的酿造工艺独具特色。公司作为全国白酒标准化技术委员会兼香型白酒分技术委员会秘书处承担单位，负责组织全国兼香型白酒标准的立项、起草、制定和管理，是兼香型白酒典范。

表 10：“三多一高一长”酿造工艺

酿造工艺	具体做法
三多	多粮酿造：严选东北原产地的粳高粱，淮北平原的优质小麦、大麦，以及西北地区的高品质豌豆等酿酒，蕴含更丰富的营养物质。 多粮制曲：精选大麦、小麦和豌豆作为制曲原料，破碎后按配比掺拌均匀，加水润料，压制成砖块形的曲坯，放置曲房自然发酵。 多曲并用：独家传承的菊花红心曲、最高温达 65 摄氏度以上的超高温曲、高温曲，富集香气成分多达七八十种，成就一步兼香的独特工艺。
一高	高温润料堆积法：将破碎为八瓣左右的红高粱，用 60 至 80 摄氏度的热水掺拌浸泡堆积成梯形，放置 18 个小时，最大程度激发出酿酒原料的潜能。
一长	三步循环贮存法（露天酒罐自然老熟一年、地下酒库窖藏若干年、地上酒罐储存老熟一年），大幅延长发酵及储存周期。

资料来源：公司官网、国元证券研究所整理

产品矩阵完备，覆盖全价格带。兼香 518、初夏珍储、仲秋珍储等新品的上市，弥补了公司在中高端、次高端市场的不足，目前公司产品已基本覆盖所有价格带。

在产品策略上，1) 大本营安徽省内：高端酒市场以“三十年型口子窖”为主体，次高端市场以“二十年型”、“兼香 518”、“仲秋珍储”为主体，中高端市场主打“十年型”和“初夏珍储”，主流价格带发挥“五年窖”、“六年窖”、“小池窖”等传统产品的优势，满足不同消费者的需求。**2) 省外：**根据区域市场的特点和经销商资源状况，坚持以“五年型”、“六年型”为基础，以“十年型”、“二十年型”、“三十年型”为主导，辅以“兼香 518”、“初夏/仲秋”为补充。

表 11：公司主要产品及价格

产品系列	代表产品	零售价(元)	规格(ml)	定位
口子窖	30 年型 50 度	1500	500	高端市场
	周年纪念酒 50 度	857	500	
	20 年型 50 度/41 度	547/448	500	
	兼香 518	547	518	次高端市场，大力推广产品
	仲秋珍储 41 度	393	500	
	10 年型 50 度/41 度	373/345	500	
	初夏珍储	262	500	
	小池窖特酿 41 度	199	500	满足中高端需求
	6 年型 52 度/41 度	178/149	450	
老口子	5 年型 52 度/40.8 度	162/133	400	
	御尊口子窖 41 度	-	450	
口子美酒	老口子 42 度	60	450	
口子坊	口子美酒银盒装 41 度	60	500	传统经典大众口粮酒
	金坊 41 度	88	500	
	红坊 41 度	58	500	

资料来源：天猫旗舰店、国元证券研究所整理

注：零售价均使用天猫旗舰店 2022.6.21 预估到手价

4.3 管理团队稳定靠谱，与股东利益高度一致

管理层深耕多年，与公司同成长。公司董事会、管理层多位主要成员在 1997 年就加入口子集团，任职较短的也超过 18 年，陪伴公司经历了白酒行业的发展起伏，见证了公司的成长，对行业规律、酿酒技术、营销渠道管理有着丰富的经验和深刻的理解。

管理层也是白酒工艺专家，保障卓越产品力。董事长兼总经理徐进先生是全国白酒标准化技术委员会兼香型白酒分技术委员会主任委员。董事张国强先生是国家一级酿造师、国家一级品酒师、首届中国酿酒大师。董事、副总经理兼董事会秘书徐钦祥先生是首届中国白酒工艺大师、第三届中国酿酒大师。

高管持股，管理层与股东利益高度一致。第一大股东、实际控制人之一徐进先生同时担任公司董事长、总经理，总领公司日常经营。公司前十大股东中，黄绍刚先生（2.07%）、范博先生（1.83%）、朱成寅先生（1.76%）、徐钦祥先生（1.66%）、周图亮先生（1.66%）、段炼先生（1.59%）均在董事会、监事会或高管层担任重要职务，且与公司实际控制人构成一致行动人。公司股权结构稳定，管理层与股东利益高度一致。

表 12：公司前十大股东及任职情况（截至 2021.12.31）

序号	股东名称（全称）	期末持股数（股）	比例(%)	公司内职务
1	徐进	109,568,568	18.26%	董事长、总经理
2	刘安省	69,973,529	11.66%	退休离任
3	香港中央结算有限公司	31,111,658	5.19%	-
4	中国银行股份有限公司—招商中证白酒指数分级证券投资基	28,912,952	4.82%	-
5	黄绍刚	12,411,743	2.07%	董事、副总经理
6	范博	10,965,476	1.83%	董事、副总经理、财务总监
7	朱成寅	10,555,202	1.76%	副总经理
8	徐钦祥	9,976,331	1.66%	董事、副总经理、董事会秘书
9	周图亮	9,976,331	1.66%	监事会主席
10	段炼	9,541,014	1.59%	总经理助理

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

5. 盈利预测及投资建议

5.1 盈利预测

关键假设：

1) 高档白酒：公司的高档白酒主要指口子窖系列，是公司最主要的产品，收入占比约 95%。口子窖系列消费者基础深厚，产品口碑良好，随着公司资源的重点投入和深化改革下理顺渠道，预计其销售规模有望持续较快增长。

2) 分产品看：口子窖 5 年、6 年占比最大，作为大众消费产品，随安徽省经济的不断发展，其规模预计持续稳健增长；10 年、20 年、30 年定位次高端及高端，消费升级下有望持续受益；兼香 518 作为创新大单品，随着在团购渠道的重点投放，有望实现放量。

3) 综上，我们预计 22/23/24 年公司高档白酒收入增速为 20.12%/17.05%/15.17%。

表 13：口子窖盈利预测拆分

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	4672.09	4011.14	5028.60	5932.36	6919.31	7947.98
增速	9.44%	-14.15%	25.37%	17.97%	16.64%	14.87%
毛利率	74.97%	75.17%	73.90%	74.67%	75.35%	75.96%
高档白酒						
营业收入 (百万元)	4422.86	3837.83	4777.36	5738.36	6717.03	7735.72
增速	8.94%	-13.23%	24.48%	20.12%	17.05%	15.17%
销量 (吨)	27926.03	23541.84	27669.00	31279.80	34811.29	38247.17
增速	-1.07%	-15.70%	17.53%	13.05%	11.29%	9.87%
吨价 (元/吨)	158377.67	163021.52	172661.26	183452.59	192955.43	202255.88
增速	10.12%	2.93%	5.91%	6.25%	5.18%	4.82%
吨毛利 (元/吨)	120795.68	124530.01	129809.92	139212.87	147428.34	155563.30
毛利率	76.27%	76.39%	75.18%	75.88%	76.41%	76.91%
中档白酒						
营业收入 (百万元)	97.49	51.09	101.12	117.06	134.02	151.08
增速	5.47%	-47.60%	97.94%	15.76%	14.49%	12.73%
销量 (吨)	2251.41	1146.70	3070.82	3446.69	3832.72	4205.64
增速	10.83%	-49.07%	167.80%	12.24%	11.20%	9.73%
吨价 (元/吨)	43303.93	44550.71	32928.66	33962.62	34967.92	35922.54
增速	-4.84%	2.88%	-26.09%	3.14%	2.96%	2.73%
吨毛利 (元/吨)	22953.48	23082.58	14746.97	15131.85	15575.98	16038.05
毛利率	53.01%	51.81%	44.78%	44.55%	44.54%	44.65%
低档白酒						
营业收入 (百万元)	97.15	73.54	88.34	76.94	68.26	61.19
增速	39.19%	-24.30%	20.13%	-12.90%	-11.29%	-10.36%
销量 (吨)	4130.56	3056.24	3742.19	3277.41	2919.52	2624.65
增速	30.32%	-26.01%	22.44%	-12.42%	-10.92%	-10.10%
吨价 (元/吨)	23518.63	24060.87	23605.64	23475.81	23379.56	23311.76
增速	6.81%	2.31%	-1.89%	-0.55%	-0.41%	-0.29%
吨毛利 (元/吨)	8540.27	5700.99	6574.41	7020.24	7371.58	7689.57
毛利率	36.31%	23.69%	27.85%	29.90%	31.53%	32.99%

资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

5.2 投资建议

公司是兼香型白酒典范，乘安徽消费升级东风，正在大力推动渠道改革，创新品有力支撑深度分销，建议密切跟踪拐点，有望戴维斯双击。我们预计公司 22/23/24 年归母净利润 19.53/23.03/26.82 亿元，对应 7 月 14 日 PE16/14/12 倍（市值 317 亿元），给予“买入”评级。

表 14：可比公司估值情况

证券代码	公司名称	总市值 (亿元) (2022.7.14)	归母净利润(亿元)			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
603589.SH	口子窖	316.62	19.53	23.03	26.82	16.21	13.75	11.81
000596.SZ	古井贡酒	1216.63	29.79	37.38	46.09	40.84	32.54	26.40
603198.SH	迎驾贡酒	448.88	18.09	22.80	28.29	24.81	19.69	15.87
603369.SH	今世缘	553.99	24.94	30.90	38.00	22.21	17.93	14.58

资料来源：Wind、Ifind、国元证券研究所整理

注：可比公司盈利预测统一使用 Wind 一致预期。

6. 风险提示

食品安全风险、疫情波动风险、渠道改革进度风险。

财务预测表

资产负债表					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	6623.25	6829.08	7591.86	8713.31	10291.94
现金	1504.33	1881.06	2199.46	2682.81	3675.82
应收账款	1.57	2.27	3.19	3.18	3.83
其他应收款	2.66	2.43	2.91	3.77	4.02
预付款项	27.65	34.53	41.84	46.58	51.88
存货	2879.31	3541.18	3732.74	4241.10	4749.45
其他流动资产	2207.73	1367.62	1611.73	1735.86	1806.94
非流动资产	3183.13	4201.81	4622.67	5016.94	5352.48
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1812.06	2032.94	2859.42	3424.56	3821.53
无形资产	435.02	528.95	538.41	561.49	599.56
其他非流动资产	936.05	1639.92	1224.85	1030.89	931.39
资产总计	9806.38	11030.89	12214.54	13730.25	15644.42
流动负债	2427.04	2620.02	2769.59	2876.79	3006.96
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	266.39	204.83	308.76	357.70	363.78
其他流动负债	2160.65	2415.19	2460.83	2519.08	2643.18
非流动负债	140.77	161.46	142.53	148.30	150.76
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	140.77	161.46	142.53	148.30	150.76
负债合计	2567.81	2781.48	2912.12	3025.09	3157.72
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	600.00	600.00	600.00	600.00	600.00
资本公积	976.88	976.88	976.88	976.88	976.88
留存收益	5810.61	6821.46	7874.46	9277.21	11058.75
归属母公司股东权益	7238.56	8249.41	9302.41	10705.16	12486.70
负债和股东权益	9806.38	11030.89	12214.54	13730.25	15644.42

现金流量表					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	498.73	785.55	1739.03	1908.81	2435.36
净利润	1275.74	1727.09	1953.00	2302.75	2681.54
折旧摊销	153.76	178.91	211.22	283.88	345.03
财务费用	-16.35	-11.18	-44.27	-52.97	-68.99
投资损失	-52.94	-42.18	-51.63	-48.92	-47.57
营运资金变动	-876.90	-785.00	-350.57	-542.47	-475.59
其他经营现金流	15.43	-282.09	21.30	-33.45	0.95
投资活动现金流	518.72	272.18	-561.30	-578.43	-611.34
资本支出	384.90	599.80	614.20	639.57	626.89
长期投资	-815.00	-744.75	3.03	2.94	2.85
其他投资现金流	88.62	127.23	55.93	64.08	18.39
筹资活动现金流	-1048.93	-719.96	-859.33	-847.03	-831.01
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-1048.93	-719.96	-859.33	-847.03	-831.01
现金净增加额	-31.48	337.77	318.40	483.35	993.01

利润表					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4011.14	5028.60	5932.36	6919.31	7947.98
营业成本	995.89	1312.40	1502.65	1705.92	1910.49
营业税金及附加	615.73	768.36	906.23	1058.80	1214.92
营业费用	546.12	639.28	714.85	830.32	937.86
管理费用	232.91	253.94	299.58	345.97	389.45
研发费用	17.99	21.56	19.77	20.67	20.22
财务费用	-16.35	-11.18	-44.27	-52.97	-68.99
资产减值损失	-0.63	-3.36	-2.52	-2.17	-2.68
公允价值变动收益	16.15	16.01	16.08	16.05	16.07
投资净收益	52.94	42.18	51.63	48.92	47.57
营业利润	1687.12	2360.99	2599.64	3074.33	3605.74
营业外收入	2.64	4.31	3.06	3.34	3.57
营业外支出	20.24	0.39	0.39	0.39	0.39
利润总额	1669.52	2364.91	2602.31	3077.27	3608.92
所得税	393.77	637.82	649.31	774.53	927.38
净利润	1275.74	1727.09	1953.00	2302.75	2681.54
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	1275.74	1727.09	1953.00	2302.75	2681.54
EBITDA	1824.52	2528.73	2766.58	3305.24	3881.78
EPS(元)	2.13	2.88	3.25	3.84	4.47

主要财务比率					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-14.15	25.37	17.97	16.64	14.87
营业利润(%)	-25.94	39.94	10.11	18.26	17.29
归属母公司净利润(%)	-25.84	35.38	13.08	17.91	16.45
获利能力					
毛利率(%)	75.17	73.90	74.67	75.35	75.96
净利率(%)	31.80	34.35	32.92	33.28	33.74
ROE(%)	17.62	20.94	20.99	21.51	21.48
ROIC(%)	25.55	28.38	28.14	29.18	30.73
偿债能力					
资产负债率(%)	26.19	25.22	23.84	22.03	20.18
净负债比率(%)	0.00	0.13	0.00	0.00	0.00
流动比率	2.73	2.61	2.74	3.03	3.42
速动比率	1.54	1.25	1.38	1.55	1.83
营运能力					
总资产周转率	0.42	0.48	0.51	0.53	0.54
应收账款周转率	706.14	1065.41	969.78	939.97	970.08
应付账款周转率	4.05	5.57	5.85	5.12	5.30
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.13	2.88	3.25	3.84	4.47
每股经营现金流(最新摊薄)	0.83	1.31	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	12.06	13.75	15.50	17.84	20.81
估值比率					
P/E	24.82	18.33	16.21	13.75	11.81
P/B	4.37	3.84	3.40	2.96	2.54
EV/EBITDA	15.71	11.33	10.36	8.67	7.38

投资评级说明：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内，股价涨幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内，股价涨幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内，行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内，股价涨幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188