



## 增持（首次）

所属行业：食品饮料/饮料制造  
当前价格(元)：60.63

### 证券分析师

熊鹏

资格编号：S0120522120002

邮箱：xiongpeng@tebon.com.cn

### 研究助理

### 相关研究

# 口子窖（603589.SH）首次覆盖：渠道改革稳步推进，新品有望持续发力

## 投资要点

- 口子窖发展基础好，激励计划添翼助力。**公司建立于 1949 年，七十多年的发展使得口子窖在酿酒工艺、人力资源、产品布局、产能建设方面有了深厚的经验储备。2015-2022 年公司营收复合增速 10.3%，归母净利润复合增速 14.4%，业绩稳定增长，23Q1 营收/归母净利润分别同比增长 21.4%/10.4%，增长表现优异。2023 年 4 月公司推出股权激励计划，预计将有效激发管理、业务团队的积极性，提高经营效率，对公司业绩增长发挥长期的积极作用。
- 安徽省内市场扩容增长，份额向头部集中。**近年来安徽重点发力优势制造业，已经在新能源汽车、集成电路等工业领域拥有产业集群优势，安徽经济增长滋养白酒市场发展。根据安徽省出台的白酒行业政策计划，安徽白酒企业在 2025 年将实现营收 500 亿的目标，其中徽酒销售额前三的企业预期实现共计超过 400 亿的营收规模，品牌龙头聚集效应预计将继续强化。
- 新品打开高端化新局面，改革推进渠道扁平化。**2023 年公司发布“兼系列”新品，兼 10/20/30 分别锁定 400/600/1000 价格带，积极参与省内次高端竞争。未来有望开辟公司价位升级道路，进一步提升口子窖盈利能力和品牌定位。同时，公司推进渠道改革，在省内推动渠道扁平化发展，制定“团购渠道为主”策略，扩大消费群体；省外采用重点市场突破方式，加大省外招商和选商力度，不断扩大省外市场增长面，提高省外市场盈利能力。渠道改革将加强公司在销售链条中的控制能力和市场组织能力，提升经营效率。
- 投资建议：**预计 23-25 年公司营业收入分别为 60.72/70.17/80.76 亿元，同比增速为 18.24%/15.57%/15.09%。预计归母净利润分别为 18.39/21.66/25.73 亿元，同比增速为 18.61%/17.82%/18.77%。我们认为公司仍将受益安徽市场扩容，随着改革的稳步推进，盈利能力有望持续上行，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：**新品推广不及预期风险，竞争加剧风险，宏观经济环境调整风险

## 股票数据

总股本(百万股):	600.00
流通 A 股(百万股):	596.87
52 周内股价区间(元):	39.41-72.40
总市值(百万元):	36,378.00
总资产(百万元):	11,785.03
每股净资产(元):	15.73

资料来源：公司公告

## 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,029	5,135	6,072	7,017	8,076
(+/-)YOY(%)	25.4%	2.1%	18.2%	15.6%	15.1%
净利润(百万元)	1,727	1,550	1,839	2,166	2,573
(+/-)YOY(%)	35.4%	-10.2%	18.6%	17.8%	18.8%
全面摊薄 EPS(元)	2.88	2.58	3.06	3.61	4.29
毛利率(%)	73.9%	74.2%	74.7%	75.3%	75.8%
净资产收益率(%)	20.9%	17.4%	18.7%	19.7%	20.4%

资料来源：公司年报（2021-2022），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

## 内容目录

1. 口子窖：历久弥新的口子，独具匠心的兼香 .....	5
1.1. 历史复盘：年份系列奠定基础，高端兼香开辟未来 .....	5
1.2. 产品价位带布局完善，结构升级态势良好 .....	8
1.3. 股权结构清晰稳定，激励计划添翼助力 .....	11
2. 安徽酒市：区域经济向好，扩容升级加速 .....	15
2.1. 经济基础扎实，政策导向支持 .....	15
2.2. 竞争格局：从“群星闪耀”到“一超多强” .....	18
3. 稳扎稳打建基础，深化改革谋发展 .....	22
3.1. 品牌：底蕴加持，宣传发力，亮点突出 .....	22
3.2. 产品：兼系列升级或将续创辉煌 .....	24
3.3. 渠道：经销商改革深化，省内扁平下沉，省外重点突击 .....	26
4. 盈利预测与估值 .....	28
4.1. 盈利预测 .....	28
4.2. 相对估值 .....	29
5. 风险提示 .....	30

## 图表目录

图 1：口子窖发展历程 .....	5
图 2：“盘中盘”营销示意图 .....	6
图 3：2006 年口子股份变为民营企业 .....	6
图 4：上市后省内省外营收业绩增速都有亮眼表现 .....	7
图 5：口子酒业股份有限公司历史沿革 .....	7
图 6：口子窖兼香工艺特点 .....	9
图 7：口子古镇被划为原产地保护范围 .....	10
图 8：保护区气候条件适于酿酒 .....	10
图 9：2016-2022 年半成品酒复合增长率约为 11.1% .....	10
图 10：口子窖产业园二期累计投入（亿元）和项目进展 .....	10
图 11：口子窖股权结构图（截至 2023 年 3 月 31 日） .....	12
图 12：安徽 GDP 增速自 2008 年起长期高于全国 GDP 增速 .....	15
图 13：安徽常住人口增长扩容消费市场 .....	15
图 14：安徽人均可支配收入逐年上升（单位：万元/人） .....	16
图 15：安徽社会消费水平逐年提升 .....	16
图 16：安徽烟酒消费价格提升 .....	16
图 17：安徽饮酒力全国第三（单位：两/人） .....	16

图 18: 安徽固定资产投资增长领先全国整体水平 .....	16
图 19: 安徽工业产值增长增速基本高于全国整体水平 .....	16
图 20: 安徽白酒产量发展历程 (单位: 万千升) .....	18
图 21: 四家上市徽酒企业业绩表现 (单位: 亿元) .....	18
图 22: 进入 21 世纪后中国白酒消费档次升级 .....	19
图 23: 徽酒品牌分布情况 .....	19
图 24: 徽酒“两强”竞争激烈 (单位: 亿元) .....	20
图 25: 徽酒“四杰”营收规模差距拉大 (单位: 亿元) .....	20
图 26: 徽酒头部企业营收未来有望实现高速增长 (单位: 亿元) .....	21
图 27: 口子窖线上宣传矩阵完善 (截至 2023 年 8 月) .....	23
图 28: 口子窖最新品牌宣传广告形象 .....	23
图 29: 口子窖广告投入增加 (单位: 亿元) .....	23
图 30: 销售费用投入增加 (单位: 亿元) .....	23
图 31: 口子窖促销力度明显加大 (单位: 亿元) .....	24
图 32: 销售费用向促销活动倾斜 (单位: 亿元) .....	24
图 33: 白酒主要香型在人群中的渗透率 .....	25
图 34: 口子窖品质再升级主要内容 .....	25
图 35: 口子窖吨价稳定提升 (单位: 万元/千升) .....	25
图 36: 口子窖高档、低档产品销量 (单位: 千升) .....	25
图 37: 口子窖拥有充足的白酒库存 (单位: 万千升) .....	26
图 38: 省内外经销商数量 (单位: 家) .....	26
图 39: 单个经销商收入 (单位: 万元) .....	26
图 40: 省内经销商数量变化 (单位: 家) .....	27
图 41: 省外经销商数量变化 (单位: 家) .....	27
图 42: 直销收入自 2017 年起逐年提升 (单位: 万元) .....	27
图 43: 直销渠道毛利率明显高于代理渠道 .....	27
图 44: 口子窖省外营业收入稳健增长 (单位: 亿元) .....	28
图 45: 口子窖省内外毛利率 .....	28
表 1: 21 世纪初口子窖主要产品定价 .....	5
表 2: 2005 年主要销售市场情况 .....	6
表 3: 口子窖主要产品 (截至 2023 年 6 月) .....	8

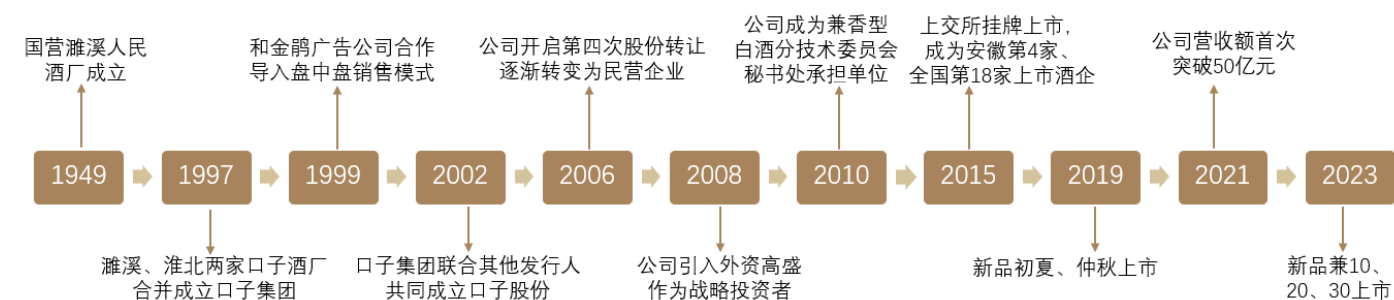
表 4: 口子窖一企三园布局 .....	11
表 5: 口子窖产能建设项目梳理 .....	11
表 6: 公司十大股东 (截至 2023 年 3 月 31 日) .....	12
表 7: 口子窖是少有的上市民营酒企 .....	12
表 8: 公司股权激励计划授予对象 .....	14
表 9: 口子窖股权激励考核要求 .....	14
表 10: 《安徽省有效投资专项行动方案 (2023)》主要内容 .....	17
表 11: 《促进安徽白酒产业高质量发展的若干意见》主要内容 .....	17
表 12: 口子窖在发展过程中获得多项荣誉认可 .....	22
表 13: 口子窖广告用语贴合营销策略 .....	23
表 14: 2023 年口子窖发布兼系列新品 .....	25
表 15: 口子窖主营业务拆分及预测 .....	29
表 16: 口子窖可比公司估值表 .....	29

## 1. 口子窖：历久弥新的口子，独具匠心的兼香

### 1.1. 历史复盘：年份系列奠定基础，高端兼香开辟未来

安徽口子酒业股份有限公司，是新中国建立后第一批白酒企业，地处隋唐大运河文化带和黄淮河名酒带，是国家酿酒重点骨干企业。公司前身为 1949 年创立的“国营濉溪人民酒厂”，后在老濉河东岸的“祥兴泰”、“协源公”等古酒坊的基础上进行扩建。1997 年濉溪、淮北两家口子合并成立口子集团，打开口子酒发展新局面，此后口子酒快速发展，逐渐成为了徽酒标杆，2015 年成功上市，成为全国第 17 家上市酒企。公司多年来聚焦白酒产业，自设立以来从未改变白酒这一主营业务，深耕兼香白酒，营销方式不断创新，曾荣获“中国驰名商标”、“中华老字号”等多项荣誉。

图 1：口子窖发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，《口子酒志》等，德邦研究所

**1997-2005 年：两厂合并，盘中盘引领白酒营销。**1997 年前，口子酒虽然有了一定的知名度，但是当时白酒行业低迷，发展较慢，此外，由于安徽省内同时存在濉溪、淮北两个口子酒厂，双方竞争多年，难分胜负，造成口子整体乏力。为了挽救口子酒品牌，1997 年在时任淮北市政府领导下二厂合并，成立了“安徽口子集团公司”，后续还提出了“一年合厂，两年合力，三年合心”的合作目标，合并后的口子窖拥有 2 亿左右的销售额，产量数量近 200 种。1998 年公司推出一款常青单品——口子窖 5 年，定价 78 元（后调整为 68 元/瓶），共有 5 种度数 45 种规格，牢牢把控安徽白酒中档价位。1999 年口子窖正式与金鹏广告公司开始合作营销，后续发掘了“社交饮酒”概念，并导入了“盘中盘”模式。2000 年左右公司提出“等高线城市开发”战略，进军市场水平相似的省外市场，复制盘中盘模式，随后口子窖在安徽省内以及省外的南京、西安等地都取得了不俗的战绩，成为了全国知名的白酒品牌。2002 年，为了更好地建立现代化企业制度，安徽口子集团公司以其经营性净资产联合其他 17 位发起人发起设立原安徽口子酒业股份有限公司。2005 年，口子窖实现约 9 亿元的销售业绩，发展进入相对平稳阶段。这一时期公司还完成了两次股权转让，口子集团的持有股权被转让给刘安省和徐进等公司高管，开启逐步过渡成为民营企业的进程。

表 1：21 世纪初口子窖主要产品定价

	口子窖系列			口子坊系列			老口子
	5 年窖	10 年窖	20 年窖	珍品	精品	佳品	
到岸价	55	98	168	32	18	10	31.5
经销商供酒店价	70-78	128	198-268	58	38	18	58
酒店终端价	省外 128 左右， 省内 98-108	省外 198-218， 省内 198-208	398	88	58	38	78-88
商超终端价	75-78	198		58-68	38	18-20	68

资料来源：糖酒烟周刊《口子窖成长背后》（崔旭超 曹长龙），德邦研究所



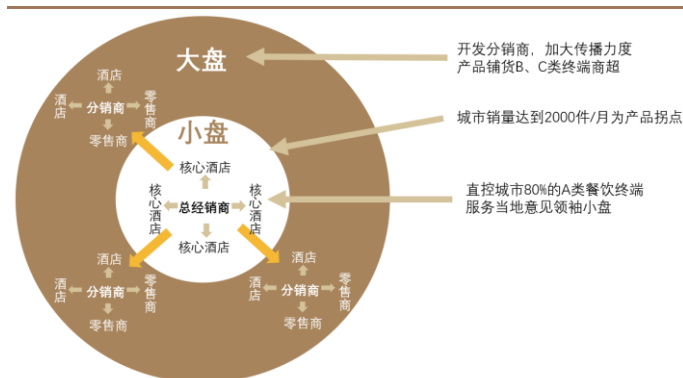
表 2：2005 年主要销售市场情况

市场	安徽	江苏	西安	山东	北京	长沙	武汉	其他
年销售额	3.2 亿 (安庆 6000 万， 芜湖 4000 万)	1 亿+ (南京销售额 占比约 80%)	1 亿 (包括天驹公司代理的 陕西、青海、宁夏三省)	6000 万	4000 万	3000 万	1500 万	约 2 亿

资料来源：糖烟酒周刊《口子窖成长背后》（崔旭超 曹长龙），德邦研究所

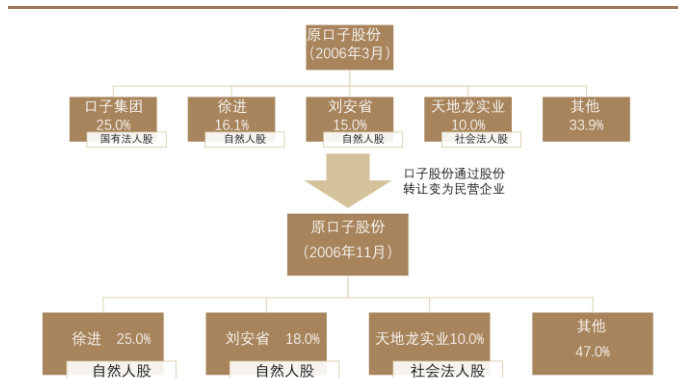
**2006-2014 年：竞争激烈主力回流省内，公司改制打好上市基础。**公司于 2006 年 11 月将占比约 25%的所有国有股份转让给原口子股份原股东，自此公司股东不再包含国有法人，正式成为民营酒企。口子窖“盘中盘”营销的成功引发众多酒企模仿，白酒行业渠道竞争愈发激烈，同时安徽主流价格带随着社会经济水平发展来到 80 元以上，综合考虑后公司战略收缩，重新聚焦省内市场。2009 年，口子窖实现营收 20 亿元。2011 年，公司推出口子窖 6 年补位百元产品价格带，同时引入外资高盛作为战略投资者，增资 2.15 亿元，2011 年公司改制为外商投资股份有限公司。产能方面，口子窖自 2008 年起投资建设的口子工业园于 2010 年建成投产，并且在 2012 年实现万吨产能。但自 2012 年起，国家出台“八项规定”对政府三公消费严格管理，部分消费场景缺失，白酒行业进入调整期，加上省外市场遭受挤压，口子窖的营业收入从 2012 年的 25 亿元下降至 2014 年的 22.6 亿元。

图 2：“盘中盘”营销示意图



资料来源：酒业家，德邦研究所

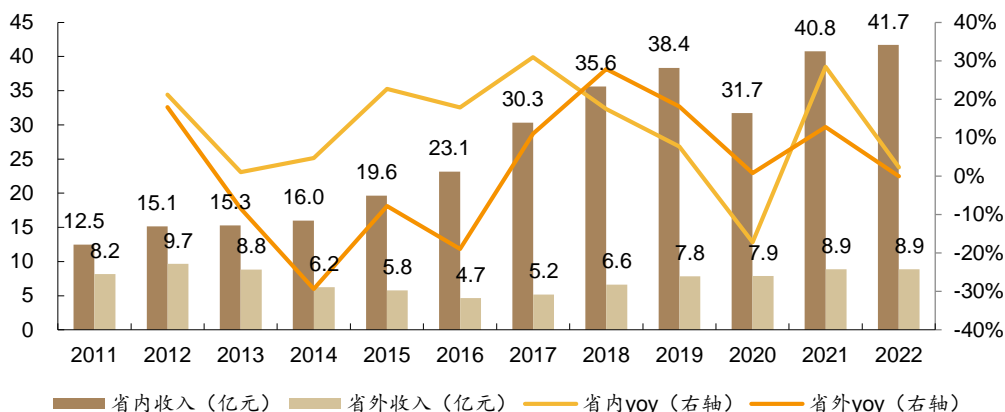
图 3：2006 年口子股份变为民营企业



资料来源：口子窖招股说明书，德邦研究所

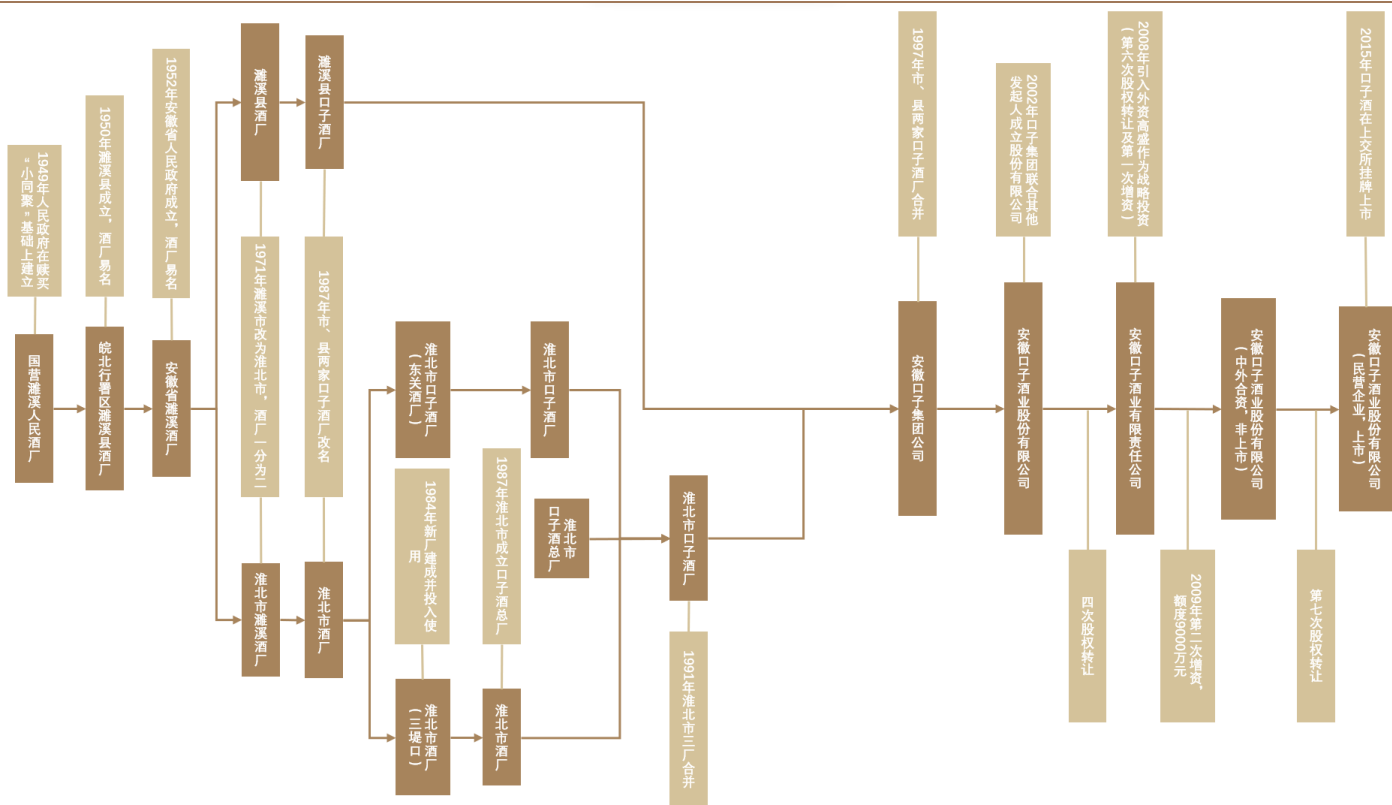
**2015-2019 年：上市打开新阶段，公司营销精准出击。**2015 年 4 月公司完成上市前最后一次股权转让，6 月在上交所挂牌上市，成为全国第 17 家、安徽第 4 家上市白酒企业。营销方面公司积极推进改革，实行“一地一策”式精准营销，厂商共建，并且在 2018 年开启外派省内经销商。这一时期省内营收保持较高增速，2015-2019 年内复合增速高达 18%；省外营收在 2016-2019 年扭转跌势，恢复上升节奏，复合增速超过 18.8%，其中 2018 年营收增速达到 28%。2019 年公司提出以京津为形象，苏、沪、浙、鲁、豫为重点，板块化布局西北，点状化发展重点市场，同时省内继续市场下沉，进军县乡市场。得益于公司前期的产品价位布局，较好地承接了安徽省内消费升级，公司营业收入在 2019 年突破 46.7 亿元。公司还在 2019 年推出初夏珍储、仲秋珍储两款新品完善产品矩阵，定位 200-300 元和 300-400 元次高端价格带。但与此同时，公司大商制所导致的终端控制力弱、大商改革积极性不高等问题也对公司发展产生了一定制约，公司急需做出改变。

图 4：上市后省内省外营收业绩增速都有亮眼表现



资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

图 5：口子酒业股份有限公司历史沿革















资料来源：口子窖招股说明书，《口子酒志》等，德邦研究所

**2020 年至今：渠道改革进入改革深水，高端目标开启新发展。**疫情使白酒消费机会减少，2020 年公司营收下降 14%至 40 亿元。公司加大改革力度，积极调整战略方向，继续建设省内省外市场，提出“团购渠道为主渠道、政商务用酒为主产品”的策略，扁平化经销团队，2021 年营收回升突破 50 亿元大关。为应对高价位产品竞争，口子窖在 2021 年推出新品兼香 518，定价 518 元，主打次高端团购渠道。2022 年公司提出了“中国兼香高端白酒第一品牌”的发展定位，全面推进营销改革，加快市场建设，2023 年再推出新品兼 10、兼 20、兼 30，承接原有年份酒升级，突出兼香特色，实现品类引领创新。






## 1.2. 产品价位带布局完善，结构升级态势良好

口子窖中、高档白酒以年份酒、珍储、兼系列为主。口子窖年份系列以年份数为吸引点，直观传达酒质区别，其中口子窖五年型更是为公司发展立下汗马功劳，在徽酒市场长青十多年。2019年新推出的初夏、仲秋两款珍储产品是近年来推出的首款战略新品，进一步完善了产品价位带的布局；兼香 518 是口子窖首次用“兼香”命名新品，于 2021 年 5 月 18 日上市，定价 518 元，参与高线次高端价格带的竞争；公司还在 2023 年隆重推出高端新品兼 10、兼 20、兼 30，显露兼香风采的同时，也承接 10 年、20 年等年份酒的市场升级。口子窖的产品矩阵充分体现了公司冲击高线市场的计划与决心。2022 年公司高档白酒销售收入占比已经超过 96%，构成主要营收，同时，口子窖也布局了老口子、口子坊等百元以内的低线产品，迎合各个消费层次的市场需求。

表 3：口子窖主要产品（截至 2023 年 6 月）

定位	产品	香型	度数 (%vol)	容量 (毫升)	售价 (元/瓶)	推出时间	示意图
高端	口子窖兼 30	兼香	50	500	1818	2023	
		兼香	41	500	1688	2023	
	口子窖三十年型	兼香	50	500	1505	2011	
	口子窖兼 20	兼香	50	500	698	2023	
		兼香	41	500	658	2023	
	口子窖二十年型	兼香	50	500	618	2004	
		兼香	41	500	538	2004	
	兼香 518	兼香	51.8	518	588	2021	
	口子窖兼 10	兼香	50	500	498	2023	
		兼香	41	500	468	2023	
次高端	口子窖十年型	兼香	50	500	408	2000	
		兼香	41	500	368	2000	
	仲秋珍储	兼香	41	500	398	2019	
	初夏珍储	兼香	41	500	308	2019	
	小池窖特酿	兼香	52	500	268	2009	
		兼香	41	500	228	2009	
中端	濉溪大曲 (复刻版)	兼香	50	500	229	2021	
	口子窖六年型	兼香	52	450	218	2011	
		兼香	41	450	178	2011	

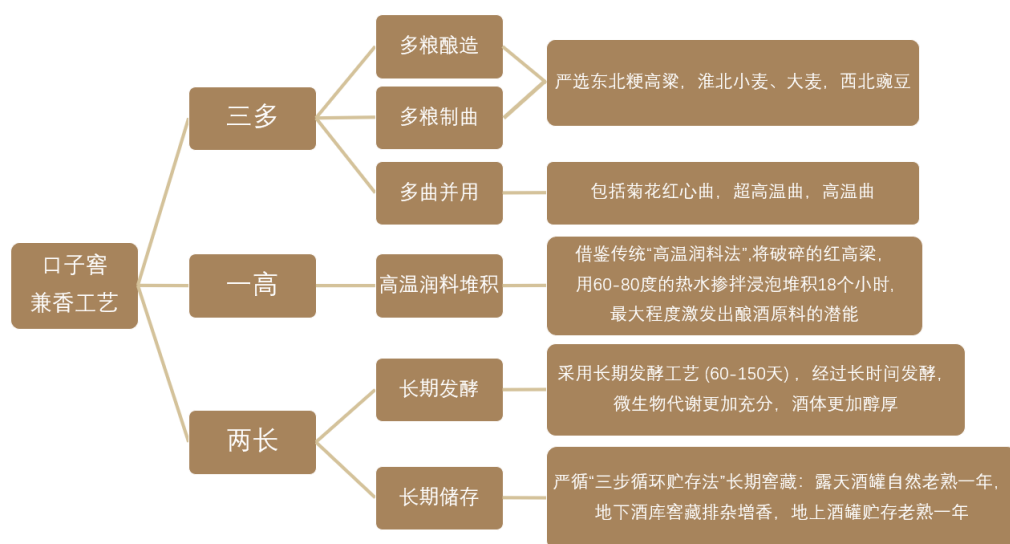


	御尊口子窖	兼香	41	450	158	2004		
	口子窖五年型	兼香	52	400	148	1998		
		兼香	46	500	135	1998		
		兼香	40.8	400	125	1998		
低端	老口子系列·濉溪老口子	兼香	42	450	100	2000		
	口子坊系列·口子红坊	兼香	41	500	88			
	口子坊系列·口子金坊	兼香	41	500	98			

资料来源：公司官网，京东，《口子酒志》等，德邦研究所

**非凡兼香工艺给予口子独特魅力。**2021年5月发布的新版《白酒工业术语》国标中明确了包括兼香型在内的中国白酒十二大香型，同年发布的《白酒质量要求 第8部分：浓酱兼香型白酒》国标，安徽口子酒业也是起草单位之一，这标志着兼香型白酒生产的规范化以及口子窖在兼香白酒中的领先地位。口子窖酿酒历史溯源悠久，拥有独创的“一步法兼香工艺”，融合酱香、浓香、清香、芝麻香、豌豆香等多种香型为一体，形成奇妙的兼香体验。工艺方面，口子窖以“三多一高两长”为酿造特点，“百年窖泥”为底蕴：具体是指多粮酿造、多粮制曲、多曲并用，高温润料堆积，长期发酵、长期储存的核心工艺，以及始建于元末明初百年老窖所富集的近千种微生物和特有菌落。口子窖对工艺的坚守，赋予了口子酒“香而不艳、绵而不淡”的口感和“无色透明，窖香馥郁典雅，绵甜醇厚，酒体丰富，余味悠长”的感官体验。近年来，口子窖的产品更加重视自身的兼香特色，在产品名称、宣传口号的等方面重点突出，以期带动整个兼香市场升级扩容。

图 6：口子窖兼香工艺特点

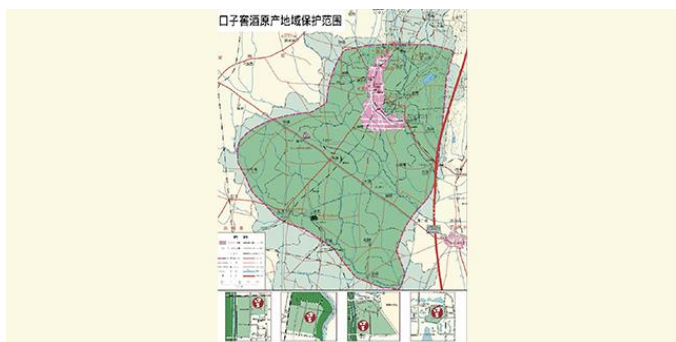


资料来源：公司官网，德邦研究所

**气候赋地利，大师守人和。**口子窖长久不衰，历久弥新的奥秘不只有工艺传承，更离不开原产地优越的自然环境和坚守匠心的白酒大师。2002年口子窖被评选为中国首个兼香型白酒“地理标志保护产品”，安徽淮北濉溪县的口子古镇

被划为原产地保护范围，这块区域地处中纬度地区，四季分明，气候温和，平均气温 14.6 摄氏度，平均降雨量 854.8 毫米，在温度和湿度指标上都为微生物生长培养提供了良好的自然条件。淮北地区夏季的高温有利于制作口子窖所需的高温曲，这正是口子窖独特兼香的来源。口子窖还拥有杰出的酿酒大师，公司董事张国强是首届中国酿酒大师，担任多届白酒国家评委，他带领口子酿酒团队于 1998 年研制出“兼香型”五年型口子窖酒，具有突破性意义；公司董事、董秘徐钦祥是第三届中国酿酒大师，领导口子酿酒团队构建并完善了“三多一高两长”的兼香工艺，创造了口子窖现代化生产管理体系，在 2010 年出任中国白酒标准化技术委员会兼香型白酒分技术委员会委员。目前，口子窖酿酒大师已经传承三代，拥有国家级白酒评委 6 人，省级白酒评委 16 人，科研技术队伍近 200 人，为口子窖的生产提供了强大的人力资源保障。

图 7：口子古镇被划为原产地保护范围



资料来源：公司官网，德邦研究所

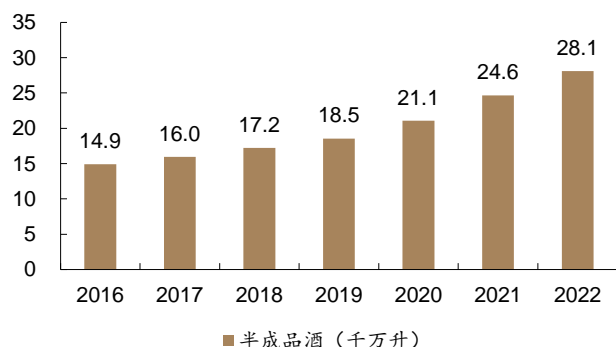
图 8：保护区气候条件适于酿酒



资料来源：公司官网，德邦研究所

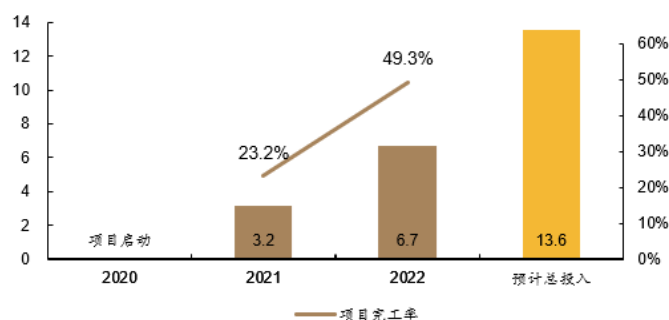
**产能进化提质增效，一企三园完善建设。**2020 年公司启动了口子窖产业园第二期项目建设，即 2 万吨大曲酒酿造提质增效项目。目前，口子酒业已经形成以口子酒文化博览园、口子工业园、口子产业园为主体的“一企三园”发展格局，发酵池数量超过 13000 条，更有多达近 1690 条超过百年历史的老窖池，65°原酒年产能已突破 3.3 万吨，储酒能力达到 22 万吨。公司半成品基酒的库存量逐年增加，2016-2022 年复合增长率约为 11.1%，库存老酒进一步提升。预计 2025-2026 年，65°原酒年产能将突破 6.5 万吨，储酒能力同步突破 40 万吨，成为业内领先的现代化白酒生产基地。随着口子窖产能规模、储酒能力的逐步优化，公司在提升产品品质、扩大市场上有了更为坚实的基础。

图 9：2016-2022 年半成品酒复合增长率约为 11.1%



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 10：口子窖产业园二期累计投入 (亿元) 和项目进展



资料来源：公司公告，巨潮资讯网，德邦研究所

表 4：口子窖一企三园布局

	口子窖工业园	口子窖产业园	口子窖文化博览园
项目地址	濉溪经济开发区	淮北市杜集区	濉溪县南环路与孟山南路交口
占地面积	46.67 万平方米	一期 1500 亩，二期 750 亩	约 230 亩
投资金额	4.5 亿元	一期 18 亿元，二期 13.6 亿元	2.6 亿元（工程投入约 1.7 亿元）
建设进展	2008 年底开工，2010 年口子工业园建成并实现投产，2012 年实现万吨产能	一期项目 2015 年开建，二期项目 2020 年开建，2022 年一期制曲、酿酒全部投产，一期部分自动化包装车间、二期部分酿酒车间陆续投产	2013 年开工，2014 年 9 月酿酒体验区建成并投产
项目介绍	项目建设包括曲房楼、酿酒车间、包装楼、质量检测中心、仓库、办公用房、科研中心、职工宿舍、食堂、浴室、配电房、污水处理设施、道路及停车场、并配套建设围墙、大门、绿化等附属工程；同时购置先进的机械化酿酒设备，引进 16 条成套自动化包装生产线，配套环保设施及其它辅助设备	一期包含酿酒、制曲、包装三个子项目，二期项目主要建设内容包括制曲、酿酒、储存三大工艺	项目包括办公大楼、博物馆、客服中心、口子文化街及道路、绿化等配套设施，以 AAAA 级工业旅游区标准设计和建设，将酒类产业与旅游产业有效对接通过发展口子酒文化观光游、体验游、休闲游，打造口子酒文化观光旅游示范区

资料来源：口子窖招股说明书，《关于投资建设退城进区搬迁大曲酒酿造提质增效项目的公告》，《关于变更募集资金投资项目的公告》，中国白酒网，《口子酒志》，德邦研究所

表 5：口子窖产能建设项目梳理

项目启动时间	项目名称	投资额（亿元）	项目介绍
2015	优质白酒酿造技改项目	2.76	在保持基酒产能不变的基础上，通过降低普通基酒产能，提高优质基酒产能，优化调整产品结构。公司将东关分厂和溪河分厂原年产 3,000 吨普通基酒改建为年产约 3,000 吨优质和特级基酒（其中，优质基酒增加 900 吨，特级基酒增加 2,100 吨），以满足公司优质白酒产量提高对优质基酒的需求
2015	陈化老熟技改项目	2.82	进一步提升公司基酒品质和强化产品的独特口感，配合酿造技改项目，全流程、全方位提升公司产品品质而设计的项目。本次陈化老熟技改项目，主要针对公司东关分厂、溪河分厂的陈化老熟设备、勾调设备、储酒厂房进行改造升级
2015	包装生产线技改项目	2.90	提高公司产品包装档次，提升产品形象，全面更新包装生产线，采用全自动与半自动包装生产线，取代原有的以手工为主的包装生产线，提高生产效率。东关分厂改建 9 条包装线，溪河分厂替换 8 条包装线，对包装车间厂房、包装材料库和成品酒库等配套设施进行同步技改
2019	退城进区搬迁大曲酒酿造项目	2.99	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。项目建成后将形成年产原酒 1.8 万吨的生产能力
2019	退城进区搬迁优质白酒陈化老熟和储存项目	2.93	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
2019	退城进区搬迁成品酒包装项目	3.00	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，总建筑面积 217,570 平方米。项目完成后，可形成 6 万吨/年成品酒的包装能力
2020	退城进区搬迁大曲酒酿造提质增效项目	13.60	将进一步完善公司白酒产业链，提升白酒产业的综合竞争力；通过完成产品结构和产业链延伸，扩大市场布局，从而提高白酒产业的综合竞争力；同时，通过优化选址布局、可以进一步提高管理效率，节省投资成本；建设规模年产原酒 2 万吨

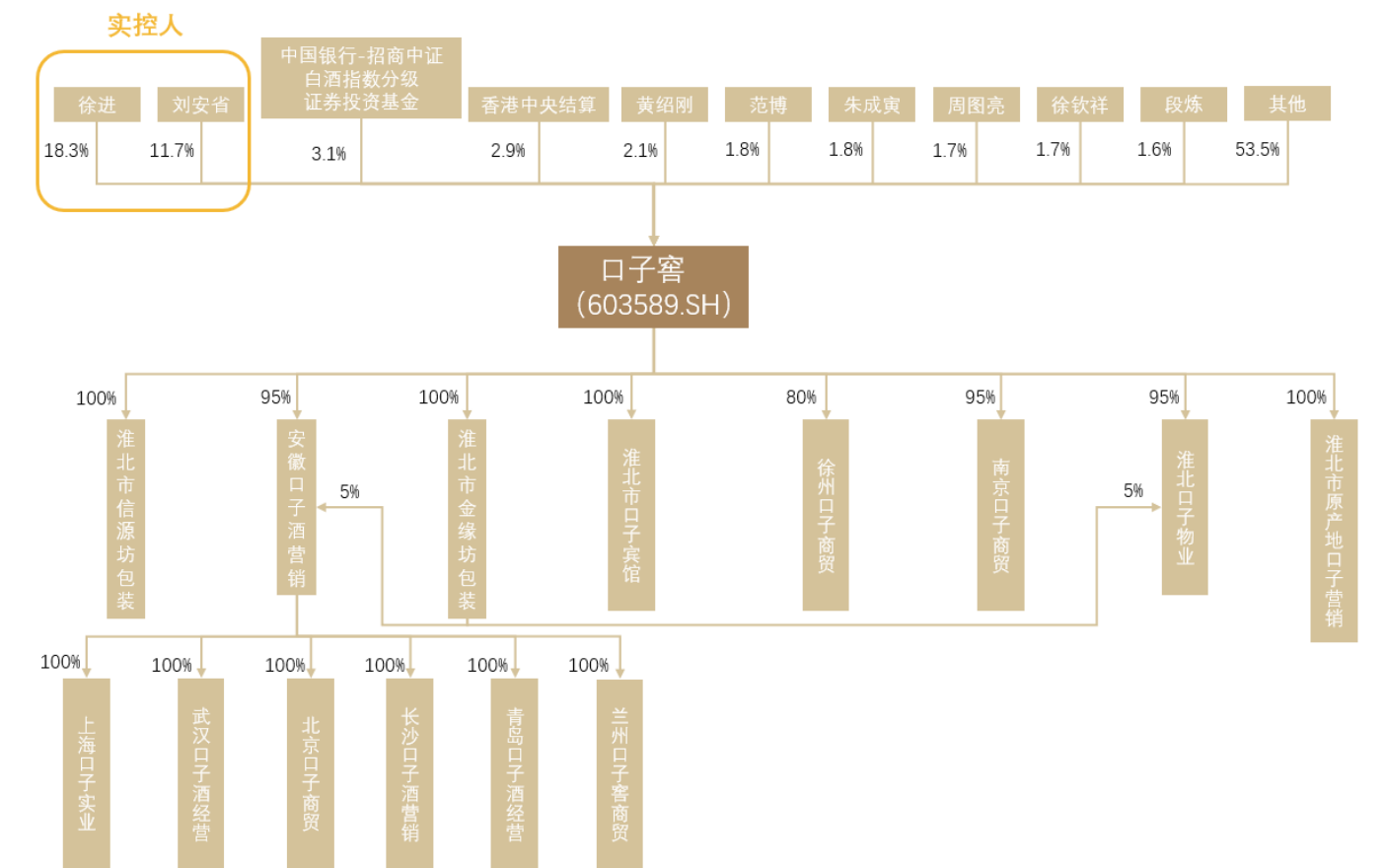
资料来源：口子窖招股说明书，《关于投资建设退城进区搬迁大曲酒酿造提质增效项目的公告》，《关于变更募集资金投资项目的公告》，德邦研究所

### 1.3. 股权结构清晰稳定，激励计划添翼助力

公司股东与管理层利益一致，民营企业战略更灵活。截至 2023 年一季度，口子窖持有份额最多的两位股东分别是徐进和刘安省，同时也是公司实控人。从 2006 年开始，口子窖通过将国有股份进行股份转让后变为民营酒企，徐进、刘安省长期是公司最大股东，并且担任公司高管，负责领导经营。公司控股 3 家子公司，主要负责公司销售、包装等工作。目前公司前十大股东中有 7 位都是公司管理层，共计持有比例 28.83%。口子窖的股权结构保障了股东利益与高管团队的利益一致，有效避免委托代理难题和战略套利。口子窖还是白酒企业中少有的

民营企业，主要管理者入职时间普遍超过 20 年，团队对行业和企业理解深刻，可以针对市场环境灵活调整公司战略。

图 11：口子窖股权结构图（截至 2023 年 3 月 31 日）



资料来源：公司公告，企业预警通，德邦研究所

表 6：公司十大股东（截至 2023 年 3 月 31 日）

	持有比例 (%)	现任职务
徐进	18.26	董事长，总经理
刘安省	11.66	前监事会主席
招商中证白酒指数分级证券投资基金	3.13	/
香港中央结算有限公司	2.88	/
黄绍刚	2.07	董事，副总经理
范博	1.83	董事，副总经理，财务总监
朱成寅	1.76	副总经理
徐钦祥	1.66	董事，副总经理，董秘
周图亮	1.66	监事会主席
段炼	1.59	总经理助理
合计	46.5	/

资料来源：公司公告，德邦研究所

表 7：口子窖是少有的上市民营酒企

企业性质	上市酒企
国有	酒鬼酒、贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、洋河股份、古井贡酒、今世缘、老白干酒、顺鑫农业、伊力特、金种子



民营	口子窖、舍得酒业、迎驾贡酒、金徽酒、天佑德酒
外资	水井坊

资料来源：企业预警通，德邦研究所

表 5：口子窖高管团队稳定

姓名	现任职务	入职时间	年龄	简历
徐进	董事长，总经理	1997	58	1965 年 1 月出生，EMBA，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、安徽省工商业联合会（总商会）副主席。1997 年 9 月至 2002 年 12 月，历任口子集团副总经理、总经理；2003 年 1 月至 2011 年 3 月，历任原口子股份、口子有限董事长、总经理；2011 年 3 月至今，任口子酒业董事长、总经理。同时，徐进先生兼任口子酒营销董事，金缘坊监事，口子投资董事长，口子国际监事。
徐钦祥	董事，副总经理，董秘	1997	53	1970 年 3 月生，EMBA，高级工程师，首届中国白酒工艺大师，第三届中国酿酒大师，第七届、第八届、第九届国家白酒评委，安徽省首届酿酒大师。1997 年 1 月至 2002 年 12 月，历任口子集团生产部长、总经理助理、副总经理；2003 年 1 月至 2011 年 3 月，历任原口子股份及口子有限董事、副总经理、董事会秘书；2011 年 3 月 2016 年 6 月，任口子酒业董事、副总经理；2016 年 6 月至今，任口子酒业董事会秘书、常务副总经理。同时，徐钦祥先生兼任口子投资董事，口子国际执行董事、泰山物业执行董事、信源坊执行董事。
范博	董事，副总经理，财务总监	1997	57	1966 年 8 月生，香港中文大学会计学硕士学位，中国注册会计师。1997 年 9 月至 2002 年 12 月，历任口子集团总经理助理、总会计师；2003 年 1 月至 2011 年 3 月，历任原口子股份及口子有限董事、总会计师、财务总监；2011 年 3 月至 2014 年 3 月，任口子酒业董事、财务总监。2014 年 4 月至今，任口子酒业董事、副总经理、财务总监。同时，范博先生兼任口子投资董事、泰山物业监事、信源坊监事。
黄绍刚	董事，副总经理	1997	55	1968 年 8 月生，EMBA，本科学历，经济师。1997 年 11 月至 2002 年 12 月，任口子集团区域经理；2003 年 1 月至 2011 年 3 月，历任原口子股份及口子有限区域经理、总经理助理；2011 年 3 月至 2016 年 4 月，任口子酒业总经理助理；2016 年 4 月至今，任口子酒业副总经理。同时，黄绍刚先生兼任口子酒营销董事长，口子投资董事。
孙光	董事	2003	48	1975 年 12 月生，中专学历。2003 年 1 月至 2010 年 12 月，历任原口子股份营销公司长沙分公司经理、河北分公司经理；2011 年 1 月至 2014 年 1 月，任北京口子商贸有限责任公司副经理；2014 年 2 月至 2018 年 2 月，任北京口子商贸有限责任公司经理、执行董事；2018 年 3 月至今，任定制中心经理；2018 年 5 月至 2020 年 5 月，任口子酒业监事；2020 年 5 月至今，任口子酒业董事。
李伟	董事	2008	45	1978 年 5 月生，大专学历，中级会计师、中国注册税务师。2008 至 2015 年，任职口子酒业财务部副部长；2015 至今，任职口子酒业财务部部长、助理财务总监。
朱成寅	副总经理	1997	57	1966 年 9 月生，本科学历，经济师。1997 年 9 月至 2002 年 12 月，历任口子集团投资决策部副部长、部长、市场部部长、总经理助理；2003 年 1 月至 2011 年 3 月，历任原口子股份及口子有限副总经理、董事；2011 年 3 月至今，任口子酒业副总经理。同时，朱成寅先生兼任口子酒营销董事，口子投资董事。
詹玉峰	副总经理	2003	50	1973 年 11 月生，安徽机电学院管理工程专业本科，工程师。2003 年 4 月至 2005 年 5 月，任原口子股份企管部全质科长；2005 年 6 月至 2009 年 8 月，任原口子股份办公室主任、企管部长；2009 年 9 月至 2017 年 3 月，历任原口子股份、口子酒业办公室主任、人力资源部经理、助理人力资源总监；2017 年 4 月至今，任口子酒业管理中心总监；2017 年 5 月至今，任口子酒业总经理助理。

资料来源：巨潮资讯网，公司公告，德邦研究所

**股权激励政策落地，完善整体激励机制。**2023 年 4 月口子窖对公司股权激励计划涉及的员工进行了股权授予，公司员工与股东利益进一步深度绑定。本次股权激励计划有效期最长为 48 个月，参与对象包括高管团队和核心管理/技术/业务人员共计 58 人，授予股票数量总计 3.13 亿股，占公司股本比例为 0.52%，股份回购平均成本为 47.52 元/股。公司层面的考核要求条件为 2023/2024/2025 年净利润或者营业收入的增长率分别需要实现 15%/13.04%/15.38%（按最低要求计算）；个人层面的业绩要求则参照公司内部绩效考核相关制度，激励对象当年

可解除限售的限制性股票数量=个人当年计划解除限售的限制性股票数量×解除限售比例。口子窖的股权激励机制可行性较高，预计将有效激发管理、业务团队的积极性，提高经营效率，对公司业绩增长发挥长期的积极作用。

表 8：公司股权激励计划授予对象

姓名	职务	获授限制性股票数量（股）	占本激励计划授出数量比例	占授予日股本总额比例
詹玉峰	副总经理	124214	3.96%	0.02%
李伟	董事	110000	3.51%	0.02%
核心管理/技术/业务人员		2900000	92.53%	0.48%
合计		3134214	100.00%	0.52%

资料来源：《安徽口子酒业股份有限公司 2023 年限制性股票激励计划授予结果的公告》，巨潮资讯网，德邦研究所

表 9：口子窖股权激励考核要求

解除限售期安排	业绩考核目标	解除限售比例
第一个解除限售期	公司需满足下列两个条件之一：	40%
	1、以 2022 年的净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 15%； 2、以 2022 年的营业收入为基数，2023 年营业收入增长率不低于 15%。	
第二个解除限售期	公司需满足下列两个条件之一：	30%
	1、以 2022 年的净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 30%； 2、以 2022 年的营业收入为基数，2024 年营业收入增长率不低于 30%。	
第三个解除限售期	公司需满足下列两个条件之一：	30%
	1、以 2022 年的净利润为基数，2025 年净利润增长率不低于 50%； 2、以 2022 年的营业收入为基数，2025 年营业收入增长率不低于 50%。	

资料来源：《安徽口子酒业股份有限公司 2023 年限制性股票激励计划》，巨潮资讯网，德邦研究所

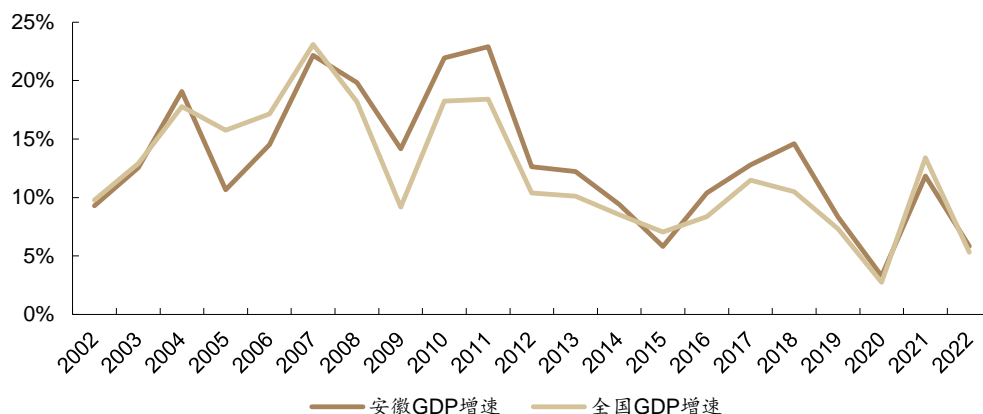


## 2. 安徽酒市：区域经济向好，扩容升级加速

### 2.1. 经济基础扎实，政策导向支持

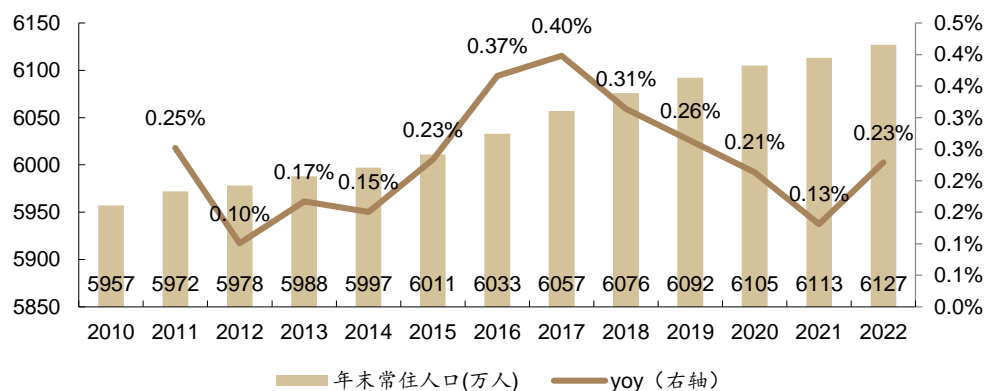
**安徽经济增长滋养白酒市场发展。**安徽省地处我国最繁华的经济圈之一——长江三角洲地区，襟江带淮，毗邻鲁、豫大市场，接壤苏、浙发达省份，是国内几大经济板块的对接地区，优越的地理位置为安徽经济发展提供了保障。安徽GDP除了2020年受疫情影响外，基本保持了5%以上的经济增速，长期高于全国GDP增速，人均GDP在2022年突破70000元，全国排名第15（港澳台除外）。**人口方面**，在中国人口压力显现的大环境下，安徽常驻人口增速有所放缓，但总量保持增长，总人口达到6127万，全国排名第9，带动安徽消费市场持续扩张。**消费水平方面**，居民人均可支配收入逐年上升，全省/城镇/农村居民人均可支配收入近10年复合增长率分别为8.94%/7.89%/9.22%，同时居民消费意愿旺盛，人均社会零售总额2017-2022年复合增长率约为8.22%，为省内白酒消费价位升级提供上动力。**消费习惯方面**，根据2021中国白酒消费报告安徽白酒饮用水平全国第三（港澳台除外），白酒饮用氛围浓厚，市场基本盘容量大，在经济增长拉动下，省内烟酒消费价格水平逐年提高，消费升级明显。

图 12：安徽 GDP 增速自 2008 年起长期高于全国 GDP 增速



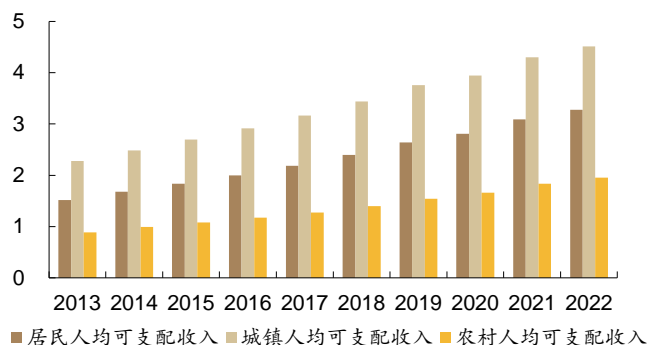
资料来源：国家统计局，德邦研究所

图 13：安徽常住人口增长扩容消费市场



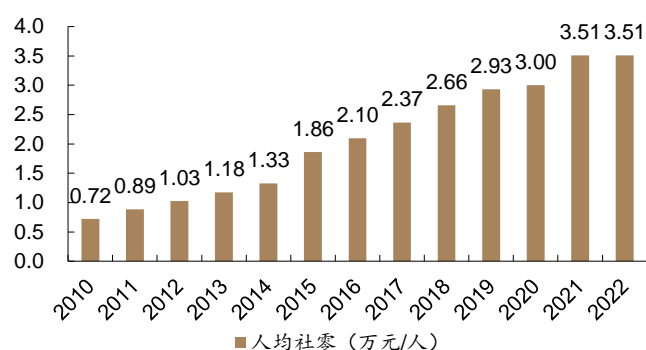
资料来源：国家统计局，德邦研究所

图 14: 安徽人均可支配收入逐年上升 (单位: 万元/人)



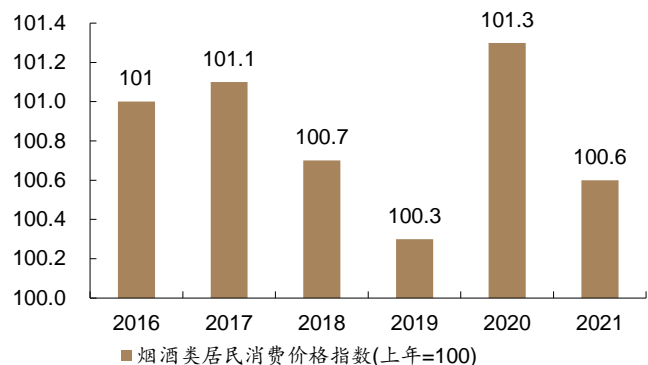
资料来源: 国家统计局, 德邦研究所

图 15: 安徽社会消费水平逐年提升



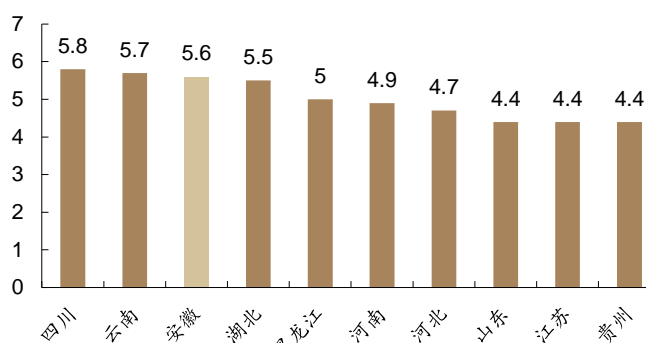
资料来源: 国家统计局, 德邦研究所

图 16: 安徽烟酒消费价格提升



资料来源: 国家统计局, 德邦研究所

图 17: 安徽饮酒力全国第三 (单位: 两/人)

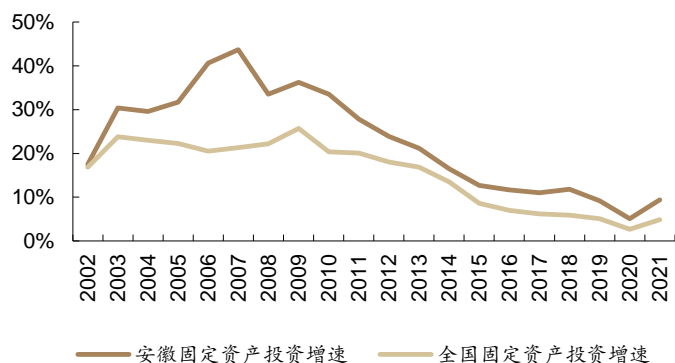


资料来源: 《2021 中国白酒消费洞察报告》, 德邦研究所

注: 饮酒力=渗透率×人均单次白酒饮用量×人均每月饮酒频率, 不含港澳台

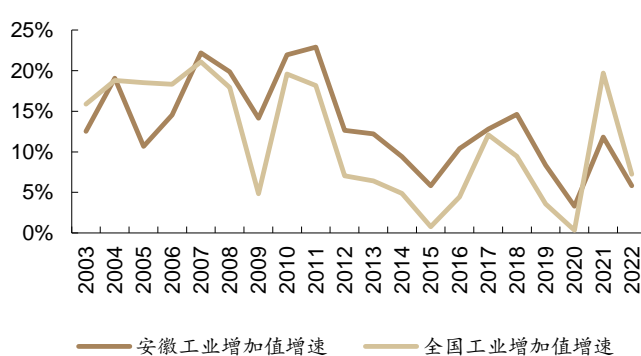
**优势产业崛起, 发展潜力巨大。**安徽固定资产投资增速仍长期高于全国整体水平, 给经济发展提供了保障。2023 年安徽政府目标全省固定资产投资增速 10%, 并制定了多个方向的投资方案, 为安徽经济健康增长注入新的动力。2022 年安徽工业产值增速为 5.83%, 除了少数年份, 安徽工业增速均高于全国总体, 同时安徽“十四五规划”中提出力争培养新型显示、集成电路、新能源汽车和智能网联汽车、人工智能、智能家电 5 个世界级产业集群和 30 个左右的产业基地, 引导安徽制造业蓬勃发展。目前, 安徽已经在新能源汽车、集成电路、白酒等工业领域拥有产业集群优势, 制造业优势使得安徽经济能从疫情影响中更快恢复, 也使未来有更多投资机会可发掘。

图 18: 安徽固定资产投资增长领先全国整体水平



资料来源: 国家统计局, 德邦研究所

图 19: 安徽工业产值增长增速基本高于全国整体水平



资料来源: 国家统计局, 德邦研究所

表 10：《安徽省有效投资专项行动方案（2023）》主要内容

投资方向	投资目标	投资内容
农业	530 亿元以上	新增高标准农田 410 万亩，实施“小田变大田”513 万亩，新增长三角绿色农产品生产加工供应基地 100 个，新增农产品产地冷链仓储库容 50 万方，改厕 24 万户、建设省级中心村 700 个
制造业	7500 亿元以上	滚动实施“工业强基”和“揭榜挂帅”技术攻关项目各 100 项，创建绿色工厂 60 家，实施重点领域节能降碳项目 74 个，打造数字化转型典型示范项目 100 个、数字化改造区域样本 20 个
服务业	1300 亿元以上	统筹推进 18 个省级县域商业体系试点建设。完善合肥陆港型、芜湖港口型、蚌埠生产服务型等国家物流枢纽，新建 10 个货运多式联运示范工程，建设一批省级示范物流园区、冷链物流基地和冷链集配中心
综合交通	1970 亿元以上	铁路和城市轨道交通完成投资 670 亿元，公路水运机场完成投资 1300 亿元。新增高铁、高速通车里程 125 公里、300 公里以上，完善普通国省干线网络，提质改造农村公路 3000 公里。
水利投资	500 亿元以上	完成 13 个县（区）地下水水源替换任务，提升农村供水人口 188 万人，新开工沿淮行蓄洪区等其他洼地治理、凤凰山水库等重大项目，加快实施引江济淮及二期、华阳河蓄滞洪区、主要支流治理、中小河流治理、重点涝区排涝泵站等重点工程
能源投资	920 亿元以上	新增支撑性电源装机 156 万千瓦。推进风电光伏发电装机倍增工程，有序推动抽水蓄能电站建设，新增可再生能源发电装机 400 万千瓦以上，开工建设潘集电厂二期、钱营孜电厂二期、川气东送二线（安徽段）、枞阳—池州高压天然气管线等项目
新基建	400 亿元以上	新建 5G 基站 2.5 万个，稳步开展千兆光网建设，新建省级重点工业互联网平台 10 家，建设各类充换电设施 2 万个
城市功能	市政基础设施 1380 亿元以上，生态环保 550 亿元以上	新增城市污水垃圾日处理能力 40.2 万吨。持续推进蓝网绿道建设，新增城市“口袋公园”200 个、绿道 500 公里，加快骆岗中央公园建设。改造燃气、排水等管网 1000 公里，新增公共停车位 5 万个
房地产	保障性安居工程投资 980 亿元以上	2023 年改造城镇老旧小区 1246 个，新开工棚户区改造 17.7 万套，新增保障性租赁住房 11.3 万套（间）
社会民生	1410 亿元以上	深入实施 10 项暖心行动，新建改扩建公办幼儿园 215 所，开工建设省文化馆新馆和非遗馆，推进长江和大运河国家文化公园、国家考古遗址公园等建设

资料来源：中国政府网，德邦研究所

安徽是我国白酒生产销售的重要基地，白酒行业受到政府的大力支持。2020 年安徽政府发布了《促进安徽白酒产业高质量发展的若干意见》，其中设定目标到 2025 年，安徽白酒企业营收实现 500 亿元，酿酒总产量 50 万千升，培育 1 家 200 亿元营收级别酒企和 2 家 100 亿元营收级别酒企，以及一批有全国知名度和竞争力的企业。《意见》还提出要扶持皖北、中、南三大主产区，加快省内白酒企业龙头聚集，加大对徽酒整体形象包装和宣传，抢占高端白酒市场，拉高徽酒档次。政策内容凸显出徽酒“价位升级、产业集中”两大发展可能性，在企业融资、园区建设、市场监管等方面给予了大力支持，利好安徽白酒行业发展。2022 年安徽政府发布《安徽省“十四五”食品工业发展规划》，将白酒制造业作为省优势产业重点发展，以四家上市白酒企业为基础，建成全国白酒生产、研发、包装基地，构建安徽白酒产业发展体系，提升徽酒的全国品牌影响力。

表 11：《促进安徽白酒产业高质量发展的若干意见》主要内容

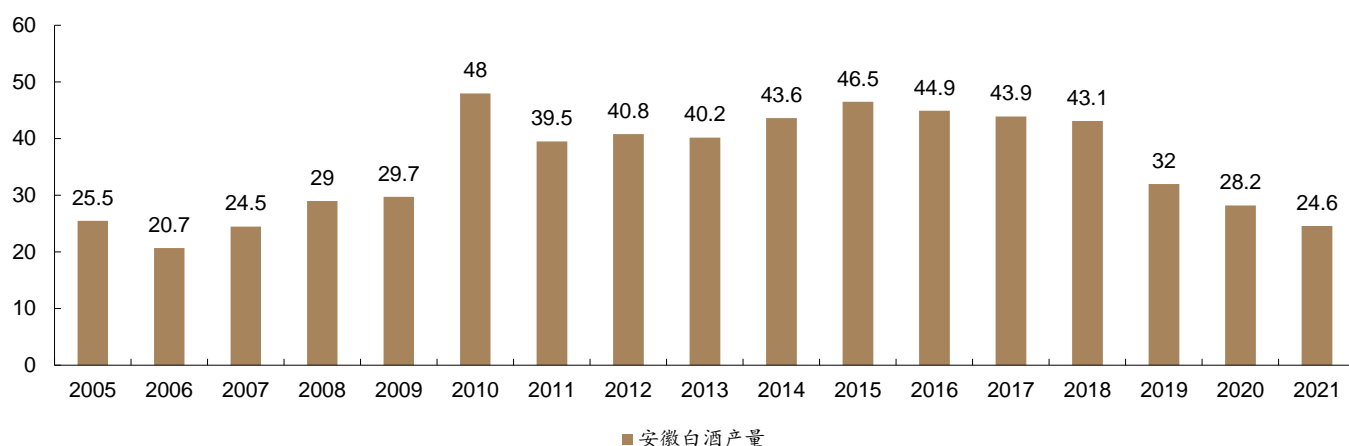
总体要求	指导思想	推进白酒产业基础高级化和产业链现代化，加快白酒产业质量变革、效率变革、动力变革，增强食品行业核心竞争力，实现白酒产业高质量发展
	主要目标	白酒企业实现营业收入 500 亿元，酿酒总产量 50 万千升，培育年营业收入超过 200 亿元的白酒企业 1 家，超过 100 亿元的企业 2 家，打造一批在国内具有更高知名度和竞争力的企业
重点工作	围绕“产区+基地”，优化白酒产业布局	大力扶持以亳州、淮北、阜阳为中心的皖北主产区，以六安、滁州、合肥为中心的皖中主产区，以宣城、池州、马鞍山为中心的皖南主产区，提高产业集中度，打造产业基地集群
	围绕“扶优+扶强”，培育一批龙头企业	支持白酒企业跨省合作，加快全国战略布局。对白酒企业分类管理，根据不同企业特点，开展“四送一服”活动
	围绕“数字+智能”，促进企业转型升级	加大技术改造和智能设备投入，搭建车间级工业互联网，加大制曲、酿酒、储存、包装等生产环节的技术创新和成果转化，加快二维码、条形码、RFID 等数字感知技术应用，对产品生产、仓储、分销、物流运输、市场监管等环节数字跟踪溯源
	围绕“低碳+循环”，推动实施绿色制造	以企业集聚、产业链耦合和服务平台建设为重点，推行园区综合能源资源一体化解决方案
	围绕“质量+安全”，持续提升产品品质	推进企业实施标准化作业流程，强化对酿酒过程和关键点的把控，以标准化保证产品的安全 and 质量，不断提升产品品质。大力推广纯粮固态发酵，引导企业传承和创新传统酿酒工艺，保护酒厂窖池资源。
	围绕“精品+名品”，重塑安徽白酒品牌	持企业争创“中国驰名商标”、“中华老字号”，加强品牌梯度培育，打造一批知名品牌企业。开发品质特点突出的安徽白酒高质量精品，抢占高端白酒市场，拉升安徽白酒档次。
保障措施	围绕“创新+创意”，不断优化营销模式	深耕省内市场，巩固和提高市场占有率，织密线下营销网络，开拓省外市场，推进营销网络全国化布局。推进白酒销售从 B2B、B2C 向 C2M（定制）转变，细分目标市场，实现精准营销
	围绕“领军+工匠”，加强人才队伍培养	加大高端人才引进力度，强化股权、期权、技术分红、税收优惠、住房教育等方面政策激励，营造尊重知识、重视人才、支持创业创新的良好环境，支持建设院士、博士后科研工作站，推动校企合作，重点培养酿造师、酒体设计师、市场营销等一批应用型人才
	保障措	强化市场监管、强化政策落实、强化组织领导

资料来源：安徽省经济与信息化厅，德邦研究所

## 2.2. 竞争格局：从“群星闪耀”到“一超多强”

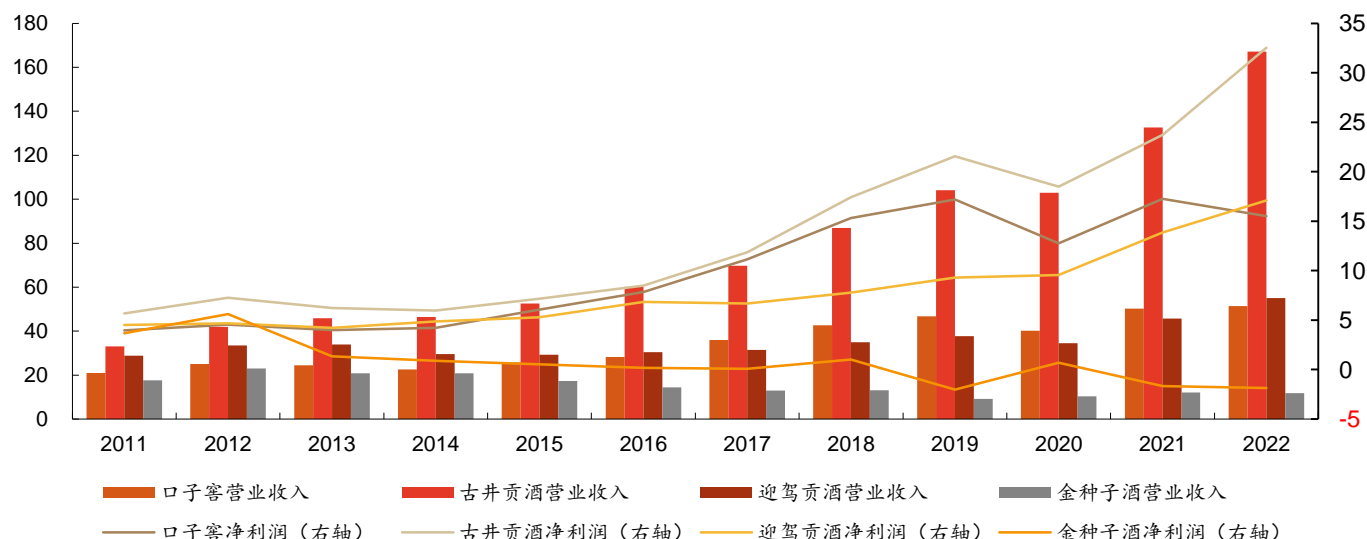
安徽白酒市场容量较大，孕育了众多白酒品牌，白酒行业走出计划经济以来的几十年间，徽酒市场龙争虎斗、竞争激烈，许多安徽白酒品牌曾问鼎徽酒老大，也有许多品牌在发展中逐渐式微，徽酒品牌不仅在竞争中繁荣壮大了安徽酒市，也为中国白酒行业提供了很多创新与启发。回顾徽酒发展历史，徽酒在资本市场方面表现出了强势地位，在上市酒企中占据 4 席，4 家徽酒企业也是安徽白酒发展的缩影，随着时间推移分化程度加强，“老大”古井遥遥领先，一骑绝尘；迎驾、口子的榜眼争夺战有来有回，互争雄长；金种子遇到困境，等待时机复苏。徽酒市场总体呈现集中趋势，从群星闪耀走向一超多强，众多的本地酒在市场选择中分化出明显的档次。

图 20：安徽白酒产量发展历程（单位：万千升）



资料来源：安徽省统计局，德邦研究所

图 21：四家上市徽酒企业业绩表现（单位：亿元）



资料来源：wind，各公司公告，德邦研究所

### 阶段一：1988-2000 年，白酒市场化启程

在前期国家调整对酒企粮食供应制度的背景下，1988 年国务院宣布放开多种名烟名酒市场价格，大众有了更多机会购买以往难见的名牌白酒，白酒市场

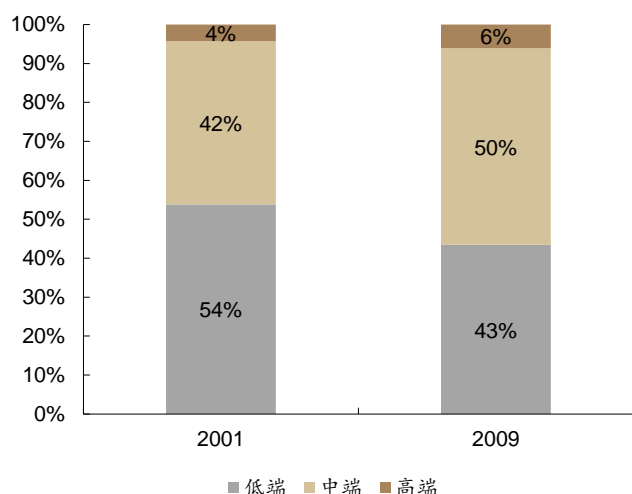


“松绑”给徽酒市场带来了新机遇。徽酒首要目标就是补充产能缺口，扩大白酒产量。据酒说公众号估算，1997 年安徽白酒市场规模在 40 亿元左右，相较 80 年代末的 10 亿级别有了大幅提升。这一时期，古井贡酒和金种子分别在 1996 和 1998 年成功上市，开创了徽酒进入资本市场先例。同时，徽酒市场还拥有高炉家、口子窖、沙河王、明光酒等白酒品牌，可谓是百花齐放、群星闪耀。

## 阶段二：2000-2008 年，群星闪耀迎繁华

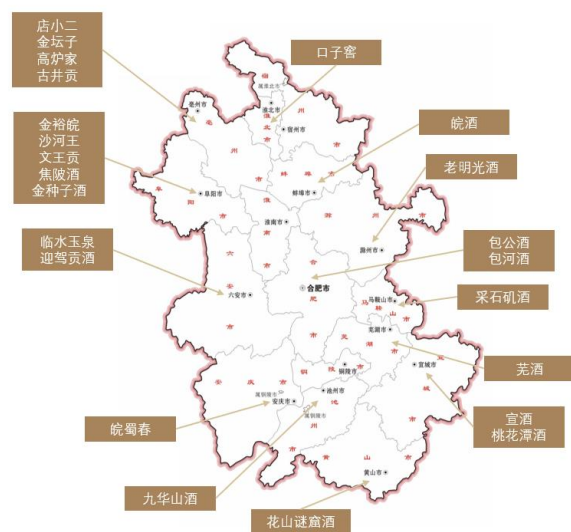
进入 21 世纪，加入世贸组织扩大了对外贸易，国内城镇化、工业化进程加快推进，催生基础设施建设、资产投资的发展，带动了经济快速成长，也使得白酒市场有了高速增长，白酒消费水平也随之提升，中端、高端白酒获得了更多的市场份额。这一时期安徽主流价格带为 20-40 元，高炉家和迎驾贡酒快速崛起，特别是高炉家占领了高地市场省会合肥，并且进军江浙地区，将势力范围扩展至以南京为核心的“沿江八市”，2001-2004 年高炉家连续占据徽酒销售第一名，成为徽酒经营者中的佼佼者。与此同时，迎驾贡酒、口子窖等企业也在布局各自的白酒产品，口子窖 5 年、迎驾银星等单品定位 60-80 元价格带，承接了消费升级的红利；古井贡酒则因为前期改制及“降度提价”产品策略的失败，进入调整期；金种子酒因为自身业务布局还涉及畜牧业，经营管理出现问题，盈利也在下降。经营策略方面，口子窖加速推进“盘中盘”模式，利用核心高端酒店对消费者进行推广宣传，拉动更大消费量，同时徽酒也开始尝试全国化进程，江苏、浙江、陕西、湖北等地都出现了徽酒的身影。竞争还造成徽酒品牌局势改变，沙河王、焦陂酒等酒企因为改制失败开始走下坡路，最终宣布破产；文王贡酒、皖酒等品牌或攻省外或踞一方，业绩在众多徽酒中表现突出。

图 22：进入 21 世纪后中国白酒消费档次升级



资料来源：口子窖招股说明书，德邦研究所

图 23：徽酒品牌分布情况



资料来源：《徽商》文章《徽酒如何挺直“腰杆”》（金海 邵梦 吕珂），德邦研究所 注：品牌为不完全统计

## 阶段三：2008-2012 年，徽酒四杰脱颖而出

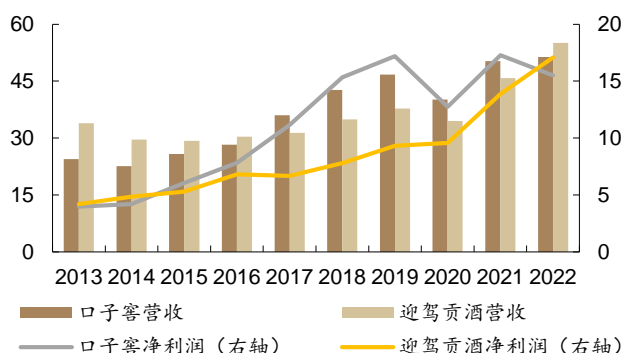
2008 年美国次贷危机后我国宽松的货币、财政政策为经济注入强心针，拉动了投资增长，也使白酒市场引来了新的爆发。安徽白酒格局开始分化，“徽酒四杰”销售收入领先，形成第一梯队。内部管理层更迭后古井在 2008 年前后推出年份原浆系列，借此东山再起，开启新征程。口子窖成功的营销策略和产品布局使公司在这一时期走向鼎盛，口子窖 5 年畅销不衰，口子窖 6/10/20 年承接消费升级，口子窖成为徽酒企业中最赚钱的公司。金种子在更改公司名称、梳理核心业务之后也乘风而上，主推柔和型白酒，广受市场好评，销售规模和盈利情况双双向好，在 2012 年达到顶峰。迎驾贡酒也同时布局低、中、高三档单品，加大宣传力度，拓展省外市场。徽酒第二梯队以高炉家、宣酒、皖酒、文王贡为代表，第三梯队主要包括老明光、古漕运、沙河王等一批 1-3 亿级别的酒企。

#### 阶段四：2013-2018 年，一超两强拾级而上

2013 年开始受政策大环境影响，白酒消费市场特别是高端白酒受到负面冲击，行业进入深度调整阶段。徽酒市场增速放缓，白酒产量进入相对平稳期，从总量增加转向内部调整，浪潮褪去格局也出现变动，“一超两强”逐渐成型。同时徽酒集中度进一步强化，产业集中度从 2015 年的 55.1% 上升至 2019 年的 74.5%，地区集中度上亳州、淮北、六安 3 市占全省白酒营收规模的 89.5%。

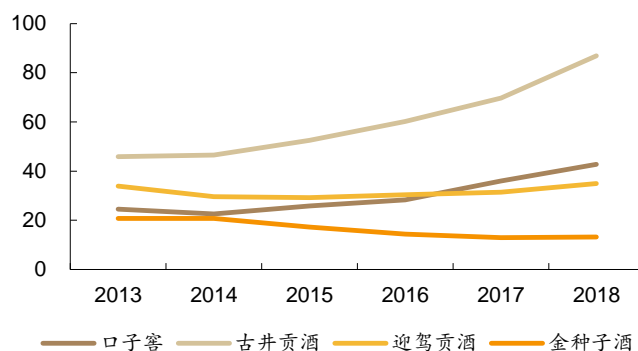
古井贡酒继续推进三通工程和渠道下沉，并且把握消费升级机会，通过“年份原浆”系列作为主打产品，充分享受价位上移红利，一路势如破竹快速成长，并且与口子、迎驾差距进一步拉大，成为徽酒市场当之无愧的“一超”，古井还在 2016 年收购了武汉酒企黄鹤楼，意图湖北市场。同时，迎驾和口子则展开了多年的缠斗，在“徽酒榜眼”这个位置上互相较劲，二者更是在 2015 年前后一个月的时间相继上市，共同成为“两强”。迎驾于 2015 年正式上市生态洞藏系列，上市后更是将主要资源聚焦于中高档产品。凭借生态洞藏在核心市场的全面布局，公司营收和利润进入新的增长阶段。口子推动营销改革，实现“一地一策”，在省外选择重点城市发展，在省内市场继续下沉，规模、盈利都保持增长态势。2013 年后金种子发展受阻，加上管理层对消费趋势判断失误、企业制度激励不足、产品矩阵设置不当等问题，营业收入呈下行走向，与另外三家徽酒上市酒企表现出差距。

图 24：徽酒“两强”竞争激烈（单位：亿元）



资料来源：wind，各公司公告，德邦研究所

图 25：徽酒“四杰”营收规模差距拉大（单位：亿元）



资料来源：wind，各公司公告，德邦研究所

#### 阶段五：2019 至今，竞争分化应对消费升级新阶段

2019 年开始安徽白酒产量回落明显，2021 年产量下降至 2007 年水平，内部分化程度加深，徽酒头部企业相对拥有更多市场空间。另一方面，安徽消费升级仍未停步，省内消费已经 200 元价格带，消费升级空间较大，中高端、次高端白酒的大众属性有望进一步增强。2020 年末，安徽省规模以上白酒企业实现营业收入 246.5 亿元，产量位列全国第 5 位。徽酒格局方面，古井遥遥领先独占一档，迎驾和口子先后突破 50 亿元组成第二档，金种子、宣酒、文王贡等 3-10 亿元规模的徽酒品牌组成第三档。

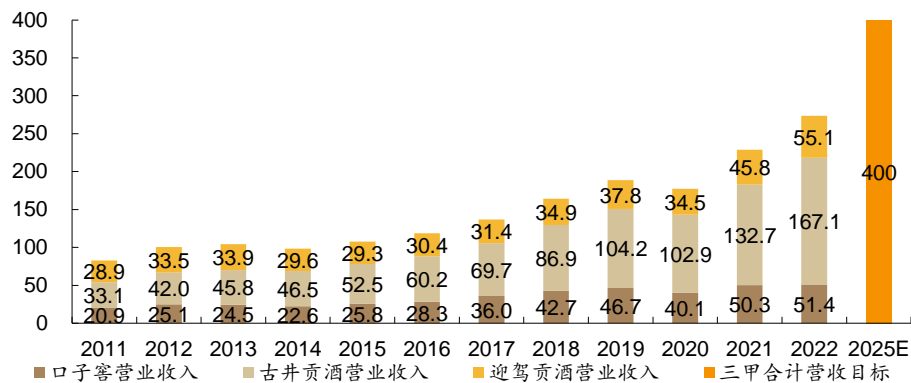
上市徽酒品牌不约而同加快变革动作，徽酒市场掀起升级风潮。古井 2019 年营收率先突破 100 亿，创造徽酒历史，在 2020 年、2021 年分别收购老明光和珍藏酒业，布局“三品四香”战略，构建“品牌+区域+香型”的竞争组合拳，企业规模成长动力不断，成果亮眼。口子窖先后推出兼香 518、兼 10、兼 20 等新品，瞄准高端白酒消费群体，突出兼香香型特色。迎驾贡酒力推“生态洞藏”品类，快速抢占次高端价格带，洞 16/20 逐步放量。金种子 2020 年推出次高端战略新品“馥合香”，主打“一口三香”的卖点，2022 年引入“华润系”，调整人事组织，有望改变市场状态，迎来新发展阶段。

徽酒龙头聚集效应将继续强化。安徽的大市场吸引了各方白酒势力，目前 800 元以上价格带由茅台、五粮液占领，高端市场省内品牌份额较低。徽酒品牌主要集中在 800 元以下市场，徽酒三甲骨井、迎驾、口子都有各自的代表性单品，



无论是目前安徽相对主流的 100-300 元价格带，还是未来有望承接消费升级的 300-800 元价格带，徽酒品牌都有安排相应的产品布局。按照安徽省出台的白酒行业政策计划，徽酒企业在 2025 年需要实现营收 500 亿的目标，其中徽酒龙头预期实现共计超过 400 亿的销售规模，构成徽酒销售主力，品牌龙头聚集效应预计将继续强化。

图 26：徽酒头部企业营收未来有望实现高速增长（单位：亿元）



资料来源：wind，各公司公告，《促进安徽白酒产业高质量发展的若干意见》，德邦研究所

注：400 亿目标为《促进安徽白酒产业高质量发展的若干意见》设立的目标

### 3. 稳扎稳打建基础，深化改革谋发展

#### 3.1. 品牌：底蕴加持，宣传发力，亮点突出

**口子窖品牌根基深厚，享誉中国。**口子窖品牌传承悠久，享誉省内外，其酿造历史可以追溯到 2700 多年前，民国时期，濉溪酿酒便已经打开外销，借助铁路交通北销平津济，南售京沪杭，21 世纪口子酒业成立后，由于公司位于皖北地区，毗邻苏、鲁、豫等白酒消费大省，公司产品不仅在省内市场广受好评，在周边省份也具有较强的市场影响力。此外，口子窖还获得了“中华老字号”和“中国驰名商标”等美名，更因其独特的地理条件，获得了“地理标志保护产品”的认可。

表 12：口子窖在发展过程中获得多项荣誉认可

奖项名称	获奖时间
全国第一届酿酒会议甲级酒类第五名	1955
全国轻工系统酒类质量大赛金奖	1984
中国首届食品博览会金奖	1988
巴黎国际名优酒展评会特别金奖	1992
中国十八大名优酒标准样品	1999
中国白酒典型风格金杯奖	2003
中国驰名商标	2005
中华老字号、中国白酒工业十大影响力品牌	2006
中国食品企业七星奖	2014
1985-2015 中国白酒历史标志性产品	2015
中国上市公司金牛奖	2017
改革开放 40 年中国酒业功勋企业	2018
金樽奖·中国酒业最具增长潜力品牌	2022

资料来源：公司官网，公司公众号，《口子酒志》，德邦研究所

**线上线下宣传齐发，塑造品牌形象提高影响力。**2006 年口子窖借助大火电视剧《乔家大院》拍摄“真藏实窖，诚待天下”广告，与电视剧男主角“诚信”的经营理念相互呼应。2010 年口子窖拿下千万级别的电视剧《三国》冠名，借由剧中“煮酒论英雄”的氛围培养消费者，同时得到了高频度的曝光。公司从 2017 年开始连续多年冠名“安徽青年先锋论坛”“安徽年度经济人物”等评选活动，将口子窖的企业精神与优秀人才联系在一起，宣传自身的拼搏进取精神。2020 年，口子窖签约中央广播电视总台“品牌强国工程”，在 CCTV-1、CCTV-2、CCTV-新闻等核心频道向全国观众传播口子窖品牌，拓展口子窖在中国高端白酒市场的品牌影响力与号召力。除了传统电视媒体，口子窖积极投身到新媒体传播方式中，为企业的全国化发展提供帮助，口子窖在“两微一抖”均开设了官方认证账号，及时发布品牌宣传与公司发展，通过公众号文章、直播等形式向消费者传播；在线上购物平台，口子窖坚持自营网店，提供标准化的一流服务，京东店铺粉丝突破 200 万。除了线上渠道，线下的宣传力度也在同步跟进，公司大力推进明清酿酒作坊群遗址博物馆建设、小同聚老作坊改造、口子酒文化博览馆升级三个文化项目，打造酒旅融合特色旅游，推动品牌文化精准传播。2020 年 9 月口子窖还与网红饮料元气森林联合营销，在上海线下快闪店中推出了以口子窖为基酒，搭配元气森林果汁制作而成的鸡尾酒，增加与消费者接触机会。

**口子窖还注重广告语的文案内容，在不同时期，配合不同营销策略或者单品推广设定了相应的广告语。**上世纪流行的“生活离不开这口子”、“好兄弟，口子酒”注重的是当时家庭自饮和朋友聚会的消费场景，将口子窖与特定消费场景联系进而锁定特定消费群体；2002-2020 年间的广告语则重点突出口子窖公司对待产品和客户的“诚信”理念，传播公司文化，打造匠心品牌，拉高品牌定位；近年来，口子酒关注自身“兼香”特色和酿造工艺，所以在广告语中打出“自然兼香”的口号，为企业发展兼香型高端白酒造势，2023 年随着公司全新兼香高端单品“兼系列”的发布，广告语也设置为了“自然兼香，非同凡响”，突出了新

品亮点的同时，展现了公司产品的质优物美和公司定位的高端化。

图 27：口子窖线上宣传矩阵完善（截至 2023 年 8 月）



资料来源：口子窖官方微博，口子窖官方微信公众号，口子窖官方抖音帐号，口子窖天猫旗舰店，口子窖京东旗舰店，公司年报，德邦研究所

图 28：口子窖最新品牌宣传广告形象



资料来源：公司官方公众号，德邦研究所

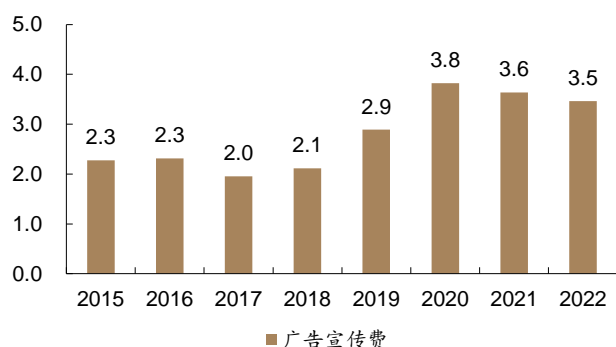
表 13：口子窖广告用语贴合营销策略

广告语	主要使用时间
隔壁千家醉，开坛十里香	1949-1993
生活离不开这口子	1993-1997
好兄弟，口子酒	1998-2002
信以时、执有恒，成功自有道、中国口子窖	2002-2006
真藏实窖，诚待天下	2006-2020
多曲并用，自然兼香	2020-2023
自然兼香，非同凡响	2023 至今

资料来源：《口子酒志》，央视网，口子窖官方公众号，德邦研究所

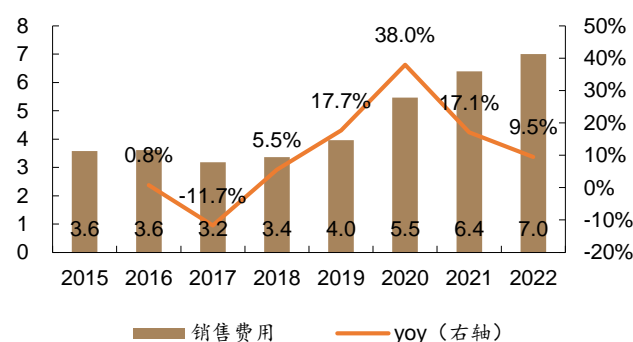
公司近年来加大宣传投入力度，打造公司产品的品牌特色和差异化。一方面公司应对市场消费趋势，目标冲击次高、高端价位，推出了多款兼香单品，需要广告宣传来提升品牌调性、打开全国知名度；另一方面白酒行业竞争聚集化、激烈化，竞品公司也在加强品牌推广和宣传，公司也需要做出相应的营销措施保护市场。随着白酒行业市场化程度加深，消费者消费观念和习惯改变，营销推广对于白酒销售变得更加重要，从 2019 年开始，口子窖销售费用开始拉升，增长 17.7%，其中口子窖广告宣传费用出现大幅增加，2020 年起跨入并且稳定在 3 亿元级别，促销投入力度于 2020 年开始同步加大，并且贡献了后续年份销售费用的主要增长。

图 29：口子窖广告投入增加（单位：亿元）



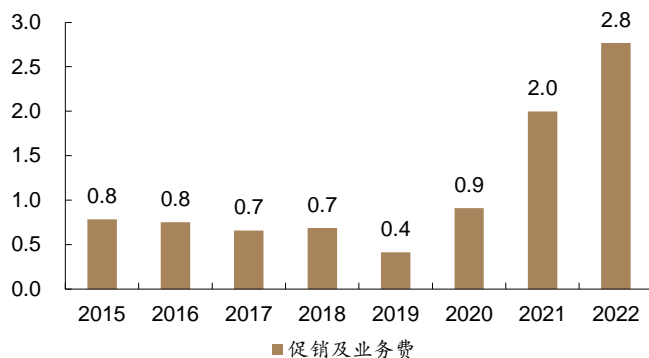
资料来源：公司公告，德邦研究所

图 30：销售费用投入增加（单位：亿元）



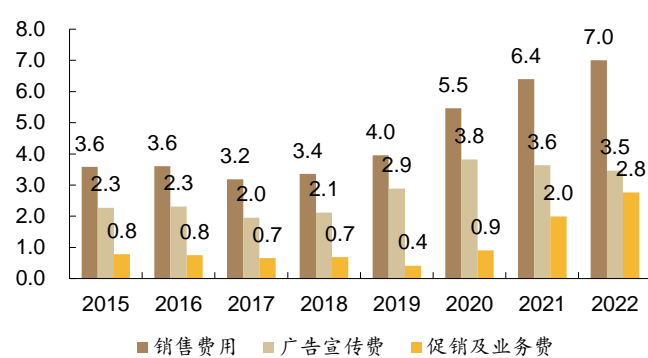
资料来源：公司公告，德邦研究所

图 31：口子窖促销力度明显加大（单位：亿元）



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 32：销售费用向促销活动倾斜（单位：亿元）



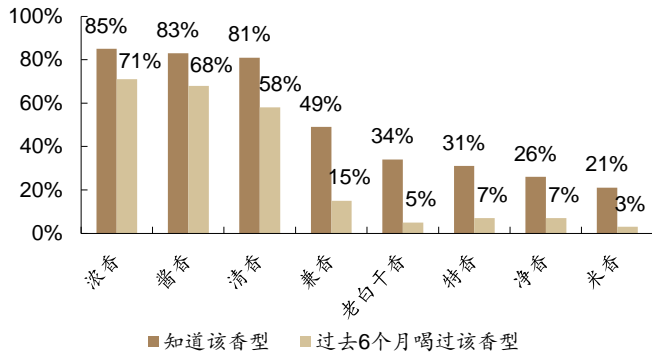
资料来源：公司公告，德邦研究所

### 3.2. 产品：兼系列升级或将续创辉煌

**多香融合造兼香，口感适应消费趋势。**口子窖产品最突出的特点就是其兼香香型，兼香就是至少兼有酱香、浓香、清香等两种以上香型，这种香型可以克服酱香、浓香自身所附带一些口味缺陷，并且加以修饰后形成饮酒舒适度更高的白酒。口子窖多年积累形成的酿造工艺赋予了产品妙融五香、“浓头酱尾中间清”的口感，同时具备醇厚酱香、浓郁浓香、净爽清香，成为中国兼香白酒生产的典范。2021 年白酒市场浓、酱、清三香占据了主导地位，兼香型知名度和饮用率在其之后，接近一半的消费者都了解兼香型白酒的存在，存在广大的潜在消费者。实际上，口子窖的口感并不是只能一成不变，其复杂的工艺流程不仅可以提升口子酒品质，还能够优化口感风格，口子窖可以通过工艺加入不同的酒曲和营养物质进而调整口子酒风味，在弘扬兼香特色的同时，配合近年来的酱香饮用偏好新拓市场。

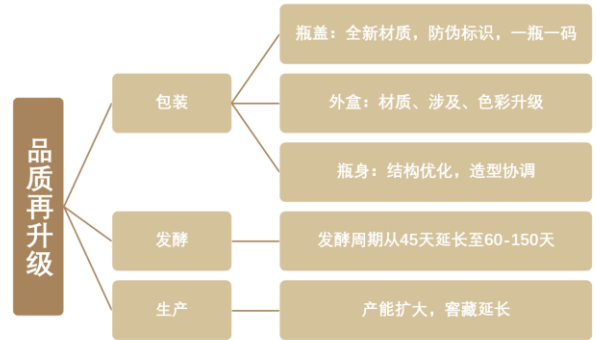
**产品创新迭代，蓄力进军高端化。**进入白酒行业新的发展阶段后，口子窖加大了企业变革动作，加快了新品上市节奏，为品牌高端化铺路。2019 年，面对消费升级趋势，实施“品质再升级”行动，公司对所有系列产品从口感品质、设计包装、防伪技术等方面全面升级，提升消费者体验，公司还再次上市新品，推出了初夏、仲秋两款新品，以入窖封藏时间节点为区别，分别加码 200 元价位和 300 元价位。2021 年推出战略新品兼香 518，卡位新兴高端市场，填补公司产品的占位空白，完善口子窖产品价位阶梯式布局，为品牌升级蓄能。2023 年，公司依托国家级酿酒大师团队，创新产品研发和设计，推出兼香型高端产品口子窖兼系列，以更好的品饮享受为产品目标，进一步提升品牌高度。新品兼 10、20、30 分别锁定 400/600/1000 元以上价格带，并且酒体的构成均选用了口子窖生产的优质白酒，经过长时间的窖藏沉淀，实现价格与品质的双重高端化。口子窖高端化动作助力产品吨价不断提升，2011-2019 年价格复合增长率接近 10%，实现了单价的快速上移，使口子窖在白酒竞争加剧时代避免了在低价位区间踩踏竞争，2020 年开始吨价涨幅放缓，趋于稳健。从销售结构看，高档白酒的销售量和销售占比都有明显增加，占比从 2016 年接近 70%提升至 2022 年 80%左右，结构高端化得到进一步加强。

图 33：白酒主要香型在人群中的渗透率



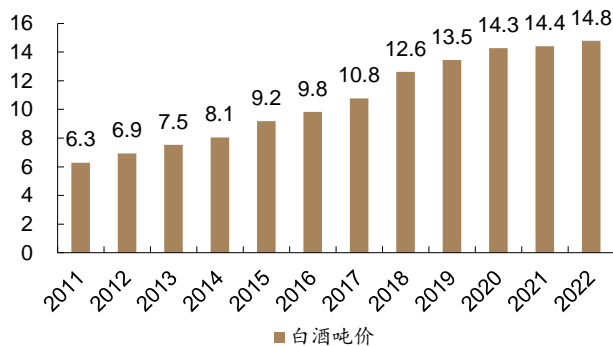
资料来源：《2021 中国白酒消费洞察报告》，德邦研究所

图 34：口子窖品质再升级主要内容



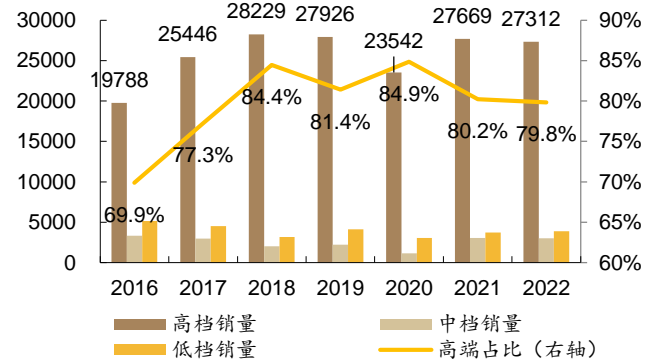
资料来源：公司官方公众号，德邦研究所

图 35：口子窖吨价稳定提升（单位：万元/千升）



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 36：口子窖高档、低档产品销量（单位：千升）



资料来源：公司公告，德邦研究所

注：高档白酒主要包括五年窖、六年窖、御尊、小池窖、十年窖、二十年窖、三十年窖、初夏珍储、仲秋珍储、建厂纪念版

表 14：2023 年口子窖发布兼系列新品

新品名	酒体构成	专家品鉴语	度数	售价 (元/瓶)	产品图
兼 10	主体基酒贮存 5 年以上，加入一定比例窖藏 10 年以上的双轮底酒，再用窖藏 10 年以上的陈香调味酒和窖香调味酒调配而成	无色透明，粮香、曲香、窖香、沉香协调优雅，绵甜爽净，酒体圆润，层次突出，空杯留香，风格典型。	41%vol	468	
			50%vol	498	
兼 20	主体基酒贮存 5 年以上，加入一定比例窖藏 20 年以上的双轮底酒，再用窖藏 20 年以上的陈香调味酒和窖香调味酒调配而成	无色透明，粮香、曲香、窖香、醇香，协调典雅，绵甜丰满，酒体醇厚，层次丰富，余味悠长，空杯留香持久，风格典型。	41%vol	658	
			50%vol	698	
兼 30	主体基酒长达 10 年以上，再用古法小麻坛窖藏 30 年以上的陈香调味酒和窖香调味酒调配而成	微黄透明，粮香、曲香、窖香、陈香协调馥郁。幽雅细腻，绵甜醇厚，酒体丰满圆润，回味悠长怡畅，空杯留香持久，风格典型。	41%vol	1688	
			50%vol	1818	

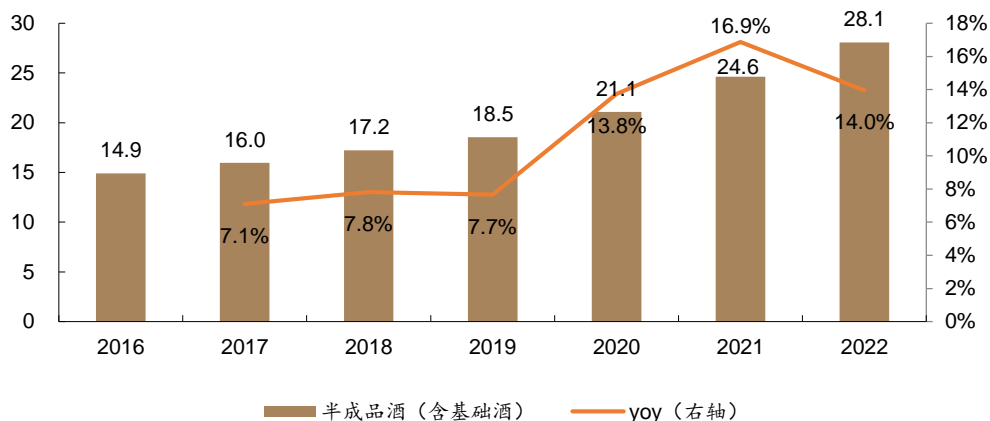
资料来源：公司公众号，京东，口子窖兼系列新品发布会，德邦研究所

**产能提升打下市场基础。**过去口子窖扩张曾受到产能掣肘，公司从 2015 年启动口子产业园建设，补充公司产能的同时提升口子酒品质，经过 2015、2019、2020 三次产业建设项目，口子窖已经构建起以“一企三园”为核心的完善的生



产体系。口子窖的半成品库存逐年增加，6 年时间增长约为 88%，满足公司窖藏白酒时间长的需求与提升产品供应量的计划。

图 37：口子窖拥有充足的白酒库存（单位：万千升）



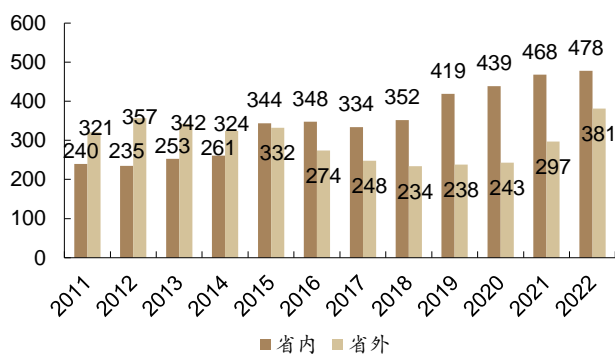
资料来源：公司公告，德邦研究所

### 3.3. 渠道：经销商改革深化，省内扁平下沉，省外重点突击

**大商制，口子窖营销腾飞的起点。**口子窖初期的快速发展很大程度上得益于公司实行的“盘中盘”战略，通过部分核心酒店和核心消费者进而带动外围的更为广泛的白酒饮用群体，这一营销战略中，经销商发挥了重要力量。口子窖采用的“大商制”，也称之为厂商共建，即口子窖作为酒企更多的是提供白酒成品和计划目标，而产品的具体销售和经营情况等落地层面，则是经销商拥有更多的权力与空间。

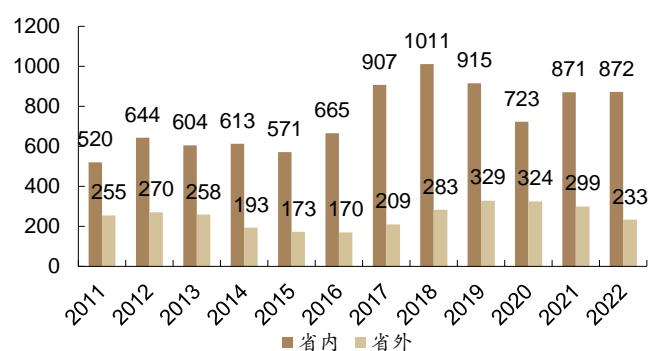
**省内经销商创收能力较强，省外经销商数量增长较快。**从经销商数量上来看，在 2015 年以前，省外经销商多于省内经销商，从 2015 年开始，省内经销商数量超过省外，2015 年口子窖成功上市，公司发展驶上快车道，省内经销平均营收业绩也自此进入上升通道，在 2018 年达到峰值，平均每个经销商创造了 1000 万元左右的营业收入，2019 年省内经销商数量快速增加使平均营收有所回落，2020 年叠加疫情影响下降明显，但随后通过狠抓营销团队与经销商团队建设，2021 年经销商创收能力止跌回升。

图 38：省内外经销商数量（单位：家）



资料来源：公司公告，德邦研究所

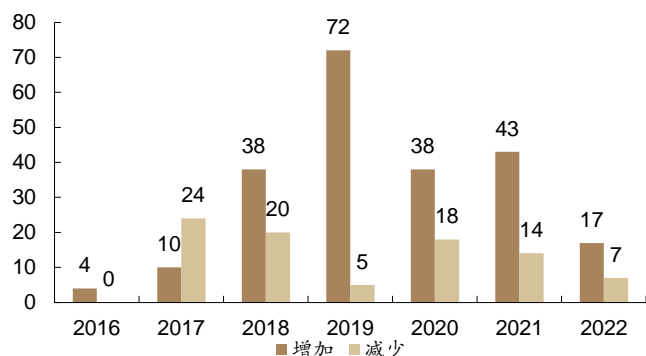
图 39：单个经销商收入（单位：万元）



资料来源：公司公告，德邦研究所

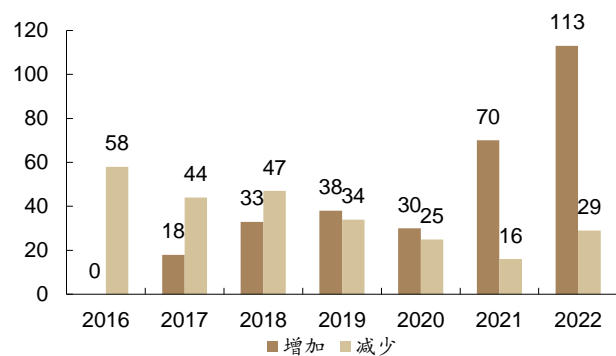


图 40：省内经销商数量变化（单位：家）



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 41：省外经销商数量变化（单位：家）

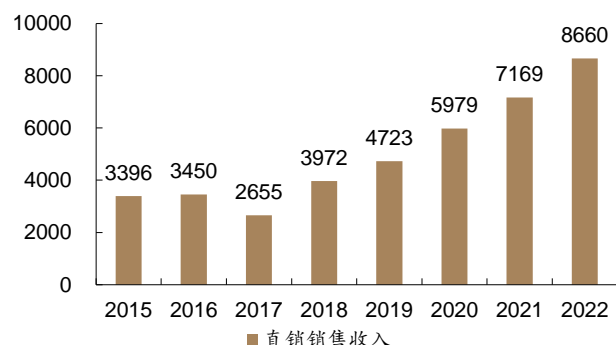


资料来源：公司公告，德邦研究所

省内渠道改革主要涉及两个方向：**团购渠道加码和渠道结构扁平化**。

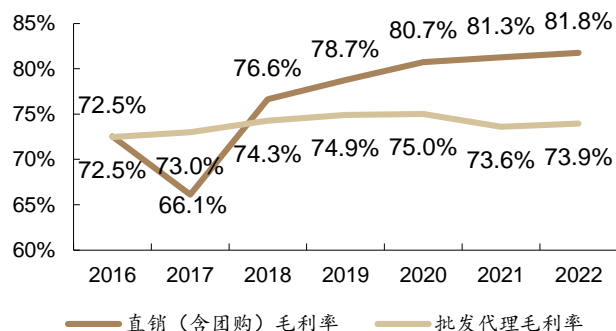
团购经销加码的原因之一是顾客消费时白酒自带率不断提高，传统酒店、餐馆渠道的销售能力下滑，而团购渠道则能有效针对高频饮酒且自带的顾客，为公司产品销售打开新市场。口子窖从2020年开始寻找团购经销商，2021年开始大力发展团购商，目前口子窖已经制定了“团购渠道为主，传统渠道为辅”的渠道结构。在渠道收益方面，包含团购在内的直销渠道在2022年突破8600万元，实现连续5年快速增长，同时直销渠道因为缩短交易链条，有效减少了销售费用与中间成本，从2017年开始毛利率也不断攀升，已经稳定超越80%的毛利率水平。

图 42：直销收入自2017年起逐年提升（单位：万元）



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 43：直销渠道毛利率明显高于代理渠道



资料来源：公司公告，德邦研究所

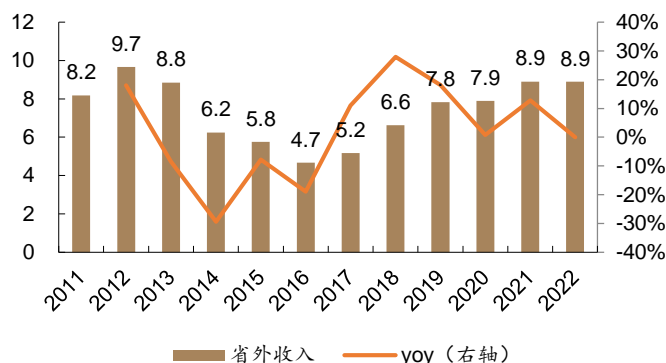
**渠道结构扁平化**则主要应对的是大商制所带来的一些副作用。大型经销商在口子酒开拓市场的初期提供了很大的帮助，经销商可以推动销售计划落地并且与公司一起承担运营费用，但是目前的白酒市场已大不相同，传统大商制逐渐出现一些问题：1）大商与企业长期合作，以往口子窖给予经销商充分的利润空间导致经销商有了利润惯性，经销商更偏好现有的固定利润来源，而且大商以往直接负责大面积市场，代理产品过多，因此对于新品推广和新市场开辟都存在动力不足的情况，反过来阻碍品牌发展；2）大商资源与现状的不匹配，以往由盘中盘模式激发的大商制市场优势不一定可以匹配如今团购为主的策略方向；3）大商制对于上下市场链衔接不充分，在市场竞争中直面消费者和竞争对手的往往是二级商，但是大商对于二级商战略和资金的支持程度有所欠缺，容易导致品牌终端实力不足。

对此，口子窖主要采取两个动作：1）产品经销拆分，老经销商分立独立公司，单独运作，提高营销针对性和精准性；2）扁平化渠道，一方面推行“1+N”战略，一个市场中安排一个大商，多个小商（包括团购型经销商），增强市场覆盖能力，强化终端执行力，另一方面，提升二级商等级，将原先部分二级商转变

为口子窖的一级经销商，提升代理等级，提高公司最市场的掌控能力。

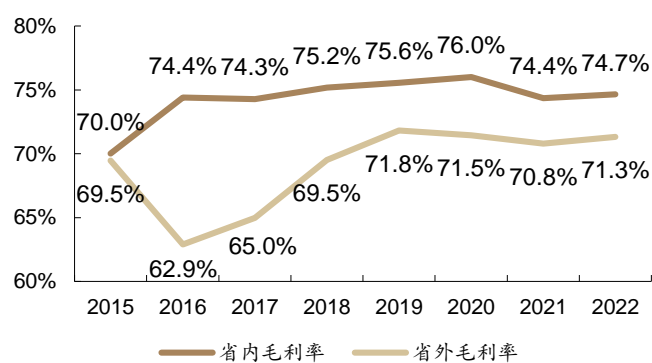
**省外改革发力重点市场。**面对口子窖在省外市场整体认知较弱的情况，公司有选择性的在部分市场开展团购品鉴和消费者培育，具体聚焦江浙沪及北京、郑州等重点市场，加大省外招商、选商力度，大招商，招大商，不断扩大省外市场“增长面”。口子窖省外经销商数量从2019年的238家增长至2022年的381家。同时进一步优化省外产品结构，针对性的导入中高端产品线，提升销售档次，形成产品共振。省外市场在2016年开始止跌回升，营业收入稳健增长，2022年共计创造8.9亿元收入，接近2012年的峰值；盈利能力方面，口子窖通过引入次高端产品、开拓白酒核心消费城市，省内外毛利率差幅缩小，省外盈利能力得到增强。

图 44：口子窖省外营业收入稳健增长（单位：亿元）



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 45：口子窖省内外毛利率



资料来源：公司公告，德邦研究所

**在渠道管理方面，口子窖吸取经验，向规范化、科学化前进。**口子窖为了推广中端产品口子美酒，完善产品结构，弥补经销商对中低端产品不擅长的问题，于2019年专门成立口子酒事业部，运作中低端产品。口子窖在加强团购渠道的同时，也没有放弃传统渠道，进一步对营销操作进行细分。在队伍管理上，口子窖于2020年开始严格落实《经销商分类管理办法》，完善经销商考核机制，加强考评和激励力度，对业务人员同样进行制度化规范，提升人力资源素养。

**组织改革，产销分离，营销前移。**公司近年来为了巩固省内市场、强化公司对省内经销商的管控能力、推动公司营销政策实施，同时为了抢占合肥市场份额、提高宣传声量，口子窖在安徽省会成立了合肥营销中心。合肥营销中心将在市场调研、市场运作策略、市场执行考核、渠道销售跟进、品牌宣传与推广、经销商公司化管理、销售队伍培训等方面针对市场运营全面赋能，逐步介入合肥市场运营。截至2023年6月，合肥营销中心团队已经拥有50多名员工，预计未来人数要达到100名左右。口子窖还计划建设华东上海、华南区两个营销中心，进一步强化营销能力，促进业绩增长。

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1. 盈利预测

安徽白酒市场扩容趋势延续，公司主要产品卡位省内主流价位带，预计未来仍将维持较好增长。预计高档酒23-25年的收入增速分别为19.02%/16.10%/15.54%，中档酒23-25年的收入增速分别为6.05%/7.10%/7.10%，低档酒23-25年的收入增速分别为5.06%/5.06%/5.06%。

随着提价带来产品吨价提升以及高档酒产品结构优化，毛利率预计将提升，

预计 23-25 年口子窖白酒业务毛利率分别为 74.75%/75.30%/75.84%。

总体来看，预计 23-25 年公司营业收入分别为 60.72/70.17/80.76 亿元，同比增速为 18.24%/15.57%/15.09%。预计归母净利润分别为 18.39/21.66/25.73 亿元，同比增速为 18.61%/17.82%/18.77%。

表 15：口子窖主营业务拆分及预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>酒类业务</b>				
营收（亿元）	51.35	60.72	70.17	80.76
YOY	2.12%	18.24%	15.57%	15.09%
销售量（千升）	34221	36728	39223	42372
YOY	-0.76%	7.33%	6.79%	8.03%
毛利率	74.16%	74.75%	75.30%	75.84%
<b>高档酒</b>				
营收（亿元）	48.70	57.96	67.30	77.75
YOY	1.94%	19.02%	16.10%	15.54%
销售量（千升）	27312	29552	31768	34628
YOY	-1.29%	8.20%	7.50%	9.00%
毛利率	75.61%	76.05%	76.49%	76.94%
<b>中档酒</b>				
营收（亿元）	0.95	1.01	1.08	1.16
YOY	-5.95%	6.05%	7.10%	7.10%
销售量（千升）	3008	3158	3316	3482
YOY	-2.05%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	41.36%	41.36%	41.93%	42.50%
<b>低档酒</b>				
营收（亿元）	0.94	0.99	1.04	1.09
YOY	6.47%	5.06%	5.06%	5.06%
销售量（千升）	3901	4018	4139	4263
YOY	4.24%	3.00%	3.00%	3.00%
毛利率	27.77%	28.48%	29.18%	29.87%
营业总收入（亿元）	51.35	60.72	70.17	80.76
YOY	2.12%	18.24%	15.57%	15.09%
营业总成本（亿元）	13.27	15.33	17.33	19.51
YOY	1.10%	15.55%	13.05%	12.58%
毛利率	74.16%	74.75%	75.30%	75.84%

资料来源：wind，公司公告，德邦研究所

## 4.2. 相对估值

2022 年公司总营收和归母净利分别为 51.35 亿元和 15.50 亿元。预计 23-25 年公司营业收入分别为 60.72/70.17/80.76 亿元，同比增速为 18.24%/15.57%/15.09%。归母净利润分别为 18.39/21.66/25.73 亿元，同比增速为 18.61%/17.82%/18.77%。EPS 分别为 3.06/3.61/4.29 元。现价（2023 年 8 月 17 日）对应 23-25 年 PE 为 19.79x/16.79x/14.14x，可比公司 PE 均值为 130.92x/36.21x/22.15x。我们认为公司仍将受益安徽市场扩容，随着改革的稳步推进，盈利能力有望持续上行，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 16：口子窖可比公司估值表

股票代码	公司简称	市值（亿元）	收盘价（元）	市盈率				每股收益			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E

000596	古井贡酒*	1,265	272.78	44.86	33.97	26.80	21.46	5.95	8.03	10.18	12.71
603198	迎驾贡酒*	578	72.19	29.47	26.35	20.92	17.31	2.13	2.74	3.45	4.17
600199	金种子酒*	171	26.02	-95.43	650.50	113.13	51.02	-0.28	0.04	0.23	0.51
002304	洋河股份*	2,073	137.54	25.78	18.49	15.42	12.98	6.22	7.44	8.92	10.60
603369	今世缘*	753	60.01	25.36	24.39	19.42	15.23	2.00	2.46	3.09	3.94
600559	老白干酒*	239	26.09	35.29	31.82	21.56	14.91	0.77	0.82	1.21	1.75
	中位数			27.63	29.08	21.24	16.27				
	均值			10.89	130.92	36.21	22.15				
<b>603589</b>	<b>口子窖*</b>	<b>364</b>	<b>60.63</b>	<b>22.35</b>	<b>19.79</b>	<b>16.79</b>	<b>14.14</b>	<b>2.58</b>	<b>3.06</b>	<b>3.61</b>	<b>4.29</b>

资料来源: wind, 德邦研究所

注: 标\*公司为德邦覆盖, 收盘价采取 2023 年 8 月 17 日数据

## 5. 风险提示

**新品推广不及预期风险。**公司高端价位新品“兼系列”承接“年份系列”，产品替代效果可能不及预期。

**竞争加剧风险。**尽管公司有较强的竞争优势，但是在区域和全国层面都面临激烈的竞争，仍可能影响公司盈利水平。

**宏观经济环境调整风险。**国内经济处于动能转换期间，宏观环境结构性调整，存在对公司产品销售造成负面冲击的可能。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	2.58	3.06	3.61	4.29
每股净资产	14.84	16.40	18.35	20.97
每股经营现金流	1.38	2.80	4.32	5.11
每股股利	1.50	1.50	1.67	1.67
价值评估(倍)				
P/E	22.35	19.79	16.79	14.14
P/B	3.89	3.70	3.30	2.89
P/S	7.08	5.99	5.18	4.50
EV/EBITDA	14.68	12.92	9.11	7.18
股息率%	2.6%	2.5%	2.7%	2.7%
盈利能力指标(%)				
毛利率	74.2%	74.7%	75.3%	75.8%
净利润率	30.2%	30.3%	30.9%	31.9%
净资产收益率	17.4%	18.7%	19.7%	20.4%
资产回报率	13.4%	14.2%	15.1%	15.6%
投资回报率	16.8%	18.5%	19.5%	20.3%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	2.1%	18.2%	15.6%	15.1%
EBIT 增长率	0.2%	20.1%	19.1%	18.6%
净利润增长率	-10.2%	18.6%	17.8%	18.8%
偿债能力指标				
资产负债率	22.8%	23.9%	23.2%	23.5%
流动比率	2.7	2.8	3.2	3.5
速动比率	1.0	1.2	1.5	1.8
现金比率	0.7	0.7	1.1	1.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	0.2	0.2	0.2	0.2
存货周转天数	1,158.4	1,100.0	1,081.1	1,113.1
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5
固定资产周转率	2.0	2.2	2.8	3.2

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,550	1,839	2,166	2,573
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	209	216	720	898
非经营收益	-2	0	-44	-45
营运资金变动	-927	-377	-253	-358
经营活动现金流	829	1,679	2,590	3,068
资产	-398	-274	-274	-224
投资	269	-205	-55	-55
其他	39	36	44	45
投资活动现金流	-90	-442	-284	-233
债权募资	0	-1	0	-0
股权募资	0	0	0	0
其他	-899	-899	-1,002	-1,002
融资活动现金流	-899	-900	-1,002	-1,002
现金净流量	-160	337	1,304	1,833

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 17 日  
资料来源：公司年报（2021-2022），德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,135	6,072	7,017	8,076
营业成本	1,327	1,533	1,733	1,951
毛利率%	74.2%	74.7%	75.3%	75.8%
营业税金及附加	782	928	1,071	1,232
营业税金率%	15.2%	15.3%	15.3%	15.3%
营业费用	700	839	960	1,100
营业费用率%	13.6%	13.8%	13.7%	13.6%
管理费用	268	340	359	353
管理费用率%	5.2%	5.6%	5.1%	4.4%
研发费用	25	27	32	37
研发费用率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
EBIT	2,035	2,444	2,910	3,450
财务费用	-41	-28	-29	-29
财务费用率%	-0.8%	-0.5%	-0.4%	-0.4%
资产减值损失	-0	0	0	0
投资收益	23	36	44	45
营业利润	2,101	2,470	2,937	3,478
营业外收支	2	2	2	2
利润总额	2,102	2,472	2,939	3,479
EBITDA	2,243	2,660	3,629	4,348
所得税	552	633	772	906
有效所得税率%	26.3%	25.6%	26.3%	26.1%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	1,550	1,839	2,166	2,573

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,680	2,017	3,320	5,153
应收账款及应收票据	343	737	724	785
存货	4,211	4,621	5,134	5,951
其它流动资产	509	730	777	835
流动资产合计	6,743	8,104	9,955	12,724
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,547	2,768	2,486	2,526
在建工程	1,311	1,161	1,011	311
无形资产	516	503	490	477
非流动资产合计	4,792	4,829	4,389	3,721
资产总计	11,535	12,933	14,344	16,445
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	806	972	1,042	1,198
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,646	1,928	2,102	2,474
流动负债合计	2,452	2,899	3,144	3,672
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	178	190	190	190
非流动负债合计	178	190	190	190
负债总计	2,630	3,090	3,335	3,863
实收资本	600	600	600	600
普通股股东权益	8,904	9,843	11,009	12,582
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	11,535	12,933	14,344	16,445



# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

熊鹏，德邦证券大消费组组长&食品饮料首席分析师，上海交通大学及挪威科技大学双硕士。全面负责食品饮料行业各板块的研究，6年行业研究经验，2022年卖方分析师水晶球奖公募榜单上榜。曾任职于西部证券、国信证券、安信证券等，2022年12月加入德邦证券研究所。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； <b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。