



## 一树三香五花齐放，冀鲁湘皖香飘全国

### 投资要点

- 推荐逻辑:** 1、受益于消费者品牌意识增强、“少喝酒、喝好酒”观念广泛传播，高端、次高端市场持续扩容，各子品牌在基地市场品牌势能突出，将充分受益品牌份额集中度提升红利。2、老白干本部品牌、产品、渠道得到全面理顺，品牌战略更加清晰，全面升级为“甲等金奖，大国品质”；产品更加聚焦，1915、甲等20/15等体量均在2亿元左右及以上，大单品雏形已现；渠道模式优化革新，虚拟股权模式下绑定经销商利益，渠道推力显著增强。3、武陵酒聚焦“常德+长沙”，产能已由600吨扩大至5000吨，新产能逐渐放量可支撑市场拓展，武陵酒作为高端品牌，将持续带动公司产品结构向上。在品牌集中度持续提升、股权激励到位经营势能增强、多品牌发力带来显著增量等多重因素作用下，“量价齐升”带动公司业绩弹性持续释放。
- 行业马太效应明显，名优白酒份额持续提升。** 1、高端一线名酒充分打开价格空间、完成消费者培育，随着消费者品牌意识不断增强，市场加速向名优白酒集中，高端、次高端赛道持续扩容，未来三年复合增速约15%、6%。2、区域性酒企在当地品牌影响力深厚，渠道掌控力强，产品适合当地消费者偏好，区域龙头酒企将充分受益结构升级和份额集中度提升红利。
- 多品牌发力稳增长，聚焦资源势能向上。** 公司实现品牌、产品、渠道三个维度上的全面发力，积聚起的发展势能强劲。**品牌端:** 过去3年公司本部品牌价值复合增速在30%左右，品牌力显著增强，武陵酒高端品牌地位坚实，板城烧锅酒、文王贡、孔府家区域品牌影响力深厚。**产品端:** 公司聚焦大单品培育，持续推进产品结构升级，带动公司毛利率水平不断提升。**渠道端:** 各品牌聚焦核心市场，充分发挥渠道趋势，聚焦资源强化渠道活力，渠道推力持续增强。
- 未来路径: 激励到位经营势能强，长期成长动力充足。** 1、全国化一线名酒在河北逐渐进入发展成热期，渠道利润趋于透明，渠道优势下降；省内头部竞品发展模式证伪，发展趋势向下，竞争环境向好给予衡水老白干优质发展机遇。2、河北经济转型多年，落后产业淘汰进程趋缓，叠加雄安新区已初具规模，对河北经济发展具有较强辐射带动作用，2019-2023年河北居民人均可支配收入复合增速在7%左右，消费升级趋势长期向好。3、武陵酒新产能所产部分基酒已开始逐渐放量，将有力支撑全国化布局，作为全国十七大名酒之一，长期成长空间广阔。4、当前公司深入推进品牌、渠道变革，持续聚焦产品结构升级，激励充分经营势能强劲，变革红利持续释放，公司兼具成长性和确定性。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司2024-2026年归母净利润复合增速26.1%左右。公司多品牌发力，激励到位动力充足，业绩弹性将持续释放，给予公司2024年23倍估值，对应目标价21.85元，维持“买入”评级。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5257.27	6020.38	6826.44	7671.85
增长率	12.98%	14.52%	13.39%	12.38%
归属母公司净利润(百万元)	665.94	868.61	1088.83	1336.63
增长率	-5.89%	30.43%	25.35%	22.76%
每股收益EPS(元)	0.73	0.95	1.19	1.46
净资产收益率ROE	13.84%	16.01%	17.60%	18.81%
PE	22	17	14	11
PB	3.09	2.74	2.40	2.09

数据来源: Wind, 西南证券

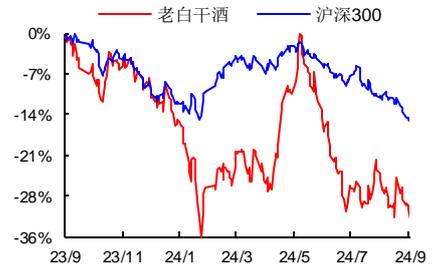
### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振  
执业证号: S1250513110001  
电话: 023-63786049  
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

分析师: 笄文钊  
执业证号: S1250524060002  
电话: 023-63786049  
邮箱: dwzyf@swsc.com.cn

分析师: 王书龙  
执业证号: S1250523070003  
电话: 023-63786049  
邮箱: wsl@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	9.15
流通A股(亿股)	9.04
52周内股价区间(元)	15.86-24.74
总市值(亿元)	148.65
总资产(亿元)	94.33
每股净资产(元)	5.25

### 相关研究

- 老白干酒(600559): 控费增效成效显著, 期待业绩持续释放(2024-08-29)
- 老白干酒(600559): 经营变革成效显著, 期待业绩持续释放(2024-04-29)
- 老白干酒(600559): 武陵高增显著, 期待业绩释放(2023-10-29)

## 投资要件

### 关键假设

1) 受益于公司持续聚焦产品结构升级, 甲等 15/20 及老白干 1915 等中高档产品在河北市场逐渐起量, 产品结构向上, 预计老白干系列 2024-2026 年销量同比增长 10.0%、8.0%、7.0%, 吨价分别提升 5.0%、5.0%、5.0%。

2) 受益于武陵酒省内品牌影响力持续增强, 省外市场稳步开拓, 预计武陵酒系列 2024-2026 年销量同比增长 8.0%、10.0%、10.0%, 吨价同比增长 4.0%、4.0%、3.0%。

3) 受益于板城烧锅酒聚焦产品结构升级和空白市场开拓, 预计板城烧锅酒系列 2024-2026 年销量同比增长 5.0%、5.0%、5.0%, 吨价同比增长 8.0%、7.0%、7.0%。

4) 在消费升级背景下, 其他各品牌聚焦产品结构升级, 不断提升各品牌在当地市场的品牌影响力, 预计 2024-2026 年文王贡、孔府家等系列销量合计同比增长 13.7%、10.7%、8.8%, 吨价分别提升 5.2%、5.1%、4.5%。

### 区别于市场的观点

市场认为: 1) 河北市场较为开放, 全国一线名酒竞相涌入, 竞争环境较差; 2) 公司费用率高企, 净利率相对较低, 盈利能力较弱。

我们的观点: 1) 全国化一线名酒在河北逐渐进入发展成熟期, 渠道利润趋于透明, 渠道推力下降。衡水老白干次高端及以上价位 1915、甲等 20/15 等大单品雏形已现, 综合品牌影响力显著增强; 渠道变革下, 渠道掌控力持续增强, 综合竞争力突出, 增长势能显著拐点向上; 2) 公司近年持续推进费用改革, 受制疫情期间库存积累较多, 为帮助渠道拉动销降库存, 2023 年费用率下降不够显著。伴随着库存水平已下降至合理区间, 费用投放效率持续提高, 叠加营收规模不断扩大, 费用率有望加速边际下降。

### 股价上涨的催化因素

1) 高端白酒批价上行; 2) 经济和消费信心持续恢复, 动销超预期。

### 估值和目标价格

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 60.2 亿元(+14.5%)、68.3 亿元(+13.4%)和 76.7 亿元(+12.4%), 归母净利润分别为 8.7 亿元(+30.4%)、10.9 亿元(+25.4%)和 13.4 亿元(+22.8%), EPS 分别为 0.95、1.19 和 1.46 元, 对应 PE 分别为 17、14 和 11 倍。公司聚焦发力高端、次高端, 扎实推进全国化布局, 给予公司 2024 年 23 倍估值, 对应目标价 21.85 元, 维持“买入”评级。

### 投资风险

1) 消费复苏不及预期风险; 2) 经济大幅下滑风险; 3) 市场开拓或不及预期。

## 目 录

<b>1 一树三香，五花齐放</b> .....	<b>1</b>
1.1 多品牌发力，多区域布局.....	1
1.2 股权结构稳定，业绩弹性十足.....	2
<b>2 消费升级市场扩容，份额集中结构繁荣</b> .....	<b>4</b>
2.1 行业呈挤压式增长，市场向名优白酒集中.....	4
2.2 河北市场持续扩容，消费升级空间广阔.....	11
<b>3 品牌高举高打，渠道持续发力</b> .....	<b>15</b>
3.1 品牌端：甲等金奖，大国品质.....	15
3.2 产品端：覆盖主流价位，聚集核心单品.....	19
3.3 渠道端：渠道模式变革优化，持续强化渠道推力.....	22
<b>4 一树三香五花齐放，武陵酱酒香飘全国</b> .....	<b>25</b>
4.1 丰联酒业：多品牌共同发力，增长动能十足.....	25
4.2 武陵酒：稀缺高端品牌，成长空间广阔.....	26
<b>5 财务分析</b> .....	<b>30</b>
<b>6 盈利预测与估值</b> .....	<b>32</b>
6.1 盈利预测.....	32
6.2 绝对估值.....	33
6.3 相对估值.....	34
<b>7 风险提示</b> .....	<b>35</b>

## 图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司各阶段发展现状.....	2
图 3: 公司股权结构图.....	2
图 4: 2018 年以来各品牌营收情况 (亿元).....	3
图 5: 2018 年以来公司营收区域分布情况.....	3
图 6: 2008 年以来公司营收及增速.....	3
图 7: 2008 年以来公司归母净利润及增速.....	3
图 8: 2008 年以来规模以上酒企营收总额及增速.....	4
图 9: 2008 年以来规模以上酒企利润总额及增速.....	4
图 10: 我国规模以上酒企白酒产量及增速.....	5
图 11: 我国规模以上酒企数量及增速.....	5
图 12: 上市酒企、规模以上酒企营收及占比情况.....	5
图 13: 上市酒企、规模以上酒企利润及占比情况.....	5
图 14: 除顺鑫外其他上市酒企销量及市占率.....	6
图 15: 除顺鑫外其他上市酒企平均吨价及增速.....	6
图 16: 2014-2023 年居民人均可支配收入及增速.....	6
图 17: 2014-2023 年人均食品烟酒支出及增速.....	6
图 18: 个人可投资资产超过 1 千万的人数 (万人).....	7
图 19: 中国高净值人群区域分布.....	7
图 20: 购买白酒价格分布 (元/500ml/瓶).....	7
图 21: 消费者饮用白酒价格档次提升原因.....	7
图 22: 高端酒收入及增速.....	8
图 23: 2023 年高端白酒营收竞争格局.....	8
图 24: 2008 年以来高端“茅五泸”一批价 (更新).....	9
图 25: 2016 年以来各价位销售份额变动情况.....	9
图 26: 2023 年次高端白酒竞争格局.....	10
图 27: 2015 年以来次高端酒市占率.....	10
图 28: 2012 年、2021 年代表省份白酒主流价格带.....	10
图 29: 2015 年以来次高端酒吨价及增速.....	10
图 30: 白酒价格带消费升级情况.....	11
图 31: 2020 年部分省份白酒产量 (万吨).....	12
图 32: 2023 年部分省份白酒消费规模 (亿元).....	12
图 33: 河北各区域白酒市场概况.....	12
图 34: 河北白酒消费香型结构.....	13
图 35: 河北主要白酒品牌份额 (亿元).....	13
图 36: 北京和雄安新区对河北产生较强辐射带动作用.....	13
图 37: 河北产业结构变化.....	13
图 38: 2013 年以来河北人均可支配收入情况.....	14
图 39: 2023 年部分省份白酒消费结构.....	14

图 40: 2018 年以来老白干河北省内营收情况.....	14
图 41: 河北白酒品牌分布.....	14
图 42: 公司品牌战略.....	16
图 43: 公司积极打造衡水老白干文化节.....	16
图 44: 老白干名字释义.....	16
图 45: 公司官网产品展示.....	17
图 46: 1996 年春晚《打工奇遇记》剧照.....	17
图 47: 公司两款高度高端白酒产品.....	17
图 48: 老白干酒亮相国际会议晚宴.....	17
图 49: 名企进名酒活动.....	18
图 50: 名酒进名企活动.....	18
图 51: 2014 年以来公司广告和推广费情况 (亿元).....	19
图 52: 华樽杯衡水老白干酒品牌价值情况 (亿元).....	19
图 53: 老白干酒核心价位段布局.....	20
图 54: 2023 年老白干酒本部产品结构.....	20
图 55: 老白干酒本部前五大单品营收占比.....	20
图 56: 衡水老白干本部销量及增速.....	21
图 57: 衡水老白干本部吨价及增速.....	21
图 58: 老白干香型成功定型 20 周年相关活动.....	21
图 59: 成功挑战吉尼斯世界纪录.....	21
图 60: 公司销售体系架构简图.....	23
图 61: 新型渠道模式.....	23
图 62: 公司促销费用及营收占比情况.....	23
图 63: 衡水老白干库存水平变动 (月).....	23
图 64: 公司河北省内经销商数量及平均创收情况.....	24
图 65: 公司合同负债情况 (亿元).....	24
图 66: 公司销售人员数量及人均薪酬情况.....	24
图 67: 公司销售人员人均创收情况 (万元).....	24
图 68: 2023 年各品牌营收体量 (亿元) 和区域分布.....	25
图 69: 公司各价格带产品营收和销量情况.....	25
图 70: 各子品牌吨价情况 (万元/吨).....	25
图 71: 各子品牌毛利率情况.....	25
图 72: 各子公司营收情况 (亿元).....	26
图 73: 各子品牌毛利规模变动情况 (亿元).....	26
图 74: 各子公司净利率情况 (亿元).....	26
图 75: 各子公司净利润情况 (亿元).....	26
图 76: 武陵酒发展历程.....	27
图 77: 1981 年全国白酒质量现场会酱香白酒综合评分.....	28
图 78: 华樽杯武陵酒品牌价值情况 (亿元).....	28
图 79: 公司产能扩建情况.....	29
图 80: 2023 年武陵酒营收区域分布情况.....	29
图 81: 武陵酒营收及增速情况.....	29

图 82: 武陵酒终端店数量及创收情况 .....	30
图 83: 武陵酒销售体系架构简图 .....	30
图 84: 主要销售费用分项 (亿元) 及营收占比情况 (右轴) .....	30
图 85: 管理费用拆解情况 (亿元) .....	30
图 86: 2014 年以来公司毛利率和净利率情况 .....	31
图 87: 2017 年以来公司费用率情况 .....	31
图 88: 2023 年白酒上市公司销售毛利率 .....	31
图 89: 2023 年白酒上市公司净利率 .....	31

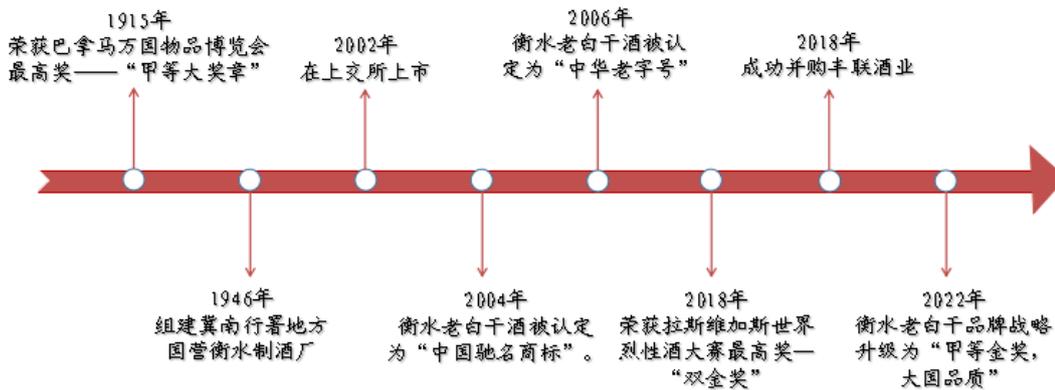
## 表 目 录

表 1: 高端酒品牌概况 .....	8
表 2: 区域性酒企高端产品布局情况 .....	9
表 3: 各档次白酒量价空间测算 .....	11
表 4: 河北白酒市场各价格带主要品牌及规模 .....	15
表 5: 获得荣誉或奖项 .....	15
表 6: 公司产品矩阵情况 .....	19
表 7: 产品品质优势 .....	22
表 8: 五届全国评酒大会获奖名单 .....	27
表 9: 公司产品矩阵情况 .....	28
表 10: 分业务收入及毛利率情况 .....	32
表 11: 绝对估值假设条件 .....	34
表 12: FCFF 估值结果 .....	34
表 13: 可比公司估值 .....	34
附表: 财务预测与估值 .....	36

## 1 一树三香，五花齐放

老白干酒作为北方名酒，其历史渊源悠长，兴于汉，盛于唐，名于宋，正式定名于明代，至今已有 1900 多年的酿造历史。1915 年荣获巴拿马万国物品博览会最高奖——“甲等大奖章”，近年更是先后荣获中华老字号、中国白酒老白干香型代表、国家级非物质文化遗产等称号，公司产品具有较高的品牌知名度、美誉度。2018 年成功并购丰联酒业，实现了老白干香型、浓香型、酱香型的“一树三香”和衡水老白干、文王贡酒、板城烧锅酒、武陵酒、孔府家酒“五花齐放”的局面，公司朝着“打造中国白酒一流企业”持续迈进。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

### 1.1 多品牌发力，多区域布局

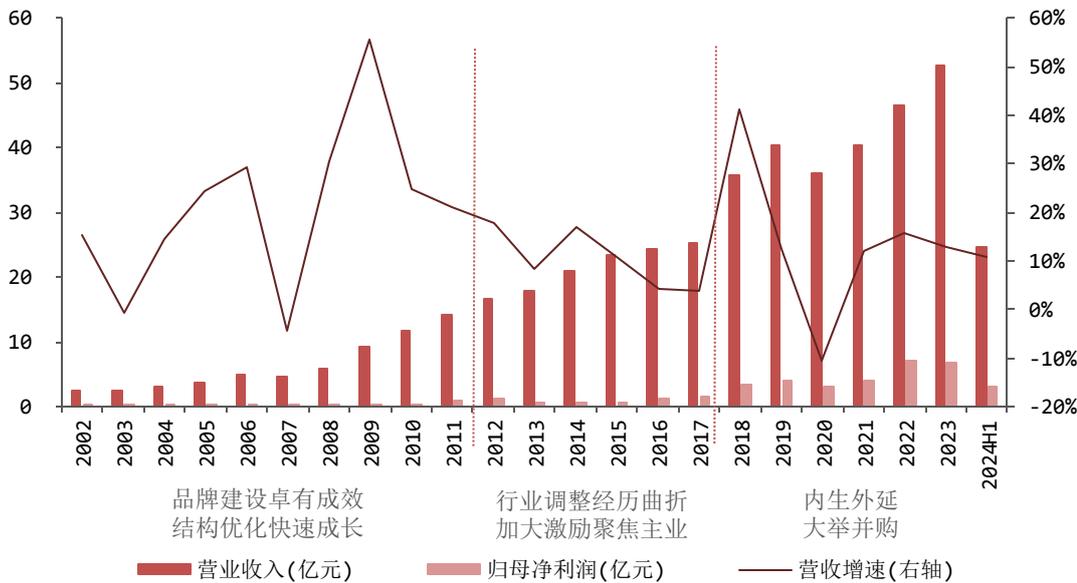
**第一阶段（1946-2002）：甲等金奖品质上乘，积极改制成功上市。**老白干酒的前身是冀南行署地方国营衡水制酒厂，是 1946 年党和政府将衡水十八家传统私营酿酒作坊收归国有组建而成，是新中国第一家白酒生产企业，因在巴拿马万国物品博览会上荣获最高奖——“甲等大奖章”而享誉盛名。历经多次改制后，公司于 2002 年在上交所成功上市。

**第二阶段（2003-2011）：品牌美誉度不断提升，结构优化快速成长。**随着居民收入水平的持续提升，消费者的品牌意识不断增强，“指名消费”现象愈加普遍。2004 年衡水老白干酒、2008 年十八酒坊先后被中国工商总局认定为“中国驰名商标”，2006 年衡水老白干酒被认定为“中华老字号”，公司产品在北方的品牌知名度、美誉度持续攀升。公司持续优化产品结构，不断布局中高档产品，2003-2011 年白酒业务营收复合增速为 31.5%，其中吨价复合增速为 13.4%，量价齐升助力营收规模快速扩张。

**第三阶段（2012-2017）：加大激励聚焦主业，逆势而为保持稳健。**2012-2014 年，“限制三公消费”、“严查酒驾”等让白酒行业的景气度遭遇重挫，受高端白酒纷纷降价影响，中低端白酒市场竞争进入炽热化。2015 年底公司 8.25 亿元的定增方案顺利实施，借此引入优质经销商战略持股，并成功实施员工持股计划。2014-2016 年，公司陆续剥离养殖、饲料等非白酒业务，更加注重主业，同时顺应大众消费的崛起，加码布局中高端产品，持续优化产品结构。

**第四阶段（2018 至今）：内生外延大举并购，紧抓机遇实干而行。**公司在持续夯实老白干酒在北方市场品牌影响力的基础上，于 2018 年 4 月成功并购丰联酒业，借助丰联酒业旗下承德乾隆醉、安徽文王、湖南武陵和曲阜孔府家等四家白酒企业在各自区域的品牌影响力，实现外延式增长。

图 2：公司各阶段发展现状

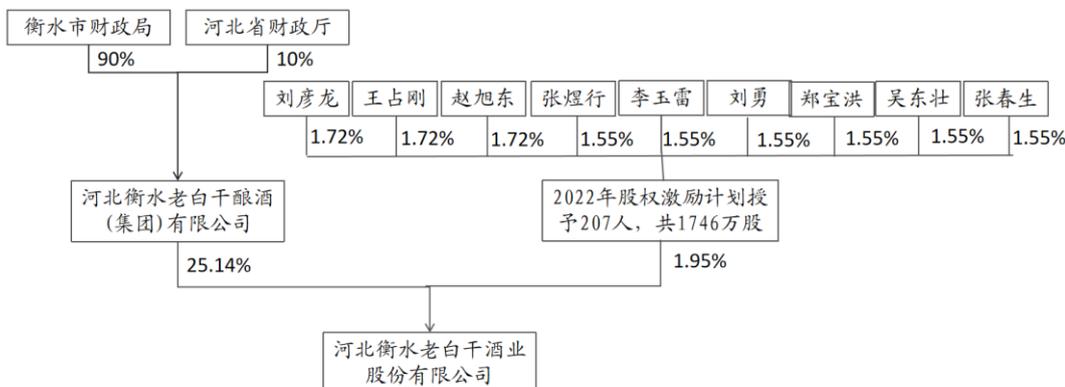


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 1.2 股权结构稳定，业绩弹性十足

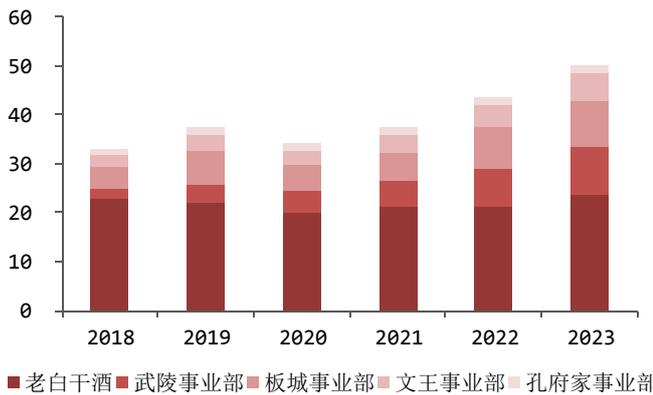
**国有控股，激励充分。**老白干酒是国有企业混改之先行者，股权结构持续优化，激励充分经营势能强劲。公司分别于 2015 年、2022 年两次向核心员工授予股权激励，激励范围覆盖广泛，管理层与公司利益高度一致，经营势能提升显著。截至 2024H1，公司实际控制人为衡水市财政局，其中河北省财政厅和衡水市财政局分别持有衡水老白干集团 10%、90% 的股份，两者合计持有老白干酒业股份有限公司 25.14% 的股份。

图 3：公司股权结构图

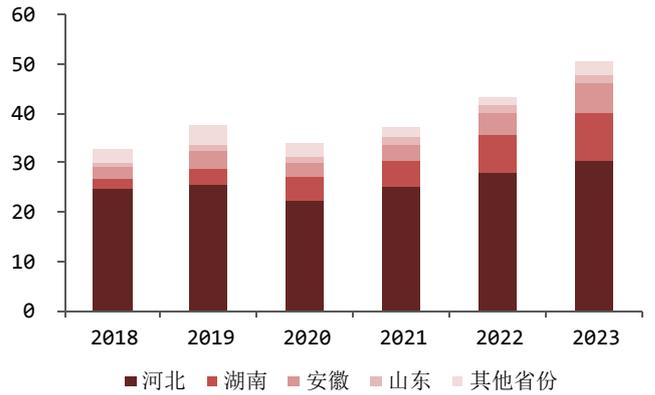


数据来源：公司公告(截至 2024 年 6 月 30 日)，西南证券整理

**主营业务构成：**公司拥有衡水老白干、武陵酒、板城烧锅酒、文王贡酒、孔府家酒五大品牌系列，2023年各品牌系列营收占比分别为46.9%、19.5%、19.1%、10.9%、3.6%。预计2024H1老白干酒本部营收增速在15%左右，经营势能拐点向上趋势延续，改革成效显著，公司营收基本盘得到持续夯实。从销售区域看，公司营收主要分布在河北省内，2024H1河北省营收占公司总营收的58%，是公司的重要基本盘。随着公司对丰联酒业各子品牌的积极整合，公司产品在湖南、安徽、山东的品牌影响力持续增强，在各区域的市占率不断提升，成长空间得到有效拓展。

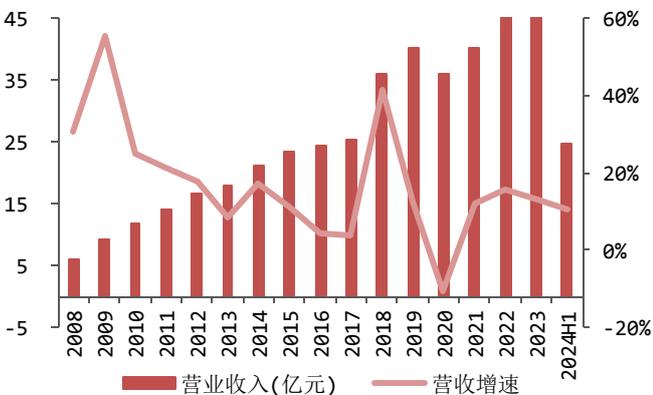
**图 4：2018 年以来各品牌营收情况 (亿元)**


数据来源：公司公告，西南证券整理

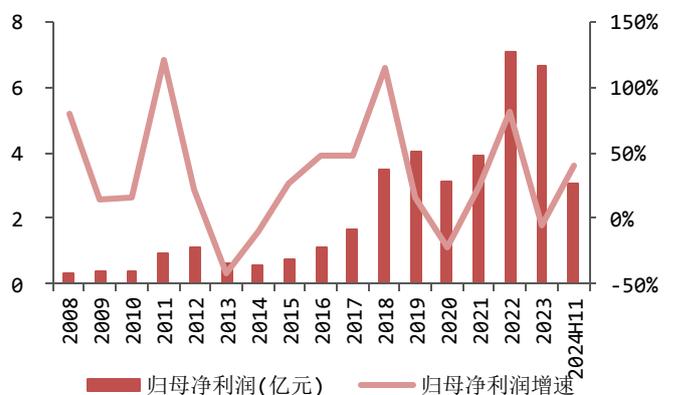
**图 5：2018 年以来公司营收区域分布情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**业绩情况：**2012年行业调整对白酒行业产生较大冲击，2015年起逐渐进入复苏阶段。2018年公司收购丰联酒业，进入多品牌协同发展阶段。老白干酒紧抓行业机遇，以打造“中国白酒一流企业”为目标，积极构建“渠道+消费者”双驱动模式，不断塑造渠道和消费者一体化营销体系。在产品布局上，不断精简产品线，整合淘汰规模小、形象档次低的区域产品；在产品结构上，持续优化产品结构，聚焦资源开发培育中高档产品；在区域发展上，公司充分发挥衡水老白干酒和其他子品牌在各自区域的渠道优势，有效整合和共享各方的优质资源，充分发挥协同作用。2024H1年公司营收端增速为10.7%，扣非归母净利润增速为46.4%，利润增速显著高于营收增速，盈利能力增强显著，增长势能强劲。

**图 6：2008 年以来公司营收及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 7：2008 年以来公司归母净利润及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 消费升级市场扩容，份额集中结构繁荣

本轮白酒复苏以来，各档次白酒之间出现分化，行业呈现挤压式增长，具体表现为规模以上白酒企业产量持续下降，名优白酒量价齐升，中低档白酒销量则持续萎缩，市场份额不断向名优白酒集中。行业分化发展的核心驱动因素是人均收入水平的不断提升，在居民健康意识和品牌意识快速崛起、“少喝酒，喝好酒”的消费理念逐步成为全社会共识的背景下，白酒主流消费价格带稳步上移，龙头及老名酒更加聚焦高端和次高端产品，推动产品结构不断优化。在行业挤压式增长大背景下，头部及中部名优白酒依托品牌优势，将更加受益于消费升级和市场份额集中带来的红利。

### 2.1 行业呈挤压式增长，市场向名优白酒集中

#### 2.1.1 行业呈挤压式增长，结构性繁荣显著

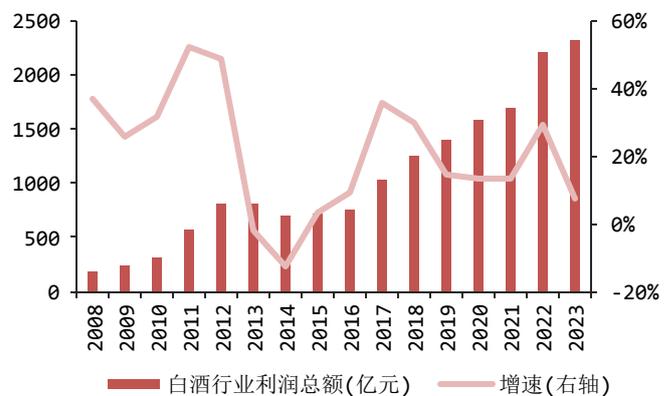
行业呈挤压式增长，结构升级态势明显。2002-2012年是白酒行业量价齐升的黄金十年，在此期间营收、利润均保持双位数以上高增长，2013-2015年“限制三公消费”和“反腐”冲击，行业进入三年深度调整。2016年前后去渠道库存较为理想，行业弱复苏，挤压式增长明显，随着居民收入提升和大众消费崛起，名优白酒带动行业增长；从利润端看，受益于产品结构升级和名优白酒直接提价，行业利润增速显著高于营收增速，盈利能力持续增强。

图 8：2008 年以来规模以上酒企营收总额及增速



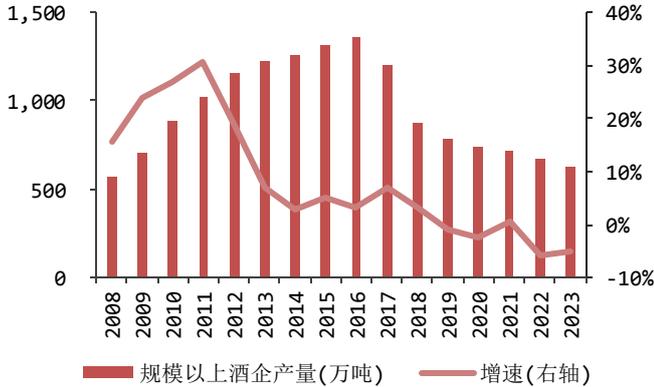
数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 9：2008 年以来规模以上酒企利润总额及增速

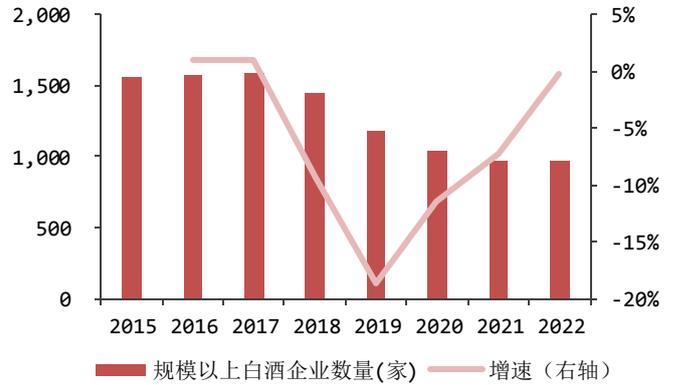


数据来源：国家统计局，西南证券整理

白酒产量见顶回落，业内竞争占据主导。2002-2012年是白酒行业的黄金十年，行业规模快速扩容；白酒行业三年深度调整之后，居民品牌和健康意识快速崛起，“少喝酒，喝好酒”成为全社会共识。伴随“限制三公消费”及“严查酒驾”等，白酒消费更加理性，规模以上白酒企业产销见顶回落；2023年规模以上白酒产量（可比口径）为 629 万吨，同比 -5.1%；规模以上白酒企业数量由 2015 年的 1563 家减少至 2022 年的 963 家，行业已转变为存量市场，业内竞争占据主导，且竞争态势愈发激烈。

**图 10：我国规模以上酒企白酒产量及增速**


数据来源：国家统计局，西南证券整理

**图 11：我国规模以上酒企数量及增速**


数据来源：国家统计局，西南证券整理

**结构性繁荣特征明显，名优白酒市占率快速提升。**本轮白酒复苏以来，“弱增长，强分化”的结构性繁荣特征十分明显。在此背景下，名优白酒品牌和渠道优势越发明显，市场份额加速向名优白酒集中。白酒上市公司（多为名优白酒）的收入和利润市占率分别从 2015 年的 20%、62% 提升至 2023 年的 53.5%、91.6%。特别是自 2017 年以来，在居民消费升级步伐显著加快的背景下，名优白酒迎来爆发式增长，上市白酒企业份额占比快速提升。

**图 12：上市酒企、规模以上酒企营收及占比情况**


数据来源：国家统计局，公司公告，西南证券整理

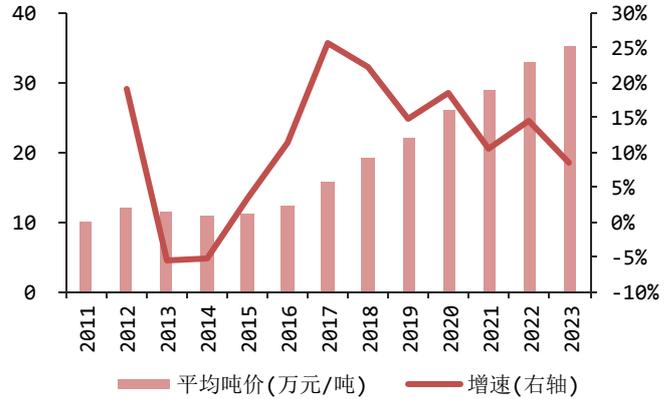
**图 13：上市酒企、规模以上酒企利润及占比情况**


数据来源：国家统计局，公司公告，西南证券整理

**名酒销量占比依然较低，未来提升空间广阔。**2023 年上市酒企销量（不含顺鑫）市占率仅为 17.8%（剔除顺鑫原因主要系其产品多为低端酒且在上市酒企销量中占比超 40%，剔除之后能够更好地反映销量和吨价发展趋势），名酒销量占比依然较低，未来提升空间广阔。上市酒企（不含顺鑫）销量由 2015 年的 95.1 万吨提升至 2023 年为 112.2 万吨，年均复合增速为 2.6%。与此同时，受益于直接提价和产品结构升级，平均吨价由 2015 年的 12.2 万元/吨稳步提升至 2023 年的 35.1 万元/吨，年均复合增速达 15.3%。

**图 14: 除顺鑫外其他上市酒企销量及市占率**

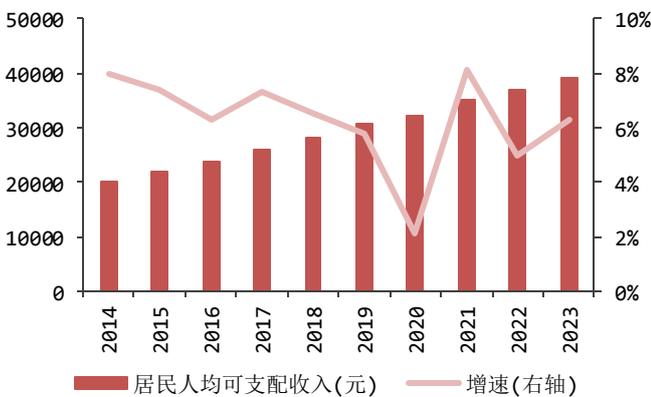

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 15: 除顺鑫外其他上市酒企平均吨价及增速**


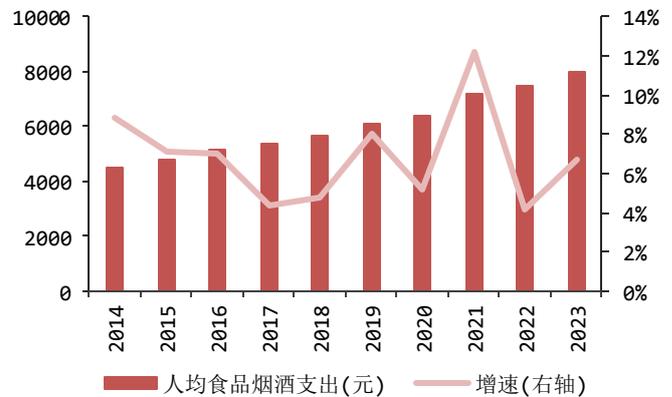
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

### 2.1.2 居民收入稳步提升, 品牌意识不断增强

随着中国经济快速发展, 城镇居民人均可支配收入和人均食品烟酒支出稳步提升。最近五年居民人均可支配收入复合增速在 7% 左右, 居民收入的稳步提升为消费升级奠定坚实基础。与此同时, 居民人均食品烟酒支出从 2014 年的 4494 元稳步提升至 2023 年的 7983 元, 复合增速为 6.6%, 保持较快增长。

**图 16: 2014-2023 年居民人均可支配收入及增速**


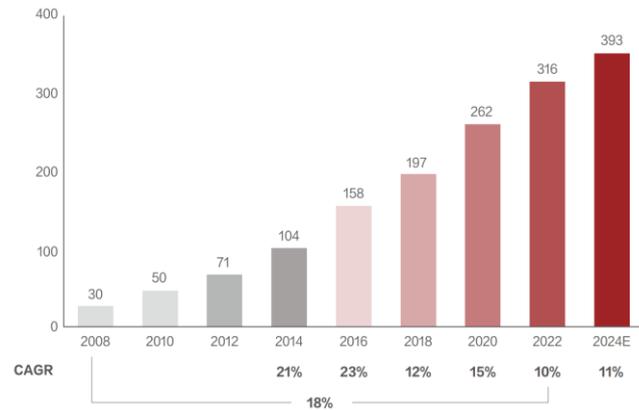
数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

**图 17: 2014-2023 年人均食品烟酒支出及增速**


数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

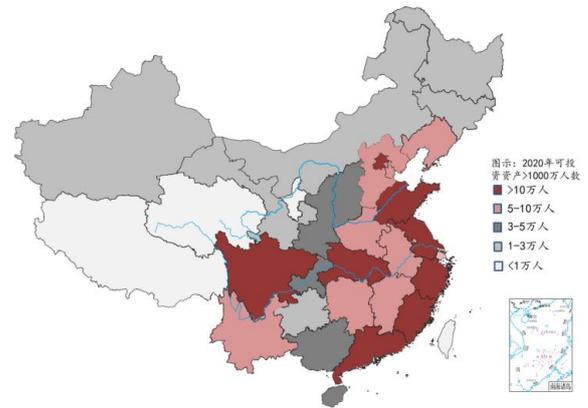
过去十年中国经济快速发展, 带动高净值人群和中产阶级人群快速壮大。以 1 千万个人可投资资产作为标准, 2022 年中国高净值人群数量达 316 万人, 较 2018 年增长了约 119 万人, 2008-2022 年高净值人群数量的复合增长率约 18%。从地理位置分布上看, 高净值人群主要分布于东部沿海, 东、中、西部呈渐次减少分布。随着国家产业政策、东西部均衡发展布局等, 中西部地区经济较大的增长弹性将驱动中产及富裕群体持续壮大。

图 18: 个人可投资资产超过 1 千万的人数 (万人)



数据来源: 招商银行 2023 年《中国私人财富报告》, 西南证券整理

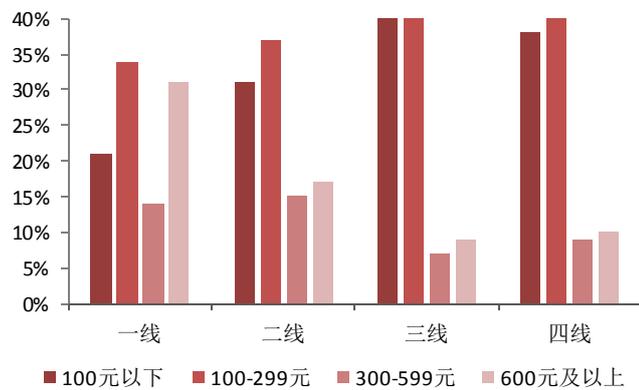
图 19: 中国高净值人群区域分布



数据来源: 招商银行 2021 年《中国私人财富报告》, 西南证券整理

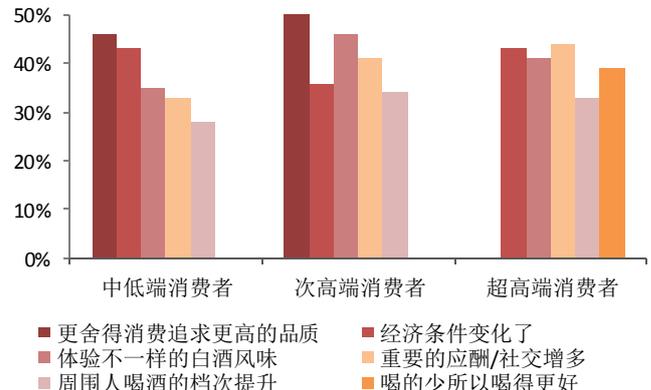
消费升级除了收入提升这一核心推力之外, 消费观念的改变、品牌意识的增强、消费氛围的影响等也是重要的驱动力。“茅五泸”在打开价格空间的同时, 一线城市在消费结构上呈现出高端消费占比大于次高端、中端消费占比大于低端的特征, 而低线城市低端消费占比仍较高, 一线城市消费升级趋势有望向三四线城市传导, 带动次高端和高端消费占比不断提升。

图 20: 购买白酒价格分布 (元/500ml/瓶)



数据来源: 《中国白酒消费洞察报告》, 西南证券整理

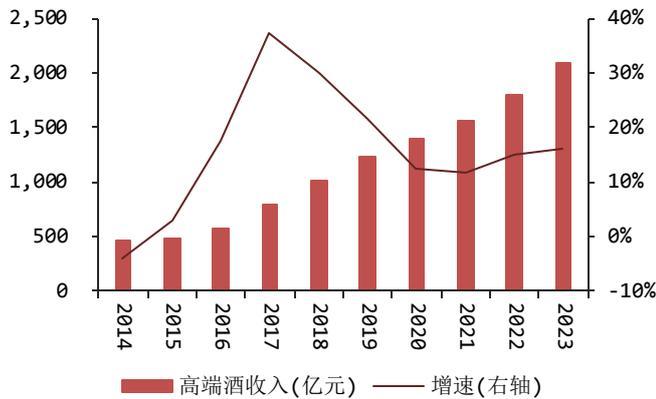
图 21: 消费者饮用白酒价格档次提升原因



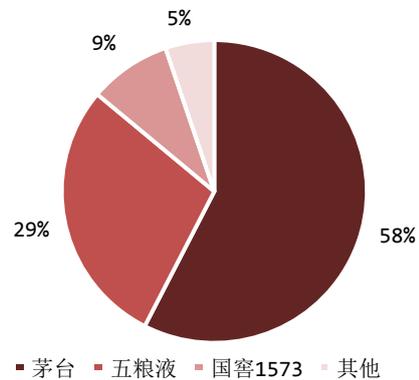
数据来源: 《中国白酒消费洞察报告》, 西南证券整理

### 2.1.3 高端赛道优异, 品牌壁垒极高

高端赛道持续扩容, 壁垒高竞争者少。伴随着高收入群体的持续扩容, 高端消费需求持续增大, 高端品牌较少, 且消费者具有较强的品牌忠诚度, 高端赛道竞争格局相对稳定。高端赛道对品牌力要求极高, 因而高端白酒竞争格局最为清晰, 其中茅台、五粮液、国窖 1573 占据高端市场 95% 左右的份额, 品牌的稀有性增强了高端品牌较强的品牌溢价能力, 近年茅台批价始终在 2000 元以上, 远高于其他品牌。在“限制三公消费”、“疫情”等行业冲击影响下, 高端品牌的营收和利润表现相较其他品牌更为稳健, 业绩确定性更强。

**图 22：高端酒收入及增速**


数据来源：国家统计局，公司公告，西南证券整理

**图 23：2023 年高端白酒营收竞争格局**


数据来源：渠道调研，西南证券整理

**高端赛道壁垒极高，品牌构筑核心竞争力。**茅台、五粮液、泸州老窖均多次蝉联中国名酒，品牌积淀和消费者认知极为深厚，是高端赛道的成熟品牌。高端市场稳步扩容的背景下，“茅五泸”三家成熟高端品牌之外，部分兼具品牌力和品质优势的企业开始发力高端。武陵酒酿造技艺脱胎于茅台，其品质在多次高级别评酒会上获得极高评价，是十七大名酒中唯三的酱酒品牌，且品牌诞生富有传奇色彩，在高端酱酒市场具备一定品牌影响力，品牌复兴进程迅速。此外，受茅台需求外溢和酱香热的影响，青花郎、国台 15 年等酱香品牌同样表现不俗。

**表 1：高端酒品牌概况**

品牌分类	品牌名称	2023 年营收 (亿元)	2023 年增速	立足高端的品牌积淀
成熟品牌	茅台酒	1266	17%	五届中国名酒，酱香代表，“国酒茅台”深入人心
	五粮液	628	13%	四届中国名酒，浓香代表，一代“中国酒业大王”
	国窖 1573	192	18%	五届中国名酒，浓香代表，“浓香鼻祖，酒中泰斗”
新兴品牌	武陵酒	9.8	28%	十七大名酒之一，酱香典范，品牌创建富有传奇色彩
	青花郎	—	—	受益于茅台需求外溢，定位“中国两大酱香白酒之一”
	汾酒复兴版 30	45	18%	五届中国名酒，清香代表，“清香鼻祖，汾酒老大”
	国台 15 年	—	—	受益于茅台需求外溢，茅台镇第二大酱酒企业

数据来源：渠道调研，公司公告，西南证券整理

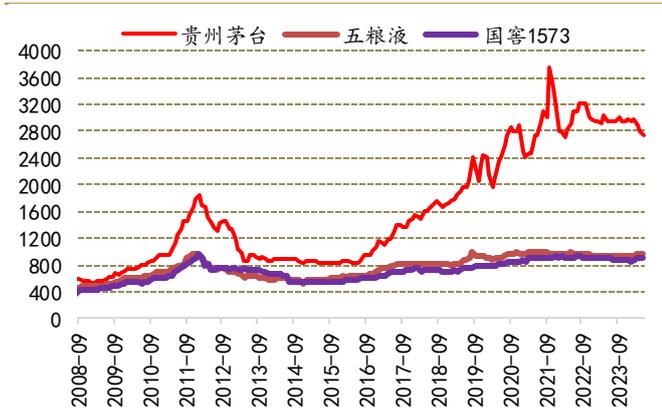
**区域品牌超前布局，高端产品竞相涌出。**部分区域性酒企出于品牌形象塑造和引领产品结构升级的目的，竞相超前布局高端产品，高端产品品类得到有效扩容。得益于在区域市场的品牌影响力和渠道优势，部分区域品牌的高端产品渐露头角，获得一些忠实消费者的认可。此外，区域品牌具有一定本土文化属性，在官方交流、商务活动等场合常常作为本土特色频繁亮相，一定程度上也带动了其品牌影响力的提升，在当地高端市场占据一定市场份额。老白干酒因在巴拿马万国物品博览会上荣获最高奖项“甲等金奖”而享有盛誉，且老白干酒作为河北白酒龙头，具有众多忠实消费者和强势的销售渠道，其高端产品甲等 20、1915、古法 30 等在河北白酒市场占据一定市场份额。此外，武陵酒作为十七大名酒之一，品牌创建富有传奇色彩，且是酱香典范，武陵酒在湖南高端白酒市场具备广大的消费者基础。

**表 2：区域性酒企高端产品布局情况**

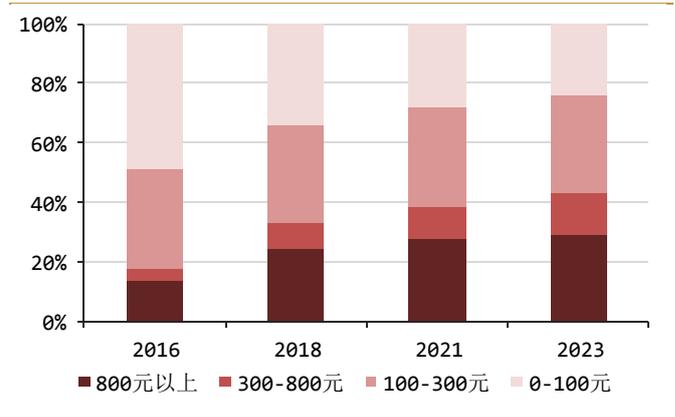
品牌名称	产品	2023 年销售情况(亿元)	品牌卖点
武陵酒	武陵元帅、武陵王、上酱	9.8	十七大名酒，酱香典范，品牌创建富有传奇色彩
老白干酒	甲等 20、1915、古法 30	6	1915 年在巴拿马万国物品博览会上获“甲等金奖”
今世缘	国缘 V6/9	约 5	受益于高端消费需求溢出，定位“中国高端中度白酒”
洋河股份	手工班、M9	10	三届中国名酒，绵柔型代表，“绵柔鼻祖，苏酒龙头”
古井贡酒	古 26	—	四届中国名酒，浓香典范，被誉为“中华第一贡”

数据来源：渠道调研，公司公告，西南证券整理

**头部打开价格空间，引领行业产品结构升级。**在居民收入提高和高收入群体不断壮大的背景下，中高档白酒消费升级趋势延续。本轮复苏以来，高端“茅五泸”一批价高位震荡，一线名酒提价充分打开价格空间，有序引领行业升级。在一线名酒提价效应带动下，从价的角度看，通过直接提价和产品结构升级，行业平均吨价稳步上移；从量的角度看，随着主流价格带上移，过去中低端消费需求转移至中高端、次高端，由此带来量的增长。

**图 24：2008 年以来高端“茅五泸”一批价（更新）**


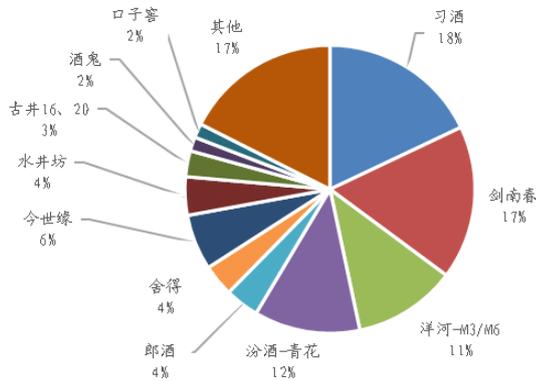
数据来源：渠道调研，西南证券整理

**图 25：2016 年以来各价位销售份额变动情况**


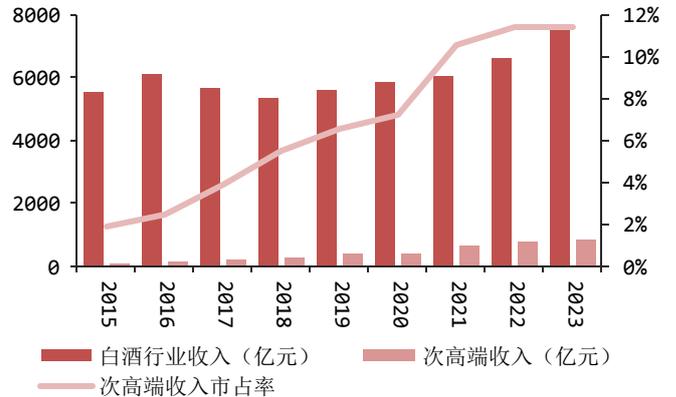
数据来源：酒业家，国家统计局官网，公司公告，西南证券整理

### 2.1.4 次高端增速暂放缓，中长期扩容趋势不改

**商务消费复苏较弱，次高端增速有所放缓。**商务宴请是次高端产品重要的消费场景，商务消费复苏疲软一定程度上制约了次高端价位的扩容进程，次高端品牌增速有所放缓。次高端价位消费者对品牌的忠诚度弱于高端价位，引致众多产品力或渠道力较强的品牌竞相涌入，各品牌为抢占市场份额持续加大市场投入，通过品鉴活动、宴席优惠、圈层营销等方式进行消费者培育，次高端价格带仍在有限扩容。

**图 26：2023 年次高端白酒竞争格局**


数据来源：国家统计局，公司公告，西南证券整理

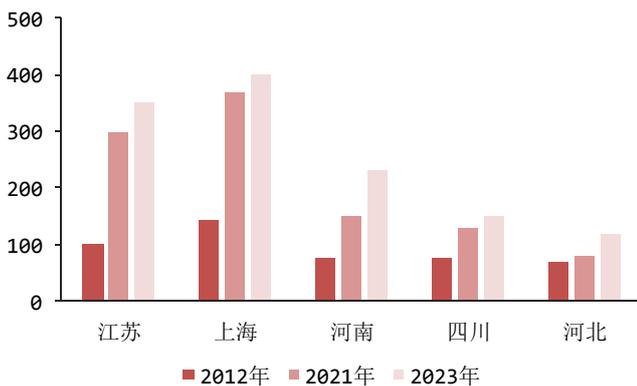
**图 27：2015 年以来次高端酒市占率**


数据来源：公司公告，国家统计局，西南证券整理

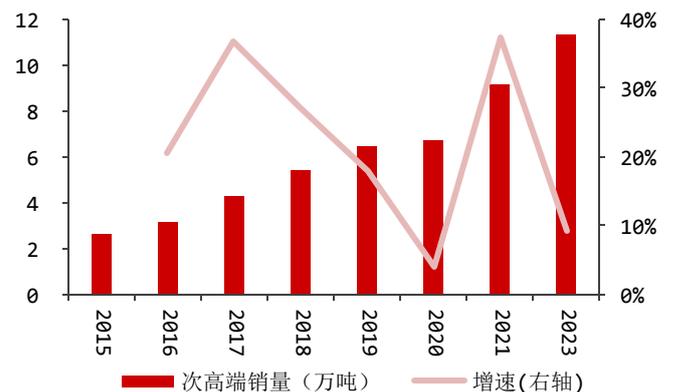
**消费拉力叠加渠道推力，次高端有望持续扩容。**商务消费复苏是次高端市场扩容的核心驱动力，虽短期内受商务消费复苏疲弱的扰动增速暂缓，但在宏观经济长期向好的趋势下，次高端价格带长期扩容趋势不改，伴随着商务活动的复苏，次高端市场扩容节奏仍有望加快。

江苏、上海等经济发达且商务交流频繁的区域，主流商务消费价位已升级至 500-600 元；河南、河北、山东等区域主流商务消费在 300-500 元之间，河北作为北京非首都功能疏散的承接区域，经济发展后劲十足，未来消费升级空间广阔。由于成熟品牌渠道利润逐渐透明，渠道推力减弱明显，为区域酒企发力 300-500 元价位创造了良好机遇和充足发展空间。

老白干酒的古法 15/20、十八酒坊甲等 15/20 等次高端产品渠道利润较具竞争力，经销商和终端积极性更高，对消费升级的拉力充足。在消费推力和渠道拉力的共同作用下，次高端酒的吨价持续提升，显著增强企业的盈利能力。

**图 28：2012 年、2021 年代表省份白酒主流价格带**


数据来源：渠道调研，西南证券整理

**图 29：2015 年以来次高端酒吨价及增速**


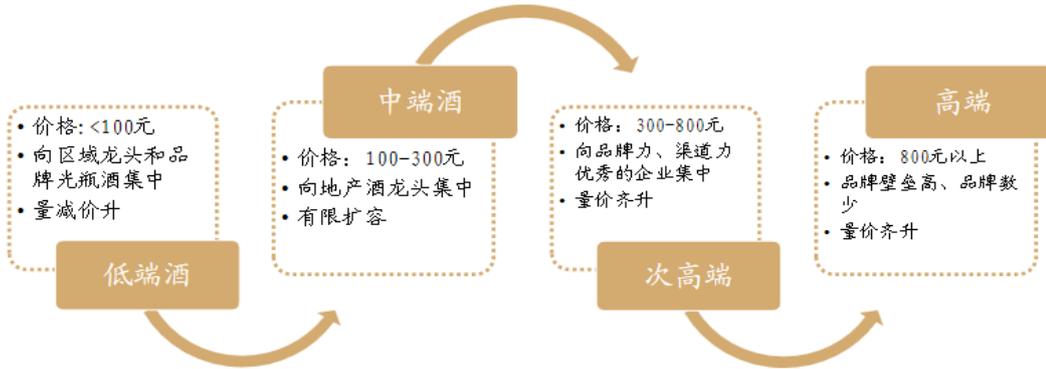
数据来源：公司公告，西南证券整理

### 2.1.5 中端扩容加快，低端量减价升

**中端短期加速扩容，低端量减价升。**短期内，中端向次高端消费升级趋势放缓，同时受百元以下消费向上升级，市场规模扩容加快。长期看，居民收入增长驱动下的消费升级是中端市场扩容的核心推力。受“少喝酒、喝好酒”观念影响，低端酒销量下降，市场份额向区域龙头和品牌光瓶酒集中，价格稳步提升，呈现出量减价升的趋势。以婚宴、寿宴等主流

消费场景为例，上海、江苏等东部经济发达地区主流价格带已经超过 300 元，白酒消费大省河北、河南、四川主流价格带已升至 100-300 元之间；河北消费升级节奏略慢，当前宴席主流消费价位正处于百元以下向百元以上升级的过程。

图 30：白酒价格带消费升级情况



数据来源：西南证券

表 3：各档次白酒量价空间测算

	2023 年	2026E	年均复合增速	累计增长空间
<b>高端白酒（800 元以上）</b>				
销量（万吨）	10	13	9.14%	
单价（万元/吨）	220	255	5.04%	
销售额（亿元）	2200	3315	14.64%	50.68%
<b>次高端白酒（300-800 元）</b>				
销量（万吨）	19	21	3.39%	
单价（万元/吨）	75	80	2.17%	
销售额（亿元）	1425	1680	5.64%	17.89%
<b>中端白酒（100-300 元）</b>				
销量（万吨）	100	100	0.00%	
单价（万元/吨）	20	25	7.72%	
销售额（亿元）	2000	2500	7.72%	25.00%
<b>低端白酒（100 元以下）</b>				
销量（万吨）	500	450	-3.45%	
单价（万元/吨）	7.8	10	8.63%	
销售额（亿元）	2613	3000	4.71%	14.81%
<b>合计</b>				
销量（万吨）	629	584	-2.44%	
销售额（亿元）	7563	10495	11.54%	38.77%

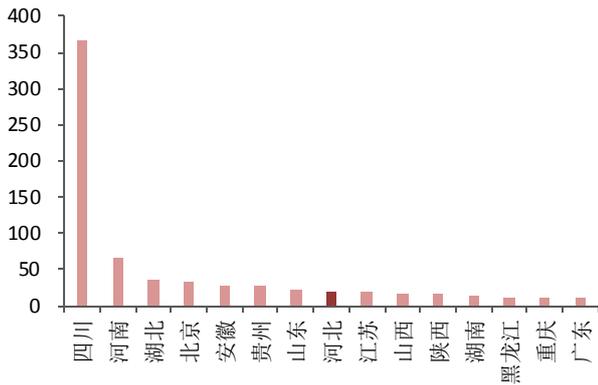
数据来源：国家统计局，微酒，西南证券整理

## 2.2 河北市场持续扩容，消费升级空间广阔

### 2.2.1 白酒市场持续扩容，本土品牌亟需升级

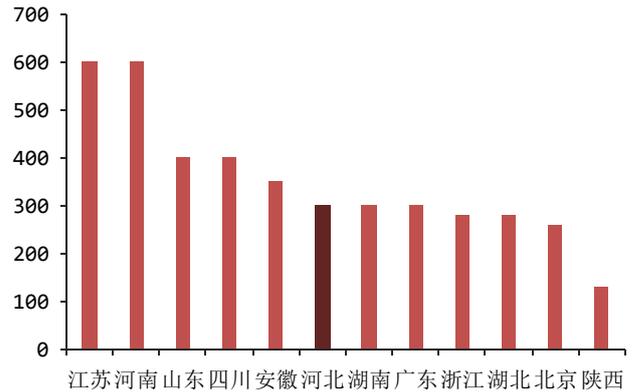
酿酒历史悠久，酒类消费旺盛。河北是中国酿酒技术重要起源地之一，省内具有世界上保存最完整、年代最早的酿酒作坊遗址，有最早的酒曲实物等，酿酒史可追溯至七千多年前的磁山文化时期。也正是悠久的酿酒历史，在河北形成了较为浓厚的饮酒文化，河北白酒消费规模约 300 亿元，位居全国前列。

图 31：2020 年部分省份白酒产量（万吨）



数据来源：国家统计局官网，西南证券整理

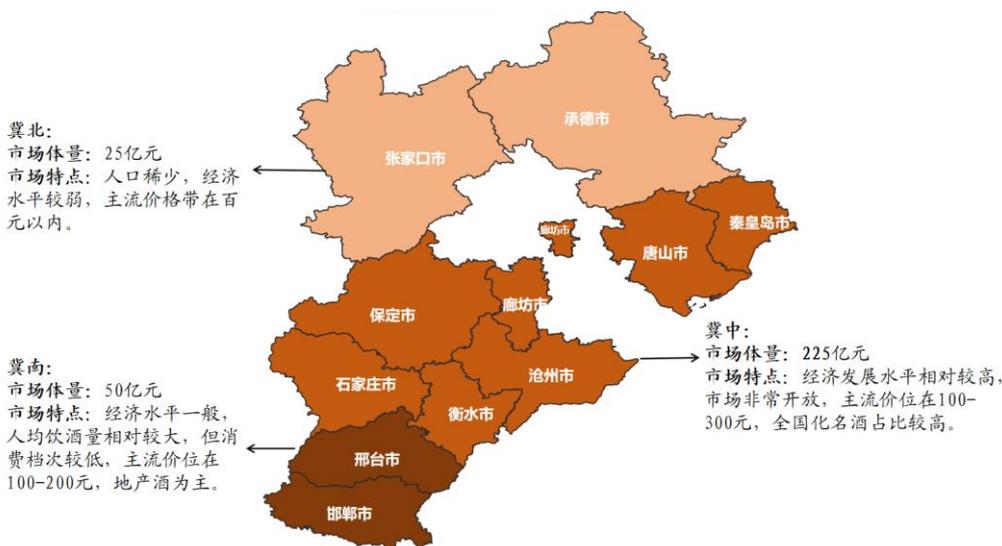
图 32：2023 年部分省份白酒消费规模（亿元）



数据来源：渠道调研，西南证券整理

本土品牌较为分散，区域消费特点鲜明。河北历来为白酒产销大省，区域白酒品牌众多，诸如老白干酒、板城烧锅酒、丛台、山庄老酒、刘伶醉、沙城等数十个品牌。地产品牌中市场份额主要集中在老白干酒、板城烧锅酒、丛台等少数几家酒企业，而其他品牌在各自优势区域也有一定的市场份额。受人口分布和经济结构的影响，河北各区域白酒消费也呈现较大差别，冀北人口稀少、经济水平低，白酒主流消费价位也较低；冀中因经济发展水平相对较高，白酒消费价位也较高，也因此吸引众多全国化名酒布局；冀南人均消费量大，但单价相对偏低。

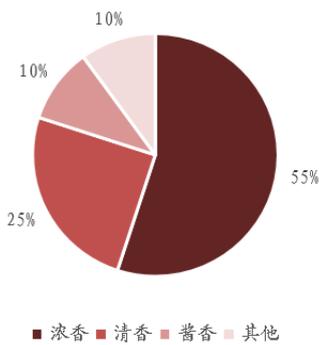
图 33：河北各区域白酒市场概况



数据来源：渠道调研，西南证券整理

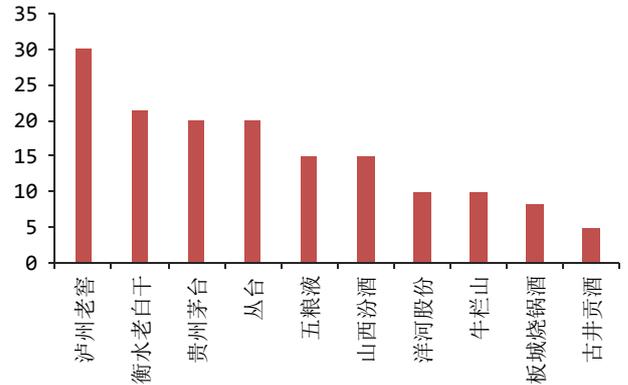
河北市场较为开放，省外品牌竞相涌入。河北市场较为开放，且地产品牌相对较弱，引致全国化名酒竞相涌入。泸州老窖得益于其较强的品牌力，以及低度国窖较为符合河北市场的低度化趋势，在河北市场表现突出，带动了浓香型白酒的饮用氛围；在茅台的带动下，酱酒在河北也有一定的市场份额；老白干酒作为大清香品类，始终具有广泛的消费者群体。

图 34：河北白酒消费香型结构



数据来源：渠道调研，西南证券整理

图 35：河北主要白酒品牌份额（亿元）

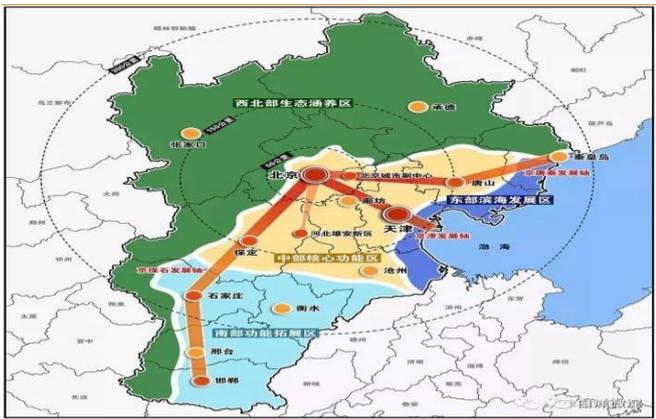


数据来源：酒业家，公司公告，西南证券整理

## 2.2.2 居民收入稳步提高，主流价格逐步上移

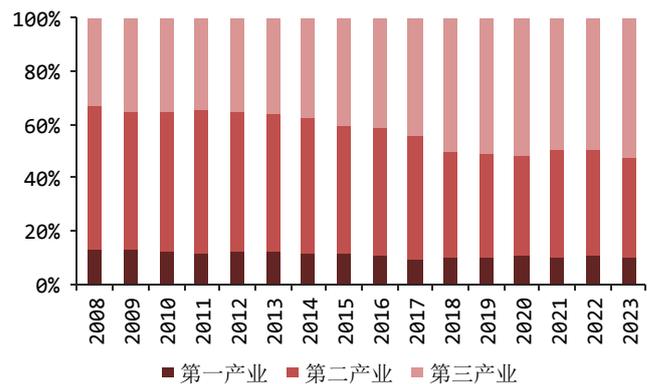
经济发展持续向上，消费潜力空间广阔。过去受产业政策影响，河北钢铁、水泥等高耗能污染产能受到持续压缩，经济发展处于转型升级阶段，一定程度上制约了省内白酒消费升级进程，白酒消费价位相对较低。2020 年雄安新区由重点规划进入重点建设阶段，至今雄安新区已初具雏形，雄安新区作为新兴增长极将带动河北省内保定、廊坊、沧州等周边城市产业转型升级、交通一体化、城市开发建设、技术转移扩散和生态环境协同治理，河北经济极具潜力，消费升级空间广阔。

图 36：北京和雄安新区对河北产生较强辐射带动作用



数据来源：白洋淀微信公众号，西南证券整理

图 37：河北产业结构变化



数据来源：国家统计局官网，西南证券整理

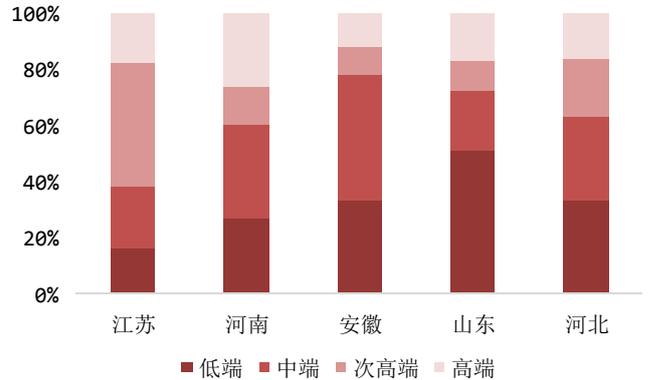
收入水平稳步提升，消费升级极具空间。河北人均可支配收入稳健增长，消费力持续积聚，当前白酒主流消费价位相对较低，升级空间广阔。河北省内大众宴席正处于百元以下向百元左右及以上升级、商务消费向次高端价位升级的过程，升级节奏显著。相比于安徽、河南等区域升级节奏略慢一拍，随着主流价位大单品的持续放量，将快速带动省内消费结构向上。

图 38：2013 年以来河北人均可支配收入情况



数据来源：国家统计局官网，西南证券整理

图 39：2023 年部分省份白酒消费结构

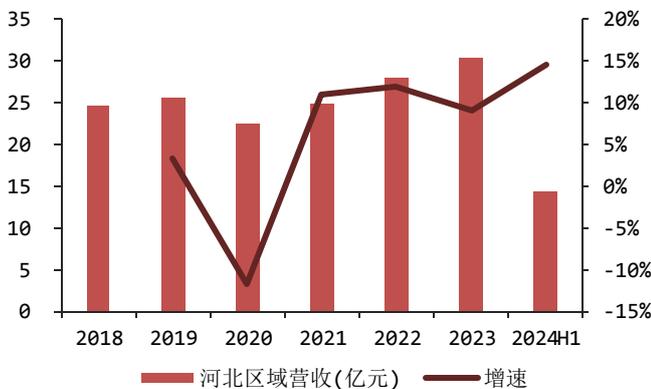


数据来源：云酒头条，微酒，西南证券整理

### 2.2.3 省内竞争格局清晰，市场份额持续集中

省内竞争格局清晰，市场份额持续集中。自 2018 年老白干酒收购板城烧锅酒之后，老白干酒作为地产酒龙头品牌地位坚实稳定。丛台作为河北第二大地产品牌，在邯郸市场品牌影响力较强，但开拓市场进程中因策略失误造成了渠道秩序的混乱，发展势能受损。沙城、泥坑、刘伶醉、保定府、十里香等小众品牌多在自己的基地市场有一定份额，行业存量竞争背景下，体量较小的地产品牌因综合竞争力较弱，费用投入规模相对有限，在区域布局上多处于收缩状态。

图 40：2018 年以来老白干河北省内营收情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 41：河北白酒品牌分布



数据来源：公司公告，渠道调研，西南证券整理

品牌份额相对分散，头部品牌不断破局。河北省内白酒品牌众多，地产酒品牌多以中低端价位为主，品牌力相比于全国化名酒较弱。河北市场包容性较强，全国化名酒竞相涌入，名优酒企下沉市场给当地白酒品牌带来一定压力，但也促使当地白酒品牌积极转型，不断推动产品结构升级。河北白酒企业持续加大力度布局次高端及以上价位，部分品牌得益于自身的渠道掌控力和广泛的消费者基础，产品结构升级成效显著，综合品牌影响力不断增强。随着本土酒企品牌力的持续增强，省内白酒品牌市占率有望持续提升。

**表 4：河北白酒市场各价格带主要品牌及规模**

价格带	省内容量(亿元)	市场竞争特点	代表品牌
800 元以上	50	主要被茅五泸等老牌名酒占据, 1915 得益于省内的品牌影响力和渠道力, 也占据一定市场份额	飞天茅台、普五、高度国窖 1573、1915
600-800 元	30	低度国窖凭借品牌力优势, 在河北市场占据较大市场份额; 十八酒坊 20 年渠道力突出, 放量节奏明显。	低度国窖 1573、十八酒坊 20
300-600 元	40	全国化名酒占比较高, 地产酒奋起直追	泸州老窖、剑南春、山西汾酒、十八酒坊 15 年、板城龙印
100-300 元	80	竞争较为激烈, 省内外品牌相互竞争, 市场份额较为分散	泸州老窖、山西汾酒、老白干酒、丛台、洋河
100 元以下	100	品牌分散、主要依靠渠道, 地产品牌较多	老白干大小青花、山庄老酒、板城蓝柔、丛台贞元增、牛栏山

数据来源：渠道调研，酒业家，西南证券整理

### 3 品牌高举高打，渠道持续发力

依托省内的品牌形象和消费者基础，公司高举高打进行品牌建设，扎扎实实进行消费者培育，步步为营进行市场开拓，持续拔高品牌高度、聚焦核心大单品、强化渠道推力，增长势能持续增强。品牌上，品牌战略升级为“甲等金奖，大国品质”，高举高打进行品牌建设，品牌势能不断增强；产品上，聚焦次高端及以上价位，聚焦核心大单品培育，持续推动产品结构升级；渠道上，积极推动营销变革，绑定进销商利益，优化市场秩序，增强渠道推力。总的来看，衡水老白干品牌力显著增长，大单品雏形已现，渠道动能持续增强，增长势能有望显著拐点向上。

#### 3.1 品牌端：甲等金奖，大国品质

##### 3.1.1 品牌历史悠久，品牌战略更加清晰

品牌历史源远流长，香型独特品质优良。老白干有着悠久的酿造历史，兴于汉，盛于唐，正式定名于明。衡水老白干酒早在 1915 年就获得了“巴拿马万国物品博览会甲等金奖”，具备高端品牌基因。老白干香型于 2004 年正式列入中国白酒的第十一大香型，衡水老白干为老白干香型重要代表，差异化香型赋能品牌独特性打造。公司“衡水牌”老白干酒获中国驰名商标荣誉称号，被商务部认定为第一批中华老字号，在华北地区品牌影响力深厚。

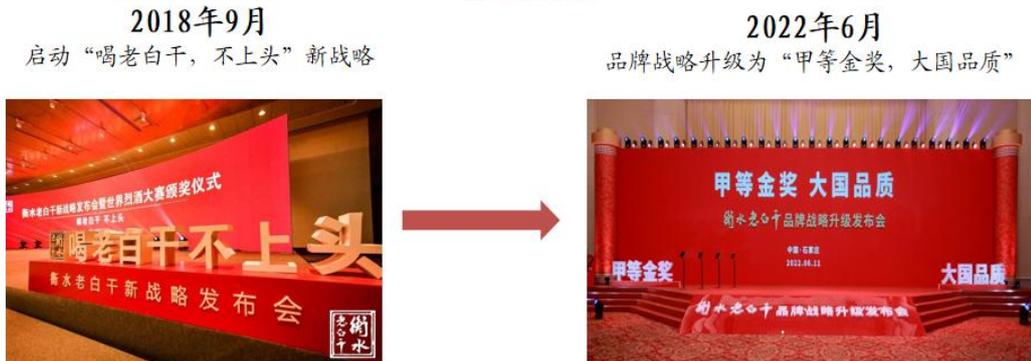
**表 5：获得荣誉或奖项**

时间	获得荣誉或奖项
1915 年	巴拿马万国物品博览会甲等金奖
2004 年	衡水老白干被认定为“中国驰名商标”
2004 年	荣获拉斯维加斯世界烈性酒大赛最高奖——“双金奖”，并被评“全场最佳”
2006 年	衡水老白干被评为“中华老字号”
2008 年	十八酒坊被认定为“中国驰名商标”
2018 年	荣获拉斯维加斯世界烈性酒大赛最高奖——“双金奖”，并被评“全场最佳”
2019 年	全国质量奖

数据来源：公司官网，西南证券整理

品牌内涵持续拔高，品牌战略更加清晰。2010 年前后开始，品宣以“行多久，方为执着，思多久，方为远见，时间给了男人味道”，以及“衡水老白干，喝出男人味”等为主，品牌内涵符合当时主流白酒消费者的年龄性格特征。随着白酒消费者特征和需求偏好的变化，2018 年公司确立了“喝老白干，不上头”战略，但该品牌战略难以支撑公司的高端化。2022 年，公司品牌战略升级为“甲等金奖，大国品质”，突出品牌高度和品质优异，可有力支撑公司的高端化战略。

图 42：公司品牌战略



数据来源：公司官网，西南证券整理

品质支撑高端，差异凸显品牌。公司坚持“匠心”文化挖掘，紧紧围绕“更健康的高端白酒”品牌定位，持续推进品牌高端化。老白干香型作为第十一大香型，因香气清雅，自然协调而独具特色，公司不断深挖“香型价值”丰富品牌内涵，突出香型特色。此外，衡水老白干采用独特的地缸发酵，可以有效隔绝泥土，避免有害微生物与杂味产生，酒体纯净、酒香清雅，优质的产品顺应消费者追求高品质生活的消费趋势，高品质足以支持品牌高度。

图 43：公司积极打造衡水老白干文化节



数据来源：公司官方公众号，西南证券整理

图 44：老白干名字释义



数据来源：公司官方公众号，西南证券整理

### 3.1.2 品牌建设高举高打，品牌价值不断跃升

深度挖掘品牌文化，品牌建设多维并进。公司坚持品牌文化塑造品牌形象，深挖历史资源、深化创新表达，深层次、多维度、全场景弘扬品牌文化，深度挖掘衡水老白干“千年传承，历史名酒”、“扬名内外，品牌骄傲”、“高度佳酿，好酒象征”、“国宴用酒，尊贵品质”四大品牌价值，持续提升价值内涵。

- **千年传承，历史名酒。**汉和帝永元十六年（公元 104 年），“因冀州比年雨多伤稼，曾诏禁冀州沽酒”证明河北地区当时酿酒业已十分繁盛。嘉靖三十二年（公元 1553 年），衡水酒定名“老白干”。衡水老白干酒有着 1900 余年不间断的酿造历史和文化传承，品牌历史悠久，名酒基因深厚。
- **扬名内外，品牌骄傲。**1915 年，在巴拿马万国博览会上，冠以直隶（官厅）高粱酒的衡水老白干一举荣获巴拿马赛会最高奖，即甲等大奖章，从此享誉国际。1996 年春晚，赵丽蓉老师在小品《打工奇遇记》里提到“四凉四热八碟菜，白干老酒烫一壶”，显著提高了衡水老白干在全国的品牌热度。

图 45：公司官网产品展示



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 46：1996 年春晚《打工奇遇记》剧照



数据来源：西南证券整理

- **高度佳酿，好酒象征。**“老”指衡水酒的酿造历史悠久，“白”指酒体清澈透明，“干”指酒的度数高。老白干酒以高度酒著称，为适应消费者需求多元化，公司虽具有多度数产品矩阵，但也是少有保留 60 度以上白酒产品的名优酒企。1948 年，公司酿造出 72 度衡水老白干，代表着当时衡水老白干高超的酿造技艺。
- **国宴用酒，尊贵品质。**1949 年新中国开国大典的前夜，国宴用酒就是衡水老白干。近年，在世界经济与环境大会、中国企业家博鳌论坛、中法建交 55 周年暨法国前总理欢迎晚宴等场合多次亮相。老白干酒频繁在高级别晚宴上亮相，不仅展现出衡水老白干中华文化名酒之魅力，更充分体现了其品牌高度。

图 47：公司两款高度高端白酒产品



衡水老白干67度1915

衡水老白干67度古法二十年

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 48：老白干酒亮相国际会议晚宴

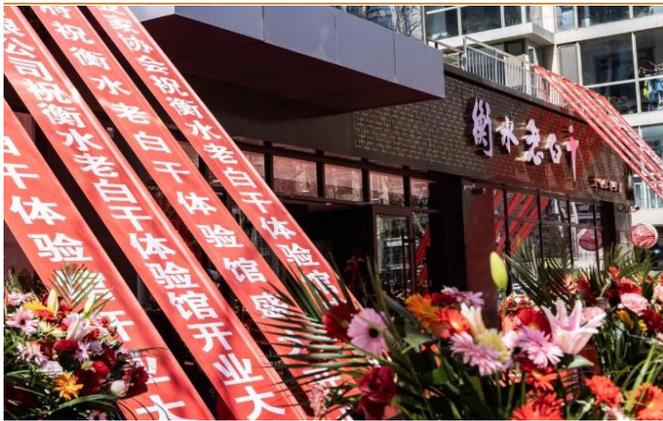


数据来源：公司公告，西南证券整理

**立体化打造品牌，多方位触及受众。**公司持续构建优化立体式品牌建设工程，逐渐形成品牌传播、产品推广、文化建设、内容输出的全链条品牌建设模式，实现通过“令人惊讶的演示”将产品价值更加直观的呈现给消费者。公司全方位、立体化进行营销宣传和品牌打造，多路径触达目标消费人群，品牌建立体广泛。

- **意见领袖请进来：**公司积极组织 2023 央企河北行——走进衡水、名企进名酒、回厂游等诸多消费者培育活动，深度培育消费者对衡水老白干的品牌认知。企业所在地为国家 4A 级旅游景区，拥有中国白酒地缸发酵博物馆，公司充分利用优势资源，持续推进品牌文化建设。
- **品牌宣传走出去：**积极开展“名酒进名企”活动，加强品牌文化输出；建立衡水老白干文化体验馆，加强与消费者间的互动；大型原创舞台情景剧《印象·衡水老白干》巡演，持续展现企业文化底蕴和历史根基。此外，公司综合运用新媒体、电商直播、圈层营销、网红餐饮引领、流量主播带货等多种方式为品牌和产品赋能，以多维度的价值表达体系，实现公司品牌文化有效触达消费者。

图 49：名企进名酒活动



数据来源：公司公告，西南证券整理

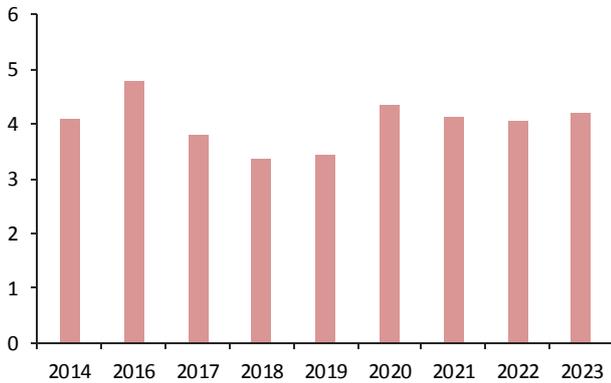
图 50：名酒进名企活动



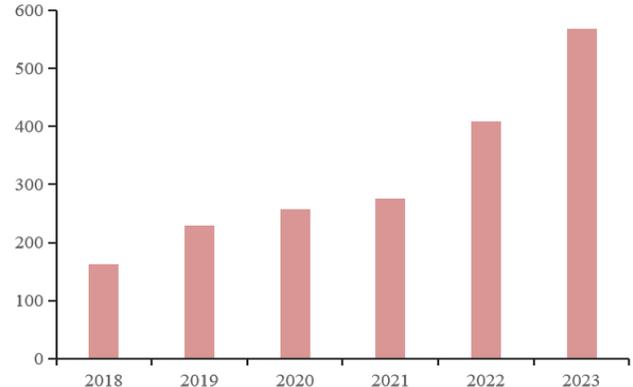
数据来源：公司公告，西南证券整理

- **大事活动增热度：**通过积极举办衡水老白干文化节、星光璀璨·十八酒坊甲等金奖明星演唱会等方式不断提升公司产品的品牌声量和知名度、美誉度。通过参加全国糖酒会、博鳌新浪财经—高金之夜、衡水文化旅游推介会、北京河北企业商会理事大会等大事活动，以“酒”为媒，不断提升公司的品牌影响力。

**营销投入高举高打，品牌价值持续跃升。**近年来，公司不断加大费用投入来提升品牌影响力，销售费用和广告宣传费用均稳步提升。为配合产品结构的不断升级，公司在广告宣传方面的投入持续增加，活动赞助、节目冠名、央视广告等营销活动日益丰富，品牌覆盖人群持续扩大。通过立体化的品牌建设，公司的品牌影响力持续增强，品牌价值不断跃升，据华樽杯发布的中国酒类品牌价值显示，衡水老白干酒品牌价值由 2018 年 162 亿元跃升至 2023 年 568 亿元，品牌价值提升显著。

**图 51：2014 年以来公司广告和推广费情况（亿元）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 52：华樽杯衡水老白干酒品牌价值情况（亿元）**


数据来源：华樽杯，西南证券整理

## 3.2 产品端：覆盖主流价位，聚集核心单品

### 3.2.1 产品线布局清晰，价格带全面覆盖

**产品矩阵完备，价格带覆盖全面。**公司本部拥有衡水老白干和十八酒坊两大核心品牌，产品价格梯次分明，有效覆盖市场主流价格带，并在区域上进行产品区隔。1915 是公司高端化建设的拳头产品，不仅在拔高公司品牌形象上发挥着积极作用，同时积极放量带动公司产品结构的优化。十八酒坊甲等 20/15 是公司高端化建设的主力产品，分别聚焦高端商务和高端宴席，两大单品的持续放量显著带动公司品牌势能和产品结构的提升。

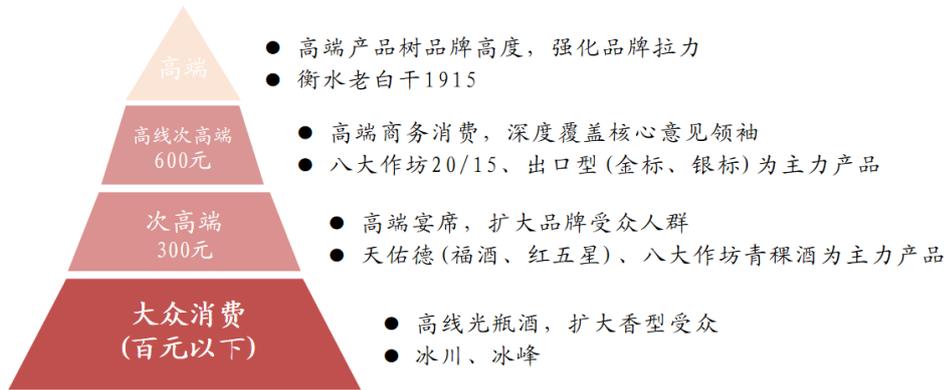
**表 6：公司产品矩阵情况**

品牌	系列/产品形象	产品名称	标价(元)	主流销售规格
衡水老白干	1915	1915	3288/2488/1688	67 度/53.9 度/39 度 500ml
	古法系列	古法 30	1499/929	53.9 度/39 度 500ml
		古法 20	675/589	67 度/39 度 500ml
		古法 15	369	52 度/500ml
	五星	升级版/红五星	345/198	67 度/500ml
	青花	大青花	95-157	52 度/50 度/40 度/38 度 500ml
		小青花	60-70	50 度/42 度/39 度 500ml
十八酒坊		甲等 20	788	39 度 480ml
		甲等 15	375	39 度 480ml
		甲等 12	276	39 度 480ml
		甲等 10	178	38.8 度 480ml
		甲等 8	135	39 度/480ml
		蓝钻 V6	85	40 度/480ml

数据来源：公司官网，京东商城，西南证券整理

**坚持高端战略，场景各有侧重。**衡水老白干 1915 聚焦高端，强化高端品牌形象，持续增强品牌拉力。甲等 20 占位 600 元价格带，聚焦高端商务消费，深度覆盖核心意见领袖，是高端化战略的重要放量单品。甲等 15 占位 300 元价格带，聚焦高端婚宴，不断扩大品牌覆盖面，高效触及消费者人群，是宴席消费场景重要品牌形象产品和放量产品。冰川/冰峰是高档光瓶酒，聚焦 60-80 元/500ml 价格带，是扩大老白干香型品类受众的重要产品，消费者群体广泛。公司聚焦高端化战略，精准卡位核心消费价位，持续推动产品结构升级。

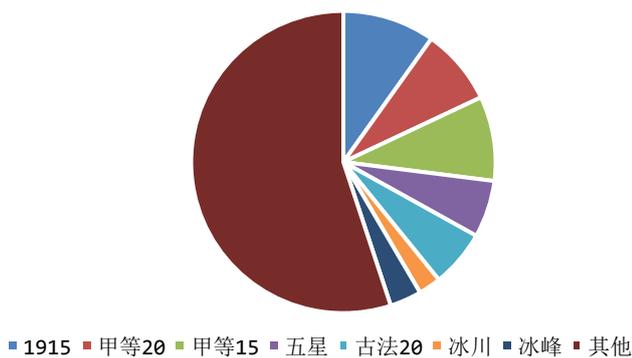
图 53：老白干酒核心价位段布局



数据来源：公司公告，西南证券整理

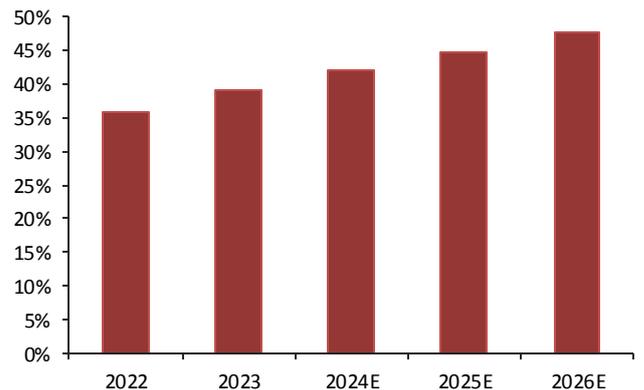
**坚定培育大单品，产品持续聚焦。**公司坚定推进大单品培育，聚焦衡水老白干 1915、十八酒坊甲等 20/15 等核心大单品，聚焦次高端及以上价位，通过核心大单品培育来强化品牌力，借助不断增强的品牌力向下形成辐射带动作用。公司大单品雏形已现，2023 年衡水老白干 1915、十八酒坊甲等 20、甲等 15 营收占比均在 8%-9%左右，且增速均在 20%左右及以上，三大单品的高增已构成公司产品结构升级和品牌力增强的重要驱动力。

图 54：2023 年老白干酒本部产品结构



数据来源：渠道调研，公司公告，西南证券整理

图 55：老白干酒本部前五大单品营收占比



数据来源：渠道调研，公司公告，西南证券整理

### 3.2.2 聚焦单品持续升级，品质优异独具特色

**聚焦单品稳步升级，平均吨价持续提升。**2015 年以来，伴随着大众消费崛起和消费持续升级，公司顺势而为大幅缩减产品 SKU，持续聚焦核心单品，不断推进产品结构升级，带动平均吨价不断攀升。公司坚定推进高端化战略，公司将更多资源向次高端及以上产品倾斜。

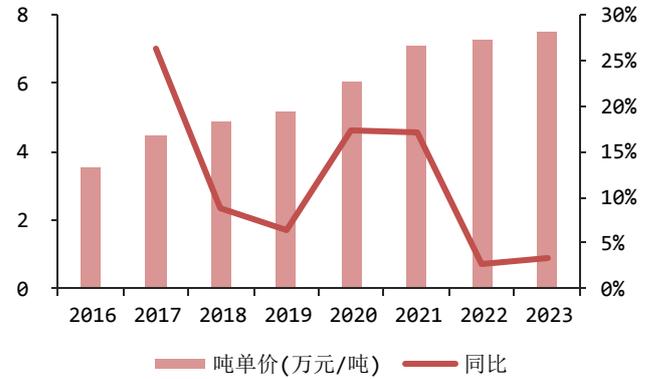
在 2020-2023 年期间，即便在次高端价位动销压力较大的情况下，公司依然坚定不移的推进高端品牌打造和核心大单品培育，当前公司品牌势能提升显著，核心大单品已现雏形，在衡水老白干 1915、十八酒坊甲等 20/15 等核心大单品的带动下，有望带动公司吨价持续增长。

图 56：衡水老白干本部销量及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 57：衡水老白干本部吨价及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

**香型独具特色，品类优势突出。**公司持续打造老白干香型差异化特色，不断强化品类和品质优势。2004 年，老白干香型成功创型，“香气清雅，自然协调，绵柔醇调，回味悠长”是老白干香型的突出特点。老白干香型的酒质特色与其传承千年的地缸发酵工艺密切相关，该工艺可以有效隔绝泥土杂质、避免杂味产生，让酒体更加纯净。2021 年 9 月，中国白酒地缸发酵博物馆凭借约 6.13 万平方米的建筑面积、47666 口地缸数量、10156 吨年出酒量成功挑战吉尼斯世界记录称号——“最大的白酒地缸发酵车间”。

图 58：老白干香型成功定型 20 周年相关活动



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 59：成功挑战吉尼斯世界纪录



数据来源：公司公告，西南证券整理

**更加健康的白酒，产品品质持续向上。**衡水老白干依托“传承千年、地缸发酵、小分子酒、低杂醇油、健康因子、醒酒更快”六大健康密码，将老白干香型白酒的香型特色、品类特点及产品优势完美融合，成就了“更健康的高端白酒”的品牌特色。2004-2008 年，衡水老白干被认定为“中国驰名商标”、“中华老字号”、“国家级非物质文化遗产”，成功创型“老白干香型”，通过“纯粮固态发酵白酒”标志审核，品类建设卓有成效，产品价值持续跃升。

**表 7：产品品质优势**

核心特点	主要内容
传承千年	衡水老白干兴于汉、盛于唐、正式定名于明，拥有 1900 多年不间断的酿造历史和工艺传承。
地缸酿造	采用独特的地缸发酵，有别于浓香型的泥窖池发酵以及酱香型的石头窖池发酵，地缸发酵能有效地隔绝泥土杂质，避免有害微生物和杂味产生，所以酒体更加纯净。
小分子酒	酒体分子量小，更容易被人体分解和代谢，体现出的特点就是醉的慢、醒的快。
低杂醇油	杂醇油是饮酒上头的主要原因，衡水老白干杂醇油含量低，低于原国家标准的 1/4，不到酱香、浓香型的一半，饮后舒适不上头，身体负担特别小。
健康因子	衡水老白干含有 54 种萜烯类活性成分，这类物质对人体具有抗炎、抗病毒、抗氧化的活性，对人体有益，故称为有益因子。
醒酒更快	研究发现，饮用等量的衡水老白干、浓香、酱香等白酒，饮用后 6 小时，体内白酒含量衡水老白干不到浓香、酱香的一半，证明醒酒更快。

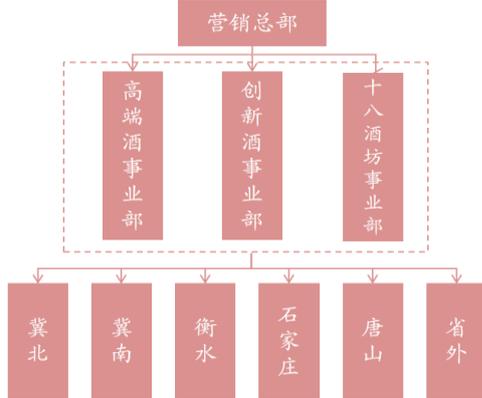
数据来源：公司公告，西南证券整理

### 3.3 渠道端：渠道模式变革优化，持续强化渠道推力

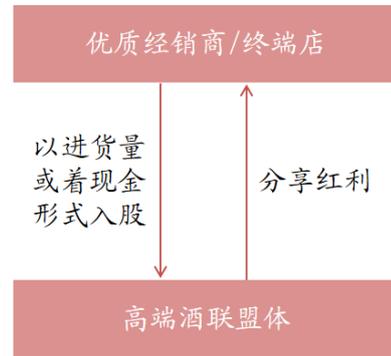
#### 3.3.1 优化销售体系，增强渠道推力

**优化部门设置，服务战略布局。**公司以客户为中心，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。

- **经销为主，厂商协同。**公司的销售渠道以经销制为主，并分品牌、分产品、分区域构建营销网络，以控价分利模式对渠道进行强管制。在市场建设过程中，根据各区域发展状况，厂家发挥着不同程度的主导作用，多数区域厂家人员在市场开拓和管理中占主导地位，但在一些经销商实力较强的区域以厂商协同为主。
- **精细运作，聚焦产品。**公司营销总部划分为三大事业部，高端酒事业部聚焦 1915、古法 20/30 和甲等 20/15 等产品，主要覆盖高端商务宴请等消费场景；创新酒事业部主要运作青花、冰系列等产品，聚焦大众消费价位，以自饮消费场景为主；十八酒坊事业部定位中端，主要消费场景是宴席和普通商务宴请。分产品系列精细化运作，产品更加聚焦，营销举措更加精准有效。
- **渠道下沉，聚焦资源。**省内按照区域经济发展和公司销售情况，划分为五个大区，并由营销总部 5 位领导直接负责各大区。各大区再以县/区为考核单元，分区域、分品牌独立化运作，该模式有利于资源聚焦和营销政策的灵活制定。

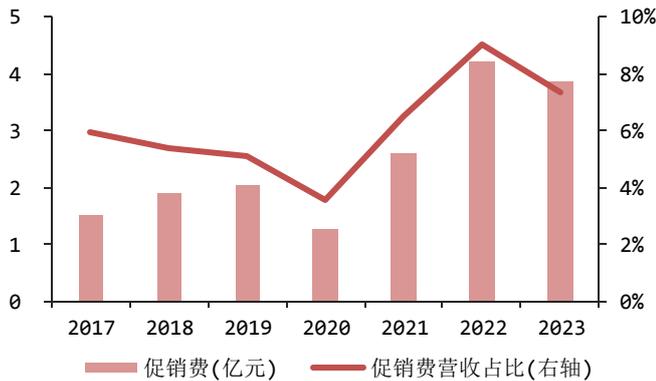
**图 60：公司销售体系架构简图**


数据来源：公司公告，西南证券整理

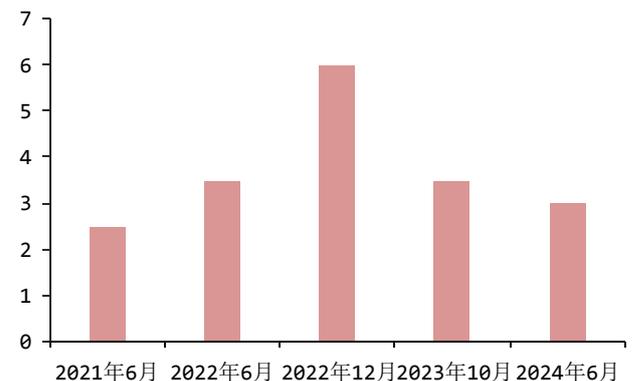
**图 61：新型渠道模式**


数据来源：公司公告，西南证券整理

- 绑定利益，激发活力。**经销商顾问团模式在唐山市场试行效果突出，2023 年针对十八酒坊甲等 20/15 等产品在石家庄、保定、沧州等地推行该模式，经销商和优质终端可通过股权形式分享市场成长红利。该模式既有利于理顺市场秩序、稳固价盘体系，又可以显著强化渠道推力。
- 精细化考核，更注重动销。**公司销售团队考核由“回款”转向“动销”，渠道推动力由“费用拉动”转向“动销拉动”。2020-2022 年，消费场景有所缺失，库存水平上升，渠道压力显著加大，渠道信心受损，为促进渠道回款，公司加大了费用投放，导致费用率增加明显。2023 年开始，公司对渠道的考核由“回款”转向“动销”，通过促进终端动销来降低渠道库存，以动销增长盘活渠道推力。终端动销的增长，不仅帮助渠道库存回归正常水平，同时有利于公司销售费用率的降低。

**图 62：公司促销费用及营收占比情况**


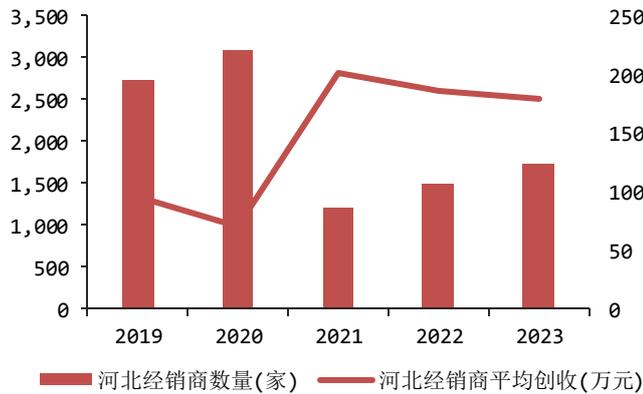
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 63：衡水老白干库存水平变动（月）**


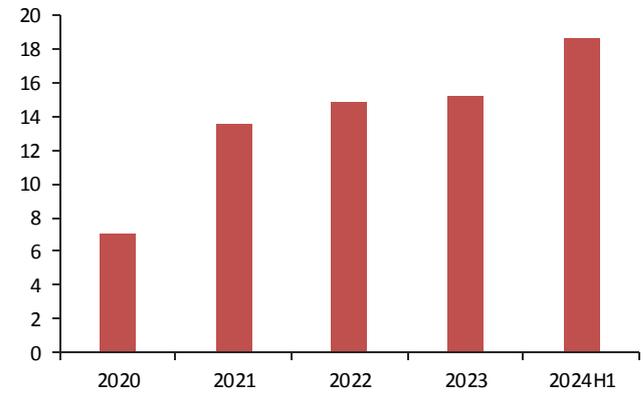
数据来源：渠道调研，公司公告，西南证券整理

### 3.3.2 优化经销商质量，持续打造营销铁军

**优化经销商质量，保持渠道活力。**公司持续优化营销网络布局，与整体实力较为雄厚的经销商合作，加强对经销商的管理和考核，对不满足业绩考核条件的经销商终止合作，推进经销商优胜劣汰。经过优化调整，2021 年经销商质量得到显著提升，渠道力持续增强。伴随渠道信心持续提升，公司合同负债规模不断扩大，蓄水池充足。

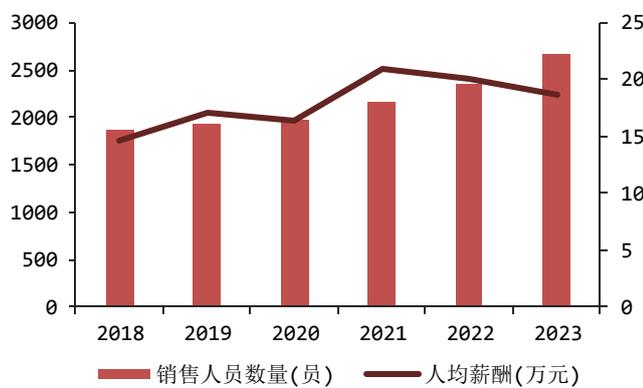
**图 64：公司河北省内经销商数量及平均创收情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

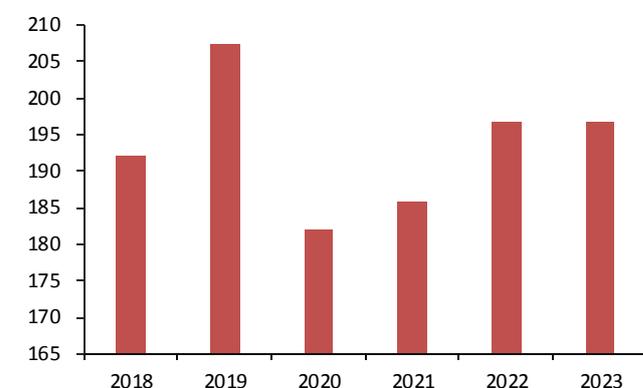
**图 65：公司合同负债情况（亿元）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**打造营销铁军，执行力持续增强。**深度分销模式下，厂家主导销售政策和市场运作，经销商更多的是负责打款、物流等工作，该模式对厂家销售人员的数量要求较多，随着营收规模的扩张，销售团队持续扩容。公司不断对营销体系进行优化，分品牌进行独立化运作，资源更加聚焦、考核更加明确，对人员数量和质量提出了更高的要求。公司通过内部选聘竞聘等方式，选贤任能，持续优化营销团队，并结合股权激励和不断提升的薪资，充分激发团队活力，营销团队的执行力持续增强。

**图 66：公司销售人员数量及人均薪酬情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 67：公司销售人员人均创收情况（万元）**


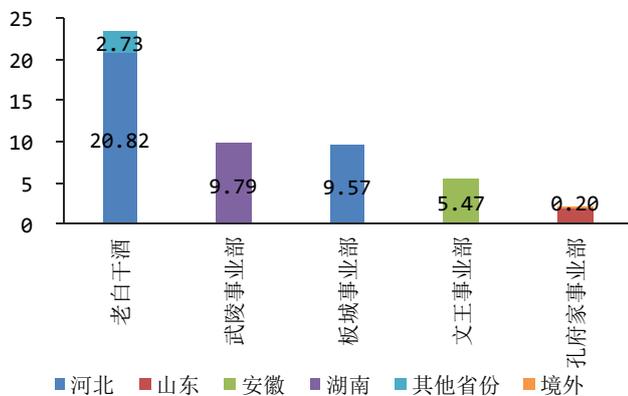
数据来源：公司公告，西南证券整理

## 4 一树三香五花齐放，武陵酱酒香飘全国

### 4.1 丰联酒业：多品牌共同发力，增长动能十足

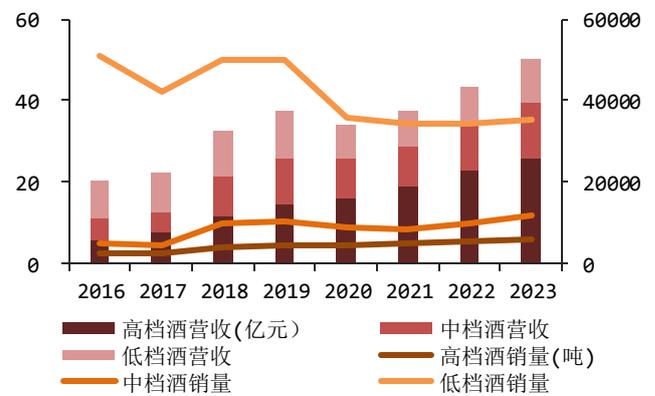
**各自聚焦资源，增长势能突出。**各子品牌聚焦核心市场、核心大单品不断谋突破、促发展，持续推动产品结构升级，带动公司整体产品结构持续优化，增长动能不断增强。衡水老白干聚焦河北市场，同时积极辐射华北市场，聚焦次高端及以上价格带，积极优化渠道模式，变革成效显著；武陵酒聚焦湖南市场，聚焦高端，量价齐升趋势延续；板城烧锅酒在河北市场与衡水老白干协同发展，聚焦核心产品由百元向次高端升级；文王贡、孔府家聚焦基地市场，积极培育核心单品。在多品牌共同发力下，公司产品结构持续优化。

图 68：2023 年各品牌营收体量（亿元）和区域分布



数据来源：公司公告，西南证券整理

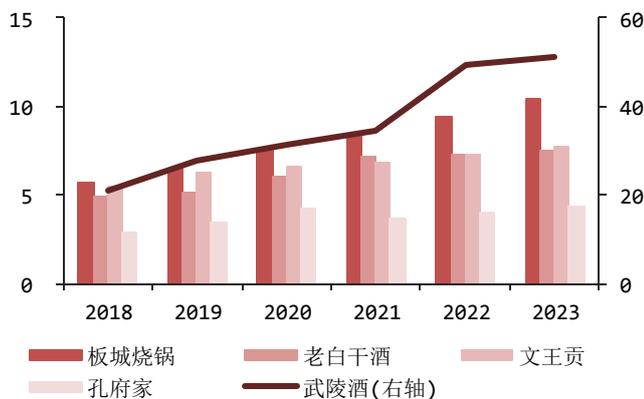
图 69：公司各价格带产品营收和销量情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

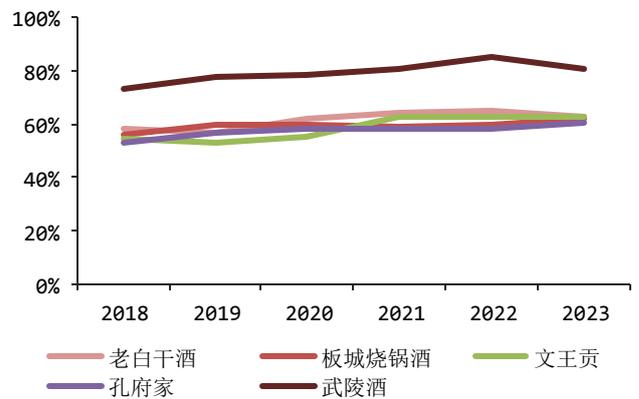
**结构升级量价齐升，毛利率水平持续提高。**受益产品结构升级，各子品牌吨价持续提升，带动毛利率水平不断提高。2018-2023 年，板城烧锅酒、老白干酒、文王贡、孔府家、武陵酒吨价复合增速分别为 13.0%、9.2%、7.4%、8.0%、19.6%，带动各子品牌毛利率水平显著提高。

图 70：各子品牌吨价情况（万元/吨）



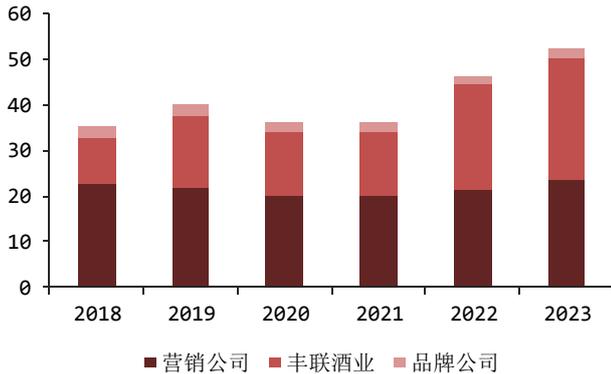
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 71：各子品牌毛利率情况

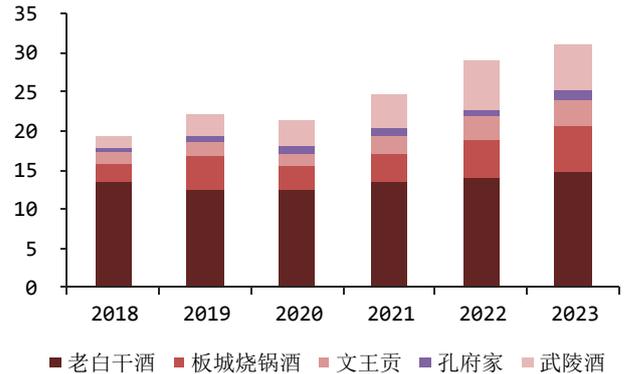


数据来源：公司公告，西南证券整理

**营收规模持续扩张，毛利贡献大幅增加。**衡水老白干、丰联酒业是公司的两大营收主体，在板城烧锅和武陵酒高增带动下，丰联酒业已成为公司的重要营收增长源，2023年丰联酒业营收规模超营销公司成为第一大营收主体。衡水老白干本部毛利规模基本稳定，受益丰联酒业各子品牌的量价齐升，毛利贡献持续增加，已构成公司利润增长的核心驱动力。武陵酒、板城烧锅酒两大子品牌2023年营收占比合计达36.8%、毛利贡献占比合计达38.1%，两大品牌的高增势能延续将有力支撑公司的业绩增长动能。

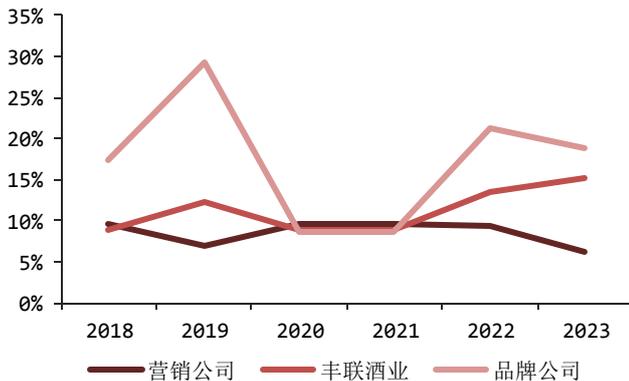
**图 72：各子公司营收情况（亿元）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

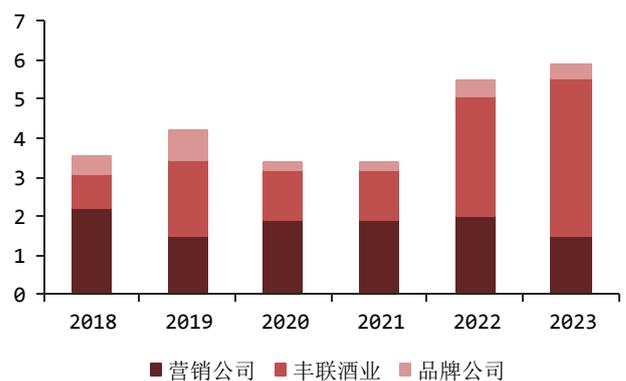
**图 73：各子品牌毛利规模变动情况（亿元）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**利润来源结构变化，丰联酒业表现突出。**衡水老白干本部受竞争格局变化和自身调整节奏影响，净利率水平未有效提升，整体净利润规模有所收缩，随着调整成效逐渐显现，品牌势能提升显著，净利率水平有望拐点向上。受益武陵酒、板城烧锅酒等子品牌量价齐升，丰联酒业净利率提升显著，净利润规模持续扩大，已构成公司净利润增长的主要动力源。

**图 74：各子公司净利率情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 75：各子公司净利润情况（亿元）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

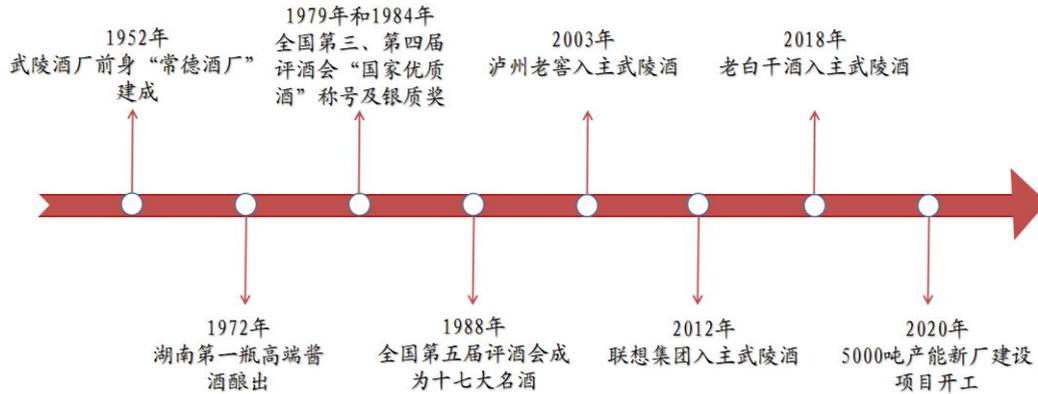
## 4.2 武陵酒：稀缺高端品牌，成长空间广阔

### 4.2.1 品牌：品牌力突出，名酒基因深厚

**创牌历程传奇，始终聚焦高端。**武陵酒创牌历程富有传奇色彩，名酒基因深厚，始终聚焦高端，在高端白酒价格带中始终占有一席之地。

➢ **名师出品，专注高端。**20世纪70年代，与季克良为同学的鲍沛生潜心学习钻研，于1972年酿造出湖南第一瓶高端酱酒，自此以来，武陵酒始终是湖南高端酒的重要代表之一。

图 76：武陵酒发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

➢ **名酒基因深厚，稀缺高端品牌。**1981年，全国白酒质量现场会酱香白酒综合评分中，武陵酱酒以高于茅台0.54分的成绩荣获第一名。1988年全国第五届评酒会上，武陵酱酒以总分第一力压茅台，跻身全国17大名酒之列。作为中国十七大名酒之一、中国三大酱香名酒之一，武陵酒的品牌价值具有较高的稀缺性，其核心产品覆盖了较为高端的价格带，充分印证了其强劲的品牌力和高端的品牌形象。

表 8：五届全国评酒大会获奖名单

时间	评选结果	获奖品牌
1952年	四大名酒	茅台酒、汾酒、泸州老窖特曲、西凤酒
1963年	八大名酒	五粮液、古井贡酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、茅台酒、西凤酒、汾酒、董酒
1979年	八大名酒	茅台酒、汾酒、泸州老窖特曲酒、五粮液、古井贡酒、董酒、剑南春、洋河大曲酒
1984年	十三大名酒	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒
1989年	十七大名酒	茅台酒、汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲酒、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒、 <b>武陵酒</b> 、宝丰酒、宋河粮液、沱牌曲酒

数据来源：中国酒业协会，酒业家，西南证券整理

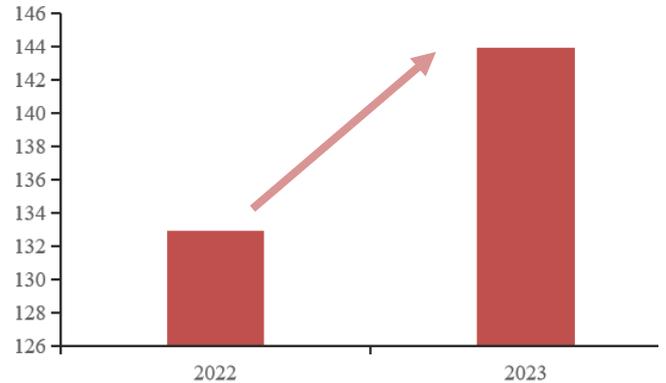
**品牌热度持续提升，品牌价值显著跃升。**酱酒热助力武陵酒的强势回归，武陵酒与贵州茅台、郎酒并为中国酱酒三大名酒，在近年酱酒热的带动下，武陵酒的品牌热度持续提升。在老白干酒入主武陵酒以来，积极赋能进行品牌建设，为武陵酒全国化布局做好品牌势能营造，品牌影响力不断增强，品牌价值显著跃升。

图 77：1981 年全国白酒质量现场会酱香白酒综合评分

三酱香			
1.	武陵酒	92.18	6.
2.	茅台酒	91.94	7.
3.	燕林春	91.45	8.
4.	郎酒	91.33	9.

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 78：华樽杯武陵酒品牌价值情况（亿元）



数据来源：华樽杯，西南证券整理

#### 4.2.2 产品：坚持高端布局，不断扩建产能

**坚持高端布局，大单品突出。**公司始终聚焦高端及高线次高端价格带，产品结构非常优异。武陵元帅定位超高端，是公司的品牌形象产品；武陵王、武陵上酱、中酱、少酱是公司的核心放量产品，是营收基本盘。三酱系列占公司营收 38% 左右，武陵王占公司营收的 12% 左右，是公司的核心大单品。

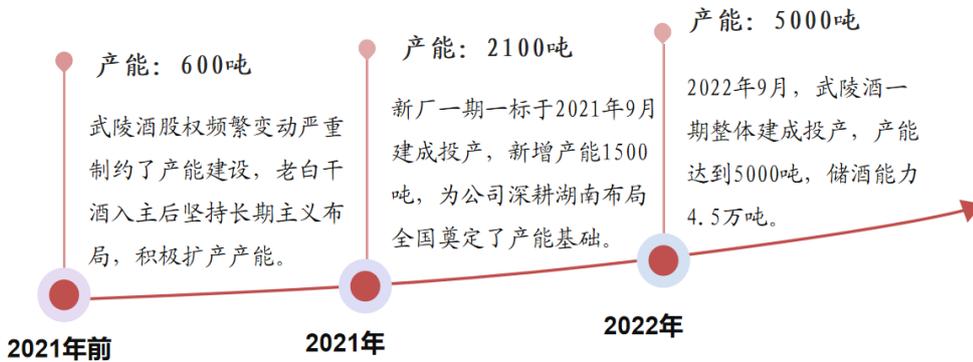
表 9：公司产品矩阵情况

价格带	产品名称	标价(元)	销售规格	
超高端	武陵元帅	9980	53 度/500ml	
	武陵王	2880	53 度/500ml	
	武陵上酱	2480	53 度/500ml	
次高端及高端	武陵中酱	799	53 度/500ml	
	武陵少酱	599	53 度/500ml	
	极客琥珀	899	53 度/509ml	

数据来源：公司官网，京东商城，西南证券整理

**持续扩建产能，支撑全国化布局。**2022 年 9 月，随着武陵酒新厂区一期项目建成投产，公司基酒产能达到了 5000 吨，由 2021 年前的 600 吨扩充数倍。武陵酒新厂共 10 栋酿酒车间，1120 口窖池，8 栋陶坛库共有 9 万只陶坛，储酒能力可达 4.5 万吨，成为全国除川贵地区以外最大的酱酒酿造基地。新厂区的投产极大缓解了产能限制，为公司的全国化布局奠定了充足的产能基础。

图 79：公司产能扩建情况

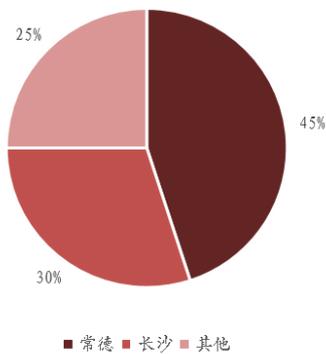


数据来源：公司公告，西南证券整理

### 4.2.3 渠道：扁平化的渠道模式，深耕湖南布局全国

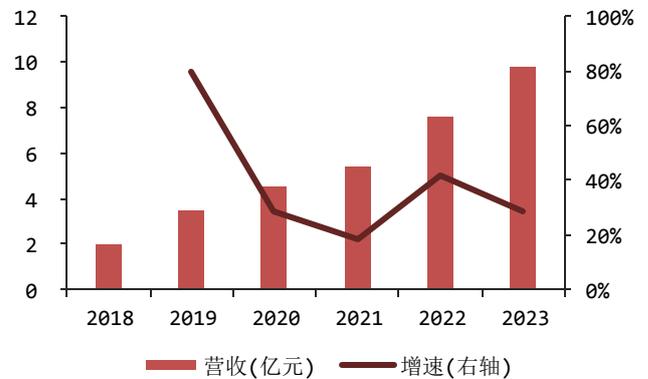
**省内持续深耕，省外点状布局。**湖南省内聚焦“常德+长沙”，常德为大本营市场，基本盘稳固，品牌地位坚实；长沙作为湖南的高地市场，对湖南全省具有较强辐射带动作用。公司聚焦资源深耕“常德+长沙”，营收基本盘得到不断夯实，增长势能强劲。随着新产能逐渐开始放量，产能限制得到极大缓解，武陵酒 2024 年营销方向确立为“深耕常德，布局湖湘，进军全国”，当前省外主要聚焦于河南、山东、广东等酱酒大省，成长空间持续拓宽。

图 80：2023 年武陵酒营收区域分布情况



数据来源：公司公告，渠道调研，西南证券整理

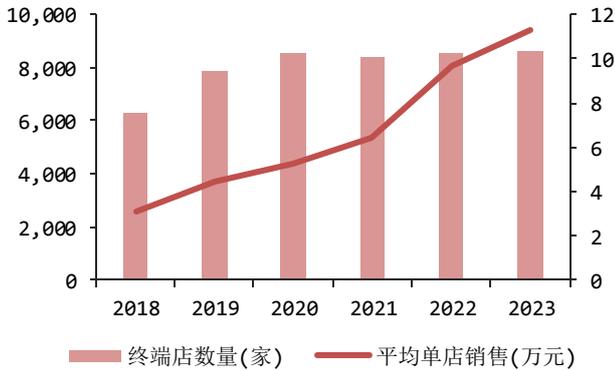
图 81：武陵酒营收及增速情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

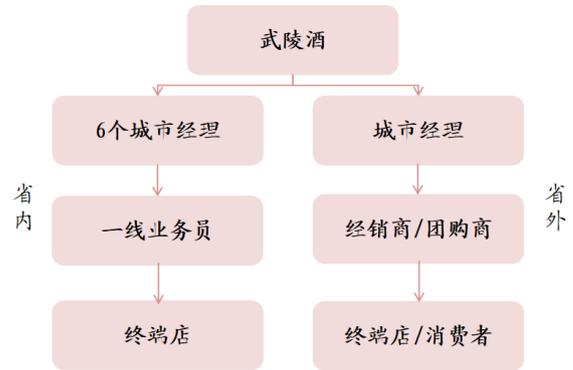
**短链渠道结构，市场反应迅速。**省内采取终端直达扁平化的渠道模式，企业对费用管控、价格监控、库存监控等方面更加精细化，对市场变化极为敏感，市场运作较为高效。终端直控模式下，减少了经销商环节，终端和厂家可获得更多利润空间，渠道利润充足，渠道推动力十足。省外采用大商制，首先通过团购渠道，高效覆盖目标消费者群体。

图 82: 武陵酒终端店数量及创收情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 83: 武陵酒销售体系架构简图



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

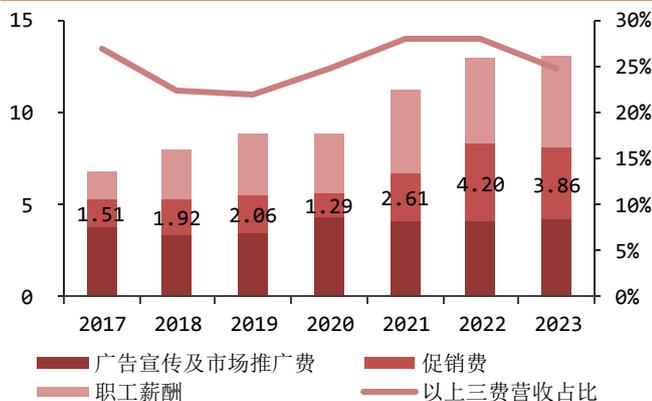
## 5 财务分析

**毛利率稳步提升:** 受益于产品结构优化, 总体量价齐升, 公司毛利率从 2017 年的 62.4% 提升至 2023 的 67.2%, 随着衡水老白干本部高端化的持续推进、武陵酒营收占比不断提升、板城烧锅酒聚焦产品结构升级, 公司毛利率有望进一步提升。

**费用率有序降低:** 从费用率方面看, 公司持续推进销售费用精准投放、优化激励考核模式, 销售费用投放效率更高, 随着渠道改革的持续深入、综合品牌势能的不断增强, 叠加营收规模的不断扩张, 销售费用率有望加速边际递减。在管理费用方面, 借助股权激励落地契机, 公司全面理顺管理职能、优化管理结构、制定有效的激励机制, 管理费用率有望得到显著优化。

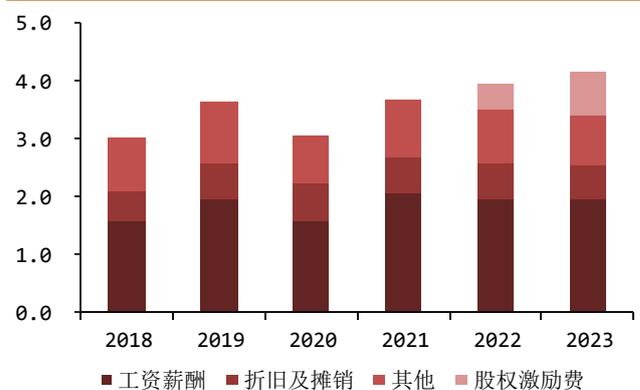
➢ **销售费用:** 通过拆解销售费用可知, 2021-2022 年促销费增加最为显著, 主因为在消费场景缺失背景下, 为协助终端拉动动销, 促进渠道积极回款, 增加了促销费用投放; 此外, 该阶段正值衡水老白干本部聚焦次高端、大力推进品牌培育的关键期, 费用投放相对较多。随着消费场景恢复正常, 品牌影响力得到显著提升, 公司在促销政策上开始有所收缩, 2023 广宣及促销费同比下降 8.1%, 三大核心销售费用营收占比下降至 25%, 费用优化成效显著。

图 84: 主要销售费用分项 (亿元) 及营收占比情况 (右轴)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

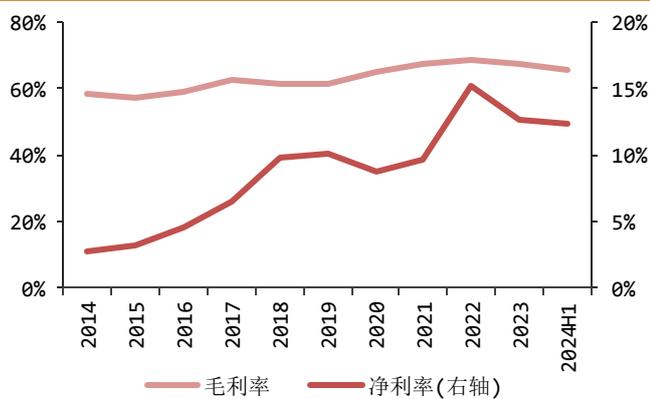
图 85: 管理费用拆解情况 (亿元)



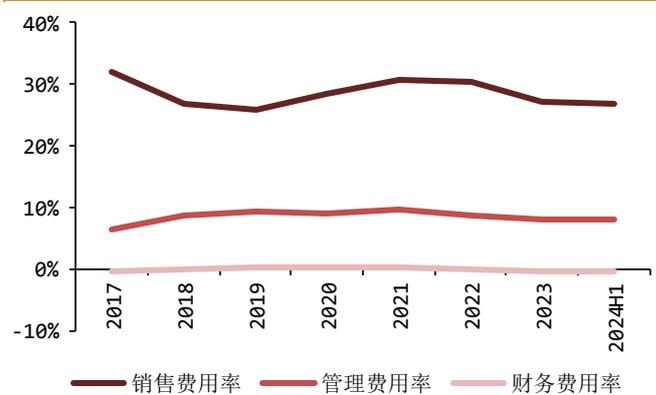
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

➤ **管理费用：**随着武陵酒新产能投产，以及新市场开拓力度加大等，2021年生产、销售人员增幅明显，带动公司职工薪酬显著增加。当前人员配置基本到位，职工薪酬规模将保持平稳，随着营收规模的持续扩张，人均创收将不断提升，管理费用率有望持续边际递减。扣除股权激励费用影响，2022-2023年管理费用规模稳步降低。在2024年股权激励费用计提结束之后，随着营收规模的持续增加，管理费用率有望显著拐点向下。

**净利率趋势向上：**随着毛利率的稳步提升，费用率的有序下降，公司净利率水平提升空间广阔。伴随着公司产品结构升级的持续推进、降本增效不断深化，净利率提升趋势有望加速向上。

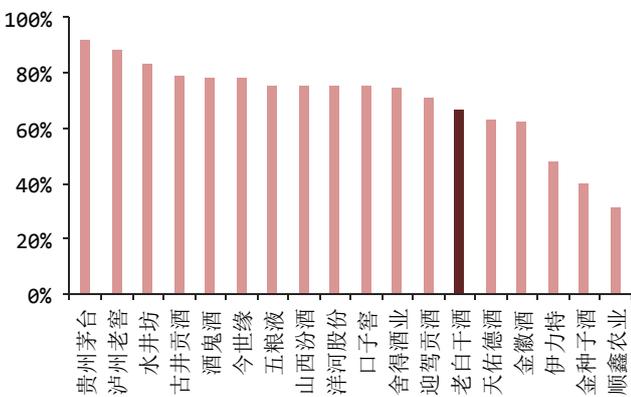
**图 86：2014 年以来公司毛利率和净利率情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

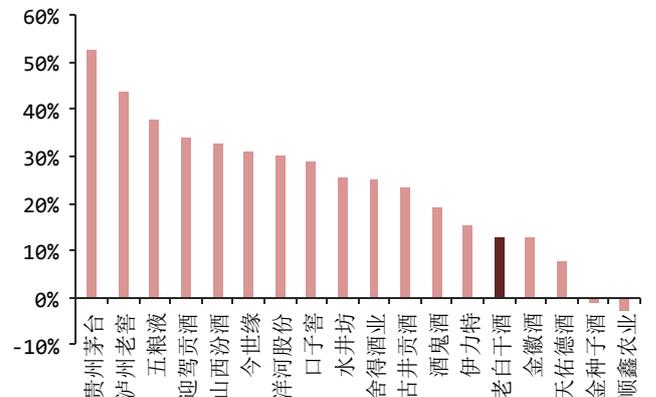
**图 87：2017 年以来公司费用率情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**毛利率仍具提升空间，净利率提升空间广阔。**公司多品牌发力，产品覆盖高端、次高端、中等核心价位，全国化布局优势突出。持续推进高端化，产品结构不断优化，毛利率将得到进一步提升。公司持续优化激励考核模式，费用投放更加贴近消费者，销售费用支出更加科学有效，销售费用支出与营收增长之间具备良性互动，可带动销售费用率进一步下降。伴随着股权激励的优化完善，管理效能得到进一步提升，激励更加高效，公司增长动能显著向上，规模效应下管理费用有望边际递减。随着公司毛利率的提升和三费的有效管控，净利率具备较大提升空间。

**图 88：2023 年白酒上市公司销售毛利率**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 89：2023 年白酒上市公司净利率**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 6 盈利预测与估值

### 6.1 盈利预测

#### 关键假设：

1) 受益于公司持续聚焦产品结构升级，甲等 15/20 及老白干 1915 等中高档产品在河北市场逐渐起量，产品结构向上，预计老白干系列 2024-2026 年销量同比增长 10.0%、8.0%、7.0%，吨价分别提升 5.0%、5.0%、5.0%。

2) 受益于武陵酒省内品牌影响力持续增强，省外市场稳步开拓，预计武陵酒系列 2024-2026 年销量同比增长 8.0%、10.0%、10.0%，吨价同比增长 4.0%、4.0%、3.0%。

3) 受益于板城烧锅酒聚焦产品结构升级和空白市场开拓，预计板城烧锅酒系列 2024-2026 年销量同比增长 5.0%、5.0%、5.0%，吨价同比增长 8.0%、7.0%、7.0%。

4) 在消费升级背景下，其他各品牌聚焦产品结构升级，不断提升各品牌在当地市场的品牌影响力，预计 2024-2026 年文王贡、孔府家等系列销量合计同比增长 13.7%、10.7%、8.8%，吨价分别提升 5.2%、5.1%、4.5%。

表 10：分业务收入及毛利率情况

分业务情况		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
合计	收入(百万元)	4653	5257	6020	6826	7672
	yoy	15.5%	13.0%	14.5%	13.4%	12.4%
	成本(百万元)	1472	1727	1983	2243	2510
	毛利率	68.4%	67.2%	67.1%	67.1%	67.3%
老白干酒	收入(百万元)	2140	2355	2720	3085	3466
	yoy	1.6%	10.0%	15.5%	13.4%	12.4%
	销量(吨)	29304	31208	34329	37075	39671
	yoy	-1.0%	6.5%	10.0%	8.0%	7.0%
	吨价(万元/吨)	7.3	7.5	7.9	8.3	8.7
	yoy	2.6%	2.6%	5.0%	5.0%	5.0%
	吨成本(万元/吨)	2.6	2.8	3.0	3.1	3.3
	yoy	1.5%	10.6%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	64.9%	62.4%	62.4%	62.4%	62.4%	
板城烧锅酒	收入(百万元)	831	957	1085	1219	1369
	yoy	39.6%	15.1%	13.4%	12.4%	12.4%
	销量(吨)	8878	9207	9667	10151	10658
	yoy	25.8%	3.7%	5.0%	5.0%	5.0%
	吨价(万元/吨)	9.4	10.4	11.2	12.0	12.8
	yoy	11.0%	11.0%	8.0%	7.0%	7.0%
	吨成本(万元/吨)	3.8	4.0	4.2	4.5	4.7
	yoy	9.4%	5.7%	7.0%	6.0%	5.0%
毛利率	59.9%	61.8%	62.2%	62.5%	63.2%	

分业务情况		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
武陵酒	收入(百万元)	763.4	978.6	1099.2	1257.4	1424.7
	yoy	42.3%	28.2%	12.3%	14.4%	13.3%
	销量(吨)	1544	1921	2075	2283	2511
	yoy	-1.0%	24.5%	8.0%	10.0%	10.0%
	吨价(万元/吨)	49.4	50.9	53.0	55.1	56.7
	yoy	43.7%	3.0%	4.0%	4.0%	3.0%
	吨成本(万元/吨)	7.5	9.7	10.1	10.5	10.8
	yoy	10.1%	29.8%	4.0%	4.0%	3.0%
毛利率	84.9%	80.9%	80.9%	80.9%	80.9%	
孔府家+文王贡	收入(百万元)	615.4	725.8	867.9	1009.7	1148.7
	yoy	19.5%	17.9%	19.6%	16.3%	13.8%
	销量(吨)	10045	11203	12740	14108	15356
	yoy	3.2%	11.5%	13.7%	10.7%	8.8%
	吨价(万元/吨)	6.1	6.5	6.8	7.2	7.5
	yoy	15.8%	5.8%	5.2%	5.1%	4.5%
	吨成本(万元/吨)	2.34	2.47	2.56	2.64	2.72
	yoy	13.3%	5.5%	3.9%	3.2%	2.9%
毛利率	61.9%	61.9%	62.4%	63.1%	63.6%	
其他业务	收入(百万元)	303.2	241.0	248.2	255.7	263.3
	yoy	10.8%	-20.5%	3.0%	3.0%	3.0%
	成本(百万元)	38.2	14.2	14.6	15.0	15.5
	yoy	-98.3%	-62.9%	3.0%	3.0%	3.0%
毛利率	87.4%	94.1%	94.1%	94.1%	94.1%	

数据来源：公司公告，西南证券

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 60.2 亿元(+14.5%)、68.3 亿元(+13.4%)和 76.7 亿元(+12.4%)，归母净利润分别为 8.7 亿元(+30.4%)、10.9 亿元(+25.4%)和 13.4 亿元(+22.8%)，EPS 分别为 0.95、1.19 和 1.46 元，对应 PE 分别为 17、14 和 11 倍。公司聚焦发力高端、次高端，扎实推进全国化布局，给予公司 2024 年 23 倍估值，对应目标价 21.85 元，维持“买入”评级。

## 6.2 绝对估值

关键假设如下：

- 1) 永续期增长率为 2.0%；
- 2) 无杠杆  $\beta$  系数为 1.0；
- 3) 税率：保持 25% 稳定税率。

**表 11：绝对估值假设条件**

估值假设	数值
预测期年数	3
过渡期年数	5
过渡期增长率	10%
永续期增长率	2.0%
无风险利率 Rf	2.0%
市场组合报酬率 Rm	10.0%
有效税率 Tx	25%
β 系数	1.0
债务资本成本 Kd	0%
债务资本比重 Wd	0%
股权资本成本 Ke	10.0%
WACC	10.0%

数据来源：西南证券

**表 12：FCFF 估值结果**

FCFF 估值	现金流折现值 (亿元)
核心企业价值	17369.22
净债务价值	(3134.34)
股票价值	20503.55
每股价值	22.41

数据来源：西南证券

## 6.3 相对估值

老白干酒聚焦产品结构升级，持续受益区域品牌集中度提升红利，此处选取持续推进产品结构升级的区域强势品牌金徽酒、伊力特、今世缘、天佑德酒，这四家公司 2024-2026 年平均 PE 分别为 20 倍、16 倍、13 倍。

公司省内龙头地位稳固，品牌优势明显，将尽享省内消费升级红利。与此同时，公司多品牌发力，武陵酒新产能将逐渐释放，在品牌底蕴和费用投入加持下，增长势能有望延续，可持续带动公司产品结构优化；板城烧锅酒、文王贡、孔府家聚焦资源于核心市场，聚焦大单品培育、聚焦产品结构升级，总体增长势能突出。总的来看，未来 3-5 年是公司快节奏的产品结构升级期，伴随着毛利率提升叠加费用率递减，业绩弹性将持续释放。公司是兼具稳健性和成长性的优质标的，给予 2024 年 23 倍 PE，对应目标价 21.85 元，维持“买入”评级。

**表 13：可比公司估值**

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
603919.SH	金徽酒	81	16.01	0.65	0.79	0.97	1.17	25	20	17	14
600197.SH	伊力特	66	13.94	0.72	0.83	0.98	1.14	19	17	14	12
603369.SH	今世缘	446	35.59	2.52	3.03	3.66	4.36	14	12	10	8

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
002646.SZ	天佑德酒	40	8.21	0.19	0.25	0.35	0.46	43	33	23	18
平均值								25	20	16	13
600559.SH	老白干酒	149	16.25	0.73	0.95	1.19	1.46	22	17	14	11

数据来源: wind, 西南证券整理

## 7 风险提示

- 1) 消费复苏不及预期风险: 商务活动是次高端及以上产品消费的重要场景, 商务消费复苏情况具有较大不确定性。
- 2) 经济大幅下滑风险: 经济发展是居民消费升级的基础, 宏观经济运行受到多种因素影响, 具有较高的不确定性, 一旦经济大幅下滑将影响消费升级节奏;
- 3) 市场开拓或不及预期: 省外市场开拓可能会遭遇地产名酒和全国化名酒的强势阻击, 具有一定的不确定性;

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5257.27	6020.38	6826.44	7671.85	净利润	665.94	868.61	1088.83	1336.63
营业成本	1726.89	1982.74	2243.32	2510.31	折旧与摊销	173.91	230.45	235.00	239.37
营业税金及附加	875.48	979.52	1116.90	1256.61	财务费用	-15.59	-61.73	-82.50	-119.59
销售费用	1427.99	1559.28	1672.48	1802.89	资产减值损失	1.69	0.00	0.00	0.00
管理费用	414.91	421.43	443.72	460.31	经营营运资本变动	-82.93	-531.97	-65.83	88.55
财务费用	-15.59	-61.73	-82.50	-119.59	其他	51.75	-18.14	-18.02	-19.63
资产减值损失	1.69	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>794.76</b>	<b>487.22</b>	<b>1157.47</b>	<b>1525.33</b>
投资收益	19.29	19.00	19.25	20.84	资本支出	53.51	-30.00	-30.00	-30.00
公允价值变动损益	6.49	0.00	0.00	0.00	其他	3.46	19.00	19.25	20.84
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>56.97</b>	<b>-11.00</b>	<b>-10.75</b>	<b>-9.16</b>
<b>营业利润</b>	<b>884.40</b>	<b>1158.15</b>	<b>1451.78</b>	<b>1782.17</b>	短期借款	-50.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	6.14	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>890.54</b>	<b>1158.15</b>	<b>1451.78</b>	<b>1782.17</b>	股权融资	73.20	0.00	0.00	0.00
所得税	224.60	289.54	362.94	445.54	支付股利	-274.42	-252.77	-327.19	-419.67
净利润	665.94	868.61	1088.83	1336.63	其他	-73.38	60.20	83.84	119.21
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-324.61</b>	<b>-192.57</b>	<b>-243.35</b>	<b>-300.47</b>
归属母公司股东净利润	665.94	868.61	1088.83	1336.63	<b>现金流量净额</b>	<b>527.13</b>	<b>283.65</b>	<b>903.37</b>	<b>1215.71</b>
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1621.89	1905.55	2808.92	4024.62	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	226.19	288.98	312.82	353.38	销售收入增长率	12.98%	14.52%	13.39%	12.38%
存货	3349.78	2731.11	3090.51	3458.83	营业利润增长率	-5.38%	30.95%	25.35%	22.76%
其他流动资产	668.14	668.82	669.54	670.29	净利润增长率	-5.89%	30.43%	25.35%	22.76%
长期股权投资	78.51	78.51	78.51	78.51	EBITDA 增长率	-3.71%	27.25%	20.91%	18.56%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1826.12	1725.49	1623.17	1519.31	毛利率	67.15%	67.07%	67.14%	67.28%
无形资产和开发支出	1448.13	1349.87	1248.77	1144.82	三费率	34.76%	31.87%	29.79%	27.94%
其他非流动资产	281.77	280.20	278.64	277.07	净利率	12.67%	14.43%	15.95%	17.42%
<b>资产总计</b>	<b>9500.53</b>	<b>9028.53</b>	<b>10110.88</b>	<b>11526.84</b>	ROE	13.84%	16.01%	17.60%	18.81%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.01%	9.62%	10.77%	11.60%
应付和预收款项	1187.83	1673.84	1674.85	1882.36	ROIC	24.24%	28.26%	33.28%	42.27%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	19.83%	22.04%	23.50%	24.79%
其他负债	3502.42	1930.10	2248.45	2540.33	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>4690.25</b>	<b>3603.94</b>	<b>3923.30</b>	<b>4422.68</b>	总资产周转率	0.57	0.65	0.71	0.71
股本	914.75	914.75	914.75	914.75	固定资产周转率	2.98	3.48	4.17	4.99
资本公积	1562.68	1562.68	1562.68	1562.68	应收账款周转率	138.76	192.23	191.35	190.55
留存收益	2472.78	3088.63	3850.27	4767.23	存货周转率	0.54	0.65	0.77	0.77
归属母公司股东权益	4810.28	5424.60	6187.58	7104.15	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.59%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>4810.28</b>	<b>5424.60</b>	<b>6187.58</b>	<b>7104.15</b>	资产负债率	49.37%	39.92%	38.80%	38.37%
负债和股东权益合计	9500.53	9028.53	10110.88	11526.84	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.30	1.63	1.83	2.00
					速动比率	0.56	0.83	1.01	1.19
					股利支付率	41.21%	29.10%	30.05%	31.40%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	1042.72	1326.86	1604.27	1901.95	每股收益	0.73	0.95	1.19	1.46
PE	22.32	17.11	13.65	11.12	每股净资产	5.26	5.93	6.76	7.77
PB	3.09	2.74	2.40	2.09	每股经营现金	0.87	0.53	1.27	1.67
PS	2.83	2.47	2.18	1.94	每股股利	0.30	0.28	0.36	0.46
EV/EBITDA	11.81	9.07	6.94	5.21					
股息率	1.85%	1.70%	2.20%	2.82%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
上海	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn

---

	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn