

口子窖 (603589.SH)

买入 (首次评级)

改革稳步推进，稳中求胜抓住发展新机遇

当前价格：40.55 元

投资要点：

安徽省白酒市场容量大，区域经济活跃有望持续支撑行业规模扩容

安徽省白酒饮力排全国第三，产量位列全国第五，高容量的白酒市场给当地酒企提供了较大的发展空间。同时，近年来安徽重点发力第三产业，科技创新能力持续增强，尤其是在新能源汽车领域的发展，2023年安徽省产新能源汽车86.8万辆，近10年的CAGR达53.83%。我们认为安徽本土经济发展韧性较强，民营经济活跃度较高，未来将持续支撑省内白酒主流价格带向上升级，当前主流价格带为200元左右，预计未来100-300元价格带仍将持续扩容，对口子窖本身知名度较高的年份系列以及兼系列创造了较大机会

“兼”系列布局下一个十年，品牌高度不断向上

口子窖渠道调整告一段落，可为产品升级战略奠定扎实的基础，公司积极引入麦肯锡咨询为企业制定发展战略，2023年，公司在合肥推出战略兼系列，兼10、兼20和兼30分别占位300元、500元和千元以上的三个价格带，公司以兼20为核心，以兼10、兼30为两翼，推动产品结构的升级发展，而兼香518、初夏、仲秋则作为口子窖战术性产品。自兼系列发布后，口子窖业绩的加速增长，2023年量价增速分别为10.94%和4.2%，其中高档酒销量增长了18.42%，我们认为兼系列正在成为口子窖新增长的强劲引擎。

渠道扁平化改革稳步推进，渠道2.0模式助力战略有效落地

酒企不同的发展阶段需要匹配不同的渠道模式，2019年口子窖开始针对渠道进行扁平化改革，意在引进新晋经销势力，将区域内全产品代理改为分产品代理、发展团购渠道，以及在现有代理商未覆盖区域另选其他代理商等，但由于年份酒仍撰取在原有大商手中，导致改革效果暂不明显，因此公司2023年兼系列的推出也是产品配合渠道改革的一部分。2023年公司除了推出兼系列更新产品矩阵，还对大商制进行平衡性改革，首先在合肥、芜湖、安庆、蚌埠试点，大商和小商共同成立中间的平台公司，平台公司仅负责物流、打款和政策执行工作，销售政策制定、费用投放、终端对接等均有口子窖公司执行，此类做法不仅积极引入小商，还进一步增强了公司对渠道的掌控力。

盈利预测与投资建议

我们预计公司24-26年归母净利润分别为20.14/23.03/25.93亿元，同比增速分别为17%/14.4%/12.6%，对应PE分别为12/11/9倍。参考24年可比公司平均PE约16.42倍，公司的24年PE低于可比公司，考虑到公司当前改革势头强劲，预计后续逐步释放成长性，首次覆盖给予“买入”评级。

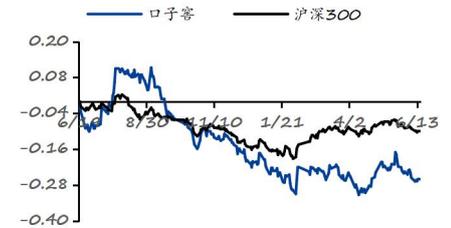
风险提示

市场竞争加剧、渠道改革不及预期、食品安全风险等。

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	600.00/598.12
流通A股市值(百万元)	24,253.74
每股净资产(元)	17.21
资产负债率(%)	20.53
一年内最高/最低价(元)	64.18/36.65

一年内股价相对走势



团队成员

分析师：刘畅 (S0210523050001)
lc30103@hfzq.com.cn
分析师：张东雪 (S0210523060001)
zdx30145@hfzq.com.cn
联系人：林若尧 (S0210123070039)
lry30204@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,135	5,962	6,798	7,600	8,443
增长率	2%	16%	14%	12%	11%
净利润(百万元)	1,550	1,721	2,014	2,303	2,593
增长率	-10%	11%	17%	14%	13%
EPS(元/股)	2.58	2.87	3.36	3.84	4.32
市盈率(P/E)	15.7	14.1	12.1	10.5	9.4
市净率(P/B)	2.7	2.5	2.2	2.0	1.8

数据来源：公司公告、华福证券研究所



投资要件

关键变量

- 1) 高档白酒：预计安徽省内经济活跃，白酒市场结构升级将持续，预计公司高档白酒将享受结构升级红利，预计24-26年营收增速分别为14%/11.6%/10.6%，毛利率预计伴随结构提升分别为76.1%/76.3%/76.5%；
- 2) 中档白酒：预计中档市场公司将享受集中度提升以及结构提升的红利，预计24-26年营收增速分别为5.1%/4%/3%，毛利率预计将结构提升下分别达46.4%/47.9%/48.9%；
- 3) 低档白酒：考虑到白酒行业结构升级更多是存量替代，预计公司24-26年低档白酒营收增速分别为-0.3%/-1.1%/-1.1%，毛利率分别为45.4%/46.6%/47.1%。

我们区别于市场的观点

市场对在当前环境下，公司基本面可否持续增长有一定分歧。

- 1) 从行业层面，我们认为虽然短期内宏观经济有所波动，但安徽第三产业占比较高，2024年《政府工作报告》提出，要加快发展新质生产力。近年来，安徽区域创新能力居全国前列，尤其是在新能源汽车领域的投资与发展，2023年安徽省产新能源汽车86.8万辆，近10年的CAGR达53.83%。我们认为安徽本土经济发展韧性较强，民营经济活跃度较高，未来将进一步促进省内白酒价格带向上升级；
- 2) 从公司层面，首先公司2023年股东大会资料中提出2024年营收目标达70.35亿元，对应同比增速达18%，比公司股权激励目标要求的15%增速更高，并且根据历史资料，公司上市以来仅2017（27%）、2018（18.5%）、2021（25.37%）增速超过18%，本次目标的披露无疑显现管理层经营信心，预计公司未来发展将有所提速。我们认为：1) 公司口子年份系列仍具备较强的市场地位，预计短期内仍可以构筑公司基本面支撑，而兼系列推出后仍驱动公司2023年业绩增长边际提速，当前发展势头良好，后续仍有扩展空间；2) 公司渠道扁平化改革后，掣肘公司此前发展的短板补齐，预计后续将对市场动向更敏感，终端把控能力更强，预计在产品端改革的配合下，后续基本面仍具备较强向上催化；
- 另外，估值方面，口子窖在营收、利润、人均产能与迎驾贡酒整体相仿的情况下，估值折价却达到了33.4%（根据2024年6月18日收盘价计算），市值差距较大，我们认为这一定程度上来自20年后口子窖业绩增速较弱的原因，但公司2023年积极调整，在品牌升级和渠道变革之后，我们预计估值折价将逐步修复。

股价上涨的催化因素

白酒市场旺销氛围快速提升、公司兼系列动销加快等。

估值和目标价格

参考24年可比公司平均PE约16.42倍，公司的24年PE低于可比公司，考虑到公司当前改革势头强劲，预计后续逐步释放成长性，首次覆盖给予“买入”评级。

投资风险

市场竞争加剧、渠道改革不及预期、食品安全风险等。



正文目录

1 口子窖：传承经久，别具匠心	4
1.1 历史复盘：年份奠定基础，兼香开辟未来	4
1.2 产能提质增效，基酒储备充足，一企三园完善建设	5
1.3 核心高管团队稳定，股权激励体制完善	5
2 安徽酒市：区域经济向好，白酒市场有望持续扩容	6
2.1 区域经济稳中向好，白酒市场持续扩容	6
2.2 竞争格局：从群星闪耀到一超两强	8
3 积极深化改革，谋求后续发展	10
3.1 产品：兼系列拉升品牌占位，100-300 价格带产品布局扎实	10
3.2 渠道：扁平化改革补足渠道短板，强操盘能力预计将赋能公司再次起跳	13
4 积极变革，未来可期	14
5 盈利预测与投资建议	16
6 风险提示	18

图表目录

图表 1： 口子窖营收复盘	5
图表 2： 一企三园	5
图表 3： 口子窖股权结构	6
图表 4： 口子窖核心高管团队稳定	6
图表 5： 股权激励计划	6
图表 6： 安徽省与全国 GDP 增速	7
图表 7： 安徽省人均 GDP 及增长情况	7
图表 8： 安徽白酒产量排名全国第五	7
图表 9： 饮酒力（两/人）	7
图表 10： 安徽省三大产业占比情况	7
图表 11： 安徽省新能源汽车产量（单位：万辆）	7
图表 12： 安徽白酒规模约 350 亿元，结构上仍有升级空间	8
图表 13： 安徽白酒产量（单位：万千升）	9
图表 14： 安徽省白酒四强合计占据接近 70% 的份额	9
图表 15： 徽酒格局复盘	9
图表 16： 公司当前高档白酒已占据营收较大比重	10
图表 17： 近几年价增稳定	10
图表 18： 口子窖主要产品	11
图表 19： 销售费用逐年增加（单位：亿元）	13
图表 20： 广告宣传费及促销费占比提升	13
图表 21： 公司广告宣传费维持相对高位（单位：亿元）	13
图表 22： 公司促销费用显著提升（单位：亿元）	13
图表 23： 省内外经销商数量（单位：家）	14
图表 24： 单个经销商收入（单位：万元）	14
图表 25： 口子窖和迎驾营收、利润、员工数量、产能、市值对比	15
图表 26： 公司主营业务盈利预测表	16
图表 27： 可比公司估值表	17
图表 28： 财务预测摘要	19



1 口子窖：传承经久，别具匠心

1.1 历史复盘：年份奠定基础，兼香开辟未来

口子窖前身为国营濉溪人民酒厂，于2006年进行改制转型为民企，并于2015年上市，是全国第17家，安徽第4家上市的白酒企业，为我国兼香型白酒的典型代表。

多次享受消费升级红利，而后因战略调整发展节奏放缓，当前公司积极求变，夯实基础以备再次起跳。

- **1997年-2005年：第一次高端提前卡位贡献高增长。**1997年，淮北市口子酒厂、濉溪县口子酒厂合并成立安徽口子集团公司，结束“两口子之争”。2002年，改制成立安徽口子酒业股份有限公司。1999年初，安徽白酒主流价格带还在40元左右，口子窖创新推出“兼香型”口子窖酒——口子窖5年，定价68元，提前占位中高端市场，2003年，伴随经济发展，口子窖5年踏中主流价格带升级，同时依托2000年后的“酒店盘中盘”策略，大获成功，以5.8亿元的销售额成为徽酒领头羊。
- **2006年-2014年：变身民企，第二次提前卡位高端市场。**在经历四次股权转让之后，口子窖于2006年由国有企业正式转变为民营企业，2008年，为引进GSCP Bouquet Holdings SRL对公司的投资，口子股份剥离非白酒生产类资产且变更为有限责任公司。同时，当时安徽市场的主流价格带已经提升到80元，提价至88元的口子窖5年再次迎来爆发。2008年，口子窖推出了定价168元/瓶的口子窖6年，这是口子窖第二次对高端市场提前占位，也为其二次增长奠定了基础。
- **2015年-2019年：二次增长，大商掣肘错失发展机遇。**2015年，口子窖成功上市，同年安徽白酒主流价格带提升到100元，口子窖6年踏中省内主流价格带的升级，再次迎来迅猛增长。2018年后，徽酒价格带由100元提升至200元，尽管有口子窖10年这一抢位产品，但由于战略调整，未能及时下沉流通渠道，错失200元价格带的消费换挡红利。2019年，口子窖推出初夏珍储、仲秋珍储，加码200元、300元价位，但是由于产品价格与10年、20年相仿，原有经销商对不确定性的新品的推广积极性不高，故导致发展节奏放缓。
- **2020年至今：疫情掣肘，公司积极求变，产品渠道双改革推动基本面重回增势。**2020年初疫情爆发，公司营收由19年的47亿元下降至20年的40亿元。21年公司推出新品兼香518，单价588元/瓶，布局500元的价格带。由于大商制掣肘，公司新品没有给公司带来迅猛增长，同时由于市场竞争程度加剧，公司困境一定程度上被放大。公司积极求变，在2022年引入麦肯锡战略咨询公司，开启调整模式。2023年公司相继推出新品兼10、兼20和兼30，扩充中高端价格带，同时，推动渠道扁平化架构改革。改革成效在2023年初步显现，后续改革红利有望持续释放。



图表 1: 口子窖营收复盘



数据来源: 经济参考报, 酒业观察, 酒业内参, 新浪财经, 华福证券研究所

1.2 产能提质增效，基酒储备充足，一企三园完善建设

粮草储备充足，以时间换空间。截至 2023 年末，公司拥有设计产能约 8 万千升，实际产能约 3.76 万千升，充足的产能储备预计为后续新品运营提供了有力支撑。公司已形成以口子窖酒业、口子酒文化博览园、口子工业园、口子产业园为主的“一企三园”发展格局，当前口子产业园二期仍在建设，即 2 万吨大曲酒酿造提质增效项目，预计近两年，口子窖酒业 65° 原酒的年产能将达到 6 万吨。充足的基酒储备预计将为公司未来发展奠定良好基础，对于白酒企业来说，当前的“慢”才是未来的“快”的必要前提。

图表 2: 一企三园

	口子工业园	口子产业园	口子酒文化博览园
图示			
地址	淮北市濉溪县	淮北市杜集区	淮北市烈山区
面积	46.67 万平方米	一期占地 1500 亩 二期占地 700 亩	230 亩
投资金额	4.5 亿元	一期 18 亿元 二期 13.6 亿元	1.69 亿元
项目建设	于 2008 年启动建设，于 2010 年顺利建成投产	一期项目于 2016 年启动建设，于 2022 年建成并陆续投产 二期项目于 2020 年启动建设，目前还未建设完成	于 2013 年启动建设，2016 年投入使用
产能规模	1.2 万吨	一期 1.8 万吨 二期 2 万吨	-

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

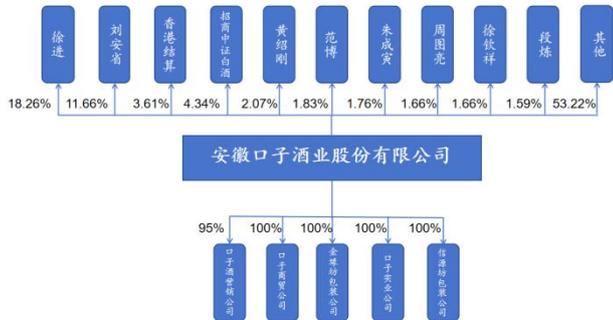
1.3 核心高管团队稳定，股权激励体制完善

核心高级管理团队人员稳定，且均有持股与股东利益绑定。截止 2024 年一季度，徐进和刘安省是公司的实际控制人，其中徐进持股 18.26%，目前担任公司董事长、



总经理，刘安省持股 11.66%，高级管理层合计持股 27.62%，与股东利益高度绑定。此外，核心高级管理人员大多数从 1997 年开始任职，稳定的高管团队能够保持公司战略的持续性和一致性，当前管理层过去曾多次抓住价格带升级机遇，实战经验丰富，预计未来仍将持续赋能企业更好发展。

图表 3：口子窖股权结构



数据来源：公司公告，华福证券研究所；截至 2024 年 5 月 14 日

图表 4：口子窖核心高管团队稳定

姓名	职务	持股比例 (%)	任职期间
徐进	董事长、总经理	18.26	1997年至今
黄绍刚	副总经理	2.07	1997年至今
范博	副总经理、财务总监	1.83	1997年至今
朱成寅	副总经理	1.76	1997年至今
徐钦祥	副总经理、董事会秘书	1.59	1997年至今
周图亮	监事会主席	1.66	1997年至今
詹玉峰	副总经理	0.36	2003年至今
聂基辉	总经理助理	0	2004年至今

数据来源：公司公告，华福证券研究所；截至 2024 年 5 月 14 日

股权激励计划业绩目标积极，激励对象覆盖了管理/技术/业务部门的核心人员。公司于 2023 年 4 月实施了股权激励计划，股权激励计划授予的限制性股票数量为 313 万股，占公司股本的 0.52%，授予股票的价格为 35.16 元/股，涉及的激励对象覆盖了管理/技术/业务部门的核心人员共为 58 人。公司订立了解除限售条件，以 22 年为基数，分别在 23、24 和 25 年实现净利润或营业收入增长率不低于 15%、30%和 50%，该激励计划进一步将管理层利益与股东利益相绑定，预计将有效提升管理团队的积极性。

图表 5：股权激励计划

姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占本激励计划授出权益数量的比例	占授予日股本总额比例
詹玉峰	总经理助理	12.4214	3.96%	0.02%
李伟	董事	11.0000	3.51%	0.02%
核心管理/技术/业务人员 (56人)		290.0000	92.53%	0.48%
合计		313.4214	100.00%	0.52%

解除限售安排	解除限售期间	业绩考核目标	解除限售比例
第一个解除限售期	自限制性股票授予日起12个月后的首个交易日起至限制性股票授予日起36个月内的最后一个交易日当日止	以2022年为基数，2023年净利润或营业收入增长率不低于15%	40%
第二个解除限售期	自限制性股票授予日起24个月后的首个交易日起至限制性股票授予日起36个月内的最后一个交易日当日止	以2022年为基数，2024年净利润或营业收入增长率不低于30%	30%
第三个解除限售期	自限制性股票授予日起36个月后的首个交易日起至限制性股票授予日起48个月内的最后一个交易日当日止	以2022年为基数，2025年净利润或营业收入增长率不低于50%	30%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

2 安徽酒市：区域经济向好，白酒市场有望持续扩容

2.1 区域经济稳中向好，白酒市场持续扩容

安徽省 GDP 增速高于全国，人均可支配收入逐年提高。安徽地处长江三角洲地区，是中国经济发展最活跃、开放程度最高、创新能力最强的区域之一，紧邻上海、江苏、浙江等经济发达的地区。受益于周边区域的经济繁荣，安徽省 GDP 增速自 2008 年起大部分时间都高于全国 GDP 增速，基本可以说明省内居民消费能力提升态势持续。此外，安徽本身就为白酒消费大省，根据中国轻工业联合联合会的数据，安徽白酒产量位居全国第五，且居民饮酒力位列全国第三，单人单次饮酒力为 5.6 两，饮酒氛围浓厚。



图表 6: 安徽省与全国 GDP 增速



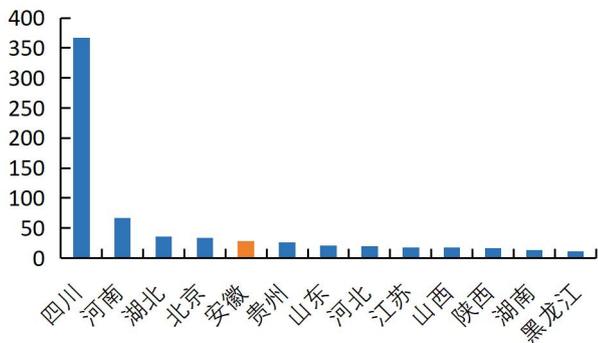
数据来源: Choice, 华福证券研究所

图表 7: 安徽省人均 GDP 及增长情况



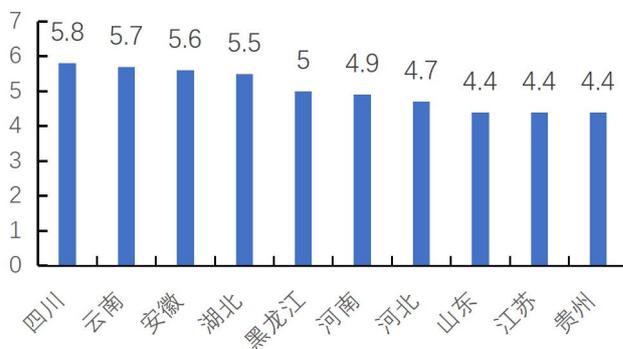
数据来源: Choice, 华福证券研究所

图表 8: 安徽白酒产量排名全国第五



数据来源: 中国轻工业联合会, 华福证券研究所

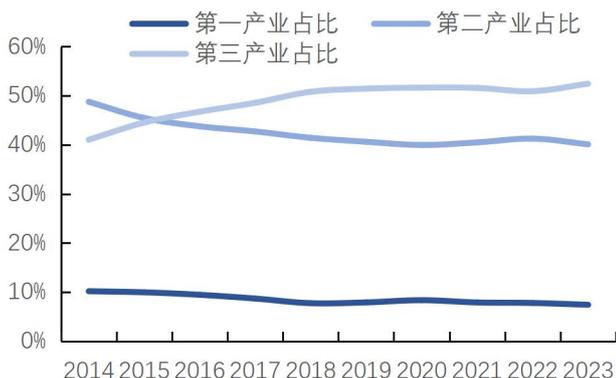
图表 9: 饮酒力 (两/人)



数据来源: 华夏酒报, 益普索《2021 中国白酒消费洞察报告》, 华福证券研究所

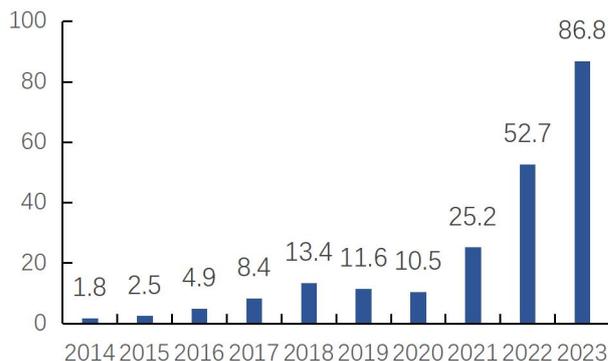
安徽省第三产业占比高, 新能源汽车产业促进经济发展。第三产业在一省的占比状况往往决定着该省的未来经济的发展状况, 安徽省近 10 年来第三产业的占比逐渐提高, 2023 年第三产业的占比已达到 52%, 预计未来会进一步提升, 而第三产业的重点发展又在于生产型服务业。2024 年《政府工作报告》提出, 要加快发展新质生产力。近年来, 安徽区域创新能力居全国前列, 科技创新能力持续增强, 尤其是在新能源汽车领域的投资与发展, 2023 年安徽省产新能源汽车 86.8 万辆, 近 10 年的 CAGR 达 53.83%。我们认为安徽本土经济发展韧性较强, 民营经济活跃度较高, 未来将持续支撑白酒需求的提升和升级。

图表 10: 安徽省三大产业占比情况



数据来源: 安徽省统计局, 华福证券研究所

图表 11: 安徽省新能源汽车产量 (单位: 万辆)



数据来源: 安徽省统计局, 华福证券研究所

安徽省内经济势头强劲，消费升级是近年来当地白酒行业发展的主要驱动因素。市场规模分价格带来看，安徽市场中端市场扩容明显，次高端亟待提速。安徽白酒市场规模根据统计 2021 年已达到 350 亿元，次高端白酒仍具较大扩容空间，

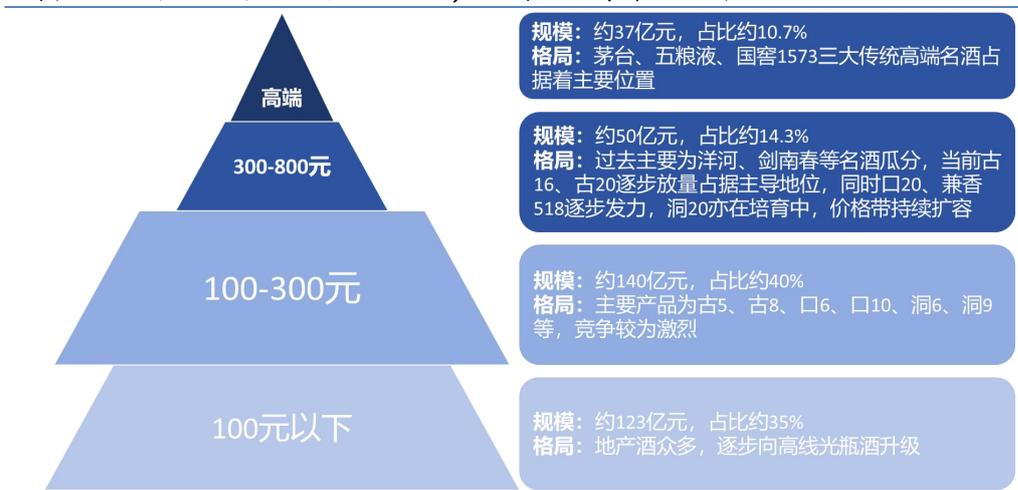
1) 100 元以下市场规模约 123 亿元，占比约 35%，主要以大众酒为主，随着安徽本土酒企逐渐向次高端转移战线，中低端市场亦给高线光瓶酒留出较大发展空间；

2) 100-300 元价格带市场规模约 140 亿元，占比约 40%，主要参与者亦古井贡酒、迎驾贡酒、口子窖为主，本土酒企竞争较为激烈；

3) 300-800 元价格带市场规模约为 50 亿元，占比 14.3%，过去主要被洋河、剑南春等名酒瓜分，当前“古 16”（合肥婚宴）、“古 20”（合肥商务主流）已逐步实现放量，占据该价格带的主导地位，同时“口子 20”、“兼香 518”、“洞藏 16”、“洞藏 20”亦在持续发力中，具备较强品牌力、产品力的厂商或具备较大增长机会

4) 800 元以上的高端酒市场规模约 37 亿元，占比约 10.7%，主要仍以茅台、五粮液、泸州老窖等传统高端名酒主导。

图表 12：安徽白酒规模约 350 亿元，结构上仍有升级空间



数据来源：大家酒评，酒食新消费，华福证券研究所

针对徽酒当前 100-300 元价格带较高的增速，市场担忧主要是由次高端价格带降级而来，我们认为，虽然不排除当前经济下部分市场降级的可能，但是 100 元价格带向上升级的趋势仍在演绎中，尤其是在宴席等刚需场景，同时价格带升级的底层驱动仍为品质升级，当前大众酒价格带占比仍高达 35%，后续仍有较大空间向上升级，贡献 100-300 元价格带的增速。同时，针对当前 100-300 元价格带的产品而言，具备较高知名度、较强市场基础的产品，预计将享受该价格带集中度提升的红利，如市场基础较好的“口 5”、“口 6”。

针对 300-800 元的次高端及高端价格带，当前增速乏善可陈，我们认为主要是受到短期内宏观经济波动因素影响所致，我们认为在当前节点，白酒企业把握市场需求、迅速调整产品和渠道战略布局 100-300 景气价格带维持基本面增长势头，同时维持战略定力，坚持高端品牌占位，稳住高线产品价格，抓住窗口期补足短板、夯实基础，持续推进消费者教育、渠道库存调整等基础工作，以时间换空间。

2.2 竞争格局：从群星闪耀到一超两强

徽酒产量近年来有下降的趋势，但集中度持续提升。从 2021 年来看，安徽白酒前四强分别是古井贡酒、口子窖、迎驾贡酒和金种子，其中古井贡酒市场份额占比高达 36.46%，口子窖和迎驾贡酒占比相仿，形成了一超两强的格局。

1) 口子窖，先前由于口 5、口 6 精准踩中安徽省主流价格带，同时采用盘中盘模式实现放量，但是后来由于竞争对手相继模仿盘中盘模式，使得口子窖在市场上的竞争优势受到挑战，公司在 22 年引入麦肯锡咨询，业绩有望进一步好转。

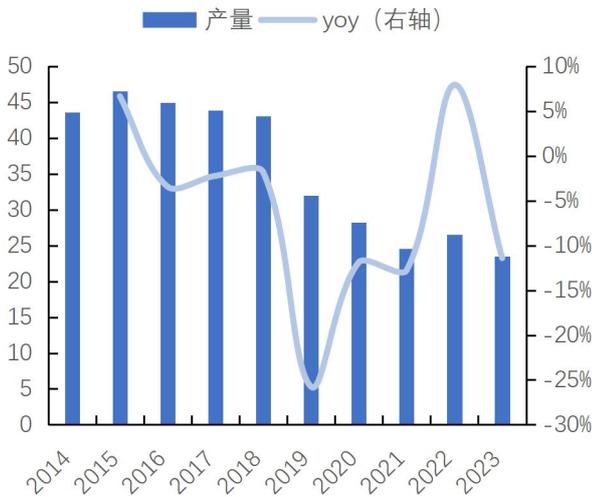


2) 古井贡酒，在 90 年代是安徽的龙头，后续由于缺乏中高端产品，营销机制老化，多元化业务失利，叠加 01 年从量税、05 年税务风波和 07 年管理层动荡，逐步掉队。但是后续经过管理层变更，16 年推出古 8，18 年推出古 20，升级古 8 和古 16，卡位消费升级，重回龙头地位。

3) 迎驾贡酒，03 年推出金银星，由于金银星布局正确，迎驾趁势而起，一跃成为徽酒龙头，但是 11 年后产品线老化，战略定力缺乏，错失价格带升级的机会，16 年推出生态洞藏系列，聚焦 200 元以上价格带，22 年公司成为省内龙二。

4) 金种子，错过中高端布局的窗口期，错失消费升级和机遇，12 年开始掉队，16 年产品升级缓慢，营收逐年下降。

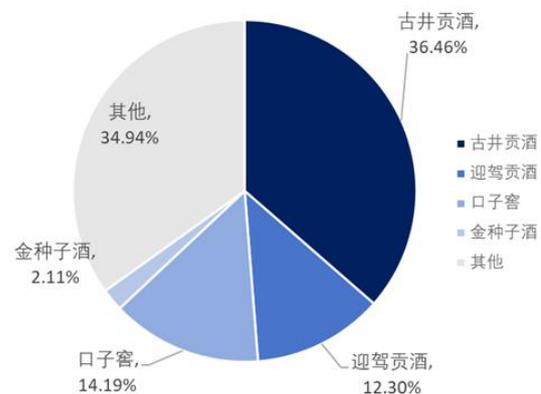
图表 13: 安徽白酒产量 (单位: 万千升)



数据来源: 安徽省统计局, 华福证券研究所

图表 14: 安徽省白酒四强合计占据接近 70% 的份额

2021年安徽省白酒四强合计占据接近70%的份额



数据来源: 大家酒评, Choice, 华福证券研究所

图表 15: 徽酒格局复盘



数据来源: 徽酒, 徽酒世纪, 酒圈网, 酒业家, 凤凰网, 齐鲁晚报, 市界观察, 每日财经网, 新浪财经, 蓝筹企业评论, 评友圈, 华福证券研究所



3 积极深化改革，谋求后续发展

3.1 产品：兼系列拉升品牌占位，100-300 价格带产品布局扎实

公司产品结构稳定，主要营收来源于高档白酒。公司近几年高档酒（根据报表口径指的是 100 元价格带以上）收入占比逐渐提升，维持在 96%左右，低档白酒的收入占比与 2016 年比下降了 1.93pct，中档白酒的收入占比与 2016 年比下降了 3.41pct。从营收的量价拆分来看，除了 2020 年由于疫情导致的销售量大幅度下滑，其余时间销量仍旧实现了稳健增长，而吨价方面哪怕在疫情期间都维持了正增长，但 2018 年起增速放缓，也和我们此前分析的渠道调整相关，2023 年，在公司引入外脑后，量价均维持了较好的增速，我们预计后续该增长有望持续。

当前安徽 100-300 元价格带增速较高，针对该价格带，口子窖 5 年、6 年、10 年等均具备较强的品牌势能和消费者认知度，预计短期内可享受较大发展红利，并且往后若主流价格带仍不断往上开辟，公司兼系列的提前布局预计也将赋能公司产品结构持续向上拔升。

图表 16：公司当前高档白酒已占据营收较大比重



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 17：近几年价增稳定



数据来源：公司公告，华福证券研究所

引入外脑，持续聚焦高端。尽管公司 2019 年实施“品质再升级”行动，对口子窖所有系列产品从口感品质、设计包装、防伪技术等方面全面升级，并推出初夏、仲秋两款产品，加码 200 元-300 元价位，但由于新品仍由原有经销商运营，且这两款产品价格与口子窖 10 年、20 年相近，原有经销商不愿意去推广充满不确定性的产品，导致新品发行结果不及预期。2021 年 5 月 18 日，公司推出战略大单品兼香 518，该款新品也有相同困境。公司积极求变，引入麦肯锡战略咨询，2023 年，公司在合肥推出战略兼系列，兼 10、兼 20 和兼 30 分别占位 300 元、500 元和千元以上三个价格带，公司以兼 20 为核心，以兼 10、兼 30 为两翼，推动产品结构的升级发展，而兼香 518、初夏、仲秋则作为口子窖战术性产品。



图表 18: 口子窖主要产品

系列	产品名称	图例	推出时间	档次	度数	售价 (元/瓶)
口子窖系列	五年型		1998	中档	52/50/40.8度	148/188/125
	十年型		2000	中高档	50/41度	408/368
	二十年型		2004	高档	50/41度	618/538
	六年型		2008	中档	52/41度	218/178
	三十年型		2008	高档	50度	1688
	小池窖特酿		-	中档	52/41度	268/228
	御尊口子窖		-	中档	41度	158
	初夏珍储		2019	中高档	41度	308
	仲秋珍储		2019	中高档	41度	398
	纪年酒 (深蓝/珊瑚橘)		2020	-	50度	-
	大师酒		-	-	52/45度	-
	兼香518		2021	高档	51.8度	588
	兼10		2023	中高档	50/41度	468
	兼20		2023	高档	50/41度	698/658
	兼30		2023	高档	50度	1818



口子美酒	口子美酒（银盒/红盒）		-	-	41度	-
濉溪大曲	濉溪大曲		-	中档	50度	229
老口子系列	濉溪老口子		-	低档	42度	100
	中华老字号老口子		-	-	42度	-
	同源坊老口子		-	低档	42度	-
口子坊系列	口子红坊		-	-	41度	-
	口子金坊		-	-	41度	-
	精品口子坊		-	-	52/45/42/38/33度	-
	珍品口子坊		-	-	45/40/38度	-
	佳品口子坊		-	-	45度	-

数据来源：公司公告，华福证券研究所；注：将500元以上的划分为高档，300至350元为中高档，100至300元为中档，100元以下的为低档；注：以上零售价格信息截止日期为2024年6月13日

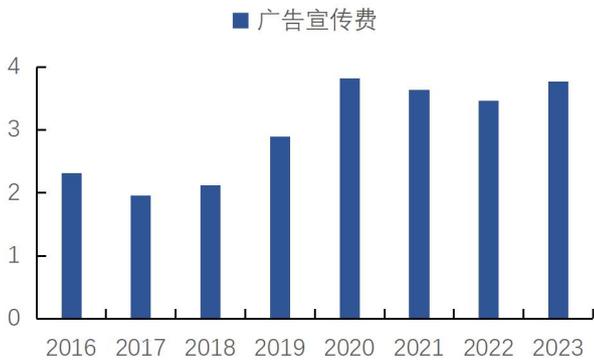
公司加大宣传力度，使用多种宣传模式拉高品牌高度。近几年来，公司销售费用逐年增加，增长率基本维持在10%以上，其中广告费和促销费占销售费用较大比例，并且从17年开始逐年增加，到23年，占比已经高达88.15%。我们认为主要是公司加大宣传力度培育消费者所致。2020年，口子窖签约了中央广播电视总台“品牌强国工程”，依托CCTV权威平台，多维度展示口子窖独到的品质坚守之道，进一步拓展了口子窖在中国高端白酒市场的品牌影响力与号召力。2023年口子窖全新“品牌故事”亮相央视，亦是让消费者更加了解口子窖的“长期主义”和“兼香之美”。此外，口子窖还灵活使用新媒体方式进行宣传，开通了微信公众号、抖音、微博、知乎等官方账号，并通过直播等形式向消费者进行品牌传播并销售其产品。


图表 19: 销售费用逐年增加 (单位: 亿元)

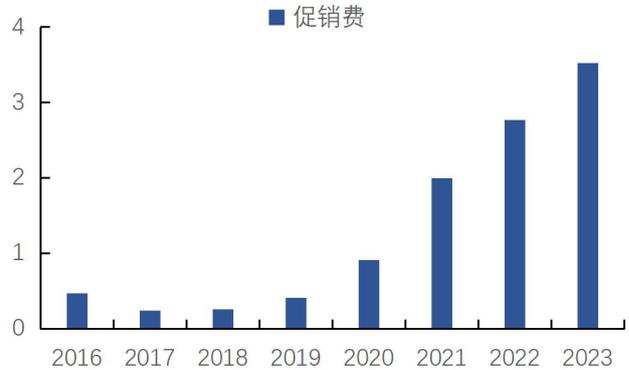

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 20: 广告宣传费及促销费占比提升


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 21: 公司广告宣传费维持相对高位 (单位: 亿元)


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 22: 公司促销费用显著提升 (单位: 亿元)


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

3.2 渠道: 扁平化改革补足渠道短板, 强操盘能力预计将赋能公司再次起跳

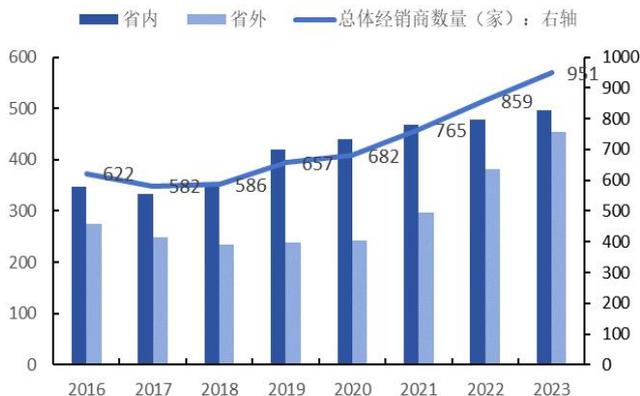
渠道进行扁平化改革, 补足短板。口子窖先前采用的是大商制渠道策略, 将一个地区的全渠道分销权独家授予一个经销商, 并通过高额利润和裸价模式激励经销商, 这种策略一开始使得大商充分发挥其能力, 获得了巨大的成功, 但是我们认为大商制度也有一些弊端: 1) 大商绑定下, 公司渠道掌控力不足, 对终端市场情况不了解; 2) 大商制度下, 经销商为了确保稳定的利润, 更倾向于去销售已成熟的、容易售卖的产品, 而忽视新品的推广与销售。

针对大商制弊端, 口子窖积极求变, 2018 年公司采取“省内大商走出去”战略, 但由于大商不具备省外的资源因此很难进行扩张, 2019 年, 口子窖开始针对渠道进行改革, 分割大型经销商的代理权限, 将区域内全产品代理改为分产品代理、发展团购渠道, 以及在现有代理商未覆盖区域另选其他代理商等, 但是由于年份酒仍撰取在原有大商手中, 导致改革效果暂不明显, 因此公司此后兼系列的产品迭代也是渠道改革的一部分。2023 年公司对大商制进行平衡性改革, 首先在芜湖、安庆、蚌埠试点, 大商和小商共同成立中间的平台公司, 平台公司仅负责物流、打款和政策执行工作, 销售政策制定、费用投放、终端对接等均有口子窖公司执行, 此类做法不仅提升小商地位, 还将销售权力回收到了公司, 进一步增强了渠道的掌控力, 推动渠道走向扁平化。

经销商数量上升, 扁平化战略效果显著。从经销商数量来看, 省内的经销商数量一直高于省外经销商数量, 自 2017 年起, 省内经销商的数量不断上升, 从 2017 年的 334 家上涨到 2023 年的 496 家, 年化增长 6.81%, 同时, 2018 年单个经销商收入达到最高点 1011 万元, 后续随着经销商数量的增加, 单个经销商创收总体趋于稳

定微降，一定程度上显现了公司的扁平化渠道策略。

图表 23：省内外经销商数量（单位：家）



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 24：单个经销商收入（单位：万元）



数据来源：公司公告，华福证券研究所

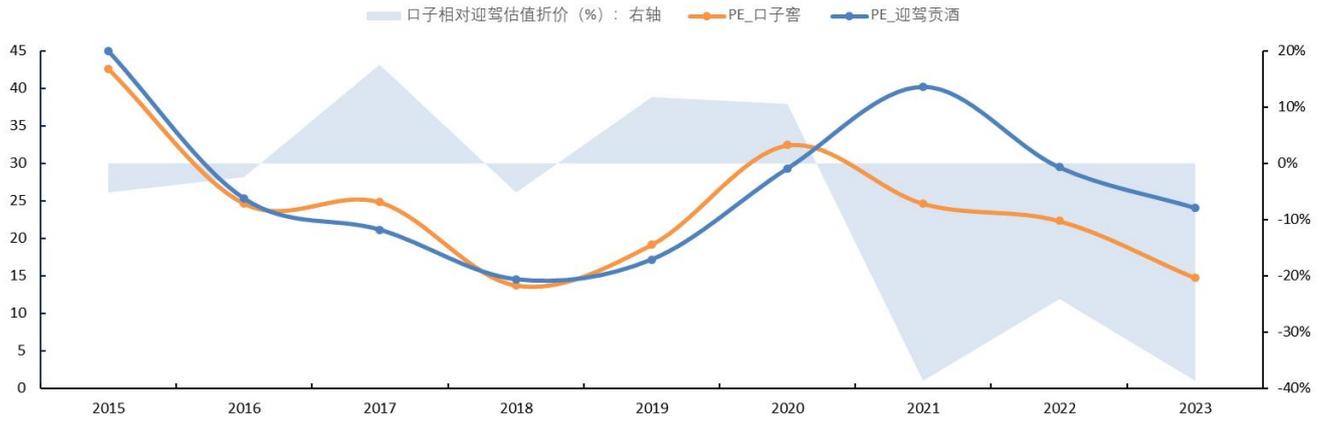
强渠道操盘能力有望赋能口子窖把握潜在行业机会。从口子窖过去成功的盘中盘模式可以看出公司管理层具备较强的渠道操盘能力，对白酒行业的商业模式亦有深刻认知。我们认为，在当前环境背景下，公司保持战略定力，坚持高端品牌占位，推动优质基酒项目建设，并且抓住窗口期推动渠道变革，精进产品、渠道运营能力，有望待环境转暖行业周期再起之时，抓住机会再次起跳。

4 积极变革，未来可期

基本面边际提速下，口子窖估值折价有望恢复。从营收和归母净利润来看，口子窖和迎驾贡酒整体相仿，尽管 2022 年来被迎驾反超，但是公司 2023 年积极调整后，营收、利润重回双位数增长，预计将再次与迎驾角逐徽酒老二位置。公司自 2020 年后，在营收、利润、人均产能与迎驾贡酒整体相仿的情况下，估值折价却达到了 33.4%（根据 2024 年 6 月 18 日收盘价计算），市值差距较大，我们认为这一定程度上来自 20 年后口子窖业绩增速较弱的原因，但口子窖 2023 年产品、渠道双改革已在当年业绩中初显增长潜力，且公司 2024 年营收目标达 70.35 亿元，对应同比增速达 18%，比公司股权激励目标要求的 15% 增速更高，无疑显现管理层经营信心，我们预计伴随着口子窖的积极调整，在品牌升级和渠道变革之后，股价和市值有望进一步提升，估值折价有望逐步减少。



图表 25: 口子窖和迎驾营收、利润、员工数量、产能、市值对比



年份	营收 (亿元)		归母净利润 (亿元)		人均产能 (吨/人)		市值 (亿元)		市盈率/PE		估值折价
	口子窖	迎驾贡酒	口子窖	迎驾贡酒	口子窖	迎驾贡酒	口子窖	迎驾贡酒	口子窖	迎驾贡酒	口子相对迎驾
2016	28.3	30.4	7.8	6.8	7.3	6.8	192.8	172.4	24.6	25.2	-2.5%
2017	36.0	31.4	11.1	6.7	8.2	6.3	276.3	140.7	24.8	21.1	17.6%
2018	42.7	34.9	15.3	7.8	8.9	7.4	210.4	112.9	13.7	14.5	-5.3%
2019	46.7	37.8	17.2	9.3	8.8	7.3	329.5	159.4	19.2	17.1	11.8%
2020	40.1	34.5	12.8	9.5	7.6	6.5	413.4	279.2	32.4	29.3	10.6%
2021	50.3	45.8	17.3	13.8	8.7	8.1	425.2	555.6	24.6	40.2	-38.8%
2022	51.4	55.1	15.5	17.1	8.1	7.8	346.0	502.2	22.3	29.5	-24.2%
2023	59.6	67.2	17.2	22.9	8.6	8.3	242.7	484.2	14.1	21.2	-33.4%

数据来源: Choice, 公司公告, 华福证券研究所; 以上信息截至日期为 2024 年 6 月 18 日



5 盈利预测与投资建议

我们对 2024-2026 年业绩做出以下假设：

1) 高档白酒：预计安徽省内经济活跃，白酒市场结构升级将持续，预计公司高档白酒将享受结构升级红利，预计 24-26 年营收增速分别为 14%/11.6%/10.6%，毛利率预计伴随结构提升分别为 76.1%/76.3%/76.5%；

2) 中档白酒：预计中档市场公司将享受集中度提升以及结构提升的红利，预计 24-26 年营收增速分别为 5.1%/4%/3%，毛利率预计将结构提升下分别达 46.4%/47.9%/48.9%；

3) 低档白酒：考虑到白酒行业结构升级更多是存量替代，预计公司 24-26 年低档白酒营收增速分别为 -0.3%/-1.1%/-1.1%，毛利率分别为 45.4%/46.6%/47.1%；

我们预计未来随着公司白酒业务的结构升级，24-26 年综合毛利率分别为 75.8%/76.2%/76.7%，考虑到涿鹿高端，公司短期内费投预计有所增加，预计 24-26 年销售费用率分别为 14.2%/14.2%/14.1%，管理费用率分别为 6.7%/6.6%/6.5%，研发费用率预计在公司持续研发新品下保持 0.6%不变，对应公司净利率预计分别达 29.6%/30.3%/30.7%，对应归母净利润分别为 20.14/23.03/25.93 亿元，同比增速分别为 17%/14.4%/12.6%，对应 PE 分别为 12/11/9 倍。

图表 26：公司主营业务盈利预测表

	23A	24E	25E	26E
营业总收入(百万元)	5961.90	6797.69	7600.41	8443.03
YoY (%)	16.1%	14.0%	11.8%	11.1%
营业总成本(百万元)	1466.71	1643.51	1806.83	1971.10
YoY (%)	11.82%	12.05%	9.94%	9.09%
毛利率 (%)	75.4%	75.8%	76.2%	76.7%
其中：				
高档业务收入	5677.69	6472.57	7220.47	7982.23
YoY (%)	16.6%	14.0%	11.6%	10.6%
成本(百万元)	1370.13	1548.89	1713.42	1878.22
毛利率 (%)	75.9%	76.1%	76.3%	76.5%
中档业务收入	76.31	80.17	83.41	85.93
YoY (%)	-19.8%	5.1%	4.0%	3.0%
成本(百万元)	42.44	42.99	43.47	43.93
毛利率 (%)	44.4%	46.4%	47.9%	48.9%
低档业务收入(百万元)	94.73	94.49	93.43	92.44
YoY (%)	0.7%	-0.3%	-1.1%	-1.1%
成本(百万元)	54.14	51.64	49.94	48.95
毛利率 (%)	42.9%	45.4%	46.6%	47.1%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

我们选取了当前徽酒企业古井贡酒和迎驾贡酒，以及同为区域名酒的洋河股份和今世缘作为可比企业，参考 24 年可比公司平均 PE 约 16.42 倍，公司的 24 年 PE 低于可比公司，考虑到公司当前改革势头强劲，预计后续逐步释放成长性，首次覆盖给予“买入”评级。



图表 27: 可比公司估值表

公司简称	收盘价 (元)	EPS				PE			
		23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
古井贡酒	230.68	8.68	11.17	13.94	16.97	23.39	20.66	16.55	13.59
迎驾贡酒	60.52	2.86	3.62	4.49	5.42	21.16	16.71	13.48	11.18
今世缘	48.48	2.50	3.06	3.72	4.45	19.39	15.87	13.02	10.90
洋河股份	89.17	6.65	7.17	7.89	8.68	13.41	12.44	11.30	10.27
平均值						19.34	16.42	13.59	11.49
口子窖	40.45	2.87	3.36	3.84	4.32	14.10	12.05	10.54	9.36

数据来源: ifind, 华福证券研究所; 以上信息截止日期为 2024 年 6 月 18 日, 盈利预测来源于 ifind 一致预期



6 风险提示

市场竞争加剧：若市场竞争加剧，或将影响公司战略的有效推进，进而加大盈利的波动；

渠道改革不及预期：若渠道改革不及预期，或将不利于公司的销量，进而影响盈利能力；

食品安全问题：若公司出现食品安全问题或将对旗下所有产品的市场销售产生较大干扰，从而影响业绩的确定性。



图表 28：财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,515	3,072	4,117	5,576
应收票据及账款	446	481	553	606
预付账款	26	29	32	35
存货	5,067	5,091	5,839	6,162
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	525	526	526	526
流动资产合计	7,578	9,199	11,067	12,905
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,960	3,040	3,113	3,179
在建工程	1,134	784	434	84
无形资产	513	503	472	450
商誉	0	0	0	0
其他非流动资产	347	352	375	401
非流动资产合计	4,954	4,679	4,393	4,114
资产合计	12,532	13,878	15,460	17,019
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	848	971	1,052	1,156
预收款项	0	0	0	0
合同负债	397	599	758	843
其他应付款	790	671	731	701
其他流动负债	553	587	616	629
流动负债合计	2,588	2,828	3,156	3,328
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	195	186	191	188
非流动负债合计	195	186	191	188
负债合计	2,783	3,015	3,347	3,517
归属母公司所有者权益	9,749	10,863	12,113	13,502
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	9,749	10,863	12,113	13,502
负债和股东权益	12,532	13,878	15,460	17,019

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	911	2,408	2,031	2,589
现金收益	1,980	2,278	2,541	2,828
存货影响	-856	-24	-747	-323
经营性应收影响	-66	-30	-65	-44
经营性应付影响	280	3	141	74
其他影响	-427	181	161	54
投资活动现金流	-298	-8	-21	-23
资本支出	-571	-41	-19	-26
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	273	33	-2	3
融资活动现金流	-800	-843	-964	-1,108
借款增加	1	-1	0	0
股利及利息支付	-895	-1,053	-1,204	-1,356
股东融资	0	0	0	0
其他影响	94	211	240	248

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5,962	6,798	7,600	8,443
营业成本	1,479	1,644	1,807	1,971
税金及附加	901	1,036	1,157	1,284
销售费用	827	964	1,077	1,188
管理费用	407	458	504	552
研发费用	34	38	43	48
财务费用	-12	-57	-89	-96
信用减值损失	0	0	0	0
资产减值损失	-29	-8	-10	-12
公允价值变动收益	7	4	6	5
投资收益	20	22	21	21
其他收益	2	2	2	2
营业利润	2,326	2,735	3,120	3,514
营业外收入	3	2	3	2
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	2,328	2,736	3,122	3,515
所得税	607	722	819	922
净利润	1,721	2,014	2,303	2,593
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,721	2,014	2,303	2,593
EPS (按最新股本摊薄)	2.87	3.36	3.84	4.32

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	16.1%	14.0%	11.8%	11.1%
EBIT 增长率	12.4%	15.7%	13.2%	12.7%
归母公司净利润增长率	11.0%	17.0%	14.4%	12.6%
获利能力				
毛利率	75.2%	75.8%	76.2%	76.7%
净利率	28.9%	29.6%	30.3%	30.7%
ROE	17.7%	18.5%	19.0%	19.2%
ROIC	25.5%	26.3%	26.6%	26.8%
偿债能力				
资产负债率	22.2%	21.7%	21.6%	20.7%
流动比率	2.9	3.3	3.5	3.9
速动比率	1.0	1.5	1.7	2.0
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转天数	0	0	0	0
存货周转天数	1,129	1,113	1,089	1,096
每股指标 (元)				
每股收益	2.87	3.36	3.84	4.32
每股经营现金流	1.52	4.01	3.39	4.32
每股净资产	16.25	18.11	20.19	22.50
估值比率				
P/E	14	12	11	9
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	44	38	34	30

数据来源：公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn