



冀酒龙头提质增效，并购品牌多维蓄力 老白干酒（600559.SH）首次覆盖报告

核心观点

聚焦酒业，产品结构整体得到优化。老白干酒是河北省龙头地产酒企，在2018年通过并购获得文王贡酒、武陵酒、孔府家酒、板城烧锅等多个区域性白酒品牌。在白酒消费升级的大趋势下，公司注重品牌力的建设和产品结构优化升级，而且在长期高强度的销售费用投入下初见成效。2018年~2021年，公司的毛利率累计上涨6.17pct，均价实现快速增长，CAGR为21.92%，高档酒的占比已超过50%。

老白干系列吨价提振顺利，增长势能有望逐步得到释放。老白干系列作为省内龙头地产酒品牌的地位稳固，而且具备规模优势。近年来，老白干酒主动削减产品SKU，并聚焦发力于中高档白酒。2017年~2021年，老白干酒吨价的CAGR为12.34%，而在此期间销量持续下降。老白干酒的增长动能已经切换为价格升级。在近几年品牌营销和渠道精耕的作用下，老白干酒有望迎来量价齐升，并受益于河北省内白酒消费升级。

武陵酒和其他子品牌立足当地市场，有望在产品升级上取得突破。武陵酒基于短链营销的手段，积极开拓环常德市场，近几年的吨价和销量均实现快速增长，增长势头强劲，有望充分受益于湖南省内酱酒市场规模和渗透率的提升。板城烧锅酒与老白干实现品牌战略合作，有望形成协同效应促成战略单品的推广和产品升级。文王贡酒以及孔府家酒均扎根当地市场，并在积极提升渠道效率，力争实现产品结构优化，未来有望实现业绩放量。

投资建议

老白干和武陵酒等品牌有望理清渠道，顺利实现品牌升级，进而推动业绩增长。预计2022年~2024年的EPS分别为0.72/0.77/0.93元/股，基于7月29日收盘价25.96元，对应PE分别为36.11/33.80/27.92。首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示

疫情扰动加剧；省内白酒竞争格局恶化；省外品牌开拓当地市场不及预期。

盈利预测

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	4027.15	4640.76	5382.45	6174.66
增长率（%）	11.93	15.24	15.98	14.72
归母净利润（百万元）	389.21	657.56	702.60	850.66
增长率（%）	24.50	68.95	6.85	21.07
EPS（元/股）	0.43	0.72	0.77	0.93
市盈率（P/E）	64.98	36.11	33.80	27.92
市净率（P/B）	6.73	5.59	4.80	4.10

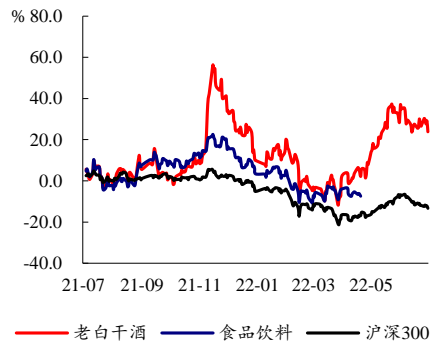
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所，股价基准为2022年7月29日收盘价25.96元

评级 推荐（首次覆盖）

报告作者

作者姓名 汪玲
 资格证书 S1710521070001
 电子邮箱 wangl665@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	897.29
流通A股/B股(百万股)	897.29/0.00
资产负债率(%)	53.37
每股净资产(元)	3.85
市净率(倍)	6.74
净资产收益率(加权)	3.53
12个月内最高/最低价	32.95/18.62

相关研究

正文目录

1. 聚焦酒业，冀酒龙头再现活力	4
1.1. 内生外延聚焦酒业.....	4
1.2. 业绩快速回暖，盈利和经营状况转好.....	5
2. 产品结构总体逐步优化，高档酒占比稳步提升.....	8
3. 外延并购，全国化进军	10
3.1. 旗下拥有多家地产酒，亟待突围当地市场.....	10
3.2. 老白干：省内白酒龙头，产品结构转型顺利.....	13
3.3. 武陵酒：渠道扩容叠加产能扩张，有望充分受益于省内酱酒市场扩容.....	16
3.4. 其他品牌：深耕当地，聚焦产品升级.....	20
3.4.1. 文王贡酒：吨价提升顺利，聚焦本地市场.....	20
3.4.2. 孔府家酒：立足曲阜，聚焦中高端.....	23
3.4.3. 板城烧锅酒：冀酒浓香品牌，聚焦核心优化结构.....	25
4. 盈利预测	27
5. 风险提示	30

图表目录

图表 1. 聚焦白酒主业，外延并购扩张区域性白酒品牌	4
图表 2. 公司实控人为衡水市财政局（截至 2022 年 Q1）	5
图表 3. 股权激励计划的解除限售条件与业绩挂钩	5
图表 4. 2021 年营收同比增长 11.93%	6
图表 5. 2021 年归母净利润同比增长 24.50%	6
图表 6. 衡水老白干收入占比达到 56%（2021 年）	6
图表 7. 河北市场收入占比达到 70%（2021 年）	6
图表 8. 期间费用率和销售费用率走势趋同	7
图表 9. 老白干酒 2021 年的销售费用率列居首位	7
图表 10. 毛利率、净利率和销售费用率均呈现上行趋势	7
图表 11. 2021 年合同负债/预付账款出现高增	8
图表 12. 2021 年公司现金流状况明显转好	8
图表 13. 高档白酒的收入规模不断上升（百万元）	8
图表 14. 低档白酒的收入占比持续下降	8
图表 15. 高档酒吨价增速较为领先	9
图表 16. 高档酒吨价和平均吨价稳步增长（万元/千升）	9
图表 17. 近两年，中低档酒销量持续下降，而高档酒销量不断增长（千升）	9
图表 18. 中高档酒销量占比稳步提升	9
图表 19. 高、中、低档白酒的毛利率在 2018 年~2021 年均累计上涨	10
图表 20. 高、低档白酒吨成本在 2018 年~2021 年均相对下降（万元/千升）	10
图表 21. 公司旗下拥有扎根不同市场的五个品牌	11
图表 22. 2020 年山东、湖南、安徽、河北各省人均可支配收入位居中上游（万元）	11
图表 23. 2020 年山东、湖南、安徽、河北各省常住人口位居中上游（万人）	11
图表 24. 山东、河北、安徽、湖南不同白酒价格带对应的主要白酒产品	12
图表 25. 河北白酒市场格为半开放型市场，省外品牌占据主流（2019 年）	13
图表 26. 老白干的产品矩阵覆盖高中低价格带	14
图表 27. 十八酒坊的产品矩阵覆盖价格带较为全面	14
图表 28. 老白干（含十八酒坊）的 2021 年营收恢复正增长	15
图表 29. 老白干（含十八酒坊）的吨价稳步增长	15
图表 30. 老白干（含十八酒坊）销量逐年下降	15

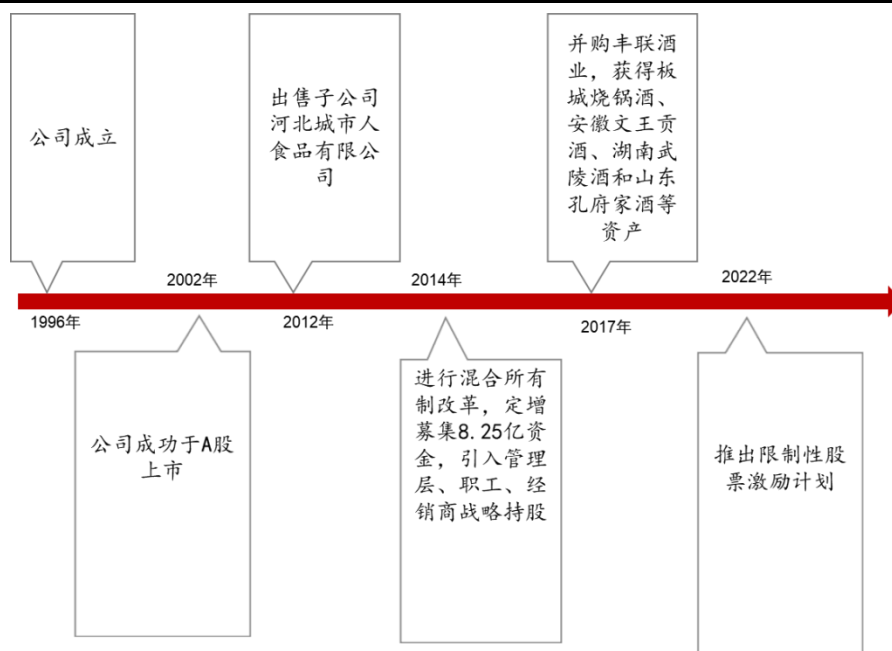
图表 31. 老白干（含十八酒坊）的收入主要由吨价提升推动	15
图表 32. 河北省经销商数量在 2021 年大幅下降	16
图表 33. 河北省单个经销商的平均收入在 2021 年大幅提升	16
图表 34. 联想和老白干酒先后控股为武陵酒的发展赋能	17
图表 35. 武陵酒产品矩阵定位中高端	18
图表 36. 武陵酒的营收快速增长	18
图表 37. 武陵酒的吨价稳步增长	18
图表 38. 武陵酒的销量稳步增长	19
图表 39. 武陵酒毛利率呈上行趋势	19
图表 40. 酱酒行业 2017 年~2021 年市场规模的 CAGR 为 20.5%	19
图表 41. 公司在湖南的经销商数量维持在高位	20
图表 42. 常德市的人均可支配收入位于湖南省中游水平（万元）	20
图表 43. 武陵酒计划扩充 6600 吨/年的基酒产能	20
图表 44. 文王贡酒的产品矩阵定位中高端	21
图表 45. 文王贡酒 2021 年的营收恢复至疫情前水平	22
图表 46. 文王贡酒吨价稳步提升	22
图表 47. 文王贡酒的销量近几年波动较大	22
图表 48. 文王贡酒的毛利率在 2021 年突破 60%	22
图表 49. 公司在安徽省的经销商数量稳定在 120 家左右	22
图表 50. 孔府家酒的产品矩阵覆盖高中低档白酒	23
图表 51. 孔府家酒 2021 年的营收快速反弹	24
图表 52. 孔府家酒的吨价在 2021 年出现下行	24
图表 53. 孔府家酒 2021 年的销量快速反弹	24
图表 54. 孔府家酒毛利率突破 55%	24
图表 55. 公司在山东省的经销商数量大幅削减	25
图表 56. 板城烧锅酒以龙印和板城烧锅品牌为双轮驱动	25
图表 57. 板城烧锅酒的营收在震荡中上行	26
图表 58. 板城烧锅酒的吨价稳步提升	26
图表 59. 板城烧锅酒的销量在震荡中下行	26
图表 60. 板城烧锅酒的毛利率接近 60%	26
图表 61. 公司盈利预测	28
图表 62. 收入和毛利率预测	29

1. 聚焦酒业，冀酒龙头再现活力

1.1. 内生外延聚焦酒业

冀酒龙头，内生外延聚焦酒业。公司成立于1996年，主要市场为河北，代表性产品老白干酒。2002年公司于上交所成功上市，目前是河北省唯一一家上市的白酒公司。2012年公司出售子公司河北城市食品有限公司，加速剥离非白酒资产。2014年公司定增8.25亿进行混改，引入管理层、职工和经销商进行战略持股。2017年公司投入超10亿元并购丰联酒业。2022年公司推出限制性股权激励计划。

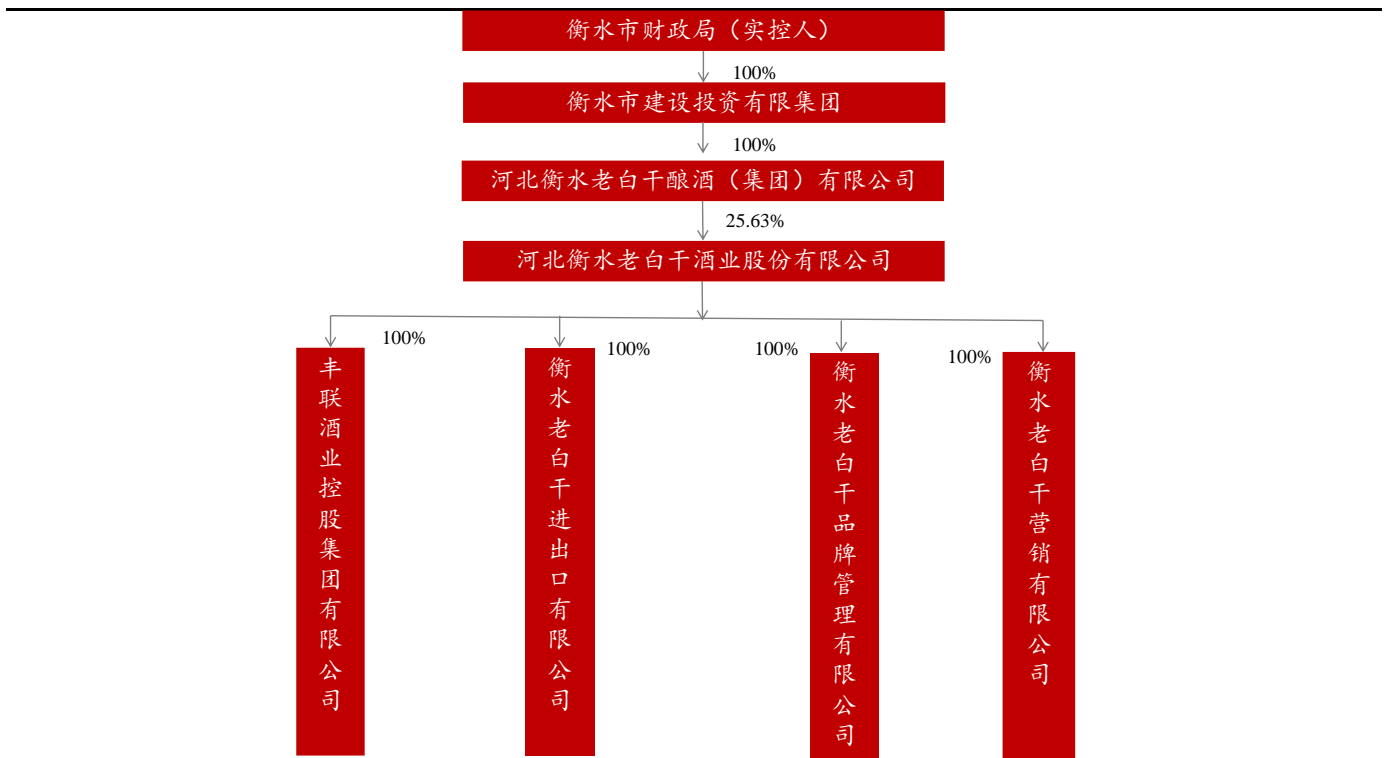
图表1. 聚焦白酒主业，外延并购扩张区域性白酒品牌



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

地方政府控股，下辖多家子公司。公司第一大股东为河北衡水老白干酒业股份有限公司，持股比例为25.63%。衡水市财政局通过100%控股衡水市建设投资有限集团和河北衡水老白干酒业股份有限公司，间接持有25.63%比例的公司股份，为公司实控人。公司下辖控股子公司包括丰联酒业、衡水老白干进出口公司、衡水老白干品牌管理公司、衡水老白干营销公司。经过多年布局，公司已发展成为集研发、生产和销售于一体的白酒企业。

图表2. 公司实控人为衡水市财政局（截至 2022 年 Q1）



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

股权激励计划绑定公司与核心员工利益。2022 年 4 月公司发布《2022 年限制性股票激励计划（草案）》，该计划解除限售的条件与业绩挂钩，旨在建立、健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动核心骨干员工的积极性，有效地将股东利益、公司利益和员工个人利益结合在一起。股票来源为公司向激励对象定向发行的 A 股普通股股票。本计划拟授予的限制性股票数量不超过 1774 万股，约占本计划公告时（4 月 18 日）公司股本总额 89728.74 万股的 1.98%。

图表3. 股权激励计划的解除限售条件与业绩挂钩

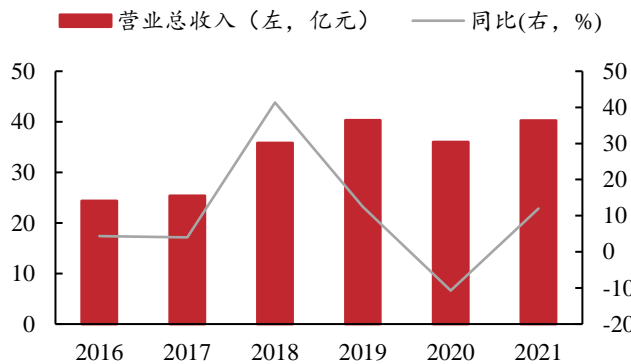
解除限售期	业绩考核条件
第一个 解除限售期	2022 年净资产收益率不低于 10%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业平均业绩水平；2022 年净利润较 2020 年复合增长率不低于 15%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业平均业绩水平；2022 年主营业务收入占比不低于 95%。
第二个 解除限售期	2023 年净资产收益率不低于 10%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业平均业绩水平；2023 年净利润较 2020 年复合增长率不低于 15%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业平均业绩水平；2023 年主营业务收入占比不低于 95%。
第三个 解除限售期	2024 年净资产收益率不低于 10%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业平均业绩水平；2024 年净利润较 2020 年复合增长率不低于 15%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业平均业绩水平；2024 年主营业务收入占比不低于 95%。

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

1.2. 业绩快速回暖，盈利和经营状况转好

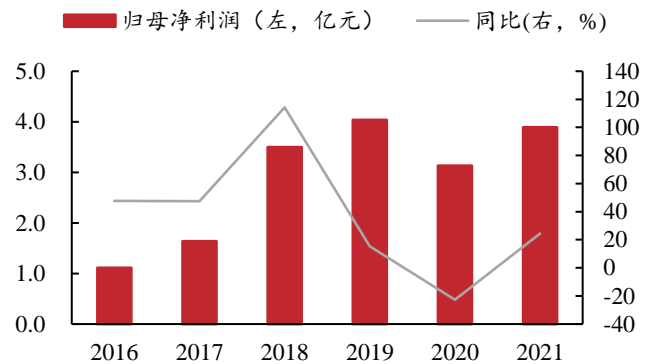
经营展现较强韧性,2021年业绩快速恢复。在2017年并购联丰酒业后,公司业绩迅速增长。2017年~2019年,公司营收由25.35亿元增至40.30亿元,CAGR为26.09%;归母净利润由1.64亿元增至4.04亿元,CAGR为56.95%。2020年疫情爆发对公司业绩的影响在2021年逐步消退。2021年公司实现营收40.27亿元,恢复至2019年的99.93%,归母净利润为3.89亿元,恢复至2019年的96.29%。

图表4. 2021年营收同比增长11.93%



资料来源:公司公告,东亚前海证券研究所

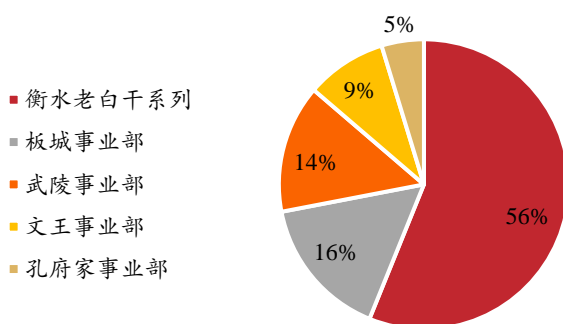
图表5. 2021年归母净利润同比增长24.50%



资料来源:公司公告,东亚前海证券研究所

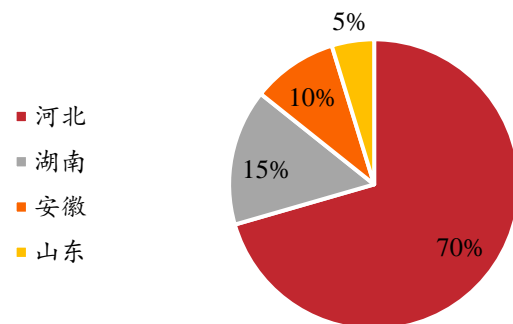
老白干为公司主要产品,河北为公司核心市场。2021年分产品来看,老白干酒、板城、武陵、文王、孔府酒的营收占比分别为56%、16%、14%、9%、5%。分地区来看,河北、湖南、安徽、山东的营收占比分别为70%、15%、10%、5%。

图表6. 衡水老白干收入占比达到56%(2021年)



资料来源:公司公告,东亚前海证券研究所

图表7. 河北市场收入占比达到70%(2021年)

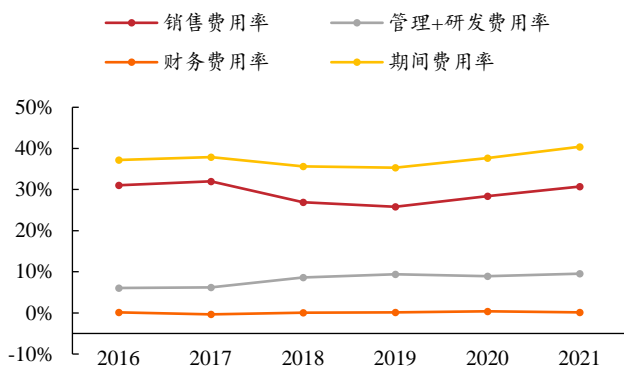


资料来源:公司公告,东亚前海证券研究所

近几年期间费用率主要由销售费用率拉动而上行。2018年~2021年,期间费用率呈上行趋势,由35.61%增至40.40%。销售费用率在2018年~2021年逐步走高,由26.90%增至30.74%。管理+研发费用率、财务费用率均较为稳定;2018年~2021年,管理+研发费用率处在9%左右,财务费用率处在0%~0.5%之间。

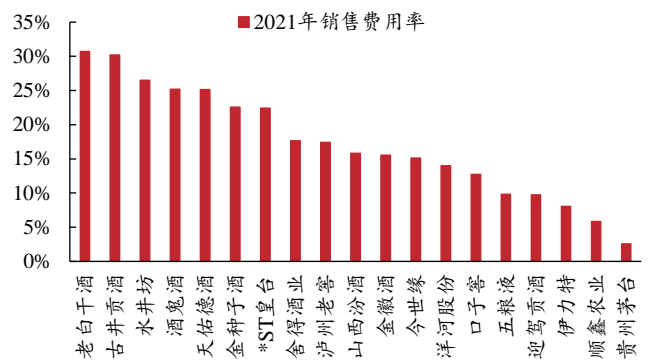
前期品牌宣传效果逐步显现，销售费用率和盈利能力呈现上行趋势。近几年以来，公司重视广告宣传和销售队伍的建设，销售费用率在2016年~2021年保持在30%的高位附近波动。横向比较来看，2021年公司的销售费用位居白酒上市公司之首。与此同时，在消费者心智培育和渠道建设的长期投入逐渐转化落地。2016年~2021年，公司毛利率由59.23%增至67.32%，净利率由4.55%增至9.65%，毛销差（毛利率减去销售费用率）由28.23%增至36.58%。

图表8. 期间费用率和销售费用率走势趋同



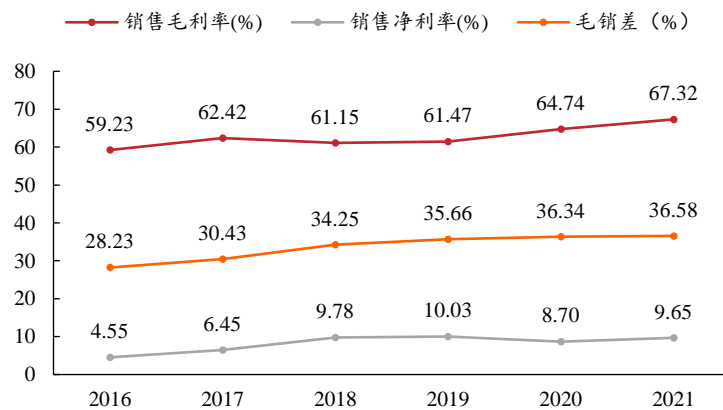
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表9. 老白干酒2021年的销售费用率列居首位



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

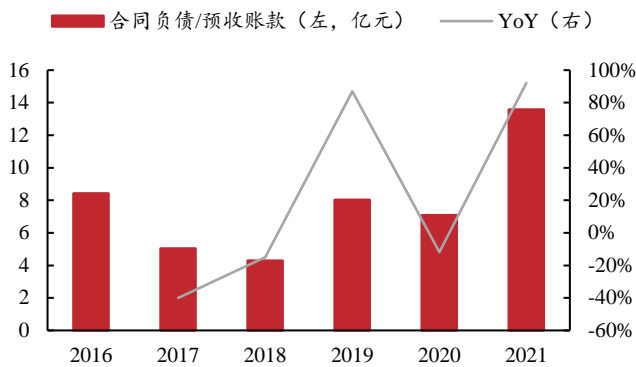
图表10. 毛利率、净利率和销售费用率均呈现上行趋势



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

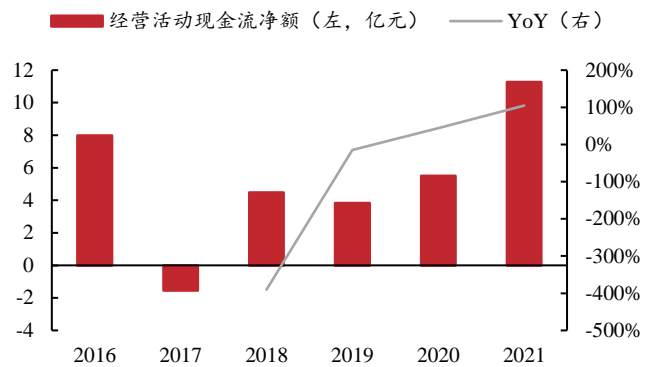
2021年合同负债和现金流状况出现明显改善。2021年公司的合同负债共计13.58亿元，同比增长92.10%。公司采取了积极的销售政策，并调动了经销商提前打款备货的积极性，成为2021年合同负债高增的主要原因。经营活动现金流净额为11.26亿元，同比增长104.61%，公司现金流状况得到明显改善。

图表11. 2021年合同负债/预付账款出现高增



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表12. 2021年公司现金流状况明显转好



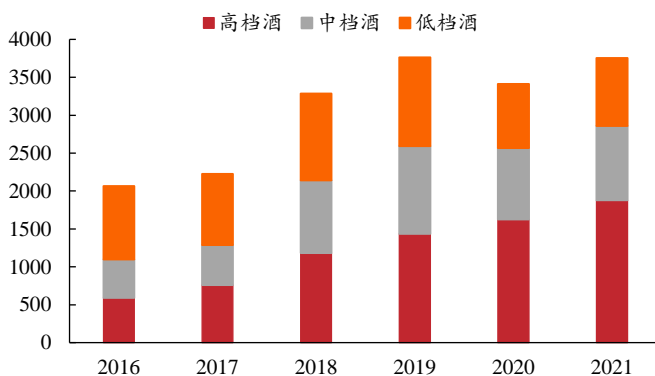
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

2. 产品结构总体逐步优化，高档酒占比稳步提升

按照价位，公司将白酒分为三个档次：低档酒（单价小于等于40元）、中档酒（单价大于40元且小于等于100元）、高档酒（单价大于100元）。

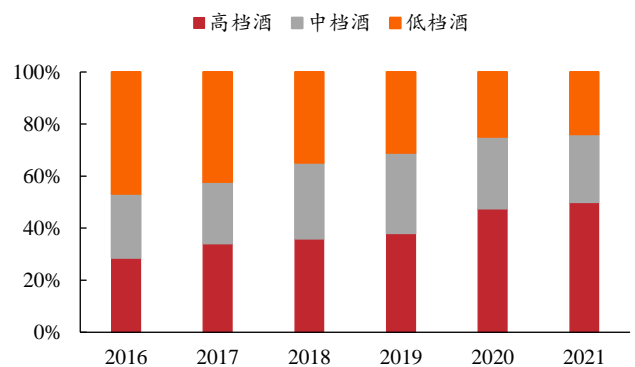
中高档产品占比提升，产品结构不断优化。2016年~2021年，公司产品结构不断优化，表现在低档产品收入占比由约47%降至约24%。中高档产品的销售收入规模和占比均不断提升。其中，高档酒的收入增长程度更大。2016年~2021年，高档酒的收入由5.91亿元增至18.77亿元，CAGR为25.99%；同时，高档酒的收入占比由28.63%增至50.02%。中档酒的收入由2016年的5.08亿元增至2021年的9.80亿元，CAGR为14.07%，收入占比稳定在27%左右。

图表13. 高档白酒的收入规模不断上升（百万元）



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表14. 低档白酒的收入占比持续下降

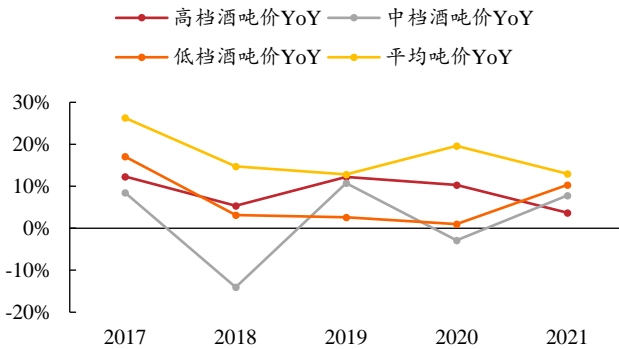


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

公司平均吨价稳步增长，其中高档酒吨价上涨领先其他酒类。伴随产品结构优化，公司平均吨价逐年增长，2016年~2021年的CAGR为21.92%。在公司不同价位白酒中，高档酒和中档酒的吨价在近三年保持连续增长态势，而中档酒吨价涨跌波动较大。2016年~2021年，高档酒、中档酒和低档酒的吨价CAGR分别为8.72%、1.57%和6.65%，高档酒的吨价增速较为

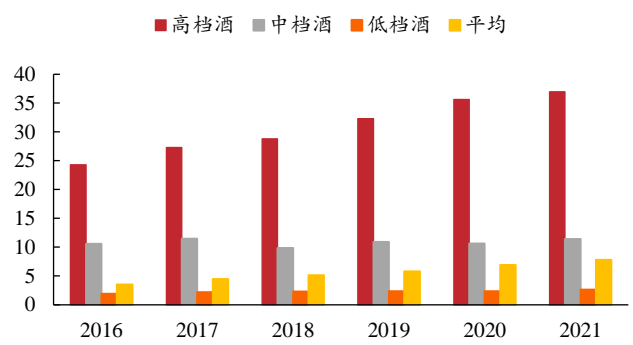
领先。高档酒的吨价由 2016 年的 24.32 万元/千升增至 2021 年的 36.95 万元/千升，中档酒的吨价 10.82 万元/千升左右波动，低档酒的吨价由 2016 年的 1.89 万元/千升增至 2.61 万元/千升。不同价位白酒吨价相差较大，而且高端白酒与中低端白酒吨价之间的差距不断拉大。

图表15. 高档酒吨价增速较为领先



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

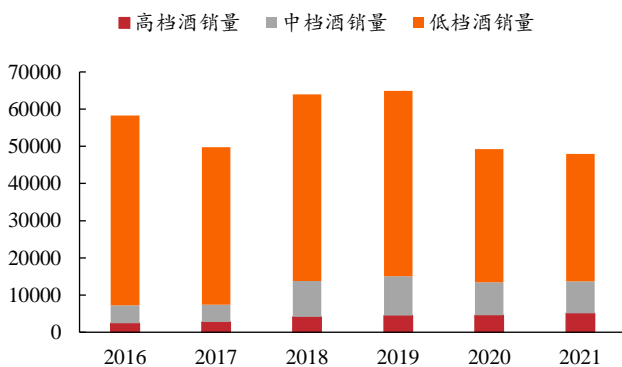
图表16. 高档酒吨价和平均吨价稳步增长（万元/千升）



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

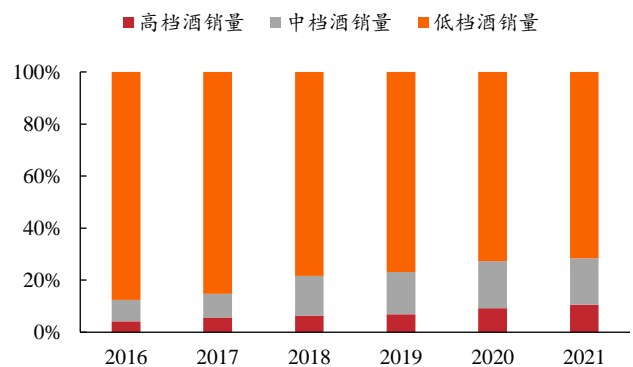
销量总体下行，但产品结构不断优化，高档酒销量占比持续增长。近六年，高档酒的销量保持连续增长态势，而中档、低档酒销量的涨跌波动较大，白酒总销量实现累计小幅下降。销量结构中，低档酒的销量占比最大，在 2016 年~2021 年间处在 71%~88% 之间，而且占比呈逐年下降趋势；中档、高档酒的销量占比均持续上行。中档酒的销量占比由 2016 年的 8.23% 增至 2021 年的 17.87%；高档酒的销量占比由 2016 年的 4.17% 增至 2021 年的 10.60%。

图表17. 近两年，中低档酒销量持续下降，而高档酒销量不断增长（千升）



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表18. 中高档酒销量占比稳步提升

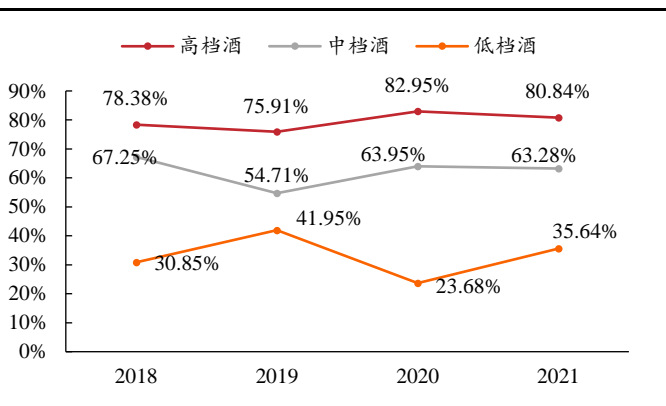


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

高档酒毛利率持续领先，中、低档白酒毛利率差距缩小。虽然高、中、低档白酒 2018 年~2021 年的毛利率变动较大，但不同档次白酒之间的毛利率排名相对稳定。2021 年高档、中档、低档酒的毛利率分别为 80.84%、

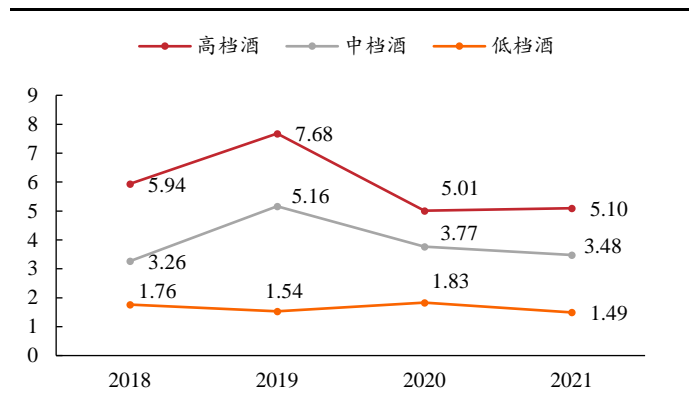
63.28%和 35.64%。2018 年~2021 年，低档、中档、高档酒的毛利率分别累计上升 4.79pct、下降 3.97pct、上升 2.46pct，低档酒的毛利率上升幅度最大，与中、高档酒的毛利率差距缩小。吨价上升和吨成本下降共同推动中、高档白酒的吨毛利上涨。中档白酒的吨毛利受到吨成本上涨的拖累而下降。2018 年~2021 年，高档、中档、低档白酒的吨成本分别累计下降 14.11%、上升 6.66%、下降 15.14%；同时，高档、中档、低档白酒的吨价分别累计上升 28.37%、上升 15.95%、上升 14.27%；高档、中档、低档白酒的吨毛利（吨价-吨成本）分别累计上升 39.41%、20.54%、112.72%。

图表19. 高、中、低档白酒的毛利率在 2018 年~2021 年均累计上涨



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表20. 高、低档白酒吨成本在 2018 年~2021 年均相对下降（万元/千升）



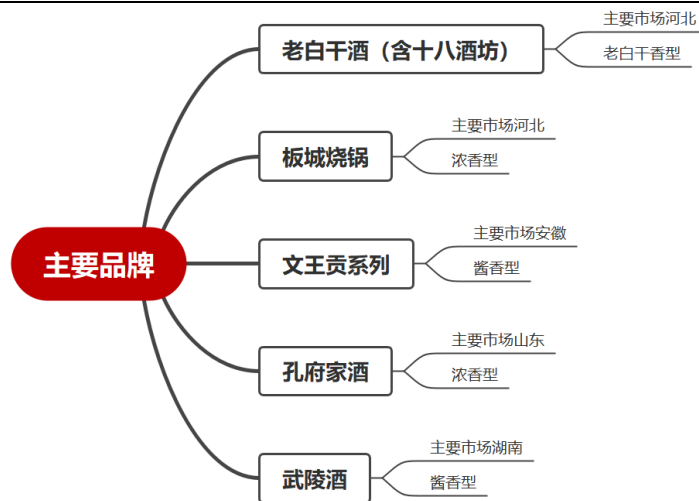
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

3. 外延并购，全国化进军

3.1. 旗下拥有多家地产酒，亟待突围当地市场

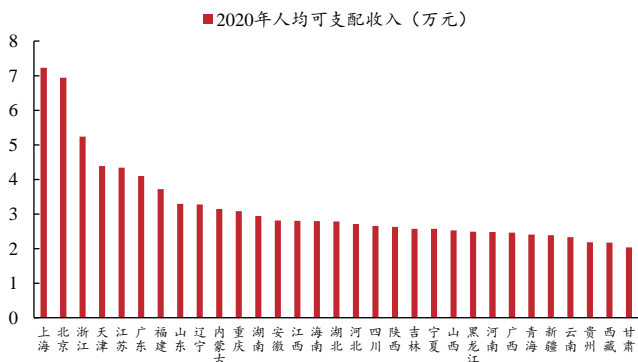
公司通过外延并购的方式，不仅丰富品牌矩阵，而且快速推进全国化布局。公司以老白干酒和河北市场起家，通过收购丰联酒业的方式，获得不同地区的知名区域性白酒资产，具体包括河北省的板城烧锅酒（浓香型）、安徽省的文王贡酒（酱香型）、山东省的孔府家酒（浓香型）以及湖南省的武陵酒（酱香型）。收购酒企主营市场均具有较大空间和潜力，而且其现有营销渠道可以助力老白干推进全国化布局。2020 年，山东、湖南、安徽、河北的人均可支配收入在 27000 元以上，均处在全国中游及以上水平。2021 年，山东、湖南、安徽、河北的常住人口数量均在 6000 万人以上，均位居全国中上游水平。同时，以上各省均有悠久的饮酒历史和浓厚的白酒消费氛围。在消费升级背景下，公司通过收购丰联酒业的方式，推进全国化布局，丰富产品香型，为公司业绩增添动能和势能。

图表21. 公司旗下拥有扎根不同市场的五个品牌



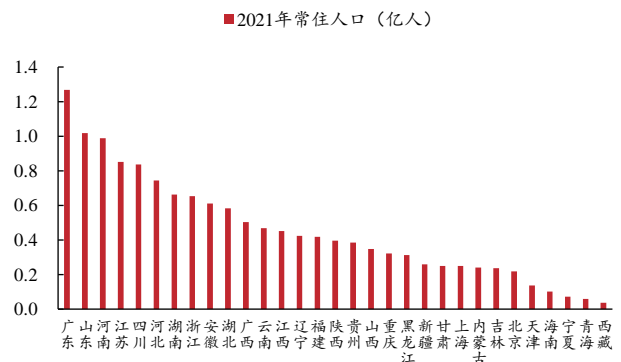
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表22. 2020年山东、湖南、安徽、河北各省人均可支配收入位居中上游



资料来源：国家统计局，东亚前海证券研究所

图表23. 2020年山东、湖南、安徽、河北各省常住人口位居中上游



资料来源：国家统计局，东亚前海证券研究所

老白干收购品牌多扎根于当地市场，主要占位当地白酒市场的终端及以下价格带。除安徽省内地产酒在省内占据主要份额，山东、湖南、河北白酒市场多为开放型或者半开放型市场。地产酒在当地拥有较好的品牌传播力以及粘性较高的消费者群体，在中低端价格带上具有相对优势。安徽、山东、河北、安徽省内地产酒的中低端和低端市场占据较为领先的优势。在各省中高端及以上价格带的白酒市场，地产酒面临着来自全国性高端和次高端酒企的激烈竞争。安徽省内的强势地产酒古井贡酒、迎驾贡酒、口子窖等，以及湖南省的强势地产酒酒鬼酒等，河北的老白干酒等能够在省内中高端以及次高端市场实现占位，而山东则缺乏具备类似市场地位和优势的企业。老白干酒收购的白酒品牌多为区域性白酒企业：1) 文王贡酒主要在安徽省内的中低端市场具备较强优势。2) 武陵酒能够占位湖南省内的中端白酒市场。3) 孔府家酒主要优势集中于山东省内的中低端价格带市场。

4) 板城烧锅酒能够占位河北省内的中端白酒市场，但在中高端及以上市场缺乏竞争力。

图表24. 山东、河北、安徽、湖南不同白酒价格带对应的主要白酒产品

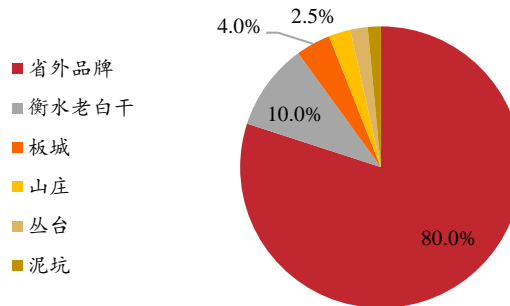
定位		高端	次高端	中端	中低端	低端
价格带 (元/瓶)		>800	300~800	100~300	50~100	<50
河北主流白酒产品	省内产品	老白干 1915、山庄皇家窖藏 20、丛台教龄原浆 30	老白干古法 15/20/20、十八酒坊 20、山庄皇家窖藏 16、丛台教龄原浆 20	老白干青花系列、老白干古法 5/8、十八酒坊醇柔 8、十八酒坊陶藏 10、板城 6/9 号	丛台陶坛系列、山庄老酒系列、老白干小青花、板城福至 41 度、十八酒坊蓝钻	泥坑纯粮/蓝瓶、小刀原浆、丛台白瓷、山庄大青花 42 度
	省外产品	茅台、五粮液、国窖 1573、剑南春	水晶剑、郎酒、水井坊、沱牌舍得、汾酒、习酒	金六福、洋河之蓝、古井贡酒年份原浆幸福版、口子窖、五粮醇、泸州老窖特曲	汾阳王时间陈酿、大师鉴酒	洋河普曲/蓝优、老村长、龙江花园、牛栏山、山庄 1 号/9 号、红星、玻汾
安徽主流白酒产品	省内产品	古 26	古井 16 年	古井 5 年/8 年、口子窖 5 年/10 年、迎驾金星	迎驾银星、宣酒、高炉家、种子酒	文王贡、金种子
	省外产品	茅台、五粮液、国窖	梦之蓝、口子窖 20 年、郎酒、剑南春	海之蓝	-	红星二锅头、老村长
湖南主流白酒产品	省内产品	酒鬼酒内参、洞藏系列	酒鬼酒	酒鬼酒、湘窖、开口销、武陵酒、浏阳河、湘泉、回雁峰、白沙液	浏阳河、邵阳大曲、邵阳老酒、湘泉、德山大曲、开口笑	-
	省外产品	茅台、五粮液、国窖 1573	剑南春、郎酒、水井坊	金六福、古井贡酒、洋河普曲/蓝优、西凤酒、白云边、稻花香、四特酒	老窖头曲、牛栏山、西风、小郎酒、稻花香、枝江、酒中酒霸、江小白	-
山东主流白酒产品	省内产品	-	-	特曲、地产酒高端系列	景芝、国井、花冠、泰山、古贝春、兰陵、景阳春、琅琊台、云门春、趵突泉、百脉泉	扳倒井、景阳冈、浮来春、孔府家
	省外产品	茅台、五粮液、国窖 1583、青花郎	习酒、梦之蓝 M6、汾酒青花 30、古 20、汾酒青花 20、梦之蓝 M3、红花郎、舍得、水井臻酿八号、剑南春、汉酱等酱香品牌	老白汾、海之蓝、今世缘、古 8	-	牛栏山、玻汾、老村长、尖庄

资料来源：乐酒圈，中国酒类流通协会，东亚前海证券研究所

3.2. 老白干：省内白酒龙头，产品结构转型顺利

老白干为河北省内龙头地产酒。河北白酒市场呈区域割据态势。河北中部地区主要由省外品牌占据，而地产酒在南部和北部地区具有较为深厚的根基，同时竞争也较为激烈。从市场份额来看，河北属于半开放型市场，2019年80%的省内白酒市场份额由省外品牌占据，本地地产酒仅占20%。其中，老白干、板城、山庄的市占率靠前，分别为10%、4%、2.5%。

图表25. 河北白酒市场格为半开放型市场，省外品牌占据主流（2019年）



资料来源：立鼎产业研究院，东亚前海证券研究所

品牌历史悠久，品质获得业内外认可。衡水老白干酒有着悠久的酿造历史，据文字记载可追溯到汉代，知名天下于唐代，正式定名于明代，并以“醇香清雅、甘冽丰柔”著称于世。早在1915年就获得了“巴拿马万国物品博览会甲等金奖”。公司“衡水牌”老白干酒获中国驰名商标荣誉称号，被商务部认定为第一批中华老字号，被国家文化部列为“国家级非物质文化遗产”，2019年8月14日荣获全国质量奖。

老白干系列价格带布局全面，主动削减SKU优化产品体系。老白干系列属于独创的老白干香型，包含老白干和十八酒坊两大品牌。其中十八酒坊定位为中高端及以上，而老白干则覆盖中低端及以上白酒价格带。公司自2017年开始主动削减老白干系列的中低端产品，并于2018年推出千元以上产品1915系列，旨在聚焦营销重点并更加有效地提高品牌力。目前，老白干系列产品覆盖中低端及以上价格带，高端包括1915、古法三十年、甲等二十酒等系列，次高端包括古法二十年、红五星、甲等十五酒、十二酒等，中高端包括十酒、八酒、大青花等，中低端包括小青花等。

图表26. 老白干的产品矩阵覆盖高中低价格带

价格带	产品	价格 (元/瓶)
高端 (800 元以上)	衡水老白干 67 度 1915 500ml	3288
	衡水老白干 39 度 1915 500ml	1788
	衡水老白干 39 度古法三十年 500ml	899
次高端 (300 元~800 元)	衡水老白干 67 度古法二十年 500ml	559
	衡水老白干 39 度古法二十年 500ml	439
中高端 (100 元~300 元)	衡水老白干 67 度 750ml	200
	衡水老白干大青花 40 度 500ml	110
中低端 (100 元以下)	衡水老白干小青花 41 度 500ml	69

资料来源: 京东, 公司官网, 东亚前海证券研究所

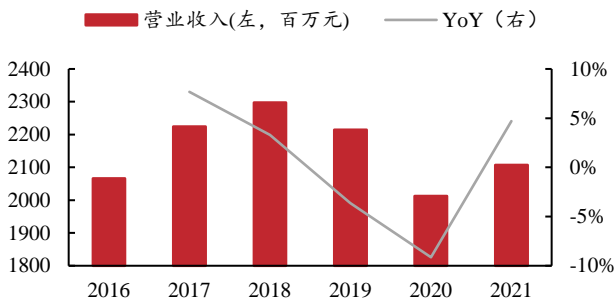
图表27. 十八酒坊的产品矩阵覆盖价格带较为全面

价格带	产品	价格 (元/瓶)
次高端 (300 元~800 元)	十八酒坊 (39 度 480ml 甲等二十酒)	799
	十八酒坊 (39 度 480ml 甲等十五酒)	399
中高端 (100 元~300 元)	十八酒坊 (39 度 480ml 十二酒)	289
	十八酒坊 (38.8 度 480ml 十酒)	242
	十八酒坊 (39 度 480ml 八酒)	147
中低端 (50 元~100 元)	十八酒坊 (40 度 480ml 蓝钻 V6 酒)	99

资料来源: 京东, 公司官网, 东亚前海证券研究所

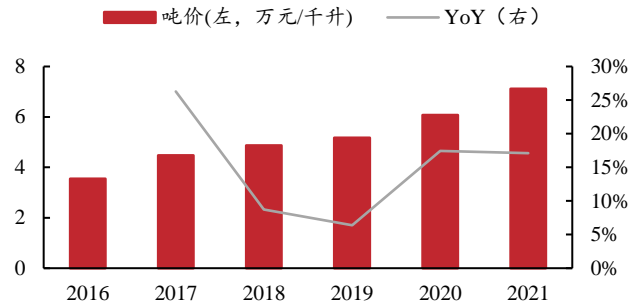
吨价提振成为老白干系列收入增长的主要驱动。老白干系列产品在中高档转型过程中以价换量, 销量出现下滑但吨价不断上升。2017年~2021年, 老白干系列吨价由 4.47 万元/千升逐年增长至 7.12 万元/千升, CAGR 为 12.34%, 增长速度较快。同时, 老白干系列的销量不断下滑, 2017年~2021年的销量由 4972.33 万升降至 2960.52 万升, CAGR 为 12.16%, 下降速度较快。而且在 2019 年和 2020 年接连两年由于销量下降幅度大于吨价上升幅度带来收入下滑。但是, 2021 年老白干系列收入重新恢复正增长, 主要原因是吨价的上涨超过销量的下滑。未来随着产品结构的不断优化, 老白干系列的收入和利润均有望提升。

图表28. 老白干（含十八酒坊）的 2021 年营收恢复正增长



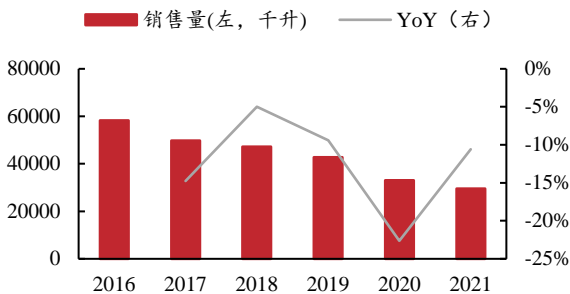
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表29. 老白干（含十八酒坊）的吨价稳步增长



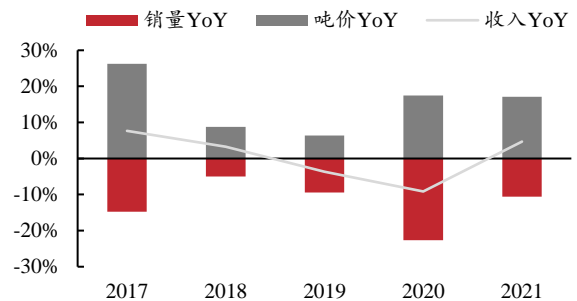
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表30. 老白干（含十八酒坊）销量逐年下降



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

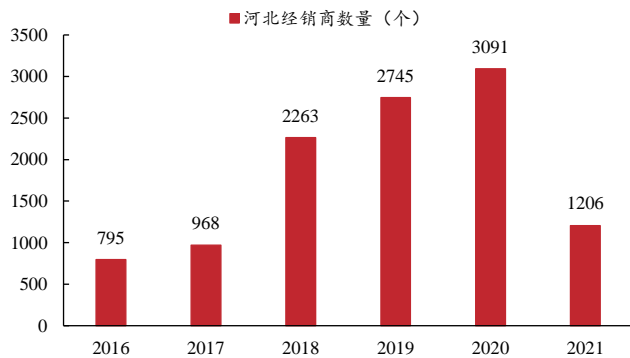
图表31. 老白干（含十八酒坊）的收入主要由吨价提升推动



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

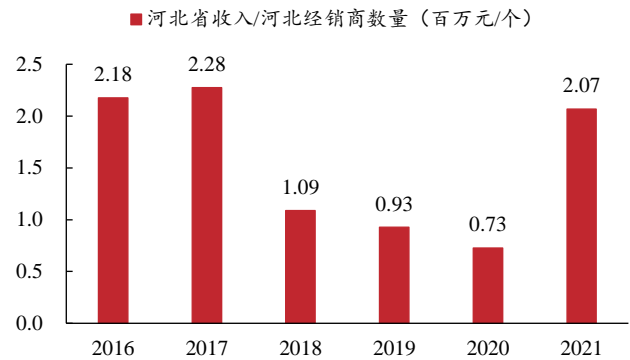
河北省内经销改革，渠道经营效率大幅提升。在经历了2014年开始的股权所有制的改革后，公司于2021年进一步优化营销网络布局，与整体实力较雄厚的经销商合作，加强对于经销商的业绩考核，推进经销商的优胜劣汰。从数据上来看，2021年经销商数量同比减少1885个，下降幅度达到60.98%。同时，单个经销商盈利能力提升，2021年河北单个经销商的收入达到207万元，同比增长183.56%。

图表32. 河北省经销商数量在2021年大幅下降



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表33. 河北省单个经销商的平均收入在2021年大幅提升



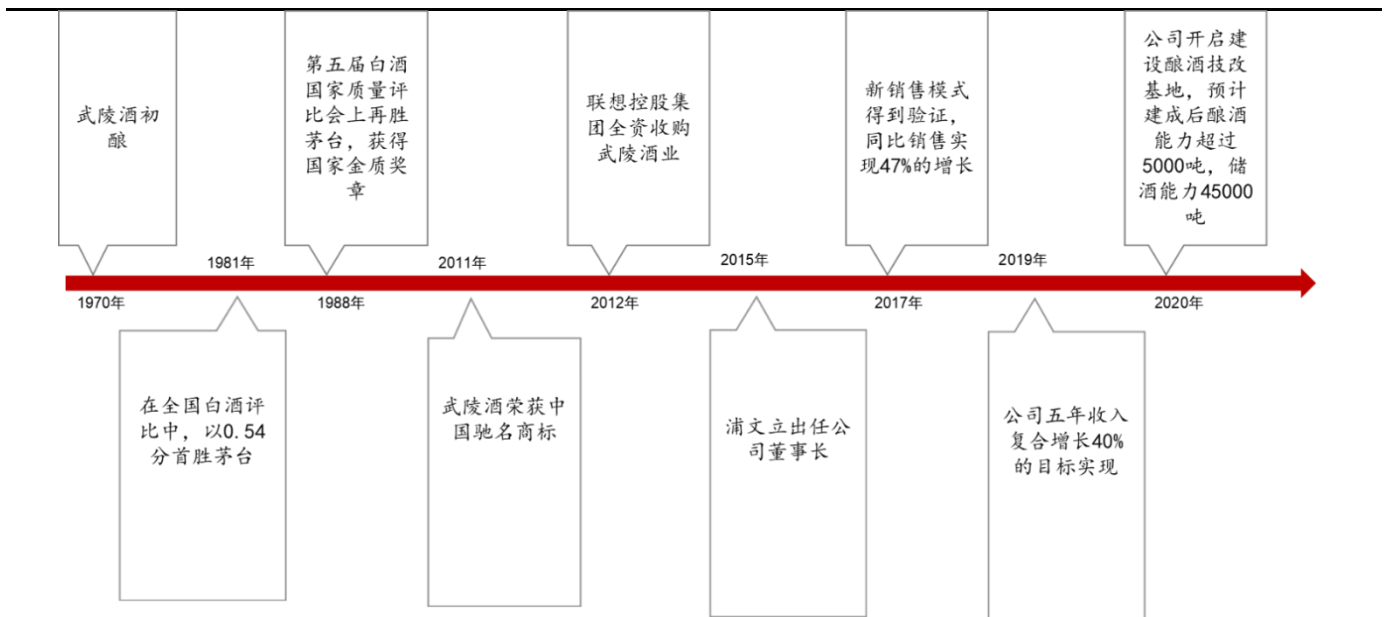
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

3.3. 武陵酒：渠道扩容叠加产能扩张，有望充分受益于省内酱酒市场扩容

地处酱酒黄金地带，武陵酒品质出众、风格独特。湖南武陵所在地常德，是江南著名的“鱼米之乡”，地处沅江下游以及武陵山脉东北端，与贵州茅台同处北纬28°的中国酱酒黄金区域。1972年武陵酒工程师在传统酱香白酒酿造工艺的基础上，自主创新研制出具有“酒液色泽微黄，酱香突出，幽雅细腻，口味醇厚而爽冽，后味干净而余味绵绵，饮后空杯留香”的优雅酱香特点的武陵酒。1988年公司在全国第五届评酒会上评分超过茅台，荣获中国名酒称号、获得国家质量金奖，并跻身全国十七大名酒。

股权几度易主，2015年起公司进入新发展期。2012年，联想控股集团全资收购武陵酒业；2015年浦文立出任公司董事长，开始跨界营销和变革之路。2017年新销售模式得到验证，销售实现47%的同比增长。2019年，公司第一个五年计划目标（营收复合增速40%）得以实现。2020年，公司在常德市委、市政府“开放强市、产业立市”政策的指引和支持下，开启修建酿酒技改基地，预计建成后酿酒能力将超过5000吨，储酒能力45000吨。

图表34. 联想和老白干酒先后控股为武陵酒的发展赋能



资料来源：武陵酒业官网，东亚前海证券研究所

武陵酒定位中高端及以上，包含酱香、极客、飘香、洞庭春色四大系列。1) **酱香系列**：价格多数在700元/瓶以上，产品包括武陵元帅、武陵上酱、武陵中酱、武陵少酱等。2) **极客武陵系列**：价格在1000元/瓶以上，产品包括极客琥珀509、极客琥珀1000ml、极客匠人匠心等。3) **武陵飘香系列**：价格在188元/瓶~599元/瓶之间，产品包括武陵飘香（经典版）、武陵飘香（尊享版）、武陵飘香30周年纪念版。4) **洞庭春色系列**：价格在188元/瓶~238元/瓶之间，产品包括金洞庭、红钻、蓝钻。

图表35. 武陵酒产品矩阵定位中高端

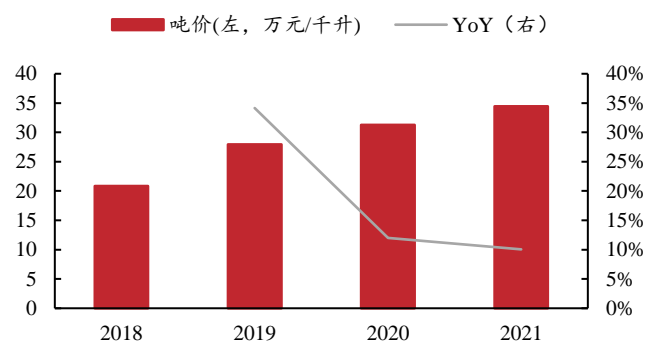
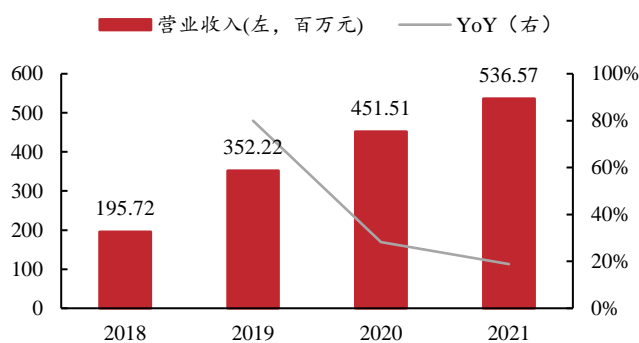
系列	产品	规格	价格(元/瓶)
酱香系列	武陵元帅	53°500mL	9980
		53°3000mL	59800
	武陵上酱	53°500mL	2680
	武陵中酱	53°500mL	880
	武陵少酱	53°500mL	680
	武陵王(区外版)	53°500mL	1680
极客武陵	极客琥珀 509	53°509mL	1099
	极客琥珀 1000ml	53°1000mL	2199
	极客匠人匠心	53°1000mL	4299
武陵飘香	武陵飘香(经典版)	53°500mL	188
	武陵飘香(尊享版)	53°500mL	268
	武陵飘香 30周年纪念版	53°500mL	599
洞庭春色	金洞庭	52°500ml	238
	红钻	52°500ml	188
	蓝钻	52°500ml	188

资料来源: 京东, 文王贡酒官网, 东亚前海证券研究所

武陵酒实现量价齐升, 盈利能力不断增加。2018年~2021年, 武陵酒营收由1.96亿元增至5.37亿元, CAGR为39.96%, 增长非常迅速。拆分量价来看, 武陵酒的平均吨价由2018年的20.82万元/千升增至2021年的34.41万元/千升, CAGR为18.24%。武陵酒的总销量由2018年的940.13千升增至2021年的1559.12千升, CAGR为18.37%。综上, 武陵酒收入增长由量价齐升驱动。武陵酒盈利能力伴随吨价上涨和销量扩张逐年改善, 毛利率在2018年~2021年, 由73.93%增至80.20%。

图表36. 武陵酒的营收快速增长

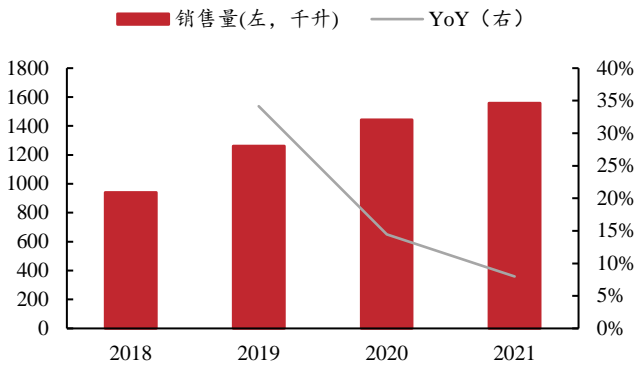
图表37. 武陵酒的吨价稳步增长



资料来源: 公司公告, 东亚前海证券研究所

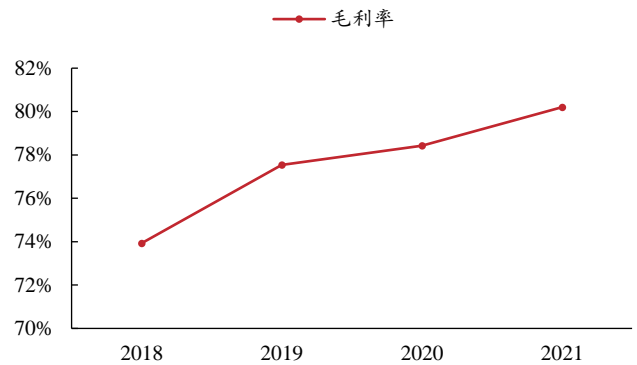
资料来源: 公司公告, 东亚前海证券研究所

图表38. 武陵酒的销量稳步增长



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表39. 武陵酒毛利率呈上行趋势

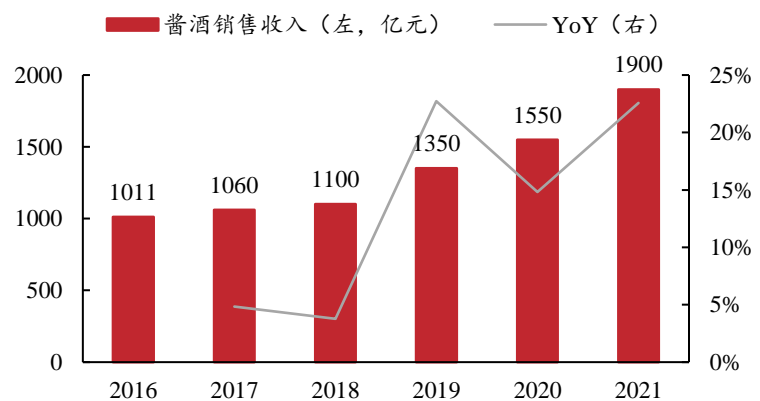


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

酱酒市场规模快速扩张。酱酒具有较高的综合生产成本，主流酱酒企业的大单品基本定价在次高端及以上的价格带。在消费升级大趋势下，酱酒的市场规模逐步扩张。根据华经产业研究院数据，2017年~2021年酱酒行业的销售收入CAGR为20.5%，在2021年酱酒行业的销售收入达到约1900亿元。

湖南省酱酒有望快速放量并占据省内白酒市场半壁江山。湖南白酒市场呈现出酱酒、浓香和兼香型白酒的“一树三花”型格局。近年来，湖南省酱酒的市场规模正在快速起量。根据华经产业研究院预测，2022年~2026年，湖南省内酱酒的市场份额占比将处在30%~50%之间。伴随湖南省白酒价格带上移以及酱酒渗透率提升，湖南省酱酒市场规模有望创新高。

图表40. 酱酒行业2017年~2021年市场规模的CAGR为20.5%

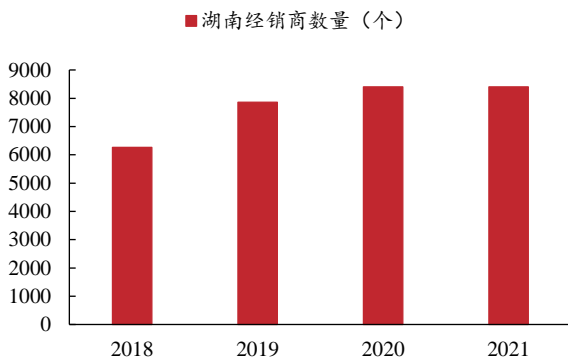


资料来源：华经产业研究院，东亚前海证券研究所

环常德市场潜力有待挖掘，短链营销策略有望助力10亿营收目标达成。常德是武陵酒大本营，而且临近地区具有较大的市场潜力。环常德的长沙、株洲、湘潭地区的消费者购买力水平均较高。2020年，长沙、株洲、湘潭的人均收入水平均超过常德。公司采取以消费者和售出为导向的短链营销模式，会从终端销售的实际情况来评价经销商，并让销售情况良好的经销

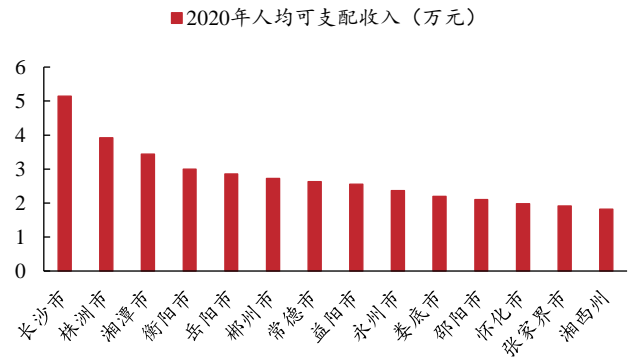
商获利更多。短链营销模式让公司掌握着较强的控价权，而且有助于形成生产和销售的良好循环。近两年公司在湖南省的经销商数量维持在 8000 个左右，而且相继在澧县、桃源、长沙等地设立销售办事处。伴随公司在省内市场布局的逐步完善，公司提价控费能力有望提升。在渠道、品牌、产品等多维度的努力下，武陵酒十四五期间力争实现的 10 亿元的营收目标有望顺利得到实现。

图表41. 公司在湖南的经销商数量维持在高位



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表42. 常德市的人均可支配收入位于湖南省中游水平 (万元)



资料来源：湖南省统计局，东亚前海证券研究所

武陵酒基酒产能预计大幅扩充，并主要用于生产高端产品。武陵酒计划投资 15 亿元于技改项目，项目共分为两期，建成后可以新增基酒产能 6600 吨/年。具体来看，一期项目将扩充 3600 吨/年的基酒产能，二期将扩充 3000 吨/年的基酒产能，而且可以用来生产武陵王系列、极客武陵系列、武陵三酱系列的产品。技改项目于 2020 年 5 月开工，并且一期扩建项目已于 2021 年 9 月投料生产。

图表43. 武陵酒计划扩充 6600 吨/年的基酒产能

产品类别	一期 (吨/年)	二期 (吨/年)	合计 (吨/年)
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》，东亚前海证券研究所

3.4. 其他品牌：深耕当地，聚焦产品升级

3.4.1. 文王贡酒：吨价提升顺利，聚焦本地市场

徽酒骨干企业，白酒品质屡获认可。安徽文王贡酒始建于 1958 年。作为安徽白酒军团的六朵金花之一，凭借自然环境及技术研发优势，坚持“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，其生产的文王贡酒具有“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。公司白酒产品品质出众，屡获业内外认可。

2016年文王贡·专家级15荣获2016年度青酌奖酒类新品TOP10。2017年，文王贡·专家级15荣获“2017布鲁塞尔国际烈性酒大奖赛银奖”。2018年，“文王年份专家级12年”荣获了2018年度青酌奖酒类新品（白酒类）称号。

文王贡酒定位中高端，包含**皇宫宴**、**年份专家**、**人生**、**新经典**四个系列。1) **皇宫宴系列**：价格在588元/瓶~1588元/瓶之间，产品包括文王贡皇宫宴（席）、文王贡皇宫宴（红贡）、文王贡皇宫宴（蓝贡）等。2) **年份专家系列**：价格在138元/瓶~388元/瓶之间，产品包括年份专家级15年、年份专家级9年、年份专家级12年、年份专家级18年等。3) **人生系列**：价格在158元/瓶~638元/瓶之间，产品包括不惑、而立、天命等。4) **新经典系列**：价格在228元/瓶~428元/瓶之间，产品包括天时、人和等。

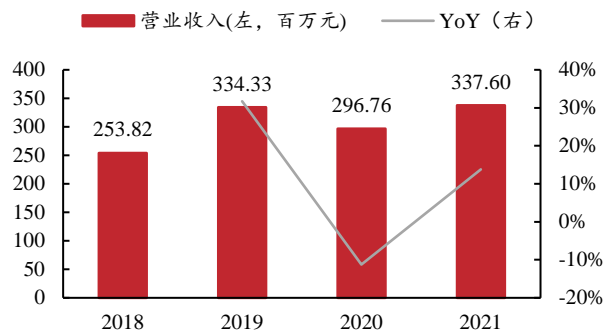
图表44. 文王贡酒的产品矩阵定位中高端

产品系列	产品	价格（元/瓶）
皇宫宴	文王贡·皇宫宴（席） 52度 500ml	1588
	文王贡·皇宫宴（红贡） 52度 500ml	588
	文王贡·皇宫宴（蓝贡） 52度 500ml	699
	文王贡·皇宫宴（宴） 绵甜型 52度 500ml	1288
年份专家	年份专家级15年 42度 429ml	200
	年份专家级9年 40度 429ml	138
	年份专家级12年 40.8度 429ml	188
	年份专家级18年 50度 429ml	388
人生	不惑 42度 500ml	228
	而立 40度 500ml	158
	天命 50度 1000ml	638
新经典	天时 42度 500ml	228
	人和 50度 500ml	428

资料来源：京东，文王贡酒官网，东亚前海证券研究所

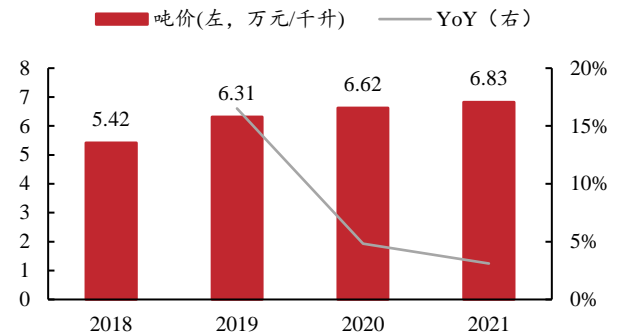
吨价提升为文王贡酒收入增长的主要驱动力。2018年~2021年，文王贡酒的营收由2.54亿元增至3.38亿元，CAGR为9.97%，增长较为平稳。拆分量价来看，文王贡酒的吨价在2018年~2021年的CAGR为7.99%，呈逐年上涨趋势；销量呈震荡上行趋势，2018年~2021年的CAGR为1.84%。由量价增速来看，吨价提振是推动文王贡酒收入上行的主要动力。此外，文王贡酒的毛利率水平在2021年创新高达到62.45%，同比增长7.29pct，边际改善的幅度较大。

图表45. 文王贡酒 2021 年的营收恢复至疫情前水平



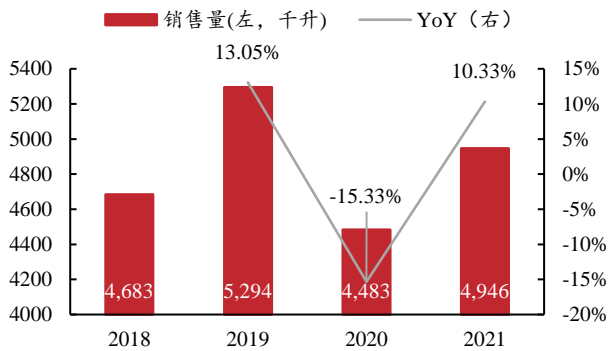
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表46. 文王贡酒吨价稳步提升



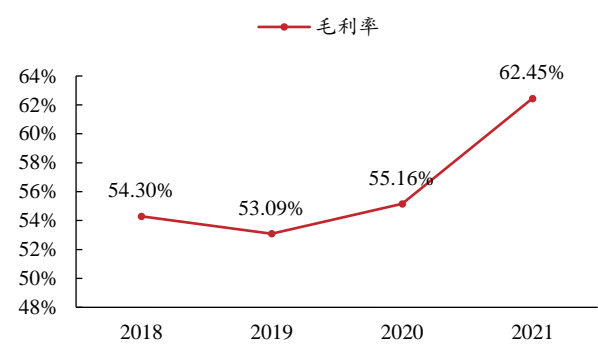
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表47. 文王贡酒的销量近几年波动较大



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

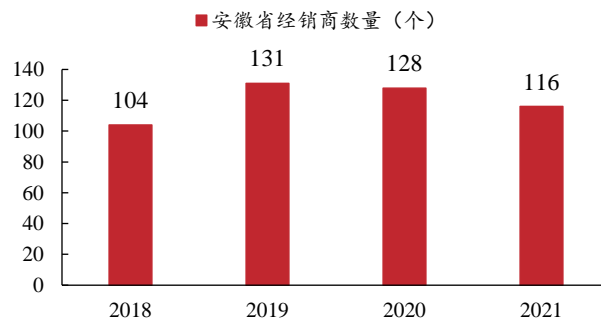
图表48. 文王贡酒的毛利率在 2021 年突破 60%



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

立足阜阳，深挖当地市场潜力。安徽省是白酒大省，本地品牌众多，拥有古井贡酒、迎驾贡酒等强势地产酒。文王贡酒当前是省内二线品牌，大本营市场为安徽阜阳市。为积极突破和挖掘本地市场，文王贡酒提出了“控盘分利、直控终端”，县级市场团购等模式。文王贡酒近几年并未大幅增加招商数量，经销商数量稳定在 120 家左右，而是聚焦于挖掘渠道潜力和结构的优化。从吨价和毛利率来看，文王贡酒在本地市场的产品升级上不断取得突破。

图表49. 公司在安徽省的经销商数量稳定在 120 家左右



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

3.4.2. 孔府家酒：立足曲阜，聚焦中高端

出身曲阜，传承传统酿酒工艺。孔府家酒始创于1958年，是以生产优质白酒为主的大型企业，占地面积40多万平方米，拥有陈年老窖池7200余座，粮食酒产能2万吨，优质基酒储存能力3.5万吨，其产品出口至美国、意大利、法国、韩国、新加坡等20多个国家和地区。孔府家酒传承孔府私家酒坊传统纯粮固态发酵工艺，经人工增殖的老窖长期发酵、量质摘酒、分级贮存、精心勾储等工序而成，孔府家酒素以三香（闻香、入口香、回味香）、三正（香正、味正、酒体正）著称。

孔府家酒产品矩阵包括“国、朋、德、府、陶”等涵盖高中低档的五大系列。1) **国系列定位高端：**价格在2199元/瓶，代表产品为孔府家酒中国礼酒。2) **朋系列定位中高端：**价格在279元/瓶~763元/瓶，产品包括朋自远方15、9、6等。3) **子约系列定位中端：**价格在139元/瓶~266.5元/瓶，产品包括子约畅饮版、子约原浆、子约智篇、子约等。4) **礼系列定位中低端：**价格在88元/瓶左右，代表产品为儒雅礼盒。5) **陶系列定位中低端：**价格在39元/瓶~93元/瓶，产品包括亦陶6、经典大陶酒。

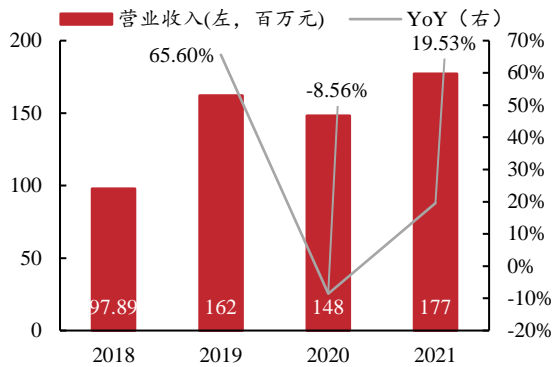
图表50. 孔府家酒的产品矩阵覆盖高中低档白酒

产品系列	产品	价格（元/瓶）
国系列	孔府家酒 中国礼酒 52度 1000ml	2199
朋系列	朋自远方 15 52度 500ml	763
	朋自远方 9 52度 500ml	369
	朋自远方 6 52度 500ml	279
子约系列	子约畅饮版 40.8度 500ml	139
	子约原浆 65度 500ml	208
	子约智篇 52度 500ml	202
	子约 2003 52度 500ml	266.5
	子约 52度 500ml	169
礼系列	儒雅礼盒 52度 500ml	88
陶系列	亦陶 6 52度 500ml	93
	经典大陶酒 52度 500ml	39

资料来源：京东，孔府家酒官网，东亚前海证券研究所

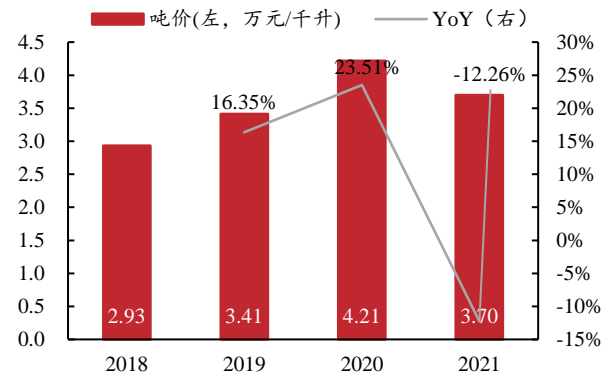
孔府家酒毛利率实现突破，吨价和销量在震荡中上行。2018年~2021年，孔府家酒毛利率由53.06%增至58.43%，累计上涨5.37pct，盈利能力实现较大幅度改善。孔府家酒的营收在2018年~2021年的CAGR为21.87%，由9789万元增至1.77亿元。拆分量价来看，孔府家酒的吨价由2018年的2.93万元/千升增至2021年的3.70万元/千升，CAGR为8.03%；销量由2018年的3338千升增至2021年的4792千升，CAGR为12.81%。从量价增速来看，孔府家酒的收入提升主要由销量增长和吨价提振共同拉动，但销量增长发挥的作用更大。

图表51. 孔府家酒 2021 年的营收快速反弹



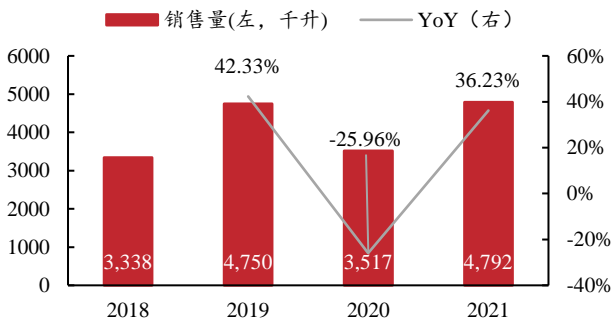
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表52. 孔府家酒的吨价在 2021 年出现下行



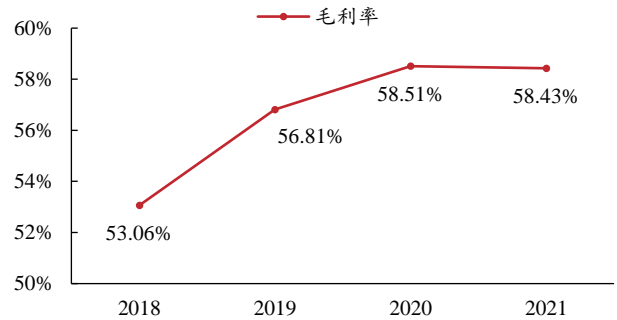
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表53. 孔府家酒 2021 年的销量快速反弹



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

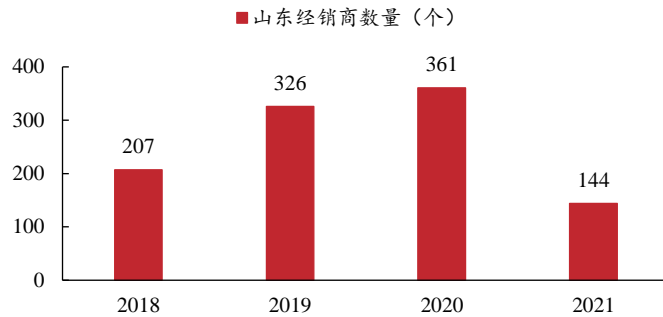
图表54. 孔府家酒毛利率突破 55%



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

聚焦核心市场和终端，优化结构再启程。孔府家酒的核心市场是山东曲阜。近年来，孔府家酒提出产品聚焦、价格向上、品牌重塑三个目标，并力争通过全力发展中高端产品，实现结构调整和发展动能转化。孔府家酒在山东省的经销商数量历经了先增后减的大幅波动，由 2018 年的 207 家减少为 2021 年的 144 家。经销商数量的精简侧面反映了孔府家酒的聚焦核心市场以及提高渠道效率的营销策略。孔府家酒毛利率已接近 60%，未来随着产品结构优化的有序推进，公司盈利能力有望进一步提升。

图表55. 公司在山东省的经销商数量大幅削减



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

3.4.3. 板城烧锅酒：冀酒浓香品牌，聚焦核心优化结构

冀酒浓香型白酒头部企业，龙印和板城烧锅双品牌驱动。板城烧锅酒（板城酒业）作为河北本土白酒企业，创始于1956年，占地600多亩，拥有总资产5亿多元，员工一千余人，年生产能力达到3万吨，成品酒储存能力5万余吨。龙印品牌系列占位次高端，价格在598元/瓶~1898元/瓶之间，产品包括盛世龙印、太平龙印、金奖龙印等。板城烧锅品牌包括板城和顺、窖号、蓝柔系列等：1) 板城和顺系列定位中高端：价格在168元/瓶~328元/瓶之间，产品包括板城和顺1956、板城和顺1975等。2) 窖号系列定位中高端：价格在118元/瓶~268元/瓶之间，产品包括壹号窖、贰号窖、叁号窖等。3) 蓝柔系列定位中低端：价格在78元/瓶，产品包括蓝柔等。

图表56. 板城烧锅酒以龙印和板城烧锅品牌为双轮驱动

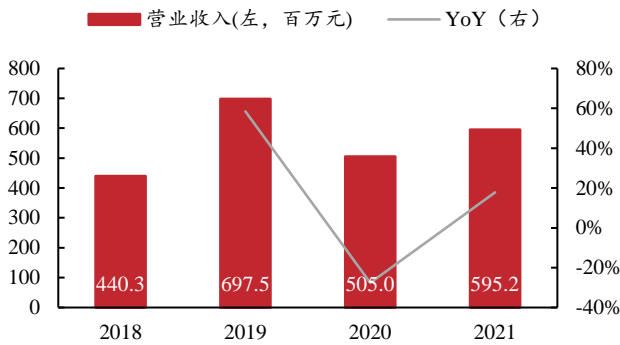
产品系列	产品	价格 (元/瓶)
龙印系列	盛世龙印 39度 500ml	998
	太平龙印 39度 500ml	598
	金奖龙印 52度 500ml	1898
板城烧锅—板城和顺	板城和顺 1956 39度 500ml	328
	板城和顺 1975+ 38.5度 500ml	188
	板城和顺 1975 38度 450ml	168
	板城和顺 1975 喜庆装 38度 450ml	168
板城烧锅—窖号系列	壹号窖 38度 500ml	268
	贰号窖 38度 500ml	188
	叁号窖 38度 500ml	118
板城烧锅—蓝柔系列	蓝柔 36度 450ml	78
	精品蓝柔喜庆装 36度 450ml	78

资料来源：京东，板城烧锅酒官网，东亚前海证券研究所

吨价提振顺利，毛利率处于高位。板城烧锅酒的毛利率在2019年大幅提升，此后便稳定在59%左右。2018年~2021年，板城烧锅酒的营收实现稳步增长，由4.40亿元增至5.95亿元，CAGR为10.57%。拆分量价来看，板城烧锅酒的吨价逐年增长，由2018年的5.64万元/千升增至8.44万元/

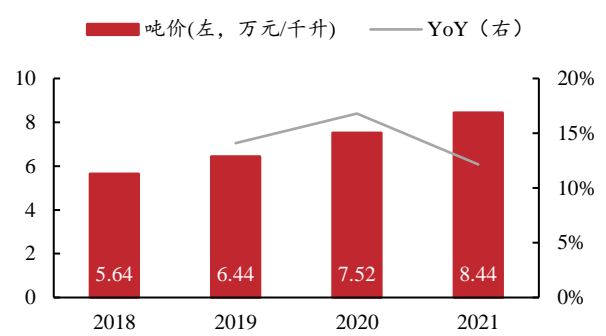
千升，CAGR 为 14.33%；销量由 2018 年的 7800 千升降至 2021 年的 7055 千升，CAGR 为 -3.29%。从量价增速来，吨价提振是板城烧锅酒收入增长的最主要动力。

图表57. 板城烧锅酒的营收在震荡中上行



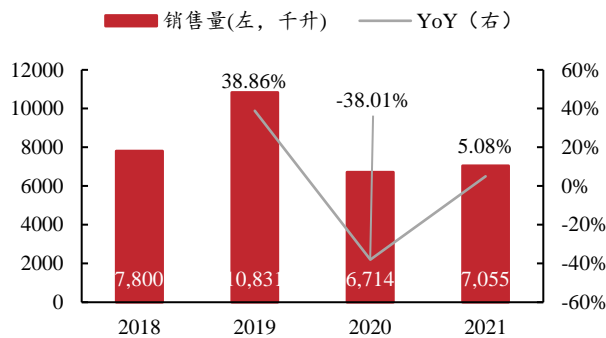
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表58. 板城烧锅酒的吨价稳步提升



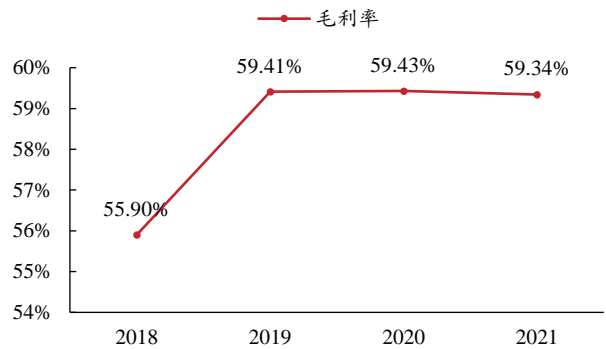
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表59. 板城烧锅酒的销量在震荡中下行



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表60. 板城烧锅酒的毛利率接近 60%



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

产品结构升级取得突破，强强联合有望巩固品牌优势。板城酒业发挥龙印产品的核心优势。板城烧锅酒通过灵活运用线上线下宣传媒介以及精准定位消费群体，来加强对消费者的心智培育和提高品牌占位。板城烧锅酒在产品结构优化上取得突破。2021 年板城烧锅酒的战略产品占比高达 83%，百元以上产品销售占比提升至 76%。2018 年板城烧锅酒被老白干酒收购，与老白干达成战略合作，有望在河北市场形成 1+1>2 的联动效果，不仅能够凸显老白干龙头地位，而且能巩固板城烧锅酒冀酒浓香第一品牌。

4. 盈利预测

本文的盈利预测基于以下条件：

收入端：老白干酒及旗下各品牌的产品升级和结构优化都有望取得进展，吨价的提振或较为顺利。而且，在渠道梳理顺利的条件下，销量也有望实现稳步增长。预计 2022 年~2024 年，营业收入增速分别为 -12.78%/8.40%/7.79%。分具体产品来看：

1) **老白干系列(含十八酒坊)：**预计 2022 年~2024 年收入增速分别为 14.00%/15.64%/14.66%；吨价增速分别为 20%/18%/17%；销量增速分别为 -5%/-2%/-2%。

2) **板城烧锅酒：**预计 2022 年~2024 年收入增速分别为 20.96%/16.60%/12.32%；吨价增速分别为 12%/10%/8%；销量增速分别为 8%/6%/4%。

3) **文王贡酒：**预计 2022 年~2024 年收入增速分别为 18.80%/14.48%/14.48%；吨价增速分别为 8%/6%/8%；销量增速分别为 10%/8%/6%。

4) **孔府家酒：**预计 2022 年~2024 年收入增速分别为 32%/21%/23.2%；吨价增速分别为 10%/10%/10%；销量增速分别为 20%/10%/12%。

5) **武陵酒：**预计 2022 年~2024 年收入增速分别为 26.50%/14.48%/14.48%；吨价增速分别为 15%/8%/8%；销量增速分别为 10%/6%/6%。

成本端：结合下文对吨价的预测，预计 2022 年~2024 毛利率分别为 69.60%/68.98%/69.53%。分具体产品来看：

1) **老白干系列(含十八酒坊)：**预计 2022 年~2024 年的毛利率分别为 69.53%/68.53%/69.53%。

2) **板城烧锅酒：**预计 2022 年~2024 年的毛利率分别为 60.34%/60.29%/60.34%；

3) **文王贡酒：**预计 2022 年~2024 年的毛利率分别为 62.55%/62.65%/62.85%。

4) **孔府家酒：**预计 2022 年~2024 年的毛利率分别为 57.93%/57.43%/56.93%。

5) **武陵酒：**预计 2022 年~2024 年的毛利率分别为 80.30%/80.10%/80.00%。

费用端：公司的销售费用率预计会保持在 25%以上，管理费用率会略

有下降，财务费用率和研发费用率处在低位。具体来看：

- 1) 预计 2022 年~2024 年销售费用率分别为 27.48%/31.78%/31.62%；
- 2) 预计 2022 年~2024 年财务费用率分别为 0.29%/0.26%/0.22%；
- 3) 预计 2022 年~2024 年管理费用率分别为 9.29%/8.98%/8.88%；
- 4) 预计 2022 年~2024 年研发费用率分别为 0.44%/0.45%/0.43%。

按照上述假设，预计 2022 年~2024 年营收分别为 46.41/53.82/61.75 亿元，同比分别为 15.24%/15.98%/14.72%；归母净利润分别为 6.58/7.03/8.51 亿元，同比分别为 68.95%/6.85%/21.07%。EPS 分别为 0.72/0.77/0.93 元/股，基于 7 月 29 日收盘价 25.96 元，对应 PE 分别为 36.11/33.80/27.92。首次覆盖给予“推荐”评级。

图表61. 公司盈利预测

项目	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4027.15	4640.76	5382.45	6174.66
增长率 (%)	11.93	15.24	15.98	14.72
归母净利润(百万元)	389.21	657.56	702.60	850.66
增长率 (%)	24.50	68.95	6.85	21.07
EPS (元/股)	0.43	0.72	0.77	0.93
市盈率 (P/E)	64.98	36.11	33.80	27.92
市净率 (P/B)	6.73	5.59	4.80	4.10

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所，股价基准为 2022 年 7 月 29 日收盘价 25.96 元

图表62. 收入和毛利率预测

项目	2021A	2022E	2023E	2024E
老白干系列 (含十八酒坊) (百万元)	2106.82	2401.78	2777.42	3184.59
YoY	4.71%	14.00%	15.64%	14.66%
吨价 (万元/千升)	7.12	8.54	10.08	11.79
YoY	17.11%	20.00%	18.00%	17.00%
销量 (千升)	29605.15	28124.89	27562.39	27011.15
YoY	-10.59%	-5.00%	-2.00%	-2.00%
毛利率	64.53%	69.53%	68.53%	69.53%
板城烧锅酒 (百万元)	595.16	719.91	839.41	942.83
YoY	17.85%	20.96%	16.60%	12.32%
吨价 (万元/千升)	8.44	9.45	10.39	11.22
YoY	12.15%	12.00%	10.00%	8.00%
销量 (千升)	7055.35	7619.78	8076.96	8400.04
YoY	5.08%	8.00%	6.00%	4.00%
毛利率	59.34%	60.34%	60.29%	60.34%
文王贡酒 (百万元)	337.60	401.07	459.14	525.62
YoY	13.76%	18.80%	14.48%	14.48%
吨价 (万元/千升)	6.83	7.37	7.81	8.44
YoY	3.11%	8.00%	6.00%	8.00%
销量 (千升)	4946.08	5440.69	5875.94	6228.50
YoY	10.33%	10.00%	8.00%	6.00%
毛利率	62.45%	62.55%	62.65%	62.85%
孔府家酒 (百万元)	177.20	233.90	283.02	348.68
YoY	19.53%	32.00%	21.00%	23.20%
吨价 (万元/千升)	3.70	4.07	4.47	4.92
YoY	-12.26%	10.00%	10.00%	10.00%
销量 (千升)	4791.59	5749.91	6324.90	7083.89
YoY	36.23%	20.00%	10.00%	12.00%
毛利率	58.43%	57.93%	57.43%	56.93%
武陵酒 (百万元)	536.57	678.76	777.04	889.56
YoY	18.84%	26.50%	14.48%	14.48%
吨价 (万元/千升)	34.41	39.58	42.74	46.16
YoY	10.05%	15.00%	8.00%	8.00%
销量 (千升)	1559.12	1715.03	1817.93	1927.01
YoY	7.99%	10.00%	6.00%	6.00%
毛利率	80.20%	80.30%	80.10%	80.00%

资料来源: 公司公告, 东亚前海证券研究所

5. 风险提示

疫情扰动加剧：疫情扰动加剧，可能会引起疫情管控升级，从而减少下游消费场景，并影响到白酒消费。

省内白酒竞争格局恶化：河北省内白酒竞争格局恶化，会影响到老白干系列的产品销售与吨价提振，进而对公司业绩造成不利影响。

省外品牌开拓当地市场不及预期：省外品牌扎根于当地市场。如果不能在当地白酒市场实现产品价格升级或者顺利开拓新市场，其业绩体量会受到限制。

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4027.15	4640.76	5382.45	6174.66
%同比增速	11.93%	15.24%	15.98%	14.72%
营业成本	1316.07	1410.66	1669.66	1881.60
毛利	2711.09	3230.10	3712.80	4293.06
%营业收入	67.32%	69.60%	68.98%	69.53%
税金及附加	626.54	705.37	806.95	932.56
%营业收入	15.56%	15.20%	14.99%	15.10%
销售费用	1237.70	1275.18	1710.59	1952.53
%营业收入	30.73%	27.48%	31.78%	31.62%
管理费用	367.85	430.97	483.53	548.17
%营业收入	9.13%	9.29%	8.98%	8.88%
研发费用	15.77	20.38	24.34	26.40
%营业收入	0.39%	0.44%	0.45%	0.43%
财务费用	4.59	13.34	14.07	13.86
%营业收入	0.11%	0.29%	0.26%	0.22%
资产减值损失	-2.66	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	-5.22	0.00	0.00	0.00
其他收益	36.36	39.25	210.21	264.64
投资收益	21.37	22.05	27.26	31.18
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.60	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.03	0.08	0.12	0.16
营业利润	509.12	846.25	910.90	1115.52
%营业收入	12.64%	18.24%	16.92%	18.07%
营业外收支	3.62	9.00	9.00	9.00
利润总额	512.74	855.25	919.90	1124.52
%营业收入	12.73%	18.43%	17.09%	18.21%
所得税费用	124.16	196.63	216.19	272.34
净利润	388.58	658.62	703.72	852.18
%营业收入	9.65%	14.19%	13.07%	13.80%
归属于母公司的净利润	389.21	657.56	702.60	850.66
%同比增速	24.50%	68.95%	6.85%	21.07%
少数股东损益	-0.62	1.06	1.12	1.52
EPS (元/股)	0.43	0.72	0.77	0.93

基本指标	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.43	0.72	0.77	0.93
BVPS	4.15	4.64	5.41	6.34
PE	64.98	36.11	33.80	27.92
PEG	2.65	0.52	4.93	1.32
PB	6.73	5.59	4.80	4.10
EV/EBITDA	39.18	23.83	22.10	17.14
ROE	10.45%	15.49%	14.20%	14.67%
ROIC	9.41%	14.08%	12.63%	12.93%

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1006	1826	2169	3835
交易性金融资产	467	467	467	467
应收账款及应收票据	240	353	334	455
存货	2298	1620	2554	1837
预付账款	132	141	167	188
其他流动资产	74	91	86	105
流动资产合计	4217	4499	5777	6886
长期股权投资	82	87	90	94
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	1311	1229	1144	1058
无形资产	864	949	984	1019
商誉	607	607	607	607
递延所得税资产	102	102	102	102
其他非流动资产	422	522	622	722
资产总计	7605	7995	9326	10488
短期借款	235	335	485	635
应付票据及应付账款	416	400	566	523
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	164	141	167	188
应交税费	505	557	646	741
其他流动负债	2390	2146	2342	2429
流动负债合计	3711	3579	4206	4516
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	121	121	121	121
其他非流动负债	49	49	49	49
负债合计	3881	3749	4376	4686
归属于母公司的所有者权益	3725	4245	4947	5798
少数股东权益	0	1	2	4
股东权益	3725	4246	4950	5802
负债及股东权益	7605	7995	9326	10488

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	1126	1050	332	1652
投资	-415	-5	-3	-4
资本性支出	-486	-191	-141	-141
其他	27	22	27	31
投资活动现金流净额	-874	-174	-117	-114
债权融资	-455	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加(减少)	275	100	150	150
筹资成本	-208	-157	-22	-23
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流净额	-388	-57	128	127
现金净流量	-136	819	343	1666

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

汪玲，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>