

老白干酒 (600559)

以精耕固市场，厚积薄发终有时

买入 (维持)

2024年04月30日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

证券分析师 王颖洁

执业证书: S0600522030001

wangyj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	4,653	5,257	5,806	6,588	7,379
同比 (%)	15.54	12.98	10.43	13.48	12.00
归母净利润 (百万元)	707.60	665.94	851.68	1,090.27	1,332.11
同比 (%)	81.81	(5.89)	27.89	28.01	22.18
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.77	0.73	0.93	1.19	1.46
P/E (现价&最新摊薄)	25.69	27.29	21.34	16.67	13.64

股价走势



投资要点

- 河北唯一上市酿酒企业，18年并购聚力，22年股权激励加持。**老白干酒是老白干香型典型代表，2002年上市，18年并购丰联酒业，当年收入迈过30亿台阶，实现“一树三香”，2023年老白干本部收入/营业利润分别占比45%/33%，武陵酒占比分别为19%/30%（2019年同期占比为5%/17%）。公司人均薪酬水平在行业内并不高，面对内部改革，2022年上半年针对性再推股权激励，补齐白酒行业存量竞争环境下的激励短板，2022-2023年公司保持良好稳健增长态势。
- 老白干本部：区域精耕，高端化战略成效渐显，费效比提升持续推动利润弹性释放。**1) 已有优势：2023年河北白酒市场规模约325亿，老白干本部+板城在河北的占比20%左右，在河北地产酒里市占率第一。17年以来公司主动调整低档产品，推动结构上移，配合营销高举高打，2023年公司次高端及以上的产品占比65%+，未来将持续突出甲等15、甲等20、1915作为核心大单品，次高端以上产品有望厚积薄发。2) 未来发展：收入方面，首都企业外迁、经济发展等多因素有望推动白酒消费稳健增长；而老白干在省内价位&品牌共促，通过持续聚焦次高端以上价位大单品提升品牌力，以品牌带动销，收入有望稳健增长。利润端方面，23年以来公司通过加强数字化管理、提升费用的精准投入、厂商合作持续提升和结构持续优化，利润弹性正处于逐步释放阶段；在股权激励正反馈下，公司业绩动力、市值重视度等均可持续改善。
- 武陵酒：突破省会打开省内空间&省外扩张并进，集团主要利润率贡献来源。**1) 已有优势：湖南省白酒产销活跃，其中2022年酱酒市场80亿左右，武陵酒聚焦次高端以上价位，凭借独特的短链精准营销模式稳扎稳打，在常德根据地市场地位牢固，短链直销模式复制到长沙亦有成效。武陵上酱/武陵王/琥珀/武陵中酱均实现快速放量，2023年重点千元以上产品营收占比超过70%，高毛利带来强盈利能力；2) 未来发展：2022年老白干派驻领导入主管理层，进一步确定省内以长沙常德为重要根据地，截至2023年末，武陵酒有约8649个终端与大客户，构筑了其稳步发展底盘，渠道模式在省内可复制性较强，保持区域渗透进程；同时省外精准布局，2023年起点状布局广东/河南等酱酒大市场，品牌露出逐渐增强。随着扩产完成，未来酱酒产能支撑更大的收入愿景。
- 盈利预测与评级：**我们认为老白干和武陵均具有较强地域优势，战略上理应侧重精耕本地市场，持续沉淀积累，通过结构优化当前进入第一弹性释放阶段，中长期厚积薄发终有时。我们维持公司24-26年归母净利润8.5/10.9/13.3亿元，同比+28%/28%/22%，综合考虑本部改革进展、费用精细化逐显、武陵酒省内外空间、股权激励等，结合分部估值，我们保守给予25年目标市值260亿，维持“买入”评级。
- 风险提示：**省内升级不及预期、消费复苏不及预期、河北市场香型和品牌竞争持续加剧、食品安全问题。

市场数据

收盘价(元)	21.44
一年最低/最高价	15.19/32.62
市净率(倍)	3.96
流通A股市值(百万元)	19,237.84
总市值(百万元)	19,612.19

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.42
资产负债率(% ,LF)	51.57
总股本(百万股)	914.75
流通A股(百万股)	897.29

相关研究

- 《老白干酒(600559): 2023年报及2024年一季报点评: 亮点多多, 改革红利逐步释放》
2024-04-28
- 《老白干酒(600559): 老白干酒: 中低档酒放量, 2Q16终端需求有改善》
2016-08-29

内容目录

1. 冀酒龙头，焕新发展	5
1.1. 历史底蕴深厚，并购打开新篇章	5
1.2. 股权结构清晰稳定，激励机制注入活力	6
1.3. 本部贡献收入主体，武陵酒利润贡献突出	8
2. 衡水老白干：省内深耕空间广阔，产品结构升级进行时	8
2.1. 河北白酒市场：白酒品牌百花齐放，中低端占据主要份额	8
2.2. 品牌战略明晰，打造竞争优势	12
2.2.1. 品牌：向上升级，营销侧重高端路线	12
2.2.2. 产品：双品牌战略，聚焦 1915/甲等 20/甲等 15	14
2.2.3. 渠道：因时制宜创新模式，培育渗透消费群体	15
2.3. 未来发展：省内升级须坚持，厚积爆发终有时	17
2.3.1. 分价位段看，300 元+放量可期，100-300 份额稳固	17
2.3.2. 分区域，聚焦核心区域投入费用，名酒进名企实现品牌突围	19
2.3.3. 预期后续表现：收入稳健，利润保持弹性	20
3. 武陵酒：酱酒三胜茅台，产能储备强扩张底气	22
3.1. 湖南白酒市场：酱香风潮方兴未艾，武陵市占率仍有提升空间	22
3.2. 发展历史：三胜茅台实力，六度易主启新章	24
3.3. 产品高盈利，品质有保障	26
3.4. 老白干管理层入驻，开启省内省外精细化版图扩张	28
3.4.1. 短链模式直通 C 端，省内渠道模式复制性强	28
3.4.2. 省外泛全国化新征程，区域扩张选择、打法均清晰	31
4. 其他品牌：稳定发展，旨在实现品牌/产品结构升级	32
4.1. 板城烧锅酒：量价齐升，聚焦河北市场协同并进	32
4.2. 文王贡酒：高端化升级助推盈利提高，深耕阜阳市场逐步扩张	33
4.3. 孔府家酒：深入推动鲁酒文化，产品结构精简且向上	35
5. 盈利预测	36
6. 风险提示	38

图表目录

图 1: 公司历史发展情况及增长表现.....	5
图 2: 24Q1 公司股权结构.....	6
图 3: 老白干人均薪酬水平对比 (元)	7
图 4: 2022 年地产酒高管薪酬对比 (万元/年)	7
图 5: 老白干 2022 年股权激励计划.....	7
图 6: 分档次产品销售收入表现 (亿元)	8
图 7: 分档次产品收入占比 (%)	8
图 8: 各品牌销售收入占比 (%)	8
图 9: 各品牌利润贡献占比 (%)	8
图 10: 2011-2023 年河北省及全国 GDP 变化	9
图 11: 2012-2023 年河北省及全国人均可支配收入	9
图 12: 河北省常住人口变化.....	9
图 13: 2022 年河北省分香型占比.....	10
图 14: 2023 年河北白酒市场分品牌占比.....	10
图 15: 河北省内分区域情况.....	10
图 16: 2023 年河北各市 GDP 与同比增长率.....	11
图 17: 2023 年河北各市人口数量表现.....	11
图 18: 老白干内涵.....	12
图 19: 1915 年万博会奖章与老白干 1915.....	12
图 20: 老白干品牌战略的三次升级.....	13
图 21: 老白干不上头五大战略特点.....	13
图 22: 衡水老白干分品牌的产品矩阵.....	14
图 23: 2017-2023 年衡水老白干系列销量及增速	15
图 24: 2017-2023 年衡水老白干吨价及增速	15
图 25: 2023 年三大单品销售 (单位: 亿元)	15
图 26: 三大单品的销售额及增速表现 (亿元, %)	15
图 27: 老白干渠道模式.....	16
图 28: 2023 年省内 100 元以下价格带市占率分布.....	18
图 29: 2023 年省内 100-300 元价格带市占率分布	18
图 30: 2023 年省内 300-600 元价格带市占率分布	18
图 31: 2023 年省内 600 元以上价格带市占率分布.....	18
图 32: 老白干在重点区域销售额变化 (亿元)	19
图 33: 核心市场的销售额增速变化.....	19
图 34: 老白干 1915“名酒进名企”活动	20
图 35: 2021 年公司主动优化省内经销商 (单位: 家)	20
图 36: 2023 年三季度区域酒及次高端酒企的合同负债对比.....	20
图 37: 公司上市以来毛利率和净利率表现.....	21
图 38: 公司上市以来费用率表现.....	21
图 39: 2022 年各酒企销售费用率横向对比.....	21
图 40: 2023 年老白干销售费用率拆分.....	21
图 41: 2012-2022 年湖南省及全国 GDP 变化	22
图 42: 2012-2022 年湖南人均可支配收入增长	22

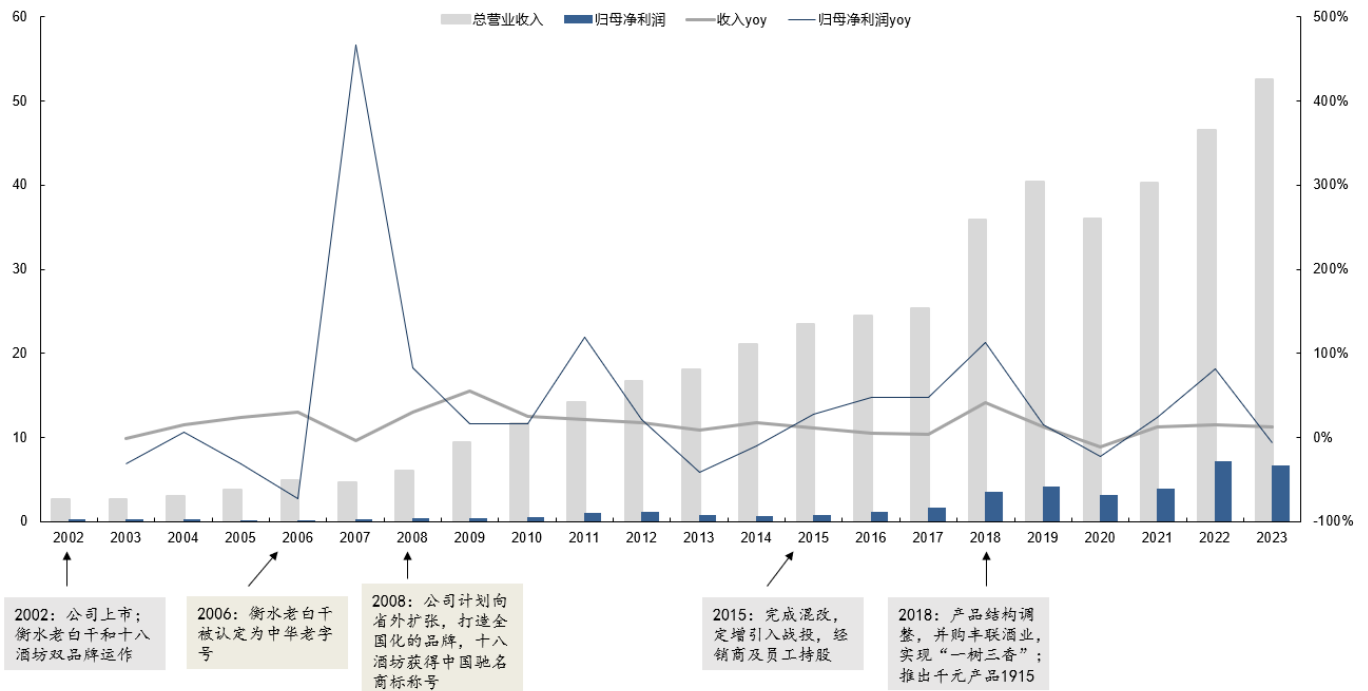
图 43:	2022 年湖南省各香型格局.....	22
图 44:	2022 年湖南市场不同区域细分市场表现.....	22
图 45:	2022 年湖南省各价格带占比.....	23
图 46:	2022 年湖南市场份额分布情况.....	23
图 47:	武陵酒发展历史.....	25
图 48:	武陵酒销量表现.....	26
图 49:	武陵酒销量吨价拆分.....	26
图 50:	公司分产品毛利率情况对比.....	27
图 51:	武陵酒酿造工艺.....	28
图 52:	武陵酒高端酒使用基酒年份时间长.....	28
图 53:	武陵酒短链模式示意图.....	28
图 54:	武陵酒终端数量（家）.....	29
图 55:	武陵酒单位终端贡献收入（万元）.....	29
图 56:	武陵酒营销结构.....	30
图 57:	武陵担当联盟的使命及愿景.....	30
图 58:	2021 年推出友享荟模式.....	31
图 59:	武陵酒点亮河南仪式.....	32
图 60:	武陵酒深圳发布会.....	32
图 61:	板城烧锅酒营收及增速（万元）.....	32
图 62:	板城烧锅酒吨价及增速.....	32
图 63:	文王贡酒营收及增速.....	34
图 64:	文王贡酒吨价及增速.....	34
图 65:	孔府家酒营收及增速.....	35
图 66:	孔府家酒吨价及增速.....	35
表 1:	河北白酒分价位段竞争表现.....	10
表 2:	河北省、江苏省、安徽省三地人均可支配收入对比.....	11
表 3:	近年老白干主要营销活动梳理.....	13
表 4:	河北省分价位段地产酒市占率表现.....	17
表 5:	湖南省分价格带代表产品.....	23
表 6:	湖南省支持湘酒振兴政策梳理.....	24
表 7:	历史武陵酒所获荣誉.....	24
表 8:	武陵酒产品矩阵.....	26
表 9:	近年武陵酒营销推广活动.....	29
表 10:	武陵酒“14769 体系”.....	30
表 11:	武陵酒回购政策梳理.....	31
表 12:	武陵酒扩产计划（吨）.....	32
表 13:	板城烧锅酒产品矩阵.....	33
表 14:	文王贡酒产品矩阵.....	34
表 15:	孔府家酒产品矩阵.....	35
表 16:	老白干经营表现拆分（单位：亿元、万吨、万元/吨）.....	36
表 17:	可比公司估值表（截至 4 月 29 日收盘）.....	38

1. 冀酒龙头，焕新发展

1.1. 历史底蕴深厚，并购打开新篇章

历史底蕴深厚，河北酿酒行业唯一上市公司。据文字记载老白干已有 1900 多年的酿造历史，它兴于汉，盛于唐，名于宋，正式定名于明代，1915 年荣获巴拿马万国物品博览会最高奖——“甲等大奖章”，享誉世界。2002 年 10 月衡水老白干在上海证交所正式挂牌上市交易，是河北省酿酒行业唯一一家上市公司。

图1：公司历史发展情况及增长表现



数据来源：Wind、公司公告、东吴证券研究所

(1) 1946-2002 年，历史悠长，成功上市。1946 年衡水十八家酿酒作坊组建成立“冀南行署地方国营衡水制酒厂”，是新中国第一家白酒生产企业，产能获得释放；1996 年酒厂改组并成立河北衡水老白干酿酒有限公司。2002 年 10 月顺利上市，上市时期主营业务为白酒和农业（商品猪/种猪/饲料）。

(2) 2002-2012 年，聚焦白酒业务，双品牌运作。2001 年老白干推出主打高端价位段（百元以上）的“十八酒坊”品牌，定位中高端，并锁定中高端餐饮酒楼，在省内开启“衡水老白干”+“十八酒坊”双品牌运作。受益于经济发展推动，营收从 2003 年 2.61 亿元增长到 2012 年 16.66 亿元，CAGR 达到 22.86%。

(2) 2013-2017 年，竞争激化，积极改革：2012 年“三公消费”禁令下发，白酒行业进入深度调整期，公司产品结构较低、费用支出较高，盈利承压。老白干酒 2015 年

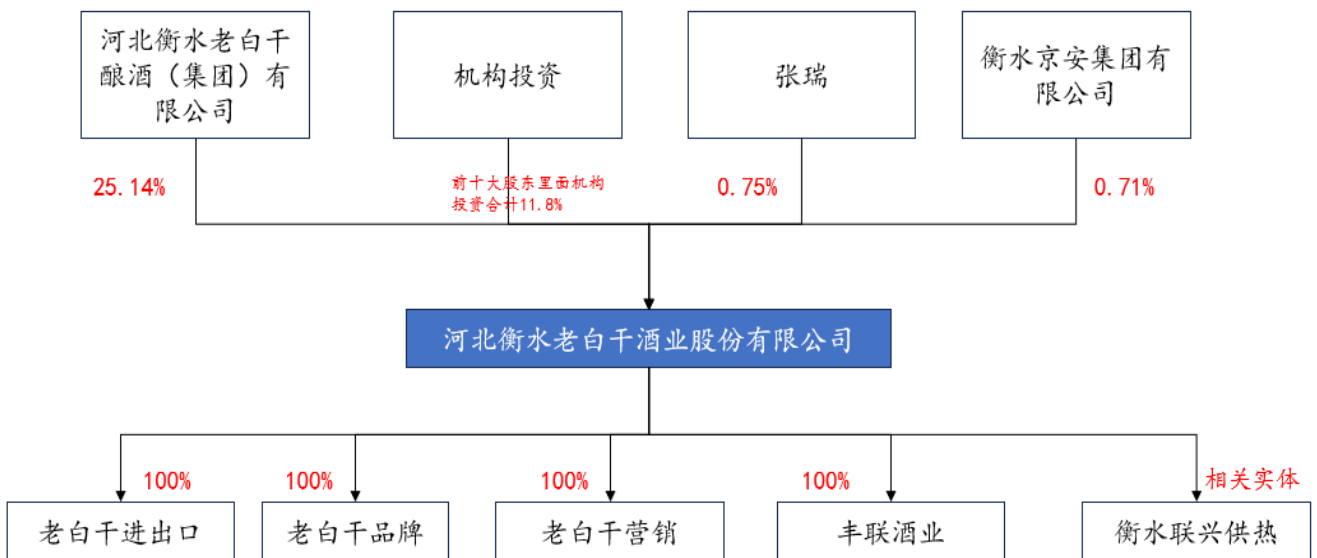
推行混改来改善资金状况和企业经营情况，通过定增分别引入管理层、经销商及员工持股，衡水市国资委持股比例由原来的 36.11% 下降到 28.88%，老白干酒净利润恢复增长。

(3) 2018 年至今，并购驱发展，省内外逐步起势。2018 年老白干完成对联想控股旗下的丰联酒业的收购，将板城烧锅酒（河北）、武陵酒（湖南）、文王贡酒（安徽）和孔府家酒（山东）四大系列产品纳入战略版图，从此形成了老白干香型、浓香型、酱香型的三香鼎力局面，不仅巩固了冀北基地市场优势（板城烧锅在冀北强势区域上与老白干形成南北互补），同时促进了公司全国化发展，省内省外多品牌齐发力的格局初步形成。收购当年公司业绩实现跃升，营收达到 35.83 亿元，同比增长 41.3%。公司老白干本部（含十八酒坊）营收占比从 2017 年的 88% 下降至 2023 年的 45%，营收来源更加多元化。

1.2. 股权结构清晰稳定，激励机制注入活力

公司为地方国有企业，股权结构相对稳定。截至 2024Q1，衡水市财政局全资控股河北衡水老白干酿酒集团，间接持有公司 25.14% 的股权，为公司实际控制方。控股分布上，公司当前拥有湖南武陵酒、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。

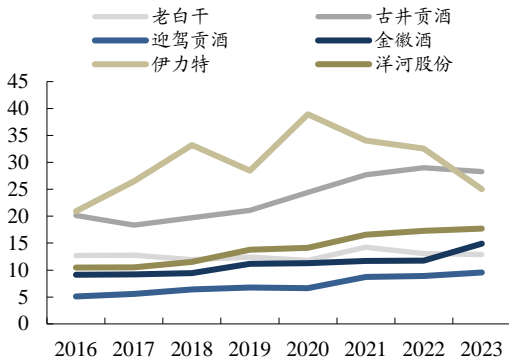
图2: 24Q1 公司股权结构



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

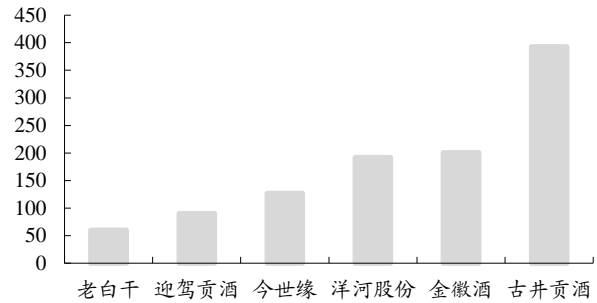
人均薪酬水平居中，高管薪酬水平横向对比较低。梳理各家地产酒企业的薪酬水平来看，近五年老白干的人均薪酬处于地产酒中等水平；而高管薪酬处于相对低位。

图3: 老白干人均薪酬水平对比 (元)



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图4: 2022年地产酒高管薪酬对比 (万元/年)



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

再推股权激励计划, 提振人才积极性。2014年12月公司曾面向员工、优秀经销商、战略投资者做定增, 时隔8年公司于2022年发布限制性股票激励计划, 授予对象包括9名高级管理人员和198名其他核心员工, 合计207人, 授予价格为10.34元/股, 约为授予日收盘价50%。此次股权激励涉及范围广、力度较大、解锁要求达成难度适中, 有利于改善薪酬和增强员工与公司利益一致性。

图5: 老白干2022年股权激励计划

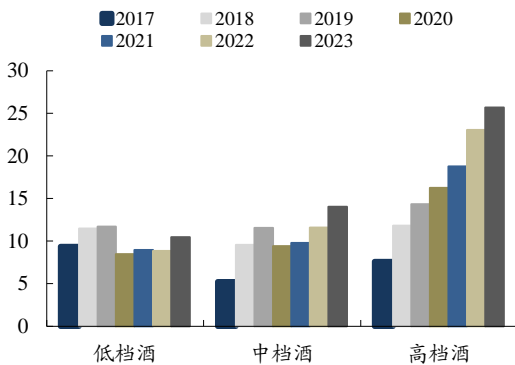
老白干2022年股权激励计划						
持有人姓名	职务	授予数量 (万股)	占授予总量比例	占授予时总股本的比例	备注	
刘彦龙	董事长	30	1.72%	0.03%		
王占刚	副董事长	30	1.72%	0.03%		
赵旭东	总经理	30	1.72%	0.03%		
张煜行	副董事长	27	1.55%	0.03%		
李玉雷	副总经理	27	1.55%	0.03%		
刘勇	董事、董事会秘书	27	1.55%	0.03%		
郑宝洪	副总经理	27	1.55%	0.03%		
吴东壮	财务总监	27	1.55%	0.03%		
张春生	副总经理	27	1.55%	0.03%		
其他核心管理、技术、销售人员 (198人)		1494	85.57%	1.67%		
合计 (207人)		1746	100.00%	1.95%		
一、公司及个人考核标准						
公司层面的考核要求			个人层面的考核要求			
解锁安排	考核指标	对应解锁比例	个人绩效考核等级	当期解锁比例		
第一个解锁期	公司2021年、2022年度的营业收入增长率的平均值, 在9家对标企业中排名前5; 自公司公告最后一笔标的股票过户至本员工持股计划名下之日起的18个月后, 解锁股份数为本员工持股计划所持标的股票总数的50%	50.00%	“满意”及以上	100.00%		
第二个解锁期	公司2021年度、2022年度、2023年度的营业收入增长率的平均值, 在9家对标企业中排名前5; 自公司公告最后一笔标的股票过户至本员工持股计划名下之日起的30个月后, 解锁股份数为本员工持股计划所持标的股票总数的50%	50.00%	未达到“满意”	0.00%		
二、激励对象个人当年实际解除限售额度计算方法						
持有人当年实际解锁的持股计划份额=个人当期计划解锁份额×个人层面解锁比例。						
授予价格 (元/份)		授予人数		授予数量 (万股)		
10.34元/股		207人		1746万股		
三、限售期及解锁标准						
第一个解除限售期	自授予完成登记之日起24个月后的首个交易日起至授予完成登记之日起36个月内的最后一个交易日当日止				40.00%	
第二个解除限售期	自授予完成登记之日起36个月后的首个交易日起至授予完成登记之日起48个月内的最后一个交易日当日止				30.00%	
第三个解除限售期	自授予完成登记之日起48个月后的首个交易日起至授予完成登记之日起60个月内的最后一个交易日当日止				30.00%	
四、公司未来各年成本费用计提情况 (万元)						
限制性股票成本 (万元)	2022 (万元)	2023 (万元)	2024 (万元)	2025 (万元)	2026 (万元)	限制性股票成本合计为24257.86万元
24257.86	4514.06	7320.11	4912.6	2212.3	561.21	

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

1.3. 本部贡献收入主体，武陵酒利润贡献突出

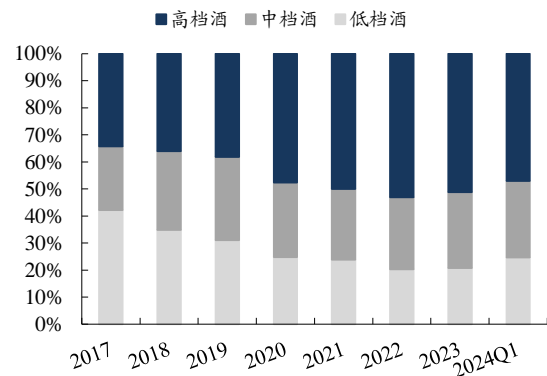
持续推动产品结构升级，武陵酒收入利润贡献提升。自 2018 年并购丰联酒业以来，公司营业收入贡献度更加丰富。分结构看，高档酒（百元以上）占比从 2017 年的 34.18% 逐年上升至 2023 年的 51%，吨价从 4.47 万元/吨提至 8.74 万元/吨。分品牌贡献看，老白干本部仍是公司收入的主要来源，2023 年本部收入利润分别占比 45%/33%，武陵系列贡献提升较为明显，2023 年收入和利润占比分别为 19%/30%。

图6：分档次产品销售收入表现（亿元）



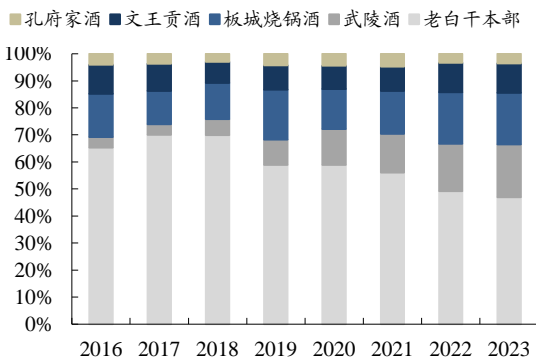
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图7：分档次产品收入占比（%）



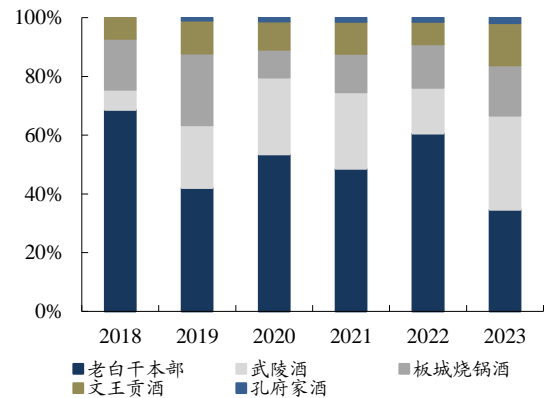
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图8：各品牌销售收入占比（%）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图9：各品牌利润贡献占比（%）



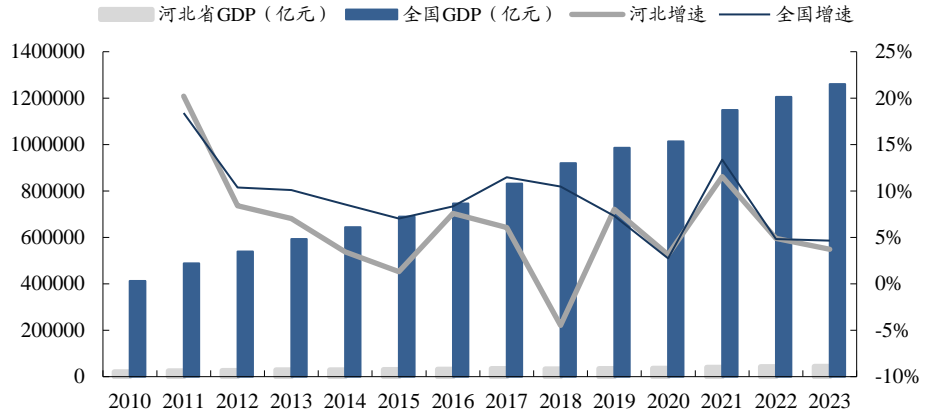
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

2. 衡水老白干：省内深耕空间广阔，产品结构升级进行时

2.1. 河北白酒市场：白酒品牌百花齐放，中低端占据主要份额

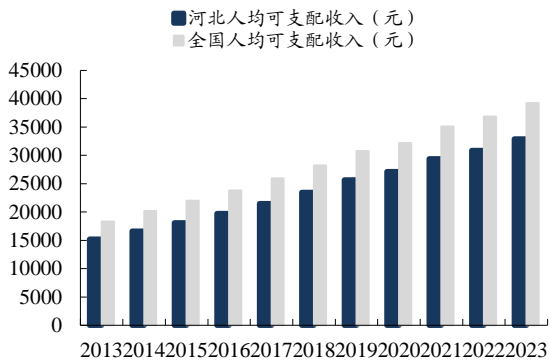
河北白酒市场规模超过 300 亿，稳健扩容。河北省位于华北平原，环抱北京市，是承接京津经济辐射第一梯度地区，也是辐射华北市场重要区域。近十年 GDP 增速维持约 6%-7%，基本与全国平均增速持平。我们预计 2023 年河北白酒市场规模超过 300 亿，随着省内加快发展服务业和高技术产业、产业结构积极调整，以及京津冀一体化等重大国家战略深入实施，河北省经济发展有望提速，助推当地白酒市场稳步扩容。

图10：2011-2023 年河北省及全国 GDP 变化



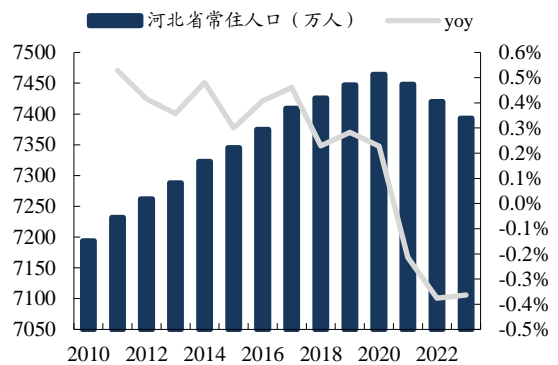
数据来源：国家统计局、东吴证券研究所

图11：2012-2023 年河北省及全国人均可支配收入



数据来源：国家统计局、东吴证券研究所

图12：河北省常住人口变化



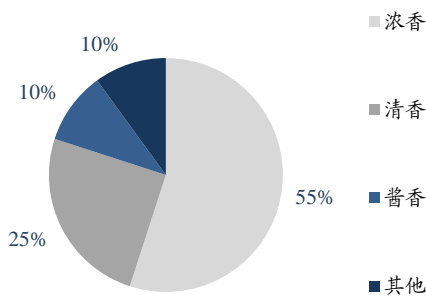
数据来源：国家统计局、东吴证券研究所

分香型看省内特点，浓香占比过半，低度化氛围较浓。河北以浓香为主，占比约在 50%-60%；清香其次，占据 20%-30% 的市场份额；酱香氛围相对偏弱，占比不足 10%。同时河北市场偏好低度酒，40 度以下浓香型白酒占据绝对优势和主导地位，根据微酒，近年低度浓香保持双位数的增长。

分价位段看：中低端地产酒竞争激烈，全国名优酒渗透次高端价位段。2023 年河北

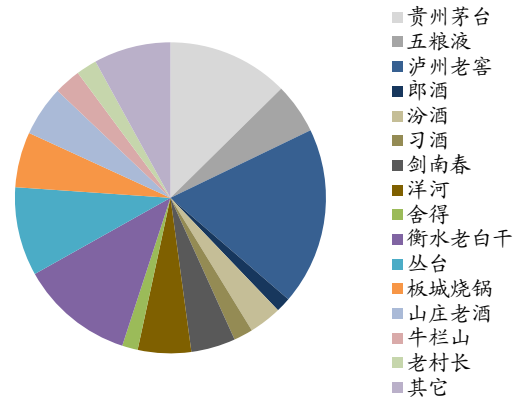
主流白酒消费区间为 100-200 元，实现百元以下到百元以上的逐步升级。其中，中低端价位占主导，2023 年的市场规模大约在 130 亿，且多以地产酒品牌为主，占比达到 70%，从规模上已形成“一超（衡水老白干）+双雄（山庄、丛台）+三强（泥坑、十里香、保定府）”的省内品牌竞争格局。全国性名酒众多，更主要定位次高端及以上价位竞争。

图13: 2022 年河北省分香型占比



数据来源: 国家统计局、东吴证券研究所

图14: 2023 年河北白酒市场分品牌占比



数据来源: 酒说、东吴证券研究所

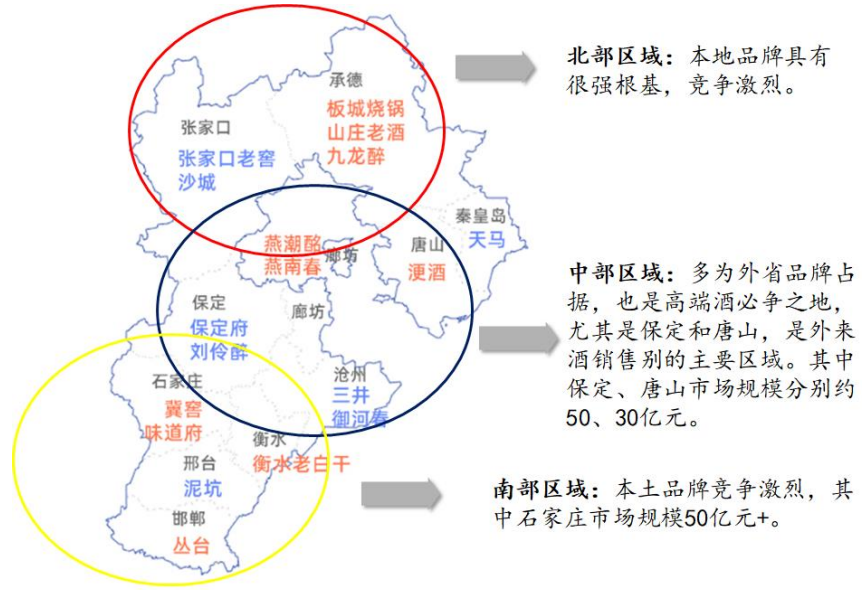
表1: 河北白酒分价位段竞争表现

	2023 年规模 (亿元)	21-23 年 CAGR	省内地产酒竞品	省外名优品牌/产品
800 元以上	56	6%	老白干 1915, 山庄皇家窖藏 20, 丛台窖龄原浆 30	飞天茅台、茅台 1935、普五、国窖 1573、青花郎
600-800 元	42	25%	—	国窖 1573 低度
300-600 元	80	23%	古法 15/20, 十八酒坊 20	水晶剑, 品味舍得, 青花汾酒, 泸州老窖特曲, 洋河天之蓝,
100-300 元	76	22%	古法 5/8, 十八酒坊醇柔 8, 十八酒坊陶藏 10, 山庄皇家窖藏 9/10, 板城和顺 1975	
100 元以下	72	1%	十八酒坊蓝钻, 冰峰/冰川、丛台陶坛系列, 山庄老酒系列, 老白干小青花, 板城福至 41 度,	老村长, 龙江花园, 牛栏山、玻汾、红星二锅头

数据来源: wind、微酒、东吴证券研究所

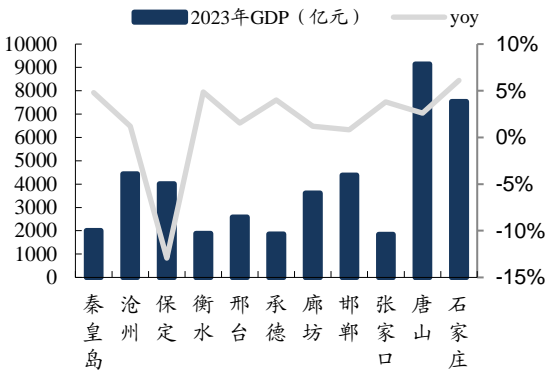
分区域看，石家庄、保定、唐山为省内重点市场。从地级市区域来看，石家庄作为河北省省会，拥有着更发达的经济与更便捷的交通，是省内名酒的重点布局地，2022 年白酒市场规模超 50 亿元。除石家庄外，省内保定、唐山所在的冀中区域不仅是河北白酒市场高端化的试验田，也是外来全国名酒的主战场，2022 年白酒市场规模分别约 50 亿元和 30 亿元左右。

图15: 河北省内分区域情况



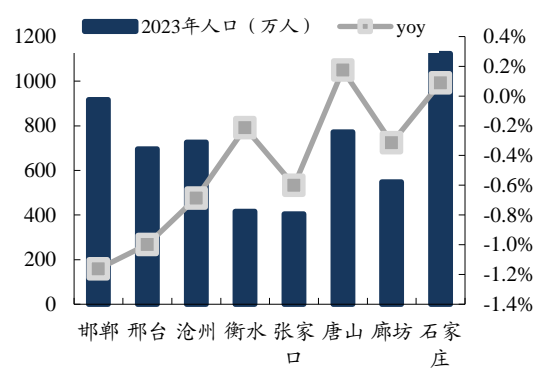
数据来源：乐酒圈、东吴证券研究所

图16：2023年河北各市GDP与同比增长率



数据来源：国家统计局、东吴证券研究所

图17：2023年河北各市人口数量表现



数据来源：wind、东吴证券研究所

对比其它省份，河北省内市场空间与主流价格带仍有向上空间。横向对比江苏、安徽两个重要白酒市场，2020年河北的人均收入水平落后于江苏约5年，落后于安徽约1年。目前河北省白酒消费的主流价位在80-150元，安徽整体正向200元价位段提升，而江苏主流白酒消费价格带已经提升到200-400元价位段。随着经济发展、名优酒品牌渗透、地产酒产品结构升级推动，河北市场未来价格带存在较大的提升潜力。

表2：河北省、江苏省、安徽省三地人均可支配收入对比

年份	河北省 (万元)		江苏省 (万元)		安徽省 (万元)	
	城镇	农村	城镇	农村	城镇	农村
2015	2.62	1.11	3.72	1.63	2.69	1.08

2016	2.82	1.19	4.02	1.76	2.92	1.17
2017	3.05	1.29	4.36	1.92	3.16	1.28
2018	3.30	1.40	4.72	2.08	3.44	1.40
2019	3.57	1.54	5.11	2.27	3.75	1.54
2020	3.73	1.65	5.31	2.42	3.94	1.66
2021	3.98	1.82	5.77	2.68	4.30	1.84
2022	4.12	1.94	6.02	2.85	4.51	1.96
2023	4.36	2.07	6.32	3.05	4.74	2.11

数据来源：wind、东吴证券研究所

2.2. 品牌战略明晰，打造竞争优势

2.2.1. 品牌：向上升级，营销侧重高端路线

酿造历史悠久，酒品优质独特。老白干以优质高粱为原料，纯小麦曲为糖化发酵剂，采用传统的老五甑工艺和两排清工艺中低温制曲，地缸发酵，具有芳香秀雅、醇厚丰柔、甘冽爽净、回味悠长的典型风格。1915年老白干一举夺得巴拿马万国博览会最高奖“甲等金奖”。

图18：老白干内涵



数据来源：环球网、东吴证券研究所

图19：1915年万博会奖章与老白干1915



数据来源：凤凰网、东吴证券研究所

品牌战略三次升级，广宣标语朗朗上口，持续提升知名度。

(1) **走硬汉路线，宣传“男人味”。**2007年，衡水老白干启用“荧屏硬汉”胡军作为产品代言人，宣传“衡水老白干，喝出男人味”，经央视投放后抵达千万消费者心中。衡水老白干酒的品牌形象渐渐清晰，喝老白干酒有男人味。2011年衡水老白干广告语中加了“行多久，方为执着，思多久，方为远见，时间给了男人味道”几个字，对于男人的味道进行了不同角度的诠释。

(2) **“不上头”战略，布局中高端市场。**2018年，衡水老白干正式推出“喝老白干不上头”战略，以“好喝不上头”的高品质好酒为战略目标，率先走出品质化、健康化

道路，引领“少喝酒、喝好酒”的健康饮酒新风尚。

(3) 甲等金奖，提升品牌突出品质，推动高端化升级。2022年6月，老白干在战略发布会上打出了“甲等金奖，大国品质”的宣传语，对品牌战略定位再次全面升级，吹响全面提升品牌健康价值的号角。

图20: 老白干品牌战略的三次升级



数据来源: 环球网、东吴证券研究所

图21: 老白干不上头五大战略特点



数据来源: 央视网、中国商务网、东吴证券研究所

不断探索高效传播路径，营销主打高端。公司积极举办酒文化节，打造文化IP“印象·衡水老白干”，挂牌成立“世界最大的白酒地缸发酵车间”和“中国白酒地缸发酵博物馆”，充分运用新媒体、电商直播、网红餐饮引领等多种方式为产品赋能和导流。此外，圈层营销丰富活动，加强和消费者的互动与沟通，为高端形象塑造频频亮相。

表3: 近年老白干主要营销活动梳理

时间	活动内容
2019年5月10日	举办首届衡水老白干酒文化节、封坛原液首发仪式和以老白干香型文化为主题的论坛和活动。
2020年5月10日	举办第二届衡水老白干酒文化节，首次采用“电视直播+分会场联动+网络带货”的直播形式。
2020年7月	在唐山和石家庄等地举办“十八酒坊京津冀经济文化大讲堂”。
2021年1月17日	发起“同舟共翼，守护家乡，衡水老白干在行动”活动，向石家庄捐献抗疫物资。
2021年5月9日	举办第三届衡水老白干酒文化节和封坛仪式，“印象·衡水老白干”大型舞台剧首次登上舞台。
2021年6月	在唐山和衡水等地举办十八酒坊“健康河北行·企业家私享会”。
2021年7月16日-25日	在衡水举办“2021 PUPU 热气球节暨卡通热气球嘉年华”。
2021年9月9日	衡水老白干中国地缸发酵博物馆成功挑战吉尼斯世界纪录，成为最大的白酒地缸发酵车间。
2021年12月2日	作为论坛官方合作用酒，以合作伙伴身份受邀参加2021中国企业家博鳌论坛。
2021年12月13日	举办“魅力中国·爱上衡水”衡水老白干短视频大赛。
2022年1月16日	老白干1915冠名播出2022河北电视台网络春晚。
2022年5月10日	举办第四届衡水老白干酒文化节暨中国白酒地缸发酵博物馆开馆仪式。
2022年6月11日	举办衡水老白干品牌战略升级发布会，发布“甲等金奖，大国品质”品牌升级战略定位。

2022年7月16日	与河北近百家名企通过“名酒进名企、名企进名酒”的形式进行互访。
2022年8月25日-27日	在邢台连续举办三场甲等十八酒坊中秋嘉年华音乐盛典活动。
2022年中秋	携手分众传媒将全新品牌 TVC 登录分众电梯媒体。
2022年10月15日	在衡水主办“家有喜事 五星祝福”2022年结婚季活动。
2022年11月10日-12日	在成都亮相第106届全国糖酒会。
2023年1月16日	冠名播出“2023年河北新春晚会”。
2023年	计划导入体验店模式，设置讲吧、茶吧、餐吧、品酒等功能区域。

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

2.2.2. 产品：双品牌战略，聚焦 1915/甲等 20/甲等 15

双品牌战略，产品矩阵丰富。老白干一直以“民酒”的面貌出现，因此过去留下的更多是大众化的品牌，公司为此启动双品牌战略，其中衡水老白干系列，主攻衡水市场，该系列下也推出 1915 站千元高位；十八酒坊系列，主要是在省内除衡水市以外的地方推广，形成产品销售范围的区域区隔，重点大单品是甲等 15、甲等 20。

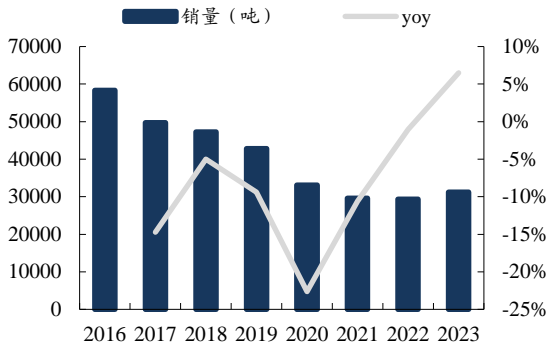
图22：衡水老白干分品牌的产品矩阵



数据来源：公司官网、京东、东吴证券研究所

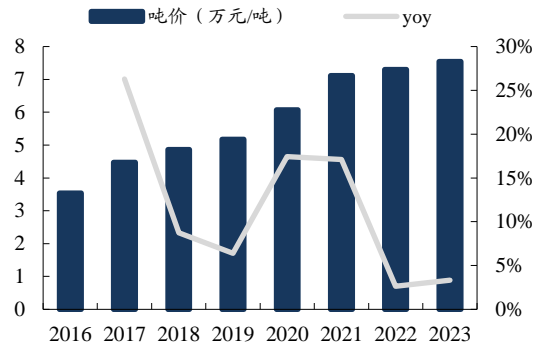
17年以来，产品做少，重在结构。2017年以前公司产品主要价位带在百元左右，通过中低档产品放量推动了收入增长，结构升级不明显，没有核心大单品；2017年起公司主动调整产品结构，削减SKU，战略聚焦次高端及以上的核心单品，经过几年梳理已经形成了衡水老白干1915、甲等15和甲等20年为核心产品抓手，2022年次高端及以上产品销售占比65%左右，且2017-2022年老白干本部产品销量CAGR=-10%、吨价CAGR=10%，吨价提升，高端化有成效。

图23: 2017-2023 年衡水老白干系列销量及增速



数据来源: wind、东吴证券研究所

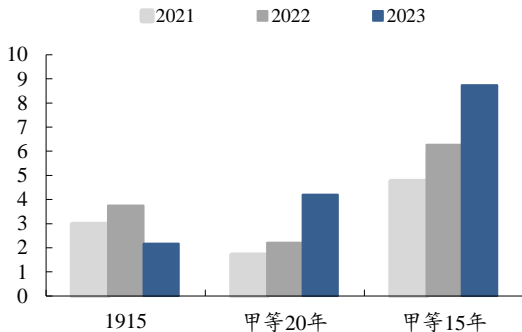
图24: 2017-2023 年衡水老白干吨价及增速



数据来源: wind、东吴证券研究所

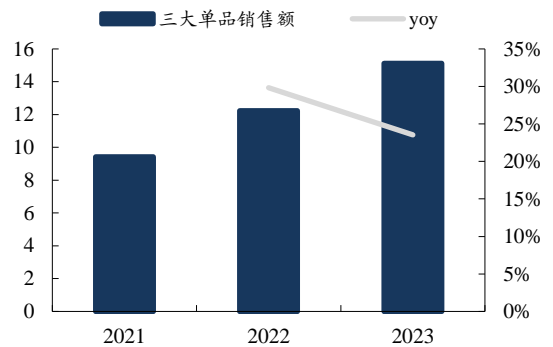
2018 年丰联酒业合并并表, 当前次高端及以上占比超过一半。1) 从本部结构来看, 2023 年千元以上高端产品占比预计超过 8%, 600 元以上次高端产品占比超过 10%, 300 元-600 元的中高端占比预计 30%+, 综合来看 300 元以上的产品占公司本部一半左右收入体量。2) 从公司合并报表口径来看, 在 2018 年将丰联酒业纳入合并报表后, 高档酒收入占比从 2018 年的 36% 提升至 2023 年的 51%。

图25: 2023 年三大单品销售 (单位: 亿元)



数据来源: 渠道调研、东吴证券研究所

图26: 三大单品的销售额及增速表现 (亿元, %)



数据来源: 渠道调研、东吴证券研究所

2.2.3. 渠道: 因时制宜创新模式, 培育渗透消费群体

上一轮白酒周期, 渠道模式围绕终端和烟酒店。在上一轮白酒周期中, 老白干本部在流通运作模式在河北最早采用了“消费者盘中盘”模式, 通过撬动消费者中的意见领袖拉动终端销售。随着后续市场竞争加剧, 流通渠道客户运营成本逐渐升高, 公司因时制宜提出了烟酒店联营体 (升级) 策略, 将过去运营发展的烟酒店终端客户分类, 独立划分优质客户成立“财富俱乐部”, 严格控制成员数量, 并针对俱乐部成员, 在利润上给

予充分保障，通过绑定烟酒店进一步对消费者进行培育，推进产品销售。

渠道模式进一步细化，品类平台模式试行，充分激发渠道活力。这一轮发展周期背景下，配合持续培育三大单品的战略，2019 年公司在联营体的基础上推出联盟体和合伙人模式，将经销商、核心终端、核心消费者进一步绑定；2021 年配合数字化营销和加强渠道掌控力，公司加大扁平化运作，核心单品各自采用平台模式，如**甲等 20 提出了实体股份制——高端联盟店、团购商、烟酒店和核心单位，包括经销业务人员和厂方业务经理实际入股成立平台公司，除了赚取差价还享受分红；甲等 15 采取虚拟入股跟销量挂钩的模式，采取分红的形式替代传统返利；将重点单品平台化运作，即相对管控价格，又能够充分提振经销商和终端的积极性。**

图27: 老白干渠道模式

时间	定义	模式	效果
2005 年	酒店盘中盘	打通一个城市中最有带动性的几十家龙头酒店，再通过这些酒店撬动消费端。	效果不好，北方很多省份烟酒店才是主业态，如河北、河南和山东等，仅单一地撬动酒店渠道行不通
2007 年	烟酒店盘中盘	精准定位一些有政府资源和团购资源的烟酒店进行深度合作，与其直接签订合同并实行一店一策限区销售，提供利润保障和优质服务；非重点烟酒店由经销商覆盖，实现扁平精细化管理。	实现对核心烟酒店背后团购资源的充分挖掘，加强了对终端控制
2007 年	消费者盘中盘	强调运作企事业单位，直接对核心意见领袖进行营销，强化总经销的人脉网络，将优质的企事业单位及其领导视为核心小盘，通过对企事业单位的公关、专供、客情、需求激励，通过媒体提升产品品牌价值等措施，培养核心消费群带动目标消费群，即小盘通过拐点启动大盘。	充分发挥意见领袖的带动作用
-	联营体升级	将原有联营体客户进一步进行分类，将优质客户独立出来，成立“财富俱乐部”，严格控制成员数量，并针对俱乐部成员，在利润上给予充分保障，同时进行严格管控，实行淘汰制，通过培训、沟通、集体活动等方式强化客户的归属感	优中选优，与携商业资源的联营体客户达成伙伴型渠道关系，建立双边渠道治理结构，最终与联营体客户成为利益共同体
2019 年	联盟体&合伙人	与经销商共同开发产品，厂商一起参与研发、生产到销售的全流程，合伙人承担相应的销售任务，实现统一价格和统一利益分配，而且还可以得到老白干公司资金支持或贷款担保。同时公司对业务人员考核提出更高的要求，提升服务水平，监督厂家费用投放，落实厂家战略，提升市场拓展效率。中档酒考核铺货率、销量、门店拜访等，高档酒考核动销、回款率、开瓶率等，紧密跟踪渠道与终端销售动态，强化渠道管理。	整合优秀经销商和店，实现利益的深度捆绑
2023 年	股份制公司/平台公司	深度绑定核心经销商、核心店、核心团购商，股东利润将视销量和入股金额来分配，弱化原有的一级代理商。23 年 2 月 16 日召开 2023 年衡水老白干营销发展大会，由 18 名核心大商组成的衡水老白干经销商顾问团在会上宣布成立，除日常经营外，经销商顾问团还将发挥监督职能。	厂、商间沟通将常态化、制度化，厂商一体化发展

数据来源：公司公告、酒说、东吴证券研究所

配合渠道的精耕，增强数字化系统建设。公司近几年也在持续优化产品的物联系统建设，2019 年对高端产品如老白干 1915 实现了“一瓶一码”管理，从系统监测角度减少窜货行为。2023 年公司对产品全面实现三级扫码，进一步能够看清产品的出库、渠道进货、终端销售，收集消费者数据、进行更精准的定向营销，增强渠道的管控力。

内部三大事业部独立运作，权责归属分明。公司内部对应也划分高端事业部、十八酒坊事业部、大众酒事业部，对不同消费群体进行精细化运作。1) 高端酒事业部包括 1915、古法 20、30 以及十八酒坊甲等 15、20，主要面向商务宴请场景；十八酒坊事业部包括除甲等系列其他产品以及陶藏系列等，主要针对商务宴请和大众宴席。大众酒事业部包括青花系列等产品、冰系列等，面向大众自饮场景。划分功能职责匹配明确，每个事业部侧重的大单品清晰，对应人群/场景重点明确，在薪酬奖惩机制逐步完善下，员工对外动力足。

2.3. 未来发展：省内升级须坚持，厚积爆发终有时

参考苏酒徽酒，当一省有较为强势的本地品牌时，地产酒品牌和产品升级均有空间和较高成功概率。徽酒龙头实现了 300 价位以上的突破，500 价位有成规模产品，苏酒甚至实现了千元价位的高端突破，300-600 价位本省品牌优势突出。我们认为老白干作为公认冀酒龙头，战略上必须立足“省酒消费引领”，在品牌和（产品）价位升级上承担引领角色；如果在百元及以下价位长期和区域品牌纠缠，导致战略不连续，资源不聚焦，将得不偿失。

2.3.1. 分价位段看，300 元+放量可期，100-300 份额稳固

河北竞争格局较为分散，名酒市占率较高，老白干位列地产酒第一。我们预计 2023 年主要当地四大酒企市占率合计 32% 左右，其中老白干 12%，位列第一。分价格带来看，老白干在百元以下份额较低，在 100-300 元的市占率接近 20%，随着次高端大单品的持续打造，300 元以上的价位段综合市占率 10% 左右。

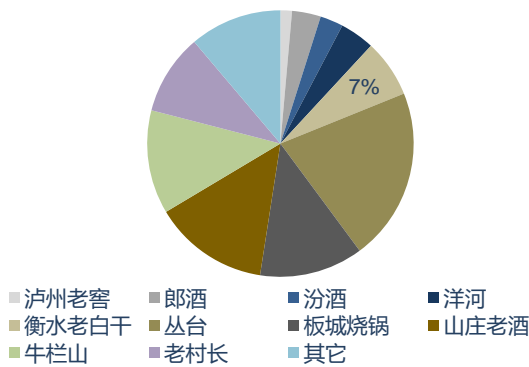
表4：河北省分价位段地产酒市占率表现

价位段	23 年白酒规模 (亿元)	老白干	丛台	板城	山庄老酒
800 元以上	57	4%	0.4%	0%	1%
600-800 元	42	12%	0%	0%	0%
300-600 元	79	15%	2%	2%	2%
100-300 元	76	19%	17%	11%	7%
100 元以下	72	7%	21%	13%	14%
总计	325	12%	9%	6%	5%

数据来源：公司公告、wind、微酒、东吴证券研究所

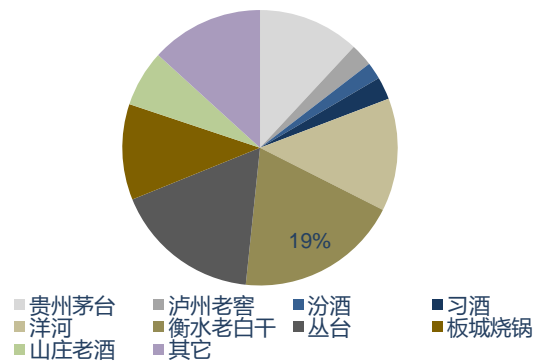
100-300 价格带，品牌效应带动+板城错位竞争，份额有修复空间。在该价位段，公司保持 10%+ 的市占率，占比从 2021 年-2022 年虽有所下滑，但是份额持续领先，在 100-300 元的品牌认知度高。展望未来，1) 公司持续次高端化，提升品牌高度，有望带动低价位产品放量，稳固省内口碑和保持规模；同时主要竞争对手丛台从 23H2 年起内部人员结构调整，在百元及百元以下的费用投入力度放缓。2) 板城从 2023 年开始战略明晰，侧重于 100-300 元价位段，通过和顺 1975、板城 1956 两款产品加强板城在 100-300 元的价格站位，与老白干形成品牌的互补和协同作战。我们预计老白干集团在 300 元以下仍将保证份额第一。

图28：2023 年省内 100 元以下价格带市占率分布



数据来源：wind、微酒、东吴证券研究所

图29：2023 年省内 100-300 元价格带市占率分布

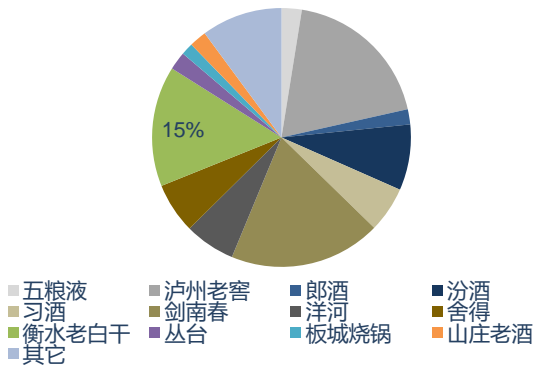


数据来源：wind、微酒、东吴证券研究所

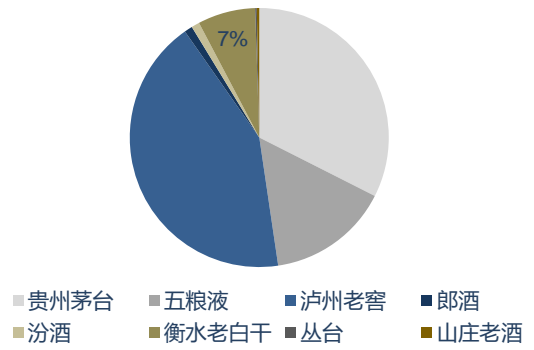
300 元以上价格带，战略定力+渠道配合变革，增长值得期待。2023 年老白干本部在 300 元以上产品的销售额预计 20 亿元左右，在省内该价位段的占比约 10% 左右，而且销售额主要集中在石家庄、衡水、唐山等重点区域，从全省来看，多数地级市场老白干的次高端拳头产品销售基数仍较小。展望后续，1) 公司战略重心的持续倾向 300 元+，公司反馈 1-2 月份公司三大次高端单品动销超过 20%，战略坚定向前。2) 渠道模式改革推进，核心单品如甲等 20 使用实体股份制、甲等 15 采取虚拟入股模式，引进终端烟酒店享受公司成长带来的红利，除了此前的价差、随量费用、扫码红包等，合伙人还有年终分红，该模式较好地保障渠道利润空间，充分提振经销商和终端的积极性。未来市占率提升有空间。

图30：2023 年省内 300-600 元价格带市占率分布

图31：2023 年省内 600 元以上价格带市占率分布



数据来源: wind、微酒、东吴证券研究所



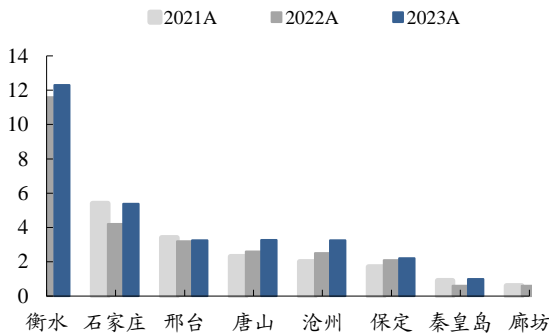
数据来源: wind、微酒、东吴证券研究所

2.3.2. 分区域，聚焦核心区域投入费用，名酒进名企实现品牌突围

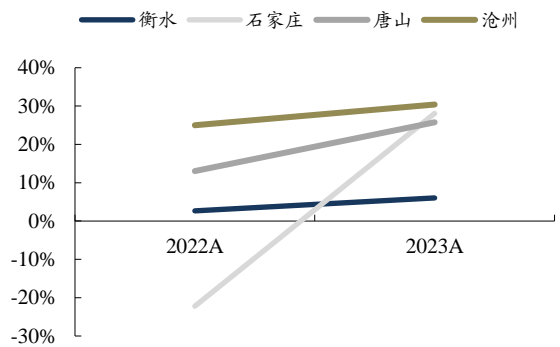
侧重 A 级重点市场，费用聚焦投入。老白干本部以省内市场为核心基地，根据费用的投入表现分为 AB 级市场：1) 以衡水、石家庄、唐山为 A 级市场，2022 年销售额合计占到本部超过 60%，是收入体量来源市场，唐山近两年保持 15-25% 的增速规模快速扩张，且次高端及以上产品占比 80% 左右；在唐山和石家庄公司的费用投入规划预算 50% 左右，2) 保定、秦皇岛等其它省内的市则划分为 B 级市场，费用投入预算上限 30%。公司通过 AB 级进一步明细重点市场，实现重点市场、重点投入、重点耕耘。

图32: 老白干在重点区域销售额变化 (亿元)

图33: 核心市场的销售额增速变化



数据来源: wind、微酒、东吴证券研究所



数据来源: wind、微酒、东吴证券研究所

直销团购方面，名酒进名企思路清晰，打造名酒-名商-名企闭环。在聚焦市场中，公司配合次高端发展的思路，积极开展各项名酒进名企的活动，除了自身资源的扩展，也积极拉动终端背后资源，逐步打通高端企业商圈，扩大公司品牌影响力，实现更精准市场营销。

渠道层面，2021 年起主动精简经销商数量，持续提升质量。2021 年之前老白干在

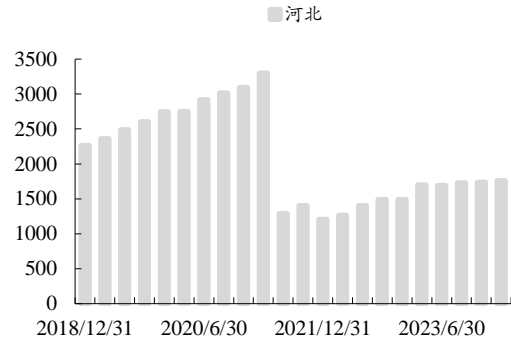
河北省内经销商数量持续增加,2021Q1 达到 3301 家的峰值。伴随公司高端化战略推进,主打中低端产品的小型经销商效能有所下降,渠道销售效率降低。2021 年起公司主动精简经销商数量、优化经销商网络布局,保留部分资金实力雄厚、资源丰富的优质经销商并加强对其的管理和考核,单商贡献收入提升至 188 万元。

图34: 老白干 1915 “名酒进名企”活动



数据来源: 搜狐、东吴证券研究所

图35: 2021 年公司主动优化省内经销商 (单位: 家)

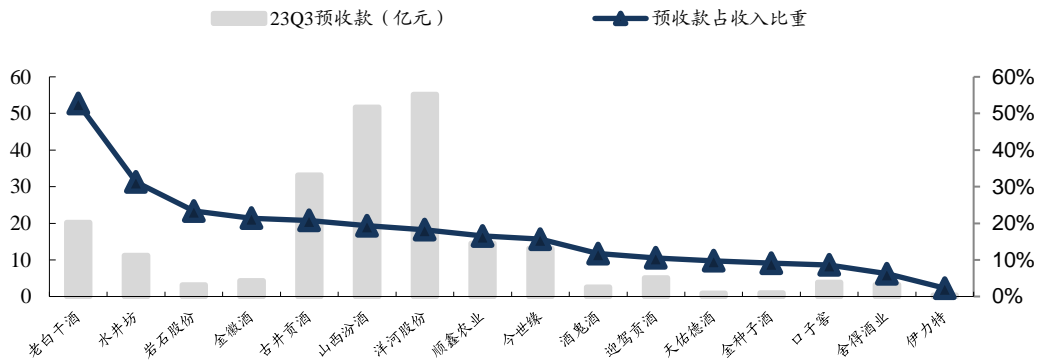


数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

2.3.3. 预期后续表现: 收入稳健, 利润保持弹性

收入端, 股权激励/市场扩容推动下, 稳健增长可期。短期来看, 公司预收款占收入的比重位于行业的前列, 今年以来公司合理把控库存和发货节奏, 预收款蓄水池表现有保障。中长期来看, 一方面, 首都企业外迁、经济发展等多方面因素有望推动河北白酒消费的增长, 老白干品牌力逐步增强, 市占率在地产酒中第一, 且持续通过渠道模式改革、发展唐山、保定等经济较为发达的基地城市, 有望持续抢占份额。另一方面, 老白干高管团队一直以来稳定, 团队在逐步换新, 市场操作逐步向前推进; 同时, 2022 年股权激励目标给予保守, 激励更多以保证员工福利为前提, 更有助于提升员工积极性, 有干劲。我们综合认为老白干本部收入有望持续稳健增长。

图36: 2023 年三季度区域酒及次高端酒企的合同负债对比

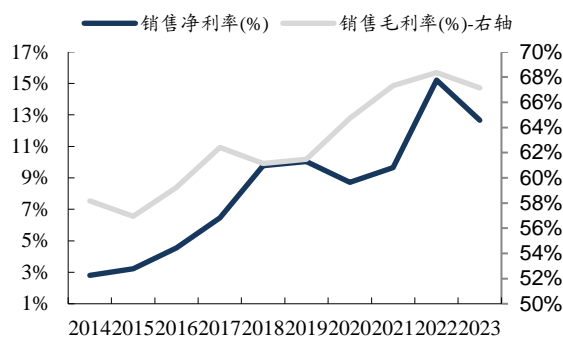


数据来源：公司公告、东吴证券研究所

利润端：保持高举高打，净利率处于低位，未来利润弹性有待释放。近十年公司的净利率从2012年的6.74%提升到2023年12.67%，提升幅度5.9pct；同期毛利率持续保持提升，从53.92%提升到67.15%，提升约14pct。净利率处于低位，主要系公司为加强品牌建设和渠道建设，加大产品市场推广力度，相关费用支出高，销售期间费用率保持高位。

从2023年以来，公司内外部降本增效推进。1) 事业部制度管理下费用支出要求更有序，数字化提升效率、机械化替代、无效费用的管理等更加细化，内部也在去年新设立运营部，跟踪发现各部门的问题并及时协调沟通；2) 销售端，在过去规模考核的基础上，增加利润/费用考核指标，薪酬考核更注重动销和开瓶率。同时，直销团购和经销商精简管理下厂商合作持续提升，均有望推动费效比的提升，释放利润弹性。2023年销售费用率+管理费用率同比下降3.8pct，2024Q1同比大幅下降了5.7pct，推动2023年和2024Q1业绩表现亮眼。

图37：公司上市以来毛利率和净利率表现



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图39：2022年各酒企销售费用率横向对比

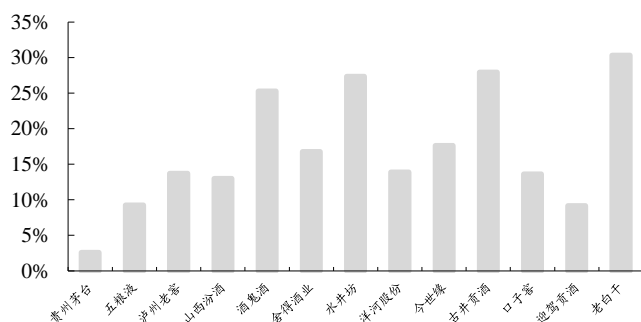
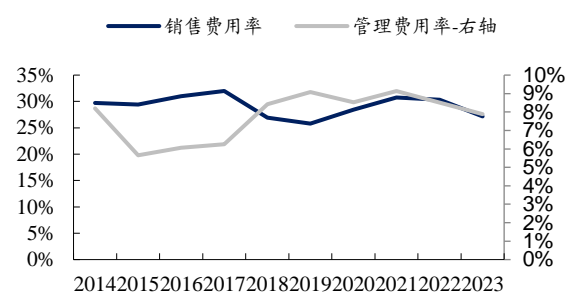
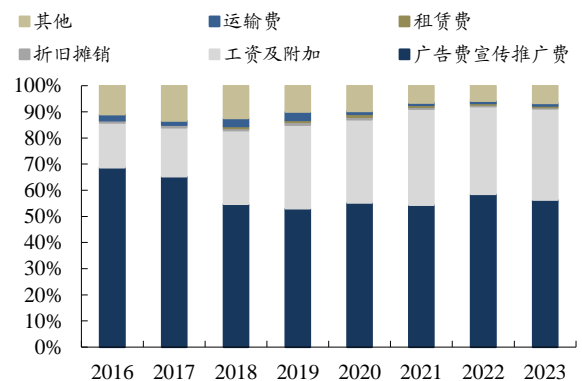


图38：公司上市以来费用率表现



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图40：2023年老白干销售费用率拆分



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

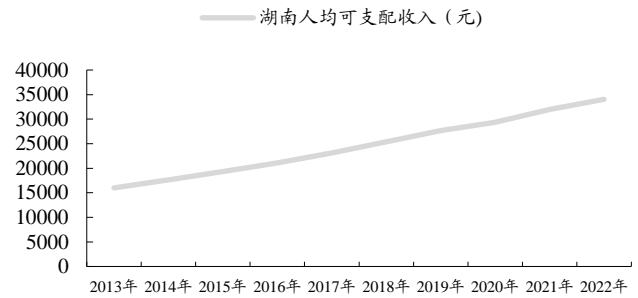
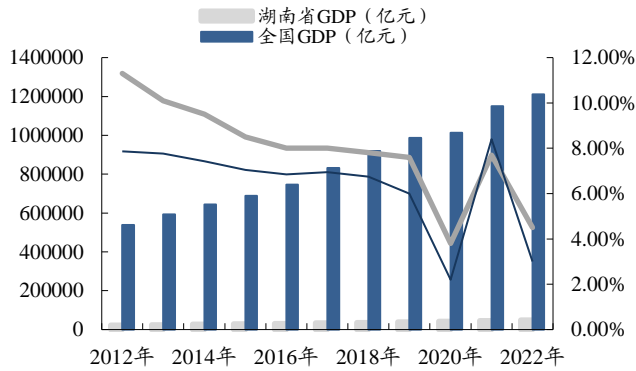
3. 武陵酒：酱酒三胜茅台，产能储备强扩张底气

3.1. 湖南白酒市场：酱香风潮方兴未艾，武陵市占率仍有提升空间

经济发展助力消费升级，酱香市场持续扩容。湖南省地处六省交界，作为“中部崛起”代表，综合经济实力位居全国前十，民营经济发展较好。2022年湖南地区GDP近十年增速基本均高于全国水平，除近三年受疫情影响增速放缓外，基本维持在7%-11%增长水平；2022年人均可支配收入为34036元，同比+6.39%；较好的经济水平和稳定的收入为白酒市场的消费升级奠定了基础。

图41: 2012-2022年湖南省及全国GDP变化

图42: 2012-2022年湖南人均可支配收入增长



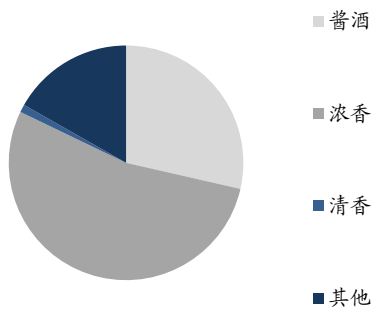
数据来源：国家统计局、东吴证券研究所

数据来源：国家统计局、东吴证券研究所

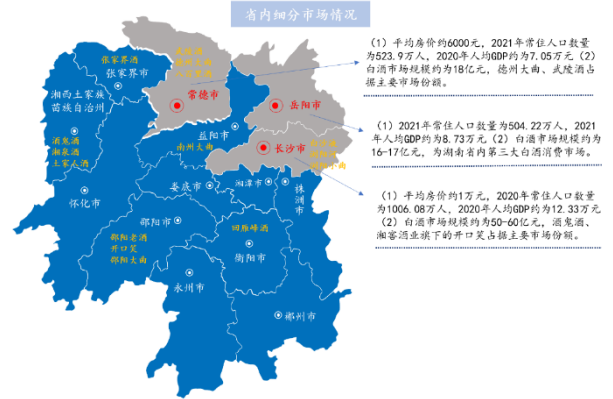
省内酱酒渗透率较高，白酒消费较为集中。2022年湖南酒类市场规模在280亿左右。分香型看，酱酒销售额规模在80亿左右，且仍在不断扩大；同期，浓香市场规模超过150亿元，清香市场份额仍较低。随着酱酒在湖南省内强劲的市场表现也促使湖南成为继广东、山东、河南之后，第二梯队的酱酒消费市场。分区域看，2022年长沙白酒消费市场规模预计50-60亿，常德约20亿，岳阳约20亿，是省内主要白酒销售区域。

图43: 2022年湖南省各香型格局

图44: 2022年湖南市场不同区域细分市场表现



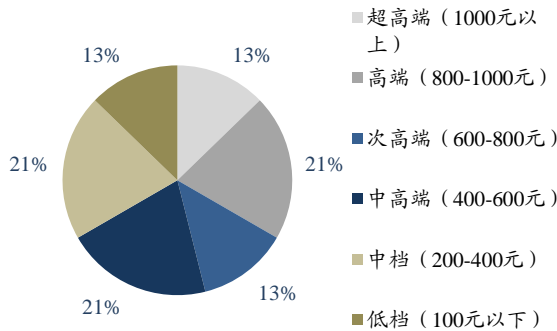
数据来源：国家统计局、东吴证券研究所



数据来源：国家统计局、东吴证券研究所

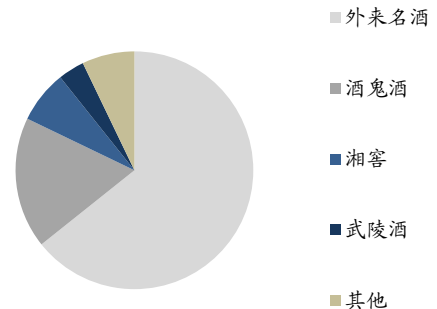
主流价格带持续上移，品牌市占率有待提升。2022年省内主流价格带已升至200元左右，以个人消费和宴席为主，相较其他非沿海地区消费水平更高。分价格带来看，高端市场中外来名酒依靠强大品牌基础，占据主要份额；次高端市场地产酒动销和占比较为理想；中低端市场则是本地品牌和外来品牌的激烈竞争。2022年来看武陵酒在地产酒中市占率位列第三，在湖南市场份额约为4%。

图45：2022年湖南省各价格带占比



数据来源：国家统计局、东吴证券研究所

图46：2022年湖南市场份额分布情况



数据来源：国家统计局、东吴证券研究所

表5：湖南省分价格带代表产品

主流价位	代表产品	企业类型
800元以上	茅台、五粮液、国窖 1573、内参、青花郎等	全国名企、省级龙头
500-800元	洋河 M3/M9、水井坊典藏、武陵酒等	全国名企、省级龙头
300-500元	水井坊、舍得、洋河天之蓝、郎酒、习酒、湘窖系列等	全国名企、区域酒企
150-300元	酒鬼系列、洋河天之蓝、西凤等	省级龙头
100-150元	海之蓝、开口笑、9年、毛铺苦荞、黑荞等	全国名企、区域酒企
30-100元	湘泉系列、白云边 5 星、毛铺苦荞金荞、波汾等	区域酒企
30元以下	牛栏山、小郎酒、酒中酒霸、湘泉简盒优、三两三江小白、小清纯、邵阳大曲等	全国名企、区域酒企

数据来源：公司官网、东吴证券研究所

“经济发展+政策”双轮驱动，湘酒未来发展空间可期。湖南省实体经济基础深厚，新兴优势产业快速发展，增长趋势稳定。从 2020 年起，湖南省委省政府开始加大对酒鬼酒、湘窖、武陵等白酒龙头企业的支持力度，2021 年 2 月，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》，提出了 1 个总体目标、2 个百亿企、3 个核心产区的发展要求，大力助推湘酒品牌的发展。其中武陵酒作为传统湖南地产酒和常德市的第一白酒企业，有望在湖南白酒政策的推动过程中充分受益。

表6: 湖南省支持湘酒振兴政策梳理

时间	部门	政策	细节
2018 年	湖南省政府、湖南省酒协	《湘酒发展蓝皮书》	提出“振兴湘酒”战略，争取到 2025 年将湘酒打造成年销售额突破 500 亿元的产业，培育 2 家总产值 50 亿元以上的企业，3-5 家 5-10 亿元以上企业。
2020 年	湘西州	《关于促进白酒产业高质量发展的意见》	提出“百亿”目标，构建了一种香型、一个龙头、一座酒城多个品牌的发展思路，加快白酒产能扩建，规划建设酒鬼酒文化生态产业园，促进酒鬼酒+旅游融合发展，打造湘西中国馥郁香型白酒核心产区地标。
2020 年 12 月	邵阳市	《关于加快白酒产业高质量发展的意见》	动员全市加快发展邵阳白酒产业，力争到 2025 年白酒企业总产值达到 50 亿元，力争到 2030 年全市规模以上白酒企业主营业务收入达到 80 亿元，税收突破 10 亿元。
2021 年 2 月	湖南工信厅	《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》	提出了 1 个总体目标（500 亿营收）、2 个百亿企业（酒鬼酒、湘窖）、3 个核心产区（湘西、常德、邵阳、衡阳）的发展要求
2021 年 11 月	常德市	《常德市支持白酒产业又好又快发展实施方案（2021-2025 年）》	提出力争到“十四五”末，常德市白酒产业全面实现年销售收入过 70 亿元，年税收过 15 亿元，白酒全产业链总产值过 100 亿元的目标。
2022 年 1 月	湖南省政府	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。

数据来源：政府官网、东吴证券研究所

3.2. 发展历史：三胜茅台实力，六度易主启新章

1952 年，常德市酒厂建成，所产酒称为“武陵酒”。历史上“品质三胜茅台”、但“管理层六度易主”。

武陵酒历史悠久，三胜茅台创辉煌。武陵酿酒的历史悠久，早在先秦时代便有“元月元日饮春酒”的习俗，1973 年，武陵酱酒被授予湖南名酒称号；1981 年全国白酒评比中武陵酒以 0.54 分第一次战胜茅台。1988 年武陵酒在全国第五届名酒评比会上以总分第一的成绩评分获得国家质量金奖，第二次战胜茅台，同时荣获中国名酒称号，结束了湖南省没有“中国名酒”的历史。2015 年武陵酒举办中国白酒史上最大规模的万人盲测活动，超六成的人都认为“酒体优于茅台”，实现了武陵酒历史上第三次超过茅台。

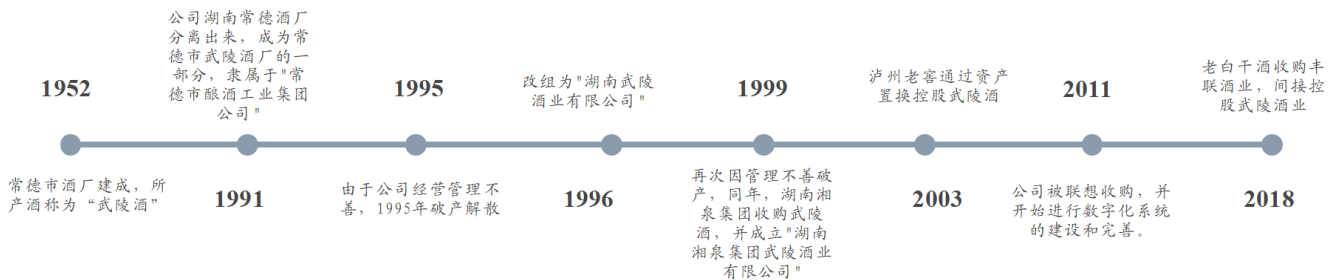
表7: 历史武陵酒所获荣誉

时间	荣誉
2019	武陵酒荣获“大国酱香领军品牌奖”
2016	武陵酒荣获常德市农业产业化“龙头企业”
2015	万人盲测，三胜茅台
2013	武陵酒荣获“最具增长潜质企业奖”
2012	武陵酒荣获“2012年度最具复兴价值品牌”
2011	荣获2008年度湖南省酿酒行业优质产品称号
1988	第五届白酒国家质量评比会上再胜茅台，获得国家金质奖章
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
1981	在全国白酒评比中，以0.54分首胜茅台

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

管理层六度易主，联想老将接棒整改有成效。1991年公司湖南常德酒厂分离出来，由于经营管理不善，1995年破产解散；1996年公司改组为“湖南武陵酒业有限公司”，再次因管理不善于1999年破产；同年湖南湘泉集团收购武陵酒，并成立“湖南湘泉集团武陵酒业有限公司”，因管理问题导致公司再次破产；2003年泸州老窖通过资产置换控股武陵酒，但在浓香盛行时期，武陵酒未享受时代红利。2011年公司被联想收购，并开始进行数字化系统的建设和完善。2015年，武陵酒管理层发生重要变动，此前在联想工作15年的浦文立带领20多人的团队正式接手武陵酒，对内治理管理混乱、严重亏损、调整人员，对外收缩区域回常德，重建短链销售体系，实现直达终端。在老白干的合并报表中，2018-2023年收入从1.95亿元增长至2023年的9.79亿元，CAGR=38%，量从2018年的940吨增长到2023年1921吨，吨价同步从20.8万元增长到50.9万元，实现量价齐升，推动毛利率从73.9%提至80.9%。

图47：武陵酒发展历史

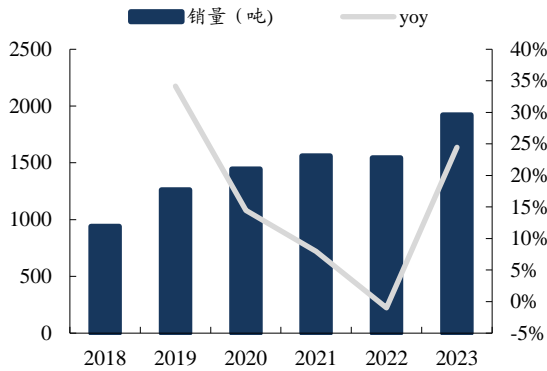


数据来源：公司官网、公司公告、东吴证券研究所

第一个五年计划顺利达成，第二个五年计划进行时。2015年至2019年，武陵酒的第一个五年规划基本实现，即实现5个亿元规模，在2019年酿酒规模扩大，两年之内，产线扩容，做更全面的体系支撑，为未来做更好的人员储备。第二个五年计划为实现10个亿以上规模，冲击湖南高端白酒行业第一，全省范围业务覆盖，全国省会城市布局不

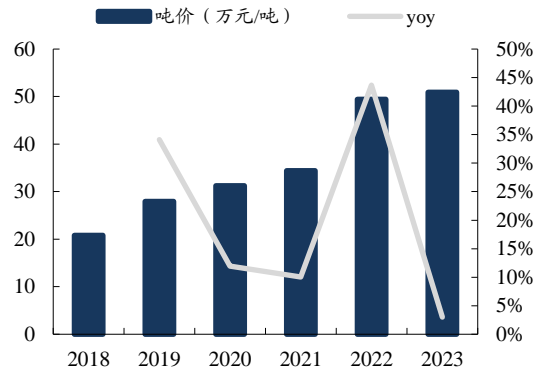
少于 5 个。

图48: 武陵酒销量表现



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图49: 武陵酒销量吨价拆分



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所













3.3. 产品高盈利，品质有保障

公司以高端酱酒为主，高毛利支撑高盈利能力。武陵酒主打高端酱香赛道，其中武陵上酱（2680）、武陵王（1680）、琥珀（1099）、武陵中酱（880）均实现快速放量，2023年重点千元以上产品营收占比超过70%。横向对比老白干旗下各个酒企的毛利率，2023年武陵酒的销售毛利率81%，持续位列老白干各品牌第一。

武陵酒采用传统酱香酒“12987”工艺酿造，核心产品的基酒年份久。武陵酒以川南糯红高粱为原料，用小麦培制高温曲，以石壁泥窖底作发酵池，一年为一个生产周期，是传统的酱香酒12987的工艺。从公司核心高端单品来看，均使用10年以上基酒，例如武陵上酱使用15年以上的基酒；武陵中酱使用8年以上的基酒；武陵王采用12年以上的3/4/5轮次基酒，并加入18年以上的老酒；基酒的年份真实可见，品质有保证。

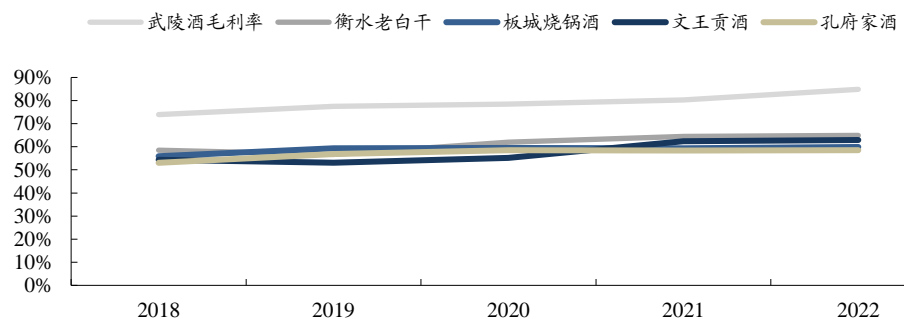
表8: 武陵酒产品矩阵

系列	产品名称	度数	规格	价格(元)	图示
酱香系列	武陵元帅	53度	500ml	9980	
	五星上酱	53度	680ml	6880	
	武陵上酱	53度	500ml	2680	
	武陵王(区外版)	53度	500ml	1680	
	武陵中酱	53度	500ml	880	
	武陵少酱	53度	500ml	680	

	武陵一号	53 度	500ml	2180	
	武陵二号	53 度	500ml	1280	
	武陵三号	53 度	500ml	880	
极客系列 (酱香型)	极客匠人匠心	53 度	1000ml	4299	
	极客琥珀 1000ml	53 度	1000ml	2199	
	极客琥珀 509	53 度	500ml	1099	
飘香系列 (浓香型)	武陵飘香 30 周年纪念版	53 度	500ml	599	
	武陵飘香尊享版	53 度	500ml	268	
	武陵飘香经典版	53 度	500ml	188	
洞庭春色系列 (兼香型)	武陵洞庭春色·金洞庭	52 度	500ml	238	
	武陵洞庭春色·红钻	52 度	500ml	188	
	武陵洞庭春色·蓝钻	52 度	500ml	188	

数据来源：公司官网、东吴证券研究所

图50: 公司分产品毛利率情况对比



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图51: 武陵酒酿造工艺



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图52: 武陵酒高端酒使用基酒年份时间长



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

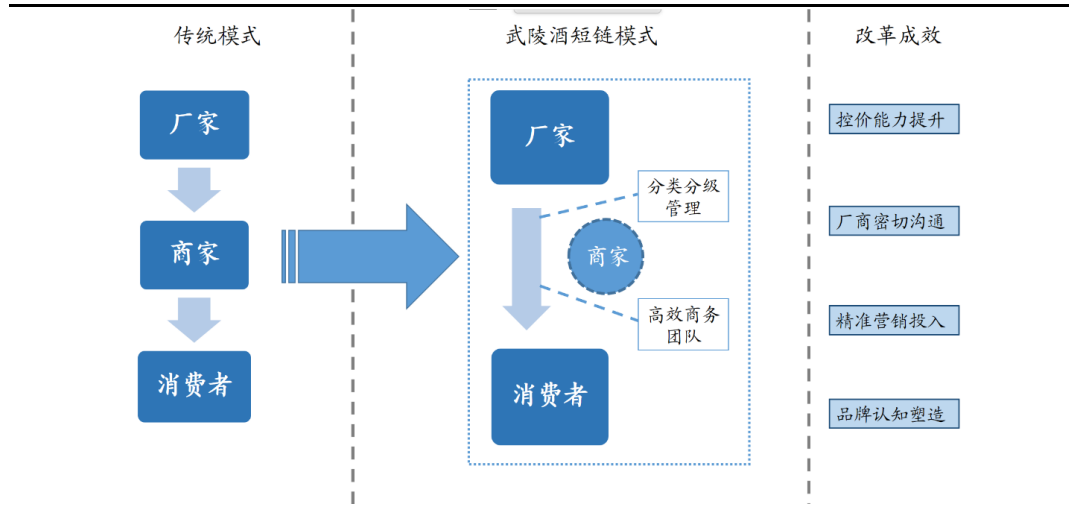
3.4. 老白干管理层入驻，开启省内省外精细化版图扩张

2022年2月，老白干总经理赵旭东接任武陵酒董事长，原老白干营销公司副总经理张毅超担任武陵酒新任总经理。新管理层上任后对武陵酒的目标清晰，产品方面坚持做高端酒，中酱、琥珀、武陵王、上酱四大单品是聚焦重点；区域方面要省内版图扩张、全国化扩张。

3.4.1. 短链模式直通C端，省内渠道模式复制性强

首创渠道的短链模式，对终端实现强掌控。2015年，在联想工作15年的浦文立主动请缨接管武陵酒，担任湖南武陵酒有限公司董事长，并开始对武陵酒的进行大刀阔斧的改革。除了产品端减条码、整体收缩回常德等动作，公司坚持“谁离消费者最近，谁最有价值”的互联网思维，把多链条、多环节的供应链，改为由酒厂直接面对终端门店和消费者，直签了常德本地1005家终端店面；短链模式下提高市场响应速度，同时增强市场掌控能力，实现全面终端控价和价格监管，维持渠道利润分类，形成厂店之间以价值为纽带的合作伙伴关系。

图53: 武陵酒短链模式示意图



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

短链模式在常德和长沙运转良好，有望逐步复制其它市县。2016-2017 年经历模式探索，2017 年底武陵酒的短链模式开始见效，2018 年武陵酒开始走上正轨，并且进军长沙开启市场拓展。2022 年开始继续推进该模式向全省覆盖，加速走进湖南岳阳、益阳，衡阳、湘潭、株洲、郴州等省内城市，目前逐步完成全省地级市的覆盖。一方面公司增强营销氛围，通过大小品鉴会/平台游等消费者活动，加深品牌认知；另一方面严格筛选终端筛选，针对每一家入驻门店都有一套完善考察系统以及稽核制度，对于倒串货、低价倾销、售卖假货等方式严格管控，终端实现良好秩序，销售推进顺畅，终端商长期合作意愿较高。截至 2023 年末，武陵酒已在下游有约 8649 个终端与大客户，构筑了其稳步发展底盘，单位终端的营收贡献量持续从 2018 年的 3.12 元万提升到 2022 年的 11.31 万元。

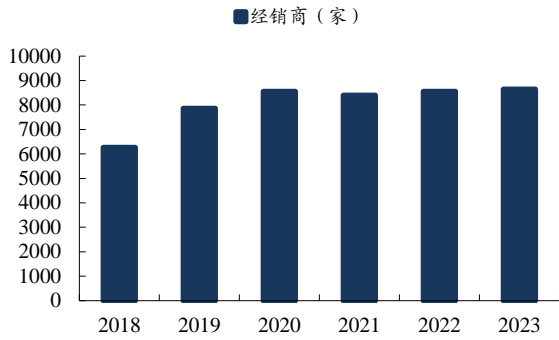
表9：近年武陵酒营销推广活动

时间	营销活动
2023/9/28	武陵酒粉丝节暨下沙大典
2023/4/28	武陵酒和他的朋友们·陈年武陵酒之夜
2019/11/10	2019 超燃德马，武陵酒跑团激情全开
2018/10/28	2018 武陵酒之夜，万人嗨唱，完美收官！
2016/9/12	“武陵酒杯”2016 年湖南桃花源高尔夫夏季会员邀请赛圆满收杆
2016/4/8	“武陵酒杯”首届全国中青年书法家获奖作品展常德开幕
2016/4/8	“武陵美酒天下香”惊艳亮相尚一网全国网友春晚

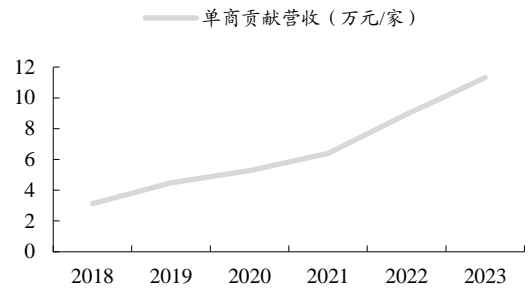
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图54：武陵酒终端数量（家）

图55：武陵酒单位终端贡献收入（万元）



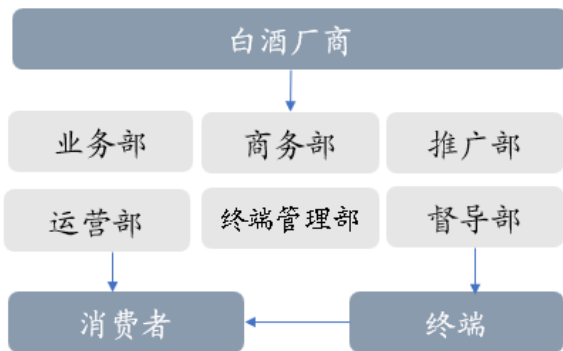
数据来源：公司公告、东吴证券研究所



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

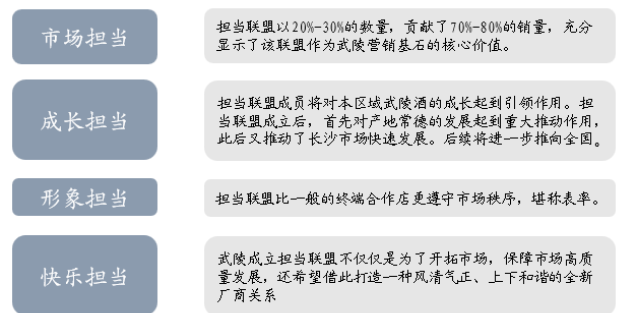
渠道模式内容再升级，全面赋能终端。在原有基础上，(1)武陵酒的“14769体系”中通过设计6大不同职能部门，在赋能和控制两个层面升级终端店主对用户教育和运营的能力，增加与终端联系，根据规模、能力大小将终端分为三类：盟主、担当联盟和普通成员，2019年11月首提担当联盟概念，次年5月联盟正式成立，到今年联盟成员数量超过200家。根据微酒，在武陵酒模式下，2022年武陵酒担当联盟以20%~30%的数量，贡献了70%~80%的销量。(2)此外公司进一步推出“新经销”+“友享荟”，新经销是在核心终端店中找到具有价值观趋同、模式认同、产品认同的合作伙伴，将其升级为经商业伙伴，从团购业务延伸到终端分销业务上，并复制武陵的终端直达业务模式系统，一起成长。友享荟模式则是赋能具有人脉资源的行业外伙伴，只要价值认同、模式认同、产品认同，就能得到详尽的卖酒方案、用户教育方案和组织体系的构建。合作方式多样化，旨在全面赋能终端，实现对终端的精细化管控，也是维持价盘的基础。

图56：武陵酒营销结构



数据来源：酒说、东吴证券研究所

图57：武陵担当联盟的使命及愿景



数据来源：酒说、东吴证券研究所

表10：武陵酒 “14769体系”

	内容
1个理念	终端店不是外部客户，而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
4个前提	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

7 大系统 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
 6 个部门 业务部, 商务部, 推广部, 运营部, 终端管理部, 督导部
 9 个步骤 终端店不是外部客户, 而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

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图58: 2021年推出友享荟模式



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

表11: 武陵酒回购政策梳理

时间	主要产品	主要内容
2022 年	琥珀	面向终端商家进行一对一沟通, 不问产品来源、不管散件还是整件, 不管数量多少, 均在可回收范围之内; 武陵按照涨价后的价格对市面的琥珀产品加价回购, 尽快消化市场库存, 对于能卖的客户, 最大化维护他们的高盈利空间。对于不能卖的客户, 保证尽快实现资金回笼, 等价格稳定后还能继续售卖, 保证合作无忧。
2023 年	武陵王	主要针对常德市场 2019 年、2020 年、2021 年三个年份和长沙市场 2019 年和 2020 年两个年份产品, 年份越久, 回收价格越高。依然遵循自愿原则, 只要是合作店自身产品, 只要终端店愿意出让, 厂家均可加价回收。

数据来源: 云酒头条、东吴证券研究所

3.4.2. 省外泛全国化新征程, 区域扩张选择、打法均清晰

武陵酒的全国化率先选择广东和河南两大重要酱酒市场, 长远来看河南市场可进军京津冀, 广东市场可覆盖珠三角。2023 年 2 月 1 日, 以“唯变不变 远方不远”为主题, 2023 武陵酒担当联盟大会在长沙召开, 会上确立了武陵酒全国化的目标。1) 从打法上来看, 省外扩张初期还是维持省内大店+运营模式, 精细化运作, 后续再逐步转成平台。2) 从区域上来看, 北上河南, 南下福建广东, 河南酱酒市场规模超 200 亿元, 福建预计超 100 亿元、广东预计接近 200 亿元, 均是酱酒重要市场, 酱酒市场份额在广东和河南占比在 50%左右。公司逐点召开发布会, 呈现紧锣密鼓的市场进军节奏。

图59: 武陵酒点亮河南仪式



数据来源: 酒说、东吴证券研究所

图60: 武陵酒深圳发布会



数据来源: 酒说、东吴证券研究所

积极扩张产能，匹配扩张的实力。2018年10月，总投资15亿元武陵酒新厂区与长的经开区正式签约，规划面积500亩，规划酿酒产能6600吨、储能4.5万吨，主要集中于武陵王、极客、三酱三个系列的扩张，是落实常德市委市政府“百亿白酒产业”和实现“工业倍增”计划的具体体现。2020年5月，武陵酒占地500亩、酿酒5000吨以上的新厂建设开工。2021年9月，武陵酒新厂一期一标顺利建成投产。2022年9月，一期工程产能5000吨的五个车间正式投产，预计到2023年以后武陵酒产能超过6000吨，也为武陵酒全国化提供了坚实的保障。

表12: 武陵酒扩产计划 (吨)

系列产品	一期	二期	合计
武陵王系列	900	800	1,700
极客武陵系列	1,800	1,400	3,200
武陵三酱系列	900	800	1,700
基酒合计	3,600	3,000	6,600

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

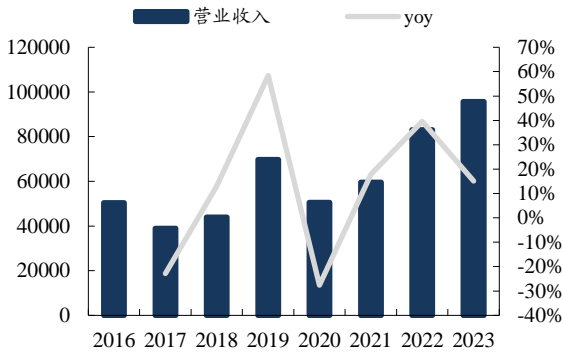
4. 其他品牌: 稳定发展, 旨在实现品牌/产品结构升级

4.1. 板城烧锅酒: 量价齐升, 聚焦河北市场协同并进

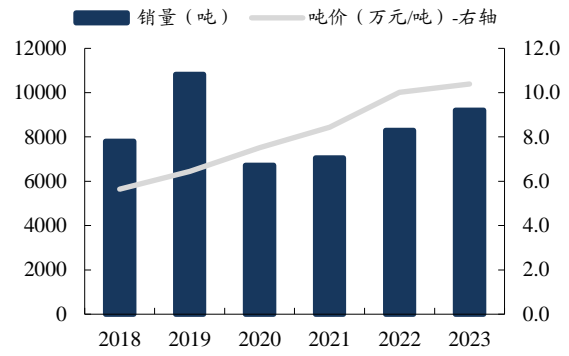
量价齐升，盈利能力增强。板城烧锅酒的前身为河北省承德县“庆元亨酒坊”，1956年成立承德联合厂，2001年由国营企业改制为民营制企业并命名为承德乾隆醉酒业有限责任公司，2012年醉乾隆酒业被丰联酒业收购，2018年并入衡水老白干旗下。2023年板城烧锅营收9.57亿元，同比增长15%（2018-2022年复合增速为17%），量价拆分来看，2023年板城烧锅销量9207吨，同比增长11%；2023年吨价为10.4万元/吨，同比小幅增长。2023年毛利率为61.8%，相较2018年提升5.9pct，盈利能力有所提高。

图61: 板城烧锅酒营收及增速 (万元)

图62: 板城烧锅酒吨价及增速



数据来源：公司公告、东吴证券研究所



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

产品矩阵清晰，后续定位预计与本部形成差异化。板城烧锅酒目前拥有“龍印、和顺、号窖、一品柔”四大系列。整体来看龍印站位品牌形象，和顺系列、号窖系列次高端价位以下价位段，与衡水老白干本部产品有望形成有效互补，进一步满足大众饮酒需求。

表13: 板城烧锅酒产品矩阵

系列	名称	价格 (元)
龍印系列	龙印 50	3999
	金奖龍印	2198/2000
	盛世龍印	1098/998
	太平龍印	698/598
和顺系列	板城和顺 1956	368/328
	板城和顺 1975	188/168
号窖系列	壹号窖	268
	贰号窖	188
	叁号窖	118
一品柔系列	一品蓝柔	85
	一品红柔	78
	一品蓝柔	75

数据来源：公司官网、京东

三大战区奠定扩张计划，数字化助力终端营销。板城烧锅酒的生产基地位于河北省承德市承德县，主销市场为河北省，与衡水老白干相配合。公司坚持直销和分销相结合的模式，以石家庄样板市场为试点，成立中南北三大战区，并向邯郸、唐山等河北省内市区延伸。在终端营销上，板城推出板城酒馆，并积极打造数字化营销，将品牌故事与产品相结合。

4.2. 文王贡酒：高端化升级助推盈利提高，深耕阜阳市场逐步扩张

皖酒入局扩充市场，盈利能力显著提升。文王贡酒前身为地方国营临泉县酒厂，2002年改制为民营企业，2012年被丰联酒业收购，后于2018年并入老白干。2023年文王贡酒营收达5.5亿元，同比增速为17%（2018-2023年复合增速为16.6%）。量价拆分来看，2023年销量7045吨，同比+9%，吨价7.76万元/吨，同比+6%。盈利端来看，2022年毛利率为62.4%，相较2018年提升8.1pct，盈利能力增幅较大。

图63: 文王贡酒营收及增速

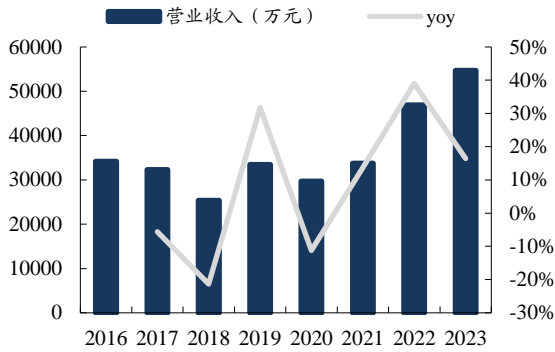
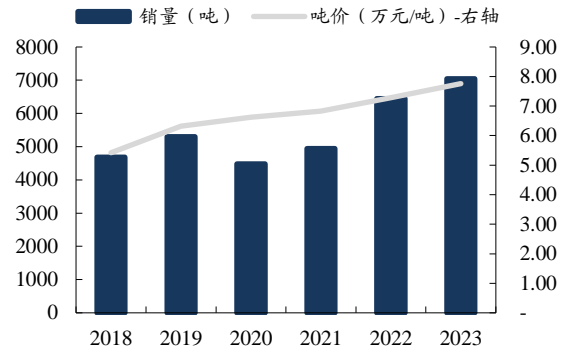


图64: 文王贡酒吨价及增速



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

聚焦三大产品系列，推动产品结构升级。价格带文王贡酒的产品系列主要包括“人生系列”、“年份专家”和“皇宫宴”。1) 人生系列于2015年推出包括“而立”、“不惑”、“天命”三款产品，覆盖百元至次高端价格带，后于2019年发布“甲子”扩充高线次高端价格带。2) 年份系列于2018年推出，主要面向婚宴场景。3) 皇宫宴于2023年上市，聚焦次高端和高端市场，助力品牌结构升级。

表14: 文王贡酒产品矩阵

系列	名称	价格 (元)
皇宫宴系列	皇宫宴 (席)	1588/1288
	皇宫宴 (贡)	699/588
人生系列	甲子	899
	天命	638
	不惑	228
	而立	158
年份系列	20	550
	18	388
	15	248
	12	208
	9	148
	8	128
	6	98

经典系列	人和	428
	天时	228
正一品系列	干货	80
	年年有余	80
	三星	68
	金方	58

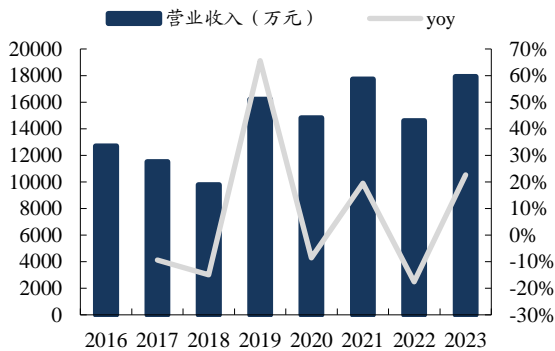
数据来源：公司官网、京东

深耕阜阳市场，打造地区第一品牌。文王贡酒立足于阜阳市场在安徽省内进行扩张。截至 2023 年，公司在安徽地区经销商数量为 171 个，同比增长 26 个，增长趋势较为稳定。2020 年文王贡酒提出“大阜阳战略”，在阜阳建设营销中心，提出“22210”（“专家联盟、人生荟”2 大平台、2 个亿级经销商、2 个五千万级经销商、10 个千万级市场）目标，致力于成为阜阳地区第一白酒品牌，并通过阜阳辐射全省。

4.3. 孔府家酒：深入推动鲁酒文化，产品结构精简且向上

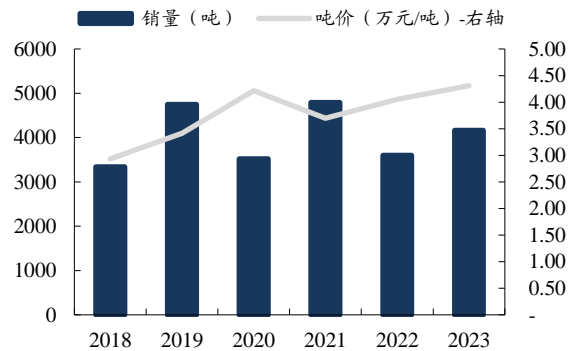
疫情影响销量受阻，鲁酒振兴在途。孔府酒家于 1958 年以国营形式成立，几经波折后于 2018 年被老白干收购。2023 年孔府家酒营收为 1.79 亿元，同比增长 23%，2018-2023 年复合增速为 13%。量价拆分来看，2023 年孔府家酒销量 4159 吨，同比+15%；2023 年吨价为 4.31 万元/吨，同比增长 6%。盈利端来看，2023 年毛利率为 60.7%，相较 2018 年提升 7.6pct，提升亦显著。

图65：孔府家酒营收及增速



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图66：孔府家酒吨价及增速



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

清理低档产品，推动高端化升级。孔府家酒从 2016 年起开始精简产品线，目前主要拥有“陶系列”、“府藏系列”、“朋系列”和年份系列。1) 陶系列定位低端，满足百元以下饮酒需求。2) “府藏系列”定位百元价格带，产品设计与儒风文化相结合。3) “朋系列”定位次高端，主要面向平台商和核心团购。4) 年份系列于 2022 年推出，扩充品牌次高端产品线，推动品牌产品向高端化升级。

表15：孔府家酒产品矩阵

系列	名称	价格(元)
中国礼系列	中国礼	1980
朋系列	朋 15	620
	朋 9	329
	朋 6	239
折桂系列	德·折桂	499
	德·青云	188
年份系列	年份 8	548
	年份 5	378
府藏系列	府藏儒雅	115
陶系类	新经典大陶	45

数据来源：公司官网、京东

深耕山东市场，发展国际化高站位。孔府家酒聚焦山东市场，在济宁、曲阜市的市场占比已超过 50%，并以外围据点和电商两方入手，拓展经销渠道。截至 2023 年末，山东地区经销商为 210 家，同比增加 2 家。此外，孔府家酒从上世纪 80 年代起开始发展出口业务，销往美国、韩国、新加坡、法国等 20 多个国家和地区。目前真年份系列已亮相国际性盛会，推动品牌的国际化站位。

5. 盈利预测

收入端：通过战略聚焦和精耕，老白干本部在河北的地产酒群体价位领先、优势逐步显现，持续稳健增长可期；武陵酒高盈利、内外均有扩张空间，收入有望继续实现高增，孔府家实现恢复性增长，文王贡保持较快增长。我们总体预计 2024-2026 年收入分别为 58、66、74 亿，同比+10%/14%/12%。

利润端：公司持续聚焦次高端及以上，产品结构持续推动毛利率，此外公司本部精细化管理增强，费改提升费效比，净利率有望弹性释放；省外酒企利润率保持较为稳定的态势，我们预计 2024-2026 年归母净利润 8.5、10.9、13.3 亿，同比+28%/28%/22%。

表16：老白干经营表现拆分（单位：亿元、万吨、万元/吨）

		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
合并	总营收	40.27	46.53	52.57	58.06	65.88	73.79
	yoy	11.9%	15.5%	13.0%	10.4%	13.5%	12.0%
	酒类收入	37.5	43.5	57.6	65.5	73.4	81.8
	yoy	10.0%	15.9%	14.8%	13.8%	12.1%	11.5%
衡水老白干	收入	21.1	21.4	26.5	29.7	32.9	36.6
	yoy	4.7%	1.6%	12.5%	12.0%	11.0%	11.0%
	毛利率	64.5%	64.9%	59.5%	59.5%	59.1%	58.7%

	销量	3.0	2.9	3.4	3.8	4.1	4.5
	yoy	-10.6%	-1.0%	10.3%	9.8%	8.8%	8.8%
	吨价	7.1	7.3	7.7	7.9	8.0	8.2
	yoy	0.17	0.03	0.02	0.02	0.02	0.02
	收入	5.4	7.6	12.0	14.4	17.0	19.6
	yoy	18.8%	42.3%	23.0%	20.0%	18.0%	15.0%
	毛利率	80.20%	84.86%	79.04%	79.44%	79.44%	79.44%
武陵酒	销量	0.16	0.15	0.23	0.26	0.30	0.33
	yoy	8.0%	-1.0%	20.6%	14.3%	12.4%	9.5%
	吨价	34.4	49.4	51.9	54.5	57.3	60.1
	yoy	10.05%	43.67%	2.00%	5.00%	5.00%	5.00%
	收入	6.0	8.3	11.0	12.3	13.6	14.9
板城烧锅	yoy	17.9%	39.6%	15.0%	12.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	59.34%	59.91%	61.47%	61.84%	62.93%	63.99%
	收入	3.4	4.7	6.2	7.1	7.8	8.6
文王贡酒	yoy	13.8%	39.0%	13.0%	15.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	62.45%	62.92%	61.99%	62.72%	63.43%	64.12%
	收入	1.8	1.5	1.9	2.0	2.1	2.2
孔府家	yoy	19.5%	-17.6%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	58.43%	58.52%	60.73%	60.73%	60.73%	60.73%

数据来源：东吴证券研究所

估值端：我们选取区域酒代表企业古井贡酒、迎驾贡酒、洋河股份、今世缘、金徽酒、伊力特作为可比公司，可比公司 24-25 年 PE 均值分别为 20、16 倍。展望未来，公司改革持续推进，收入表现稳健，费效比提升，业绩处于弹性释放阶段。同时，我们使用分部估值方法：

(1) 从本部发展来看，公司坚定不移侧重次高端及以上的大单品系列，未来板城将作为 100-300 元主力品牌，跟本部的产品结构形成互补，持续站位发展；从改革进展来看，2023 年石家庄改革库存有所下降、2023-2024 年公司将持续的进行内部人员优化、薪酬精细化管理、渠道数字化管理等改革措施，随着产品结构提升和费用投放的精进，预计 2025 年老白干本部经营实现的净利率有望提升至 10-15%，考虑公司本部未来净利率的长期提升空间较大，以及在河北龙头地位稳固，给予老白干本部经营 25 倍成长估值，公司本部目标市值 100 亿左右。

(2) 从武陵酒公司的发展来看，武陵酒将扎实做省内市场的思路清晰、省外在酱酒容量大的市场点状扩张推进，随着公司收入的持续扩张和费用投放细化，我们保守预计 2025 年净利率接近 25%，考虑当前酱酒的平均估值水平和武陵酒公司的长期成长性，保守给予 2025 年 25 倍，目标市值 90 亿左右。

(3) 老白干公司体内其他酒企目前基数较小，我们预计在持续精细化操作下可保持 30%以上的净利润年均复合增长率，给予 20 倍成长估值，三家合计目标市值约 70 亿。

根据以上的分部估值，我们给予老白干 2025 年综合目标市值为 260 亿，维持“买入”评级。

表17：可比公司估值表（截至 4 月 29 日收盘）

公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润(亿元)				PE			
			2022A	2023A	2024E	2025E	2022A	2023A	2024E	2025E
古井贡酒	1,218	266	31	46	60	74	39	27	20	16
迎驾贡酒	573	72	17	23	29	36	34	25	20	16
洋河股份	1,444	96	94	100	104	115	15	14	14	13
今世缘	747	60	25	31	38	47	30	24	20	16
金徽酒	112	22	3	3	4	5	40	34	27	22
伊力特	97	21	2	3	4	5	59	29	23	18
均值							36	25	20	16
老白干酒	196	21	7	6	9	11	28	27	21	17

数据来源：wind、东吴证券研究所（伊力特采取 wind 一致预测，其他标的采取东吴入库报告）

6. 风险提示

消费复苏不及预期。如果消费复苏不及预期，可能会影响公司各个板块的发展。

省内升级不及预期。省内消费有潜力，但是如果升级不及预期，竞争激烈的情况下会影响老白干本部的销售表现。

河北市场香型和品牌竞争持续加剧风险。倘若市场持续竞争加剧，各品牌持续加大投入，或对公司销售产生负面影响。

食品安全问题。食品安全问题是红线，倘若触犯红线，会严重影响企业的声誉。

老白干酒三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	5,866	6,722	7,739	8,842	营业总收入	5,257	5,806	6,588	7,379
货币资金及交易性金融资产	2,285	2,597	3,124	3,721	营业成本(含金融类)	1,727	2,063	2,316	2,571
经营性应收款项	197	133	137	152	税金及附加	875	946	1,074	1,203
存货	3,350	3,956	4,441	4,931	销售费用	1,428	1,351	1,445	1,526
合同资产	0	0	0	0	管理费用	415	360	357	368
其他流动资产	34	37	38	38	研发费用	13	12	11	11
非流动资产	3,635	3,630	3,652	3,667	财务费用	(16)	(8)	(9)	(11)
长期股权投资	79	79	79	79	加:其他收益	40	41	46	52
固定资产及使用权资产	1,775	1,685	1,623	1,553	投资净收益	19	6	7	7
在建工程	51	101	151	201	公允价值变动	6	0	0	0
无形资产	840	875	910	945	减值损失	4	1	1	1
商誉	607	607	607	607	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	16	16	16	16	营业利润	884	1,129	1,448	1,770
其他非流动资产	266	266	266	266	营业外净收支	6	6	6	6
资产总计	9,501	10,351	11,391	12,509	利润总额	891	1,136	1,454	1,776
流动负债	4,523	5,122	5,821	6,527	减:所得税	225	284	363	444
短期借款及一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	净利润	666	852	1,090	1,332
经营性应付款项	431	514	577	641	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	1,521	1,815	2,038	2,263	归属母公司净利润	666	852	1,090	1,332
其他流动负债	2,571	2,793	3,206	3,624	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.73	0.93	1.19	1.46
非流动负债	168	168	168	168	EBIT	843	1,074	1,385	1,700
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,016	1,365	1,699	2,040
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	67.15	64.47	64.85	65.15
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	12.67	14.67	16.55	18.05
其他非流动负债	168	168	168	168	收入增长率(%)	12.98	10.43	13.48	12.00
负债合计	4,690	5,289	5,989	6,695	归母净利润增长率(%)	(5.89)	27.89	28.01	22.18
归属母公司股东权益	4,810	5,062	5,402	5,814					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	4,810	5,062	5,402	5,814					
负债和股东权益	9,501	10,351	11,391	12,509					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	795	1,184	1,600	1,858	每股净资产(元)	5.26	5.53	5.91	6.36
投资活动现金流	57	(453)	(502)	(521)	最新发行在外股份(百万股)	915	915	915	915
筹资活动现金流	(325)	(600)	(750)	(920)	ROIC(%)	13.69	16.32	19.86	22.73
现金净增加额	527	131	347	417	ROE-摊薄(%)	13.84	16.83	20.18	22.91
折旧和摊销	174	291	314	340	资产负债率(%)	49.37	51.10	52.57	53.52
资本开支	(148)	(279)	(329)	(349)	P/E (现价&最新股本摊薄)	27.29	21.34	16.67	13.64
营运资本变动	67	55	209	200	P/B (现价)	3.78	3.59	3.36	3.13

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>