

# 口子窖 (603589.SH)

## 积极谋求渠道变革的徽酒领军者

买入

### 核心观点

**口子窖：安徽白酒领军者之一，积极改革谋求发展新篇章。**口子窖独创一步法兼香工艺，定位中高端政商务社交白酒，打造真藏实窖兼香新品类。2019年公司开始进行渠道系统性改革，推出初夏、仲秋、兼香 518 等新品，重新掌握渠道费投的主动权。公司营收由 2015 年 25.84 亿元增长至 2021 年 40.11 亿元，CAGR 约 11.7%；归母净利润由 6.02 亿元增长至 17.27 亿元，CAGR 达 19.1%，主要系产品结构升级带动盈利能力大幅改善。

**行业篇：安徽白酒消费升级速度领先全国，区域龙头酒企或率先受益。**2022-2023 年，预计本轮白酒提价周期传导到区域酒企，区域次高端的业绩弹性凸显。横向对比来看，安徽省近三年来产业结构调整较为顺畅，白酒消费升级边际加速。其中，合肥主流价格跃迁至 300 元左右，其他地级市向 200 元价位延伸。2022 年，安徽省内 200-300 元将贡献较大业绩增量，古井/口子/迎驾作为省内白酒龙头，将充分享受价位段扩容红利。

**改革篇：产品结构升级扬新帆，渠道模式改革初见成效。**在产品升级上，口子窖由于渠道模式&产能制约等问题，在 2013-2018 年长达 6 年间没有进行产品结构升级，错失省内消费升级红利。2019 年开始，口子窖开始针对 200 元+价位推出初夏、仲秋、兼香 518 等产品，重启次高端战略。在渠道模式上，公司于 2019 年开始重新掌握渠道费投的主动权，大力发展团购渠道，进行核心消费者培育。在团队建设上，口子窖开始增加地面营销队伍，搭建合肥营销中心，全面加强费投落地执行的有效性。预计 2023 年将是口子窖改革力度最大的一年，同时也是改革红利兑现的一年。

**兼香 518 将是检验口子窖三年来系统性改革的试金石。**在价位带上，兼香 518 定位 400-500 元价位，补齐口子 20 年以上价格带空白。在渠道模式上，兼香 518 采取 1+N 的渠道模式，通过开拓团购商来铺设次高端渠道网络。在量价关系上，口子窖引入半控价模式，重现掌握费投主动权。在渠道策略上，兼香 518 借鉴古 20 成功经验，追寻目标终端、核心圈层以及竞品转化目标。21 年兼香 518 上市元年便实现营收 4 亿左右，未来有望成长为 10 亿+大单品。

**徽酒龙头渠道调整初见成效，关注拐点型投资机会，给予“买入”评级。**预计 2022-2024 年实现营收 53.21/58.57/61.97 亿元，实现归母净利润 17.09/19.00/20.30 亿元，对应 PE 20.3/18.2/17.0X。考虑到渠道改革持续推进、兼香品类稳定培育，给予 2023 年 20-22X PE，对应目标价 63.19-69.65 元，对应目标市值约 380-420 亿元，给予“买入”评级。

**风险提示：**省内竞争加剧；渠道改革或低于预期；团队执行力或不及预期

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,011	5,029	5,321	5,857	6,197
(+/-%)	-14.1%	25.4%	5.8%	10.1%	5.8%
净利润(百万元)	1276	1727	1709	1900	2030
(+/-%)	-25.8%	35.4%	-1.1%	11.2%	6.9%
每股收益(元)	2.13	2.88	2.85	3.17	3.38
EBIT Margin	40.0%	40.4%	40.9%	41.5%	41.9%
净资产收益率 (ROE)	17.6%	20.9%	18.8%	18.9%	18.3%
市盈率 (PE)	27.1	20.0	20.3	18.2	17.0
EV/EBITDA	21.2	16.9	16.2	14.5	13.7
市净率 (PB)	4.78	4.19	3.80	3.44	3.13

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·深度报告

#### 食品饮料·白酒 II

证券分析师：陈青青 联系人：李文华  
0755-22940855 021-60375461  
0755-81983057  
chenqingq@guosen.com.cn liwenhua2@guosen.com.cn  
S0980520110001

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	63.19 - 69.65 元
收盘价	57.67 元
总市值/流通市值	34602/34602 百万元
52 周最高价/最低价	81.00/39.83 元
近 3 个月日均成交额	444.05 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《口子窖 (603589.SH) - 总体经营稳健，产品升级可期》——2022-03-15  
《口子窖-603589-2021 年三季报点评：业绩符合预期，改革成效持续显现》——2021-10-29  
《口子窖-603589-重大事件快评：新品推出产能释放，公司改革持续向好》——2021-07-01  
《口子窖-603589-2020 年年报及 2021 年一季报点评：21Q1 业绩恢复高增，改革全面发力未来可期》——2021-04-29

## 内容目录

口子窖：积极谋求变革的安徽白酒龙头之一 .....	5
历史复盘：历史悠久的安徽省白酒龙头之一，积极变革进行时 .....	5
股权结构：核心管理层持股，深化厂商协同发展 .....	6
产能梳理：一步法兼香工艺，一企三园拓产能 .....	8
产品结构：省内价位全覆盖，积极拓展次高端 .....	9
财务分析：次高端战略不断推进，有望推动盈利能力持续改善 .....	11
行业篇：安徽白酒市场消费升级速度领先全国 .....	13
市场整体：安徽产业结构优化是白酒加速升级的底层逻辑 .....	13
价格带：次高端价格带有望维持 20%增速，是增速最快的价格带 .....	13
区域格局：安徽强势区域酒企众多、区域化特征明显 .....	15
改革篇：积极变革进行时，成效有望加速显现 .....	17
产品端：推出新品“兼香 518”，进击次高端价格带 .....	17
渠道端：变革大商模式，积极拓展团购渠道 .....	20
品牌端：历史悠久、香型独特，积极品宣投放夯实品牌影响力 .....	25
盈利预测：改革成果逐渐显现，基本面或迎来拐点 .....	27
假设前提及未来三年业绩预测：23 年或将是公司改革的重要拐点之年，业绩弹性可期 .....	27
盈利预测结果：预计未来三年有望维持恢复式增长 .....	28
估值分析与投资建议：锐意进取、成果可期 .....	29
绝对估值：57.75-64.27 元 .....	29
相对估值：63.19-69.65 元 .....	30
投资建议：改革成果有望逐渐显现，低估值拐点型优秀投资品种 .....	30
风险提示 .....	32
附表：财务预测与估值 .....	33
免责声明 .....	34

## 图表目录

图 1: 口子窖发展历史梳理 .....	5
图 2: 口子窖股权结构示意图 .....	6
图 3: 口子窖形成“三多一高一长”的核心工艺体系 .....	8
图 4: 口子窖产品矩阵 .....	9
图 5: 口子窖产品价格带分布 .....	9
图 6: 口子窖营收保持稳定增长 .....	11
图 7: 口子窖归母净利润保持稳步提升 .....	11
图 8: 口子窖毛利率保持稳中有升 .....	11
图 9: 口子窖 2020 年开始加大费投力度 .....	11
图 10: 2015-2020 年口子窖吨价 CAGR 维持在 9.2%左右 .....	12
图 11: 口子窖系列高价位产品营收占比不断提升 .....	12
图 12: 口子窖销量保持相对稳定 .....	12
图 13: 口子窖高端白酒销量占比稳中有升 .....	12
图 14: 2021 年安徽省内名义 GDP 增速达 11.1% .....	13
图 15: 安徽省新冠肺炎确诊病例累计值较低（截止 11 月 20 日） .....	13
图 16: 预计 2025 年安徽白酒市场增长至约 500 亿元 .....	14
图 17: 2021 年口子窖在省内的份额在 12%左右 .....	14
图 18: 100-300 元是安徽省内的主流价格带 .....	14
图 19: 安徽省内区域酒企区域分布 .....	14
图 20: 徽酒主流价格带目前位于 200 元以上 .....	15
图 21: 皖中地区白酒消费引领安徽全省 .....	15
图 22: 口子窖省内优势市场分布 .....	15
图 23: 口子窖有望补齐次高端价格段断层 .....	18
图 24: 口子窖系列产品矩阵 .....	19
图 25: 2021 年 5 月 18 日, 口子窖推出全新战略新品“兼香 518” .....	19
图 26: 2019 年口子推出初夏&仲秋 .....	20
图 27: 2022 年口子窖·初夏有望成长为 10 亿+产品 .....	20
图 28: 口子窖围绕四个维度开始进行渠道改革 .....	21
图 29: 兼香 518 渠道铺设方向 .....	22
图 30: 口子窖安徽省内 2019 年开始经销商改革 .....	23
图 31: 口子窖省外经销商数量 .....	23
图 32: 口子窖省内大商单体销售规模 .....	23
图 33: 口子窖省外大商单体销售规模 .....	23
图 34: 口子窖优势市场分布 .....	24
图 35: 口子窖省外营收占比 20%左右 .....	24
图 36: 口子窖省外市场开拓梳理 .....	24
图 37: 2019 年至今口子窖加大广告宣传费投 .....	26

图 38：2020 年口子窖加入央视品牌强国工程 .....	26
图 39：口子窖可比公司估值表（截至 2022 年 12 月 30 日） .....	30
表 1：2021 年，口子窖前十大管理层合计持股 40.49% .....	6
表 2：口子窖股权变更事件梳理 .....	7
表 3：口子窖股份回购进展梳理 .....	7
表 4：口子窖“一企三园”建设加速推进 .....	8
表 5：口子产业园产能建设项目梳理 .....	9
表 6：预计 2025 年安徽白酒市场规模有望达 500 亿元 .....	14
表 7：安徽省内主流价格带跃迁梳理 .....	17
表 8：口子窖产品更新迭代梳理 .....	17
表 9：口子窖提价信息梳理 .....	18
表 10：古井贡酒&迎驾贡酒&口子窖渠道模式对比 .....	20
表 11：口子窖大商持股实现深度绑定 .....	21
表 12：口子窖 2019 年渠道开始系统性改革 .....	22
表 13：口子窖兼香型白酒发展历史 .....	25
表 14：口子窖历年广告语梳理 .....	25
表 15：口子窖开始加大品牌宣传活动 .....	25
表 16：口子窖费用率预测假设条件 .....	28
表 17：口子窖主营业务拆分及预测 .....	28
表 18：口子窖 FCFF 估值中盈利预测假设 .....	29
表 19：口子窖 WACC 假设 .....	29
表 20：口子窖 FCFF 估值法敏感性分析 .....	29

## 口子窖：积极谋求变革的安徽白酒龙头之一

### 历史复盘：历史悠久的安徽省白酒龙头之一，积极变革进行时

口子酒久负盛名、历史悠久，是中国最古老的历史名酒之一。口子酒地处黄淮流域产区，位于北纬 33 度的濉溪县口子镇，酿造历史足有近 2700 年。在春秋战国时期，濉溪因是汴河入濉水之口，便得名“口子”，濉溪人世代以酿酒为生，因此自然取名为“口子酒”。

**1949-1970 年，起步“小同聚”，口子酒进入国宴序列。**1949 年，以曹品源私人酿酒作坊“小同聚坊”为基础，“国营濉溪人民酒厂”成立，年产能约 84 吨。1950 年，“德泉涌”、“福全”、“大盛”等 19 家私人酿酒槽坊相继纳入濉溪酒厂，产能得到进一步扩张。1958 年，以房艺武为首的技术团队，借鉴茅台经验，研制出特制口子酒，并作为礼品参加国庆十周年庆典，迈入国宴用酒序列。1970 年，淮北市成立，由于当时的市县两级财政体制，濉溪酒厂被一分为二，分别称为“淮北市濉溪酒厂”和“濉溪县酒厂”，由此进入“两口子”共同竞争发展的时期。

**1970-1995 年，“两口子之战”打响，口子发展进入调整期。**1983 年，中国第一部《商标法》开始施行，“两口子”因争夺商标，市县两家酒厂爆发了著名的“两口子之战”。“两口子”长达近十年的商标之战，导致口子窖内耗严重濒临破产，甚至因商标归属问题错失了 1989 年第五次全国名酒评选的名酒身份。

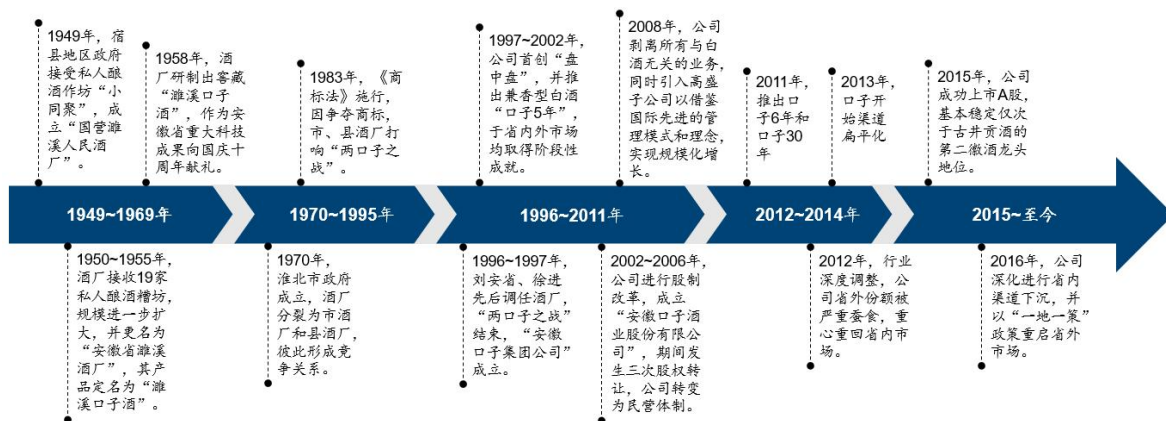
**1996-2008 年，“两口子”合并，黄金十年量价齐升。**1996 年，为解决两口子之争，刘安省由淮北市烈山区区委书记调任口子集团总经理，次年在省市两级政府的强力推动下，淮北市口子酒厂和濉溪县口子酒厂顺利实现合并。1998 年，口子窖推出具有“兼香型”口子窖酒，开创了中国白酒兼香新格局，并首创酒店“盘中盘”营销理念，迅速在合肥等省内市场打开局面。2000 年，口子窖推出口子 10 年，并将省内盘中盘模式复制到省外市场，相继在西安、武汉等市场实现突破。2002 年，口子集团联合经销商等成立口子酒业，并于 2006 年成功实现 MBO 改制。2008 年，口子窖引入高盛为战略合作伙伴，高盛购买口子 25% 股权，并开启上市之路。

**2012-2018 年，白酒行业深度调整，口子市场重心重回省内。**2013 年，在白酒调整的阵痛期，口子窖开始渠道扁平化，口子 5 年实现下沉到乡镇，口子 6 年下沉到县城。2014 年，口子窖将高端酒系列作为主攻对象，单独成立事业部开始运作。2015 年，口子窖成功登陆上交所。2016 年，口子窖重启省外扩展策略，在“一地一策”、“省内优商外派”等政策的引导下，重点布局京津、江浙沪、珠三角等省外区域。在省内市场高度内卷的背景下，口子窖过去依赖的大商制成为制约公司高端化的因素之一。

**2019 年至今，口子窖开启渠道改革新征程，加速推进兼香 518 等新品上市。**口子窖于 2019 年下半年开始进行系统性改革，单独成立口子酒事业部，专门运作低端酒。为了摆脱产品线老化，口子窖于 2019 年相继推出初夏、仲秋，分别定位 200、300 元价位段。2020 年，口子窖投资 13.6 亿元新增 2 万吨产能，为十四五高速扩张奠定基础。2021 年，口子窖针对 400-500 元价位推出“兼香 518”，并在合肥市场大力发展团购渠道。

图1：口子窖发展历史梳理



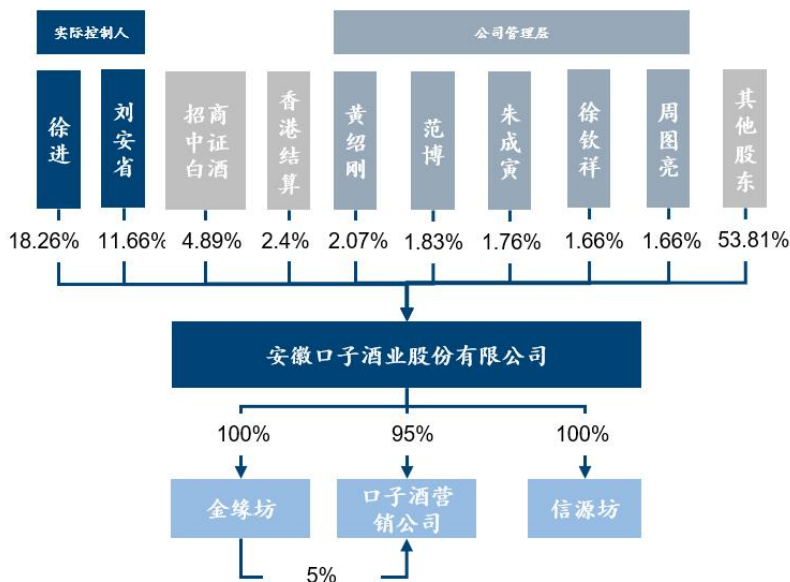


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 股权结构: 核心管理层持股, 深化厂商协同发展

口子窖核心管理层合计持股 40.49%, 实现和公司的深度绑定。1997 年, 刘安省由淮北市烈山区区委书记调任口子集团, 并成功推动两口子合并, 结束了两口子之争。2002 年, 口子酒业联合经销商实现对公司股份制改造, 并于 2006 年实现管理层持股, 转为民营体制。口子窖核心管理层大多从上世纪“两口子”合并之初就一直在公司任职, 任职时间长达二十余年, 管理层高度稳定。此外, 口子窖核心管理层在上市初期便持股, 根据 2021 年报, 口子窖前十大股东中核心管理层合计持股 40.49%, 实现和上市公司深度绑定。

图 2: 口子窖股权结构示意图



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

注: 数据截止 2022 年三季报

表 1: 2021 年, 口子窖前十大管理层合计持股 40.49%

姓名	现任职务	年龄	持股数量(万股)	持股比例(%)	薪酬(万元)	历史任职时间
徐进	董事长, 总经理	57	109,568,568	18.26	355.91	1997.9~至今
刘安省	前监事会主席	69	69,973,529	11.66		1996.11~2020.5
黄绍刚	副总经理, 董事	54	12,411,743	2.07	173.29	1997.11~至今
范博	董事, 副总经理, 财务总监	56	10,965,476	1.83	126.52	1997.9~至今
朱成寅	副总经理	56	10,555,202	1.76	126.52	1997.9~至今
周图亮	监事会主席	52	9,976,331	1.66	123.9	1997.10~至今
徐钦祥	董事, 董事会秘书, 副总经理	58	9,976,331	1.66	182.26	1997.1~至今
段炼	总经理助理	60	9,541,014	1.59	89.12	1997.9~至今

资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

表2: 口子窖股权变更事件梳理

时间	事件形式	事件内容
2002. 12. 26	股份制改革	口子集团联合其他发起人成立公司, 立名为“安徽口子酒业股份有限公司”(原口子股份)。其中, 口子集团持股 61.02%, 为大股东; 刘安省和徐进分别出资 266 万元和 199.5 万元, 持股 4% 和 3%。
2004. 3	股权转让	口子集团因为未能按期偿还一笔 2500 余万元的贷款, 减持其持有的原口子股份 26% 的股份, 徐进受让 7%, 刘安省受让 6%, 其余 26 名高管和骨干员工合计受让 13%。
2005. 3	股权转让	刘安省和徐进完成了原口子股份所保证的上缴税金、实现净利润和销售收入每年环比增长 10% 的考核(2002~2004 年), 作为淮北市政府的奖励, 口子集团分别转让其持有的 5% 股权给刘安省和徐进。
2006. 3	股权转让 公司形式变更	天地龙实业转让其持有的 10% 股权给徐进等 30 人。因原口子股份先后发生三次股权转让, 公司管理层控股, 公司转变为民营体制。
2006. 11	股权转让	口子集团转让其持有的剩余 25.02% 股权给徐进等 31 人。
2008. 5	公司形式变更	公司分立, 将与白酒生产和销售无关的资产剥离, 注入新设的口子投资和口子国际, 公司更名为“安徽口子酒业有限责任公司”(口子有限)。
2008. 7	股权转让	淮北顺达糖酒转让其持有的 3% 股权给淮北顺达商贸。
2008. 9	股权转让	高盛子公司 GSCP 以 2.65 亿元购买口子有限 25% 股权, 其中包括 5000 万元购买徐进等 35 名中方股东 4.717% 的股权, 转让部分。
2011. 3	公司形式变更	口子有限整体变更为外商投资股份有限公司, 公司更名为“安徽口子酒业股份有限公司”(口子股份)。
2015. 4	股权转让	由于偿还自身债务, 江苏天地龙实业向徐进等 31 名股东出售其持有的剩余 7.48% 股权。
2015. 6. 29	上市	口子股份上市 A 股。
2018. 3	公司形式变更	高盛子公司 GSCP 清仓退出, 口子股份重新变更为内商投资企业。

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**口子窖已完成股份回购计划, 后续或适时推出股权激励进而激发业务团队积极性。**2020 年 3 月, 口子窖审议通过了《关于以集中竞价交易方式回购公司股份方案的议案》: 1) 公司拟以自有资金回购公司股份用于公司股权激励; 2) 回购股份的价格为不超过人民币 50 元/股(含); 3) 回购资金总额不低于人民币 1 亿元、不超过人民币 2 亿元。截止 2021 年 4 月, 口子窖通过集中竞价交易方式累计回购 A 股 313.4 万股, 占总股本 0.522%, 已支付资金总额 1.49 亿元。预计后续口子窖或在渠道变革、营销变革的基础上, 适时推出股权激励方案, 激发公司管理层及核心骨干的积极性。

表3: 口子窖股份回购进展梳理

日期	事件进度	已回购数量(万股)	已回购金额(亿元)	回购均价
2021-04-13	完成	313.42	1.49	47.52
2020-09-02	实施	313.42	1.49	47.52
2020-08-04	实施	265.96	1.26	47.48
2020-07-02	实施	152.18	0.72	46.99
2020-06-13	实施	3.00	0.01	48.04
2020-04-11	股东大会通过			
2020-03-26	董事会预案			

资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 产能梳理：一步法兼香工艺，一企三园拓产能

口子窖开创了中国白酒“兼香”新格局，呈现“前浓尾酱中清”的复合口感。兼香型白酒具有“酱浓协调、优雅舒适、细腻丰满、余味悠长”的风味特征，呈现出“前浓尾酱中间清”的复合口感，与等其他香型形成差异化竞争。自房艺武时代起，口子窖便一直深耕酿酒工艺，致力于传承和发扬中华酿酒技艺。口子窖在继承传统大蒸大回、老五甑工艺的基础上，逐步形成了以“三多一高一长”为核心的工艺体系，同时独创“一步法兼香工艺”，保证口子窖口感妙融五香、难以复制、品质稳定。

图3：口子窖形成“三多一高一长”的核心工艺体系

“三多”	“一高”	“一长”
<p><b>多粮酿造：</b>以高于国家标准的企业选粮标准，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上等材料，多粮酿造。</p> <p><b>多粮制曲：</b>遵循淮溪千年古法制曲工艺，精选大麦、小麦和豌豆作为制曲原料，破碎后按配比搅拌均匀，加水润料，压制成砖块形的曲坯，放置曲房自然发酵。</p> <p><b>多种曲混合使用：</b>在酿制过程中，采用多曲并用的复杂酒曲配方，包括独家传承的菊花红心曲、超高温曲以及高温曲。</p>	<p><b>高温润料堆积：</b>借鉴传统“高温润料法”的基础上，将破碎为八瓣左右的红高粱，用60至80摄氏度的热水搅拌均匀浸泡堆积成梯形，然后放置18个小时最大程度激发出酿酒原料的潜能。堆积成梯形，保暖性好，更有利于高粱均匀吸水，去除杂味，嗅出粮香，充分富集空气中的有益微生物，为糖化发酵创造出更为良好的条件，最大限度地丰富口子窖酒的香浓、馥郁、典雅的独特风味。</p>	<p><b>长期储存，即三步循环贮存法：</b> 第一步，贮存于露天酒罐自然老熟一年，经历春夏秋冬四季转换，使酒体分子间初步缔合；第二步，再转入地下酒库窖藏，排杂增香，促进老熟，使得酒中的各种成分充分融合；第三步，将到期的酒品评勾调后于地上酒罐再贮存老熟一年，保持酒质稳定。</p>

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

口子窖高度重视成品酒与基酒产能建设，以“一企三园”为核心着力扩容和优化现有产能。口子窖“一企三园”包括口子文化博览园、口子工业园和口子产业园，于2008年相继开建，意欲扩大产能竞争优势。2015年口子窖上市，随后于东关分厂和溪河分厂启动口子产业园一期项目，其包含“优质白酒酿造技改项目”、“优质白酒陈化老熟和存储项目”和“包装生产线技改项目”三个IPO募投子项目，以基酒品质升级和老旧设备更新的方式优化产能，实现“酿酒、储酒、包装酒”的同步质量发展。2019年，由于淮北市政府的城市建设规划，口子窖将原募投项目全部迁移至东山分厂，项目前缀“退城进区搬迁”，剩余资金筹集方式改为自筹。2020年，在建产能新增“退城进区搬迁大曲酒酿造提质增效项目”，即口子产业园二期项目，自筹投资13.60亿元，计划新增2万吨基酒产能。

表4：口子窖“一企三园”建设加速推进

时间	口子窖扩产进展
2008年	口子文化博览园、口子工业园、口子产业园相继开工。
2011年	口子文化博览园、口子工业园、口子产业园相继竣工。
2015年	<p>口子产业园一期项目开建，占地1500亩，包含酿酒、制曲、包装三个子项目，可年产65度原酒1.8万吨，计划于2022年建成投产。</p> <p>1) 东山分厂3栋酿酒厂房投产，生产原酒4,400多吨，出酒率和优级酒率不断提升；部分酿酒车间、制曲车间、基酒库主体建造完成，具备使用条件。</p>
2019年	<p>2) 东关分厂、溪河分厂高架立体库建成投产，口子小池窖、口子6年、口子10年、口子20年等11条自动化包装生产线投入使用。</p> <p>3) 口子酒文化博物馆对外开放，累计接待政府部门、企事业单位、酒行业、经销商客户等群体上万人次，形成了良好的社会效应、品牌效应和文化效应。</p>
2020年	<p>1) 口子产业园二期项目开建，占地近700亩，计划于2022年建成投产。</p> <p>2) 继续推进口子产业园一期项目建设，力争未来5年内，形成国内先进的现代化白酒生产基地和产业</p>



集群，为“百亿口子”奠定坚实基础。

3) 加快原粮基地建设，探索与种植大户、专业合作社、乡镇政府等合作，通过土地流转、订单生产合同或专用粮收购合作协议等方式，建设优质酿酒原料生产基地，充分保证原料供应和产品品质。

1) 加快推进口子产业园一期、二期项目建设，不断完善产能规模。

2021 年 2) 口子产业园一期 6 栋制曲车间全部投产，酿酒车间投产率达到 90%，5 栋基酒库已投入使用，3 栋包装车间主体施工已完成，进入设备安装阶段；口子产业园二期项目进展顺利。

2022 年 口子产业园一期项目全部建成并陆续投产。

资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

表5：口子产业园产能建设项目梳理

总项目	实施时间	实施地点	子项目	投资金额 (亿元)	筹资方式	项目内容
口子产业园一期项目	2015	东关分厂	优质白酒酿造技改项目	1.29	IPO	将东关分厂和溪河分厂原年产 3000 吨普通基酒改建为年产约 3000 吨优质和特级基酒（其中，优质基酒增加 900 吨，特级基酒增加 2100 吨）。
		溪河分厂	优质白酒陈化老熟和存储项目	0.70	IPO	主要针对东关分厂、溪河分厂的陈化老熟勾调设备、储酒厂房进行改造升级。
			包装生产线技改项目	1.62	IPO	对东关分厂、溪河分厂包装物流设施进行技术改造，淘汰落后包装线，引进机械化程度高的包装生产线。
口子产业园一期项目·改	2019	东山分厂	退城进区搬迁大曲酒酿造项目	2.99 (含继承 1.54)	自筹+IPO 继承	新建酿酒原料工作楼、圆桶粮仓、酿酒车间、收酒车间、谷壳清蒸车间以及窖泥培养房等配套设施，项目建成后形成年产原酒 1.8 万吨的生产能力。
			退城进区搬迁优质白酒陈化老熟和存储项目	2.93 (含继承 1.35)	自筹+IPO 继承	新建基酒半敞开式酒库、清酒半敞开式酒库、勾兑车间和动力车间等，总建筑面积 66,621 平方米。项目完成后，可实现储酒量 10 万吨。
			退城进区搬迁成品酒包装项目	3.00 (含继承 1.51)	自筹+IPO 继承	新建 20 条包装生产线、高架立体产品库，以及配套办公设施等，项目完成后，可形成 6 万吨/年成品酒的包装能力。
口子产业园二期项目	2020	东山分厂	退城进区搬迁大曲酒酿造提质增效项目	13.60	自筹	新增基酒 20000 吨产能。

资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

## 产品结构：省内价位全覆盖，积极拓展次高端

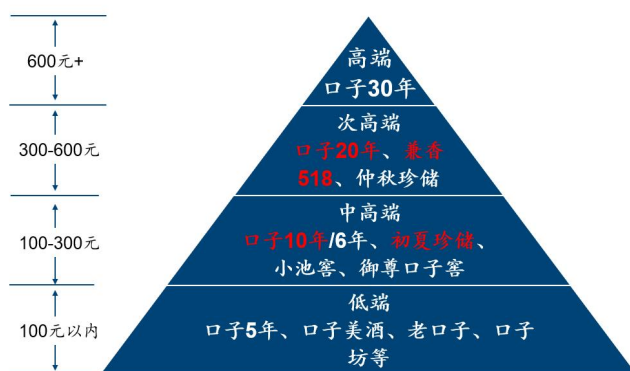
口子窖实现产品价格带补齐，兼香 518 等高线产品将成为公司重点发力方向。从产品线布局来看，口子窖在 1998 年推出口子 5 年，成功打造年份系列，此后相继推出 6 年/10 年/20 年/30 年等产品，实现产品结构有序升级。此外，口子窖还布局非年份酒系列，相继推出御尊口子/小池窖/初夏/仲秋/兼香 518 等产品，实现和年份系列的交相呼应。在价位段来看，在 2019 年之前，口子窖长达 7 年没有对产品线进行迭代升级，在完成推出初夏/仲秋/兼香 518 之后，公司实现对 100-500 元价格带全覆盖，积极抢占省内白酒升级的风口。其中，在 100 元以上价位，口子窖将重点发力初夏/口子 10 年/口子 20 年/兼香 518 四款产品，百元价位段的口子 5 年/6 年更多是控量保价为主，口子 30 年充当高端战略性产品。预计 2023 年，口子窖在完成产品线梳理、渠道架构调整、渠道费用回收等系统性调整之后，兼香 518 等高线产品有望实现快速发展。

图4：口子窖产品矩阵

图5：口子窖产品价格带分布



资料来源：百度图片、国信证券经济研究所整理

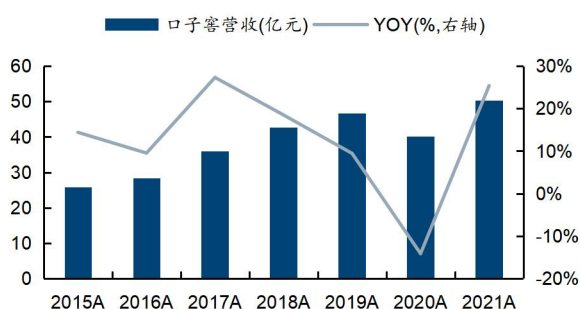


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

## 财务分析：次高端战略不断推进，有望推动盈利能力持续改善

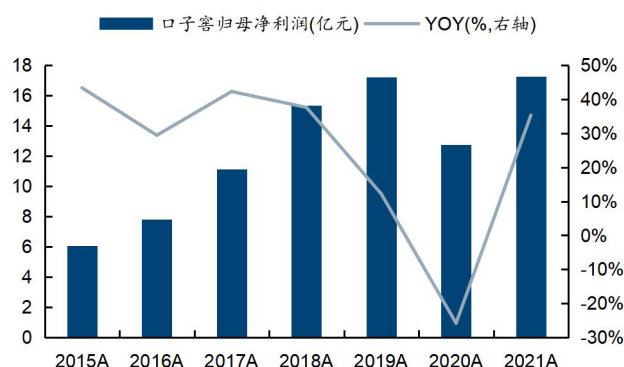
口子窖净利润稳步提升，营收有望呈现恢复性增长。2015 年上市以来，口子窖营收由 2015 年的 25.84 亿元增长至 2021 年的 50.29 亿元，CAGR 高达 11.7% 左右，主要受益于省内白酒消费升级不断提速以及渠道下沉的不断推进，其中 2020 年受到疫情冲击营收出现一定下滑。从利润端来看，口子窖归母净利润由 2015 年的 6.05 亿元增长至 2021 年的 17.27 亿元，CAGR 高达 19.1%，一方面受益于销售体量的不断增长，另一方面受益于费用端的优化。其中，2020 年口子窖归母净利润下滑 25.8%，主要受到疫情的冲击和费投力度加大的影响。随着疫情冲击的逐步弱化，安徽省内白酒消费场景逐步复苏，同时渠道调整变革接近尾声，预计 2022 年公司营收将实现恢复式增长。

图6：口子窖营收保持稳定增长



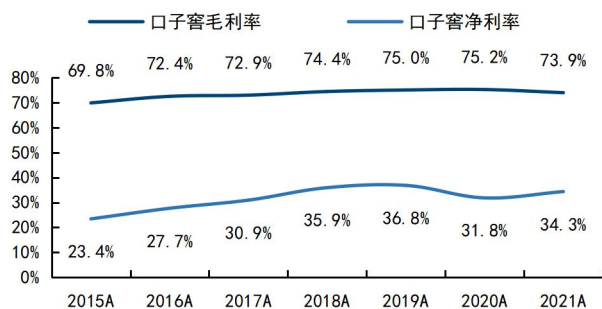
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7：口子窖归母净利润保持稳步提升



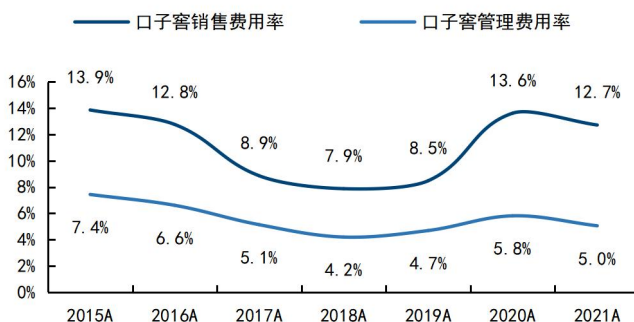
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：口子窖毛利率保持稳中有升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

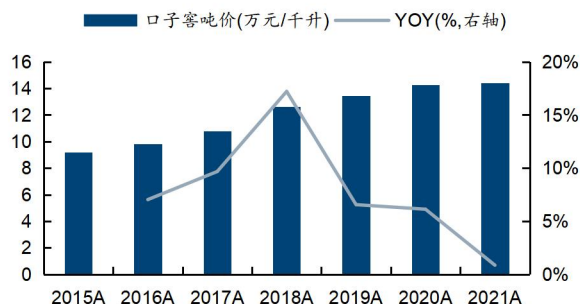
图9：口子窖 2020 年开始加大费投力度



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

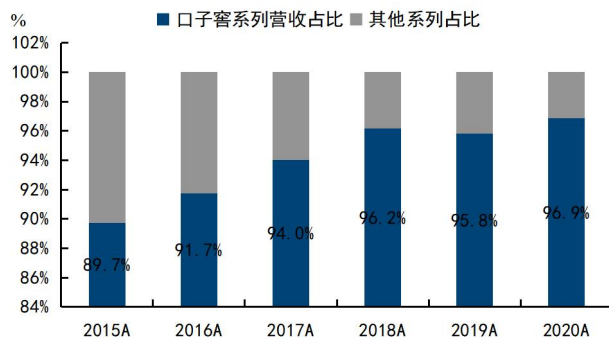
口子窖次高端战略不断推进，产品结构持续优化有望带动盈利能力持续提升。从产品结构来看，高价位口子窖系列营收占比不断提升，由 2015 年的 89.7% 提升至 2021 年 96.2%，带动公司整体吨价由 9.18 万元/千升提升至 14.40 万元/千升，CAGR 高达 9.4% 左右。口子窖开始重点发展初夏/口子 10 年/口子 20 年/兼香 518 等高线价位带，积极布局省内下一白酒升级风口，其中我们预计兼香 518 在 2021 年实现营收 4 亿+，未来有望打造成下一个省内大单品。从量价拆分来看，白酒消费呈现“少喝酒，喝好酒”的特征，口子窖销量维持持平，主要系吨价提升贡献主要业绩增量。预计随着高端化策略的不断推进，产品结构升级将持续推动公司盈利能力持续改善。

图10: 2015-2020 年口子窖吨价 CAGR 维持在 9.2%左右



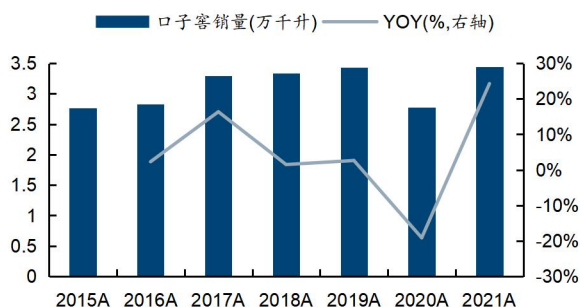
资料来源: Wind、公司年报, 国信证券经济研究所整理

图11: 口子窖系列高价位产品营收占比不断提升



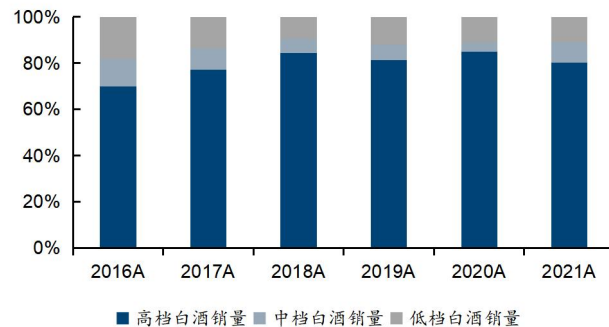
资料来源: Wind、公司年报, 国信证券经济研究所整理

图12: 口子窖销量保持相对稳定



资料来源: Wind、公司年报, 国信证券经济研究所整理

图13: 口子窖高端白酒销量占比稳中有升



资料来源: Wind、公司年报, 国信证券经济研究所整理

## 行业篇：安徽白酒市场消费升级速度领先全国

### 市场整体：安徽产业结构优化是白酒加速升级的底层逻辑

安徽省内产业结构升级是消费升级的底层逻辑，疫情管控精准有效为消费者提供相对舒适的环境。根据安徽省十四五规划，预计 2020-2025 年，居民人均可支配收入年均增速达 7% 左右，地区 GDP 年均增长 6.5% 左右。根据《安徽省“十四五”制造业高质量发展（制造强省建设）规划》，力争到 2025 年制造业增加值占 GDP 比重提升至 30% 左右，围绕“新兴优势、基础支柱、特色先导”3 大产业领域，力争到 2025 年，新一代信息技术、汽车及零部件、装备制造、新材料等 4 个产业实现大幅跨越，为万亿级产业目标奠定坚实基础，形成 10 个左右千亿级以上产业，若干个百亿级接续产业。从底层需求来看，近年来安徽省内产业结构调整好于预期，新能源、半导体等战略性新兴产业发展为省内消费升级提供坚实基础。

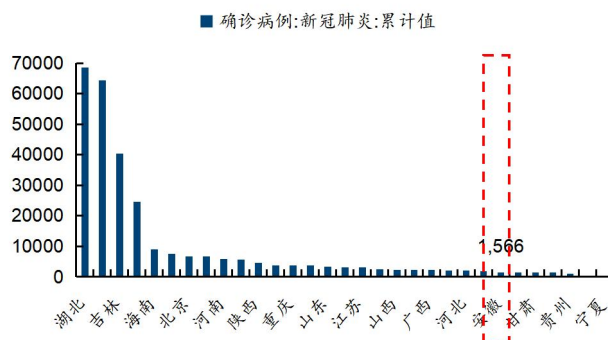
安徽省内疫情精准管控为消费者提供相对舒适的环境，后续疫情好转或有不错的需求弹性。短期来看，2020 年至今我国各地白酒消费受到疫情影响的持续冲击，白酒消费场景短暂性缺失叠加居民部门边际消费倾向减弱，造成行业出现分化增长。从地区看，安徽省显著受益于卓有成效的疫情管控措施，截止 2022 年 11 月 20 日，新冠肺炎确诊累计值 1566 例，远低于其他省份。因此，安徽本轮疫情冲击较为有限，为省内白酒价格带升级提供了相对舒适的环境。展望 2023 年，随着疫情逐渐好转及疫苗接种率的提升，预计安徽省内白酒需求或呈现不错的复苏弹性。

图 14：2021 年安徽省内名义 GDP 增速达 11.1%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 15：安徽省新冠肺炎确诊病例累计值较低（截止 11 月 20 日）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 价格带：次高端价格带有望维持 20% 增速，是增速最快的价格带

未来三年安徽白酒市场规模有望维持 9.6% 增速，100-300 元价位是省内主流价格带。根据酒业家，2021 年安徽白酒市场规模约 350 亿元，其中 100-300 元价位市场规模约 140 亿元。在省内产业结构持续优化的带动下，经过我们测算，预计 2025 年省内白酒市场规模有望增长至 500 亿元左右，CAGR 达 9.6% 左右。根据《促进安徽白酒产业高质量发展的若干意见》，到 2025 年安徽白酒企业实现营收 500 亿元，酿酒总量 50 万千升，培育年营收超过 200 亿的白酒企业 1 家，超过 100 亿的企业两家。从竞争格局来看，古井贡酒、口子窖、迎驾贡酒等徽酒企业通过渠道壁垒和消费者培育占据省内绝大部分份额，对标江苏市场，未来徽酒龙头企业份额有望进一步提升。



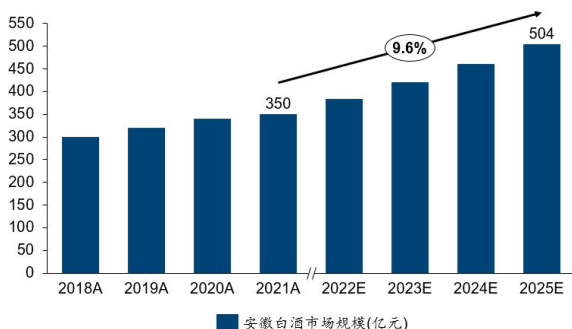
表6: 预计 2025 年安徽白酒市场规模有望达 500 亿元

价位段 (亿元)	2021 年市场规模 (亿元)	结构占比	各价位段增速 2021-2025 年	2025 年市场规模 (亿元)	结构占比
600 元以上	70	20%	15.0%	122	24%
300-600 元	50	14%	20.0%	104	21%
100-300 元	140	40%	10.0%	205	41%
100 元以下	90	26%	-5.0%	73	15%
合计	350	100%	9.6%	504	100%

资料来源: 酒业家, 国信证券经济研究所整理及测算

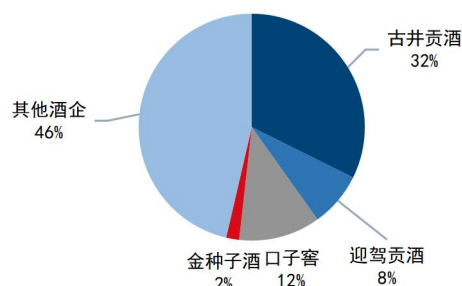
安徽白酒市场 100-300 元价位段市场规模约 140 亿元, 基本以安徽区域酒企为主。从价位段来看, 预计 2021 年 600 元以上的高端价位市场规模在 70 亿左右, 基本由贵州茅台、五粮液、国窖 1573 等全国性名酒占据, 徽酒在品牌拉力方面略显不足, 仅有古 20 开始起量。在 300-600 元次高端价位段, 2021 年安徽白酒市场规模约 50 亿元左右, 在消费升级的趋势下预计将是增速最大的风口。次高端价位段是安徽省内下一个升级风口, 古井贡酒/迎驾贡酒/口子窖作为省内龙头, 有望在马太效应下切割到较大的份额。100-300 元中高端价位是安徽省内的主流价格带, 市场规模约在 140 亿元左右, 基本由徽酒本土品牌占据, 其中古 5/8、洞藏 6/9、口子 5 年/10 年等占据较大的份额。在 100 元以下的低端价位段, 市场规模逐步萎缩到 90 亿左右, 开始呈现 10-30 元价位向 50 元高线光瓶升级的趋势。

图 16: 预计 2025 年安徽白酒市场增长至约 500 亿元



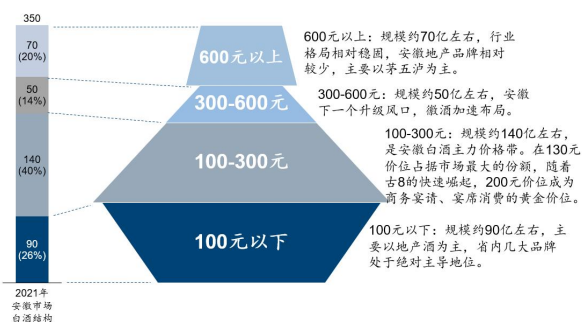
资料来源: 酒业家, 国信证券经济研究所整理

图 17: 2021 年口子窖在省内的份额在 12% 左右



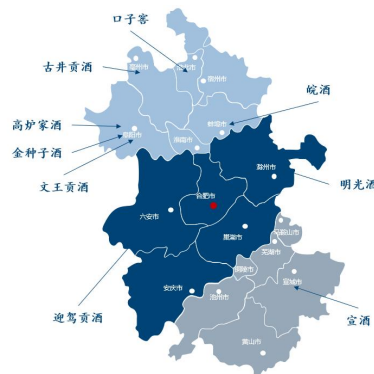
资料来源: Wind、公司年报, 国信证券经济研究所整理

图 18: 100-300 元是安徽省内的主流价格带



资料来源: 酒业家, 国信证券经济研究所整理

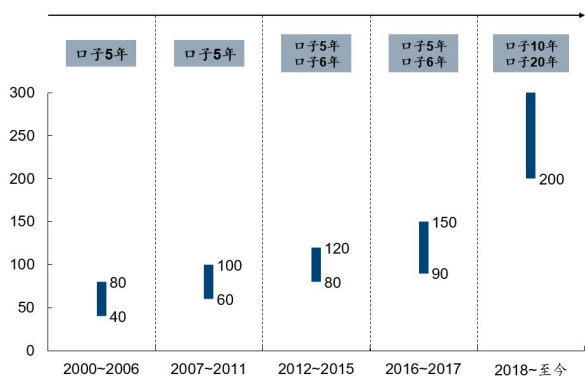
图 19: 安徽省内区域酒企区域分布



资料来源: 酒业家, 国信证券经济研究所整理

安徽主流价格带升级至 200 元左右，产业结构升级下消费升级边际加速。在 2000-2011 年，安徽白酒主流价位带升级呈现“小步快走”的趋势，每轮升级幅度在 10-20 元左右，口子窖在 60-80 元价位基本处于垄断地位。2012-2018 年，古井贡酒主推年份原浆系列，同时在市场费用投放层面更趋积极，省内白主流价位升级提速。2018 年至今，在消费升级&厂家主导的双重作用下，安徽省内主流价格带有望跃迁至 200 元左右，合肥市场则不断升级到 300 元价位。分区域来看，皖北/皖中/皖南收入水平和消费习惯呈现较大的差异，皖北地区呈现“量高价低”，当地居民大多以聚饮豪饮为主，通常白酒宴席消费量以 N+1/N-1 为主。同时，皖北地区也是徽酒的集中产区之一，主流价格带在 150 元左右。皖中地区是省内主要的经济发展地带，合肥市场白酒消费持续引领省内消费升级，呈现“量低价高”的趋势。皖南地区消费水平介于皖北和皖中之间，白酒消费呈现“量低价中”特征，主流价格带在 150-200 元左右。

图 20：徽酒主流价格带目前位于 200 元以上



资料来源：华经情报网，国信证券经济研究所整理

图 21：皖中地区白酒消费引领安徽全省

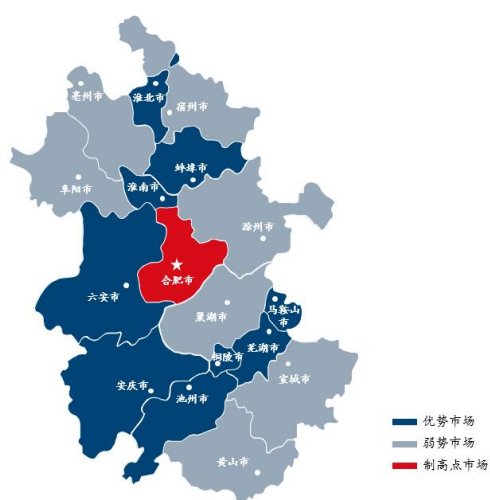


资料来源：华经情报网，国信证券经济研究所整理

## 区域格局：安徽强势区域酒企众多、区域化特征明显

口子窖在合肥市场和古井贡酒仍有一定差距，预计 2023 年将重点打造合肥样板市场。安徽白酒市场呈现明显的区域特征，古井贡酒打造了合肥和亳州双基地市场，迎驾贡酒在六安和合肥起势明显，口子窖在淮北、淮南和阜阳等市场有较大体量。在优势市场方面，口子窖由大本营淮北一路向南均匀分布，成功抢占淮北、淮南、阜阳、安庆、巢湖、芜湖和马鞍山等市场，基本上实现销售全省化布局。在弱势市场方面，口子窖在合肥制高点市场和古井贡酒具有较大的差距。合肥市场在销售体量和价格带升级上持续引领安徽省内的升级趋势。预计 2023 年，口子窖将会加大对合肥市场的投入，一方面口子窖营销中心将搬迁至合肥，加强对合肥市场渠道优化；另一方面针对过去的大商制进行渠道下沉和精细化操作。

图 22：口子窖省内优势市场分布



资料来源：Wind、公司年报，国信证券经济研究所整理

## 改革篇：积极变革进行时，成效有望加速显现

### 产品端：推出新品“兼香 518”，进击次高端价格带

口子窖过去产品结构升级较慢主要受制于渠道模式和产能瓶颈。口子窖在 2013-2018 年期间没有进行产品迭代升级，一定程度和自身的大商模式有一定的关系。口子窖由于历史原因，在省内采取大商制，一个地级市设置 1-2 个经销商，同时经销商持有公司股份，由此形成公司-经销商利益深度绑定。在大商模式下，口子窖采取裸价销售模式，渠道费用投放的权限下放到经销商层面。在口子窖发展的前期，大商制有助于公司以较低的销售费用实现区域的快速扩展，但是在发展的后期，由于厂家对渠道掌控力相对较弱，在新品投放、渠道秩序管控、消费者培育方面略显不足。

口子窖 2019 年重启产品升级之路，推出“兼香 518”进击省内次高端价位。口子窖在 1997 年实现“两口子”合并之后，随后在 1998 年推出具有划时代意义的“兼香型”口子五年，开创了中国白酒“兼香”新时代。在随后的几年内，口子窖相继推出口子 10 年、20 年等，逐渐形成了以“年份系列”为主的产品矩阵。在 1998 年，安徽省内的主流价格带还是处于 40 元左右，口子窖推出定价 68 元的口子 5 年，引领安徽省内的消费升级。2008 年，安徽省内白酒主流价格带升级至 100 元，口子 5 年已无法满足中高端政商务消费需求，定位 168 元的口子 6 年应运而生。2018 年至今，安徽省内白酒消费再次迎来换挡期，200 元价位逐渐成为大众消费主流价位，400 元价位成为政商务消费主力价位。口子窖在 2019 年开始系统性改革，同年推出定位中高端价位初夏和仲秋，并于 2021 年推出定位 500 元价位的兼香 518，进军省内次高端市场。

表7：安徽省内主流价格带跃迁梳理

时间	主流价格带（元）	主导产品
2000-2006 年	40-80	口子 5 年、高炉家酒（普家）
2007-2011 年	60-100	口子 5 年、迎驾银星
2012-2015 年	80-120	口子 5 年/6 年、古井原浆献礼
2016-2017 年	90-150	口子 5 年/6 年、古井原浆 5 年/古井原浆献礼
2018 年至今	200 以上	古井原浆 8 年/16 年、口子 10 年/20 年

资料来源：华经情报网，国信证券经济研究所整理

表8：口子窖产品更新迭代梳理

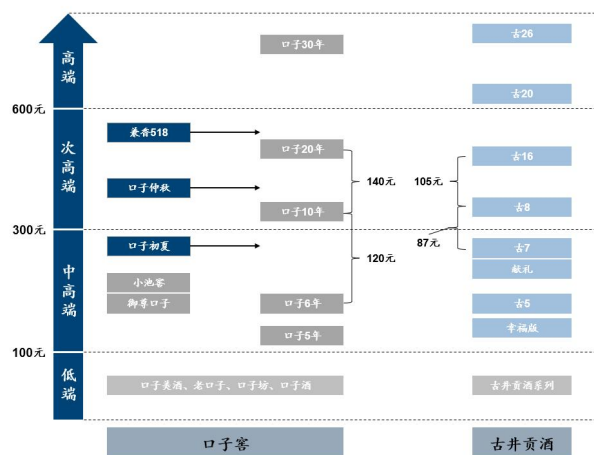
时间	产品推出时间梳理
1998 年	口子 5 年
2000 年	口子 10 年
2004 年	御尊口子；口子 20 年
2009 年	小池窖
2011 年	口子 6 年，口子 30 年
2012 年	口子大师酒
2019 年	初夏珍储，仲秋珍储，建厂 70 周年
2021 年	兼香 518

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

口子窖过去在次高端价位存在产品空缺，2021 年推出兼香 518 布局 500 元价格带。从价格带分布来看，2019 年之前口子窖价格带较为松散，主要体现在口子 6 年与口子 10 年之间、口子 10 年与口子 20 年之间，价格带断层分别高达 120/140 元（临近价格带的差额值）。竞品古井贡酒在同等价位布局为古 7、古 8 和古 16，价格带密度远高于口子窖。相邻价格带的过渡不平滑容易造成消费者在升级的过程中

难以跨越价格带断层，造成核心消费群体的流失。针对产品结构老化等问题，口子窖 2019 年推出初夏和仲秋，分别卡位 250-300 元和 350-400 元价格带，有序填补公司在次高端价位段的空缺。此外，口子窖 2021 年推出定位于 500 元价位的兼香 518，提前布局省内下一升级风口。

图 23：口子窖有望补齐次高端价格段断层



资料来源：公司官网、淘宝网，国信证券经济研究所整理

在量价关系上，兼香 518 开始导入半控价模式，强化对市场秩序的把控。口子窖采取是大商模式下的顺价模式，对于渠道价盘管控方面较为有限。近年来，口子窖一直采取“小步快提”的策略，确保终端成交价的稳步提升。在量价关系上，过去口子窖对于经销商层面的费用管控上相对较弱，在市场秩序管控上相对较弱。随着公司在兼香 518 上导入半控价模式，预计将实现对量价的重新梳理，通过对费用管控来实现市场秩序的重塑。

表 9：口子窖提价信息梳理

时间	提价信息
2016 年 5 月	口子 6 年出厂价和零售价每瓶各上调 10 元。
2017 年 12 月	口子 5 年终端零售价提价 20 元/箱，口子 6 年提价 20 元/箱，口子 10 年提价 20 元/箱。
2018 年 3 月	口子窖 5 年上调 10 元/瓶，口子窖 6 年上调 10 元/瓶，口子窖 10 年上调 30 元/瓶，口子窖 20 年上调 30 元/瓶，同时出厂价做相应调整。
2021 年 6 月	口子 5 年、口子 6 年终端零售价分别提价 10 元/瓶和 15 元/瓶，同时出厂价与市场投入费用也进行了相应调整。

资料来源：安徽网、酒食汇，国信证券经济研究所整理

口子 5 年和口子 6 年基本盘稳固，后续或更多以控量保价为主。1998 年，口子窖创新性地推出定位 68 元的口子 5 年，率先提出年份系列和酒店盘中盘运作模式，不仅在省内市场大获成功，在南京、西安、郑州等重点市场实现突破。为了布局中高端，口子窖先后推出口子 6 年、口子 10 年来丰富价格带，其中口子 5 年/6 年在 100-300 元价位段销量占比较高。分价位段来看，80-100 元价位在安徽省内处于持续下滑状态，100-200 元价位也呈现存量竞争，此外部分销量向 200 元价位升级。从竞争格局来看，古井贡酒对于献礼版和古 5 都是采取减少投入的策略，更多的资源集中投向古 8 及以上产品。迎驾贡酒在 2015 年推出洞藏系列，于 2017 年前后加大对洞藏系列的资源投放，并在 2021 年成功实现放量。其中 100-200 元价位的洞 6 在合肥、六安等局部市场对口子 6 年形成一定压制。口子窖目前在 100-200 元价位段减少资源投入，维持口子 5 年/6 年 5%左右的增速，重点培育初夏、口子 10 年、口子 20 年以及兼香 518 等高线产品。



图 24：口子窖系列产品矩阵

系列	价格带	产品	规格(ml)	推出时间	终端成交价	产品照片
年份系列	高端酒	口子30年	500	2011年	800	
	次高端	口子20年	500	2004年	360	
	中高端	口子10年	500	2000年	240	
	中高端	口子6年	450	2011年	115	
	低端酒	口子5年	400	1998年	85	
非年份酒	次高端	兼香518	518	2021年	430	
	次高端	仲秋	500	2019年	300	
	中高端	初夏	500	2019年	200	
	中高端	小池窖	500	2009年	170	
	中高端	御尊口子窖	450	2004年	105	

资料来源：公司官网、淘宝网，国信证券经济研究所整理

**口子窖推出兼香 518 进攻 400-500 元次高端价位，提前布局未来升级风口。**在安徽市场，200 元是酒企的生命线，300 元主要竞争的高地，400-500 元是下一个政商务消费的风口。过去 6-7 年，口子窖受制于优质产能问题，对产品迭代升级方面略显不足，因此公司在 2021 年推出定位 500 元价位细分的战略大单品——“兼香 518”，继续强化在次高端价位的话语权。在产品的设计方面，兼香 518 围绕着“老窖 518+工艺 518+品味 518”，定位“我要发”和“好事总有你”的品牌内涵，主打高端政商务消费。在价格带方面，安徽省内主流价格带仍处于 200-300 元，预计随着政商务消费升级的持续引领。在渠道打法上，一方面口子窖在 2021 年开始大力发展团购，通过深挖团购资源和消费氛围营造等方式，切入政商务市场；另一方面，口子窖将兼香 518 经销权匹配给具有次高端销售能力的经销商，进而快速实现 16 个地级市的快速覆盖。我们预计，兼香 518 在 2021 年短短上市半年内实现销售 4 亿+，未来有望成为 400-500 元商务宴请市场的主力大单品。

图 25：2021 年 5 月 18 日，口子窖推出全新战略新品“兼香 518”

老窖518	工艺518	品味518
<p>“兼香518”只在1949年5月18日口子酒业建厂时已有的百年老窖池发酵。这些老窖池历经百余年的沉淀，窖池底部及四壁均覆盖着一层厚厚的老窖泥，赋予了酒独特浓郁的老窖香。</p> <p>此外，发酵时间也“变老了”：现在酒厂里的每一条窖池，都从原来的45天发酵，延长到60—150天。</p>	<p>5是指“三多一高一长”的5大酿造工艺：1是指一步自然兼香，即口子窖酒突破了传统的“浓兼酱”“酱兼浓”，在“浓头酱尾中间清”的同时融入了芝麻香、豌豆香，一步酿就独具特色的三香五味；8是指八大功勋班组，“兼香518”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，秉承古法，坚守技艺，以匠心酿造而成。</p>	<p>“兼香518”兼有浓香、清香、酱香、芝麻香、豌豆香5种主体香以及18种风味香，多香融合，丰盈馥郁，易品饮不上头，带给消费者一饮到底的舒适。</p>

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

**初夏珍储继续进击 200 元价位，有望成长为 10 亿级大单品。**口子窖经过 20 年来的发展，逐步形成“5 年-6 年-10 年-20 年-30 年”的年份系列矩阵，但是在 2012 年之后公司没有推出新品，在一定程度上错过了省内消费升级的快车。2019 年，口子窖推出初夏珍储&仲秋珍储两大战略单品，继续加码 200-400 元价位，钳制古 8 和古 16 在该价位段的发展。在价位段上，安徽省内的主流价格带跃迁至 200 元左右，古井贡酒自 2008 年推出年份原浆系列之后，古 8 已经成为 200 元价位段的

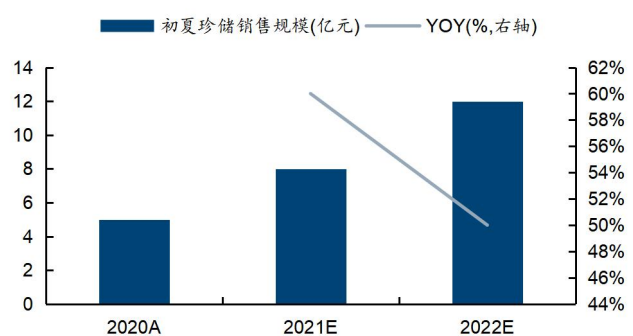
主力大单品，同时迎驾贡酒大力推进洞9在合肥等市场的铺货，因此定位于200元价位的初夏成为公司产品升级的必然之选。在合肥等高线市场，300元价位段悄然兴起，口子10年推出已逾20年，存在一定的产品老化和渠道价格透明化等问题，因此推出仲秋珍储进击300元价位成为不二之选。从发展情况来看，初夏和仲秋在2019年退出后，开始在淮北等传统基地市场铺货，随后在2020年受到疫情冲击，终端动销和氛围营造等方面受到一定影响。在销售口径上，我们预计初夏在2020年实现5亿，2021年预计实现8亿左右，同比增长60%左右，2022年有望冲击10亿+。在渠道操作上，口子窖针对初夏和仲秋单独成立营销公司来运作，对二级经销商进行分拆，强化对渠道费用投放的把控，持续深化对消费者的培育。

图26：2019年口子推出初夏&仲秋



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图27：2022年口子窖·初夏有望成长为10亿+产品



资料来源：Wind，国信证券经济研究所测算及预测

注：图中数据表示销售口径，不是报表口径

## 渠道端：变革大商模式，积极拓展团购渠道

口子窖过去采取大商制，目前正逐步对渠道模式进行改革。口子窖在渠道上采取大商模式，例如合肥百维商贸、淮北顺达商贸等大商负责当地产品的全渠道销售，市场费用投放权限也下放到当地经销商层面。横向对比来看，古井贡酒采取厂家主导的深度分销模式，通过系统和高效的“地面部队”实现对渠道的深度把控，强化市场费用的精准投放，但是存在较高的销售费用率。迎驾贡酒采取厂商1+1模式，通过厂家对经销商的赋能实现终端门店的开拓和维护，终端把控力弱于古井贡酒。过去，口子窖在各地的大商均是伴随着公司成长起来，且部分核心经销商参与公司2002年的股改，实现和口子窖的深度绑定。从产品升级的维度来看，由于大商存在渠道费用截留、消费者培育动力不足等问题，口子窖的产品结构升级速度慢于古井贡酒等竞品。因此，公司于2019年开始着手进行渠道模式的系统化改革，开始进行渠道费用回收和大力发展团购渠道等，致力于实现提升渠道掌控力、提高渠道费投效率，进而完成产品结构的有序升级。

表10：古井贡酒&迎驾贡酒&口子窖渠道模式对比

	古井贡酒	迎驾贡酒	口子窖
渠道模式	深度分销模式	厂商1+1模式	大商制
价格模式	控价模式	顺价模式	顺价模式
经销商	多品牌一县多个，单个经销商规模较小	分品牌、分区招商	单品牌一县一个，单个经销商规模较大
渠道利润和控制力	由厂家主导渠道，经销商的渠道利润较低，厂家对渠道的控制力较强	渠道控制力较强	厂家下放权力给经销商，渠道由经销商主导，渠道利润较大，厂家对渠道的控制力较弱
渠道积极性	渠道利润低，驱动不足，造成经销商营销积极性不高，更多充当配送商	厂家赋能经销商，顺价下经销商动力较强	高渠道利润会带来较高的经销商营销积极性，但部分大商因与厂家利益深度绑定，

<b>厂家政策执行力</b>	厂家未分权，经销商对政策的执行力较高，市场扩张力较强	市场政策执行度较高	长期处于“养尊处优”的状态，反而负面影响其积极性 经销商权力大，厂家政策的重视程度偏低，政策的执行力也因此较低，最终导致市场扩张力较弱
<b>费用投放</b>	厂家主导渠道的费用投放，投入较高	厂家主导费用，核报核销	经销商由较高的渠道利润驱动以自主运营渠道，厂家投入较低
<b>终端掌控度</b>	厂家直接掌控终端，拥有绝对的终端控制权，有利于渠道深耕	厂家终端掌控稍强，客情服务由经销商承担	渠道由经销商运作，导致厂家对终端的掌控度较弱，容易出现窜货的现象，从而损害品牌形象

资料来源：各家公司年报，国信证券经济研究所整理

**口子窖核心大商均有持股，实现对渠道深度绑定。**在 2002 年口子窖股改之际，口子大商天地龙实业、陕西天驹实业、黄海商贸、淮北顺达等入股，分别持有公司 20%/3%/3%/3% 股权，合计持股 29% 左右。其中，除了天地龙实业由于自身债务问题将股权转让给公司管理层，其余三家大商均稳定持有公司股份，实现对大商的深度绑定。

表 11：口子窖大商持股实现深度绑定

股东	2002	2006	2008	2009	2015	2016	2018	2020
江苏天地龙实业	20.00%	10.00%	10.00%	7.48%	-	-	-	-
陕西天驹实业股份	3.00%	3.00%	3.00%	2.24%	2.24%	2.84%	***	***
安徽省黄海商贸	3.00%	3.00%	3.00%	2.24%	2.24%	2.02%	***	***
淮北市顺达糖酒	3.00%	3.00%	-	-	-	-	-	-
淮北市顺达商贸	-	-	3.00%	2.24%	2.24%	2.50%	2.50%	***

资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

注：\*\*\*表示经销商仍有持股，但不在前十大股东

**口子窖开始围绕费投、渠道扁平化、团购渠道以及薪酬激励方面进行系统性改革。**2019 年，为了加快产品结构升级，口子窖针对渠道结构在各个维度开始系统性改革：1) 过去渠道费投权限下放到经销商手中，现在口子窖开始回收渠道费用，强化口子在费投方面的自主权；2) 过去按照地级市招商，可能在部分市场存在大商覆盖的空白区域，现在口子窖针对兼香 518 开始分渠道、分区域扁平化招商，开始转向采取“1+N”的销售模式；3) 过去口子窖主要聚焦流通和餐饮渠道，对于团购渠道重视度不足。2021 年口子窖开始大力发展团购渠道，一方面积极组建团购队伍，另一方面，积极开发团购经销商，渠道开始下沉到县区；4) 在员工薪酬激励方面，口子窖开始积极调整薪酬考核制度，优化传统营销结构。

图 28：口子窖围绕四个维度开始进行渠道改革

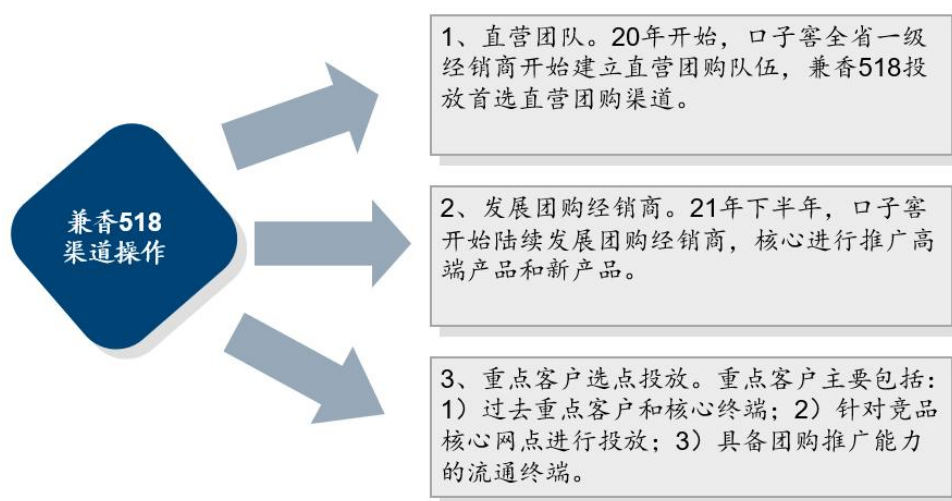
渠道扁平化	渠道费用回收	聚焦团购渠道	员工薪酬改革
过去口子窖采取的是的总代模式，例如合肥市场是由合肥百维商贸代理，可能部分市场和部分渠道难以覆盖到。 现在针对兼香 518 等新品，公司开始采取 1+N 的渠道模式，配以相应的团购经销商，加强对渠道的精细化运作。	过去口子窖采取的是裸价销售模式，市场费用投放权限下放到经销商层面，可能存在渠道费用节流问题，产品结构升级速度较慢。 现在口子窖开始回收渠道费用，逐步将费投由过去的渠道主导转向厂家主导。	过去口子窖依靠餐饮渠道起家，在团购渠道方面培育略显不足。因此，口子 20 等次高端产品发展相对较慢。 现在口子窖开始聚焦团购渠道，在合肥开始搭建团购队伍，聚焦兼香 518 的推广和培育。	21 年在传统营销结构上做了大调整，同时落实业务人员岗位设置、薪酬考核调整制度，不断提升销售人员服务市场、建设市场、管理市场的职业素养。



资料来源：公司年报、公司官网，国信证券经济研究所整理

**兼香 518 开始厂商 1+1 运作，未来有望成为渠道营销改革的重要突破口。**口子窖在 2021 年开始推出兼香 518 来对标古 20，辅之以相应的渠道改革，开始大力推动自身的产品结构升级。在价格带上，口子 20 年是定位在次高端 380 元左右，口子窖过去积累的核心客户也是具有升级需求。因此，兼香 518 将口子窖整体的价位段拉升至 400-500 元左右，有效地承接消费升级的需求。在渠道推进上，口子窖从 2019 年开始相继推出初夏、仲秋、建厂纪念版等产品，积累了丰富的新品推广经验和渠道推进策略，为后续兼香 518 的推广提供大量可复制的成功经验。在渠道铺设上，口子窖在运作新品兼香 518 的同时，开始着手进行渠道架构的调整。兼香 518 有别于过去大商制下大流通模式，开始围绕以下三个方面进行投放：1) 口子窖省级一级经销商 2020 年开始搭建直营团购渠道；2) 2021H2 口子窖开始大力发展团购渠道；3) 针对核心终端、竞品强势的终端以及具备团购资源的流通终端进行精准投放。在量价关系上，兼香 518 开始引入控价模式，团购供货价和终端供货价都是 518 元，通过平进平出的方式实现对市场费用的管控，强化渠道费投的有效性。在目标竞品上，古 20 经过几年的渠道运作打破了区域酒企无法进攻 300 元以上的固有认知，古 20 成功找到了目标终端、核心圈层以及明确的竞品转化目标。后续，兼香 518 或借鉴古 20 的成功经验，贴着古 20 的价格带进行销售，未来有望在价盘稳定下实现有序放量。

图 29：兼香 518 渠道铺设方向



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

**口子窖加快推进渠道扁平化，开始分品类划区招商。**从渠道建设来看，口子窖在 2013 年开始推动渠道扁平化，成功实现口子 5 年下沉到乡镇，口子 6 年下沉到县区，同时加大口子 10 年/20 年等产品在区域上的协同发展。在 2019 年，口子窖开始进行系统性改革，开始进行渠道扁平化操作，省内经销商数量由 2018 年的 352 个增长至 419 个，经销商单体销售规模由 1011 万下降至 915 万。

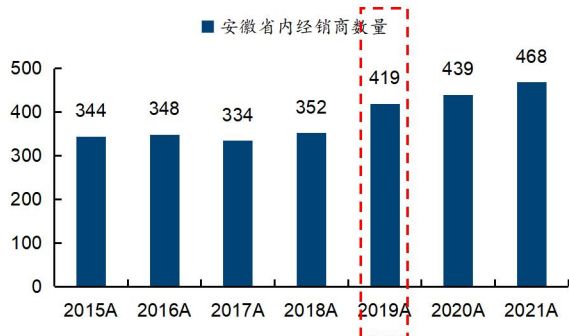
表 12：口子窖 2019 年渠道开始系统性改革

时间	口子窖渠道改革细则
2013 年	口子窖开始渠道扁平化
2014 年	把高端酒系列作为主攻方向，单独建立事业部运作
2016 年	口子窖开始对经销商进行考核，采取优胜略汰
2017 年	继续遵循“三个宁缺毋滥”原则，加大对经销商考核力度，扶持优质经销商

2019年 口子窖渠道进行系统性改革；成立口子酒事业部，专门运作低端酒  
2021年 收回渠道费用，开始厂家主导费用投放；口子窖大力发展团购，搭建团购团队

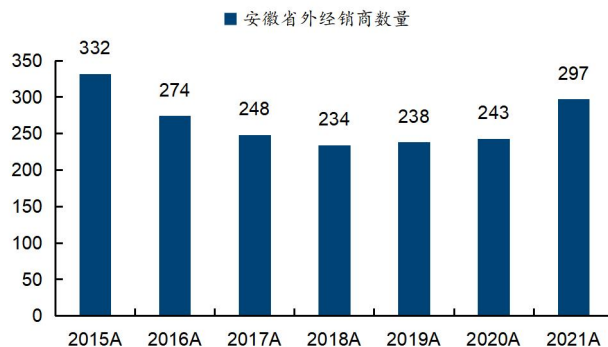
资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图30：口子窖安徽省内 2019 年开始经销商改革



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图31：口子窖省外经销商数量



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图32：口子窖省内大商单体销售规模



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图33：口子窖省外大商单体销售规模



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

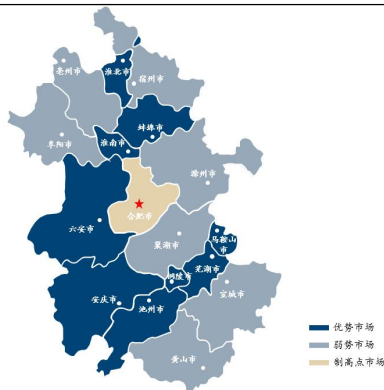
**2022 年口子窖建立合肥营销中心，不断聚焦缩减高地市场和古井贡酒、迎驾贡酒的差距。**口子窖在淮南、淮北、阜阳、安庆等市场，依靠大商在当地具有较高的市场份额，但是在合肥、六安、亳州、滁州、黄山、池州等市场和古井贡酒有较大的差距。从市场布局来看，2022 年口子窖在巩固基地市场的同时，着力缩减合肥市场和古井贡酒、迎驾贡酒的差距：1) 建立口子窖合肥营销中心，口子窖营销总坐阵合肥市场，并在合肥市场开始搭建地面营销队伍；2) 口子窖在合肥市场针对难以覆盖的空白市场开始招团购商，强化渠道下沉的密度；3) 口子窖在合肥市场重点推新品兼香 518，开始聚焦 300 元以上次高端价位的培育。未来 2-3 年，口子窖有望通过在合肥市场的精耕细作，不断缩减和古井贡酒、迎驾贡酒等竞品的差距，夯实省内第二的市场份额。

**口子窖重启省外开拓计划，2021 年省外营收占比有望提升至 20%+。**在省外市场开拓上，口子窖在 2000-2002 年将渠道“盘中盘”模式复制到省内市场，1999 年“进军”南京，2000 年“逐鹿”合肥，2001 年“横扫”西安，2002 年“偷袭”武汉，在省外市场取得较大的成功，并成功打造口子 5 年泛全国性大单品。然而



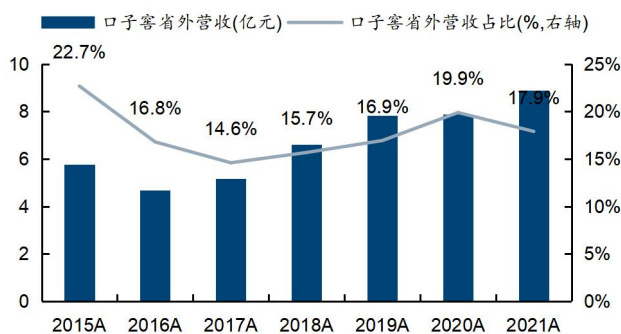
在 2003-2015 年，省外区域酒企纷纷学习效仿口子窖的“盘中盘”模式，造成餐饮渠道竞争加剧，2013 年口子逐步退出省外市场。2016 年至今，口子窖重启省外开拓计划，通过“一地一策”和省内外大商外派等方式开拓省外市场，不断聚焦在长三角、京津冀等市场的开拓。2021 年，口子窖省外市场营收占比提升至 18%左右，未来省外市场有望持续贡献业绩增量。

图 34：口子窖优势市场分布



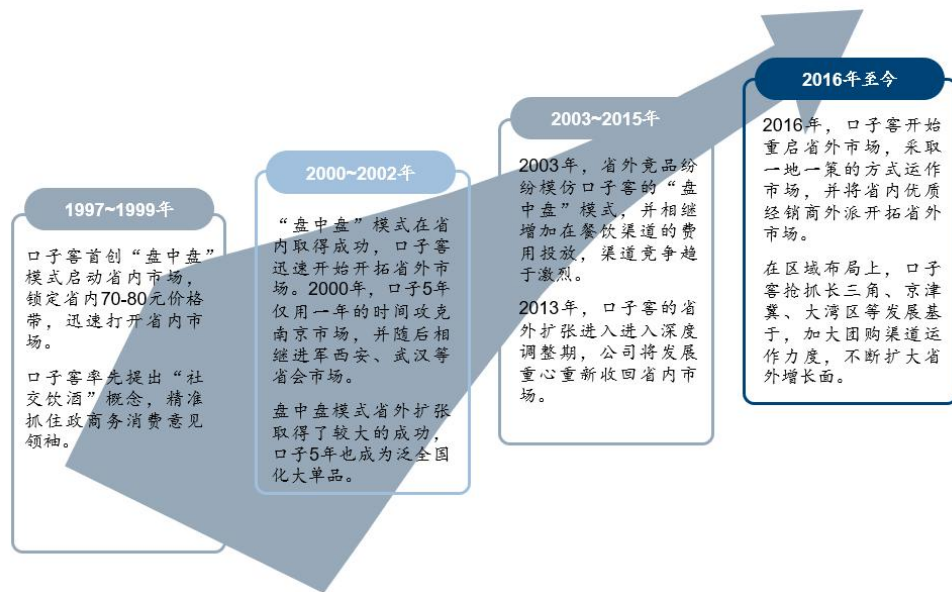
资料来源：Wind、公司年报，国信证券经济研究所整理

图 35：口子窖省外营收占比 20%左右



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图 36：口子窖省外市场开拓梳理



资料来源：酒业家，国信证券经济研究所整理

## 品牌端：历史悠久、香型独特，积极品宣投放夯实品牌影响力

口子窖开创真藏实窖兼香品类，打造中高档社交白酒定位。在品类细分上，纵观徽酒企业，无论是头部的古井贡酒、口子窖、迎驾贡酒，还是腰部的宣酒、临酒等，各家徽酒企业都在找寻适合自己的产品特质，例如迎驾贡酒的生态洞藏、口子窖的自然兼香、金种子的馥合香、宣酒的小窖酿造、临水的大别山洞藏等。在2000年左右，口子窖率先提出“社交饮酒”的定位，开辟出中高端政商务社交白酒品类，定位68元的口子窖5年成为少数试水中高端价位的白酒之一。口子窖形成独有“多曲并用、自然兼香在”的酿造工艺，并在2003年建立了兼香型白酒国家标准，于2009年成为全国兼香型标委会秘书处承担单位，一举奠定了真藏实窖的兼香品类领先优势。

表13：口子窖兼香型白酒发展历史

时间	兼香型白酒发展历史
1998年	口子窖推出了具有划时代意义的“兼香型”口子窖酒，开创了中国白酒“兼香”新格局
2003年	口子窖建立了兼香型白酒国家标准，成为中国12大香型之一
2009年	口子窖成为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

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

表14：口子窖历年广告语梳理

时间	广告语	时间	广告语
明朝至建厂初期	隔壁千家醉，开坛十里香	2005年	执信有恒，成功有道
20世纪50年代	甘泉酿造，滴滴原质。香味独一，与众不同	2006年	真藏实窖，诚待天下
1993年	生活离不开那口子	2015年	奢而不华，简而不凡
1997年	好兄弟，口子酒	2019年	华而不奢，简而不凡
2002年	成功自有道，安徽口子窖	2020年	真藏实窖，大国兼香
2003年	真藏实窖，原色原香	2021年	多曲并用，自然兼香

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

口子窖开始加大品宣和消费者培育，打造兼香518全国性大单品。2019年开始，口子窖开始全方位加大广告费用投放力度，广告宣传费用率由2018年的5.0%提升至2021年的7.2%左右。在线上营销方面，2020年口子窖签约央视“品牌强国工程”，同时在安徽卫视冠名《闪耀安徽》等节目，形成立体式宣传“大国兼香、真藏实窖”的品牌定位。其中，口子窖针对兼香518在央视和地方媒体大手笔投放单品广告，积极打造518全国性品牌势能。在线下消费者培育方面，针对政商务消费群体，口子窖连续多年举办“口子窖杯”高尔夫赛等活动，强化自身在中高端商务核心人群中的品牌感知度。此外，为营造兼香518全方位的宣传氛围，口子窖强化在合肥机场、停车场的户外广告投放，并不定期大量举办线下品鉴等。综合来看，口子窖近年来完成对渠道费用的回收之后，开始主导对品牌培育和消费者培育等方面的投入，全力打造兼香518全国性大单品。

表15：口子窖开始加大品牌宣传活动

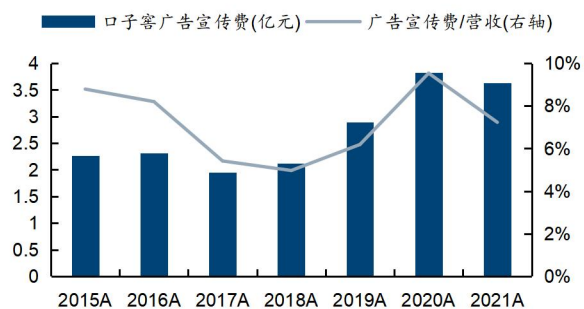
时间	口子窖品牌宣传活动
2014年	清风徐来·“口子窖杯”全国书画名家作品邀请展
2016-2017年	《跨越时光的坚守》系列活动
2018年	真藏实窖·“口子窖杯”全国书画名家作品邀请展
2020年	中央广播电视总台“品牌强国工程”
2020年至今	连续冠名《闪耀安徽》
2021至今	加大口子兼香518空中广告投放

2013 年至今

连续举办“口子窖杯”安徽省业余高尔夫赛

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 37：2019 年至今口子窖加大广告宣传费投



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图 38：2020 年口子窖加入央视品牌强国工程



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

## 盈利预测：改革成果逐渐显现，基本面或迎来拐点

**假设前提及未来三年业绩预测：23 年或将是公司改革的重要拐点之年，业绩弹性可期**

**核心假设：口子窖渠道改革如期推进，高端价位占比不断提升**

口子窖 2019 年开始系统性渠道改革，相继推出初夏、仲秋、兼香 518 等 200 元以上价位产品，同时开始聚焦渠道模式调整。过去口子窖采取的是大商模式，渠道费投权限的主导权在大商手里，容易出现渠道费用截留，进而造成产品结构升级缓慢。口子窖经过 3-4 年来的渠道调整，主要围绕以下几个维度展开：1) 导入新品兼香 518，引入半控价模式，强化厂家对费投的把握；2) 补齐合肥市场短板，搭建合肥营销中心，大力搭建地面业务团队；3) 大力发展团购渠道。预计 2023 年将是口子窖渠道改革力度和速度最大的一年，积极看好 200 元以上产品放量带来的业绩弹性。

**高档白酒（口子窖系列）：**口子窖系列是公司的主力系列产品，预计充分享受安徽省内消费升级以及渠道改革的双重红利。目前，兼香 518 在省内铺货进展良好，初夏&仲秋在 200-300 元价位持续壮大成长，口子 10 年/20 年在淮北、淮南、安庆等市场保持高速增长。从销量上看，预计 2022-2024 年，高档酒销量同比增长 3.2%/5.4%/3.0%。从吨价上看，预计 2022-2024 年，高档酒吨价同比提升 3.0%/5.0%/3.0%。从营收上看，预计 2022-2024 年，高档酒板块实现营收 50.78/56.17/59.61 亿元，同比增长 6.3%/10.6%/6.1%。

**中档白酒（口子美酒、口子坊）：**口子美酒/口子坊系列产品属于 100 元以内产品，营收占比相对较低，目前处于逐步收缩态势。从销量上看，预计 2022-2024 年，中档酒销量同比下滑 6.9%/7.8%/7.8%。从吨价上看，预计 2022-2024 年，中档酒吨价同比增长 2.0%/3.0%/2.0%。从营收上看，预计 2022-2024 年，中档酒实现营收 0.96/0.91/0.87 亿元，同比下滑 5.0%/5.0%/5.0%。

**低档白酒（口子酒系列）：**口子酒系列是公司的低档口粮酒产品，近年来处于持续萎缩状态，且营收占比相对较低。从销量上看，预计 2022-2024 年，低档酒销量同比下滑 6.9%/7.8%/7.8%。从吨价上看，预计 2022-2024 年，低档酒吨价同比增长 2.0%/3.0%/2.0%。从营收上看，预计 2022-2024 年，低档酒实现营收 0.84/0.80/0.76 亿元，同比下滑 5.0%/5.0%/5.0%。

### 费用率预测

1) **销售费用率：**考虑到后续口子窖持续进行渠道调整，并重新掌握渠道费投的主动权，我们预计销售费用率后续在规模效应等作用，假设 2022-2024 年销售费用率分别为 12.0%/12.0%/11.8%。

2) **管理费用率：**考虑到公司今年大力推进内部管理效能提升，我们预计 2022-2024 年公司管理费用率呈现相对稳定，分别为 5.0%/5.0%/5.0%。

3) **研发费用率：**考虑到公司持续进行白酒风味研究和产品研究，预计 2022-2024 年研发费用率保持相对稳定，分别为 0.3%/0.4%/0.4%。

4) **财务费用率：**由于公司有息负债较少，在手现金较为充沛，预计 2022-2024

年财务费用率维持在-0.5%/-0.6%/-0.7%左右。

表 16: 口子窖费用率预测假设条件

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入增长率	9.44%	-14.15%	25.37%	5.81%	10.09%	5.80%
毛利率	74.97%	75.17%	73.90%	73.92%	74.56%	74.67%
管理费用率	4.43%	5.50%	4.81%	5.00%	5.00%	5.00%
研发费用率	0.12%	0.45%	0.43%	0.33%	0.40%	0.39%
销售费用率	8.47%	13.62%	12.71%	12.00%	12.00%	11.80%
财务费用率	-0.3%	-0.2%	-0.3%	-0.5%	-0.6%	-0.7%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测及整理

## 盈利预测结果: 预计未来三年有望维持恢复式增长

我们从量价维度对分品类进行拆分, 具体分拆数据如下表所示:

表 17: 口子窖主营业务拆分及预测

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	42.69	46.72	40.11	50.29	53.21	58.57	61.97
YOY	18.5%	9.4%	-14.1%	25.4%	5.8%	10.1%	5.8%
毛利	31.75	35.03	30.15	37.16	39.33	43.67	46.28
YOY	20.9%	10.3%	-13.9%	23.3%	5.8%	11.0%	6.0%
高档白酒: 口子窖系列	40.60	44.23	38.38	47.77	50.78	56.17	59.61
YOY	21.7%	8.9%	-13.2%	24.5%	6.3%	10.6%	6.1%
毛利	30.72	33.73	29.32	35.92	38.17	42.50	45.10
中档白酒: 口子美酒、口子坊	0.92	0.97	0.51	1.01	0.96	0.91	0.87
YOY	-25.8%	5.4%	-47.3%	97.9%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
毛利	0.54	0.51	0.26	0.45	0.43	0.40	0.38
低档白酒: 口子酒系列	0.70	0.97	0.74	0.88	0.84	0.80	0.76
YOY	-20.5%	38.6%	-24.2%	20.1%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
毛利	0.10	0.35	0.17	0.25	0.23	0.22	0.21
其他业务	0.47	0.55	0.49	0.62	0.63	0.69	0.73
YOY	-13.0%	17.0%	-11.5%	26.9%	2.1%	10.1%	5.8%
毛利	0.38	0.43	0.40	0.55	0.50	0.56	0.59

资料来源: Wind、公司年报, 国信证券经济研究所整理

预计 2022-2024 年口子窖实现营业总收入 53.21/58.57/61.97 亿元, 同比增长 5.8%/10.1%/5.8%。预计 2022-2024 年公司实现归母净利润 17.09/19.00/20.30 亿元, 同比变动-1.1%/11.2%/6.9%, 对应 EPS 2.85/3.17/3.38 元。



## 估值分析与投资建议：锐意进取、成果可期

**绝对估值：57.75-64.27 元**

我们将公司分为显性期（2022-2024 年）、半显性期（2025-2031 年）和永续期（2032 年起）三个阶段，采取 FCFF 估值法来反映公司内在价值。

1) **显性期（2022-2024 年）**：参考前文盈利预测，我们预计 2022-2024 年营收实现增长 5.8%/10.1%/5.8%，预计 2022-2024 年归母净利润同比-1.1%/11.2%/6.9%。

2) **半显性期（2025-2031 年）**：假设公司营收增速逐年衰减至 5%左右。

3) **永续期（2032 年起）**：白酒消费具有社会性和个人双重属性，同时受益于我国特有的礼仪文化，白酒需求具有较强的韧性。白酒作为高端品，从历史数据看，具有较强的提价能力且能大幅跑赢同期通胀水平。其次，白酒企业品牌壁垒较强，行业竞争格局较为稳固。综合来看，我们预测 FCFF 永续增长率为 2.5%。

表 18：口子窖 FCFF 估值中盈利预测假设

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入增长率	9.44%	-14.15%	25.37%	5.81%	10.09%	5.80%	4.80%	4.80%	4.80%	4.80%
营业成本/营业收入	25.03%	24.83%	26.10%	26.08%	25.44%	25.33%	25.33%	25.33%	25.33%	25.33%
管理费用/营业收入	4.43%	5.50%	4.81%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
研发费用/营业收入	0.12%	0.45%	0.43%	0.33%	0.40%	0.39%	0.37%	0.39%	0.38%	0.38%
销售费用/销售收入	8.47%	13.62%	12.71%	12.00%	12.00%	11.80%	11.80%	11.80%	11.80%	11.80%
营业税及附加/营业收入	15.20%	15.35%	15.28%	15.28%	15.30%	15.29%	15.29%	15.29%	15.29%	15.29%
所得税税率	24.30%	23.59%	26.97%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
股利分配比率	52.32%	70.55%	41.47%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测及整理

**资本成本假设**：无风险利率我们选取 10 年期国债利率 2.89%，股票市场风险溢价 6.0%，债务成本采取 5.0%。基于以上假设，口子窖 WACC 约 8.47%。

表 19：口子窖 WACC 假设

无杠杆 Beta	0.93	T	25.00%
无风险利率	2.89%	Ka	8.47%
股票风险溢价	6.0%	有杠杆 Beta	0.93
公司股价（元）	59.98	Ke	8.47%
发行在外股数（百万）	600	E/(D+E)	100%
股票市值(E, 百万元)	35988	D/(D+E)	0%
债务总额(D, 百万元)	0	WACC	8.47%
Kd	5.00%	永续增长率（10 年后）	2.5%

资料来源：国信证券经济研究所预测及整理

**FCFF 估值**：我们选取 FCFF 估值法对口子窖进行绝对估值，测算 WACC 为 8.47%，永续增长率按 2.5%计算，预计公司的内在每股价值约 57.75-64.27 元，对应市值约 347-386 亿元。

表 20：口子窖 FCFF 估值法敏感性分析

敏感性分析		WACC 变化				
		8.1%	8.3%	8.47%	8.7%	8.9%
永续	3.1%	70.03	67.36	64.89	62.60	60.47

增长率变化	2.9%	68.27	65.76	63.43	61.26	59.24
	2.7%	66.65	64.27	62.07	60.01	58.09
	2.5%	65.13	62.89	60.80	58.85	57.01
	2.3%	63.73	61.60	59.61	57.75	56.00
	2.1%	62.42	60.40	58.50	56.72	55.05
	1.9%	61.19	59.26	57.46	55.76	54.16

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测及整理

## 相对估值：63.19–69.65 元

口子窖作为安徽省内白酒龙头，持续享受省内白酒消费升级以及自身渠道改革的双重红利。从 PE 估值维度，我们选取了古井贡酒、迎驾贡酒、金徽酒等行业内可比公司，2023 年行业 PE 估值中枢在 25X 左右。我们预计 2022–2024 年，口子窖的 PE 水平在 17.7/16.3/15.2X，考虑到口子窖 200 元以上产品的持续放量、省内消费升级以及自身渠道改革的持续推进，我们给予 2023 年 20–22X 估值水平，对应目标价 63.19–69.65 元，对应目标市值约 380–420 亿元，预计当下公司估值仍有一定修复空间。

图 39：口子窖可比公司估值表（截至 2022 年 12 月 30 日）

股票代码	公司	市值 (亿元)	收盘价 (元)	市盈率				EPS				ROE			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
002304.SZ	洋河股份	2,191	160.50	32.01	25.20	20.82	17.53	5.01	6.37	7.71	9.16	18.5%	20.1%	21.3%	21.9%
000596.SZ	古井贡酒	1,289	266.90	59.98	46.73	36.81	29.79	4.45	5.71	7.25	8.96	17.3%	16.2%	18.0%	19.2%
603369.SH	今世缘	549	50.90	31.45	25.69	20.78	16.90	1.62	1.98	2.45	3.01	23.1%	22.5%	22.9%	23.3%
603198.SH	迎驾贡酒	405	62.78	36.29	28.65	23.11	19.04	1.73	2.19	2.72	3.30	24.9%	25.0%	25.9%	26.1%
603919.SH	金徽酒	117	26.75	41.80	37.92	28.29	22.36	0.64	0.71	0.95	1.20	11.3%	11.1%	13.6%	15.3%
中位数				36.29	28.65	23.11	19.04								
均值				40.31	32.84	25.96	21.12								
603589.SH	口子窖	346	57.67	20.03	20.25	18.22	17.04	2.88	2.85	3.17	3.38	20.9%	18.8%	18.9%	18.3%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：其他公司采用 Wind 一致预期；收盘价采取 2022 年 12 月 30 日数据

## 投资建议：改革成果有望逐渐显现，低估值拐点型优秀投资品种

**安徽省内白酒消费换挡加速，200–300 元价位迅速崛起。**从白酒消费升级的传导周期来看，2022–2023 年将是区域酒企消费升级的大年。安徽市场近三年来持续受益于长三角协同发展和“专精特新”产业的持续发展，合肥白酒主流价格带升级至 300 元左右，其他地级市升级至 200 元价位。从业绩边际变化上，安徽区域酒企消费升级的边际斜率快于苏酒，同时在马太效应的作用下，预计古井贡酒、口子窖、迎驾贡酒等区域龙头酒企将较大享受省内消费升级的红利。

**口子窖 2019 年开始渠道调整，预计 2023 年将收割改革红利。**过去口子窖最大的问题在于大商制下渠道费投失效，造成消费者培育和产品结构升级不及预期。2019 年开始，口子窖开始陆续推出初夏、仲秋、兼香 518 等新品，围绕 200 元以上价位带持续发力。在渠道调整上，口子窖开始着手由厂家主导渠道费用投放方向，强化对团购渠道的培育。在人员架构上，口子窖开始增加地面营销团队，搭建合肥营销中心，补齐合肥市场短板。口子窖经过 4 年左右的渠道模式调整，预计 2023 年将进入产品结构升级的正反馈循环。

兼香 518 等高线产品导入好于预期，持续看好产品结构升级红利释放。口子窖显著的边际变化便是开始布局 300 元以上次高端价位段，口子窖于 2021 年 5 月推出定位 500 元的兼香 518，积极布局徽酒下一升级风口。在渠道铺设方面，兼香 518 的运作更多依靠直营渠道&团购渠道&重点终端，强化费投的精准性和有效性。2021 年，兼香 518 实现 4 个亿左右销量，预计 2023 年在团购渠道的持续铺设的推动下有望实现超预期。

综合来看，我们预计 2022-2024 年口子窖实现营业总收入 53.21/58.57/61.97 亿元，同比增长 5.8%/10.1%/5.8%。预计 2022-2024 年公司实现归母净利润 17.09/19.00/20.30 亿元，同比变动-1.1%/12.2%/6.9%，对应 EPS 2.85/3.17/3.38 元。考虑到口子窖渠道改革有序推进，兼香 518 等高线产品动销较好，我们给予 2023 年 20-22X PE 估值水平，对应目标价 63.19-69.65 元，对应目标市值约 380-420 亿元，给予“买入”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 63.19-69.65 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.89%、风险溢价 6.0%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2.5%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的古井贡酒、洋河股份、今世缘、金徽酒、迎驾贡酒等酒企相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2023 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的成长性，在行业平均 PE 的基础上，最终给予公司 23 年 20-22X 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

### 盈利预测的风险

我们假设公司未来三年收入增长 5.8%/10.1%/5.8%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来三年业绩的风险。

我们预计公司未来三年毛利率分别为 73.9%/74.6%/74.7%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来三年盈利预测值高于实际值的风险。

### 市场风险

**安徽省内白酒竞争加剧。**安徽白酒市场份额较为集中，古井贡酒在省内市占率较高且对于渠道的掌控力较强。其次，迎驾贡酒的洞藏系列在 2021 年高势能崛起，在合肥和六安等市场发展势头显著。最后，合肥市场是引领省内消费升级的“牛鼻子”，但是目前口子窖在合肥市场进展相对较缓，且古井贡酒和迎驾贡酒预计将持续加强在合肥市场的费用投放。

**渠道改革或不及预期。**口子窖过去发展滞缓的主要原因就是大商制下的费用管控失效，进而导致产品结构升级较为缓慢。目前，口子窖体系内的大商对于渠道把控力的话语权较大，短时间内厂家或难以实现费用回收。其次，口子窖直接将过去的二批商发展成团购商，但是短期内或面临区域性大商的博弈加剧。

**团队执行力或不及预期。**口子窖过去过多地依靠大商进行渠道管控和终端客情维护，短期内难以组建出一支强执行力的地面部队。



## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1504	1881	3012	3623	4628	营业收入	4011	5029	5321	5857	6197
应收款项	707	614	775	867	859	营业成本	996	1312	1388	1490	1569
存货净额	2879	3541	3536	4074	4207	营业税金及附加	616	768	813	896	947
其他流动资产	32	37	41	45	47	销售费用	546	639	638	703	731
<b>流动资产合计</b>	<b>6623</b>	<b>6829</b>	<b>8121</b>	<b>9365</b>	<b>10497</b>	管理费用	233	254	287	314	331
固定资产	2600	3265	3255	3266	3270	研发费用	18	22	18	24	24
无形资产及其他	435	529	508	487	465	财务费用	(16)	(11)	(24)	(33)	(41)
投资性房地产	148	407	407	407	407	投资收益	53	42	48	45	46
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	17	19	25	20	22
<b>资产总计</b>	<b>9806</b>	<b>11031</b>	<b>12291</b>	<b>13525</b>	<b>14640</b>	其他收入	(19)	234	(18)	(24)	(24)
短期借款及交易性金融负债	0	4	0	0	0	营业利润	1687	2361	2274	2529	2703
应付款项	728	738	872	962	968	营业外净收支	(18)	4	4	4	4
其他流动负债	1699	1878	2125	2297	2367	<b>利润总额</b>	<b>1670</b>	<b>2365</b>	<b>2278</b>	<b>2533</b>	<b>2707</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2427</b>	<b>2620</b>	<b>2997</b>	<b>3259</b>	<b>3335</b>	所得税费用	394	638	570	633	677
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	141	161	191	213	237	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1276</b>	<b>1727</b>	<b>1709</b>	<b>1900</b>	<b>2030</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>141</b>	<b>161</b>	<b>191</b>	<b>213</b>	<b>237</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>负债合计</b>	<b>2568</b>	<b>2781</b>	<b>3188</b>	<b>3472</b>	<b>3572</b>	净利润	1276	1727	1709	1900	2030
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(3)	3	2	0	0
股东权益	7239	8249	9104	10053	11069	折旧摊销	154	179	156	194	202
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>9806</b>	<b>11031</b>	<b>12291</b>	<b>13525</b>	<b>14640</b>	公允价值变动损失	(17)	(19)	(25)	(20)	(22)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	财务费用	(16)	(11)	(24)	(33)	(41)
每股收益	2.13	2.88	2.85	3.17	3.38	营运资本变动	(539)	(585)	251	(349)	(27)
每股红利	1.50	1.19	1.42	1.58	1.69	其它	3	(3)	(2)	(0)	(0)
每股净资产	12.06	13.75	15.17	16.76	18.45	<b>经营活动现金流</b>	<b>874</b>	<b>1302</b>	<b>2091</b>	<b>1723</b>	<b>2184</b>
ROIC	23.94%	22.70%	23%	25%	25%	资本开支	0	(890)	(102)	(163)	(164)
ROE	17.62%	20.94%	19%	19%	18%	其它投资现金流	834	745	0	0	0
毛利率	75%	74%	74%	75%	75%	<b>投资活动现金流</b>	<b>834</b>	<b>(145)</b>	<b>(102)</b>	<b>(163)</b>	<b>(164)</b>
EBIT Margin	40%	40%	41%	41%	42%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	44%	44%	44%	45%	45%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-14%	25%	6%	10%	6%	支付股利、利息	(900)	(716)	(854)	(950)	(1015)
净利润增长率	-26%	35%	-1%	11%	7%	其它融资现金流	63	652	(4)	0	0
资产负债率	26%	25%	26%	26%	24%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(1737)</b>	<b>(780)</b>	<b>(858)</b>	<b>(950)</b>	<b>(1015)</b>
股息率	2.6%	2.1%	2.5%	2.7%	2.9%	<b>现金净变动</b>	<b>(29)</b>	<b>377</b>	<b>1131</b>	<b>611</b>	<b>1005</b>
P/E	27.1	20.0	20.3	18.2	17.0	货币资金的期初余额	1533	1504	1881	3012	3623
P/B	4.8	4.2	3.8	3.4	3.1	货币资金的期末余额	1504	1881	3012	3623	4628
EV/EBITDA	21.2	16.9	16.2	14.5	13.7	企业自由现金流	0	189	1938	1504	1957
						权益自由现金流	0	841	1953	1529	1988

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032