

2023年08月27日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

冀酒龙头剑指高端，武陵名酒飘香全国

—老白干酒（600559.SH）公司深度报告 投资要点

买入（维持）

分析师：孙山山 S1050521110005

✉ sunss@cfsc.com.cn

基本数据

2023-08-25

当前股价（元）	25.17
总市值（亿元）	230
总股本（百万股）	915
流通股本（百万股）	897
52周价格范围（元）	20.91-38.28
日均成交额（百万元）	596.74

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《老白干酒（600559）：改革势能向上，期待红利释放》2023-05-27
- 《老白干酒（600559）：2022年顺利收官，一季度可圈可点》2023-04-26
- 《老白干酒（600559）：经营持续向上，武陵酒可期》2023-01-16

冀酒龙头笃行争先，三香布局五花齐放

衡水老白干酒 1915 年获得巴拿马“甲等大奖章”，2002 年成功上市后继续打造老白干香型独特优势，2018 年收购丰联酒业实现三香布局。目前老白干酒处于改革期，大力推进产品高端化、布局全国化、费用精细化、治理灵活化，期待改革红利下利润释放。

衡水老白干：香型差异化，产品高端化

1) 河北市场百花齐放，竞争态势升级。
 ①2022 年河北省白酒市场规模为 300 亿元，位列全国第 6。
 ②冀中消费水平高，冀北冀南经济增速快。
 ③全国性品牌国窖 1573、茅台市占率分别为 18.33%、16.67%；老白干、丛台、山庄分别占比 9.30%、6.67%、5.67%，地产酒企格局为一超两强。
 2) 独特香型健康化品质，高端化战略扎实推进。
 ①2004 年老白干香型成为中国白酒第十一大香型，古法酿造及复杂严密工序带来醇净酒体。
 ②2019 年起坚定转向高端化运作，2022 年次高端产品销售额占比 30%，2023 年成立高端酒事业部，高端化战略将持续发力。
 3) 经销商加强考核优化，终端推进联盟体建设。
 2019 年起针对甲等 15 和甲等 20 建立合伙人体系，将拥有优质资源的少量核心烟酒店囊括进联盟体中。
 4) 基地市场持续深耕，看好份额提升。

武陵酱酒：做深湖南，做大全国

1) 酱酒处于竞争蓄力期，湖南市场氛围向好。
 2022 年全国酱酒规模达 2100 亿元，2017-2022 年 CAGR 为 19.91%。
 2022 年湖南省酱酒市场规模 80 亿元，武陵市占率 12.50%，仍有较大提升空间。
 2) 六次易主阻发展，品牌根基仍深厚。
 ①多次获奖奠定品牌基础，三胜茅台理顺品牌故事。
 ②2018-2022 年武陵酒销量、均价 CAGR 分别为 13.20%、24.14%，体现增长以价增为主。
 2022 年武陵酒毛利率为 84.86%，较 2018 年提升 10.93pct。
 3) 独特焦香品质加持，产品结构高端化。
 产品结构由高端贡献为主，2022 年千元以上的高端产品销售占比达 70%，2000 元以上产品占比 30%，产品结构较好。
 4) 省内短链直销效果佳，开启全国化招商。
 ①目前武陵酒拥有 800 余家终端客户，其中担当联盟以 20%~30% 的数量贡献 70%~80% 的销量；终端利润保持在 20%~30%。
 ②2022 年常德市销售占比 50% 以上，长沙市占比 30% 以上，湖南省内市场覆盖空间大。
 ③2022 年 9 月 5000 吨产能正式投产；2023 年 2 月举办 2023 年担当联盟大会，广东、福建、河南、河北是全国化的四个重点市场。

■ 多区域布局：品牌底蕴均强，产品结构向上

- 1) **板城烧锅酒**: 将“龍印”和“板城烧锅”定位为双品牌，2018 年起打造高端化，2022 年百元以上产品占比超过 80%，300 元以上价位占比超过 20%，5 大战略产品占比超过 90%。
- 2) **文王贡酒**: 2015 年推出第一款公开配方的 100% 年份原酒，并启动绵甜型白酒研究项目。2018 年起产品结构再升级，同时确立“22210 工程”，在终端服务上提升竞争力。
- 3) **孔府家酒**: 2018 年推出面向次高端价位的“朋 15”，对标平台商和核心团购，2022 年朋系列销售同增 26%。未来预计以朋自远方系列为核心，继续打造文化白酒高端化定位。

■ 盈利预测

我们看好公司产品结构持续向上，渠道改革提高份额，股权激励激发活力，费用改革释放动能。我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.83/1.11/1.42，当前股价对应 PE 分别为 30/23/18 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济恢复不及预期风险；河北省内竞争加剧风险；高端化战略推进不及预期风险；费用改革不及预期风险；酱酒竞争加剧风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	4,653	6,015	7,429	8,831
增长率（%）	15.5%	29.3%	23.5%	18.9%
归母净利润（百万元）	708	760	1,017	1,300
增长率（%）	81.8%	7.5%	33.7%	27.8%
摊薄每股收益（元）	0.77	0.83	1.11	1.42
ROE（%）	16.3%	15.5%	18.0%	19.5%

资料来源：Wind, 华鑫证券研究

正文目录

1、冀酒龙头笃行争先，三香布局五花齐放	8
1.1、七十余年起伏史，冀酒龙头迈向全国	8
1.2、股权激励激发活力，管理团队稳定性强	9
1.3、多品牌联合发力，区域扩张多点开花	12
1.3.1 各品牌独立运作，武陵酒表现较好	12
1.3.2 区域扩张显成效，渠道策略各有不同	14
1.4、盈利能力提升空间大，业绩增长动力充足	15
2、衡水老白干：香型差异化，产品高端化	17
2.1、河北市场百花齐放，竞争态势升级	17
2.1.1 白酒饮用大省，消费升级带动扩容	17
2.1.2 名酒进攻省酒防守，竞争格局分散	19
2.2、独特香型健康化品质，高端化战略扎实推进	20
2.2.1 独立香型认证，高端品质支撑	20
2.2.2 产品布局与品牌战略并行，推进高端化	23
2.3、经销商加强考核优化，终端推进联盟体建设	26
2.4、基地市场持续深耕，看好份额提升	30
3、武陵酱酒：做深湖南，做大全国	32
3.1、酱酒处于竞争蓄力期，湖南市场氛围向好	32
3.2、六次易主阻发展，品牌根基仍深厚	38
3.3、独特焦香品质加持，产品结构高端化	41
3.4、省内短链直销效果佳，开启全国化招商	44
4、多区域布局：品牌底蕴均强，产品结构向上	49
4.1、板城烧锅酒：柔顺浓香冀酒龙头，区域联动性强	49
4.2、文王贡酒：真年份打造差异化，结构升级迎增长	52
4.3、孔府家酒：深入文化酒定位，加快结构升级	55
5、盈利预测评级	59
6、风险提示	59

图表目录

图表 1：老白干发展历程	8
图表 2：老白干酒高中低档酒营收及增速表现	9
图表 3：老白干酒归母净利润及增速表现	9
图表 4：公司股权结构（截至 2023Q1）	10
图表 5：限制性股票解售条件	10
图表 6：1999 年以来老白干酒核心管理层变动时间表	11
图表 7：老白干酒目前核心高管列示	12
图表 8：2018–2022 年公司分产品营收（亿元）及 CAGR	13
图表 9：2019–2022 年公司分产品营收增速	13

请阅读最后一页重要免责声明

图表 10: 2018-2022 年公司分产品销量 (万千升) 及 CAGR	13
图表 11: 2018-2022 年公司分产品销量增速	13
图表 12: 2018-2022 年公司分产品均价 (万元/千升) 及 CAGR	14
图表 13: 2018-2022 年公司分产品均价增速	14
图表 14: 2018-2023Q1 公司分地区营收 (亿元)	14
图表 15: 2018-2023Q1 公司分地区营收增速	14
图表 16: 2018-2023Q1 公司经销商数量及增速	15
图表 17: 2018-2023Q1 公司分地区经销商数量	15
图表 18: 2016-2023Q1 老白干酒及可比公司销售毛利率	15
图表 19: 2016-2023Q1 老白干酒及可比公司销售净利率	15
图表 20: 2016-2023Q1 老白干酒及可比公司销售费用率	16
图表 21: 2016-2023Q1 老白干酒及可比公司管理费用率	16
图表 22: 2016-2023Q1 老白干酒与可比公司总资产周转率	16
图表 23: 2016-2023Q1 老白干酒及可比公司权益乘数	16
图表 24: 2017Q1-2023Q1 老白干酒合同负债情况	17
图表 25: 2022 年各省白酒市场规模 (亿元)	18
图表 26: 2021 年各省白酒热度	18
图表 27: 2022 年各省人均可支配收入 (元) 及 CAGR	18
图表 28: 2005-2022 年各省城镇化率	18
图表 29: 河北省分板块消费水平	19
图表 30: 河北省不同价位带品牌分布	19
图表 31: 河北省内地产酒分布	20
图表 32: 2022 年河北省各酒企市场份额	20
图表 33: 老白干香型国家标准设立过程及获奖事件	21
图表 34: 老白干香型与市场主流香型对比	22
图表 35: 老白干地缸发酵车间	22
图表 36: 老白干陶坛储存酒	22
图表 37: 老白干香型与市场主流香型对比	23
图表 38: 老白干 2022 年主要产品销售占比	24
图表 39: 老白干营销架构变动情况	24
图表 40: 老白干品牌战略变迁情况	24
图表 41: 老白干会议营销及消费者活动事件列示	25
图表 42: 2018-2022 年衡水老白干销量与 YoY	26
图表 43: 2018-2022 年衡水老白干均价及 YoY	26
图表 44: 2018-2023Q1 河北省经销商数量及 YoY	26
图表 45: 2018-2023Q1 河北省经销商单商规模及 YoY	26

图表 46: 2022 年老白干各渠道销售占比	27
图表 47: 2022 年各酒企销售人员数量及占比	27
图表 48: 甲等 15 和甲等 20 渠道及终端利润	28
图表 49: 老白干中高端产品批价 (元)	28
图表 50: 老白干产品提价及控货措施列示	28
图表 51: 十八酒坊甲等 20 平台公司运作机制	29
图表 52: 2021 年至今老白干与企业互动统计	29
图表 53: 老白干走进战略企业活动图示	29
图表 54: 2022 年老白干在河北省各市销售占比	30
图表 55: 老白干在河北省内布局	30
图表 56: 2022 年部分酒企和老白干单品牌的根据地市占率	31
图表 57: 老白干与丛台对比	32
图表 58: 2010-2022 年酱酒产能及增速情况	33
图表 59: 2010-2022 年酱酒收入及利润增速情况	33
图表 60: 2010-2022 年酱酒收入及利润占白酒行业情况	34
图表 61: 2022 年酱酒市场格局 (销售回款口径)	34
图表 62: 2021-2022 年酱酒企业现有产能及产能规划	35
图表 63: 酱酒市场发展趋势	36
图表 64: 2022 年湖南省白酒市场竞争格局	36
图表 65: 2022 年湖南省酱酒市场竞争格局	36
图表 66: 主要酱酒生产地图示	37
图表 67: 湖南省主要白酒企业	37
图表 68: 湖南省支持白酒产业发展政策	38
图表 69: 武陵酒发展历程	39
图表 70: 武陵酒获得重要荣誉及三胜茅台事件梳理	40
图表 71: 2018-2022 年武陵酒收入及增速	40
图表 72: 2018-2022 年武陵酒销量及增速	40
图表 73: 2018-2022 年武陵酒均价及增速	41
图表 74: 2018-2022 年各系列毛利率	41
图表 75: 武陵酒位于北纬 30 度黄金酿酒带	41
图表 76: 武陵酒生产工艺创新首创名贵焦香风格	42
图表 77: 武陵酒工艺展示	43
图表 78: 武陵酒 5 位国家级白酒评委介绍	43
图表 79: 武陵酒产品系列梳理	43
图表 80: 2021 年武陵各产品销售体量占比 (销售口径)	44
图表 81: 2015-2017 年前三季度武陵酒不同销售模式收入 (万元)	45

图表 82: 2015-2017 年武陵酒省内外经销商数量	45
图表 83: 2018-2022 年武陵酒终端数量及增速	45
图表 84: 2018-2022 年武陵终端平均规模及增速	45
图表 85: 武陵“14769”短链渠道体系	46
图表 86: 武陵直控终端图示	46
图表 87: 武陵投资扩产计划	47
图表 88: 武陵实际产能及增速	48
图表 89: 武陵全国化重点城市	48
图表 90: 2023 年以来武陵酒在各地的宣导活动	49
图表 91: 板城烧锅营收及增速	50
图表 92: 板城烧锅酒销量及增速	50
图表 93: 板城烧锅均价及增速	50
图表 94: 板城烧锅毛利率	50
图表 95: 板城烧锅产品系列梳理	51
图表 96: 文王贡酒发展历程	52
图表 97: 文王贡酒营收及增速	53
图表 98: 文王贡酒销量及增速	53
图表 99: 文王贡酒均价及增速	53
图表 100: 文王贡酒毛利率	53
图表 101: 文王贡酒主要产品列示	54
图表 102: 文王贡酒经销商数量及增速	55
图表 103: 文王贡酒经销商体量及增速	55
图表 104: 孔府家酒发展历程	56
图表 105: 孔府家酒营收及增速	56
图表 106: 孔府家酒销量及增速	56
图表 107: 孔府家酒均价及增速	57
图表 108: 孔府家酒毛利率	57
图表 109: 孔府家酒主要产品列示	58
图表 110: 孔府家酒经销商数量及增速	59
图表 111: 孔府家酒单商体量及增速	59
图表 112: 盈利预测表	59

投资逻辑：

我们认为公司未来的增长点来自于以下几个方面：①老白干本部凭借甲等15、甲等20持续高端化，平台制验证有效，河北省内复制以提高份额；②武陵酒短期看省内以常德市、长沙市为核心向外扩张，长期看以广东、福建、河南、河北为代表的全国化布局；③管理层变动、股权激励等推动公司对费用进行严格的预算管理与考核，利润释放动力足。

区别于市场的认识：

①市场认为老白干本部在河北省内龙头地位不稳，我们认为老白干在省内市场仍具有竞争优势，品牌沉淀下实行高端化战略，渠道偏向精耕细作并重视终端建设，有望稳扎稳打推进省内份额提升。②市场认为武陵酒在湖南省外扩张有阻力，我们认为武陵酒在省内终端直控模式行之有效，全国化扩张采用平台商与大店的结合模式，凭借其品牌优势全国化可期。

股价表现的催化剂：

①费用改善带来利润释放；②老白干省内份额持续提高；③平台公司多地成功复制；④武陵酒常德外市场有效扩张。

盈利预测与估值：

我们看好公司产品结构持续向上，渠道改革提高份额，股权激励激发活力，费用改革释放动能。我们预计公司2023-2025年EPS分别为0.83/1.11/1.42，当前股价对应PE分别为30/23/18倍，维持“买入”投资评级。

1、冀酒龙头笃行争先，三香布局五花齐放

1.1、七十余年起伏史，冀酒龙头迈向全国

品质基因为源，改革活力为契。衡水老白干酒从酿造史近两千年的生产基地和老白干香型的独特工艺起家，兴于汉、盛于唐、定名于明，1915年获得巴拿马“甲等大奖章”为其奠定优秀品质，2002年成功上市后继续打造老白干香型独特优势，2018年收购丰联酒业实现老白干香型、浓香型、酱香型的布局。2022/2023Q1分别实现总营收46.53/10.03亿元，分别同比+15.54%/+10.43%，归母净利润7.08/1.02亿元，分别同比+82.10%/-61.51%。目前老白干酒处于改革期，大力推进产品高端化、布局全国化、费用精细化、治理灵活化，期待改革红利释放。

图表1：老白干发展历程



资料来源：WIND，公司公告，衡水老白干官微，老白干官网，招股说明书，国家标准平台，今日早报，斗酒公众号，云酒头条公众号，华鑫证券研究

1946-2006年：蛰伏期，历史悠长，品质获奖，冀酒龙头向好发展。老白干酒前身“地方国营衡水制酒厂”成立于1946年1月，由衡水县人民政府购买衡水16家传统私营酿酒作坊组建而成；几经改组后于2002年10月以“河北裕丰实业股份有限公司衡水老白干酒业分公司”身份完成上市，酒类业务在河北省内为产销量第一。2001年子品牌“十八酒坊”上市，定位中高档品牌并锁定中高档酒楼，以拉升产品结构。2002年邀请歌手腾格尔为代言人并高频投放电视广告、加强宣传促销，截至2005年9月，十八酒坊系列实现收入1亿元，在衡水市场成为中高档酒的领导品牌，在石家庄市场亦进入中高档酒前三名。在十八酒坊新品牌的带动下，2001-2006年公司营收CAGR为16.20%，保持平稳向好发展。

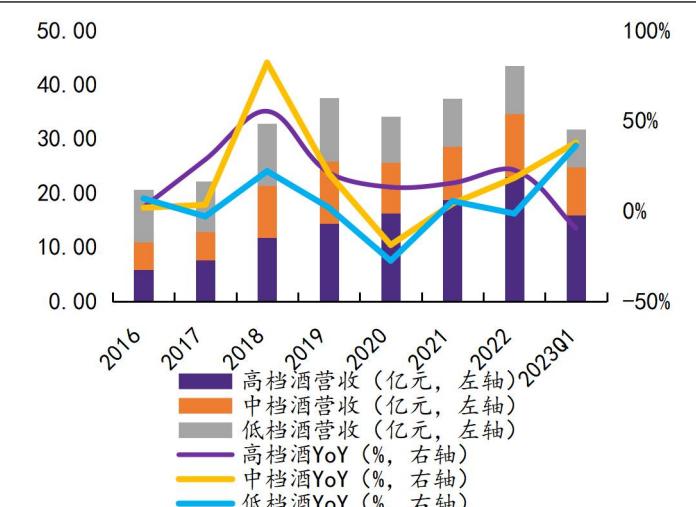
2007-2012年：放量期，发布标准，打响品牌，引领老白干香型教育。2007年10月公司正式更名为“老白干酒”并发布《老白干香型》国家标准，作为老白干香型引领者加大投产及品牌推广，迎来放量期。2007年公司完成1.5万吨扩建项目，产能达到3.5万吨；2008年老白干酒酿造工艺列为“国家级非物质文化遗产”，“十八酒坊”认定为“驰名商标”；2010年成为上海世博会河北省参展唯一指定用酒，并加大宣传金奖荣誉。在衡水老白干和十八酒坊双品牌布局下，2007-2012年营收、归母净利CAGR分别为29.24%、45.80%。

请阅读最后一页重要免责声明

2013-2017年：调整期，聚焦酒业，内部混改，积极应对行业调整。2012年三公限制消费政策发布，行业步入低谷期，公司多举措积极应对。2014年7月公司将种猪业务公开转让，聚焦酒类业务发展；2015年12月引入战投和员工持股完成股票非公开发行，共发行3522.41万股，募集资金总额8.25亿元；2016年4月实控人由衡水市工业和信息化局变更为衡水市财政局；2017年自主研发多款高档酒以顺应行业消费升级趋势。公司措施反馈有效，2012-2017年营收、归母净利CAGR分别为8.76%、7.93%。

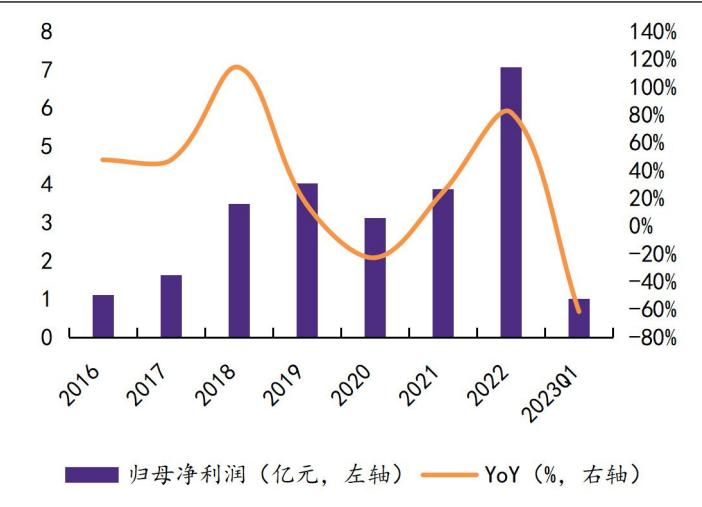
2018年至今：改革期，并购丰联，实施激励，多品牌高端化布局。2018年公司完成对丰联酒业的收购，而丰联酒业旗下包括武陵酒、文王贡酒、承德乾隆醉酒（板城烧锅系列）、孔府家酒四家酒企，故收购当年公司业绩实现跃升。同年不同度数的老白干1915上市，零售价均超千元剑指高端。2021年公司推动武陵酒投资扩产，2022年发布股权激励计划并发生管理层变动。公司大力推动品牌高端化，高档酒和中档酒表现较好，2018-2022年高中低档营收CAGR分别为18.20%、4.92%、-6.31%，2022年归母净利润达7.08亿元，同比增速达81.81%，高端化取得一定成效。2023Q1归母净利润同比增速为-61.51%，主要系疫情后商务消费场景恢复较慢，影响中高端产品动销表现。

图表2：老白干酒高中低档酒营收及增速表现



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表3：老白干酒归母净利润及增速表现

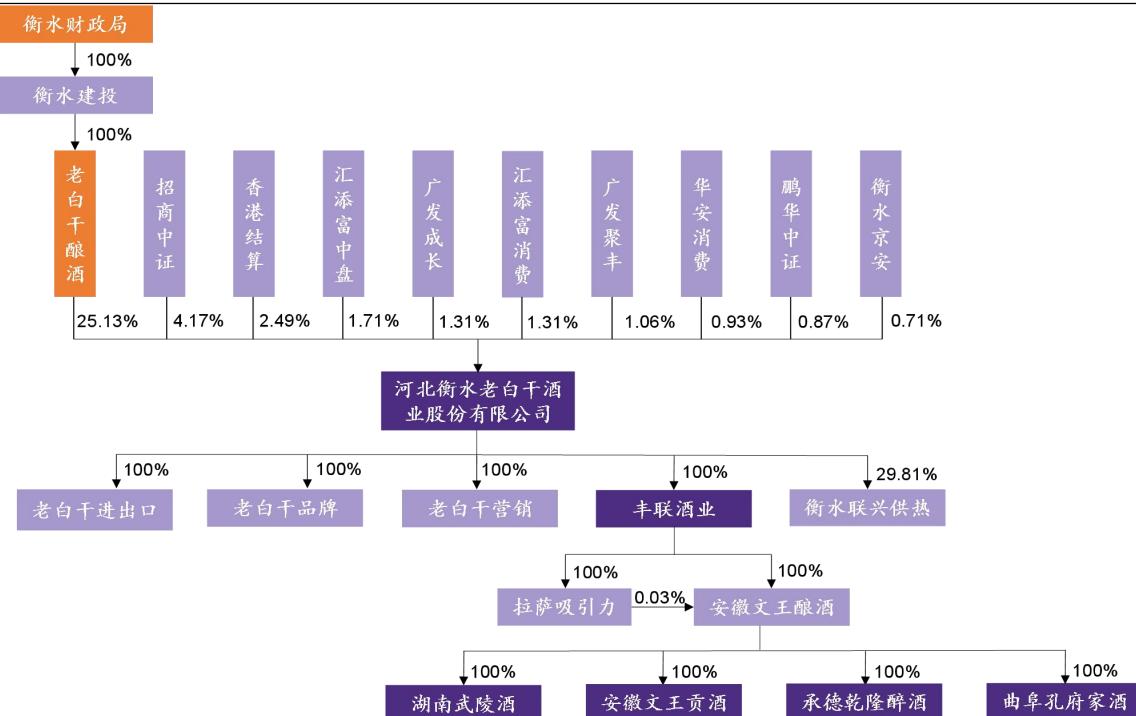


资料来源：WIND，华鑫证券研究

1.2、股权激励激发活力，管理团队稳定性强

股权结构清晰，激励计划强化公司治理。股权结构上，截至2023Q1末，老白干酒实控人衡水市财政局通过河北衡水老白干酒业股份有限公司持有公司股份25.13%。控股分布上，2018年公司对丰联酒业进行收购后即拥有湖南武陵酒、安徽文王贡酒、承德乾隆醉酒及曲阜孔府家酒的绝对控股权，并保持其各自独立经营。2022年5月公司成功授予限制性股票1759万股，授予对象包括9名高级管理人员和200名其他核心员工，占总股本1.96%。

图表 4：公司股权结构（截至 2023Q1）



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 5：限制性股票解售条件

解除限售安排

业绩考核条件

解除限售期	对应年份	ROE	净利润	主营业务收入占比
第一个解除限售期	2022 年	不低于 10%，且不低于于对标企业 75 分位值或同行业平均业绩水平	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	
第二个解除限售期	2023 年			不低于 95%
第三个解除限售期	2024 年			

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

核心管理层长期稳定，酒业运作经验丰富。公司管理层变动频率较小，董事长刘彦龙、总经理赵旭东在老白干酒任职时长均超过 30 年，酒业运作经验丰富，对老白干熟悉程度高，利于公司发展战略的统一性和延续性。副董事长王占刚总在任总经理时提出“河北为王”的市场战略，对公司进行机制、营销和渠道创新；赵旭东总于 2022 年 4 月起解棒公司总经理，在费用严核、股权激励、机制激活等多方面带领公司改革。同时，公司核心管理层均于 90 年代即加入老白干，一线基层工作经历充足，利于增强公司决策与市场实际的契合程度。2020 年起公司实施全员绩效管理，着力提升运营效率。

请阅读最后一页重要免责声明

图表 6：1999 年以来老白干酒核心管理层变动时间表

时间	控股股东	董事长	总经理	财务总监
1999				
2000				
2001				
2002				
2003				
2004				
2005				
2006		张新广		
2007	衡水市国资委		刘彦龙	
2008				
2009				
2010				
2011				
2012				
2013				
2014				
2015				
2016				
2017				
2018		刘彦龙	王占刚（现任副董事长）	李玉雷
2019	衡水市财政局			
2020				
2021				
2022				
2023			赵旭东	吴东壮

资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 7：老白干酒目前核心高管列示

姓名	职务	加入时间	履历
刘彦龙	董事长，董事	1996/12/1 以前	历任老白干酒厂技术科科长，制曲车间主任，制曲分厂厂长，老白干酒厂二分厂厂长，党总支书记，兴亚饲料分厂厂长，党总支书。1996.12-2000.03 任董事，副总经理，2000.03 任公司总经理，2002.01-2013.11 任公司副董事长兼总经理；2007.08-2013.11 兼任衡水老白干营销有限公司董事长；2013.10-2015.05 任河北衡水老白干酿酒(集团)有限公司党委副书记，副董事长，总经理；2015.05 至今任党委书记，董事长；2013 年 11 月至今任董事长。
赵旭东	总经理	1988 年	历任衡水老白干酒厂销售公司石家庄办事处主任，邯郸分公司经理，石家庄大区经理，2010.02-2013.10 任衡水老白干营销有限公司副总经理兼任石家庄大区经理，2013.11.20 至今任河北衡水老白干酒业股份有限公司副总经理，2015.10-2022.02.09 兼任衡水老白干营销有限公司总经理，2020.05-2022.04.27 任公司常务副总经理，2022.02.16 至今兼任湖南武陵酒有限公司董事长，2022.04.27 任公司总经理。
王占刚	副董事长，董事	1995/7/1	1995.07 在衡水老白干酒厂销售公司参加工作，2000.03-2001.04 任公司销售公司区域经理；2001.04-2007.08 任公司销售公司总经理；2006.01-2013.11 任公司副总经理；2007.08-2013.10 兼任衡水老白干营销有限公司总经理；2013.10-2016.12 任河北衡水老白干酿酒(集团)有限公司董事，党委委员；2013.11-2022.04 任公司总经理；2013.11 至今任公司副董事长兼任衡水老白干营销有限公司董事长；2018.06 至今任公司党委书记；2022.04 至今任公司党委书记，副董事长，兼任衡水老白干营销有限公司董事长。现任河北衡水老白干酿酒(集团)有限公司副董事长，党委副书记，总经理。
张煜行	副董事长，董事	1999/12/1	历任老白干集团白酒二分厂生产技术科长，生产技术副厂长，厂长，1999.12-2013.11.19 任公司副总经理，2013.10 至今任河北衡水老白干酿酒(集团)有限公司党委委员；2015.04-2018.05 任公司董事；2013.11-2020.05 任公司常务副总经理；2020.05 至今任公司副董事长。
刘勇	董事，董事会秘书	1999/12/1	历任老白干酒厂计量科科员，科长，老白干集团企管处副处长，1999.12-2013.11 任公司董事会秘书；2013.11 至今任公司董事，董事会秘书；2022.02 至今兼任曲阜孔府家酒业有限公司董事长。
张春生	副总经理	1998/7/1	1998.07 在衡水老白干酒厂销售公司参加工作；2000.02-2002.02 任衡水老白干酒厂销售公司天津分公司经理；2002.02-2004.02 任衡水老白干酒厂销售公司省内大区经理；2004.02-2010.02 任衡水老白干营销有限公司衡水大区经理；2010.02-2013.10 任衡水老白干营销有限公司副总经理；2013.11-2015.10 任衡水老白干营销有限公司总经理；2013.11.20 至今任河北衡水老白干酒业股份有限公司副总经理；2018.04 至今兼任承德乾隆醉酒业有限责任公司党委书记，总经理。
郑宝洪	副总经理	1995/8/1	1995.08-1998.06 任公司业务员；1998.06-2010.03 历任销售公司业务科长，综合办主任，市场部部长；2005.06 兼任十八酒坊品牌经理；2010.03-2015.10 任衡水老白干营销有限公司副总经理兼任十八酒坊品牌经理；2015.10 至今任公司副总经理兼任衡水老白干营销有限公司副总经理。
李玉雷	副总经理	1996/8/1	1996.08-1999.12 任老白干酿酒集团财务处科员；1999.12-2003.02 任股份公司财务部科员；2003.03-2013.10 历任公司财务科长，财务部副主任，主任；2013.11.20 至今任公司董事，财务总监。
吴东壮	财务总监	1996/8/1	1996.08-1999.12 任老白干酿酒集团财务处科员；1999.12-2002.12 任股份公司财务部科员；2003.01-2006.06 历任股份公司京安分公司财务科长，副总经理兼财务科长；2006.07-2013.10 任股份公司种猪销售公司副总经理兼综合办公室主任；2013.10-2020.04 任股份公司财务中心主任；2013.10-2020.04 兼任衡水老白干营销有限公司财务负责人；2014.07-2020.04 兼任衡水老白干品牌管理有限公司董事，财务负责人。

资料来源：WIND，华鑫证券研究

1.3、多品牌联合发力，区域扩张多点开花

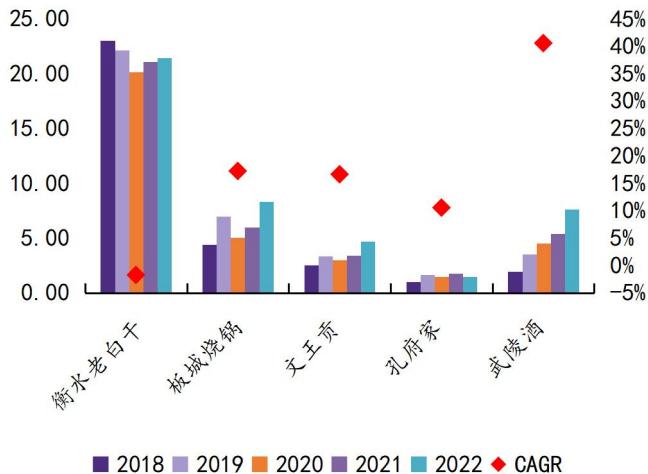
1.3.1 各品牌独立运作，武陵酒表现较好

多品牌多香型布局，武陵酒增速亮眼。2022 年衡水老白干、板城烧锅、文王贡、孔府家、武陵酒分别实现营收 21.40/8.31/4.69/1.46/7.63 亿元，2018-2022 年 CAGR 分别为 -1.76%、+17.21%、+16.61%、+10.52%、+40.53%，武陵酒凭借着自身的品质优势在过去酱酒热的推动下实现高增长，板城烧锅系列和文王贡系列亦表现较好，2022 年上述品牌营收增速分别为 +1.59%、+39.60%、+39.01%、-17.57%、+42.27%。从占比来看，2022 年上述品牌

请阅读最后一页重要免责声明

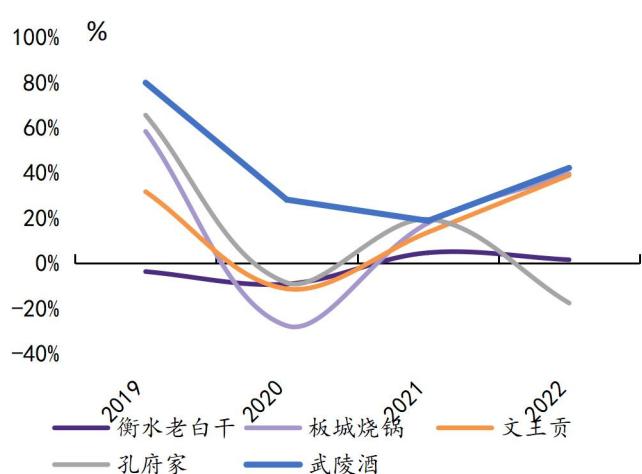
营收占比分别为 49.20%、19.10%、10.79%、3.36%、17.55%，其中衡水老白干占比较 2018 年下降 20.73pct，体现公司其他收购品牌的发力及并购后各品牌独立运作的正确性。

图表 8：2018-2022 年公司分产品营收（亿元）及 CAGR



资料来源：WIND，华鑫证券研究

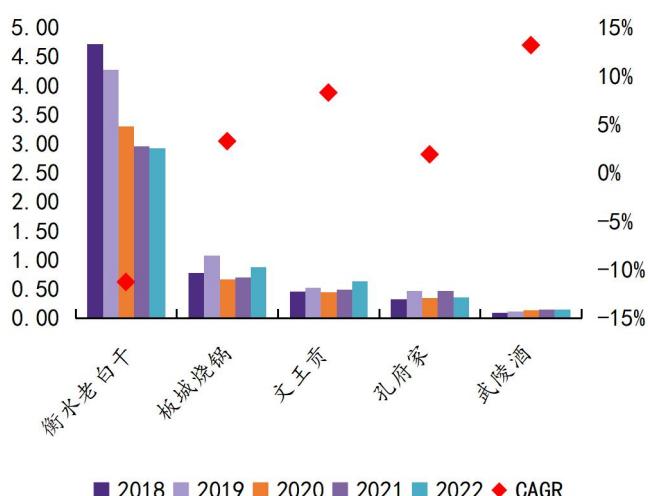
图表 9：2019-2022 年公司分产品营收增速



资料来源：WIND，华鑫证券研究

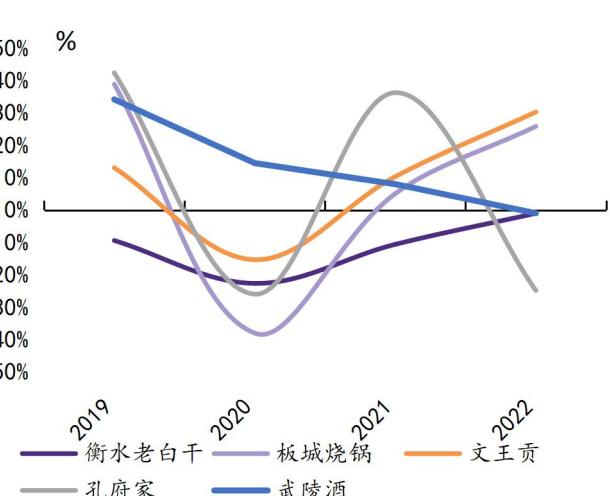
销量表现分化，均价均处于上升期。销量方面，2022 年衡水老白干、板城烧锅、文王贡、孔府家、武陵酒销量分别为 2.93/0.89/0.64/0.36/0.15 万千升，2018-2022 年 CAGR 分别为-11.25%、+3.29%、+8.30%、+1.92%、+13.20%。均价方面，2022 年 2022 年衡水老白干、板城烧锅、文王贡、孔府家、武陵酒均价分别为 7.30/9.36/7.28/4.06/49.45 万元/千升，2018-2022 年 CAGR 分别为+10.70%、+13.47%、+7.67%、+8.44%、+24.14%。公司各品牌均价均处于上升阶段，其中衡水老白干加速高端化，销量同比下降，武陵酱酒均价增长最明显。

图表 10：2018-2022 年公司分产品销量（万千升）及 CAGR



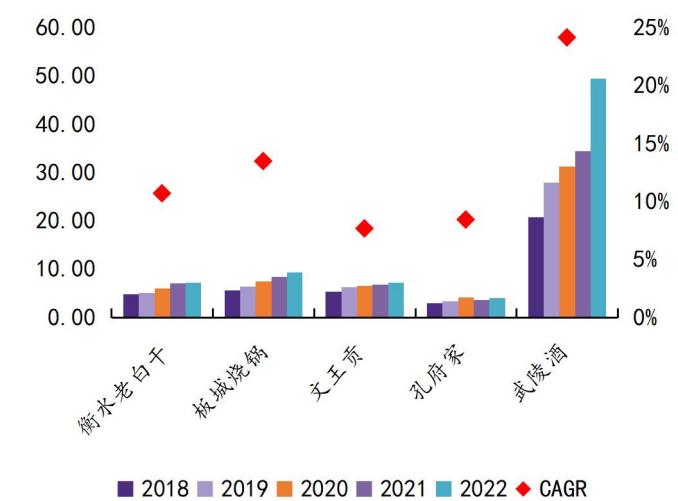
资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 11：2018-2022 年公司分产品销量增速



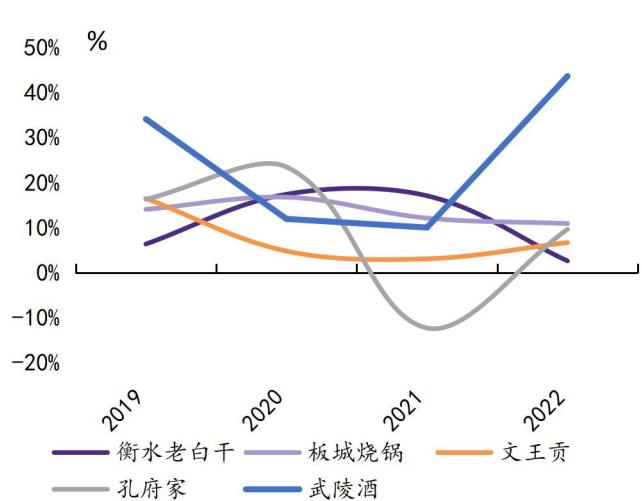
资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 12：2018-2022 年公司分产品均价（万元/千升）及 CAGR



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 13：2018-2022 年公司分产品均价增速

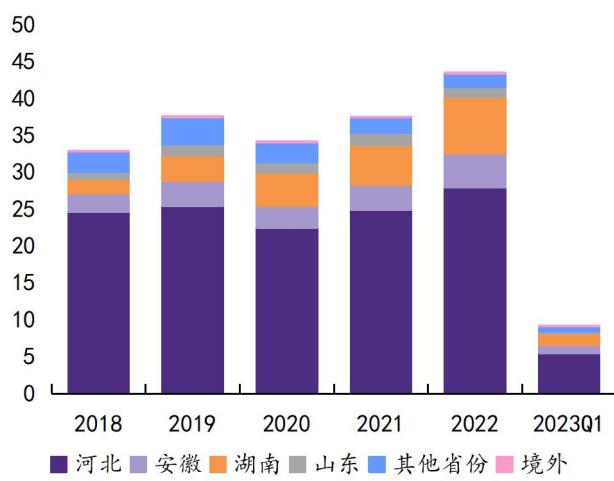


资料来源：WIND，华鑫证券研究

1.3.2 区域扩张显成效，渠道策略各有不同

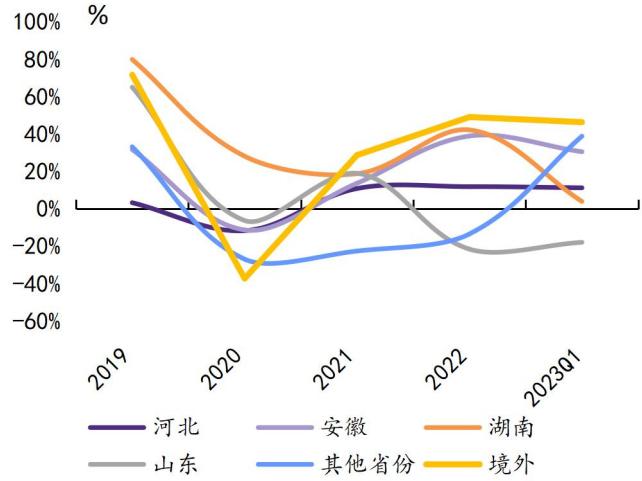
区域布局多点开花，打造全国性酒企。2022 年河北、安徽、湖南、山东、其他、境外区域分别实现营收 27.91/4.69/7.63/1.31/1.81/0.15 亿元，2018-2022 年 CAGR 分别为 +3.18%、+16.61%、+40.53%、+9.67%、-10.08%、+19.96%，其中衡水老白干和板城烧锅两大系列为河北地区营收主要贡献，文王贡酒、武陵酒、孔府家酒分别主要在安徽、湖南、山东地区销售。公司的并购策略为其多区域布局、迈向全国打下基础。

图表 14：2018-2023Q1 公司分地区营收（亿元）



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 15：2018-2023Q1 公司分地区营收增速

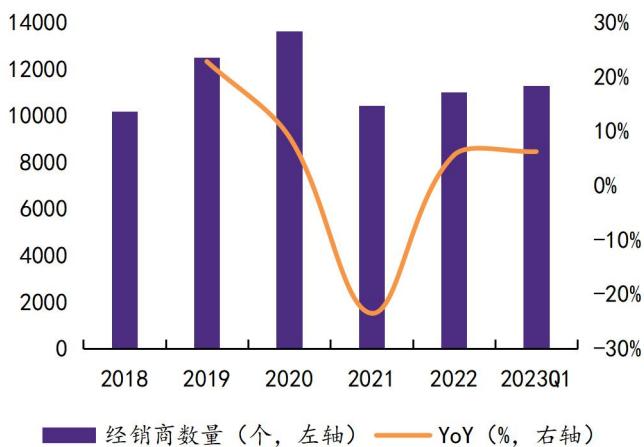


资料来源：WIND，华鑫证券研究

渠道持续优化，重点区域仍以扩张为主。截至 2023Q1 末，公司拥有经销商 11293 家，同比增长 6.27%，其中 2021 年公司优化经销商力度较大，主要系加强对经销商人均贡献的

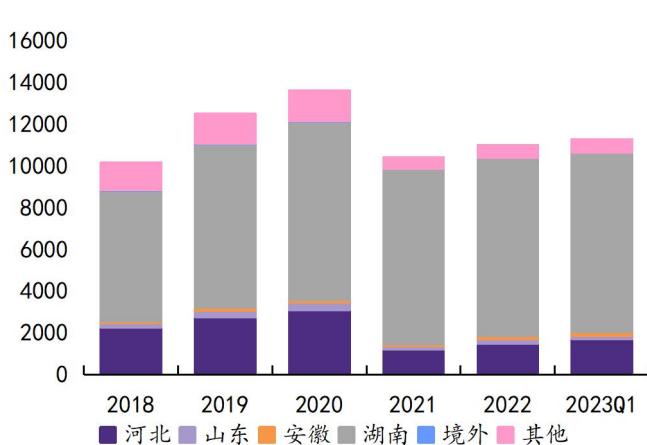
把控，加快末位淘汰。分地区来看，主销售区域为湖南省的武陵酒采取短链直销模式销售，直控终端故经销商数量庞大，而河北地区经销商以优化缩减为主，2018–2022年河北、山东、安徽、湖南经销商数量CAGR分别为-9.95%、+0.12%、+8.66%、+8.07%。

图表 16：2018–2023Q1 公司经销商数量及增速



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 17：2018–2023Q1 公司分地区经销商数量

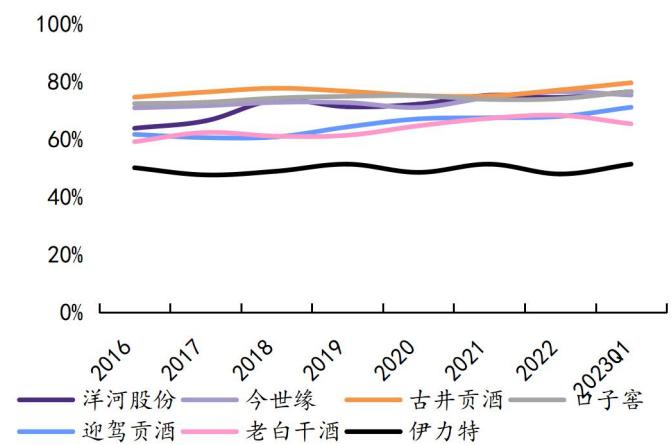


资料来源：WIND，华鑫证券研究

1.4、盈利能力提升空间大，业绩增长动力充足

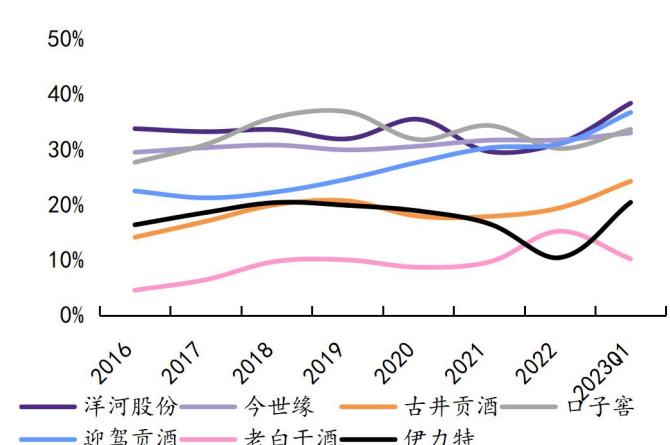
盈利能力趋势向上，高端战略推进有效。毛利率方面，2022/2023Q1 老白干酒毛利率分别为 68.36%、65.42%，毛利率水平与可比公司相比排名靠后，但在公司高端化战略推进下2022 年毛利率较 2016 年提升 9.13pct。净利率方面，2022/2023Q1 老白干酒净利率分别为 15.21%、10.21%，2022 年净利率较 2016 年提升 10.66pct，且仍有待提升。

图表 18：2016–2023Q1 老白干酒及可比公司销售毛利率



资料来源：WIND，华鑫证券研究

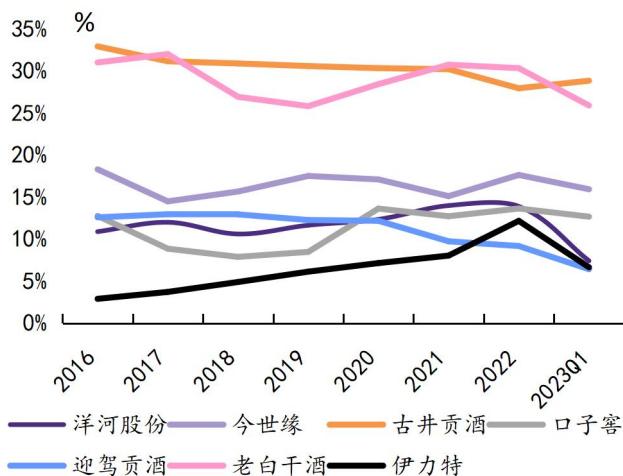
图表 19：2016–2023Q1 老白干酒及可比公司销售净利率



资料来源：WIND，华鑫证券研究

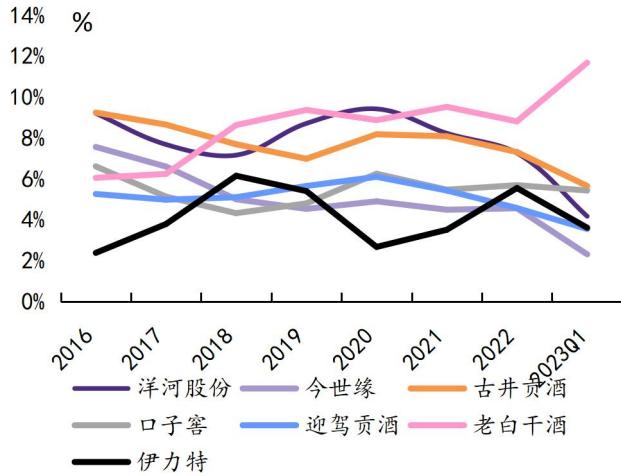
销售费用有效优化，管理费用持续提升。销售费用率方面，2022/2023Q1 老白干酒销售费用率分别为 30.32%、25.88%，分别同比-0.41pct/-10.86pct，2023Q1 销售费用率优化明显，但仍处于可比公司中排名靠前位置。管理费用率方面，2022/2023Q1 老白干酒管理费用率分别为 8.82%、11.69%，分别同比-0.71pct/+0.64pct，其中 2022 年管理费用率较 2016 年提升 2.76pct，有待进一步优化。

图表 20：2016-2023Q1 老白干酒及可比公司销售费用率



资料来源：WIND，华鑫证券研究

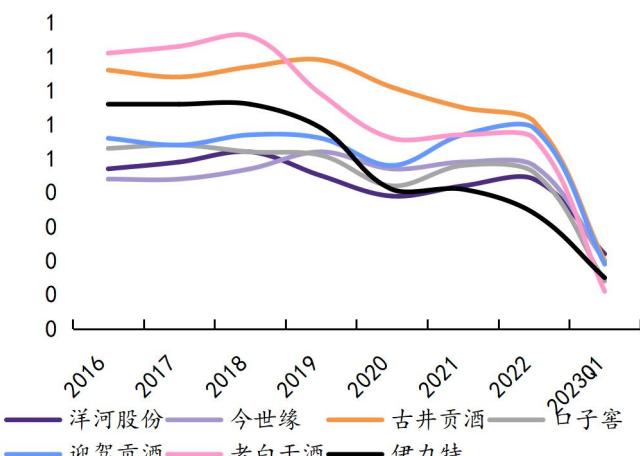
图表 21：2016-2023Q1 老白干酒及可比公司管理费用率



资料来源：WIND，华鑫证券研究

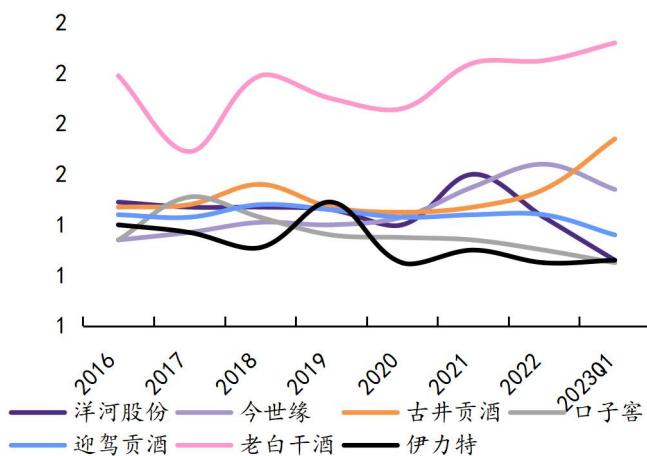
资产周转速度快，权益乘数较高。总资产周转率方面，2022/2023Q1 老白干酒总资产周转率分别为 0.56/0.11，仅次于古井贡酒和迎驾贡酒，资产周转速度较快。权益乘数方面，2022/2023Q1 老白干酒权益乘数分别为 2.05/2.12，远高于其他酒企，主要系公司合同负债等较多。

图表 22：2016-2023Q1 老白干酒与可比公司总资产周转率



资料来源：WIND，华鑫证券研究

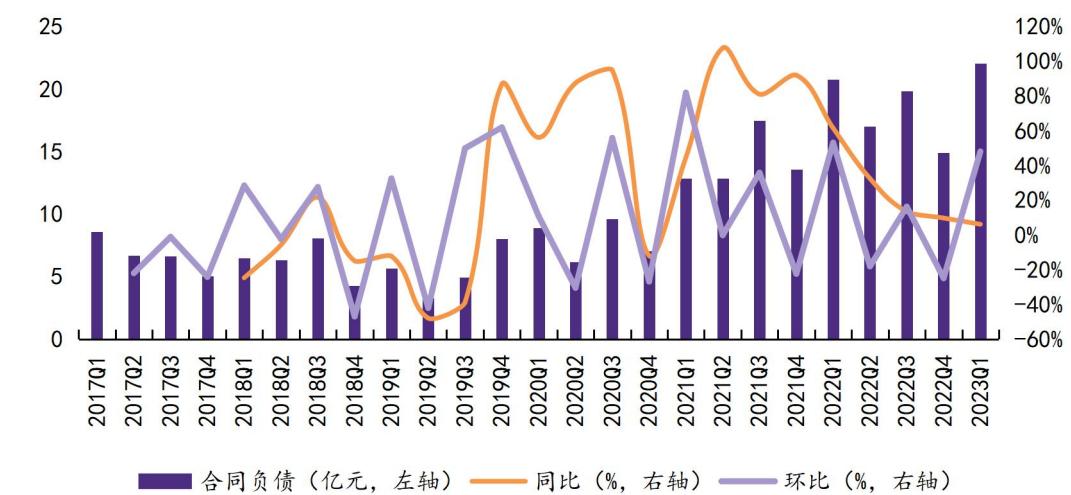
图表 23：2016-2023Q1 老白干酒及可比公司权益乘数



资料来源：WIND，华鑫证券研究

合同负债创新高，后续业绩增长支撑力足。截至 2023Q1 末，老白干酒合同负债为 22.09 亿元，同比+6.20%，环比+48.16%，合同负债余额创新高，表明公司渠道政策实施有效，成功调动经销商积极性，业绩蓄水池为 2023Q2 加快全年营收完成进度提供动力。

图表 24：2017Q1–2023Q1 老白干酒合同负债情况



资料来源：WIND，华鑫证券研究

2、衡水老白干：香型差异化，产品高端化

2.1、河北市场百花齐放，竞争态势升级

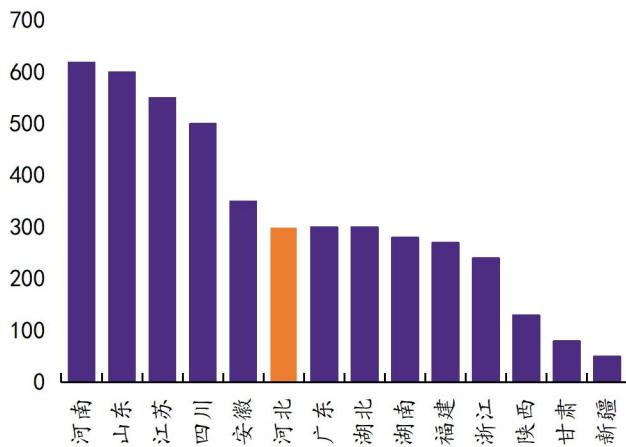
2.1.1 白酒饮用大省，消费升级带动扩容

300 亿河北市场，白酒饮用大省之一。从市场规模来看，根据酒业家，2022 年河北省市场规模为 300 亿元，位列全国第六，为白酒消费大省之一。从白酒消费热度来看，根据云酒头条，河北省白酒消费热度排名全国第八。

河北省城镇化率增长速度快，提升消费水平。从省内消费力增长情况来看，2022 年河北省城镇、农村人均可支配收入分别为 4.13/1.94 万元，2013–2022 年 CAGR 分别为 7.12%、8.64%，排名前七的白酒消费大省中，河北省农村人均可支配收入增长速度仅次于四川省和广东省，同时城镇人均可支配收入绝对值较小，且增速相对较慢，为长期消费驱动力之一。从城镇化率增长情况来看，2013–2022 年河北省城镇化率增长在前七白酒消费大省中排名第一，达 13.63pct，目前城镇化水平为 61.65%，较广东、江苏省仍有较大差距。

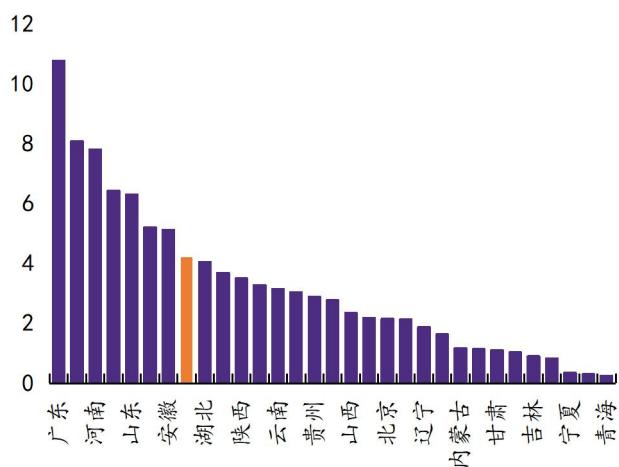
请阅读最后一页重要免责声明

图表 25: 2022 年各省白酒市场规模 (亿元)



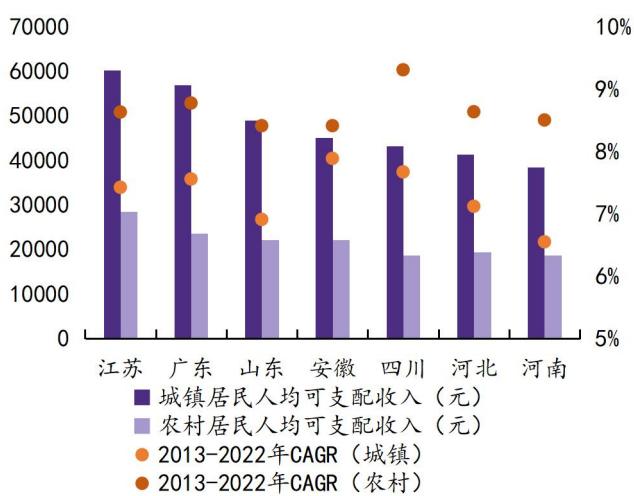
资料来源：酒业家，齐鲁壹点，酒说，云酒头条，凤凰网，微酒，酒价参考，华鑫证券研究

图表 26: 2021 年各省白酒热度



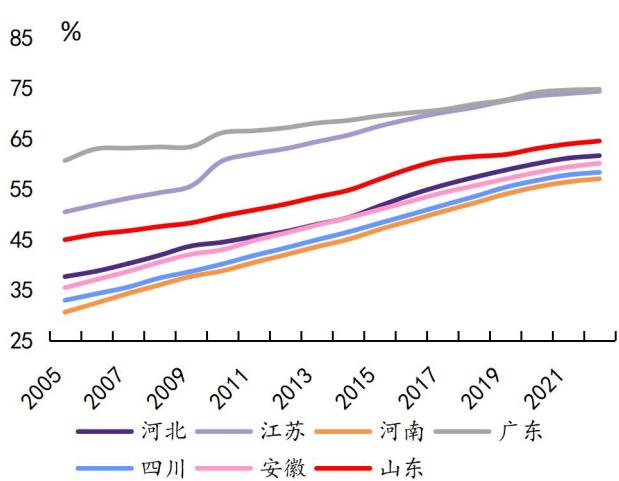
资料来源：云酒头条，华鑫证券研究

图表 27: 2022 年各省人均可支配收入 (元) 及 CAGR



资料来源：WIND，华鑫证券研究

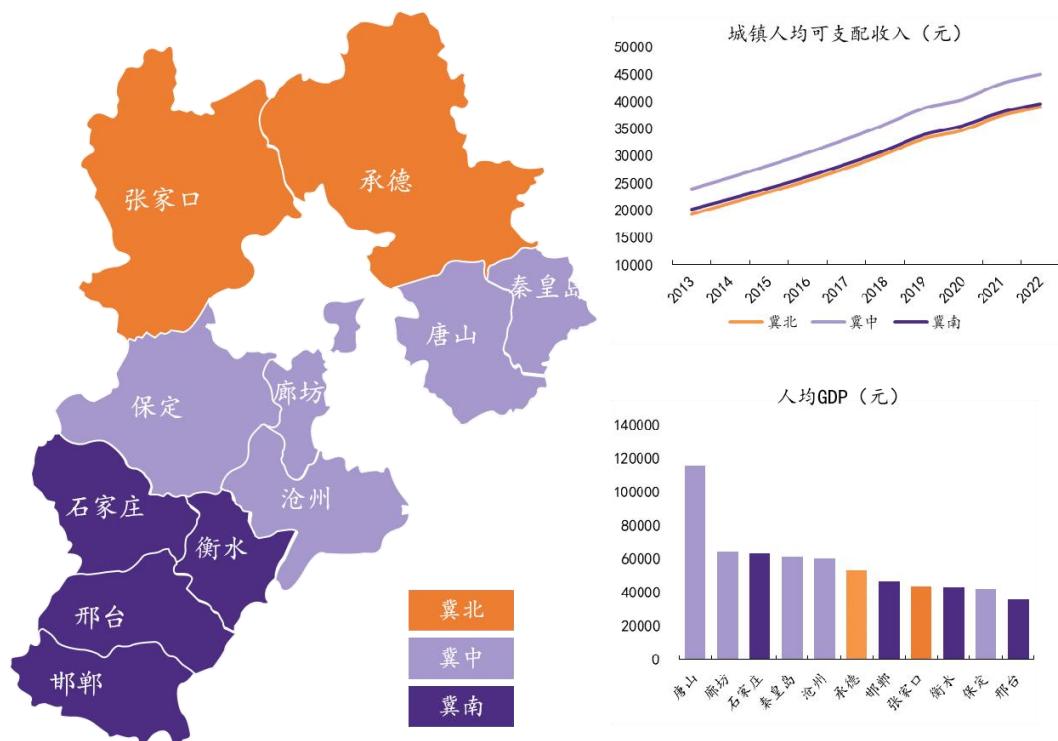
图表 28: 2005-2022 年各省城镇化率



资料来源：WIND，华鑫证券研究

冀中消费水平高，冀北冀南经济增速快。河北省内部可分为冀北、冀中、冀南三大板块，其中以唐山为代表的冀中区域消费能力最高，2022 年人均可支配收入约 4.50 万元，冀南、冀北相差不大，分别为 3.95、3.90 万元，另外冀北区域消费能力增速最快，2013-2022 年 CAGR 为 8.15%。从河北省内各市经济指标表现来看，唐山市为河北省内人均 GDP 最高，2022 年为 11.56 万元，衡水市为人均 GDP 增速最高，2013-2022 年 CAGR 为 6.56%。

图表 29：河北省分板块消费水平



资料来源：WIND，华鑫证券研究

2.1.2 名酒进攻省酒防守，竞争格局分散

河北市场品牌百花齐放，包容性强。河北省作为白酒消费大省，省内地产酒布局密集度高，且成为众多全国性酒企早期即进入并扎根的区域。高端市场由全国性名酒如茅台、五粮液、国窖 1573 等占据，老白干 1915、丛台窖龄 30 近年亦积极布局。次高端市场外来酒企较多以其大单品进行布局，发展势头较好，本地品牌如甲等 15、丛台窖龄 20 亦受到重视，顺应本地消费升级趋势，提前占据次高端份额。中端市场本地品牌竞争优势较强，布局品牌较多，竞争激烈。

图表 30：河北省不同价位带品牌分布

价位段	品牌性质	品牌列举
800 元以上	省内品牌	老白干 1915、山庄皇家窖藏 20、丛台窖龄原浆 30
	省外品牌	茅台、五粮液、国窖 1573、剑南春、内参
300-800 元	省内品牌	老白干古法 15/20/30、甲等 20、甲等 15、山庄皇家窖藏 16、丛台窖龄原浆 20
	省外品牌	水晶剑、郎酒、水井坊、沱牌舍得、汾酒、习酒
100-300 元	省内品牌	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、山庄皇家窖藏 9/10、丛台窖龄原浆 9/贞元系列、泥坑白瓶
	省外品牌	金六福、洋河海之蓝、古井贡酒年份原浆幸福版、口子窖、五粮醇、泸州老窖特曲
50-100 元	省内品牌	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
	省外品牌	汾阳王时间陈酿、大师鉴酒
50 元以下	省内品牌	泥坑纯粮/蓝瓶、小刀原浆、丛台白瓷、山庄大青花 42 度
	省外品牌	洋河蓝优、老村长、龙江花园、牛栏山、山庄 1 号/9 号、红星、玻汾

资料来源：乐酒圈，华鑫证券研究

请阅读最后一页重要免责声明

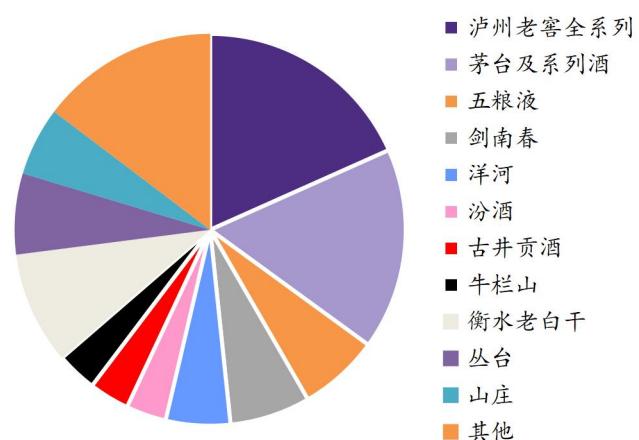
各价位带消费升级，三大区域竞争态势不同。河北省整体偏好低度浓香型白酒，价位带消费逐步升级，大众用酒主流价位由百元以下逐步升级至100-200元，商务、政务用酒主流价位从百元左右升级至300-600元。冀北区域以板城烧锅、山庄为代表的本地品牌基础较好；冀中区域由于消费能力强，外省品牌纷纷较早站位布局，本地酒企表现较弱；冀南区域以衡水老白干、丛台的地方酒企为主，表现较强势。

名酒占据次高端以上市场，地产酒竞争局势激烈。强势全国性品牌以国窖1573、茅台为代表，市占率分别为18.33%、16.67%，在高端市场表现较好，尤其是低度国窖1573在700-800元价格带表现突出，河北亦成为泸州老窖重点市场。另外五粮液、剑南春、洋河、汾酒、古井贡酒等均在河北市场有一定地位，且多以大单品参与竞争。地产酒企中，老白干以衡水老白干和板城烧锅两大本地品牌共占河北市场9.30%，为河北地产酒企第一，另外丛台、山庄分别占比6.67%、5.67%，地产酒企格局为一超两强。从地产品牌来看，2022年老白干单品牌销售收入为21.40亿元，丛台业绩超过20亿元，省内竞争激烈程度持续上升。

图表 31：河北省内地产酒分布



图表 32：2022 年河北省各酒企市场份额



资料来源：乐酒圈，华鑫证券研究

资料来源：酒说，酒业家，WIND，华鑫证券研究

2.2、独特香型健康化品质，高端化战略扎实推进

老白干于2019年起坚定执行品牌高端化战略，并于2023年独立高端事业部，计划费用投放倾向高端产品，着力推进高端化。我们认为老白干具备高端化潜力：1) 香型差异化，高等级奖项承载高端品质。老白干香型作为中国白酒第十一香型，从酿造工艺的严密性、产品获奖的等级和酒体的独特性上高端化逻辑顺畅。2) 产品策略正确，品牌战略迭代更新，体现公司高端化决心。公司主推产品从大小青花到甲等15、甲等20及1915，紧抓会议营销和消费者互动，并设立高端事业部加大运作。

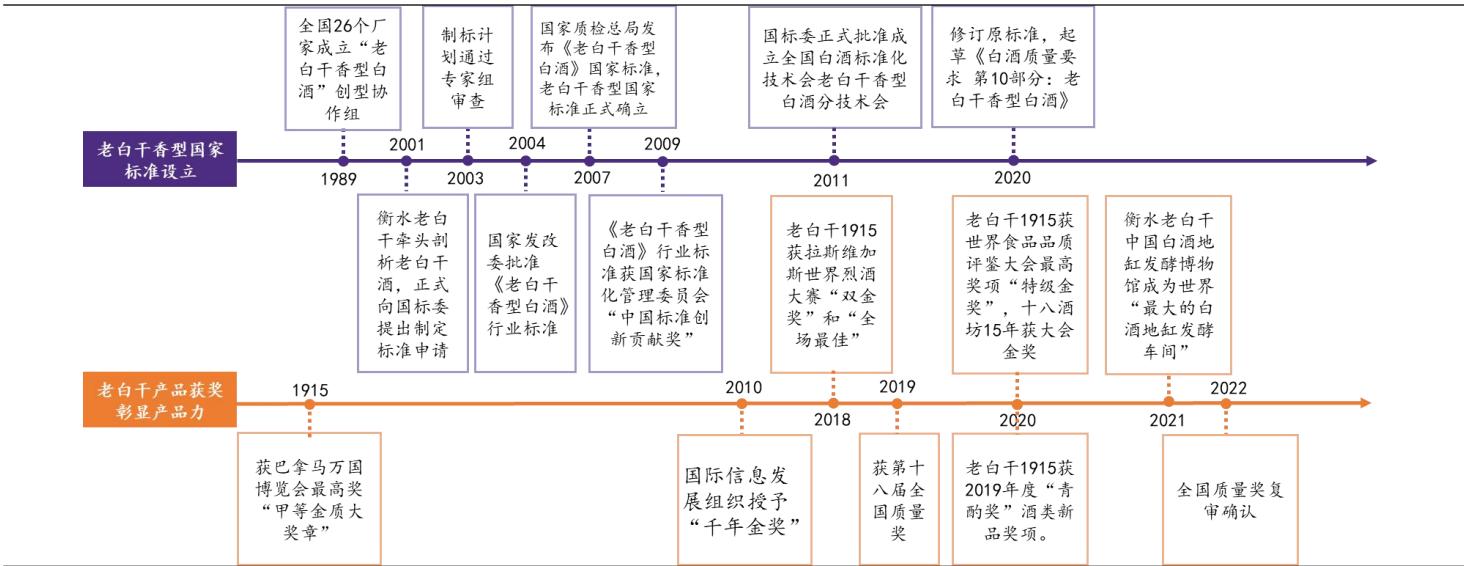
2.2.1 独立香型认证，高端品质支撑

国家标准认证独特香型，甲等金质大奖印证较高品质。从香型的行业认可度来看，

请阅读最后一页重要免责声明

1989年全国26个厂家成立“老白干香型白酒”创型协作组，2001年衡水老白干牵头剖析老白干酒，终于在2004年老白干香型成为中国白酒第十一大香型，2007年老白干香型国家标准正式确立，独特老白干香型从清香类别中划分出来，获得酒业认可。从产品品质来看，1915年，老白干酒获巴拿马万国博览会最高奖“甲等金质大奖章”，印证产品品质根基深厚，同时在推出高端产品老白干1915后屡次获奖，2019年获第十八届全国质量奖，2022年复审确认。我们认为，老白干香型以独特性和稀缺性获得国家标准，以高品质获得行业认可，在悠久历史和高等级奖项的加持下，产品高端化逻辑顺畅。

图表 33：老白干香型国家标准设立过程及获奖事件



资料来源：衡水老白干官微，2019年年报，国家标准信息公共服务平台，中华网，华鑫证券研究

古法酿造，复杂严密工序带来醇净酒体。老白干香型是以乙酸乙酯和乳酸乙酯复合香型为主体的白酒香型，其风格特点是醇香清雅、甘冽挺拔、丰满柔顺、回味悠长，且“醒酒快、不上头”，被称为更健康的高端白酒，主因系：1) 地缸发酵——阻挡有害细菌，酒体更醇净；2) 含有54种萜烯类和多种吡嗪类物质——具保健作用，醒酒更快；3) 酒体分子量小——易代谢，身体负担小；4) 杂醇油含量低——更不易上头。工艺方面，老白干沿用传统续糟老五甑和清蒸两排清工艺，纯小麦中温制曲、低温固态发酵，发酵周期较大曲清香型白酒更短，出酒率高，贮存期短。从原料的选取到成品酒的成型需要经过地缸发酵、缓火蒸馏、分段掐酒、分级入库、陶坛贮存、精心勾调等几百道复杂工序，2008年衡水老白干传统酿造技艺入选国家级非物质文化遗产名录。

图表 34：老白干香型与市场主流香型对比

	老白干香型	浓香型	酱香型	清香型
窖池	地缸发酵	泥窖池	石头窖池	地缸发酵
原料	优质高粱作主料，辅料采用色泽鲜艳无异味的稻皮并清蒸 40 分钟。	多粮：高粱、大米、糯米、小麦、玉米；单粮：高粱。	高粱	高粱
制曲	纯小麦踩制的中温（28~50°）大曲，不添加母曲，曲坯成型时水分含量低（30%~32%）	小麦为主，中高温（50~59°）大曲，保留较多香味物质	小麦制高温（65°）大曲：端午制曲，高温培养四十天、储存半年以上；堆取。	大麦和豌豆制曲，低温（50°以下）大曲
工艺	沿用传统的续糟老五甑工艺和清蒸两排清工艺，低温固态缓慢发酵	混蒸续糟固态发酵，采用跑窖、原窖、老五甑工艺	2 次投料、8 轮发酵、7 次取酒	清蒸清渣、清蒸二次清、低温发酵
发酵期	12~14 天	45~90 天	8 次发酵，每次 1 月	28 天
贮存期	3~6 月	3~5 年	5 年以上	1 年
主体香味物质	以乳酸乙酯与乙酸乙酯为主，高度酒优级品乳酸乙酯 $\geq 0.5 \text{ g/L}$ ，乳酸乙酯：乙酸乙酯 ≥ 0.80 ，己酸乙酯 $\leq 0.03 \text{ g/L}$	己酸乙酯为主，乳酸乙酯/己酸乙酯 < 1 ，乙酸乙酯/己酸乙酯 < 1 ，丁酸乙酯/己酸乙酯 < 1 为 0.1 左右	糠醛含量较高，达 260mg/L 左右；芳香族化合物；吡嗪类化合物。含氮化合物高。	乙酸乙酯为主，含量占总酯的 50% 以上。乙酸乙酯与乳酸乙酯之比一般在 1: 0.6 左右。酯大于酸，酯酸比约为 2.5 倍左右。
杂醇油含量	低于原国家标准的十分之一	老白干香型的 2.09 倍	老白干香型的 2.39 倍	杂醇油含量低于老白干酒
分子结构	香味物质中绝大部分是分子量小的物质，更容易代谢分解成 CO ₂ 和水排出体外	大量 SOD 分子	易挥发的小分子物质通过化合反应生成大分子物质	“六角雪花型”分子结构
风格特点	清澈透明、醇香清雅、甘冽挺拔、丰满柔顺、回味悠长、风格典型	窖香浓郁，绵甜爽冽，香味协调，尾净味长	酱香突出，优雅细腻，酒体醇厚，回味悠长	清香纯正，醇甜柔和，自然协调，余味爽净

资料来源：衡水老白干官微，招股书，人民融媒体，酒志网，德州酒文化博物馆，黔咏酒道，河北文化旅游网，山西省酒业商会，五粮液官网，中酒教育，贵州金沙园村窖酒，微酒，酒经，名酒招商网，韶阳醇酒，汾酒集团，搜狐，金樽烧坊酒，华鑫证券研究

图表 35：老白干地缸发酵车间



资料来源：衡水老白干官微，华鑫证券研究

图表 36：老白干陶坛储存酒



资料来源：衡水老白干官微，华鑫证券研究

2.2.2 产品布局与品牌战略并行，推进高端化

产品价位全面布局，双品牌运作。 老白干产品布局涵盖百元以下至超高端的全价位带，并覆盖 38~67 度数。2001 年开发十八酒坊品牌，与老白干品牌共一同运作，开启双品牌战略。其中，老白干品牌包括百元以下的青花系列，2018 年推出的高端光瓶酒冰系列，2023 年进行升级迭代的第八代五星系列，定位大众市场的优级系列，对标次高端市场的古法系列及高端市场的 1915。十八酒坊品牌则以次高端产品甲等系列为主，聚焦打造甲等 15 及甲等 20。

图表 37：老白干香型与市场主流香型对比

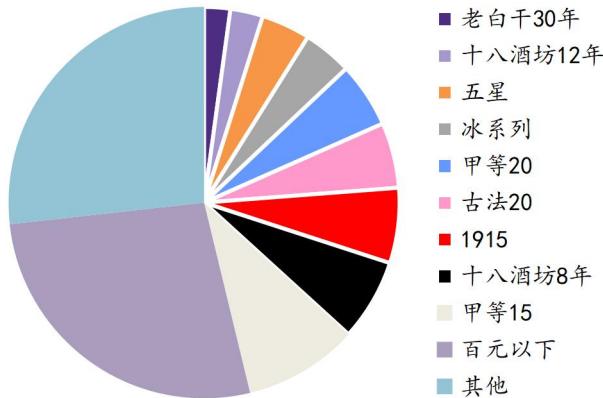
品牌	系列	产品	规格	单价（元/瓶）	图示
衡水老白干	青花系列	青花手酿	42 度 500ml	69	
			52 度 500ml	79	
			62 度 500ml	89	
	冰系列	小青花	50 度 500ml	69	
		青花大坛	67 度 1600ml	279	
	五星系列	冰峰	67 度 750ml	205	
		红五星	67 度 500ml	399	
	古法系列	中国红	67 度 500ml	269	
		优级 5	46 度 500ml	179	
		优级 8	52 度 500ml	239	
		优级 10	52 度 500ml	359	
		优级 15	52 度 550ml	499	
		古法 20	67 度 500ml	799	
		古法 30	39 度 500ml	899	
十八酒坊	十八酒坊	1915	39 度 500ml	1688	
		1915	53.9 度 500ml	2488	
			67 度 500ml	3288	
		蓝钻 V6	40 度 480ml	99	
		醇柔典范 8	39 度 480ml	159	
		陶藏 10	38.8 度 480ml	240	
		陶藏 12	39 度 480ml	328	
老白干	1915	甲等 15	39 度 480ml	438	
		甲等 20	39 度 480ml	878	

资料来源：京东，天猫，华鑫证券研究

产品战略高端化迁移，效果渐显。 2013 年起公司倡导“民酒”战略，成立大众事业部着力运作大小青花；2015 年公司提高对中端产品十八酒坊 8 年的重视；2017 年拆分事业部后独立十八酒坊事业部；2018 年起公司将 1915 定位为形象产品，甲等 20 为团购渠道核心产品，甲等 15 为次高端重点主推的上量产品，2019 年起坚定转向高端化运作。目前来看，公司高端化战略初显成效，2022 年次高端产品销售额占比 30% 左右，其中甲等 15 年占据主流次高端价位带，体量最大，其次为 1915 和甲等 20 年。老白干品牌中古法 20、五星销售情况较好，而百元以下产品占销售额约 27%。2023 年公司成立高端酒事业部，并将费用逐步向高端事业部倾斜，预计高端化战略将持续发力。

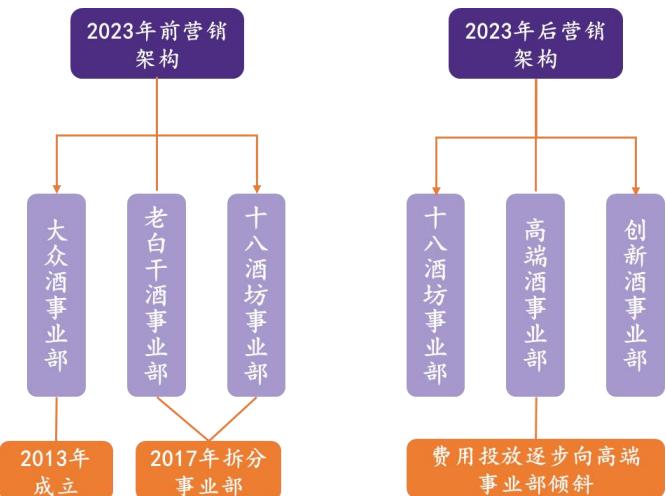
请阅读最后一页重要免责声明

图表 38：老白干 2022 年主要产品销售占比



资料来源：渠道调研，华鑫证券研究

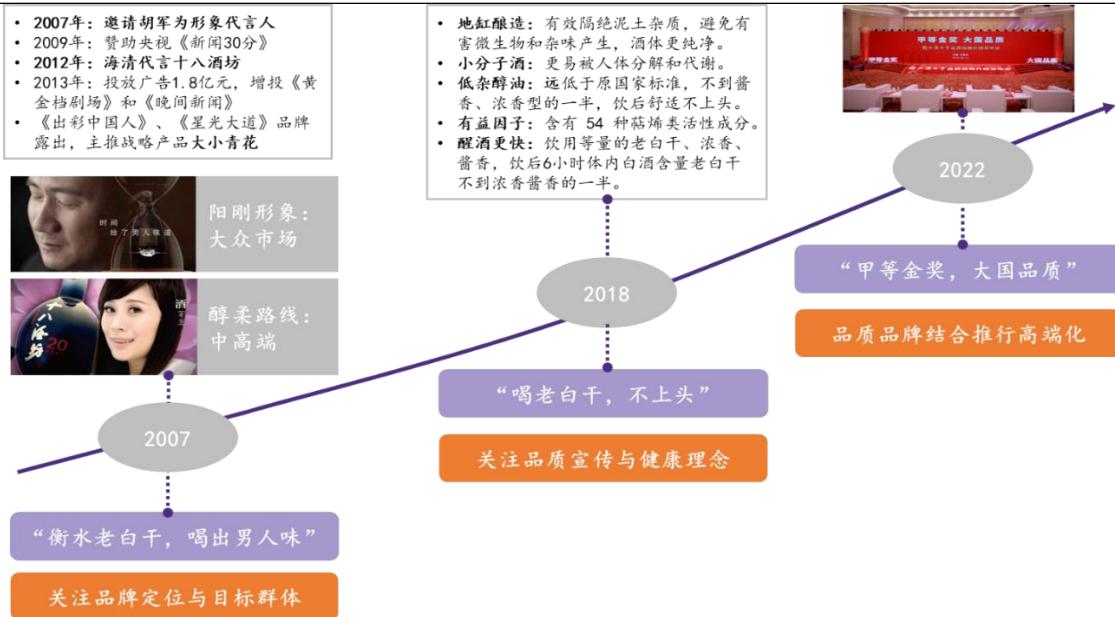
图表 39：老白干营销架构变动情况



资料来源：斗酒，酒业家，华鑫证券研究

品牌战略变迁，向高端化推进。2007年公司关注品牌定位与目标群体，邀请胡军为形象代言人，提出“衡水老白干，喝出男人味”的品牌口号，2012年邀请海清代言十八酒坊，两大形象对标两大目标群体并加大央视广告投放。2018年老白干根据多个研究院研究成果总结酒体特点，关注品质宣传与健康理念，提出“喝老白干，不上头”，顺应健康消费趋势。2022年公司再次焕新品牌形象，以1915年获得的甲等金奖大奖章为品牌高点，结合高端品质提出“甲等金奖，大国品质”，进一步推行品牌高端化。

图表 40：老白干品牌战略变迁情况



高端产品加大高端会议营销，次高端产品加强消费者互动。营销策略侧重针对圈层的体育营销、树立高端形象的会议营销及深入终端的消费者互动，其中，公司的会议营销自2019年起加大频次，并以1915高端产品为主，2023年衡水老白干获得“津巴布韦国际贸易博览会推介会”唯一指定用酒证书。消费者互动方面则以十八酒坊系列为主，尤其是次高端上量产品甲等15，2023年加大消费者营销力度，重心由渠道端转向消费者教育端。同时，央视广告方面仅保留1915和甲等20两款次高端以上产品，品牌高度精准提升。

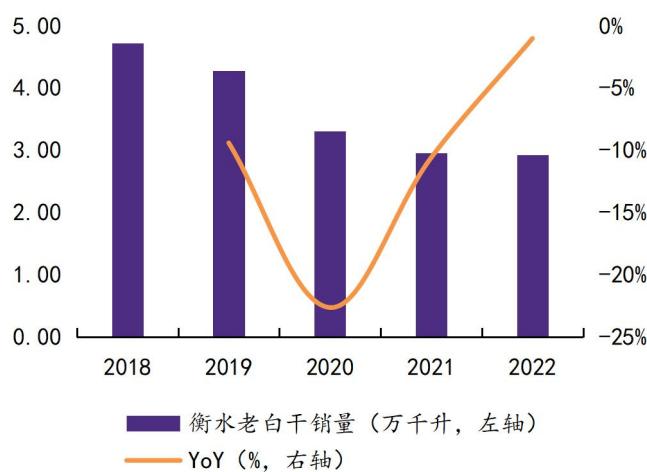
图表 41：老白干会议营销及消费者活动事件列示

类型	时间	事件	品牌/产品
会议营销	2010 年	上海世博会河北省参展唯一指定用酒	1915
		世界经济与环境大会唯一指定用酒	1915
		第三届世界冀商大会唯一指定用酒	1915
		凤凰财经高峰论坛大型会议唯一指定用酒	1915
		中法建交 55 周年暨法国前总理见面会	1915
	2019 年	中德经贸合作交流晚宴	1915
		世界领袖和企业领袖武汉之夜国礼	1915
		亚布力企业家论坛唯一指定用酒	1915
		国际领袖北京之夜-中德经贸合作交流晚宴唯一指定用酒	1915
		衡水老白干为 2021 中国国际数字经济博览会合作伙伴	老白干系列
消费者互动	2021 年	2021 中国企业家博鳌论坛官方合作用酒	1915
		2022 中国国际数字经济博览会官方推荐用酒	甲等 20
		2023 津巴布韦国际贸易博览会推介会指定用酒	衡水老白干
	2022 年	“白干不老正当潮，时尚冰饮第二季暨国际庄开启冰饮时代”活动	67 度冰峰
		“家有喜事 五星祝福”2022 年五星衡水老白干结婚季活动	老白干系列
		印象·衡水老白干 2022 年十八酒坊经济健康大讲堂（保定站）	十八酒坊系列
		衡水老白干“我是衡水人爱喝家乡酒”短视频挑战赛	老白干系列
		衡水老白干助力唐山市“6.16 企业安全生产宣传咨询日”活动	老白干系列
		“甲等 15，一生相许”2022 年十八酒坊结婚季活动	甲等 15
		第二届衡水老白干“我和老爸的故事”创意表达有奖征集活动	甲等 15
2023 年	促消费百万餐券全城送暨第二届十八酒坊甲等招牌菜评选颁奖典礼	促消费百万餐券全城送暨第二届十八酒坊甲等招牌菜评选颁奖典礼	甲等 15
		十八酒坊结婚季	十八酒坊系列
		十八酒坊世界读书会活动	十八酒坊系列
	“喝甲等 15 品招牌菜”百万餐券全城送	“喝甲等 15 品招牌菜”百万餐券全城送	甲等 15
		植树主题活动	古法 30
		“诗酒趁年华”十八酒坊名家书画展	十八酒坊系列
		第三届《我与国际友人过大年》联谊会	十八酒坊系列
		2023 衡水湖非遗民俗花灯展	老白干系列

资料来源：公司公告，衡水老白干官微，网易，衡水老白干官网，华鑫证券研究

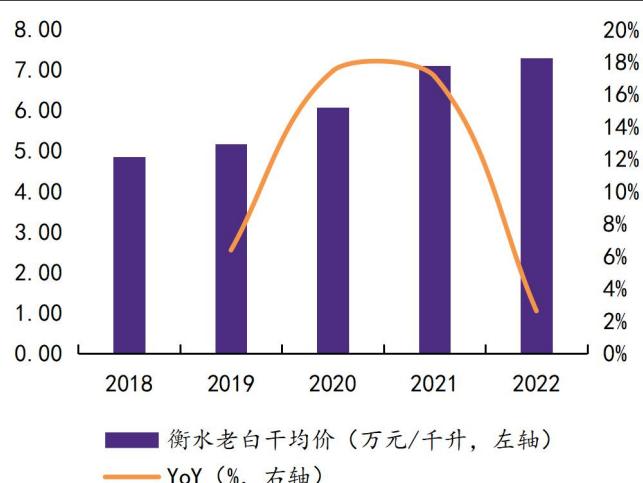
控制大众产品叠加投入高端产品，前期表现量减价升。2019 起公司缩减大众产品出货量，提高对次高端及以上产品的重视，但高端品牌培育需要投入与时间，故前期老白干销量表现下降，均价逐步提升，2021 年均价同比增长 17.11%。2022 年衡水老白干销量 2.93 万千升，同比-1.02%；均价 7.30 万元/千升，同比+2.63%。我们认为，随着公司品牌高端化战略的推进，次高端及以上产品的放量将带来整体表现量价齐升。

图表 42：2018–2022 年衡水老白干销量与 YoY



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 43：2018–2022 年衡水老白干均价及 YoY

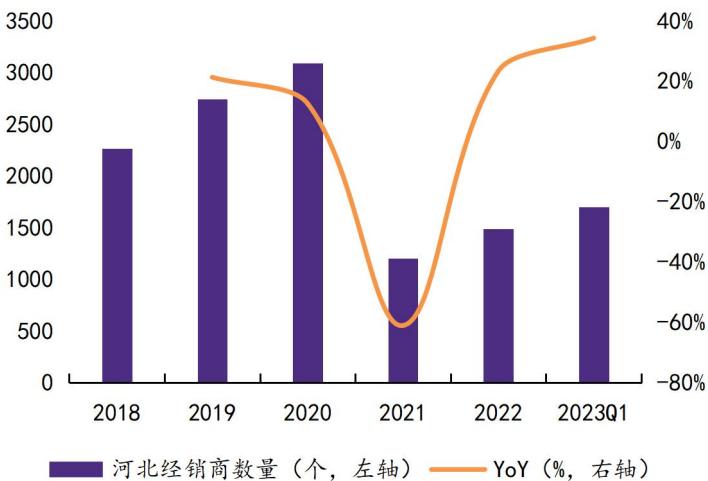


资料来源：WIND，华鑫证券研究

2.3、经销商加强考核优化，终端推进联盟体建设

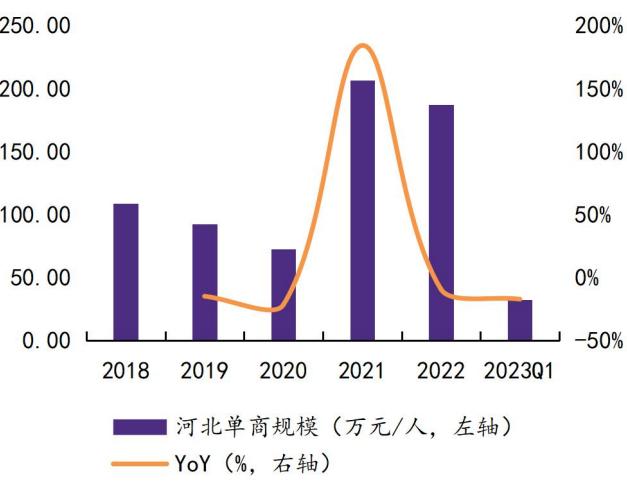
经销商考核趋严，单商规模提升。2021 年公司对经销商进行大幅优化，加强经销商管理和考核，加快与不满足业绩考核条件的经销商终止合作，2021 年河北省经销商单商规模同比增长 184.30%。截至 2023Q1，河北省经销商数量为 1699 家，同比增长 34.31%；经销商单商规模为 32.47 万元/人，同比减少 17.13%，经销商增加较多原因主要是终端烟酒店客户增加较多。公司在多数区域以县为单位招商，目前在新招募经销商上亦提高要求，以年轻、有代理经验的经销商为主，考核方面由按照打款核算费用逐渐转变为按照动销核算，提高经销商积极性。

图表 44：2018–2023Q1 河北省经销商数量及 YoY



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 45：2018–2023Q1 河北省经销商单商规模及 YoY

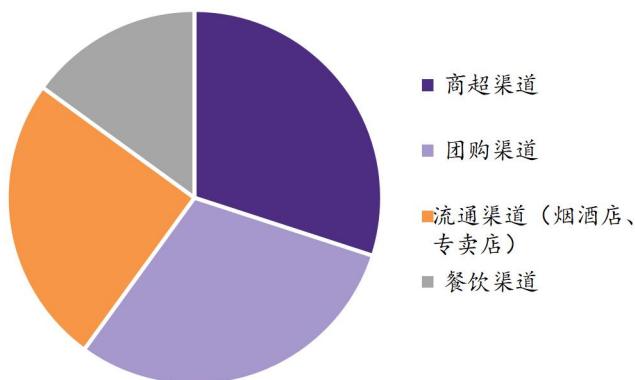


资料来源：公司公告，华鑫证券研究

不同产品侧重不同渠道，团购渠道持续发展。从渠道销售占比来看，商超和团购渠道分别占 30%，流通渠道占 25%，未来以烟酒店、专卖店为主的流通渠道发展潜力较大。目前主推的几款产品中，甲等 15 主推婚喜宴，而 1915 和甲等 20 主要依靠团购渠道，且更多面向企业直营，以高端品鉴会、引进河北省内民营企业、赠酒等方式覆盖意见领袖，打开渠道后再形成自然动销，通过直营实现企业扁平化运作。

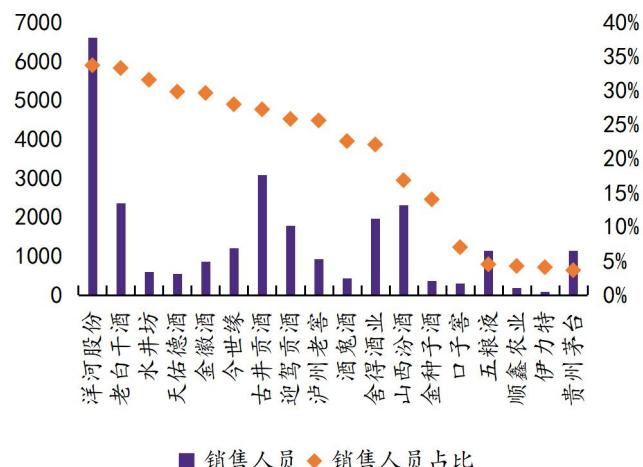
渠道下沉进行时，业务人员占比较高。从销售人员分布来看，2022 年老白干销售人员为 2364 名，占总员工 33.32%，占比仅此于洋河，这与武陵酒直销终端致业务人员数量增多有关，也与老白干近年对渠道的下沉渗透有关。在衡水和石家庄两个相对成熟的市场，老白干产品从市区、县区、城镇到乡镇完成终端覆盖，在厂家直销或经销为主、厂家为辅的不同模式下，业务人员采取不同比例的销售配置。

图表 46：2022 年老白干各渠道销售占比



资料来源：渠道调研，华鑫证券研究

图表 47：2022 年各酒企销售人员数量及占比

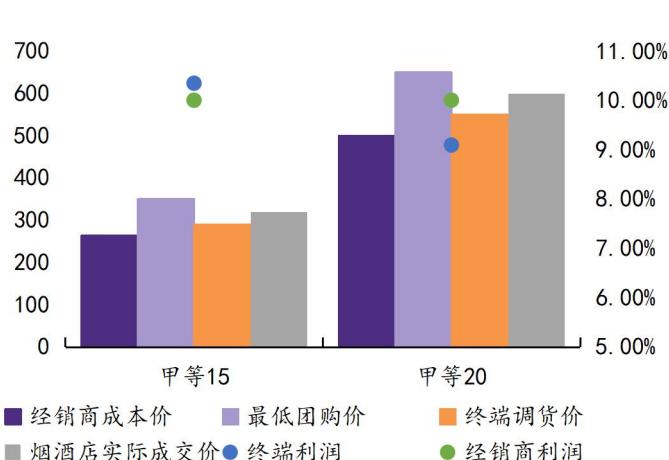


资料来源：WIND，华鑫证券研究

费用改革下加大对终端重视，终端利润占优势。目前甲等 15、甲等 20 的渠道利润均在 10% 左右，与同等价位竞品相近。终端利润方面，甲等 15 作为次高端上量产品，略高于甲等 20，同时两款产品终端利润高于二三线名酒竞品。与过去高举高打进行高端产品推广不同，公司加强渠道端费用管控，对于品鉴会、宴请时的赠酒等均会加大查询、核对力度，而对陈列费、渠道奖励亦规划化管理，减少套费用现象。同时注重构建厂商—经销商—终端店—消费者一体化关系，加大消费者联动。

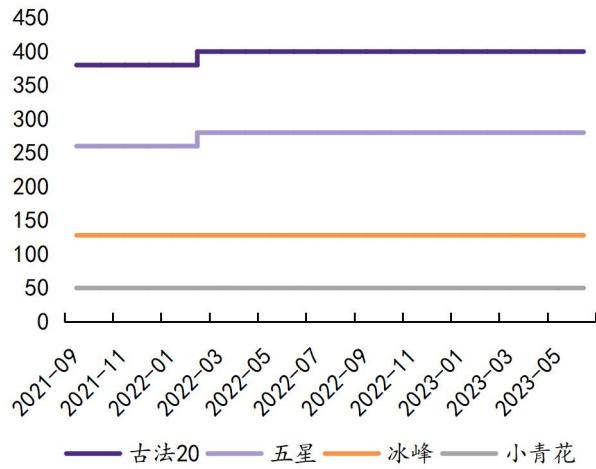
适时提价控货，十八酒坊系列受重视程度高。2019 年起公司提价措施频次提升，且以十八酒坊甲等 15、甲等 20 为主。而中高端产品调价频次和幅度较小，价格基本保持稳定，同时对原主推产品大小青花进行适时控货，目标实现收入略增、提高利润增长，与公司高端化战略相符。

图表 48：甲等 15 和甲等 20 渠道及终端利润



资料来源：渠道调研，华鑫证券研究

图表 49：老白干中高端产品批价（元）



资料来源：今日酒价，华鑫证券研究

图表 50：老白干产品提价及控货措施列示

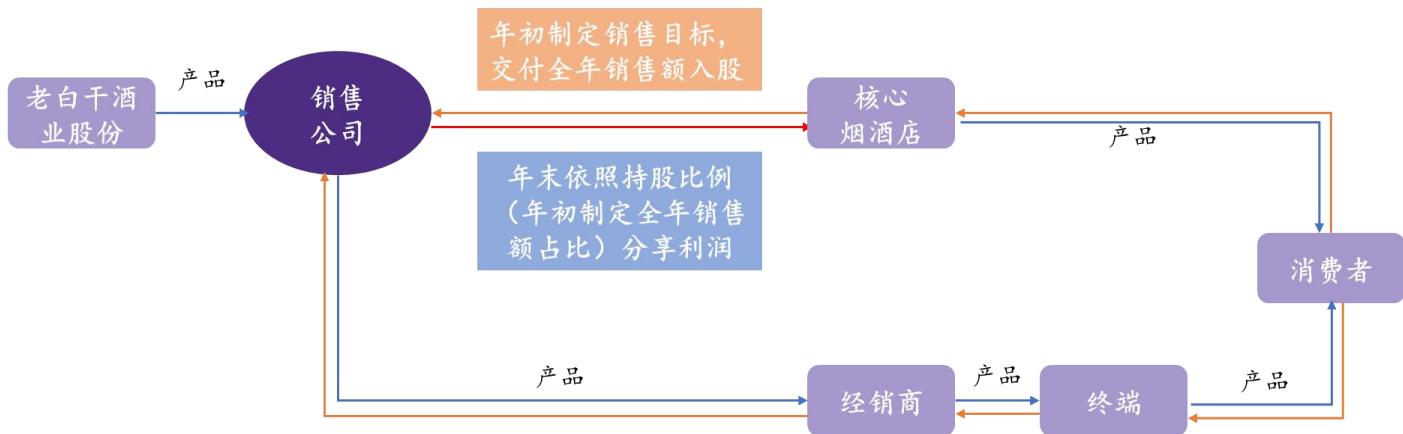
时间	提价/控货措施
2017/11/14	十八酒坊十年、十八酒坊八年（玫瑰蓝）在 2017 年中秋的基础上每件涨价 20 元，该价格调整自通知下发之日起，即 11 月 4 日起执行。
2019/3/3	十八酒坊 20 年供货价及零售价在原有基础上每瓶上涨 25 元，衡水老白干二十年和衡水老白干五星则分别在原有基础上每件（规格 1*4）上调 30 元、20 元。
2020/3/30	省内石家庄、唐山、秦皇岛等地的（绿标 62 度）从供货价到零售价都进行了相应的上调，供货价提升 10 元/件，终端零售价则调整为 12 元/瓶。针对 2020 年衡水老白干（62 度 500ml 白干酒）的开票经销商实行配额审批。
2020/7/2	十八酒坊 15 年终端零售价 398 元/瓶。单位团购价不低于 1350 元/件。
2020/8/9	瓷 47 度 215ml 衡水老白干针对河北市场经销商客户上涨 5 元/盒，终端最低零售价调整为 55 元/盒。
2020/10/20	即日起，衡水老白干大小青花供货价调整为小青花 275 元/件（规格 1*4），大青花 465 元/件（规格 1*4）。
2021/11/1	石家庄地区老白干小青花停货。
2022/3/6	39 度甲等 20 十八酒坊系列：瓶储不足 1 年 898 元/瓶，瓶储 1 年 948 元/瓶，瓶储两年 998 元/瓶，瓶储 3 年 1048 元/瓶；39 度古法 30 衡水老白干系列：瓶储不足 1 年 898 元/瓶，瓶储 1 年 948 元/瓶，瓶储两年 998 元/瓶，瓶储 3 年 1048 元/瓶；39 度衡水老白干 1915 系列：瓶储不足 1 年 1688 元/瓶，瓶储 1 年 1788 元/瓶，瓶储两年 1888 元/瓶，瓶储 3 年 1988 元/瓶。
2022/10/1	石家庄营销分公司衡水老白干（62 度 500ml 白干酒）终端供货价上调 10 元/箱，终端零售指导价上调至 19.8 元/瓶。
2022/10/1	北京地区衡水老白干（62 度 500ml 白干酒）终端供货价上调 10 元/箱，终端零售指导价上调至 19.8 元/瓶。

资料来源：酒业家，财讯网，食业头条，搜狐，言酒社，食品资讯中心，商业新知，红网新闻，新京报，华鑫证券研究

联盟体模式绑定核心烟酒店，优质资源推动动销。公司 2019 年起针对甲等 15 和甲等 20 建立合伙人体系，将拥有优质资源的少量核心烟酒店囊括进联盟体中，年初制定销售目

标并交付销售额进行参股，年中调动资源销售，年末则依照比例进行返利、分红等，中间的经销商环节省去后，高端产品针对性较强，通过品鉴、回厂游、高尔夫联盟等活动加强消费者互动。同时，该控盘分利模式对核心合伙人的利润提升有直接拉升作用，在与竞品对比的过程中提高竞争力。

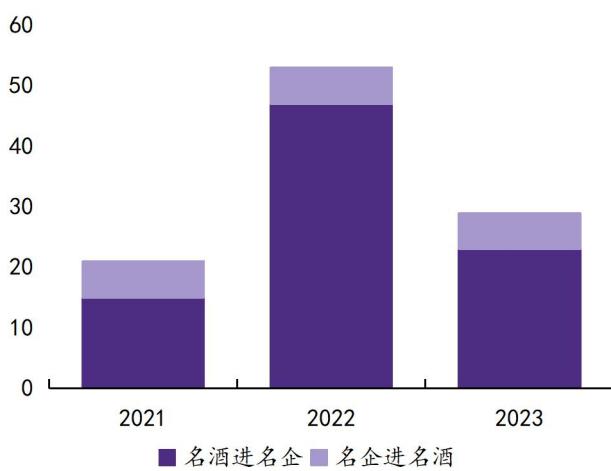
图表 51：十八酒坊甲等 20 平台公司运作机制



资料来源：渠道调研，华鑫证券研究

推动名酒进名企与名企进名酒，覆盖核心意见领袖。据公司微信公众平台，2021 年至今公司举行的企业互动活动共 103 项，其中名酒进名企、名企进名酒分别为 85 项、18 项。我们认为，公司加大力度对核心企业进行布局，一方面掌握更多终端资源，加强团购渠道发展，另一方面有利于高端化战略更顺畅地推进。

图表 52：2021 年至今老白干与企业互动统计



资料来源：衡水老白干官微，华鑫证券研究

图表 53：老白干走进战略企业活动图示

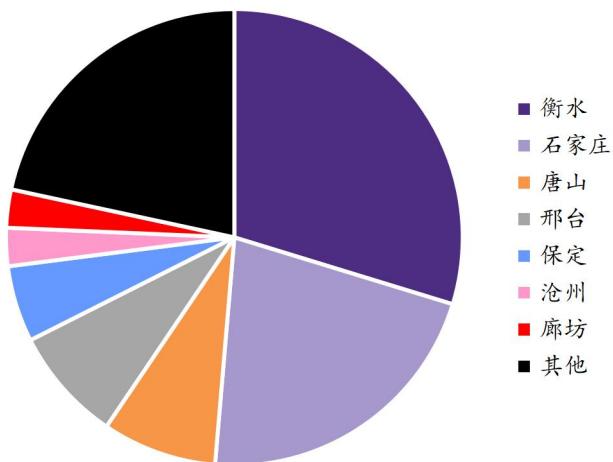


资料来源：衡水老白干官微，华鑫证券研究

2.4、基地市场持续深耕，看好份额提升

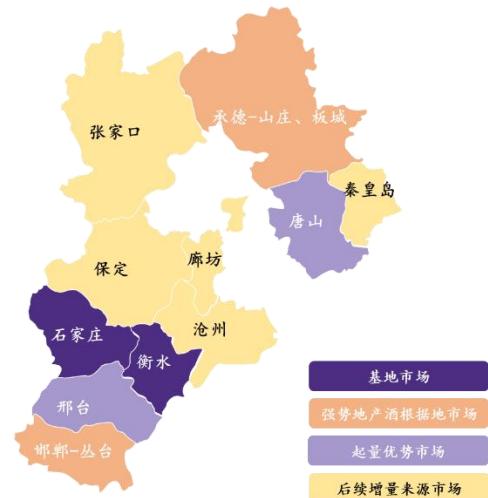
河北省内分层明显，薄弱市场空间足。老白干作为在河北省内市占率第一的酒企，从衡水起家并做大省会石家庄市场，销售占比分别为30%、22%左右，邢台市场亦受辐射作用发展势头较好，同时正逐步攻克经济基础好的唐山市场，销售占比均在8%左右。公司目前在唐山均为直营模式，石家庄和衡水亦为直营模式占比较大；而邢台、保定、沧州等薄弱市场的厂商共建模式下经销商规模较小，厂商主导，增量空间大；廊坊、张家口等市场仍有下沉拓展空间。

图表 54：2022 年老白干在河北省各市销售占比



资料来源：渠道调研，华鑫证券研究

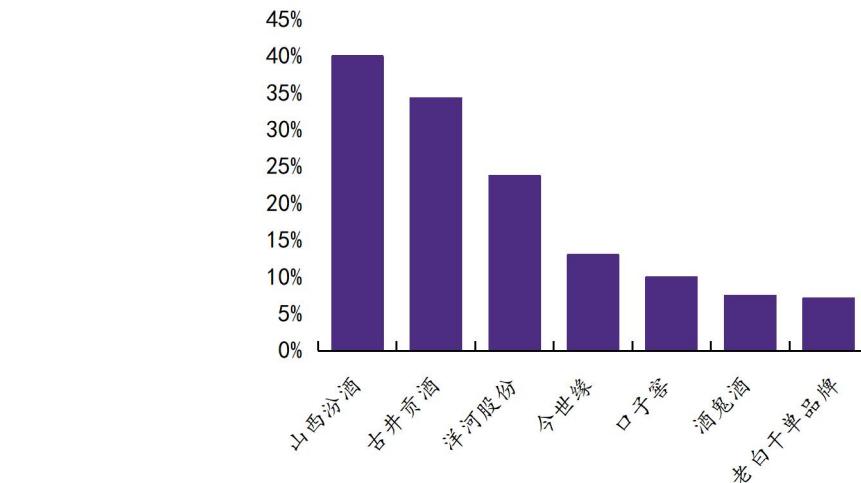
图表 55：老白干在河北省内布局



资料来源：乐酒圈，华鑫证券研究

省内占有率低，份额有望持续提升。目前老白干品牌在河北省白酒市场占有率为7%左右，与板城烧锅品牌合计占有率为9.3%左右，而山西汾酒、古井贡酒、洋河股份在其基地市场的占有率达到40%、34%、24%左右。河北省市场因各区域间差异较大，且省内经济基础较薄弱，消费升级趋势较江苏、安徽省较缓慢，故以老白干为代表的龙头企业过去以销售中高端或大众产品为主，省内高地市场由全国性名酒占据。我们认为，未来随着老白干高端化战略逐步显现成果，同时针对薄弱市场进行下沉，省内份额提升趋势向上。

图表 56：2022 年部分酒企和老白干单品牌的根据地市占率



资料来源：公司公告，渠道调研，酒业家，华鑫证券研究

丛台省内起势，老白干更具优势。位于河北省邯郸市的丛台酒业建厂于 1945 年，生产浓香型白酒，拥有丛台酒、活分子酒、贞元增酒等系列酒，连续两年营收同比增长 30%，2022 年销售突破 20 亿元，随着丛台酒业在河北省内的起势，市场对老白干酒站稳河北省第一酒企产生担忧，我们从历史、香型产能、管理、品牌战略等方面进行对比：

- 1) **历史和获奖方面**，老白干历史更悠久，根基更深厚。二者均获得过重要奖项。
- 2) **生产方面**，老白干为老白干香型，具备差异化竞争优势，产能 4 万千升；丛台为浓香香型，需与众多浓香龙头酒企竞争，目前产能 2 万吨，老白干香型和产能竞争力更强。
- 3) **管理方面**，丛台管理层更年轻、放权更充分。
- 4) **产品方面**，二者均在次高端价位带布局两款产品进行发力，而老白干还布局高端产品 1915 引领产品高端化，丛台则发力中高端产品活分子系列，老白干产品结构更优。
- 5) **品牌方面**，老白干在央视积累较深，目前仅在央视露出甲等 20 和 1915 两款高端产品，注重圈层营销；丛台处于品牌推广期，广告投入力度更大。
- 6) **渠道方面**，老白干注重渠道管理并向终端建设转变，丛台全面放开支持经销商，利于前期进行产品铺货，但易造成渠道高库存、费用高企等现象。
- 7) **市场布局方面**，二者基地市场不同，丛台全省化进度稍偏后。

整体对比来看，丛台管理层更年轻，发展势头较强，与前期老白干状态相似，其持续性和效果仍需观察。而老白干在省内市场仍具有竞争优势，品牌沉淀下实行高端化战略，渠道偏向精耕细作并重视终端建设，有望稳扎稳打推进省内份额提升。

图表 57：老白干与丛台对比

	衡水老白干	丛台酒业
历史文化	近 2000 年酿酒史的酿酒基地，兴于汉、盛于唐、定名于明，1946 年组建酒厂。	贞元增 500 余年酿酒史，1945 年正式建厂。
重要获奖情况	1915 年荣获甲等大金奖章。	1979 年、1989 年获评国家优质酒。
香型及产能	老白干香型，产能 4 万千升，计划投资 2.34 亿元扩建老白干第四车间。	浓香香型，各类白酒产能 2 万吨，2021 年 6 月投资建设 1.5 万吨浓香酒项目，2022 年 8 月 0.39 万吨酱酒项目完工。
内部管理	主张“老老实实做人 清清白白做事 干干净净做酒 红红火火创业”的企业价值观。董事长刘彦龙、总经理赵旭东在老白干酒任职时长均超过 30 年。	主张“阳光、实干、高效、包容”的团队价值观，高层放权充分。营销公司 85 后管理层郭国相、崔泽华为主力。
2022 年收入	21.4 亿元（同增 1.59%）	突破 20 亿元（同增 30%+）
产品战略	2001 年开发十八酒坊品牌，双品牌运作。过去以大小青花、十八酒坊 8 年等大众及中高档产品为主，2019 年起高端化战略明确，提升次高端产品甲等 15（438 元）、甲等 20（878 元）的重要性，同时布局高端产品 1915（39/53.9/67 度分别为 1688/2488/3288 元）。	构建“2+3+1”产品体系，两大主品系为窖龄、活分子，目标打造窖龄 20（700 元）为次高端大单品，2022 年窖龄 30（1100 元）发货量 8000 万，计划将窖龄 30 做出新龙头。2023 年发布活分子 V 系列满足 300 元以内需求，3 年目标 10 亿，5 年目标 20 亿。
品牌策略	坚守《新闻 30 分》央视新闻节目的同时，以会议营销和消费者活动、名酒进名企为主打造圈层营销。	2022 年底广告招标投放总投入 1.3 亿元，聚焦宴席和动销。
渠道管理	2021 年进行经销商优化，加大经销商考核管理，同时建立平台公司加大力度售卖甲等 20。渠道管控更加严格，提高费用有效性。	三个“无忧”：进货无忧、费用核销无忧、年底库存无忧；实现河北省内 95% 县区市场覆盖。
市场布局	以衡水、石家庄为基地市场，起量优势市场为邢台、唐山，保定、沧州、廊坊、张家口、秦皇岛为后续增量市场。	2021 年启动邢台、沧州、石家庄，2022 年启动唐山、廊坊、保定。2023 年将该 6 大市场基地化，从而深度全省化，并启动京津冀市场布局。

资料来源：衡水老白干官网，酒说，丛台酒业官网，公司公告，中国县域经济报，凤凰网，WIND，名酒观察，食业头条，京东，酒说，酒业财经，中原新闻网，衡水老白干官微，酒商商讯，华鑫证券研究

3、武陵酱酒：做深湖南，做大全国

3.1、酱酒处于竞争蓄力期，湖南市场氛围向好

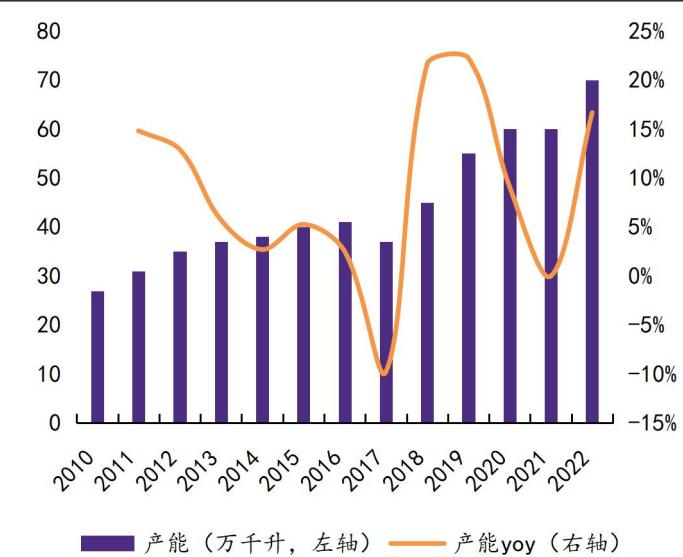
3.1.1 酱酒行业高速增长期已过，进入品牌与品质竞争阶段

高稀缺属性下扩容速度快，盈利水平高。近年来消费升级趋势明显，酱酒作为生产周期最长、稀缺属性最明显的白酒细分品类之一，在“茅台热”的推动下亦迎来消费浪潮，形成“酱酒热”。根据权图工作室，2022 年酱酒规模达 2100 亿元，2010-2022 年 CAGR 为 16.02%，2017 年以来增长态势明显，2017-2022 年 CAGR 为 19.91%。酱酒市场的快速增长已成为白酒市场增长的重要因素之一，2022 年酱酒规模、利润分别占白酒市场的 31.69%、39.50%，体现酱酒的高稀缺性带来的高定价，从而贡献高利润。其中，酱酒市场的规模占比自 2010 年的 14.57% 提升 17.12pct 至 2022 年的 31.69%，同时茅台价格持续上挺打开酱

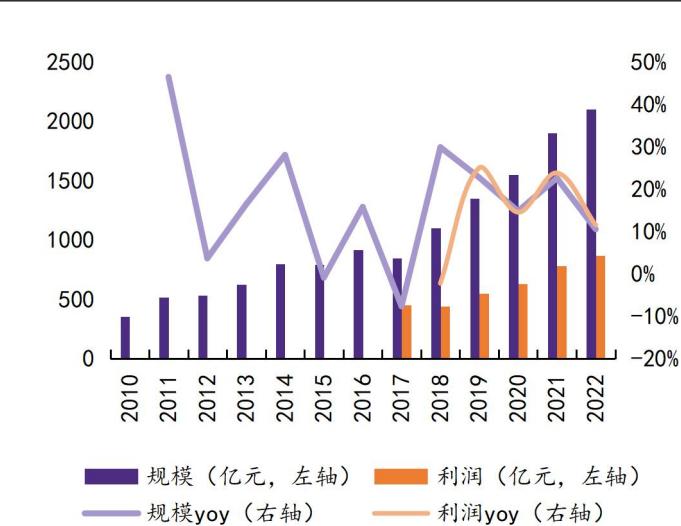
酒价格天花板。由于酱酒生产周期长，优质产能成为限制酒企增长的重要因素之一，故自2018年起，酱酒厂商纷纷投产扩能，2022年酱酒产能达到70万千升，需求供给双驱动带来酱酒品类扩容。

酱酒热降温，步入调整期。2021年下半年起，“酱酒热”逐步降温，快速扩张期固积的高库存使得多数酱酒品牌价格回落，后续受疫情影响，全国化扩张下的次高端酱酒品牌消费者基础薄弱，整体消费场景受损叠加消费信心下降，动销端表现薄弱，批价进一步下滑，酱酒行业进入调整期。

图表 58：2010-2022 年酱酒产能及增速情况



图表 59：2010-2022 年酱酒收入及利润增速情况

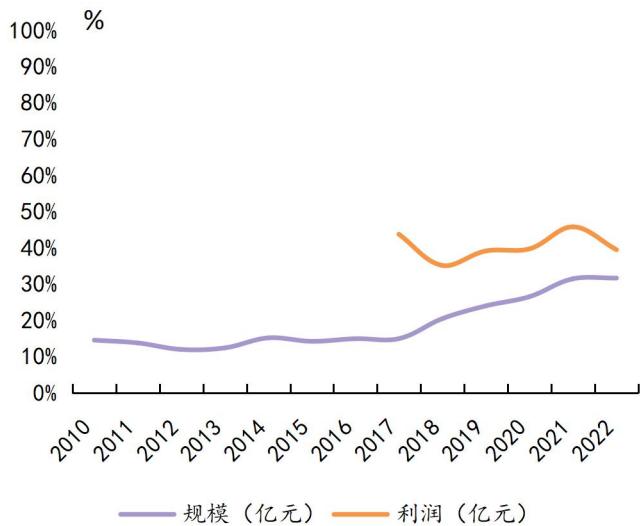


资料来源：权图酱酒工作室，华鑫证券研究

资料来源：权图酱酒工作室，华鑫证券研究

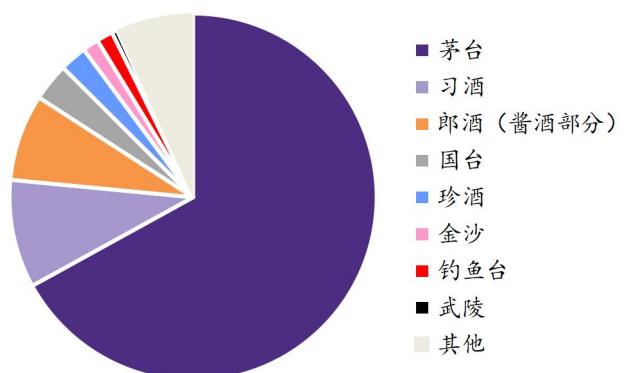
市场高度集中于名优酒企，贵州产区为酱酒集中生产地。从竞争格局来看，茅台作为千亿酱酒龙头企业，2022年销售回款口径市占率达到67%；其次为习酒、郎酒两大百亿企业，国台、珍酒两大50亿及以上企业，酱酒CR5市占率近90%，市场集中度高。在10-20亿规模的酱酒企业目前有9家，贵州、四川、广西、湖南分别为5、2、1、1家，与5-10亿规模的酱酒企业共占7%的市场规模。

图表 60：2010-2022 年酱酒收入及利润占白酒行业情况



资料来源：权图酱酒工作室，中国酒业协会，国家统计局，华鑫证券研究

图表 61：2022 年酱酒市场格局（销售回款口径）



资料来源：WIND，权图酱酒工作室，湖南省酒业协会，华鑫证券研究

产能布局分化，总体趋势向上扩产。从产能布局来看，2021 年头部酱酒企业加大投产力度，并做出中长期产能规划。2022 年产能体现分化，头部酱酒企业投产进一步提速，二线酱酒企业紧跟，而中小酱酒企业减产。对于生产时间至少 5 年的酱香型白酒，产能成为限制其扩张的重要因素，2022 年酱酒产能共 70 万千升，而优质的坤沙基酒产能仅约 45 万千升。故酱酒行业调整期恰恰是酱酒企业持续扩充产能、精心打磨产品、降低渠道压力、回归消费者培育的好时机，头部及二线酱酒企业更坚定投产，打破未来产能限制。

图表 62：2021-2022 年酱酒企业现有产能及产能规划

单位：万吨	2021		2022		
	企业	2021-2022 投产	中长期规划（5 年）	2022-2023 投产	中长期规划
贵州茅台股份公司	5	10		11	10+10
四川郎酒	5	5		6	10
贵州习酒	5	10		5	10
贵州珍酒	2	10		3.5	10
贵州安酒	1	2		2.7	5
贵州金沙窖酒	0.5	5		2.5	5
川酒集团	-	-		2	5
劲酒	2	2		2	3
四川仙潭酒厂	1	2		2	3
贵州国台酒	1	5		1.7	5.6
贵州醇系	1	2		1.7	3
仁怀酱香酒公司	0.5	-		1.7	3
广西丹泉	1	-		1.5	3
贵州夜郎古酒业	0.5	2		1	3
贵州酣客君丰	0.5	2		1	2
贵州金沙古酒	2	2		1	2
湖南武陵	-	-		0.7	1
肆拾玖坊	0.5	2		0.7	2
贵州无忧酒业	-	-		0.7	1
贵州金酱酒业	0.5	-		0.6	2
合计	29	61		49	78.6

资料来源：权图酱酒工作室，华鑫证券研究

由产能扩张转向品牌竞争，酱酒行业回归理性。酱酒行业在 2021 年及之前的高速扩张下已经过行业初级发展阶段，在该阶段酱香型白酒在茅台的引领下已完成酱酒品类教育，高定价、高利润吸引各大资本、各类企业争相进入，基本达到“站位酱酒即增长”的效果。而 2021 年下半年以来酱酒行业的调整则对各企业的品牌、渠道、产品品质、产能等因素提出更高要求，随着投产产能在五年后落地，供需矛盾逐渐缓解，利润逐步稀释，头部及二线名优酒企将加强对中小企业的挤压。优质产能、知名品牌、渠道管控成为重要竞争力，市场格局逐步明朗，进入“优质酱酒有增长”的阶段。从更远的视角来看，当产能出现过剩、中小企业被淘汰，主要竞争格局向头部企业不断集中并逐步稳定，名优酒企将进入内部竞争阶段，维持“头部酱酒才增长”的状态。

图表 63：酱酒市场发展趋势



资料来源：权图酱酒工作室，华鑫证券研究

3.1.2 湖南酱酒消费氛围浓厚，产区发展为未来看点

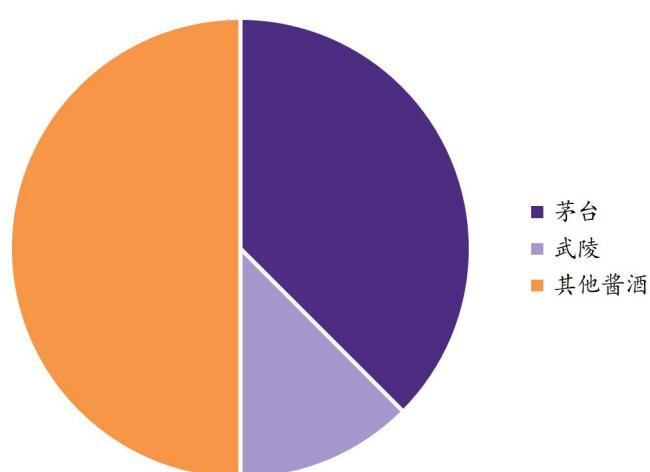
湖南省白酒规模排名靠前，酱酒消费氛围持续向好。根据湖南省酒业协会，2022 年湖南省白酒规模为 285 亿元左右，其中湘酒企业规模约 100 亿元，占市场份额三分之一。而湖南省酱酒氛围逐步向好，2022 年湖南省酱酒市场规模 80 亿元左右，占湖南省白酒规模 28.57%，其中茅台以 30 亿的体量占据 37.50% 的市场份额，武陵作为本土第一大酱酒企业市占率为 12.50%，仍有较大提升空间。另外湖南白酒市场消费价位较高，400 元以上的次高端及高端白酒市场占比 59% 左右，随着湖南省内持续消费升级，次高端及以上价位带将持续扩容。

图表 64：2022 年湖南省白酒市场竞争格局



资料来源：湖南省酒业协会，渠道调研，华鑫证券研究

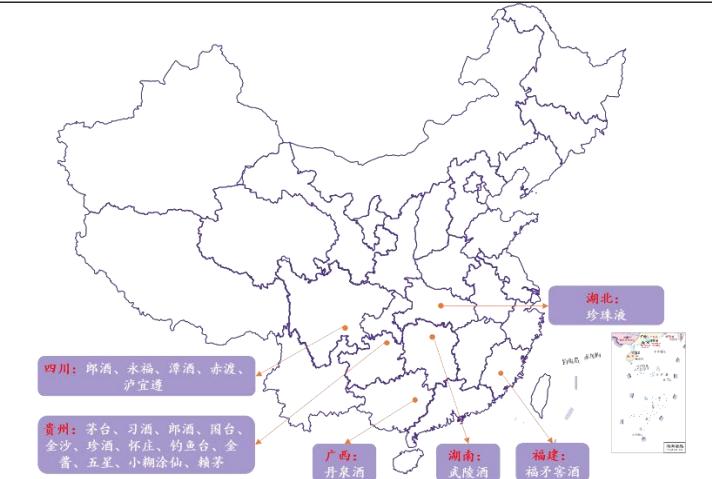
图表 65：2022 年湖南省酱酒市场竞争格局



资料来源：湖南省酒业协会，华鑫证券研究

湖南酱酒产区条件优厚，打造黔酒、川酒之外的优势酱酒产区。从产区角度来看，湖南产区具备优质的生产酱酒条件。酱酒产区以贵州赤水河流域为主产区，其中仁怀即茅台镇为核心产区，而赤水河附近的习水、古蔺、金沙、遵义亦成为酱酒主要产区。位于长江上游的川派产区则在以生产浓香为主的基础上，布局酱酒生产。而湖南产区目前则是除贵州、四川外的一大酱酒产区，由于其位于30度黄金酿酒带，并且拥有包括湘江、资江在内的丰富水资源，故亦诞生了武陵酒、湘窖酒、白沙液等酱酒企业。

图表 66：主要酱酒生产地图示



资料来源：京仓大数据中心，华鑫证券研究

图表 67：湖南省主要白酒企业



资料来源：乐酒圈，华鑫证券研究

湖南省重视白酒产区发展，出台多项政策支持湘酒。2018年，湖南省首次提出“振兴湘酒”，争取到2025年将湘酒打造成年销售额突破500亿的产业；2022年，“振兴湘酒”首次写进湖南省政府工作报告，并计划到2025年将湘西、邵阳、常德打造为产值超100亿元的白酒产业优势产区，即分别对应酒鬼酒、湘窖酒业和武陵酒。武陵酒作为目前本土最大的酱酒企业，其发展受到湖南省及常德市的充分支持。常德市顺应省规划，2021年7月发布《常德市支持白酒产业又好又快发展实施方案（2021—2025年）》，力争到十四五末市白酒产业年销售收入超70亿元，武陵酒、德山酒、石湾酒的固定资产投资分别超过15/10/5亿元，并提供品牌宣传、市场拓展、奖金奖补等多重措施力推市白酒企业发展。在省市政府的高度重视与充分支持下，武陵酒作为第一酱香湘酒，未来发展预期稳步向上。

图表 68：湖南省支持白酒产业发展政策

时间	政策/事件	要点
2011/5/6	湖南省人民政府办公厅下发《关于促进湘酒产业健康发展的意见》	大力支持湘酒发展，改善和优化湘酒发展市场环境，壮大产业规模，优化产品结构，培育一批具有较大影响力的湘酒品牌。
2018/9/14	湖南首份《改革开放 40 年 湘酒发展蓝皮书》正式发布	首次提出“振兴湘酒”，争取到 2025 年将湘酒打造成年销售额突破 500 亿元的产业，占全省社会消费品零售总额的 3%以上；税收突破百亿元大关，比 2011 年增长近 10 倍。
2019/10/19	时任省长许达哲主持召开会议	专题研究省白酒产业发展有关工作。
2019/11/1	《湖南省支持省级特色产业小镇发展的政策意见（2019—2021 年）》	在产业规划、政策扶持、项目支持等方面予以倾斜，积极指导北塔区深入挖掘酒文化内涵，推进文旅工融合发展，扩大产业规模，提升品牌效应，发展酒文化特色文旅产业。
2021/2/3	湖南省工信厅出台《关于推进白酒产业供给侧结构性改革和高质量发展的政策措施》	力把酒鬼、湘窖、武陵、德山、雁峰等品牌打造成全国白酒行业具有较强市场影响力知名品牌，大力提升内参、湘泉、要情、开口笑、邵阳大曲、浏阳河、白沙液、锦江泉等品牌在全国的知名度和影响力。
2021/12/31	《湖南省食品行业“十四五”发展规划》	坚持现代科技与传统酿造技艺相结合，着力打造湘西自治州、常德市、邵阳市等白酒优势产区新生态，加强白酒全产业链建设。
2022/1/17	湖南省政府工作报告	2022 年，“振兴湘酒”首次写进湖南省政府工作报告，到 2025 年，湘酒将打造成年销售额突破 500 亿元的产业，湘西州、邵阳、常德将打造成为产值超 100 亿元白酒产业优势产区。
2022/3/1	《关于促进湘酒发展的策划方案》	湖南省将着力打造湘西州、常德市、邵阳市、衡阳市等白酒优势产区新生态，推动形成原料种植、工业酿造、包装配套、储藏物流、文旅观光为一体的全产业链集群。

资料来源：潇湘晨报，红网新闻，湖南省工业和信息化厅，湖南省人民政府官网，酒业家，华鑫证券研究

3.2、六次易主阻发展，品牌根基仍深厚

国家名酒武陵六度易主错失发展机会，老白干入主叠加全国化唤起新生。1952 年，武陵酒厂的前身“常德专属酒类专卖处酿酒厂”组建成功，1957 年改为“湖南常德酒厂”并以浓香德山大曲酒为初始产品。武陵人酿酒最早源于先秦时代，并在宋代达到繁荣时期，且该酒厂所处的自然环境与茅台酒厂接近，故在湖南省决定酿造一款品质口感与茅台相当的酱酒时，常德酒厂勇担重责，并于 1972 年酿成拥有独特酱香风味的武陵酒。武陵酒酿成后在多次评酒会上获奖并三胜茅台，本应凭高端酒质和独特风味在酱酒高速扩张期崭露头角，但六次的易主经历拖累其生产与发展，亦使其错过白酒黄金时期。2015 年浦文立入驻武陵后建立短链直销模式，2018 年武陵被并购进老白干，2022 年新产能投产成功，2023 年正式开启全国化，优质国家名酒正在奋起直追。

辉煌期（1952-2003 年）：初酿即多次获奖，三次易主拖累名酒发展。1972 年武陵酒酿制成功后，分别在 1979、1984、1988 年的全国评酒会上获奖，并成为“十七大名酒”和湖南省唯一国家名酒，彰显其高端品质并为后续品牌打造奠定基础。1991 年武陵酒厂、德山大曲酒厂、酒精厂、饮料厂统一纳入常德市酿酒工业集团公司，而 1994 年集团公司停运并在一年后破产解散，武陵酒的易主之路由此开启。1999 年湘泉集团收购武陵酒，成立“湖南湘泉集团武陵酒业有限公司”，湘泉股份又在两年后被常德粮油总公司收购。武陵酒厂在几经辗转下生产经营受到影响，亦未抓住机遇向外宣扬其名酒品牌。

调整期（2004-2010 年）：泸州老窖控股下核心产品面世，未见起色后逐步减持。

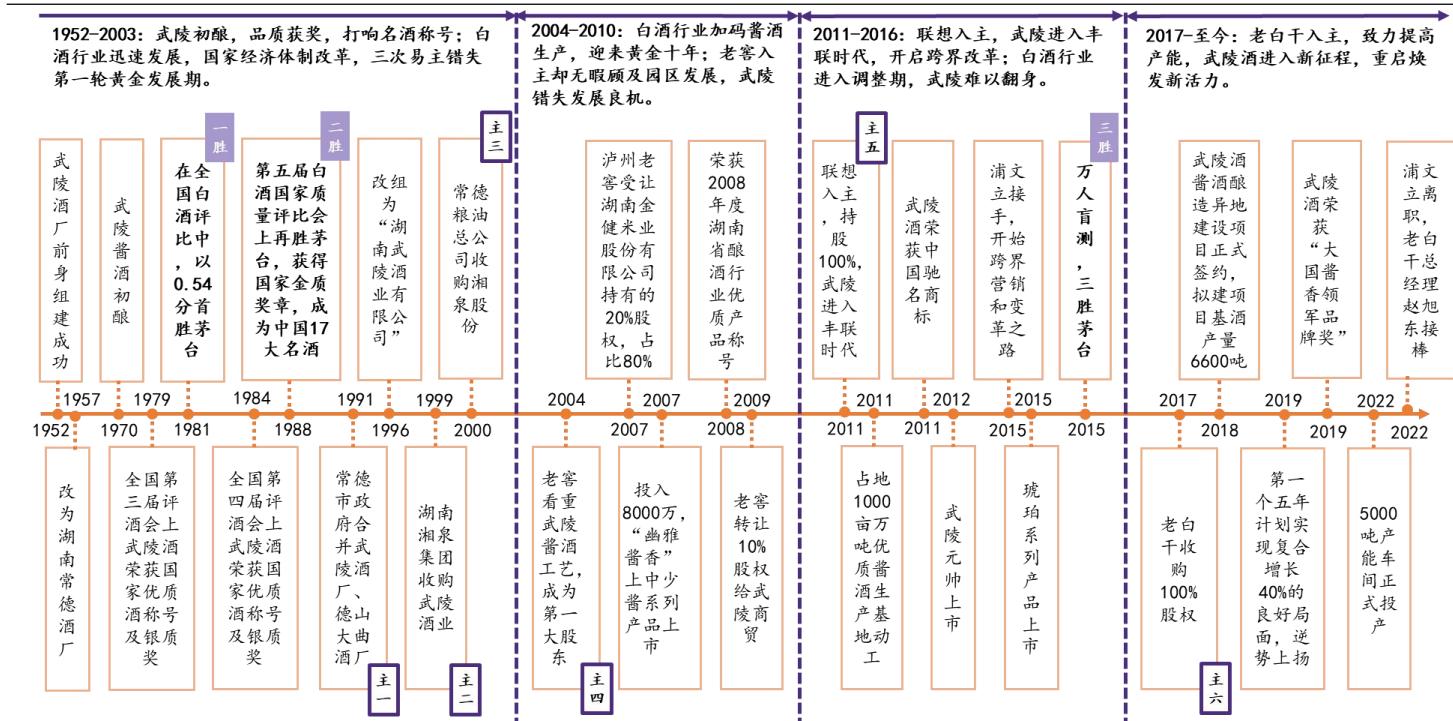
请阅读最后一页重要免责声明

2004 年泸州老窖发布公告收购常德粮油总公司持有的武陵 60% 股权，并在 2007 年增持后持股比例达 80%。泸州老窖收购武陵后投入大量资金，2007 年打造出“幽雅酱香”系列上酱、中酱与少酱。在此基础上常德市提出打造武陵酒厂“千亩、万吨、百亿园区”，而泸州老窖忙于打造白酒金三角泸州酒业集中发展区，故武陵酒厂园区迟迟未提上日程，泸州老窖则逐步放弃第一大股东，2009 年减持股份并计划引入战略投资者。

起步期（2011-2016 年）：丰联时代跨界白酒，浦文立带队打造短链直销模式。2011 年联想控股收购武陵后正式踏入白酒行业，并陆续收购板城烧锅、孔府酒家、文王贡酒以组建丰联酒业，希望打造领先酒业集团。2015 年联想工作的浦文立带着 IT 团队接手武陵，内部整顿停产 3 个月后用互联网思维改造传统经销模式，酒厂直接面向消费终端。营销模式上的创新和团队的决心为武陵带来新活力，两个五年计划彰显名酒复苏决心。

增长期（2017 年至今）：老白干控股后顺应发展理念，快速增长同时顺利扩产并开启全国化。2017 年老白干收购丰联酒业，武陵酒亦并入老白干。同时，浦文立继续进行短链直销，2015-2019 年第一个五年计划即 5 亿规模基本实现。2018 年总投资 15 亿的武陵酱酒酿造异地建设项目签约，基酒产能共 6600 吨，2022 年正式投产 5000 吨。2022 年 3 月浦文立离职，老白干总经理赵旭东兼任武陵酒董事长，并于 2023 年起开启全国化征程。

图表 69：武陵酒发展历程



资料来源：武陵酒官网，云酒头条，中国啤酒网，中国酒业新闻网，红网，文金潭，酒庄号，湖南日报，常德市政府，微酒，酒业家，企查查，华鑫证券研究

多次获奖奠定品牌基础，三胜茅台理顺品牌故事。武陵酒于 1972 年酿制成功，1973 年即获得“湖南省名酒”称号，并在两届评酒会上获银奖后，在 1988 年第五届评酒会上获得金奖，成为中国 17 大名酒。同时，武陵酒分别于 1981、1988、2015 年胜过茅台，其中，在 2015 年的万人盲测活动中武陵琥珀酒以 61%: 39% 的比分胜过茅台，再次印证其高端品质并为品牌高端化打造奠定基础。

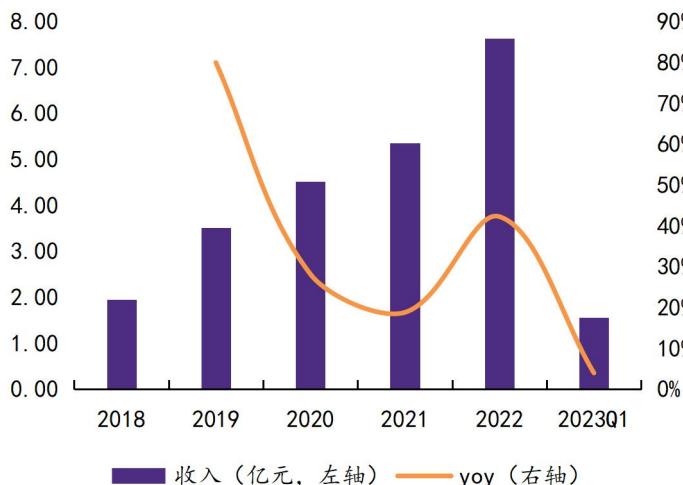
图表 70：武陵酒获得重要荣誉及三胜茅台事件梳理

类别	时间	事件
重要荣誉	1973	获湖南省名酒称号
	1979	全国第三届评酒会上武陵酒荣获国家优质酒称号及银质奖
	1984	全国第四届评酒会上武陵酒荣获国家优质酒称号及银质奖
	1988	第五届白酒国家质量评比会上获得国家金质奖章，成为中国 17 大名酒
	1990	获首届轻工业博览会金奖
	2001	获省名牌产品称号
	2007	53° 酱香武陵酒通过名酒质量复查，保持了名酒（国家质量金质奖）质量水平
	2010	代表湘酒入驻上海世博会；被选为第四届湘商大会接待酒
三胜茅台	2011	武陵酒荣获中国驰名商标
	1981	在全国白酒评比会中，以 0.54 分首胜茅台
	1988	第五届白酒国家质量评比会再胜茅台
	2015	万人盲测，三胜茅台

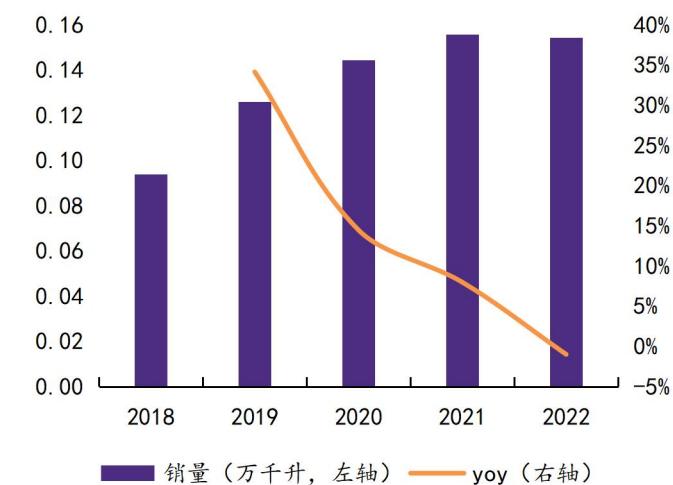
资料来源：武陵酒官网，好酒招商网，华鑫证券研究

价增为营收快速增长主要驱动力，高毛利水平体现高端品牌与地位。2022 年武陵酒实现营收 7.63 亿元，同比增长 42.27%；2018–2022 年公司营收 CAGR 为 40.53%，老白干入主后实现高速增长。2023Q1 实现收入 1.56 亿元，同比增长 4.01%，主要受去年同期较高基数及一季度高端酒消费场景受损影响。量价拆分来看，2022 年销量 0.15 万千升，同比减少 0.98%；均价 49.45 万元/千升，同比增长 43.67%；2018–2022 年销量、均价 CAGR 分别为 13.20%、24.14%，体现武陵酒在产品结构升级的趋势下，以价增为主。盈利能力来看，2022 年武陵酒毛利率为 84.86%，远高于老白干本部及其他区域酒，并较 2018 年提升 10.93pct，高端定位带来高毛利从而提升盈利能力。

图表 71：2018–2022 年武陵酒收入及增速



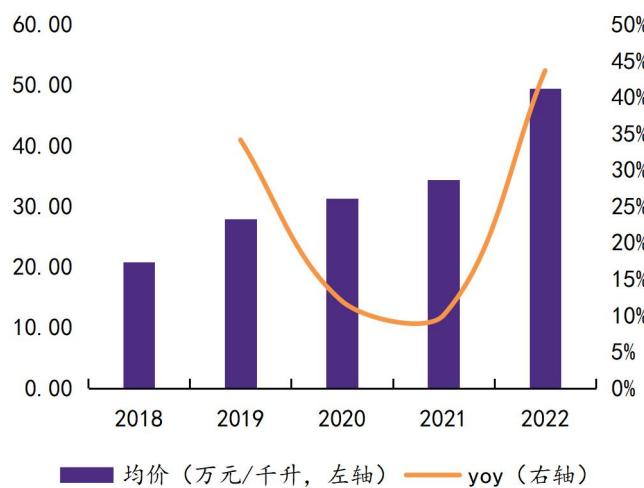
图表 72：2018–2022 年武陵酒销量及增速



资料来源：WIND，华鑫证券研究

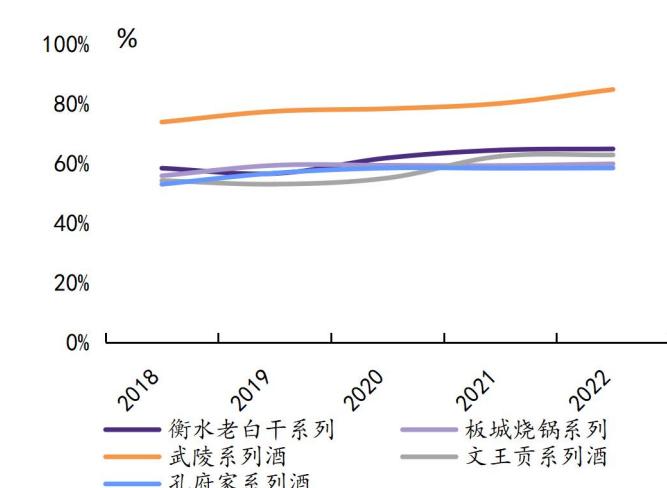
资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 73：2018-2022 年武陵酒均价及增速



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 74：2018-2022 年各系列毛利率



资料来源：WIND，华鑫证券研究

3.3、独特焦香品质加持，产品结构高端化

酿造环境优异，为塑造高端品质奠基。武陵酒位于湖南省常德市，与川酒、酱酒产区同处北纬 30 度黄金酿酒带，具备较好的酿酒条件。常德市气候环境温和，且处于长江中游洞庭湖水系、沅江下游和澧水中下游，水资源优质，同时拥有砂岩地貌，所用窖池为本地红砂岩窖池；土壤中砂石和砾石含量高，土质松软，易于富集和吸附有益微生物，适于微生物长期栖息。

图表 75：武陵酒位于北纬 30 度黄金酿酒带



大生态：神奇的北纬 30 度，是世界、也是中国的酿酒黄金带

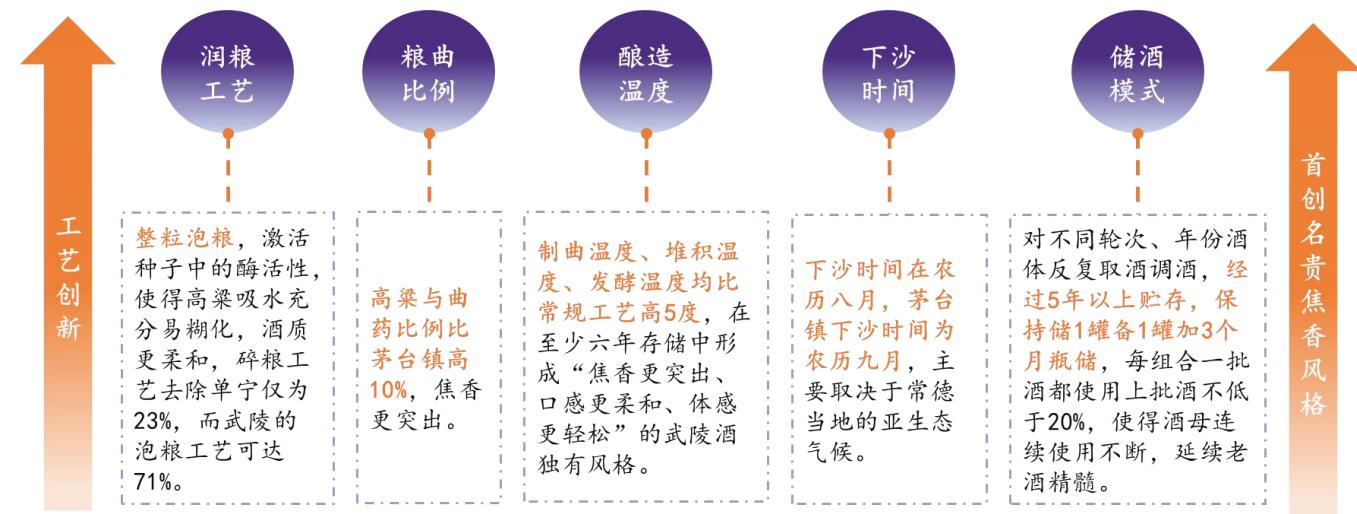
资料来源：酒业家，华鑫证券研究

生产工艺创新，首创名贵焦香风格。武陵的独特酱酒风味除了因为地理环境略区别于酱酒核心产区外，还与其在生产工艺上的创新相关。武陵酒以“12987”传统酱酒生产工艺为基础，坚持“四高三长”流程，保留了酱香典型风味。同时在多个生产节点进行创新：1) 润粮工艺由碎粮改为整粒泡粮，去除单宁等产生涩味物质的比例更高，酒质有效提升；2) 粮曲比例较茅台镇高10%，突出独特焦香；3) 酿造温度上，制曲温度、堆积温度、发酵温度较常规工艺高5度，酱香突出；4) 下沙时间上，武陵酒根据常德气候特点每年农历8月即可下沙，使得第三、四、五轮次酒正好在春天取酒；5) 储酒模式上，首创“5+1+1+3”模式，5年以上贮存后储1罐备1罐，另加3个月瓶储，千元产品要求提升至1年，且每批酒使用上批酒至少20%，循环往复增添老酒。生产工艺上的精益求精为武陵塑造独特酱香风格，焦香更突出的同时更持久、舒适，酒体品质更纯净柔和。

生产内控严格，保障酒质如一。武陵酒目前拥有5位国家级白酒评委，保障酒体品质始终在线。另外武陵酒于今年5月的超级品牌日上发布《武陵酱酒产品生产内控准则》，在原粮、制曲、生产、酿酒、储存、出厂6大生产环节进行品质管控，并在去除单宁、减少酸涩度上进行量化，保证生产工艺的数据化和标准化。

图表 76：武陵酒生产工艺创新首创名贵焦香风格

形成独特的“名贵焦香，纯净柔和，体感轻松，健康优雅”武陵酱香风格，焦香更突出、焦不露头。



“12987”传统坤沙酱酒工艺为基础，遵循“四高三长”流程：高温制曲、高温堆积、高温发酵、高温馏酒；制曲时间长，六个月以上；生产周期长，一年发酵周期；储存时间长，五年以上的储存期。

资料来源：界面新闻，人民资讯，酒业家，华鑫证券研究

图表 77：武陵酒工艺展示



资料来源：武陵酒官网，华鑫证券研究

图表 78：武陵酒 5 位国家级白酒评委介绍

姓名	公司任职	履历
陈家好	技术研发部经理	国家级白酒评委，高级工程师，从事白酒工作30年，相继开发出武陵少酱、中酱、上酱及元帅等经典产品。
张福艳	技术总监	国家级白酒评委，正高级工程师，从事白酒工作25年，曾承担国家重点研发计划子课题1项，省科技计划项目2项、市科技计划项目1项。
王贵军	生产总监	国家级白酒评委，高级技师，从事白酒工作12年，秉承将传统的酿造工艺不断地数据化与标准化。
吴若薇	技术研发部尝评员	国家级白酒评委，从事白酒工作10年，不断磨练味觉和嗅觉的灵敏度，追求将产品做到极致。
黄丽娟	技术研发部尝评员	国家级白酒评委，高级技师，从事白酒工作12年，致力于武陵酒的品评和勾调，为武陵酒的酒体质量保驾护航。

资料来源：酒业家，华鑫证券研究

产品布局以高端为主，满足细分高端需求。武陵酒产品以酱系列、琥珀系列、飘香系列为主，1) 酱系列从次高端到超高端均有布局，为高端政商务用酒，包括武陵元帅、武陵王、上酱、中酱、少酱等产品，其中武陵王位于千元价位带，1995年推出，2007年停产后于2018年复出，对标国窖1573、五粮液；上酱定价2000元以上，对标飞天茅台；中酱、少酱分别对标高线次高端和传统次高端价位。2) 极客系列对标千元价位带，2015年推出以满足高端私人定制需求，2021年单品销售额近1.5亿元，2022年11月由三位国家评酒大师联合开发的升级版琥珀产品亮相，在品质和包装多重升级的基础上维持价格不变，在稳住价盘的同时顺应高端人群的时尚审美，并对老版琥珀启动回购活动。3) 飘香系列为中高端价位带产品，包括经典、原香、年份和尊享，飘香系列源于70年代玻璃瓶，90年代后增加乳玻瓶并持续至今。

图表 79：武陵酒产品系列梳理

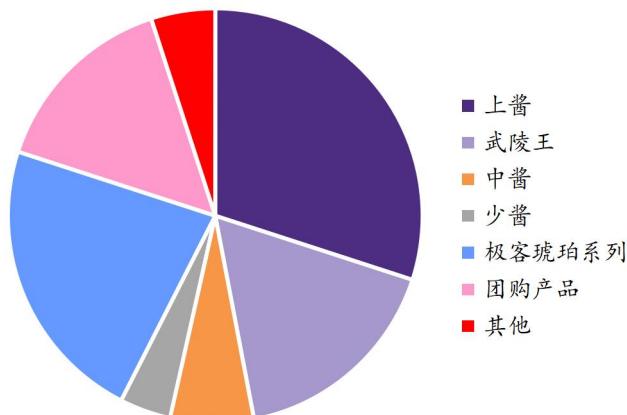
系列	产品	规格	单价 (元/瓶)	图片
酱系列	武陵元帅	53 度 500ml	9980	
	五星上酱	53 度 680ml	6880	
	上酱	53 度 500ml	2680	
	武陵王	53 度 500ml	1680	
	中酱	53 度 500ml	880	
	少酱	53 度 500ml	680	
	轻酱	53 度 375ml	350	
极客系列	琥珀珍藏版	53 度 1000ml	2199	
	定制版（兔年）	53 度 509ml	1099	
	琥珀标准版	53 度 509ml	989	
飘香系列	尊享	53 度 500ml	224	
	年份	53 度 500ml	188	
	原香	53 度 500ml	158	
	经典	53 度 500ml	134	

资料来源：京东，天猫，武陵酒官网，华鑫证券研究

请阅读最后一页重要免责声明

产品结构由高端贡献为主，基本实现高端化。2022年千元以上的高端产品销售占比达70%，2000元以上产品占比30%，产品结构较好。其中，酱系列为公司主要收入来源，2021年上酱、武陵王、中酱、少酱分别占比30%、17%、6.5%和4%，酱系列共占比近60%。2022年上酱产品销售占比进一步提升，达到40%。

图表 80：2021 年武陵各产品销售体量占比（销售口径）



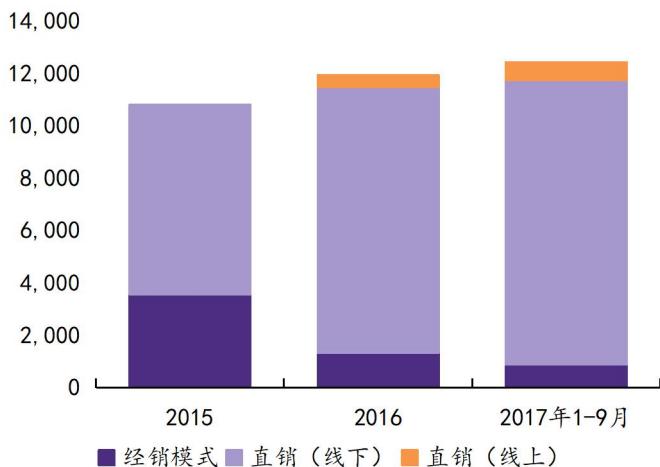
资料来源：渠道调研，华鑫证券研究

3.4、省内短链直销效果佳，开启全国化招商

3.4.1 省内短链直销验证可行，做深做透湖南市场

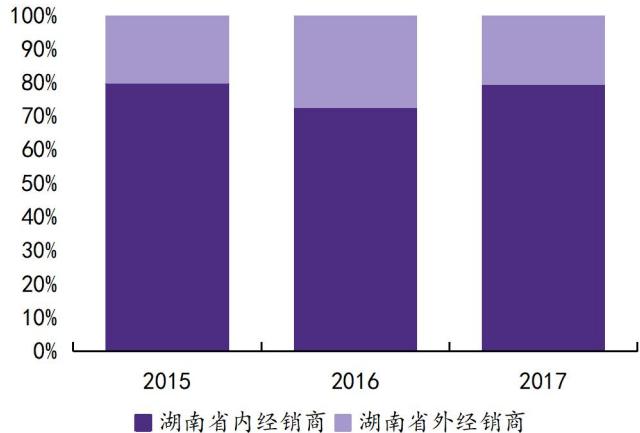
短链直销直面终端，单点贡献趋势上升。2015年，浦文立进入武陵后开启互联网思维在白酒经销模式上的创新应用，以两大路线进行短链直销，一是自建团队，在澧县、长沙等地建立办事处，开启直接面对终端烟酒店和消费者的直销模式，截止2017Q3，线下直销占比较2015年提升20.16pct至87.26%，短链直销改革成效显著。二是发挥互联网优势，在线上设立直营店，截止2017Q3，线上直销占比为5.58%。短链渠道改革以来，武陵酒在湖南省内尤其是常德市和长沙市加快终端网点覆盖，截至2023Q1末，武陵酒终端网点数为8609家，同比增长0.69%；终端平均规模为1.81万元/个，同比增长4.01%。2018-2022年终端数量CAGR为8.07%，终端平均规模CAGR为30.03%，在营收规模的快速扩张和终端的稳步拓宽下，单点贡献持续上升。

图表 81：2015–2017 年前三季度武陵酒不同销售模式收入（万元）



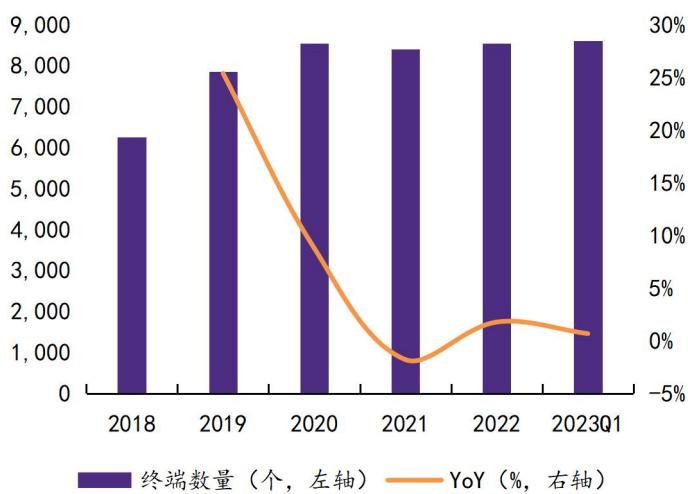
资料来源：关联交易报告书，华鑫证券研究

图表 82：2015–2017 年武陵酒省内外经销商数量



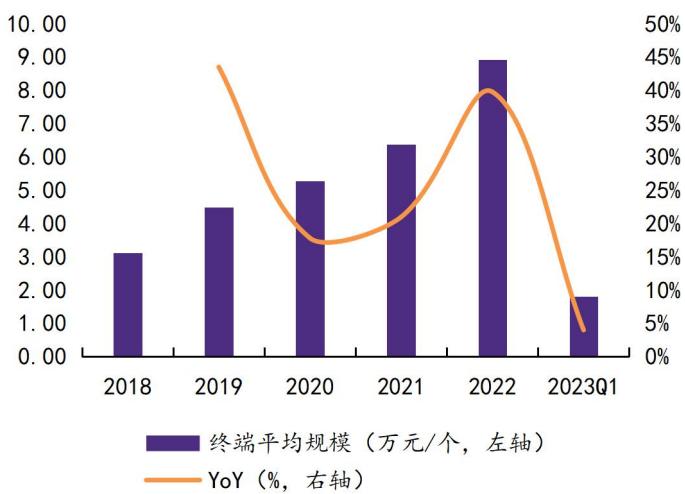
资料来源：关联交易报告书，华鑫证券研究

图表 83：2018–2022 年武陵酒终端数量及增速



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 84：2018–2022 年武陵终端平均规模及增速



资料来源：WIND，华鑫证券研究

短链渠道体系建设完善，直控终端实现标准高效。短链直销的本质在于能与消费者直接接触，品牌理念传播更到位，渠道库存管控更顺畅，产品价格管理更便捷。为了使短链模式顺畅运作，武陵创建了“14769”短链渠道体系，将终端视为企业内部销售职能的一部分，在强竞争力的产品体系、稳定的价格体系、充足的利润体系、合理布局终端的前提下，构建培训、活动、资源、控价、助销、组织、鼓励 7 大系统；并针对终端细化职能部门分工，成立业务部、商务部、运营部、终端管理部、监督部、推广部 6 个部门，明确 9 大步骤以建立系统化流程。在完整的短链渠道体系推动下，武陵酒绕过经销商直面终端的过程流程化、标准化并且可控，无需广告传播，即可对终端直接进行“三胜茅台”、“四酒三菜”、“纯净、柔和、迷人的焦糊香、饮后体感更轻松”的价值表达。

请阅读最后一页重要免责声明

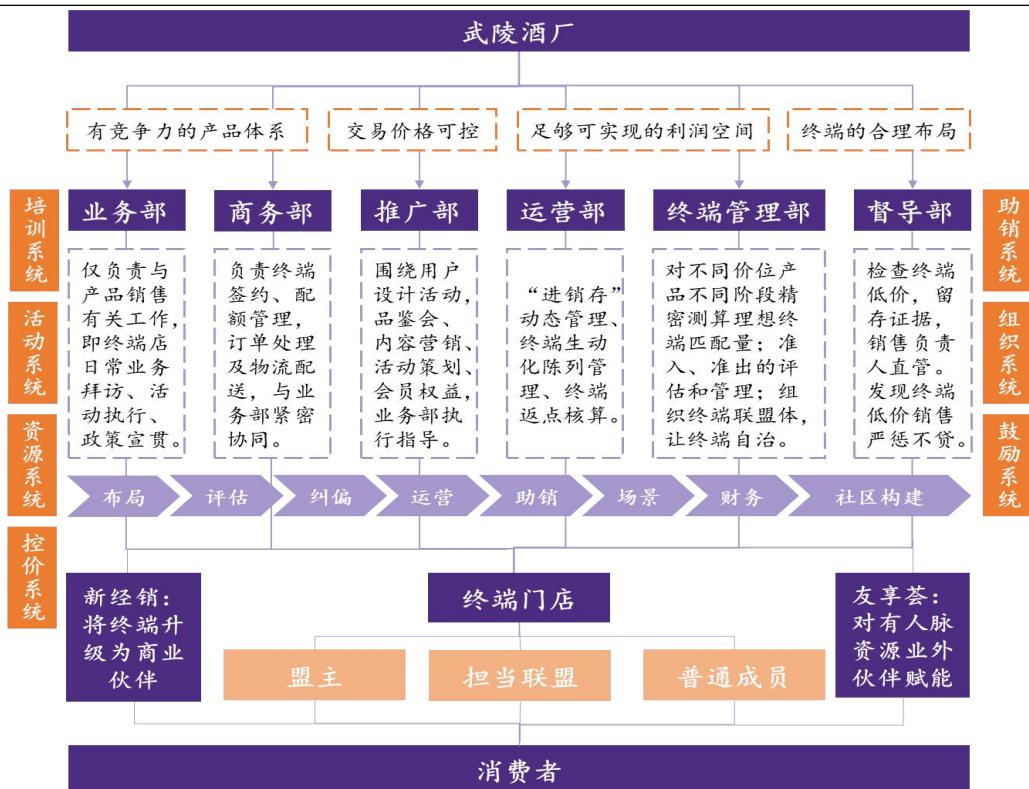
图表 85：武陵“14769”短链渠道体系

1个理念	4个前提	7大系统	6个部门	9大步骤
终端店是企业内部销售职能的一部分，内外一体化，形成一致的合力	有竞争力的产品体系、产品交易价格的可控性、足够可实现的利润空间、终端的合理布局	培训系统、活动系统、资源系统、控价系统、助销系统、组织系统、鼓励系统	业务部、商务部、推广部、运营部、终端管理部、督导部	布局、评估、签约纠偏、运营、助销、场景、财务、社区构建

资料来源：酒业家，华鑫证券研究

担当联盟贡献大，友享荟进一步扩大辐射范围。武陵酒将终端分为盟主、担当联盟和普通成员三个类别，其中盟主和担当联盟贡献更多销售额，目前武陵酒拥有800余家终端客户，其中担当联盟以20%~30%的数量贡献70%~80%的销量。2021年武陵酒在直面终端的基础上升级“新经销”和“友享荟”两个新模式，“新经销”即将价值认同的终端店升级为商业伙伴，将直达终端体系传达给商业伙伴，实现终端分销；“友享荟”即对具备人脉资源的忠实的武陵酒消费者赋能，将销售营销、用户教育方案等全面授予合作伙伴，实现口碑效应最大化。目前武陵模式再升级为“用户导向型组织”，建立用户会员系统和售后服务组织体系，终端模式的不断升级显现武陵持续创新迭代能力。

图表 86：武陵直控终端图示



资料来源：酒业家，华鑫证券研究

直面 C 端动作不断，保障终端利益与产品价值在线。省去经销环节后武陵酒终端利润保持在 20%~30%，对比大部分名酒 3%~8% 的终端利润，更稳定且有吸引力。同时，通过一整套终端管理体系，公司渠道库存通常保持在正常水平，而在库存较高时及时涨价或回购，从而有效保障价格坚挺。2020 年 8 月，武陵酒提高高端产品价格，上酱由 2380 元提升至 2680 元，中酱提升 100 元至 880 元，武陵王提升 200 元至 1680 元。2022 年疫情影响下长沙市渠道库存增加，4 月武陵对长沙市场的琥珀按照新的市场指导价进行回购，解决库存与价盘问题的同时实现产品价值提升。2023 年 4 月武陵开启对武陵王老酒征集活动，6 月起从常德和长沙两市回购武陵王产品，以拉升产品价格和终端利润水平。在酱酒市场处于调整期的当下，许多酱酒品牌产生价格倒挂，或无法坚守高端价位，武陵利用对终端信息的绝对掌握和渠道体系的迅速反应，能做到高端产品价格始终坚挺。

常德为根据地市场，湖南市场空间仍足。浦文立接手武陵后首先选择发源地常德市为根据地市场，发展短链直销模式，后自常德市拓展至省会长沙市，并逐步布局益阳、岳阳、郴州、张家界等省内城市。2022 年常德市销售占比 50% 以上，长沙市占比 30% 以上，湖南省内市场深度覆盖空间大。

3.4.2 产能有力支撑全国化，招商顺利进行中

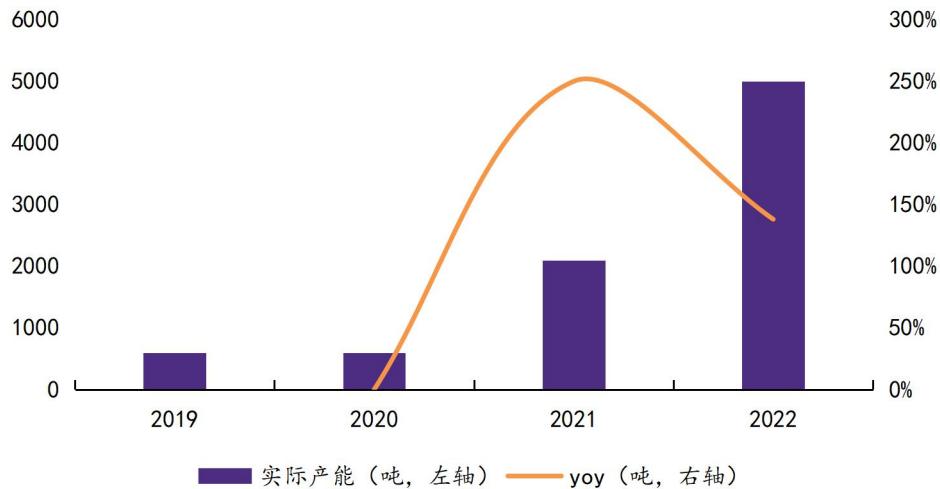
扩产计划稳步推进，5000 吨产能落地。2018 年，武陵与常德市经开区签约武陵酒业酱酒酿造异地建设项目，根据提质改造项目环境报告书，总投资 15 亿元，一期、二期产能分别为 3600 吨、3000 吨，完全建成后产能合计 6600 吨；其中，武陵王、极客系列、三酱系列分别为 1700/3200/1700 吨。2020 年 5 月正式启动建设；2021 年 12 月，一期 1500 吨产能项目投料；2022 年 9 月新厂一期全部建成，5000 吨产能正式投产，目前储酒能力 45000 吨，成为除川贵酱酒产区外最大的酱酒生产酿造基地之一。产能的成功扩充为武陵酒全国化提供有力支撑，同时有效保障酒体酒质的统一性和稳定性。

图表 87：武陵投资扩产计划

项目情况表	一期	二期	合计
基酒产能（吨）	3600	3000	6600
投资金额（亿）	9	6	15
占地面积（亩）	306.7	196.9	503.6
分产品产能（吨）	一期	二期	合计
武陵王系列	900	800	1700
极客武陵系列	1800	1400	3200
武陵三酱系列	900	800	1700

资料来源：《武陵酒提质改造项目环境影响报告书》，华鑫证券研究

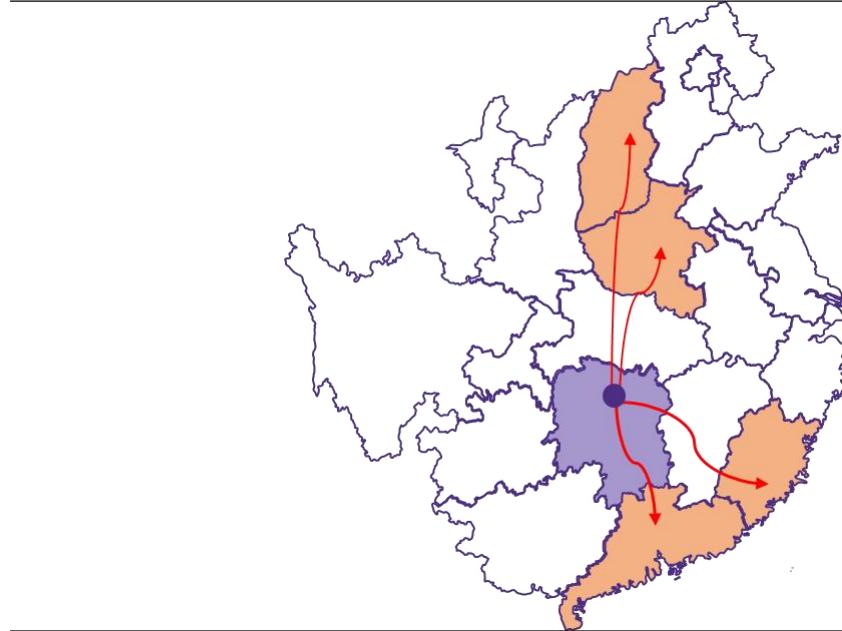
图表 88：武陵实际产能及增速



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

全国化正式开启，模式升级迭代引入经销商。2022 年 9 月 13 日，武陵酒首个省外专职业务派出，正式开始省外布局。2023 年 2 月，武陵酒举办 2023 年担当联盟大会，表明公司迈出湖南省、走向全国的决心，其中广东、福建、河南、河北是武陵酒全国化的四个重点市场，这些城市的酱酒消费氛围较好、消费者教育基本到位。全国化征程中武陵迭代升级渠道模式，从“大店+运营”的 1.0 模式向“平台商+大店+运营”的 2.0 模式迭代，同时再根据发展阶段迭代新模式。厂商关系上坚持“扶商、服商”政策，打造厂商命运共同体，并仍坚持重视 C 端，对粉丝真实性、TOP 企业动作有效性跟进、客户运营平台协同。

图表 89：武陵全国化重点城市



资料来源：云酒头条，华鑫证券研究

请阅读最后一页重要免责声明

全国化宣导活动顺利展开，加大产品曝光度。2023年以来，武陵酒在广州、郑州、福州、深圳、成都、北京等多地开展营销和宣导活动，加强产品价值宣导、渠道模式宣传和高端品牌推广。其中，广东市场酱酒消费氛围浓厚，尤其是高端酱酒市场，故目前武陵在广东市场进展较快。全国化的推进对武陵来说是必做之事，其在省内创新及不断迭代渠道模式的能力已得到验证，而在省外经销商参与的渠道模式中，武陵保持与经销商的协同和对终端的重视成为全国化顺利进行的重要因素。

图表 90：2023 年以来武陵酒在各地的宣导活动

时间	地点	营销活动
2023. 1. 3	广东广州	“铿锵四人行，武陵大咖云对话”广东站
2023. 1. 10	河南	“铿锵名家行，武陵酒大咖云对话”河南站
2023. 2. 1	湖南长沙	2023 武陵酒担当联盟大会
2023. 2. 22	河南郑州	2023 年武陵酒河南品牌发布会
2023. 2. 26	福建福州	“铿锵名家行，武陵酒大咖说”福建站
2023. 3. 10	广东深圳	“用名酒的力量 奔向酱酒远方”2023 武陵酒发布会
2023. 3. 12	广东广州	“用名酒的力量 奔向酱酒远方”2023 武陵酒发布会
2023. 4. 8	四川成都	2023 中国名酒大会
2023. 5. 9	湖南长沙	“湖南首届中国名酒节”暨武陵酒超级品牌日
2023. 6. 3	北京	“铿锵名家行，武陵酒大咖云对话”北京站

资料来源：云酒头条，微酒，红网，酒说，华鑫证券研究

4、多区域布局：品牌底蕴均强，产品结构向上

4.1、板城烧锅酒：柔顺浓香冀酒龙头，区域联动性强

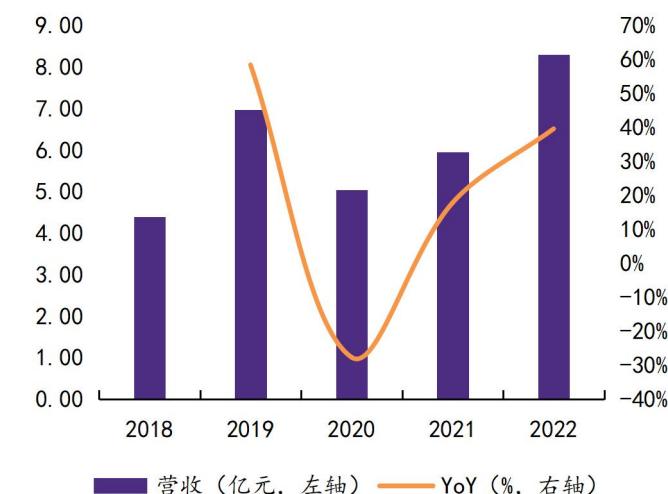
浓香冀酒历史悠久，与老白干形成区域互补。板城烧锅酒的前身庆元亨酒坊有着 306 年的历史，1956 年在庆元亨的基础上成立承德县联合厂，2001 年由国营企业改制为股份制企业，名称亦改为“承德乾隆醉酒业有限责任公司”，2012 年丰联酒业入主公司，2018 年合并进入老白干酒。板城烧锅酒为柔顺浓香型白酒，将传统老五甑工艺和现代微生物相结合，其特点是将原料和酒醅同时蒸馏和糊化。2007 年板城酒业被国家商务部评为“中国名酒”荣誉称号，2008 年传统老五甑酿造技艺入选国家级非物质文化遗产保护名录，目前产能 2000 吨。地处冀北的板城烧锅酒与冀南的老白干酒的相互结合，能充分发挥各自的区域渠道优势，并从不同香型上进行补充，站位浓香冀酒前列。

价增为主推动营收增长，盈利能力顺应提升。2022 年板城烧锅实现营收 8.31 亿元，同比增长 39.60%，2020 年受疫情影响较大，2018-2022 年 CAGR 为 17.21%，实现较快增长。量价拆分来看，2022 年板城烧锅销量 0.89 万千升，同比增长 25.83%，2018-2022 年 CAGR

请阅读最后一页重要免责声明

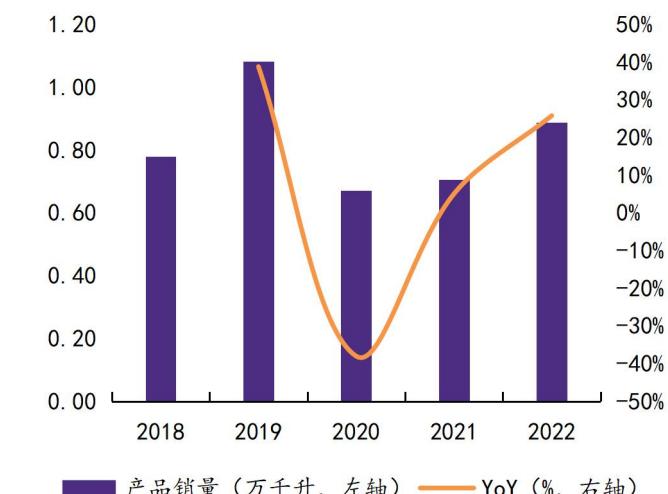
为 3.29%；2022 年均价为 9.36 万元/千升，同比增长 10.95%，2018–2022 年 CAGR 为 13.47%，表明收入增长主要由价增贡献。盈利端来看，2022 年毛利率为 59.91%，较 2018 年提升 4.01pct，盈利能力有效提升。

图表 91：板城烧锅营收及增速



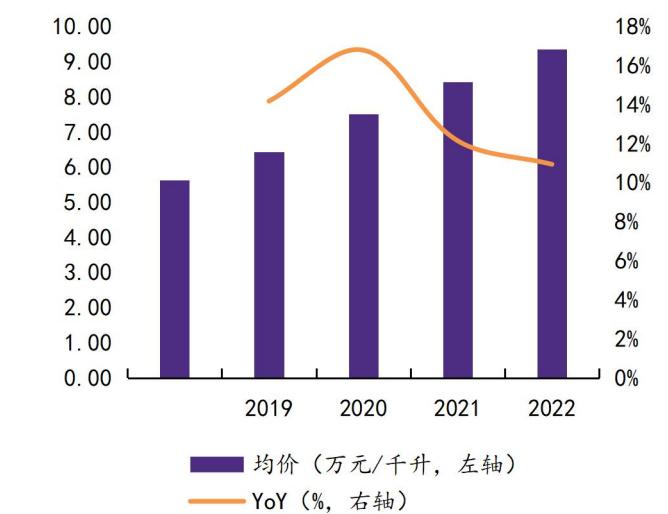
资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 92：板城烧锅酒销量及增速



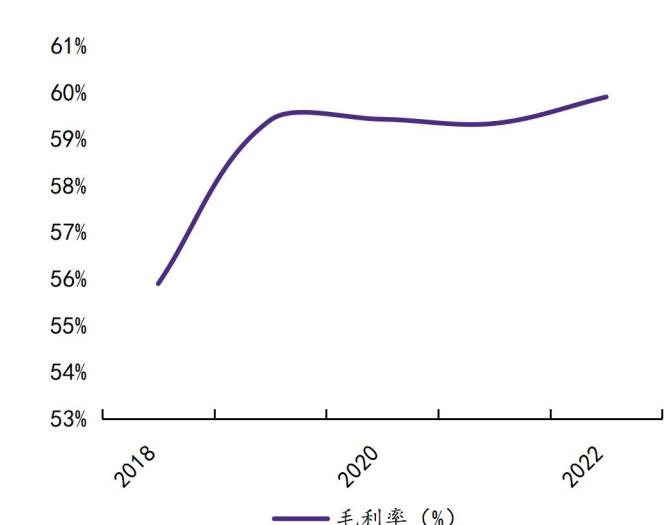
资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 93：板城烧锅均价及增速



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 94：板城烧锅毛利率



资料来源：WIND，华鑫证券研究

全价位带覆盖，产品推新速度较快。板城烧锅酒目前拥有“一品柔、和顺、窖、龍印”四大系列，1) 一品柔系列定位百元以下价位带，满足大众用酒需求；2) 和顺系列覆盖百元至次高端价位带，其中板城和顺 1975 于 2009 年上市，公司于 2018 年推出对标次高端价位的板城和顺 1956，聚焦品牌的同时补充价位带。2021 年公司推出板城和顺 1975+，在度数、容量、包装等方面升级，有效提升产品价值；3) 窖系列于 2019 年上市，定位百元价位带；4) 龍印系列覆盖高线次高端及高端价位，于 2018 年重新推出，持续打造品牌升级，其中太平龍印对标次高端，盛世龍印对标千元价位。

请阅读最后一页重要免责声明

产品聚焦效果显著，产品结构逐步升级。板城烧锅酒将“龍印”和“板城烧锅”定位为双品牌，重视“三大系列五大单品”的发展，秉承“品牌做高、结构向上、产品做少、渠道扁平、价格稳定”的战略思路，升级产品结构。其中，板城和顺 1975 已成为超级大单品，2020 年和顺 1975 及以上产品较 2017 年占比提升 18pct 至 70%；截至 2021 年上半年，SKU 数量缩减至 94 个；2022 年，百元以上产品占比超过 80%，300 元以上价位占比超过 20%，5 大战略产品占比超过 90%。

图表 95：板城烧锅产品系列梳理

系列	产品	规格	单价（元/瓶）	图示
板城一品柔	一品蓝柔	36 度 450ml	75	
		39 度 450ml	75	
	一品红柔	39 度 450ml	78	
	1975	38 度 450ml	128	
		52 度 450ml	188	
	1975 喜宴喜庆版	38 度 450ml	140	
板城和顺	1975+	38.5 度 550ml	188	
	1956	39 度 450ml	315	
		52 度 450ml	350	
	1956 婚宴喜庆版	39 度 450ml	298	
	壹号窖	38 度 500ml	250	
板城窖号	贰号窖	38 度 500ml	178	
	叁号窖	38 度 500ml	113	
	太平龍印	39 度 500ml	550	
龍印		52 度 500ml	698	
盛世龍印	39 度 500ml	950		
	52 度 500ml	1050		
金奖龍印	52 度 500ml	2198		
龍印 50	53 度 500ml	3999		

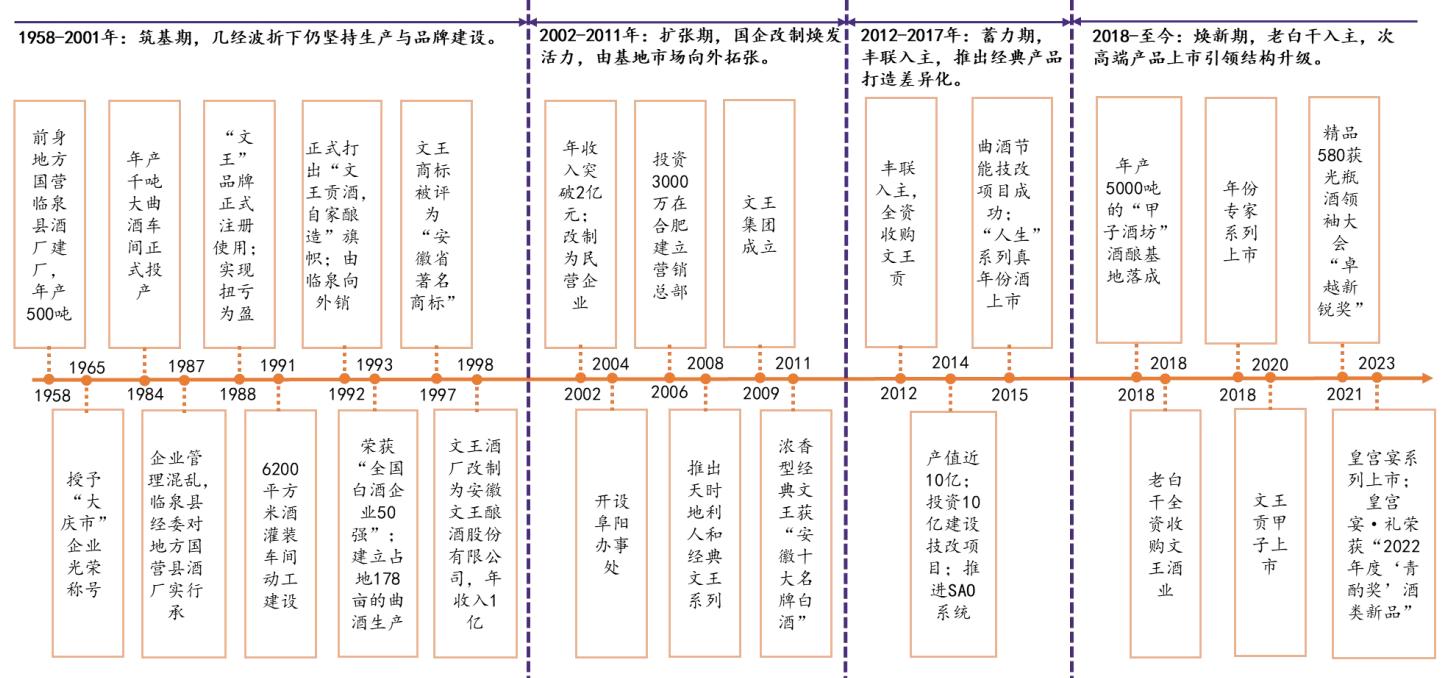
资料来源：京东，华鑫证券研究

推进网格化渠道建设，重视终端营销。板城坚持直分销模式，并聚焦重点市场、重点产品。目前坂城和顺 1975 已导入配额制，便于管理库存及维护价格；盛世龍印作为未来的旗舰产品，板城计划在重点市场设置专门组织，推进核心终端、团购单位、意见领袖的网格化，提高团购贡献比。在终端营销上，板城推出板城酒馆、推进名酒进名企活动，重视消费者教育。

4.2、文王贡酒：真年份打造差异化，结构升级迎增长

绵甜浓香皖酒品质占优，老白干入主强化市场。文王贡酒前身为地方国营临泉县酒厂，于1958年建厂，在2002年改制为民营企业之前几经波折，但通过投资扩产、坚守酿酒初心确立生产根基。2002年改制后文王集团体制机制更加灵活，进入安徽省民营企业十强，并向阜阳、合肥等市场扩张，营销工作有所突破。2011年纳税突破亿元，进一步抬高公司发展高度。2012年丰联酒业收购文王集团，但保持文王品牌、用工、纳税地三不变，2015年推出第一款公开配方的100%年份原酒，并启动绵甜型白酒研究项目。2018年老白干入主后产品结构再升级，同时加强市场建设，确立“22210工程”，在终端服务上提升竞争力。

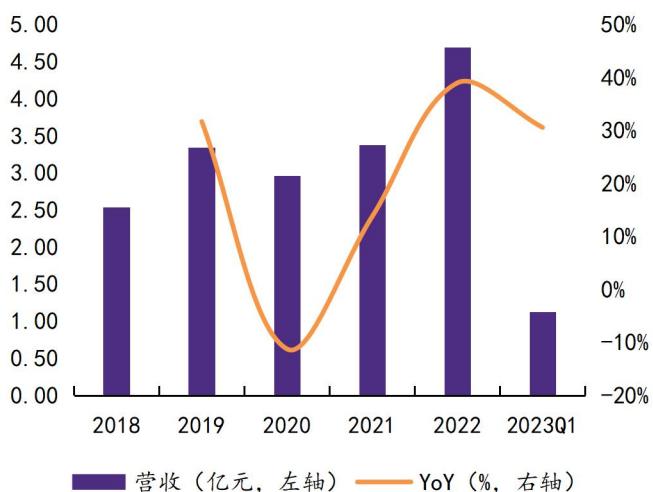
图表 96：文王贡酒发展历程



资料来源：文王贡酒官网，临泉发布，今日阜阳网，界面新闻，云酒头条，华鑫证券研究所

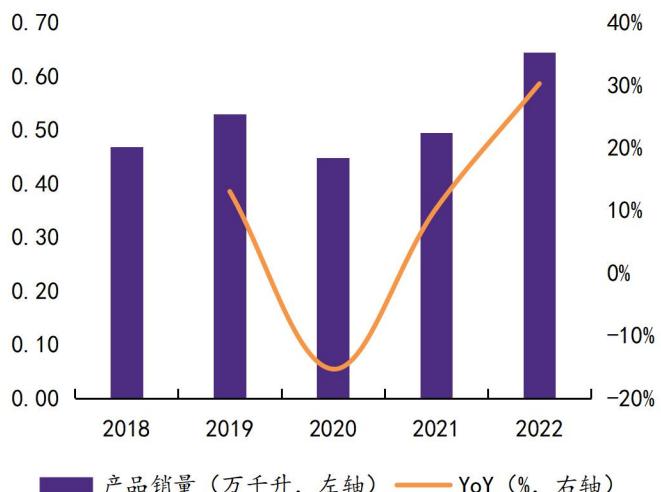
量价齐升带来营收增长，毛利率明显提升。2022年文王贡酒实现营收4.69亿元，同比增长39.01%，2018-2022年CAGR为16.61%。量价拆分来看，2022年文王贡酒实现销量0.64万千升，同比增长30.26%，2018-2022年CAGR为8.30%；2022年均价为7.28万元/千升，同比增长6.71%，2018-2022年CAGR为7.67%，处于量价齐升态势。盈利能力来看，2022年毛利率为62.92%，较2018年提升8.62pct至62.92%，盈利能力持续提升。

图表 97：文王贡酒营收及增速



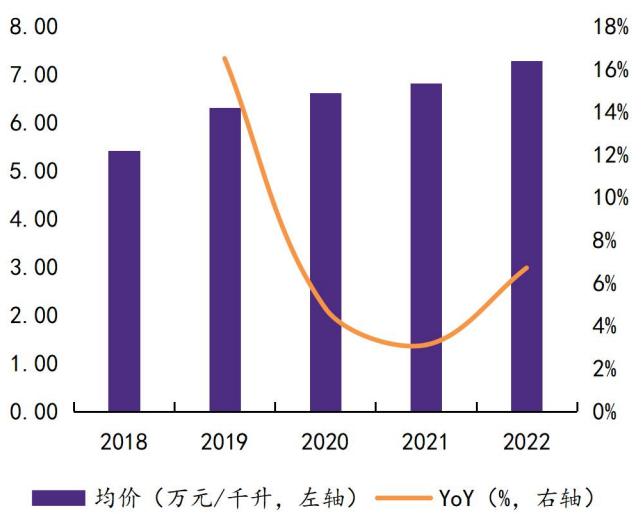
资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 98：文王贡酒销量及增速



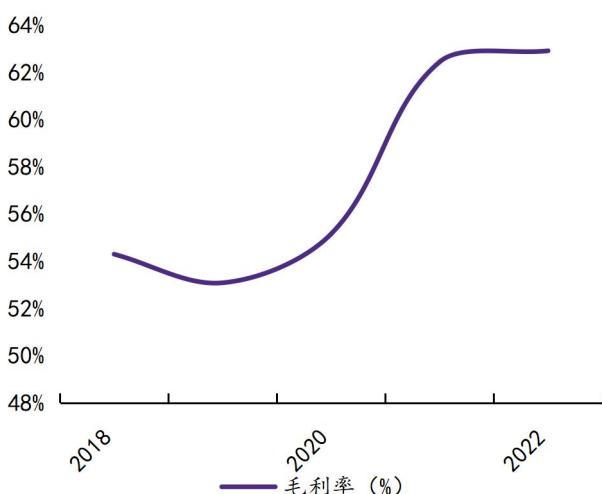
资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 99：文王贡酒均价及增速



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 100：文王贡酒毛利率



资料来源：WIND，华鑫证券研究

产品布局清晰，精简产品线。文王贡酒主要产品系列为“人生系列”、“年份专家”和“皇宫宴”：1) 人生系列产品“而立”、“不惑”、“天命”于2015年上市，对标百元价位至次高端价位带，为国内第一款公开配方和各年份原酒含量的100%年份原酒，并在上市后依次获奖。2019年发布“甲子”定位高线次高端价位带，部分老酒体18年，顺应省内消费升级趋势，凭借优质酒体获2020年国际烈酒大奖赛金奖。2) 年份专家级系列于2018年上市，对标婚喜宴市场。3) 皇宫宴于2023年推出，以周文王时期制礼文化为基础打造历史文化酒，对标次高端和高端市场，拉升产品形象。三大系列中，文王贡持续打造专八、不惑两支亿元级大单品，奠定腰部价位带，2021、2022年平均单价分别增长14%、7%；而皇宫宴的上市利于文王贡布局次高端价位带、持续提升产品结构。

非遗酿保证产品品质，真年份与绵甜香打造差异化。生产工艺方面，文王贡在传统老五甑工艺的基础上形成独家分蒸法，利于醇甜类物质的生成；采取七粮制酒及中温曲、中

高温曲、高温曲多曲并用方式，促进绵甜酒体香味物质形成，2014年酿造技艺入选安徽省非遗名录。产品差异化方面，2015年文王贡推出第一款“真年份”酒，引领行业年份标准改革，2018年中国酒业协会发布年份酒标准体系。另外，2015年文王贡酒携手中国食品发酵工业研究院启动“绵甜型”白酒研究项目，自此，文王贡酒与“真年份、绵甜香、非遗酿”的产品品质和差异化的品牌标签成功绑定。

图表 101：文王贡酒主要产品列示

系列	产品	规格	单价(元/瓶)	图示
正一品	临泉印象	50度 100ml	46	
	年年有余	40.8度 450ml	60	
	精品 580	42度 580ml	60	
	干货	40.8度 450ml	60	
	蓝天时	42度 500ml	180	
	安徽印象	52度 1500ml	269	
人生系列	而立	40度 500ml	128	
		50度 500ml	138	
	不惑	42度 500ml	170	
	天命	50度 500ml	320	
		50度 1000ml	640	
	甲子	52度 500ml	899	
皇宫宴	红贡	52度 500ml	588	
	蓝贡	52度 500ml	699	
	宴	52度 500ml	1288	
	席	52度 500ml	1588	
	礼 30	52度 500ml	1388	
年份专家系列	年份专家 8	40.8度 480ml	110	
	年份专家 12	40.8度 429ml	150	
	年份专家 20	50度 500ml	550	

资料来源：京东，华鑫证券研究

聚焦建立渠道优势，注重调动终端积极性。截至2023Q1，经销商数量为159个，同比增长29.27%，2018-2022年CAGR为8.66%。2022/2023Q1经销商规模分别为323.65/70.68万元/个，分别同比增长11.21%/1.03%，2018-2022年CAGR为7.31%，处于稳定增长状态。在渠道方面，聚焦建立专家联盟、人生荟2大平台，打造2个亿级经销商，2个五千万级经销商，10个千万级经销商；同时优选直控店、团购商。在动销方面，聚焦头部宴席市场，放大圈层营销，进行小品会、大品会、周末会销游等，2022年累计圈层曝光44.3亿次。

聚焦优势市场，力求点状突破。2022年文王贡酒市场策略为“保临泉、战阜阳、省内市场点状突破”，最终大本营市场临泉稳中有增，战略市场阜阳取得突破，同时以合肥市场为中心，对周边市场完善布局与深度发展。2023年公司目标销售收入增长32.7%，在安徽省消费升级的趋势与公司差异化竞争、聚焦式突破的策略下，目标达成可期。

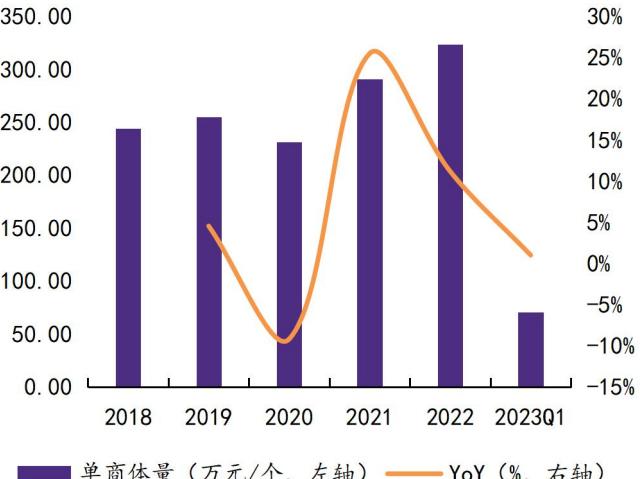
请阅读最后一页重要免责声明

图表 102：文王贡酒经销商数量及增速



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 103：文王贡酒经销商体量及增速

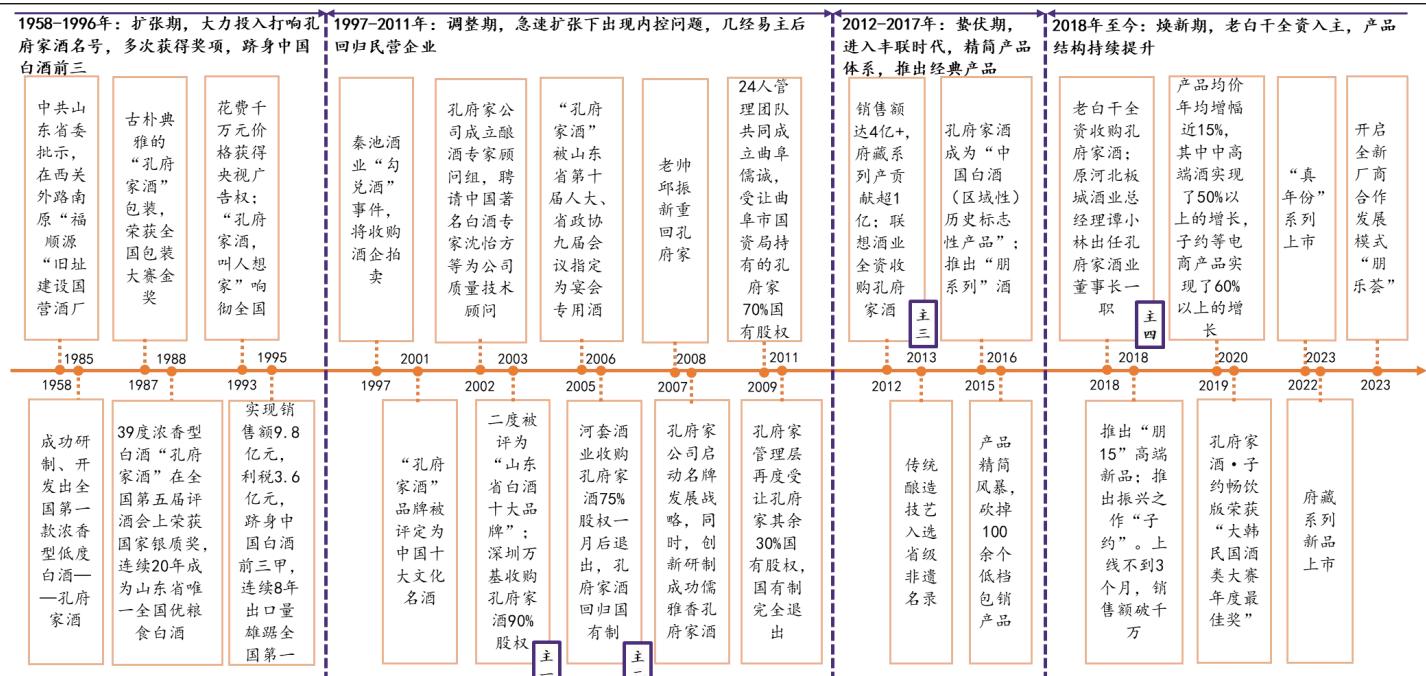


资料来源：WIND，华鑫证券研究

4.3、孔府家酒：深入文化酒定位，加快结构升级

文化鲁酒，振兴在途。孔府酒家于1958年以国营形式成立，1985年成功开发出全国第一款浓香型低度白酒“孔府酒家”，并在1988年第五届评酒会上获国家银质奖。1993年孔府家酒高举高打，投入千万元获央视广告权推广品牌，1995年实现营业额9.8亿元，跻身全国白酒前三。而1997年同在央视大力投入的鲁酒“秦池酒业”由于勾兑酒事件声誉大大降低，孔府家酒亦从巅峰掉落。二次易主后老将于2007年重回孔府家酒，2011年国有制完全退出，机制体制激活。2012年公司销售额提升至4亿元，同时由联想收购，推出经典产品“朋系列”。2018年老白干收购公司后由原板城酒业总经理出任董事长一职，体现老白干酒的重视，同时回归文化产品定位，带动产品结构上行。

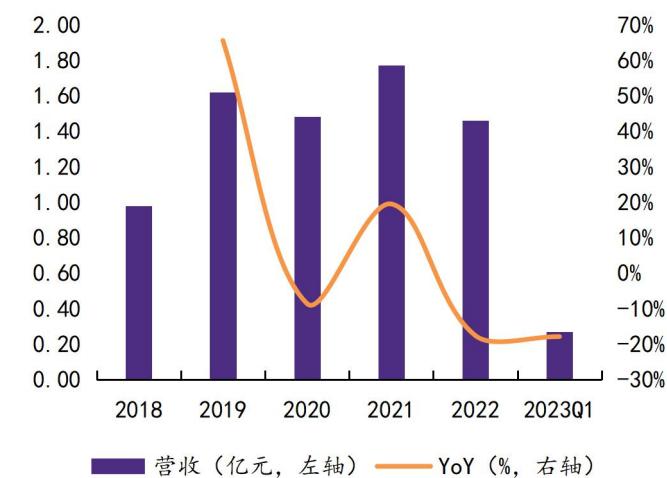
图表 104：孔府家酒发展历程



资料来源：孔府酒家官网，界面新闻，云酒头条，蓝鲸财经，佳酿网，酒业财经，食品健康商讯，糖酒快讯，酒业家，酒业报，孔府酒家公众号，华鑫证券研究所

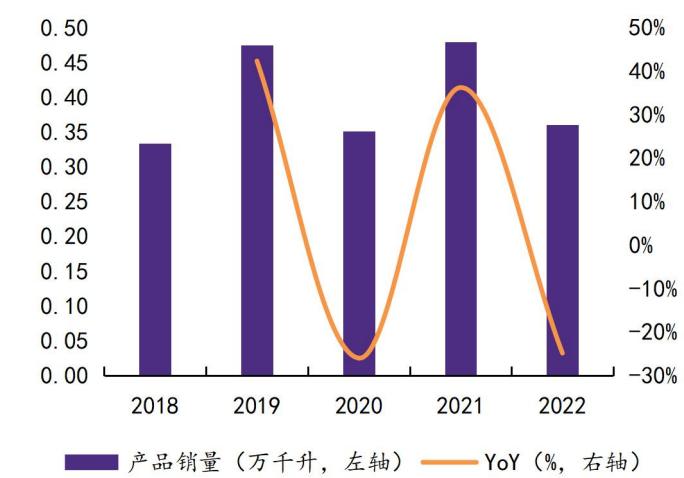
疫情对业绩影响较大，盈利能力有效提升。2022年孔府家酒实现营收1.46亿元，同比减少17.57%，2023Q1实现营收0.27亿元，同比减少17.86%，2018-2022年CAGR为10.52%，近年受疫情影响较大，2022年恢复至疫情前水平。量价拆分来看，2022年孔府家酒销量为0.36万千升，同比减少24.83%，2018-2022年CAGR为1.92%；2022年均价为4.06万元/千升，同比增长9.66%，2018-2022年CAGR为8.44%，体现孔府家酒产品结构不断提升。盈利能力来看，2022年毛利率为58.52%，较2018年提升5.46pct，产品策略行之有效。

图表 105：孔府家酒营收及增速



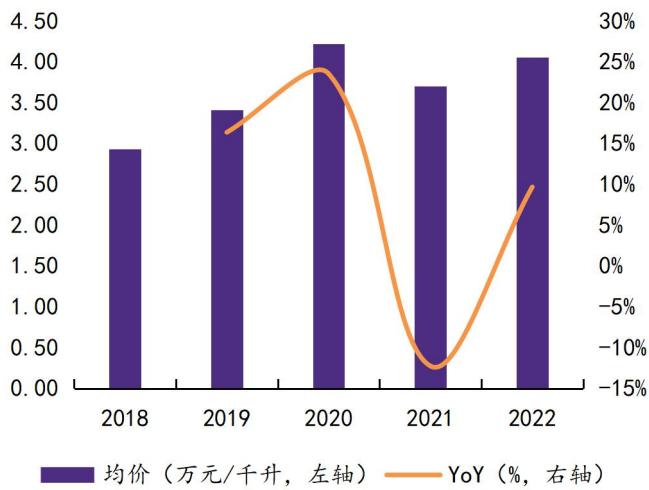
资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 106：孔府家酒销量及增速



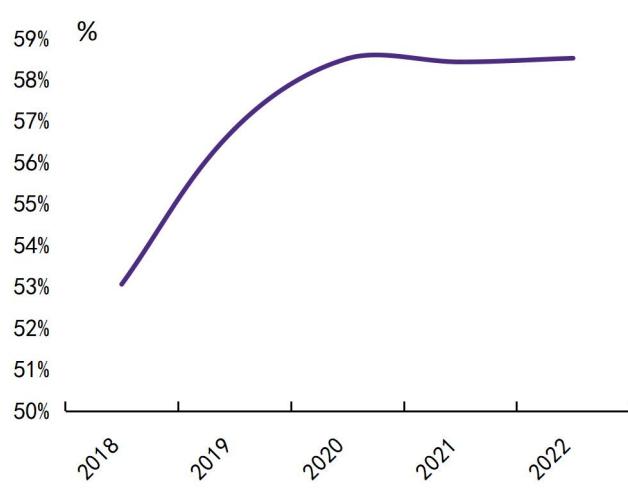
资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 107：孔府家酒均价及增速



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 108：孔府家酒毛利率



资料来源：WIND，华鑫证券研究

产品结构提升，文化新品加快上市。孔府家酒2016年起精简产品系列，砍掉100余个低档包销产品，目前主要系列有“陶系列”、“府藏系列”、“朋系列”，并于2022年推出“年份系列”。1) “陶系列”为孔府家酒最典型的产品系列，曾获布鲁塞尔国际烈性酒大奖赛金奖，主要覆盖百元及以下价位带。2) “府藏系列”最初为针对中产阶级消费产品，2012年贡献业绩超过1亿，2023年将大众价位与文创结合，推出儒风、儒雅、儒颂对标百元价位。3) “朋系列”于2015年面市，通过产品系列的顺次升级扩大其覆盖的价位带，2018年推出面向次高端价位带的“朋15”，对标平台商和核心团购，2022年朋系列销售同比增长26%。4) “年份系列”包括年份5与年份8，公开6:3:1原料配比，主要为文创定制产品，上市百天销量过百万。未来公司预计以朋自远方系列为核心，继续打造文化白酒高端化定位。

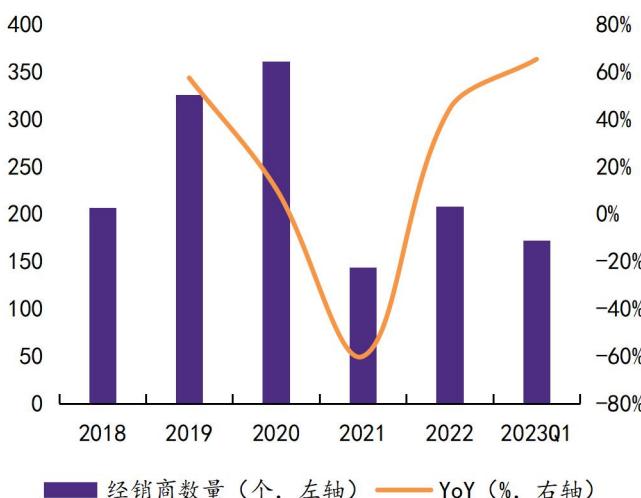
图表 109：孔府家酒主要产品列示

系列	产品	规格	单价(元/瓶)	图示
陶系列	经典大陶	52 度 500ml	43	
	典藏大陶	52 度 500ml	50	
	彩陶	52 度 500ml	55	
	亦陶 6	52 度 500ml	98	
	亦陶 9	52 度 500ml	179	
朋系列	朋自远方 6	52 度 500ml	375	
	朋自远方 9	52 度 500ml	499	
	朋自远方 15	52 度 500ml	638	
年份系列	年份 5	52 度 500ml	388	
	年份 8	52 度 500ml	588	
府藏系列	府藏六	36 度 475ml	108	
	府藏八	52 度 475ml	160	
	府藏十	52 度 500ml	258	
折桂系列	折桂	36 度 475ml	138	
国礼系列	中国礼	52 度 500ml	1988	
		52 度 1000ml	2888	

资料来源：京东，华鑫证券研究

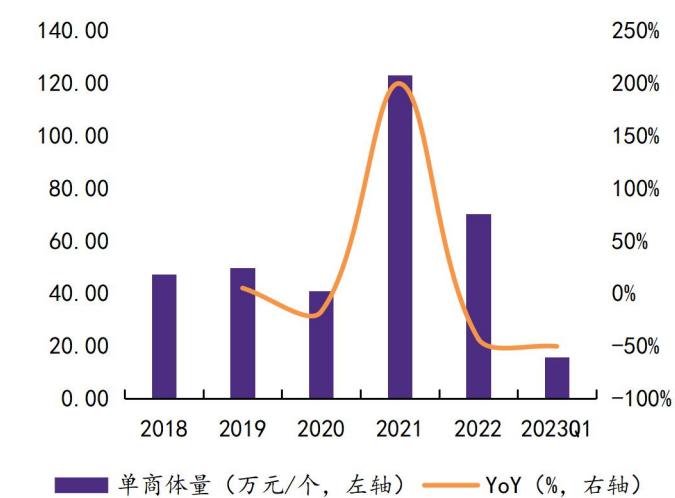
加强经销商管理，重视品牌文化宣传。截至 2023Q1，孔府家酒经销商为 172 家，同比减少 17.31%。2021 年与老白干酒同步加强经销商管理，缩减经销商数量，2018-2022 年经销商数量 CAGR 为 0.12%。2022 年经销商单商规模为 70.22 万元/个，2018-2022 年 CAGR 为 10.39%。2023 年 3 月，孔府家酒成立“朋乐荟”，打造厂商一体化运营模式。品牌方面，近年通过赞助“孔子文化节”、“一带一路”文化宴会等活动深入品牌形象推广。

图表 110：孔府家酒经销商数量及增速



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 111：孔府家酒单商体量及增速



资料来源：WIND，华鑫证券研究

5、盈利预测评级

我们认为公司未来的增长点来自于以下几个方面：①老白干本部凭借甲等 15、甲等 20 持续高端化，平台制验证有效，河北省内复制以提高份额；②武陵酒短期看省内以常德市、长沙市为核心向外扩张，长期看以广东、福建、河南、河北为代表的全国化布局；③管理层变动、股权激励等推动公司对费用进行严格的预算管理与考核，利润释放动力足。

我们看好公司产品结构持续向上，渠道改革提高份额，股权激励激发活力，费用改革释放动能，我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.83/1.11/1.42，当前股价对应 PE 分别为 30/23/18 倍，维持“买入”投资评级。

图表 112：盈利预测表

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	4,653	6,015	7,429	8,831
增长率（%）	15.5%	29.3%	23.5%	18.9%
归母净利润（百万元）	708	760	1,017	1,300
增长率（%）	81.8%	7.5%	33.7%	27.8%
EPS（元）	0.77	0.83	1.11	1.42
ROE	16.3%	15.5%	18.0%	19.5%

资料来源：Wind，华鑫证券研究预测

6、风险提示

(1) 宏观经济恢复不及预期风险；

请阅读最后一页重要免责声明

- (2) 河北省内竞争加剧风险；
- (3) 高端化战略推进不及预期风险；
- (4) 费用改革不及预期风险；
- (5) 酱酒竞争加剧风险。

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:					营业收入	4,653	6,015	7,429	8,831
现金及现金等价物	1,095	1,447	2,282	3,381	营业成本	1,472	1,803	2,140	2,456
应收款项	215	297	326	339	营业税金及附加	747	962	1,181	1,395
存货	3,046	3,409	3,549	3,693	销售费用	1,411	1,817	2,236	2,649
其他流动资产	905	967	1,002	1,020	管理费用	396	505	617	724
流动资产合计	5,261	6,119	7,159	8,432	财务费用	-9	-37	-58	-88
非流动资产:					研发费用	14	19	23	27
金融类资产	833	883	913	923	费用合计	1,812	2,304	2,817	3,313
固定资产	1,755	1,721	1,640	1,544	资产减值损失	-2	-2	-1	0
在建工程	139	56	22	9	公允价值变动	3	0	0	0
无形资产	858	816	773	732	投资收益	25	20	15	12
长期股权投资	88	88	88	88	营业利润	935	1,002	1,336	1,705
其他非流动资产	816	816	816	816	加: 营业外收入	10	8	7	6
非流动资产合计	3,656	3,497	3,339	3,189	减: 营业外支出	10	7	6	5
资产总计	8,918	9,616	10,498	11,621	利润总额	935	1,003	1,337	1,706
流动负债:					所得税费用	227	243	322	410
短期借款	50	100	140	160	净利润	708	760	1,015	1,297
应付账款、票据	466	492	500	528	少数股东损益	0	0	-2	-3
其他流动负债	2,407	2,407	2,407	2,407	归母净利润	708	760	1,017	1,300
流动负债合计	4,414	4,565	4,675	4,788					
非流动负债:									
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	157	157	157	157					
非流动负债合计	157	157	157	157					
负债合计	4,571	4,722	4,833	4,945					
所有者权益									
股本	915	915	915	915					
股东权益	4,347	4,894	5,665	6,676					
负债和所有者权益	8,918	9,616	10,498	11,621					
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E					
净利润	708	760	1015	1297					
少数股东权益	0	0	-2	-3					
折旧摊销	155	160	156	148					
公允价值变动	3	0	0	0					
营运资金变动	-244	-355	-103	-73					
经营活动现金净流量	621	565	1065	1370					
投资活动现金净流量	-388	67	85	99					
筹资活动现金净流量	119	-163	-204	-266					
现金流量净额	352	469	946	1,203					

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

何宇航：山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，2年食品饮料卖方研究经验。于2022年1月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

肖燕南：湖南大学硕士，金融专业毕业，于2023年6月加入华鑫证券研究所。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场

请阅读最后一页重要免责声明

以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。