

四大边际改善，利好河北地产酒龙头

——老白干深度跟踪报告

核心观点

- **受益特别国债支持，新开工项目高增或刺激河北白酒市场需求。**23年以河北为代表的多地遭遇了洪涝、台风等灾害，为此我国在23Q4增加发行特别国债1万亿元。其中，河北积极争取国债资金用于灾后恢复重建和防减救灾工程建设。作为特别国债政策的主要受益大省之一，24年1-6月河北省固定资产新开工项目计划总投资累计同比增速达到20%，使今年以来河北省经济表现相对较好。白酒消费与当地经济繁荣程度以及工程建设项目开展息息相关，24年河北白酒市场需求有望得到刺激。
- **河北白酒竞争格局边际改善，中低端来自丛台的竞争减弱。**河北省饮酒量较大、偏好低度与浓香酒、整体主流消费价格带偏低。23年河北白酒市场规模约370亿元，对应19-23年yoy为17%。23年其白酒消费主流价格带约150元，低于安徽、江苏。需求侧，随着河北省内雄安新区打造疏解北京非首都功能集中承载地，京津冀进一步深化协同发展，省内人均消费提升有望带动白酒消费价格带进一步向安徽等市场靠齐。供给侧，地产酒老白干等发力布局次高端，全国低度高端酒势头良好，预计将引领河北白酒消费升级。23H2起丛台人事调整，我们预计其进入管理、库存、经销网络等的阶段性调整期。作为河北地产酒最大竞对，丛台调整使老白干在省内的竞争环境边际改善。预计老白干将抓住机遇，进一步提升河北省内市占率。
- **降本增效、费用聚焦，利润率改善空间大。**老白干的费用率处于上市白酒公司中较高水平，使其以往净利率较低。在当前白酒消费整体承压的背景下，公司更加注重降本增效和费用聚焦，其费用率具备较大下降空间。24Q1公司销售费用率为22.9%，同比-3.0pct，净利率为12.05%，同比+1.84pct，已经呈现销售费用率改善带动盈利能力提升的趋势，预计后续盈利能力的持续提升将助力老白干盈利增长。
- **武陵酒强势引领高端增长，深度全省化可期。**武陵酒持续深耕消费者培育，有望长期承接湖南市场本土高端酱酒消费需求。其坚持以短链直连终端为主的渠道模式，使厂家有动销、终端有利润，具备良好健康的库存和价盘，短期深度全省化、长期迈向全国化可期。

盈利预测与投资建议

我们维持预测公司24-26年每股收益分别为0.91、1.18、1.45元。沿用FCFF估值方法，计算公司权益价值为233.31亿元，对应目标价25.50元，维持买入评级。

风险提示：河北省内竞争加剧、武陵酱酒增长不及预期、消费升级不及预期风险、假设条件变化影响测算结果风险

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,653	5,257	5,966	6,647	7,312
同比增长(%)	15.5%	13.0%	13.5%	11.4%	10.0%
营业利润(百万元)	935	884	1,102	1,437	1,737
同比增长(%)	83.6%	-5.4%	24.6%	30.4%	20.9%
归属母公司净利润(百万元)	708	666	828	1,081	1,326
同比增长(%)	81.8%	-5.9%	24.4%	30.6%	22.6%
每股收益(元)	0.77	0.73	0.91	1.18	1.45
毛利率(%)	68.4%	67.2%	68.3%	69.5%	70.4%
净利率(%)	15.2%	12.7%	13.9%	16.3%	18.1%
净资产收益率(%)	17.5%	14.5%	15.6%	17.5%	18.9%
市盈率	22.7	24.1	19.4	14.8	12.1
市净率	3.7	3.3	2.8	2.4	2.2

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入 (维持)
股价(2024年08月15日)	17.64元
目标价格	25.50元
52周最高价/最低价	26.27/14.84元
总股本/流通A股(万股)	91,475/90,427
A股市值(百万元)	16,136
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2024年08月16日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-6.27	0.8	-20.24	-30.2
相对表现%	-6.24	4.66	-12.4	-17.08
沪深300%	-0.03	-3.86	-7.84	-13.12



证券分析师

叶书怀	yeshuhuai@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517090002
蔡琪	021-63325888*6079 caiqi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860519080001

联系人

姚晔	yaoye@orientsec.com.cn
燕斯娟	yansixian1@orientsec.com.cn

相关报告

老白干本部稳健，武陵酒持续引领增长	2024-04-30
武陵酒表现亮眼，老白干甲等系列经调整有望再出发	2023-10-30
库存良性增速暂时承压，看好下半年业绩弹性	2023-08-30

目录

老白干：四大边际改善，利好河北地产酒龙头	4
受益特别国债支持，新开工项目高增或刺激河北白酒市场需求	4
河北白酒竞争格局边际改善，中低端来自丛台的竞争减弱	5
降本增效、费用聚焦，利润率改善空间大	7
武陵酒强势引领高端增长，深度全省化可期	8
投资建议	11
风险提示	12

图表目录

图 1: 24 年 1-6 月固定资产新开工项目计划总投资累计同比.....	4
图 2: 24Q1 各省累计 GDP 增速.....	4
图 3: 河北限额以上批发和零售业商品烟酒类零售额当月同比.....	4
图 4: 24 年 1-6 月各省社零同比增速.....	4
图 5: 河北白酒市场规模及复合增速.....	5
图 6: 23 年测算的各省白酒市场规模及主流白酒消费价格带.....	5
图 7: 24 年河北省白酒各价格带表现强势的产品.....	6
图 8: 河北白酒市场区域格局.....	6
图 9: 白酒公司销售费用率对比.....	8
图 10: 老白干收入结构.....	9
图 11: 23 年老白干旗下各品牌毛利率对比.....	9
图 12: 19-23 年武陵酒营业收入及同比增速.....	9
图 13: 老白干旗下各品牌 19-23 年营收复合增速对比.....	9
图 14: 武陵酒湖南省内、省外渠道模式.....	10
图 15: 2023 年湖南白酒市场竞争格局.....	11
表 1: 公司 WACC 计算主要参数设定.....	11
表 2: 股权价值计算结果.....	11
表 3: FCFF 目标价敏感性分析表.....	12

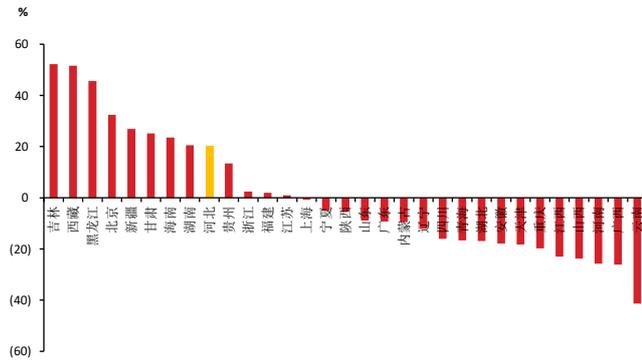
老白干：四大边际改善，利好河北地产酒龙头

受益特别国债支持，新开工项目高增或刺激河北白酒市场需求

23 年我国以河北为代表的多地遭遇了暴雨、洪涝、台风等灾害，部分地区受灾严重、损失较大。因此，23 年 10 月，十四届全国人大常委会第六次会议审议通过了国务院关于增加发行国债支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力的议案：在 23Q4 增加发行 2023 年特别国债 1 万亿元，用于灾后恢复重建，支持以京津冀为重点的华北地区等灾后恢复重建和提升防灾减灾能力等工作。

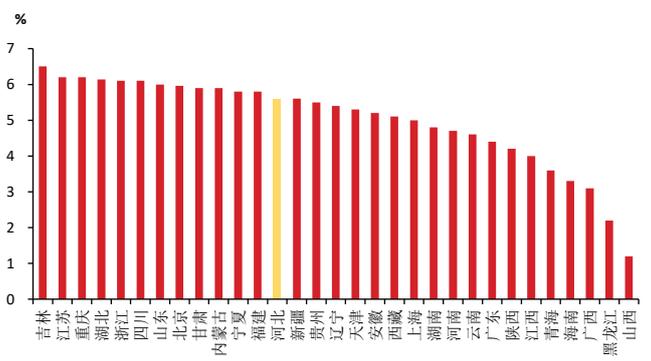
其中，河北科学谋划项目，积极争取国债资金用于灾后恢复重建和防灾减灾救灾工程建设。截止 24 年 3 月 14 日，国家已分三批累计下发河北国债水利项目 483 个，涉及总投资 1200 余亿元，有 259 个项目已开工。河北增发国债水利项目总体分为两大类，一类是水毁修复项目，一类是防洪能力提升项目。24H1 河北全省重点推进水毁修复类项目，以力争在主汛期来临前，恢复水利设施防洪功能。24H2 则会推进防洪能力提升项目，到今年年底将国债资金全部支出。**对应的 24 年 1-6 月河北省固定资产新开工项目计划总投资累计同比增速达到 20%，远高于 23 年 1-6 月的 1.4%，处于全国各省中高增速水平，使今年以来河北省经济表现相对较好，24Q1 河北省 GDP 增速 5.6%。**

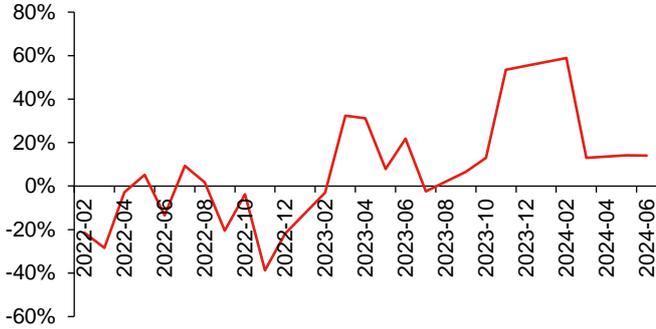
图 1：24 年 1-6 月固定资产新开工项目计划总投资累计同比



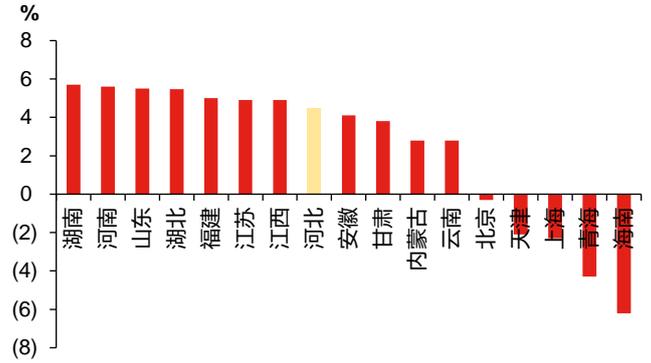
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 2：24Q1 各省累计 GDP 增速





数据来源：WIND、东方证券研究所

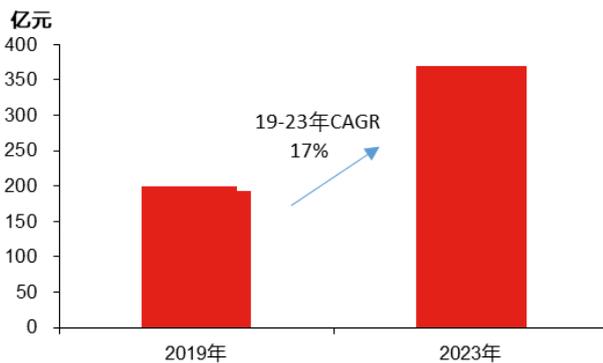


数据来源：WIND、东方证券研究所

河北白酒竞争格局边际改善，中低端来自丛台的竞争减弱

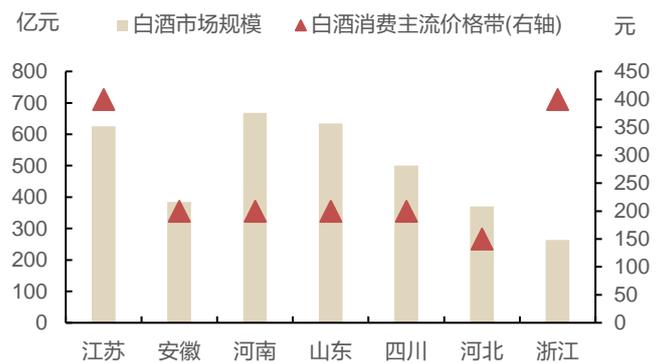
河北省饮酒量大、偏好低度酒与浓香酒、整体主流消费价格带偏低。23年河北省白酒市场规模约370亿元，对应19-23年复合增速约为17%。2023年河北人均可支配收入为3.29万元，低于全国人均可支配收入，相当于安徽2022年的水平、江苏2016年的水平。对应的，23年其白酒消费的主流价格带为150元左右，低于安徽（200元）、江苏（400元）。过去几年，河北大众用酒主流价位逐步从几十元升级到100-200元，商务、政府接待用酒主流价位从100元左右上升至300-600元。后续，**需求侧**，随着河北省内雄安新区打造疏解北京非首都功能集中承载地，京津冀进一步深化协同发展，省内人均消费提升有望带动白酒消费价格带进一步向安徽等市场靠齐。**供给侧**，地产酒老白干等发力布局次高端，全国低度高端酒势头良好，预计将引领河北白酒消费升级。

图5：河北白酒市场规模及复合增速



数据来源：锐评、酒业家、东方证券研究所

图6：23年测算的各省白酒市场规模及主流白酒消费价格带



数据来源：酒业家、新浪网、酒说、东方证券研究所

从价格带看竞争格局：外省名酒主导次高端及以上价格带，地产酒在大众价格带及以下具备本土优势。地产酒在300元以下的低端价位占主导，河北低端白酒市场规模约为120亿，其中地产酒市占率达70%；300-500元次高端价格带以宴席为主，规模约100亿；600元以上高端价格带主要为商务宴请场景，规模约150亿。

河北800元以上价格带，基本被省外品牌茅五泸垄断，省内老白干以1915、丛台以窖龄原浆30、山庄以皇家窖藏20仅有所布局，但体量较小。

300-800元次高端价格带中，根据酒业家，在700元左右的高线次高端价格带，国窖1573、五粮液的低度产品大受欢迎，尤其38度国窖1573在河北有着深厚的市场基础和牢固的品牌认可度。低线次高端中，省外品牌剑南春竞争强势，其他浓香型的洋河、古贡酒井、水井坊均有布局，山西汾酒亦以清香型差异化竞争。省内老白干十八酒坊20、老白干古法15、20、30起势。

100-300元是以老白干为主要代表的地产酒强势价格带，老白干十八酒坊醇柔8、十八酒坊陶藏10、老白干古法5\8、老白干青花系列、板城6\9号均位于价格带，产品矩阵丰富。省外品牌中，主要是洋河海之蓝、古井贡酒年份原浆、口子窖、五粮醇、泸州老窖特曲等。

100元以下价格带以丛台、山庄为代表的本地传统区域品牌更加强势，且呈现各市分割的竞争格局。省内强势的产品包括丛台陶坛系列、丛台白瓷，山庄老酒系列、山庄大青花，十八酒坊蓝钻、老白干小青花、板城福至41度。省外则主要是汾酒、洋河、老村长、牛栏山等一些光瓶酒参与竞争。

图7：24年河北省白酒各价格带表现强势的产品

价格带	卖得好的产品	
高端	38度国窖、茅台嫡系酱酒	
中端	本地酒：山庄、板城龙印系列、老白干十八酒坊甲等15/甲等20、丛台窖龄原浆30与窖龄原浆20	外地酒：剑南春、天之蓝、汾酒青花20、水井坊等
低端	泥坑白瓶、丛台活分子、玻汾、板城烧锅、山庄老酒、九龙醉等	

数据来源：酒业内参、东方证券研究所

从区域看竞争格局：省外名酒占据高消费、大规模的冀中白酒市场，地产酒强势割据冀南、冀北。

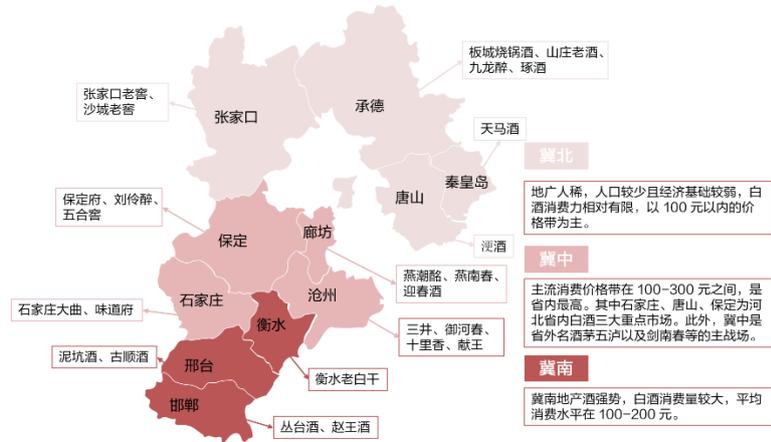
冀中主流消费价格带在100-300元之间，是省内最高。由于紧环北京、天津，该区域经济发展水平最高，石家庄、唐山、保定GDP居全省前列，也是河北省内白酒三大重点市场。冀中是省外名酒茅五泸以及剑南春等的主战场。

冀南毗邻山东、河南，白酒消费量较大，平均消费水平在100-200元。冀南主要包括邯郸和邢台，地产酒强势，主要消费老白干、丛台、泥坑、古顺、赵王等地产酒品牌。

冀北地广人稀，人口较少且经济基础较弱，白酒消费力相对有限，以100元以内的价格带为主。冀北承德主要消费板城烧锅酒、山庄老酒、九龙醉，秦皇岛有本土天马酒、唐山有澳酒。

从本土品牌各自强势区域来看，衡水老白干以衡水、石家庄为基地，发力唐山、保定；山庄以承德、唐山等为核心市场；丛台以邯郸为中心向周边布局；板城烧锅以承德为核心市场；泥坑主占邢台。从老白干上市公司内部而言，省内衡水老白干与板城烧锅双品牌分别在省内偏南部和偏北部具备扎实根基，区域优势互补，有利于提高省内竞争力与渗透率。

图8：河北白酒市场区域格局



数据来源：名酒时空、酒业家、知酒、东方证券研究所

竞争格局边际变化：24 年丛台调整给老白干带来省内竞争放缓的机遇，有望扩大老白干省内地产龙头优势。

21-23 年丛台迅猛增长，在省内势如破竹，给老白干造成了省内竞争压力。根据名酒观察，2021 年起，丛台酒业深度革新，高层充分放权，在营销公司郭国相、崔泽华两位 85 后的操盘引领下，丛台销售团队以雷厉风行、年轻灵活的风格，迅猛投入并实现跨越增长，发力从邯郸走向全省。丛台酒的市场能见度、品牌热度，消费认同度都提升到了新的高度，声量和销量也迎来加速复兴。23 年 6 月，河北邯郸丛台酒业营销有限公司总经理郭国相表示，丛台 23Q1 同比增长 46%，全年继续保持 30%-40% 的增速，其邯郸大本营市场继续打破增长瓶颈，整体市场份额占有率提升 7 个百分点，达到 67% 的市占率。除了邯郸，丛台酒的六大外埠基地市场也在跨越增长：其中邢台市场增长 155%；沧州增长 76%，石家庄增长 88%，唐山增长 134%、保定增长 113%、廊坊增长 47%，全面呈现高速增长局面。

高速增长背后是从台高举高打，在渠道、市场、品牌推广、广告方面的重投入，也因此埋下了高费用、高库存的隐患。以石家庄市场为例，丛台 2021 年在石家庄销售额突破 1 亿元，2022 年突破 2 亿元，因此 2023 年丛台酒全面启动京津冀市场布局，在 1+3+3+N 的基础上，对石家庄战略升级，全面实施“石家庄优先”策略，目标是要把省会高地干成丛台酒基地。23 年丛台以营销中心设在石家庄为契机，真金白银支持石家庄，按照 10 亿元销售目标从顶层设计去配置人力及市场投入。

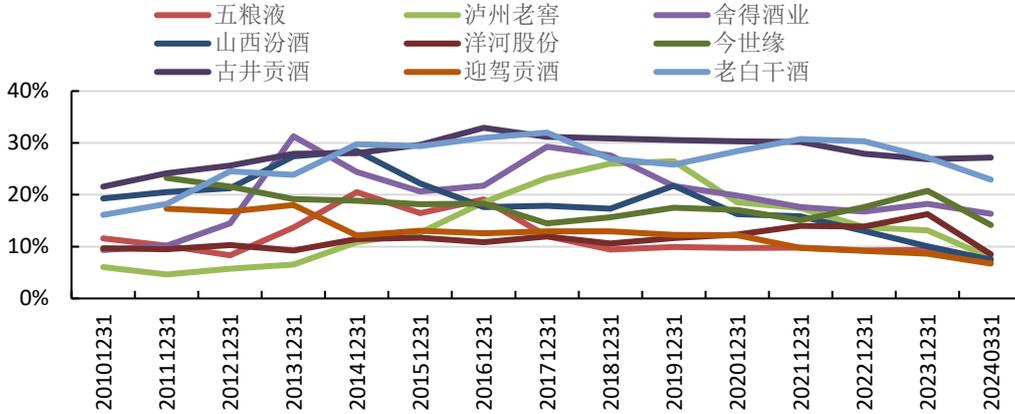
而从 23 年下半年开始，丛台进行了内部人员等的调整，我们预计其 24 年或将进入管理、渠道库存、经销网络等的阶段性调整期。作为河北地产酒最大竞对，丛台的调整使老白干在省内的竞争环境边际改善。预计老白干将抓住机遇，进一步提升河北省内市占率。

降本增效、费用聚焦，利润率改善空间大

老白干的费用率在上市白酒公司中处于较高水平，使其以往净利率表现较低。然而在当前白酒消费整体承压的背景下，公司更加注重降本增效和费用聚焦，其费用率反而有较大下降空间。23 年老白干销售费用率为 27%，远高于今世缘、迎驾贡酒、金徽酒等其他区域酒。24Q1，公司销售

费用率为 22.9%（同比-3.0pct），净利率为 12.05%（同比+1.84pct），已经呈现销售费用率改善带动盈利能力提升的趋势，预计后续盈利能力的持续提升将助力老白干盈利保持增长。

图 9：白酒公司销售费用率对比



数据来源：WIND、东方证券研究所

在 23 年报的经营计划中，公司披露其 2024 年将加强全面预算管理，持续开展降本增效活动，确保费用的精准投入和有效使用，有效地降低费销比和各项费用，不断地提升盈利水平；不断优化绩效考核体系，通过绩效管理与考核，促进战略目标的实现。

公司以高端酒事业部、十八酒坊事业部、大众酒事业部、创新酒事业部区隔运作不同价格带、不同类型的产品，有助于销售政策的精准投放与资源聚焦，加速大单品培育。其中，高端酒事业部主要负责老白干 1915、甲等 15、甲等 20、古法 20、古法 30 等产品的运作，对高端产品采取配额制。十八酒坊事业部负责运作十八酒坊陶藏系列、醇柔系列等。大众酒事业部主要运作青花系列、冰系列等，采取大陈列模式加大渠道铺货。创新酒事业部主要负责抓住新式大众消费需求。

24 年在营销渠道建设上，老白干以聚焦、创新为指导思想，以客户为中心，深入推进营销转型，从经销商渠道向零售终端动销进行转变，推动营销模式升级，构建“品牌+渠道”为动能的双驱动模式，建立“厂家+经销商+核心终端+核心消费者”的一体化关系，聚焦网点建设、宴席推广、消费者培育，预计其销售费用投放效率将有所提升。

武陵酒强势引领高端增长，深度全省化可期

武陵酒定位高端酱酒，当前主要在湖南销售，与老白干本部在香型、区域、价格带上均具备较大区隔，形成良好补充，并凭借强劲的增长势能、高利润率成为老白干结构升级与业绩增长的重要动力。武陵酒在湖南省内口碑良好、价盘管控能力领先，不仅在白酒行业整体消费承压的背景下常年保持双位数强劲增长，同时还是湖南省内难得的能够实现顺价销售的畅销品。我们认为武陵酒长期在全省化方面仍有较大空间，主要优势在于：

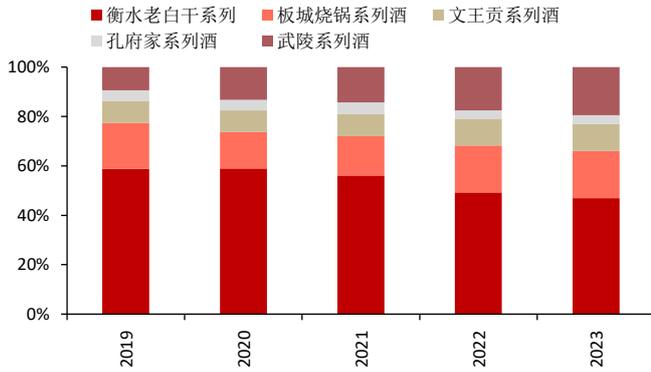
① 持续深耕消费者培育，承接湖南市场本土高端酱酒消费需求。

武陵酒定位高端酱酒，核心产品系列是酱系列，少酱、中酱、上酱为最主要核心单品，覆盖从 600 元+、800 元+到 2000 元+的价格带。其他产品系列包括定价千元以上价格带、以高端私人定

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

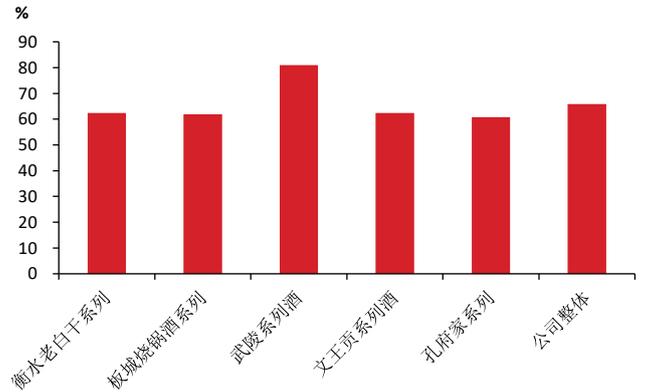
制为主的极客系列；覆盖 100-600 元大众价格带与低线次高端价格带、以线上销售为主的飘香系列。以高线次高端和高端酒为主的产品结构，使武陵酒的毛利率显著高于老白干旗下其他品牌。2023 年，武陵酒毛利率为 80.91%，相较公司综合毛利率高 15pct，19-23 年武陵酒占公司总营收的比例从 9%提升至 20%，成为公司结构升级的主导力量。

图 10：老白干收入结构



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 11：23 年老白干旗下各品牌毛利率对比

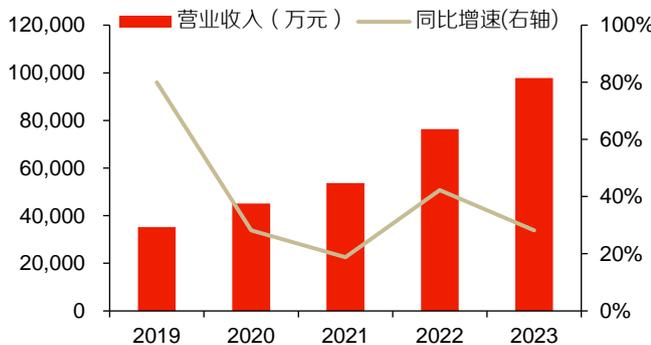


数据来源：公司公告、东方证券研究所

武陵酒拥有“三胜茅台”的美誉，并在湖南市场持续深耕消费者培育，在湖南的高端消费圈层具有较强的品牌号召力和产品复购力。2023 年，武陵酒通过德品三湘行、武陵王专项品鉴会、2023 琥珀升级品鉴上市发布会等系列品牌活动，先后走进 26 个省内重点市场，持续深耕湖南大本营的品牌建设，为深度全省化夯实了基础。24 年以来，武陵酒继续通过高频次地举办品牌活动，如：湖南第二届中国名酒节暨武陵酒超级品牌日活动、沅澧臻酿产品发布会、武陵酒终端大会、春茗宴高端品鉴会、常德经开区企业家年会、鼎城区企业家年会等市场活动，继续强化其在湖南市场核心消费圈层的影响力。根据湖南终端反馈，在湖南的超高端白酒市场，武陵酒已经具备承担一部分茅台酒功能的能力，武陵酒超高端的定位越发深入人心。

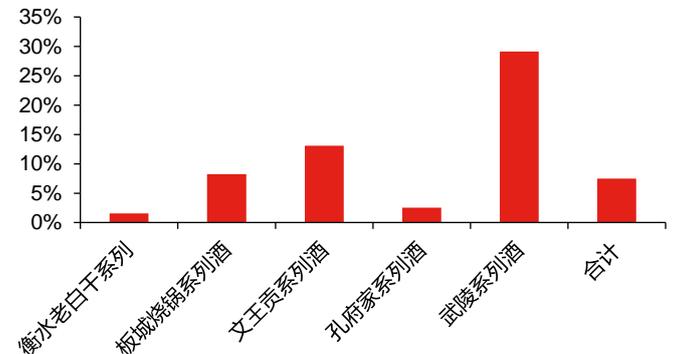
22 年 1 月，湖南省政府在“关于印发《落实〈政府工作报告〉重点工作分工的意见》的通知”中表态要促进湘酒品牌化，振兴湘酒被首次写进湖南省政府工作报告。在湖南，我们认为武陵酒作为省酒高端酱酒品牌，并非是茅台的简单平替，而是作为具备当地区域代表特色的本土高端酱酒，将在省内商务宴请招待中具备更强的适配性，预计武陵酒有实力通过承接湖南省内高端本土酱酒消费需求而保持强劲增长。

图 12：19-23 年武陵酒营业收入及同比增速



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 13：老白干旗下各品牌 19-23 年营收复合增速对比

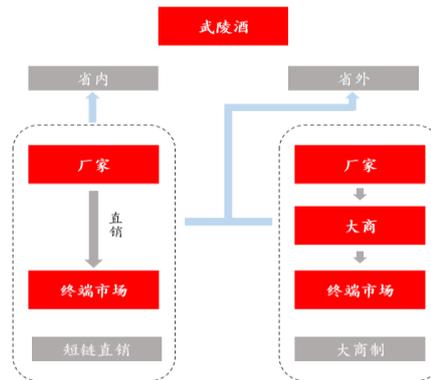


数据来源：公司公告、东方证券研究所

② 短链直连终端为主的渠道模式，使武陵酒有动销、终端有利润，具备良好健康的库存和价盘。

在湖南省内，武陵酒采用短链直销模式，无中间经销商进行分销，厂家直面终端市场；在这种模式下，厂家对终端市场了解度深、掌控力强，且酒厂利润率更高、终端参与度高。在湖南省以外，武陵酒以市场为导向，因地制宜，采取大商制或短链直销模式。我们认为两种模式结合具备多方面优势：一方面，部分地区采用大商制有助于降低业务人员等费用开支，在低成本基础上凭借大商既有资源开拓空白市场。另一方面，在部分市场采用短链直销模式，有助于公司培育样板市场，以点带面；加强公司对部分省外市场掌控力，减少窜货发生，加强价格管理。

图 14：武陵酒湖南省内、省外渠道模式



数据来源：公司公告、东方证券研究所

就湖南省内而言，根据 XN 知酒，短链直链终端的模式使武陵酒的营商架构非常良性，既确保了企业的利润结构稳定，也使终端商的利润更有保障，使其有足够的热情与厂家共同参与到消费者的培育中来，叠加厂家自身重视市场培育，长此以往，武陵酒实现了企业有动销、终端商有钱赚、消费者有品牌认可度的良性发展。

短链直链模式下，在投放阶段，武陵酒厂家市场团队会根据终端门店以往的表现、日常流水等因素评估其是否适合与武陵酒合作以及确定合作的金额，从根本上确保了终端流通的稳定。**在终端门店与武陵酒建立合作关系以后**，武陵酒终端管理部会对销售进出进行严格管理，武陵酒终端管理部每月都会对终端店铺库存情况进行地毯式摸排，不仅要完全了解产品进出量，还要实现货物流向核查，避免终端商因为库存压力甩货，破坏武陵酒价格体系。凭借这种严格的渠道管理模式，武陵酒让武陵上酱的终端成交价始终控制在 2000 元以上。终端门店反馈武陵酒的业务员勤奋能跑，厂家对终端门店的管理非常到位，而这种行之有效的渠道管理模式很难复制。**我们认为武陵酒的特色化的扁平渠道管理模式已经构成了其经营的壁垒。**

2023 年湖南白酒市场规模为 280 亿元，其中湖南地产白酒 80 亿元，省外白酒 200 亿元，省内地产酒市占率约 28.5%，呈增长趋势。湖南 600 元以上高端白酒市场规模达到 150 亿，占比 54%；酱香白酒增长明显，市场占比约 16%。23 年武陵酒在湖南省内的市占率约 3%，省内仍以常德和长沙贡献较多销售额，在张家界、岳阳、益阳、娄底、株洲、怀化等省内市场已经具备较高的品牌认可度，预计后续在省内的份额仍有较大提升空间。武陵酒在不断深化本地区域市场建设的同时，也在有序的扩展省外市场，先后稳步开拓了广东、福建、河南和河北等其他省外市场，长期仍具备区域扩张带来的增长动力。

表 3: FCFF 目标价敏感性分析表

FCFF 目标价敏感性分析		永续增长率 Gn(%)				
		1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
WACC(%)	9.51%	28.34	30.43	33.16	36.88	42.25
	10.01%	26.75	28.54	30.83	33.89	38.16
	10.51%	25.33	26.87	28.81	31.36	34.82
	11.01%	24.06	25.39	27.05	29.19	32.04
	11.51%	22.92	24.07	25.50	27.32	29.68
	12.01%	21.88	22.89	24.13	25.68	27.67
	12.51%	20.93	21.82	22.90	24.24	25.93
	13.01%	20.07	20.86	21.80	22.96	24.40
	13.51%	19.28	19.98	20.81	21.82	23.06

资料来源: Wind、东方证券研究所 (目标价单位: 元/股)

风险提示

河北省内竞争加剧风险。公司河北省内收入占比较高，如果省内竞争加剧，公司可能会增加市场推广费和促销费以面对竞品挑战，对盈利能力将有负面影响。

武陵酱酒增长不及预期风险。武陵酒的盈利贡献是目前公司盈利增长的核心驱动力之一，若武陵酱酒因为产能不足、市场销售不利、酱酒需求下降等因素而增长不及预期，将会对公司盈利增长造成不利影响。

消费升级不及预期风险。公司产品结构升级是营收盈利增长的核心逻辑，若消费需求升级不及预期，或将对公司销量造成负面影响。

假设条件变化影响测算结果风险。本文中涉及较多测算数据，该类数据仅为理论测算值，实际情况或与测算值具有差异，若假设条件发生变化则可能导致测算结果产生偏误的风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,095	1,622	2,469	3,136	3,910	营业收入	4,653	5,257	5,966	6,647	7,312
应收票据、账款及款项融资	182	174	197	220	242	营业成本	1,472	1,727	1,892	2,029	2,165
预付账款	70	23	26	29	32	销售费用	1,411	1,428	1,593	1,757	1,932
存货	3,046	3,350	3,670	3,936	4,200	管理费用	396	415	437	451	495
其他	868	697	701	705	708	研发费用	14	13	15	17	18
流动资产合计	5,261	5,866	7,063	8,025	9,091	财务费用	(9)	(16)	(31)	(42)	(53)
长期股权投资	88	79	79	79	79	资产、信用减值损失	(2)	(4)	1	1	1
固定资产	1,755	1,775	1,834	1,888	1,936	公允价值变动收益	3	6	5	1	1
在建工程	139	51	59	56	53	投资净收益	25	19	15	15	30
无形资产	858	840	824	807	790	其他	(464)	(835)	(976)	(1,013)	(1,046)
其他	816	889	809	835	842	营业利润	935	884	1,102	1,437	1,737
非流动资产合计	3,656	3,635	3,605	3,664	3,699	营业外收入	10	10	10	10	12
资产总计	8,918	9,501	10,668	11,690	12,790	营业外支出	10	4	3	5	5
短期借款	50	0	0	0	0	利润总额	935	891	1,109	1,442	1,744
应付票据及应付账款	466	431	472	506	540	所得税	227	225	280	360	419
其他	3,898	4,092	4,215	4,453	4,625	净利润	708	666	828	1,081	1,326
流动负债合计	4,414	4,523	4,687	4,959	5,164	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	708	666	828	1,081	1,326
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.77	0.73	0.91	1.18	1.45
其他	157	168	164	162	164						
非流动负债合计	157	168	164	162	164	主要财务比率					
负债合计	4,571	4,690	4,850	5,121	5,329		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
实收资本(或股本)	915	915	915	915	915	营业收入	15.5%	13.0%	13.5%	11.4%	10.0%
资本公积	1,309	1,382	1,563	1,563	1,563	营业利润	83.6%	-5.4%	24.6%	30.4%	20.9%
留存收益	2,081	2,473	3,301	4,051	4,944	归属于母公司净利润	81.8%	-5.9%	24.4%	30.6%	22.6%
其他	42	41	39	40	40	获利能力					
股东权益合计	4,347	4,810	5,817	6,569	7,462	毛利率	68.4%	67.2%	68.3%	69.5%	70.4%
负债和股东权益总计	8,918	9,501	10,668	11,690	12,790	净利率	15.2%	12.7%	13.9%	16.3%	18.1%
						ROE	17.5%	14.5%	15.6%	17.5%	18.9%
						ROIC	16.8%	14.1%	15.1%	16.9%	18.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	51.3%	49.4%	45.5%	43.8%	41.7%
净利润	708	666	828	1,081	1,326	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	140	166	80	84	88	流动比率	1.19	1.30	1.51	1.62	1.76
财务费用	(9)	(16)	(31)	(42)	(53)	速动比率	0.50	0.56	0.72	0.82	0.95
投资损失	(25)	(19)	(15)	(15)	(30)	营运能力					
营运资金变动	297	(92)	(189)	(24)	(88)	应收账款周转率	142.2	145.3	191.4	189.8	188.6
其它	(488)	90	71	(27)	(6)	存货周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
经营活动现金流	621	795	745	1,057	1,237	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
资本支出	(302)	(54)	(129)	(116)	(114)	每股指标(元)					
长期投资	(7)	10	0	0	0	每股收益	0.77	0.73	0.91	1.18	1.45
其他	(79)	101	21	15	31	每股经营现金流	0.68	0.87	0.81	1.16	1.35
投资活动现金流	(388)	57	(108)	(101)	(83)	每股净资产	4.75	5.26	6.36	7.18	8.16
债权融资	(0)	(0)	(1)	(0)	0	估值比率					
股权融资	45	73	181	0	0	市盈率	22.7	24.1	19.4	14.8	12.1
其他	(190)	(398)	31	(289)	(380)	市净率	3.7	3.3	2.8	2.4	2.2
筹资活动现金流	(145)	(325)	210	(289)	(380)	EV/EBITDA	12.6	13.0	11.7	9.1	7.6
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	14.5	15.5	12.5	9.6	8.0
现金净增加额	88	527	847	667	774						

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。