

老白干酒（600559）

证券研究报告

2024年10月28日

改革渐见成效，武陵复兴势能向上

冀酒龙头，大放异彩。2018年老白干酒并购丰联酒业，实现老白干香型、浓香型、酱香型的“一树三香”和衡水老白干酒、文王贡酒、板城烧锅酒、武陵酒、孔府家酒“五花齐放”的局面。2022年公司出台股权激励方案，提振组织活力，激发员工动力。公司产品结构升级+武陵酒省外扩张招商稳步推进+费用精细化管控+合同负债表现亮眼，改革势能或将逐步释放，盈利能力有望更上层楼。

衡水老白干酒：顺应消费升级趋势，结构升级打开盈利空间。河北省人口基数大，人均可支配收入尚有提升空间。省内白酒消费逐步升级，价格带上移趋势明显，衡水老白干系列采取老白干和十八酒坊双轮驱动策略，顺应消费升级趋势积极布局中高价格带，实现结构升级，并打造1915、甲等15、甲等20三大单品，带动营收增长，打开盈利空间。

武陵酒：产能快速扩张，全省化持续推进。浦文立将以经销商为主的“长链模式”改进为去中间化的“短链模式”以直面终端，大力推进武陵酒改革，武陵酒在并入老白干酒后迎来复兴机遇。在优质酱酒产能供不应求的局面下，武陵酒于2020年5月开启技改项目以增加基酒产能，加快产能扩张速度。公司在不断巩固常德地区市场的基础上，开启全省化扩张，收入有望加速增长。

其他品牌：协同升级，区域多点发力。①**板城烧锅酒：**深耕河北市场，产品持续创新，四大系列覆盖全价格带。公司坚持渠道扁平化管理，与衡水老白干发挥协同效应，实现地域互补，香型互补。②**孔府家酒：**聚焦曲阜市场，产品结构清晰上行，形成了以“陶系列”为基本盘，“朋系列”和“国系列”定位中高端及以上的阶梯型产品矩阵，满足不同消费客群的需求。③**文王贡酒：**稳步拓展安徽市场，坚持差异化的发展路线，积极打造三大产品线，实现品牌体量价值双上行，盈利能力改善显著。

未来要点聚焦：①**武陵酒：**1) 跟随名优酱酒扩产步伐，优质产能逐步扩张；2) 在常德大本营取得成功，将“短链模式”在全省推广，产品放量有望加速；3) 通过7大系统、6个部门的前瞻性战略把控终端，使产品价格将保持坚挺，终端动销保持稳定；②**衡水老白干酒：**阵痛期已逐步削减中低端产品收入占比，近年来有望通过甲等15、甲等20、1915等主要次高端以上大单品放量，有望迎来“量稳价升”的局面。

投资建议：武陵酒全省化目前已取得良好进展，公司收入端有望进一步打开空间。老白干本部缩减费用以提升费效比，业绩有望实现弹性增长。我们预计2024-2026年公司营收增速分别为12%/14%/15%；归母净利润增速分别为27%/21%/25%；首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：宏观经济修复不及预期；市场扩张不达预期；渠道库存去化不及预期；市场竞争加剧。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,653.10	5,257.27	5,904.73	6,721.65	7,706.20
增长率(%)	15.54	12.98	12.32	13.83	14.65
EBITDA(百万元)	811.54	1,005.73	1,193.71	1,417.24	1,741.27
归属母公司净利润(百万元)	707.60	665.94	846.65	1,026.46	1,278.72
增长率(%)	81.81	(5.89)	27.14	21.24	24.58
EPS(元/股)	0.77	0.73	0.93	1.12	1.40
市盈率(P/E)	27.52	29.24	23.00	18.97	15.23
市净率(P/B)	4.48	4.05	3.68	3.32	2.93
市销率(P/S)	4.19	3.70	3.30	2.90	2.53
EV/EBITDA	28.46	17.96	13.87	11.27	8.65

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/白酒 II
6个月评级	增持（首次评级）
当前价格	21.29元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	914.75
流通A股股本(百万股)	904.27
A股总市值(百万元)	19,474.97
流通A股市值(百万元)	19,251.94
每股净资产(元)	5.25
资产负债率(%)	49.13
一年内最高/最低(元)	25.54/15.19

作者

张潇倩	分析师
SAC 执业证书编号：S1110524060003	zhangxiaojian@tfzq.com
谢文旭	分析师
SAC 执业证书编号：S1110524040001	xiewenxu@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 冀酒龙头， 五花齐放.....	5
1.1. 历史复盘： 并购整合完善布局， 品牌升级步入新周期.....	5
1.2. 股权结构： 地方政府实际控制， 股权激励提升活力.....	7
1.3. 主营业务： 老白干夯实营收基础， 武陵酒提升产品结构.....	9
1.4. 渠道结构： 五大品牌深耕区域市场， 渠道网络优化成果显著.....	11
1.5. 财务分析： 盈利能力有望提升， 高合同负债蓄力未来增长.....	12
2. 衡水老白干酒： 深耕河北市场， 独特香型稳固市场地位.....	13
2.1. 河北省： 市场规模超 300 亿元， 竞争激烈程度加剧.....	13
2.2. 老白干+ 十八酒坊双轮驱动， 盈利有望更进一阶.....	15
2.3. 经销商减量提质， 营销转型谋发展.....	17
3. 武陵酒： 渠道变革提掌控力， 全省化进程积极推进中.....	18
3.1. 湖南市场空间广阔， “武陵香” 独树一帜.....	18
3.2. 六度易主迎转机， 产品结构逐步优化.....	19
3.3. 产能加速扩张， “酱酒黑马” 蓄势待发.....	20
3.4. 打破既有利益格局， 渠道变革求转变.....	21
3.5. 尝试省外招商， 有望打造第二增长曲线.....	22
4. 其他品牌： 五花齐放协同升级， 区域市场多点发力.....	22
4.1. 板城烧锅酒： 品牌定位升级， 深耕河北市场.....	22
4.2. 孔府家酒： 聚焦曲阜市场， 产品结构清晰上行.....	23
4.3. 文王贡酒： 打造差异化产品， 稳步拓展安徽市场.....	24
5. 未来要点聚焦.....	25
5.1. 武陵酒： 全省化招商谋求转变， 产能扩张打开业绩增长空间.....	25
5.1.1. 紧跟加速扩产大势， 实现优质产能扩张.....	25
5.1.2. 在常德取得成功， 全省化进程稳步推进.....	25
5.1.3. 短链渠道把握 C 端， 掌握产品定价权.....	25
5.2. 衡水老白干： 产品结构升级， 顺应市场发展趋势.....	26
6. 投资建议.....	28
7. 风险提示.....	29

图表目录

图 1： 衡水老白干发展历程.....	5
图 2： 《真定府志》 中 “诏禁冀州沽酒”.....	5
图 3： 乾隆 32 年《衡水县志》 关于乡饮酒礼的记载.....	5
图 4： 2008 年老白干传统酿造工艺被评为 “国家级非物质文化遗产”.....	6
图 5： 2010 年衡水老白干荣获 “千年金奖” 称号.....	6
图 6： 2013-2017 年公司资产负债率.....	7

图 7: 2013-2017 年公司归母净利率	7
图 8: 公司高/中/低档酒营业收入占比	7
图 9: 公司高/中/低档酒营业收入同比增速	7
图 10: 老白干酒股权架构图	7
图 11: 2022 年激励对象名单	8
图 12: 2023 年国内白酒企业人均薪酬 (万元/年)	8
图 13: 公司五大品牌营业收入同比增速	9
图 14: 公司五大品牌毛利润比重	10
图 15: 公司五大品牌毛利率	10
图 16: 2018-2023 年低/中/高档酒产量 (万千升)	10
图 17: 2018-2023 年低/中/高档酒吨价 (万元/吨)	10
图 18: 2023 年公司分区域营业收入占比	11
图 19: 2019-2023 年公司各省份营收同比增速	11
图 20: 公司经销商总数量 (个)	11
图 21: 公司单个经销商营收 (万元/个)	11
图 22: 2018-2024H1 公司营业收入 (亿元) 及其同比增速	12
图 23: 2018-2024H1 公司归母净利润 (亿元) 及其同比增速	12
图 24: 2018-2024H1 公司销售毛利率及净利率	12
图 25: 2024H1 十八家白酒企业净利率排行榜	12
图 26: 2018-2024H1 公司销售费用率	12
图 27: 2024H1 十八家白酒企业销售费用率排行榜	12
图 28: 2020Q1-2024Q2 公司合同负债 (亿元) 及同比增速	13
图 29: 2020Q1-2024Q2 公司合同负债/上一年全年营业收入	13
图 30: 2010-2023 河北省 GDP 总量及增速 (万亿元)	13
图 31: 2023 年各省人均可支配收入 (万元/人)	13
图 32: 2022 年河北白酒各档次酒收入占比	14
图 33: 河北省白酒品牌分布情况	14
图 34: 衡水老白干系列产品矩阵	16
图 35: 2017-2023 年衡水老白干系列酒销量及销量变化幅度	16
图 36: 2017-2023 衡水老白干系列酒吨价及吨价变化幅度	16
图 37: 2016-2023 年经销商数量及平均经销商规模	17
图 38: 2019~2023 年酱酒产能及占白酒产能比例	18
图 39: 2022 年中国白酒消费趋势	18
图 40: 2019~2023 年酱酒行业销售收入情况	18
图 41: 2019~2023 年酱酒行业利润情况	18
图 42: 武陵酒六易其主	19
图 43: 2019~2023 年武陵酒营收规模及增速	19
图 44: 2019~2023 年武陵酒毛利及毛利率	19
图 45: 武陵酒渠道运营体系升级: “14769” 体系	21
图 46: 2018-2023 年板城烧锅酒营业收入 (亿元) 及其同比增速	22
图 47: 2018-2023 年板城烧锅酒销量 (千升) 及吨价 (万元/千升)	22

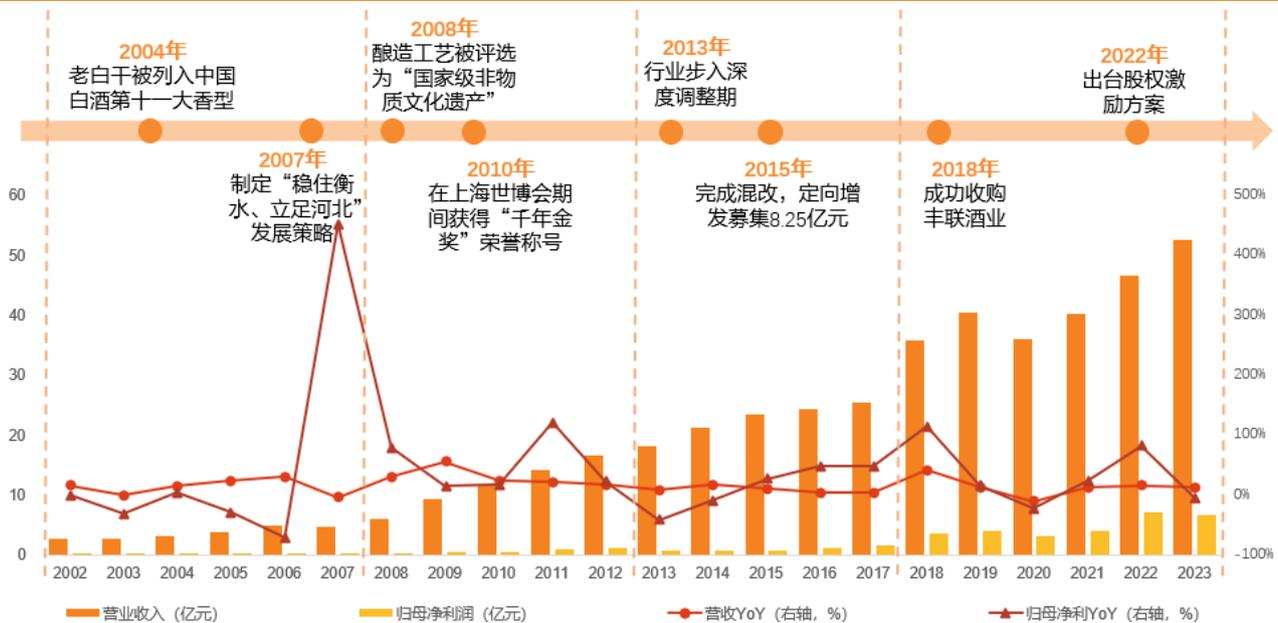
图 48: 2018-2023 年孔府家酒营业收入 (亿元) 及其同比增速	23
图 49: 2018-2023 年孔府家酒销量 (千升) 及吨价 (万元/千升)	23
图 50: 2018-2023 年文王贡酒营业收入 (亿元) 及其同比增速	24
图 51: 2018-2023 年文王贡酒销量 (千升) 及吨价 (万元/千升)	24
图 52: 武陵酒 6 大部门	26
图 53: 武陵酒 7 大系统	26
图 54: 2017-2023 年衡水老白干系列酒销量及销量变化幅度	26
图 55: 2017-2023 衡水老白干系列酒吨价及吨价变化幅度	26
表 1: 2022 年股权激励绩效考核目标	8
表 2: 公司各价格带代表性单品	9
表 3: 河北省白酒市场分价位	15
表 4: 武陵酒产品结构	20
表 5: 武陵酒基酒产能建设计划 (吨/年)	20
表 6: 新厂区建成对武陵酒的含义	21
表 7: 武陵两种新模式	21
表 8: 板城烧锅酒产品系列	22
表 9: 孔府家酒产品系列	23
表 10: 文王贡酒产品系列	24
表 11: 盈利预测	28

1. 冀酒龙头， 五花齐放

品牌历史底蕴深厚，酒体风味多次荣获大奖。衡水老白干酒位于河北衡水，目前已有 2000 多年的酿造历史，以“醇香清雅、甘冽醇厚”著称；1915 年荣获巴拿马万国物品博览会最高奖“甲等大奖章”，享誉世界；2006 年被商务部认定为第一批中华老字号；2008 年被国家文化部列为“国家级非物质文化遗产”；2018 年荣获拉斯维加斯世界烈性酒大赛最高奖“双金奖”；2022 年成功通过全国质量奖复审确认，老白干酒体具有醇香清雅、酒体谐调、甘冽醇厚、回味悠长的典型风格，在消费者中享有高而不烈、低而不淡、饮后舒适、不上头的口碑和美誉，获得较高的市场美誉度。

多香型多品牌先锋，品牌升级未来可期。老白干酒于 2002 年 10 月在上交所上市，是河北省酿酒行业唯一一家上市公司。2018 年，公司并购丰联酒业，整合承德乾隆醉、安徽文王、湖南武陵和曲阜孔府家等四家区域性白酒企业，成功打开老白干香型、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。2022 年老白干酒启动“甲等金奖，大国品质”全新品牌定位，正式开启品牌升级新篇章。

图 1：衡水老白干发展历程



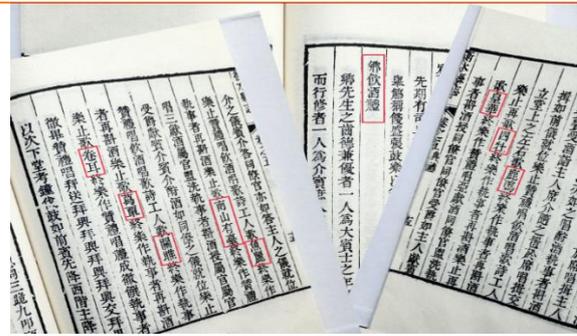
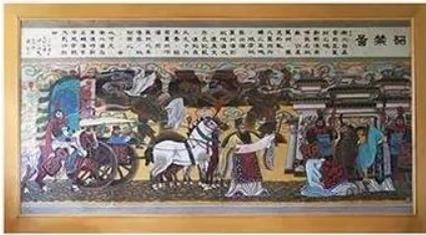
资料来源：Wind，公司公告等，天风证券研究所

1.1. 历史复盘：并购整合完善布局，品牌升级步入新周期

历史悠久，美誉远扬。老白干酒历史肇始于汉，成名唐，名于宋，定名于明，拥有近 2000 年不间断的酿造史。汉和帝永元 16 年有“冀州比年，雨多伤稼，诏禁冀州沽酒”，可见衡水酒规模之兴盛。明嘉靖三十二年，建桥工匠们常到“德源涌”聚饮，称赞“真洁，好干”，广为传颂，遂得名“老白干”。其中“老”是指历史悠久，“白”是指酒质清澈，“干”是指酒度数高，表明其酿造蒸馏技艺水平之高超。

图 2：《真定府志》中“诏禁冀州沽酒”

图 3：乾隆 32 年《衡水县志》关于乡饮酒礼的记载



资料来源：《真定府志》、秦皇岛航崎朔商贸有限公司公众号，天风证券研究所

资料来源：衡水老白干官微公众号，天风证券研究所

所

1946-2001年：独创“老白干香型”，改组国有独资企业。衡水老白干始建于1946年，前身是衡水地区十八家酿酒作坊收归国有基础上创立的“冀南行署国营制酒厂”，为河北名酒之首，也是白酒十二大品类之一“老白干香型”白酒的第一品牌。1988年衡水老白干酒在中国首届食品博览会上获得金奖；1991年衡水老白干在中国食品工业十年新成就展览会上被授予“优秀新产品”奖牌；1992年衡水老白干荣获中国名优酒博览会金奖，为河北省唯一金奖；1993年公司改名为“河北衡水老白干酒厂”；1996年10月河北衡水老白干酒厂改组为国有独资有限责任公司，成立河北衡水老白干酿酒（集团）有限公司。

2002-2007年：“十八酒坊”瞄准高端市场，正式列入第十一大香型。2001年衡水老白干为了解决高端市场空缺问题，推出副品牌“十八酒坊”，形成“衡水老白干”和“十八酒坊”双品牌战略，分别针对中低端和高端消费者；2002年衡水老白干在沪上市，成为河北省白酒行业唯一一家上市公司；2004年国家发改委批准《老白干香型白酒》行业标准，老白干正式被列入中国白酒第十一大香型；2005年，十八酒坊实现首轮盈利，打破了市场对于衡水老白干的中低端品牌认知；2006年，中国酿酒工业协会授予衡水老白干“中国白酒香型代表”称号，衡水老白干成为中国“老白干香型”的鼻祖和品鉴代表；2007年公司制定“稳住衡水、立足河北”发展策略，正式从衡水开启了扩张之路。

2008-2012年：入选非遗工艺，品牌营销成果卓越。2008年，衡水老白干传统酿造工艺被评选为“国家级非物质文化遗产”，同年10月公司第二大品牌“十八酒坊”被认定为“中国驰名商标”，同时公司以“衡水老白干，喝出男人味”诠释燕赵文化豪迈的一面，广告营销成功出圈，品牌建设收获成效；2010年，衡水老白干酒获得博览会最高荣誉奖“千年金奖”，同年荣膺上海世博会河北省参展席唯一指定白酒。2008-2012年，在品牌力提升的驱动下，公司规模快速扩张（营业收入年均复合增速达29.00%）。

图 4：2008年老白干传统酿造工艺被评为“国家级非物质文化遗产”

图 5：2010年衡水老白干荣获“千年金奖”称号



资料来源：衡水老白干官微公众号，天风证券研究所

资料来源：衡水老白干官微公众号，天风证券研究所

2013-2017年：行业步入调整期，定向增发与相关方合作。2013年，受2012年底中央出台的“八项规定”、“六项禁令”、限制“三公”消费政策影响，白酒政务需求和商务需求有所下行，白酒行业步入深度调整期，衡水老白干盈利能力受到较大影响，为降低公司资

产负债率、优化资本结构、改善财务状况，公司进行定向增发 3500 万股，引入战略投资者与优秀经销商并与其合作，进一步提升公司资本实力的同时，建立和完善了与股东的利益共享机制，充分调动了员工的工作积极性。2015 年混改完成，公司归母净利率成功实现提升，杠杆水平有所回落，2016 年和 2017 年归母净利润同比增速分别高达 47.71%和 47.53%。

图 6：2013-2017 年公司资产负债率



资料来源：Wind，天风证券研究所

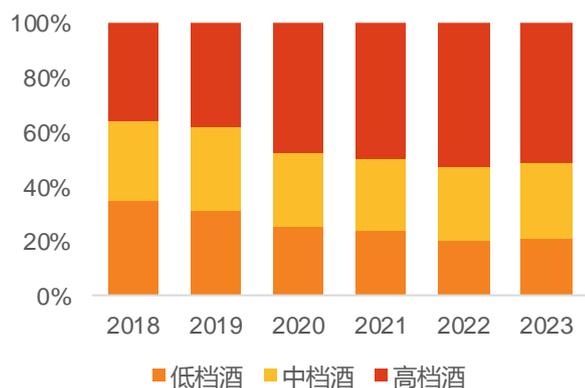
图 7：2013-2017 年公司归母净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

2018 年至今：并购丰联进入新阶段，品牌价值持续提升。①品牌布局上，2018 年衡水老白干成功收购丰联酒业，一揽旗下山东孔府家、河北板城、湖南武陵、安徽文王四家区域酒企，实现多品牌发展，为省外布局打下坚实基础，2018-2022 年四大事业部业绩成果斐然，武陵事业部表现尤其突出，收入 CAGR 高达 40.53%；②营销理念上，为了迎合消费者“少喝酒，喝好酒，喝健康酒”的新消费理念，2018 年公司发布了“喝老白干，不上头”的战略定位，诠释了衡水老白干的品类自信、品牌自信和品质自信，2022 年公司重新定位“甲等金奖，大国品质”，持续拉高品牌价值；③内部运营上，2022 年公司出台股权激励方案，提振组织活力，激发员工动力。基于以上整合措施，2018-2023 年衡水老白干品牌定位逐步升级，中高端化趋势显著，低档酒/中档酒/高档酒收入 CAGR 分别为 -1.84%/7.94%/16.81%。

图 8：公司高/中/低档酒营业收入占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：公司高/中/低档酒营业收入同比增速

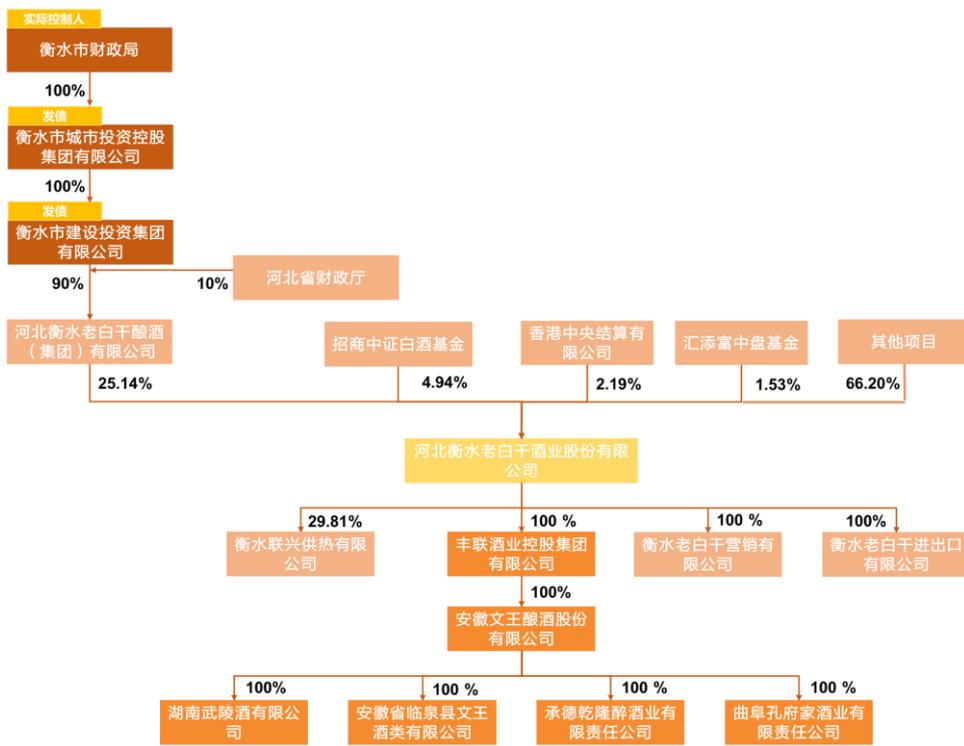


资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 股权结构：地方政府实际控制，股权激励提升活力

股权结构稳定清晰，并购丰联协同发展。截至 24Q2 末，公司实际控制人为衡水市财政局，河北衡水老白干酿酒（集团）有限公司为第一大股东，持股比例为 25.14%。2018 年公司并购丰联酒业，100%持股安徽文王酿酒股份有限公司及其旗下四家区域性酒企（湖南武陵酒业有限公司、安徽省临泉县文王酒类有限公司、承德乾隆醉酒业有限责任公司、曲阜孔府家酒业有限责任公司），实现以河北省为核心，多点跨区域覆盖的品牌布局。

图 10：老白干酒股权架构图



资料来源：Wind，天风证券研究所，注：数据截止至 2024Q2 末

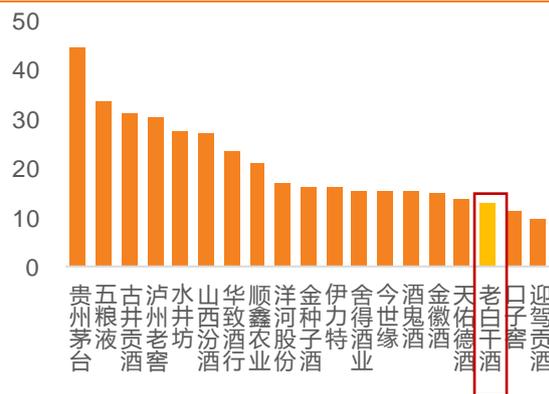
推行股权激励，激发经营活力。与业内竞争对手相比，公司人均薪酬处于较低水平，2023 年公司人均薪酬为 12.83 万元/年，公司内部激励不足，为了调动员工积极性，充分释放公司活力，2022 年公司发起股权激励计划，此次激励对象为包含董事、高级管理人员、下属子公司领导、总部及下属子公司核心员工在内的 209 人，授予数量为 1759 万股，授予价格为 10.34 元/股。股权激励绩效考核目标为 2022-2024 年每年净资产收益率不低于 10%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业平均业绩水平，主营业务收入占比不低于 95%，净利润较 2020 年复合增长率不低于 15%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业平均业绩水平。股权激励的推行有助于释放公司经营活力，或能推动公司业务增长。

图 11：2022 年激励对象名单

激励对象	所任职务	授予数量(万股)	占授予总量比例(%)	占股本总量的比例(%)
刘彦龙	董事长	30	1.71%	0.03%
王占刚	副董事长	30	1.71%	0.03%
赵旭东	总经理	30	1.71%	0.03%
张煜行	副董事长	27	1.53%	0.03%
李玉雷	副总经理	27	1.53%	0.03%
刘勇	董事、董事会秘书	27	1.53%	0.03%
郑宝洪	副总经理	27	1.53%	0.03%
吴东壮	财务总监	27	1.53%	0.03%
张春生	副总经理	27	1.53%	0.03%
其他核心管理、技术、销售人员(200人)		1507	85.67%	1.68%
合计(209人)		1759	100.00%	1.96%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：2023 年国内白酒企业人均薪酬(万元/年)



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 1：2022 年股权激励绩效考核目标

绩效考核目标年度	行权条件	可解除限售数量比例
第一个解除限售期	2022 年净资产收益率不低于 10%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业平均业绩水平； 2022 年净利润较 2020 年复合增长率不低于 15%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业平均业绩水平； 2022 年主营业务收入占比不低于 95%。	40%

第二个解除限售期	2023 年净资产收益率不低于 10%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业平均业绩水平； 2023 年净利润较 2020 年复合增长率不低于 15%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业平均业绩水平； 2023 年主营业务收入占比不低于 95%。	30%
第三个解除限售期	2024 年净资产收益率不低于 10%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业平均业绩水平； 2024 年净利润较 2020 年复合增长率不低于 15%，且不低于对标企业 75 分位值或同行业平均业绩水平； 2024 年主营业务收入占比不低于 95%。	30%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 主营业务：老白干夯实营收基础，武陵酒提升产品结构

五大品牌多元发展，大单品引领高端化之路。按事业部划分，老白干酒旗下拥有衡水老白干酒、承德乾隆醉板城烧锅酒、安徽文王贡酒、湖南武陵酒以及曲阜孔府家酒五大品牌，五类品牌均拥有独特的酿造工艺及酒质特点，为公司多元化布局发展提供了坚实基础；按价格带划分，老白干酒可划分为高档酒（100 元以上）、中档酒（40-100 元）和低档酒（40 元及其以下），其中高档酒包含甲等 20/15、1915 衡水老白干酒等战略大单品，引领老白干酒成功迈向高端化道路，据酒说，2022 年衡水老白干 1915 实现了规模化销售，在河北高端白酒市场仅次于茅台酒，在行业内具有先锋意义。

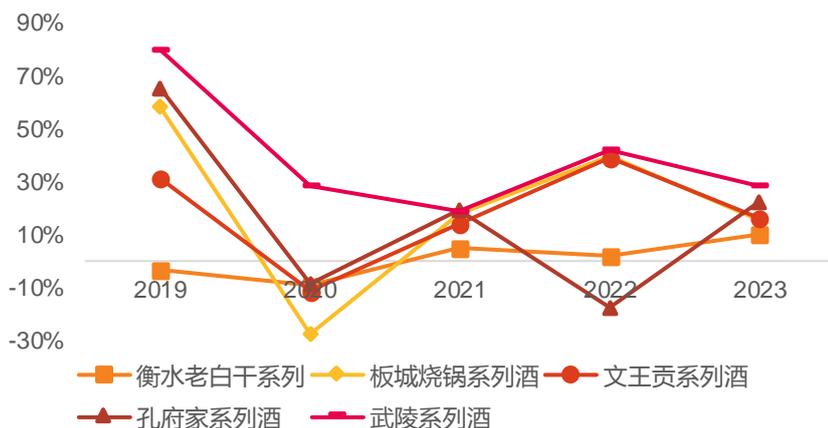
表 2：公司各价格带代表性单品

>100 元		40-100 元		<40 元	
产品	产品形象	产品	产品形象	产品	产品形象
1915 衡水老白干酒		十八酒坊（8 酒）		衡水老白干（55 度）	
十八酒坊（甲等 20）		十八酒坊（王牌酒）		十八酒坊（蓝钻 V6 酒）	
十八酒坊（甲等 15）		青花手酿		衡水老白干（小青花酒）	
衡水老白干（古法 20）		文王年年有余		板城 36° 精品蓝柔升级版	
武陵上酱、太平龙印升级版、文王皇宫宴、不惑、天命		文王樽系列、八年、六年、36° 孔府家酒·折桂		武陵小和酒、文王金方、文王铜方正一品、孔府家酒·彩陶版	

资料来源：公司公告，公司官网，正能量室公众号，京东商城，天风证券研究所

老白干牢据营收核心，武陵酒盈利能力突出。衡水老白干系列是公司主要营收来源，武陵酒主打高端，盈利能力最强。①从营收贡献的角度来看，衡水老白干系列是公司最主要的收入来源，2023 年衡水老白干系列营收为 23.55 亿元，占比为 46.95%，其他品牌在被并购后显现出良好的发展潜力，2023 年板城烧锅酒/武陵酒/文王贡酒/孔府家酒营收占比分别为 19.08%/19.51%/10.90%/3.57%，较 2018 年分别+5.67pcts/+13.56pcts/+3.18pcts/+0.59pcts。②从毛利贡献的角度来看，武陵酒的盈利能力遥遥领先于其他品牌，毛利率和毛利润占比均处于整体呈上升的态势，2023 年武陵酒毛利占比为 23.97%，毛利率为 80.90%，其他品牌毛利率处于 58%-75%区间内，在“十七大名酒”和“三大酱香名酒”之一的头衔加持下，武陵酒未来有望持续提升品牌价值，成为公司提高盈利的重要驱动力。

图 13：公司五大品牌营业收入同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 14: 公司五大品牌毛利比重

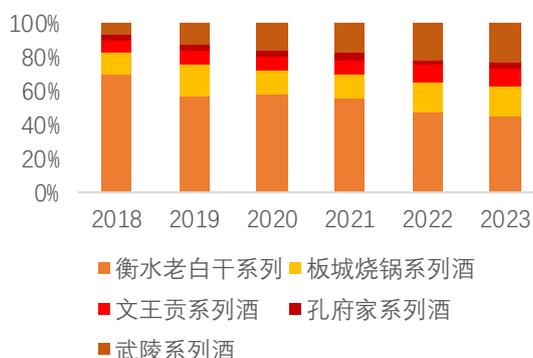
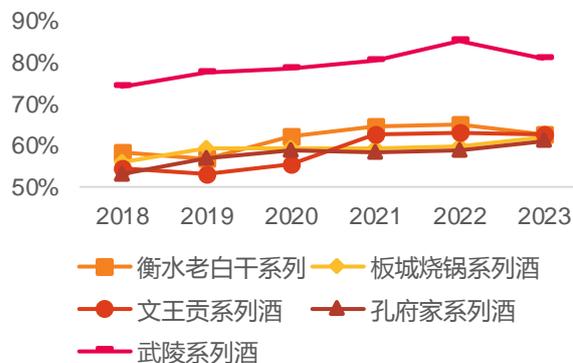


图 15: 公司五大品牌毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

资料来源：公司公告，天风证券研究所

高档酒量价齐升，产品结构显著升级。2018 年以来，公司陆续通过“喝老白干，不上头”的战略定位和“甲等金奖，大国品质”的品牌定位推动公司品牌走向高端化，①从生产角度看，为配合高端产品布局，高档酒产量占比持续提升。2018-2023 年低档酒/中档酒/高档酒产量年均复合增速分别为-4.50%/4.18%/6.52%，高档酒产量提升趋势显著；②从量价角度看，品牌效应有效推动吨价向上，具体看，2018-2023 年低档酒/中档酒/高档酒吨价年均复合增速分别为 5.25%/3.53%/7.73%；③综合来看，公司产品结构迎来全方位精简和升级，主要体现在低档酒主动减产，量减价升，中档酒量价稳定提升，高档酒量价呈高增态势，在产品结构向高端价格带迁移的带动下，未来公司盈利能力有望得到进一步突破。

图 16: 2018-2023 年低/中/高档酒产量 (万千升)

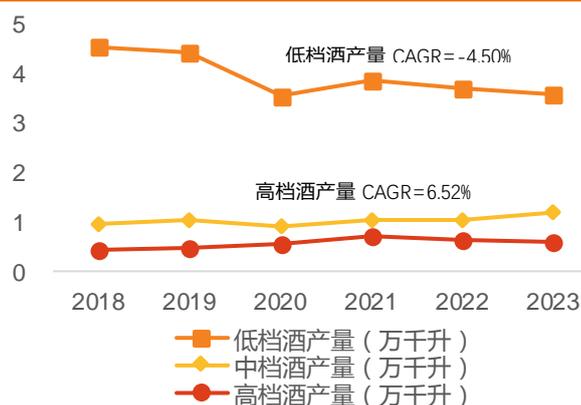


图 17: 2018-2023 年低/中/高档酒吨价 (万元/吨)



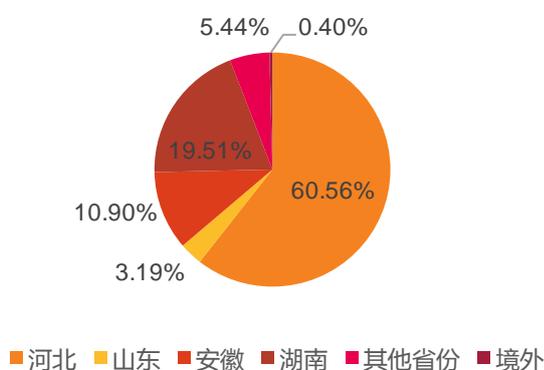
资料来源：公司公告，天风证券研究所

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.4. 渠道结构：五大品牌深耕区域市场，渠道网络优化成果显著

深耕河北核心市场，多品牌多区域开花。老白干酒旗下五大品牌布局多市场，其中河北仍为主销区，具体来看：①衡水老白干酒在华北地区具有较高的知名度和市占率，生产规模和销售收入在河北省白酒行业内处于领先地位；②乾隆醉板城烧锅酒作为北派浓香型白酒代表，在河北浓香型白酒市场中具有较高市场占有率；③文王贡酒主要发力安徽阜阳地区，是安徽白酒军团的六朵金花之一；④湖南武陵酒在茅台酒工艺基础上融入湖湘特色，形成了“名贵焦香”的独特口感，在湖南常德市场享有较高知名度；⑤孔府家酒则在山东曲阜具有较高的市场占有率。公司目前仍以河北为主力市场，湖南市场凭借武陵酒的优秀表现实现了较快增长，河北/安徽/湖南/山东 2023 年营业收入分别为 30.39/5.47/9.79/1.60 亿元，2018-2023 年营收年均复合增速分别为 4.30%/16.60%/37.98%/12.00%。

图 18：2023 年公司分区域营业收入占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 19：2019-2023 年公司各省份营收同比增速



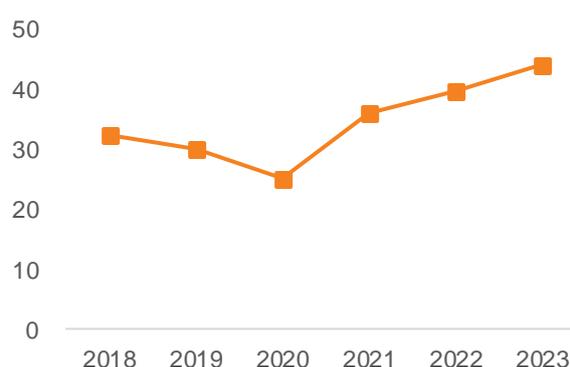
资料来源：公司公告，天风证券研究所

渠道网络持续优化，渠道质量持续提升。公司销售模式以经销为主，2023 年批发代理和直销(含团购)营收占比分别为 93.27%/6.73%。①从经销商数量看，2021 年经销商数量缩减，主要系公司进一步优化营销网络布局，加强对经销商的管理和考核，与实力雄厚的经销商持续合作，对不满足业绩考核条件的经销商终止合作，②从经销商质量看，2021 年单个经销商营收为 35.96 万元/个，同比增长 43.71%，渠道运营效益得以大幅提升。③从经销商区域分布来看，湖南经销商数量较多，主因是武陵酒采用直达终端的短链销售模式，没有中间经销商进行分销，公司直接面向终端代理商、大客户、电商等。

图 20：公司经销商总数量(个)



图 21：公司单个经销商营收(万元/个)



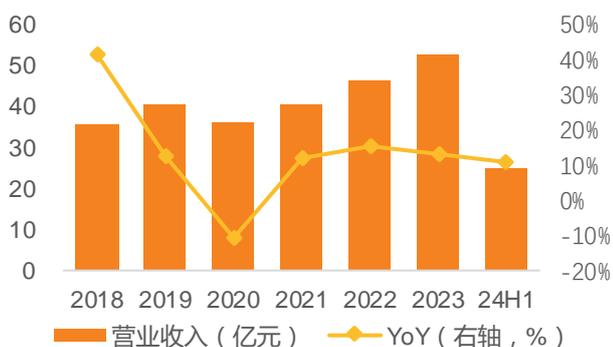
资料来源：公司公告，天风证券研究所

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.5. 财务分析：盈利能力有望提升，高合同负债蓄力未来增长

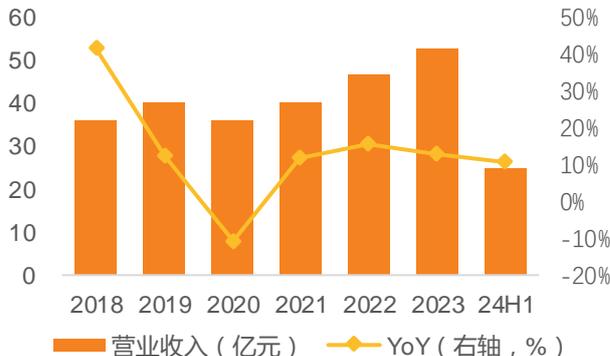
疫情影响下收入端表现平稳，利润端波动明显。营业收入整体保持稳定增长，2018 年公司收购丰联酒业，营收和归母净利润分别增长 41.34%和 114.26%；2020 年受疫情因素影响，公司业绩表现出现负向波动；2021 年调整回正；2023-2024H1 公司整体盈利能力波动幅度较大，2023 年归母净利润同比减少 5.89%，主要系 2022Q1 政策性拆迁形成资产处置收益 2.44 亿元使 2022 年利润端形成高基数，2024H1 归母净利润同比增长 40.25%。

图 22：2018-2024H1 公司营业收入（亿元）及其同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

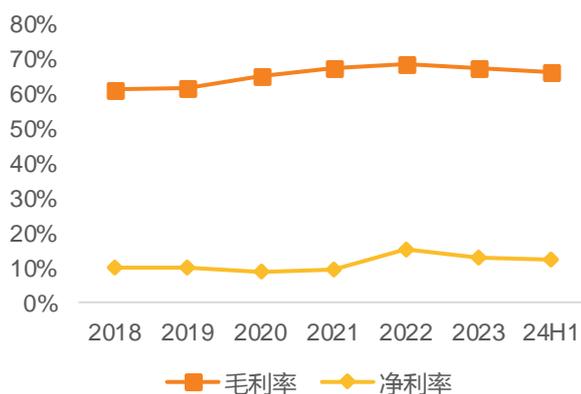
图 23：2018-2024H1 公司归母净利润（亿元）及其同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

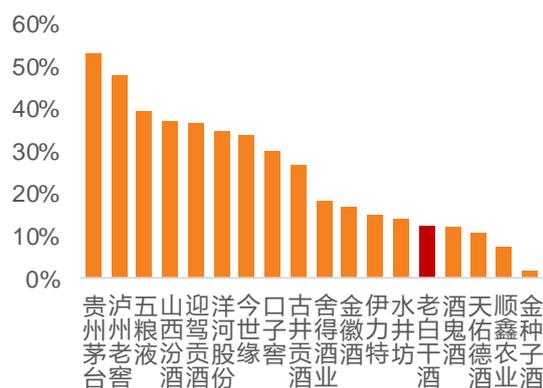
盈利能力呈改善趋势，仍具较大利润增厚空间。随着高端酒系列的投入加大，毛利率较高的武陵酒系列逐渐放量。纵向对比来看，公司毛利率及净利率呈提升态势，2023 年公司毛利率/净利率分别为 67.15%/12.67%，较 2018 年分别+6.00pcts/+2.89pcts；横向对比来看，公司净利率在同行业可比公司中仍处于末位，2024H1 公司净利率为 12.32%，在 18 家上市白酒公司中位列倒数第五，主要系公司注重营销推广和渠道拓展，销售费用率持续高企（2024H1 公司销售费用率为 26.83%，在 18 家上市白酒公司中位列第三），但随着前期营销投放成果显现，销售费用率已逐渐开始显示收缩态势。在产品结构高端化、费用率持续优化、合同负债蓄水池表现亮眼等情况下，我们预计公司利润端具备强弹性。

图 24：2018-2024H1 公司销售毛利率及净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

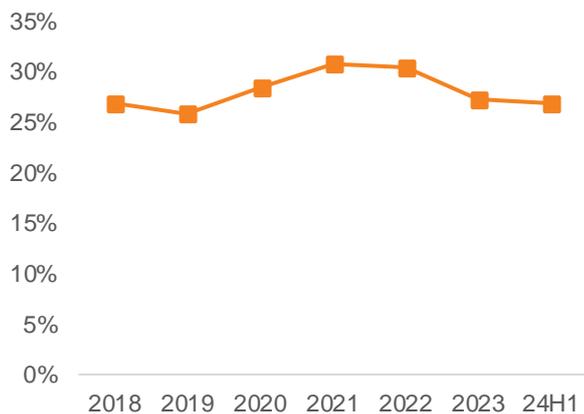
图 25：2024H1 十八家白酒企业净利率排行榜



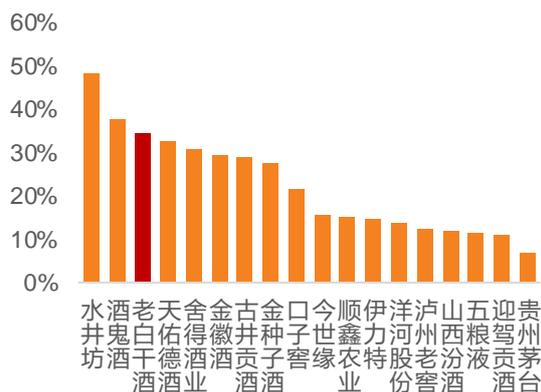
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：2018-2024H1 公司销售费用率

图 27：2024H1 十八家白酒企业销售费用率排行榜



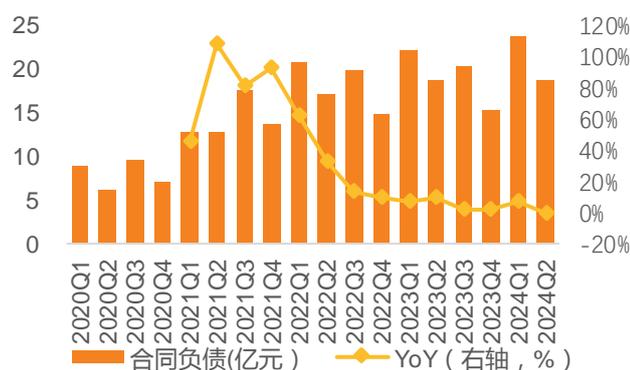
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

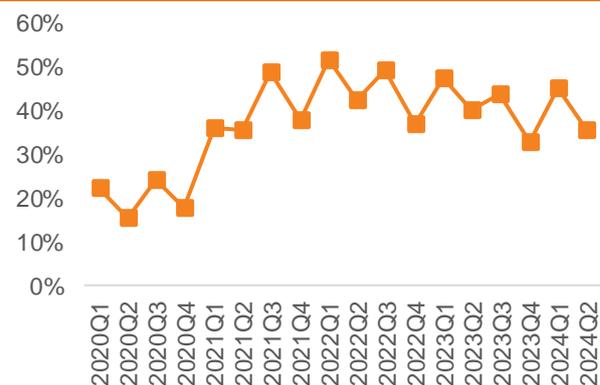
合同负债表现亮眼，业绩增长潜力较大。合同负债即会计准则调整之前的预收款，白酒企业一般采用先款后货模式，厂商发货前经销商所打款项都计入合同负债，因此合同负债越高，或显示产品动销情况越好，渠道经销商对品牌的信心越充足。24Q2 公司合同负债为 18.62 亿元，同比增长-0.53%，24Q2 公司合同负债占 2023 年营收比重高达 35.42%，主要系公司采取积极的销售政策调动了经销商的积极性，公司收入蓄水池实力深厚，未来业绩释放弹性充足。

图 28：2020Q1-2024Q2 公司合同负债（亿元）及同比增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 29：2020Q1-2024Q2 公司合同负债/上一年全年营业收入



资料来源: Wind, 天风证券研究所

2. 衡水老白干酒：深耕河北市场，独特香型稳固市场地位

2.1. 河北省：市场规模超 300 亿元，竞争激烈程度加剧

经济发展稳中向好，消费力仍有提升空间。河北省环抱首都北京市，东与天津市毗连并紧傍渤海，东南部、南部衔山东省、河南省，西倚太行山与山西为邻，西北部、北部与内蒙古自治区交界，东北部与辽宁省接壤，总面积 18.88 万平方千米，下辖 11 个地级市。①从 GDP 总量及增速角度看，2023 年河北省实现 GDP 总量 4.39 万亿元，处于全国中上水平，同比增长 5.50%。②从主要支撑产业看，2023 年河北省服务业整体稳定恢复，住宿和餐饮业增加值增长 16.70%，呈加速恢复态势。③从人口数量看，2023 年末全省常住人口 7393 万人，比上年末减少 27 万人。④从人均可支配收入看，2023 年全省居民人均可支配收入 16006 元，在全国处于中游水平。总体看：河北省人口基数大，人均可支配收入仍有提升空间，23 年经济增速稳步回升，住宿和餐饮业修复情况向好，整体消费力仍有提升空间。

图 30：2010-2023 河北省 GDP 总量及增速（万亿元）

图 31：2023 年各省人均可支配收入（万元/人）

表 3：河北省白酒市场分价位

价格区间	省内品牌	省外品牌
800 元以上	老白干 1915, 山庄皇家窖藏 20, 丛台窖龄原浆 30	茅台, 五粮液, 国窖 1573, 剑南春
300-800 元	老白干古法 15/20/30, 十八酒坊 20, 山庄皇家窖藏 16, 丛台窖龄原浆 20	水晶剑, 郎酒, 水井坊, 沱牌舍得, 汾酒, 习酒
100-300 元	老白干青花系列, 老白干古法 5/8, 十八酒坊醇柔 8, 十八酒坊陶藏 10, 板城 6/9 号, 山庄皇家窖藏 9/10, 丛台窖龄原浆 9/贞元系列	金六福, 洋河海之蓝, 古井贡酒年份原浆幸福版, 口子窖, 五粮醇, 泸州老窖特曲
50-100 元	丛台陶坛系列, 山庄老酒系列, 老白干小青花, 板城福至 41 度, 十八酒坊蓝钻	汾阳王时间陈酿, 大师鉴酒
50 元以下	泥坑纯酿/蓝瓶, 小刀原浆, 丛台白瓷, 山庄大青花 42 度	洋河普曲/蓝优, 老村长, 龙江花园, 牛栏山, 山庄 1 号/9 号, 红星, 玻汾

资料来源：乐酒圈公众号，天风证券研究所

2.2. 老白干+十八酒坊双轮驱动，盈利有望更进一阶

独特酿造工艺创复合香，老白干香型备受青睐。衡水老白干香型白酒，以其独创的酿造工艺和独特的复合香，成为中国酒文化的杰出代表。传统固态法发酵、蒸馏、贮存和勾兑工艺使得这款白酒具有醇香清雅、酒体谐调、甘冽醇厚、回味悠长等主要特征。在品味感受上，衡水老白干香型白酒高雅而不浓烈，低调却不显淡薄，令人饮后感到舒适，不易醉醺。衡水老白干的匠心传承体现在其核心的地缸发酵技术上，这种发酵工艺可以有效地隔绝杂质及有害微生物污染，所以老白干香型白酒的杂醇油含量低于酱香、浓香等其他香型，更低于原国家标准的 1/4(不到酱香酒的一半)。因其卓越品质，衡水老白干香型白酒荣获了众多荣誉，包括中华老字号、中国白酒老白干香型代表、国家级非物质文化遗产等。在中国酒文化中，衡水老白干以其独特的口感和香气，成为广大爱酒人士青睐的佳酿，充分展现了其在酒界的独特地位和影响力。

公司采取老白干和十八酒坊双品牌策略，重点布局中高价位带。

1) **老白干系列重点发力河北省内市场，产品矩阵覆盖全价格带。**针对各消费阶层人群，老白干系列酒在各价位带都有对应产品，在河北省内实现全矩阵布局，具体看：①250 元以下产品：推出光瓶酒冰峰和冰川，意在吸引年轻的消费群体；推出大青花、中国红满足大众聚饮需求；②250-600 元产品：推出红五星、古法 20；③600 元以上高端产品：发力 1915、古法 30。

2) **十八酒坊系列运作市场与老白干系列形成互补，推出更多价格带产品。**①250 元以下产品：蓝钻、醇柔系列，在大众价格带推出更多产品；②250-600 元产品：甲等 15、陶藏 12，为商务用酒提供更多选项；③600 元以上高端产品：推出甲等 20。

3) **积极打造三大单品：1915、甲等 15、甲等 20。**衡水老白干 1915 为衡水老白干主推的高端产品，作为承载品牌意义的明星单品，近年来增长迅猛，2020 年衡水老白干 1915 出库同比增长超 90%。公司预计 1915 将在 2024 年突破 10 亿元关口。我们认为 1915 是冀酒开拓高端酒市场的成功尝试，也是公司进一步提升产品结构策略中的重要一环。十八酒坊甲等 15、甲等 20 则是老白干 300-1000 元价格带的重要单品，为次高端商务用酒。随

着大众消费持续升级，高端价格带上涨为次高端打开价格空间，甲等 15，甲等 20 亦将有望实现放量。

图 34：衡水老白干系列产品矩阵

衡水老白干						十八酒坊					
系列	产品名称	度数	规格	价格	产品展示	系列	产品名称	度数	规格	价格	产品展示
冰系列	冰川	46度	750ml	399元/6瓶		醇柔系列	醇柔8	39度	480ml	520元/4瓶	
	冰峰	67度	750ml	449元（两瓶）			醇柔9	52度	480ml	832元/6瓶	
青花系列	小青花	41度	500ml	79元		陶藏系列	陶藏10	38.8度	480ml	189元	
	大青花	40度	500ml	99元			陶藏12	39度	480ml	328元	
中国红	中国红	67度	500ml	229元		蓝钻	蓝钻v6	40度	480ml	89元	
红五星	红五星	39度	500ml	275元		甲等系列	甲等15	39度	480ml	379元	
	红五星	67度	500ml	389元			甲等20	39度	480ml	799元	
古法系列	古法8	52度	500ml	359元							
	古法15	52度	500ml	499元							
	古法20	39/52/67度	500ml	589/789/839元							
	古法30	39度	500ml	799元							
1915	1915	39度	500ml	1688元							
	1915	53.9度	500ml	2488元							
	1915	67度	500ml	3288元							

资料来源：京东商城，淘宝网，公司官网，天风证券研究所 备注价格仅供参考，查询日期：2024年5月10日

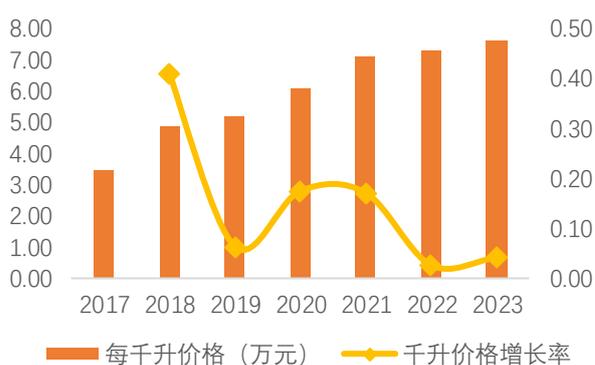
产品结构持续优化，吨价逐步提升。2015-2016 年衡水老白干实行以价换量策略，吨价下滑至 2016 年的 2.88 万元。2017 年公司对产品结构进行升级，把握次高端发展趋势。老白干系列酒吨价自 2017 年后逐年增长，由 2017 年的 3.45 万元增长至 2023 年的 7.60 万元，CAGR 为 14.09%；与此同时，销量仅由 2017 年的 3.97 万吨下降至 2023 年的 3.10 万吨，CAGR 仅为 -4.05%。受益于聚焦中高端策略的实施，衡水老白干酒收入结构得到改善，毛利率从 2018 年的 58.45% 提升至 2023 年的 62.44%。

图 35：2017-2023 年衡水老白干系列酒销量及销量变化幅度

图 36：2017-2023 衡水老白干系列酒吨价及吨价变化幅度



资料来源：公司年报，天风证券研究所



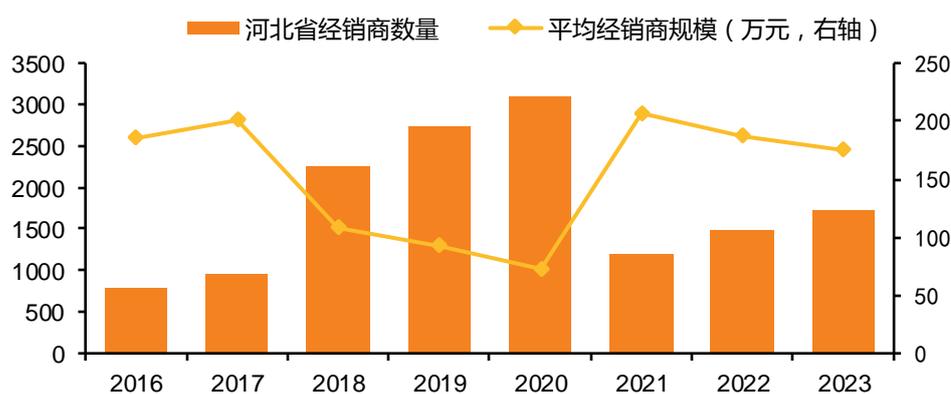
资料来源：公司年报，天风证券研究所

2.3. 经销商减量提质，营销转型谋发展

搭建信息化管理平台，有力提振运营效率。公司销售模式以经销商为主，为提升公司的销售管理水平，公司建立了经销商信息化系统管理平台，有效实现渠道掌控和精细化营销导入，提高了终端服务水平和市场反馈速度。

1) **践行“烟酒店盘中盘”联营模式，优化营销网络布局。**衡水老白干在河北省内重点区域实行“烟酒店盘中盘”的联营模式，即对核心烟酒店实行一店一策限区销售，将其作为酒店运作，对团购资源深度挖掘，提供利润保障和完善服务。2021年公司为进一步优化营销网络布局，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，河北省经销商数量由2020年的3091家大幅削减至2021年的1206家。质量上来看，平均经销商规模由2020年的72.73万元大幅提升至2021年的206.76万元。

图 37：2016-2023 年经销商数量及平均经销商规模



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2) **成立三大事业部，实现精细化经营。**2012年，老白干通过精细划分组织架构，建立不同价位产品分事业部运作的商业模式：老白干酒针对不同的消费场景分别成立高端酒事业部、十八酒坊事业部、大众酒事业部进行差异化运营。2017年，老白干事业部一分为二：衡水老白干高中低系列产品、老白干青花全部并到老白干事业部的同时，十八酒坊事业部独立正常运作。在营销渠道建设上，老白干坚持聚焦策略，聚焦资源投向高端及次高端产品，聚焦渠道建设，深入开展“名酒进名企”活动稳固消费者群体。从2019年开始，衡水老白干销售从渠道运营逐渐向消费者运营（从B到C）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，强化品牌与用户之间的互动交流以增加客户粘性。

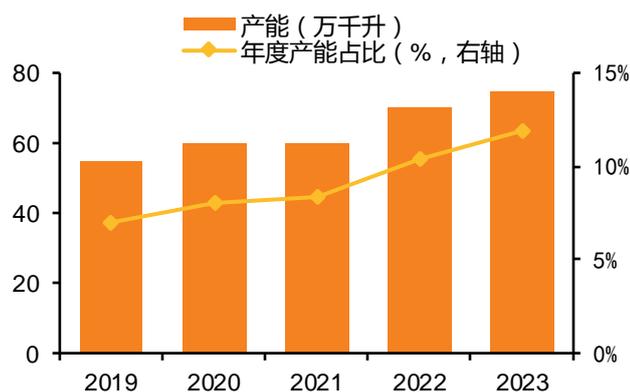
3. 武陵酒：渠道变革提掌控力，全省化进程积极推进中

3.1. 湖南市场空间广阔，“武陵香”独树一帜

三大酱香名酒之一，风味独特。湖南武陵酒所在地位于北纬 28° 中国酱酒的黄金区域常德——江南著名的“鱼米之乡”。武陵酒为酱香型白酒，以高粱为原料，用“7 次取酒、8 次发酵、9 次蒸煮”的传统酱香酒工艺，高温堆积、高温发酵、高温馏酒、生产周期长、储存时间长，窖池由当地红砂石砌成，武陵酒有“酒液色泽微黄、酱香突出、幽雅细腻、口味醇厚而爽冽、后味干净而余味绵绵、饮后空杯留香”的优雅酱香特点，回味悠长，醇正绵甜，诸味协调。武陵酒在 1981 年全国白酒质量现场会和 1989 年第五届全国评酒会中均获得优异的成绩，力压茅台并跻身全国十七大名酒，也成为三大酱香名酒“茅武郎”之一。

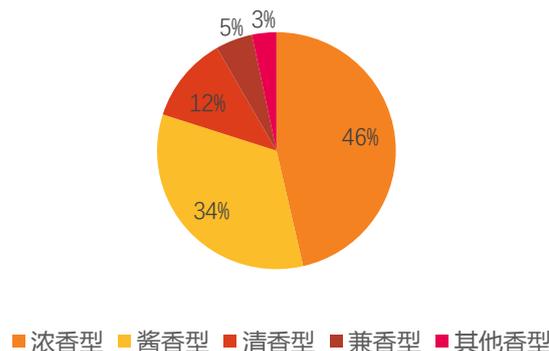
酱酒行业仍处于成长期，份额有望超 50%。2019-2023 年酱酒行业的销售收入 CAGR 为 14.25%，大幅快于行业平均增速，2023 年酱酒规模达到 2300 亿元。酱酒产业仍然处于成长期，未达到饱和状态，整体产业规模或有翻倍空间，份额有望占据整个白酒市场规模的 50%以上。

图 38：2019~2023 年酱酒产能及占白酒产能比例



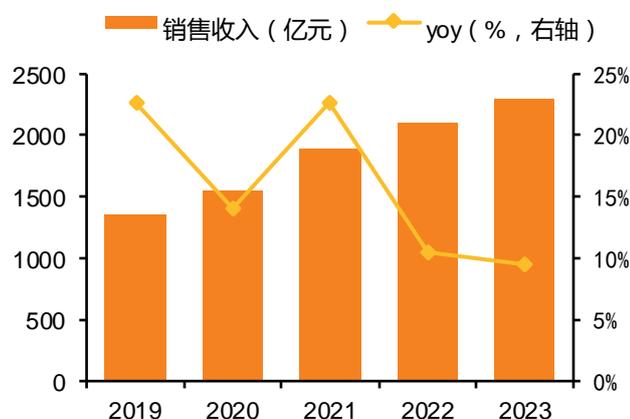
资料来源：权图酱酒工作室、酒业家公众号，天风证券研究所

图 39：2022 年中国白酒消费趋势



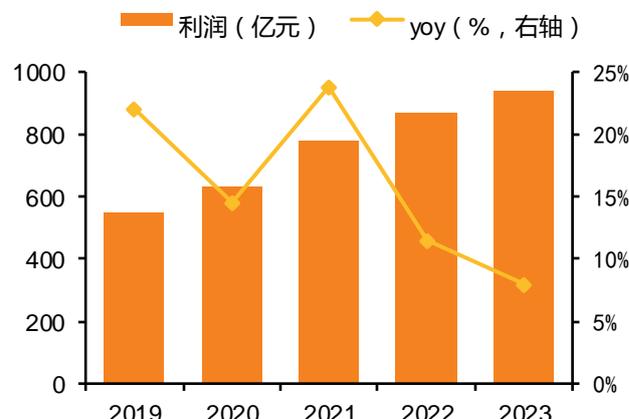
资料来源：酒业家公众号，天风证券研究所

图 40：2019~2023 年酱酒行业销售收入情况



资料来源：权图酱酒工作室、酒业家公众号，天风证券研究所

图 41：2019~2023 年酱酒行业利润情况



资料来源：权图酱酒工作室、酒业家公众号，天风证券研究所

湖南白酒市场广阔，武陵酒市占率有望持续提升。①市场规模来看，湖南省白酒市场规模达到 280 亿元左右，其中酱香型白酒约 70 亿元。②市占率来看，武陵酒在湖南酱酒市场

的份额为 12%，仅次于茅台、郎酒。③政府层面来看，湖南省政府在加大力度支持湘酒产业的发展：争取到 2025 年将湘酒打造成年销售额突破 500 亿元的产业；以区域集群为中心，建立优质白酒原酒生产基地，不断做大总量，提升质量；做强品牌，重点打造酒鬼、湘窖、武陵、德山、雁峰、天之衡等白酒品牌，包括酱酒品牌。我们预计随着武陵酱酒工业园扩建、湘窖二期扩建等重点项目的推进实施，湖南白酒特别是酱酒或将得到快速发展。在湖南酱酒振兴过程中，武陵酒作为湖南省著名酱酒品牌或将持续受益，市占率有望持续提升。

3.2. 六度易主迎转机，产品结构逐步优化

曾三胜茅台，六度易主终迎复兴。1972 年武陵酒灵魂工匠鲍沛生在师法传统酱香白酒酿造工艺的基础上，自主创新酿造出独具“名贵焦香、纯净柔和、体感轻松、健康优雅”风格的酱香武陵酒。1981 年武陵酒在全国评酒会上以高出茅台酒 0.54 分的成绩当选第一，历史上首次胜过茅台；1989 年武陵酒在第五届国家白酒质量评选会上再胜茅台，一跃成为中国十七大名酒之一，与茅台、郎酒并称为中国酱酒三杰；2015 年武陵酒在万人盲测白酒酒质活动中以 61% 的认可率第三次胜过茅台。历史底蕴和名酒称号并没有如愿壮大武陵酒品牌，多次易主改制使武陵酒经营遭遇困难。2017 年被衡水老白干收购后（第六次易主），武陵酒进入稳定发展阶段，复兴机遇良多。

图 42：武陵酒六易其主

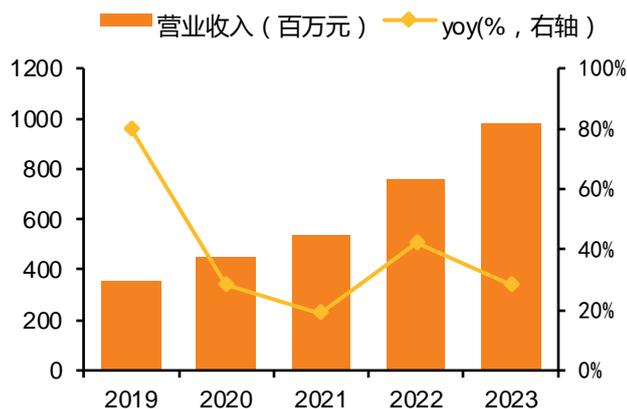


资料来源：云酒头条公众号、消费评论网公众号，天风证券研究所

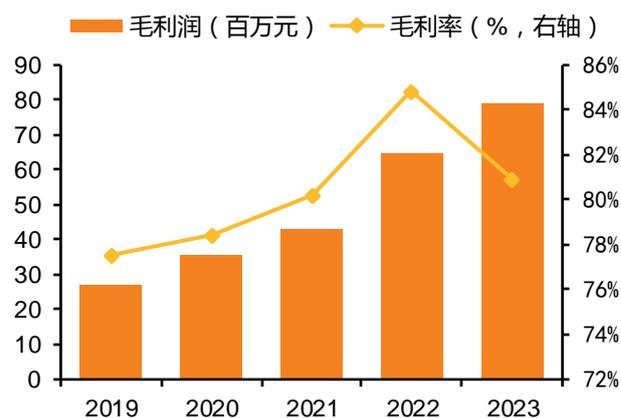
品牌力推动结构上行，盈利能力表现亮眼。2023 年武陵酒收入规模达到 9.79 亿元，同比增速 28.19%，在强有力的产品线支撑下毛利率达 80.91%且不断攀升，在老白干酒麾下品牌中表现亮眼。**产品结构来看**，武陵酒产品收入主要来源于次高端及以上产品，其中千元以上产品收入占比达 70%，2000 元以上产品贡献超 30% 的收入（2022 年数据）。**动销来看**，市场售价 2000 元以上的武陵“上酱”、1000 元以上的“武陵王”，在湖南及省外市场，均保持着很高的销售比和动销率。

图 43：2019~2023 年武陵酒营收规模及增速

图 44：2019~2023 年武陵酒毛利及毛利率



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 4: 武陵酒产品结构

系列	市场定位	产品名称	价格 (元)
酱系列	高端礼赠、商务宴请 (次高端至超高端)	武陵元帅	9980
		五星上酱	6880
		武陵上酱	2680
		武陵王	1680
		武陵中酱	880
		武陵少酱	680
		武陵一号	2180
极客系列	政商务需求 (个性化定制系列产品, 高端价格带为主)	极客匠人匠心	4299
		极客琥珀 1000	2199
		极客琥珀 509	1099
		30周年纪念版	599
飘香系列	大众宴席 (中端产品)	尊享版	268
		经典版	188
		金洞庭	238
洞庭系列 (浓香型)	婚宴、交际、聚会等 (中端价格带)	红钻	188
		蓝钻	188

资料来源: 公司官网、天风证券研究所 备注: 价格仅供参考

3.3. 产能加速扩张, “酱酒黑马” 蓄势待发

酱酒产能加速释放, 强品牌力酱酒将进入产能比拼阶段。近年来随着酱酒热度兴起, 酱酒产能整体加速释放, 行业内呈现出供大于求的局面。然而随着消费升级趋势的延续, 优质品牌酱酒依旧供不应求, 我们认为强品牌力酱酒后续或将通过提升产能来抢占市场份额。

产能加速扩张, 蓄势待发。截至 2018 年末武陵酒原浆产能 600 多吨, 产能受到较大限制。公司于 2020 年 5 月开启武陵酒技改项目, 分为一期/二期工程, 分别建设 3600/3000 吨基酒产能。2021 年 9 月一期一标投料生产, 截止 2021 年末武陵酒基酒产能合计达到 2100 千升。随着一期二标项目完成并于 22 年 9 月正式投产, 22 年末武陵酒基酒产能合计达到 5000 吨。

表 5: 武陵酒基酒产能建设计划 (吨/年)

产品系列	一期	二期	合计
武陵王系列	900	800	1700
极客武陵系列	1800	1400	3200
武陵三酱系列	900	800	1700
合计	3600	3000	6600

资料来源: 《湖南武陵酒提质改造项目环境影响报告书》, 天风证券研究所

表 6：新厂区建成对武陵酒的含义

新厂区建成后的优势

竞争优势	新产区的建设有望奠定武陵酒重回“茅武郎”三大酱酒中国名酒的历史地位。
规模优势	新产区 5000 吨产能的投产，将使武陵酒突破产能束缚，产量与销量都有望达到新的高度。
全国优势	新产区的建设为武陵酒立足常德之后，走向湖南，走向全国打下坚实基础。
品质优势	新产区的投产，给武陵带来更大的品质优势，让武陵酒在高端酱酒市场的竞争中更有底气。

资料来源：徽酒公众号，天风证券研究所

3.4. 打破既有利益格局，渠道变革求转变

从以经销商为主的“长链模式”变革为直面终端的“短链模式”。酱香型白酒传统渠道模式同质化严重，存在渠道压货、供求关系扭曲等问题，导致企业推出的产品常常持续性较差，而武陵酒通过“短链模式”直控终端，大力提升面向需求端的有效供给能力，以实现高精细化、高效率的渠道管理。2015 年浦文立从联想主动请缨接棒武陵总经理，闭门三个月整顿，并提出了去中间化的“短链模式”以建立面向终端的直控运营体系。具体操作来看，公司放弃传统经销商，直接面对消费终端的方式，让企业理念、推广政策、市场费用、产品信息准确、及时传达到终端。这种用户导向、行动、科学试错、单点突破、快速迭代的“精益创业方法论”，在武陵酒厂得到成功应用，最终形成了以短链模式为支撑，产品营销“双战略”的布局。

引入“14769”运营体系，赋能终端合作伙伴。武陵酒在面向用户的终端店主身上下功夫，使其职能升级到用户教育、品牌建设上来：在前期通过渠道短链化降本增效的基础上，武陵酒利用终端烟酒店主对用户需求的了解度，通过引入“14769”运营体系（1 个理念、4 个前提条件、7 个系统、6 个部门、9 个步骤），赋能线和控制线有效化解了终端“不敢卖”、“不愿卖”、“不会卖”的问题，让终端烟酒店成为品牌塑造、需求强化的桥头堡。在“14769”体系的推动下，武陵根据规模、能力大小将 900 家左右终端分为盟主、担当联盟、普通成员三个类别，这些终端贡献了公司约 75%的销量，仅盟主和担当联盟就贡献了超过 60%的销量。此外，武陵酒在终端店的基础上，升级并形成了“新经销”和“友享荟”两个新模式，将多年来自身的总结沉淀，全面赋能给合作伙伴。

图 45：武陵酒渠道运营体系升级：“14769”体系



资料来源：酒业家公众号，天风证券研究所

表 7：武陵两种新模式

新模式	面向对象	运作范式	成果
新经销	核心终端店中的合作伙伴	将武陵终端直达业务模式复制给“新经销”伙伴	协助伙伴的生意从百万级别进入到千万级别
友享荟	具有人脉资源的行业伙伴	协助构建卖酒方案、用户教育方案、组织体系构建	第一家合作伙伴销量在一年内达到 3000 万规模

资料来源：酒业家公众号，天风证券研究所

3.5. 尝试省外招商，有望打造第二增长曲线

扶持优质终端，省外扩张尝试推进。武陵酒在“唯变不变，远方不远”担当联盟大会中提出追求确定性、长期主义、寻找第二增长曲线的策略，明确进行全省化布局。2023 年以来，公司在不断巩固湖南市场的基础上，先后稳步开拓了广东、福建和河南等其他省外市场，发展形势良好，有序向省外扩张。我们认为在酱酒行业分化、集中度迅速提升的过程中，武陵酒全国范围内拓宽渠道将有益于份额提升。

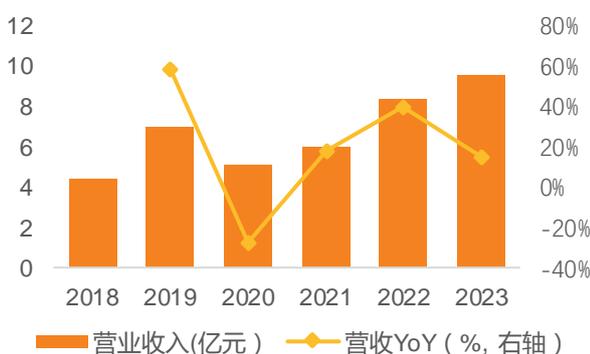
灵敏洞察市场供需，严格把控终端以实现价格坚挺。目前市场上包括部分知名品牌在内的酱酒产品价格倒挂十分普遍，但武陵酒始终是终端门店的利润压舱石。针对酱酒供需失衡，武陵酒坚持控量保价，并通过回购产品的方式挺价，以保障武陵酒的品牌价值。同时，在市场管理方面，武陵酒对低价出货的源头进行核查，予以严肃处理，保证了市场秩序。

4. 其他品牌：五花齐放协同升级，区域市场多点发力

4.1. 板城烧锅酒：品牌定位升级，深耕河北市场

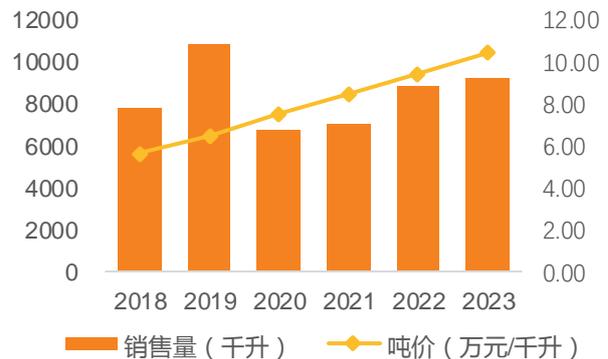
板城烧锅酒历史悠久，业绩稳健增长。板城烧锅酒发源自乾隆年间河北承德板城的庆元亨酒坊，采用传统的五甑酿造技术，具有酒体纯正、窖香浓郁的特点。2018-2023 年板城烧锅酒的收入规模从 4.40 亿元增长至 9.57 亿元，CAGR 达到 16.80%，2023 年毛利率达到 61.84%，较 2018 年+5.94pcts。分量价来看，2018-2023 年销售规模从 7799.95 千升增长至 9206.89 千升，CAGR 为 3.36%；吨价从 5.64 万元/千升提升至 10.40 万元/千升，CAGR 为 13.00%。

图 46：2018-2023 年板城烧锅酒营业收入（亿元）及其同比增速



资料来源：公司年报，同花顺 iFinD，天风证券研究所

图 47：2018-2023 年板城烧锅酒销量（千升）及吨价（万元/千升）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

以省内为主要市场，与衡水老白干发挥协同效应。板城烧锅酒以河北省为主要销售市场，以石家庄作为试点，分为中南北三区，坚持渠道扁平化。板城烧锅酒与衡水老白干结合“板城冀北-老白干冀南”的地域优势，实现省内销售全覆盖；结合“板城北派浓香型-衡水老白干香型”的品牌特点，实现香型互补，满足多元要求。

产品持续推新，四大系列覆盖全价格带。板城烧锅酒目前拥有龙印、和顺、窖号和蓝柔四大系列。龙印系列价格带区间为 598 元到 3999 元，主攻高端市场，龙印 50（定价 3999 元）持续提高产品单价，强化市场定位。和顺系列价格带区间为 168 元到 328 元，2018 年顺应消费升级推出和顺 1956（定价 328 元），布局次高端市场。窖号系列价格带区间为 118 元到 268 元，巩固中端市场。蓝柔系列定价在百元以下，满足大众的基础消费需求。

表 8：板城烧锅酒产品系列

系列名称	市场定位	产品	售价	酒精度数	规格（毫升）	产品图片
------	------	----	----	------	--------	------

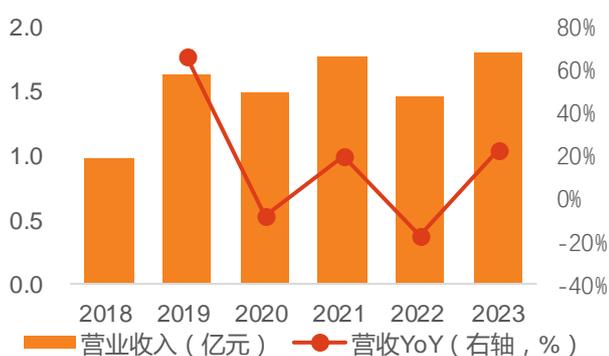
				(元)	(度)	
龙印系列	高端	龙印 50	3999	53	500	
		金奖龙印	1898	52	500	
		盛世龙印	998	39	500	
		太平龙印	598	39	500	
和顺系列	次高端	板城和顺 1956	328	39	450	
		板城和顺 1975+	188	38.5	500	
		板城和顺 1975	168	38	450	
窖号系列	大众	壹号窖	268	38	500	
		贰号窖	188	38	500	
		叁号窖	118	38	500	
蓝柔系列	低端	板城蓝柔	78	36	450	

资料来源：板城酒业公司官网，天风证券研究所，备注：价格仅供参考（截至 2024 年 8 月）

4.2. 孔府家酒：聚焦曲阜市场，产品结构清晰上行

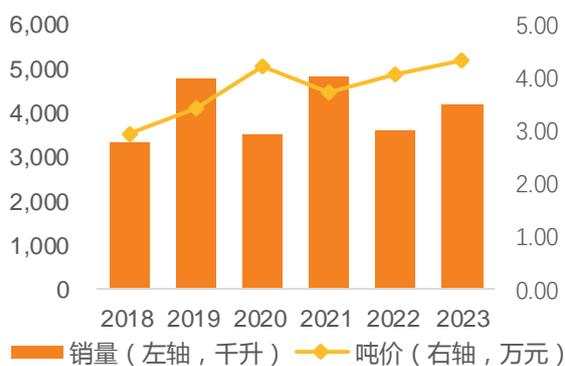
盈利能力持续稳步增长，吨价销量波动上行。2018-2023 年孔府家酒营收由 0.98 亿元增至 1.79 亿元，CAGR 为 12.83%，毛利率由 53.06% 增至 60.73%，提升 7.67pcts，盈利能力实现较大幅度改善。拆分量价来看，2018-2023 年孔府家酒的吨价由 2.93 万元/千升增至 4.31 万元/千升，CAGR 为 8.00%，销量由 3338 千升增至 4159 千升，CAGR 为 4.50%，孔府家酒的收入提升由销量增长和吨价提振共同拉动，其中吨价提振发挥的作用更大。

图 48：2018-2023 年孔府家酒营业收入（亿元）及其同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 49：2018-2023 年孔府家酒销量（千升）及吨价（万元/千升）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

秉承“质量为本，品高为范”理念，持续优化产品结构。曲阜孔府家酒传承孔府私家酒坊传统纯粮固态发酵工艺，经人工增殖的老窖长期发酵、量质摘酒、分级贮存、精心勾储等工序酿制而成。一方面，孔府家酒根据市场需求，通过工艺优化升级和酒体创新，不断提升产品品质；另一方面，孔府家酒聚焦核心产品，不断优化产品体系，形成“国、朋、德、府、陶”五大系列的产品矩阵，其中国礼系列明确高端定位，朋系列布局中高端市场，陶、府系列覆盖百元左右价位带。

表 9：孔府家酒产品系列

系列	产品	度数 (度)	规格	售价 (元)	图片	系列	产品	度数	规格	售价 (元)	图片
龙印系列	龙印 50	53		3999		龙印系列	金奖龙印	52		1898	
龙印系列	盛世龙印	39		998		龙印系列	太平龙印	39		598	
和顺系列	板城和顺 1956	39		328		和顺系列	板城和顺 1975+	38.5		188	
和顺系列	板城和顺 1975	38		168		窖号系列	壹号窖	38		268	
窖号系列	贰号窖	38		188		窖号系列	叁号窖	38		118	
蓝柔系列	板城蓝柔	36		78							

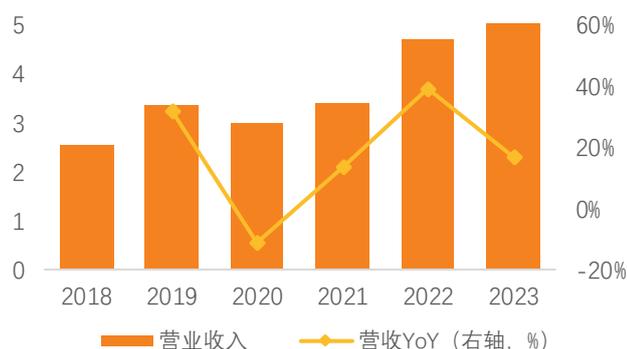
国系列	中国礼	52	1000ml	2399		陶系列	亦陶 6	52	500ml	69	
德系列	折桂	36	475ml	118		朋自远方 15	52	500ml	518		
府系列	府藏八	52	475ml	128		朋自远方 9	52	500ml	329		
	府藏六	36	475ml	98		朋自远方 6	52	500ml	255		
弘毅系列	子约弘毅 8	52	500ml	109							

资料来源：京东，公司官网，天风证券研究所 备注：价格仅供参考

4.3. 文王贡酒：打造差异化产品，稳步拓展安徽市场

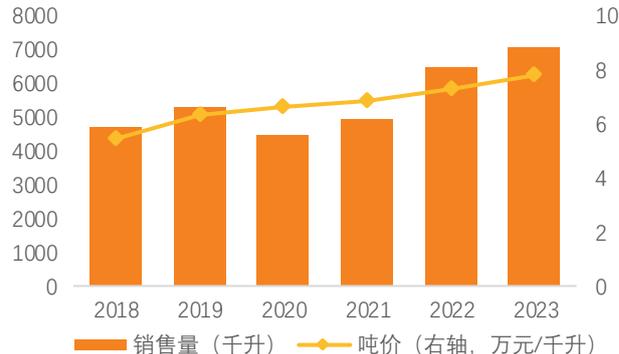
品牌体量价值双上行，盈利能力逐步提升。2023 年文王贡酒营业收入为 5.47 亿元，同比增长 16.48%，毛利率为 62.35%，较 2018 年+7.70pcts，整体业绩稳步增长，盈利能力显著改善。具体分拆量价数据来看，在产品矩阵完善和差异化定位战略的拉动下，文王贡酒吨价从 2018 年的 5.42 万元/千升提高到了 2023 年的 7.76 万元/千升，CAGR 为 7.46%，销售量从 4683.26 千升提升至 7044.84 千升，CAGR 为 8.51%，实现量价齐升。

图 50：2018-2023 年文王贡酒营业收入（亿元）及其同比增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 51：2018-2023 年文王贡酒销量（千升）及吨价（万元/千升）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

传承徽酒工艺，打造差异化产品系列。文王贡酒产自安徽阜阳，历来有“无色透明、窖香幽雅、陈香舒适、酒体醇和、绵甜净爽、香味协调、浓香典范”的特点。文王贡酒秉持差异化的发展理念，积极打造三大产品线：皇宫宴系列、人生系列以及年份专家系列。其中皇宫宴系列主攻高端市场，价格区间为 1300 元到 1600 元；人生甲子系列定位次高端，主攻商业交际场合；人生系列价格区间为 138 元到 899 元，通过不同定价实现市场分级突破；年份专家系列价大部分产品格区间为 110 元到 150 元，主攻婚宴市场。

表 10：文王贡酒产品系列

价格区间（元）	产品名称	零售价（元）	度数（度）	规格	产品展示
>500	皇宫宴-宴	1388	52	500ml	
	人生-甲子	899	52	500ml	
	人生-天命	369	50	500ml	
	年份专家-20 型	550	50	500ml	
>120	新经典-人和	388	50	500ml	
	贡文 15	308	42	500ml	

	人生-不惑	230	50	500ml	
	新经典-天时	158	42	500ml	
	年份专家-12 型	150	40.8	429ml	
	人生-而立	158	50	500ml	
<120	年份专家级-12	120	40.8	480ml	
	年份专家级-9	115	40.8	480ml	
	年份专家级-8	110	40.8	480ml	
	新经典-年年有余	60	40.8	450ml	
	新经典-干货	60	40.8	450ml	

资料来源：京东、公司官网，天风证券研究所 备注：价格仅供参考

5. 未来要点聚焦

5.1. 武陵酒：全省化招商谋求转变，产能扩张打开业绩增长空间

5.1.1. 紧跟加速扩产大势，实现优质产能扩张

2022 年是产能大年，主流酱酒企业扩产加速。从 2022-2023 年酱酒投产生产数据来看，下沙投产达 5 万吨以上的企业有三家：贵州茅台、四川郎酒、贵州习酒，和 2021-2022 年度相同，即达到头部酱酒产能门槛的目前只有这三家企业。其中，茅台两个 10 万吨的计划继续一骑绝尘；在龙头引领之下，郎酒、习酒继续巩固头部优势。2 万吨-5 万吨的有六家，相比 2021-2022 年度增加三家（贵州安酒、四川仙潭酒厂、川酒集团）。1 万吨-2 万吨的有七家，相比 2021-2022 年度增加两家。由于企业扩产势头强劲，0.5 万吨-1 万吨的企业目前只有 4 家，相比 2021-2022 年度大幅减少。

15 亿投资扩产 6600 吨，长期扩张底气足。武陵酒在其 50 年发展过程中，因为曾六度易主，经营相当不稳定，因而产能问题成为难以解决的遗留问题，困扰其长期发展。2020 年开建的新酒厂项目规模宏大——15 亿、500 亩、6600 吨产能、4.5 万吨储能，为武陵筑就了更稳固的地基。这次产能扩张是武陵酒实现规模跨越的历史性关口，是百年发展的关键工程，有望使武陵酒产能、储能、势能均占据行业领先地位。这一轮扩产的酒企大多集中在产区名酒和品类名酒品牌，这些酒企都已经完成或者正在进行产品结构的高端化。因此，我们认为单纯的扩产增储并不能满足更高维度的竞争需要，未来边扩产边技改以实现优质产能成为了竞争重点。随着新增产能的陆续投产，武陵酒或将有充足的产能和基酒储备跟上市场需求的扩容步伐，看好未来长线发展。

5.1.2. 在常德取得成功，全省化进程稳步推进

从常德出发，一步一脚印在湖南省扩张版图。2015 年，武陵酒在基地市场常德尝试新模式，抢占市场份额，并逐步站稳脚跟。2018 年，伴随酱酒热潮，武陵酒将模式复制到长沙，销售收入由 2018 年的 5000 万元增长 2020 年的 2 亿元。且由于长沙居民消费水平较高，高端白酒市场空间辽阔，武陵酒高端化进程促进其在长沙市场取得突破，也推动武陵酒 2020 年后加速辐射湘潭、株洲、郴州等省内城市，至今全省布局已具规模。

尝试以“平台商+大店+运营”模式走出湖南，省外扩张良性推进。2023 年武陵酒明确提出“走出湖南”的省外扩张之路，以消费者为核心，用 C 化的思维、C 化的组织和 C 化的能力，在广州、福建、河南等酱酒重点市场发力，逐步走向省外。武陵酒在省内市场实施“大店+运营”模式，预计在省外市场新增加“平台商+大店+运营”模式，两种模式并存，并根据发展阶段持续迭代渠道模式。

5.1.3. 短链渠道把握 C 端，掌握产品定价权

存量竞争市场下，武陵酒保持价格坚挺、动销稳定。2022 年下半年以来，渠道库存高企，

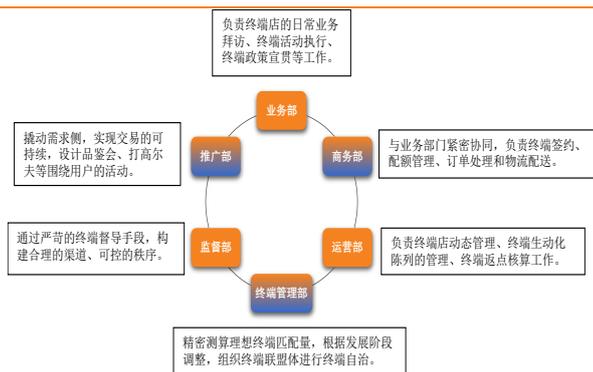
白酒消费场景减少，酒业去库存进程缓慢，酒商和零售终端的库存和现金流压力巨大。大量酱酒企业为去库存导致价格普遍下行，经销商和终端门店在库存、现金流、利润之间抉择困难，厂商关系面临脱钩断链。武陵酒通过 7 大系统、6 个部门的前瞻性战略布局赋能终端，在白酒价格倒挂、库存高企愈演愈烈的当下，依然保持良性可持续的高速发展。我们认为武陵酒未来的产品价格将保持坚挺，终端动销将保持稳定，具体来看：

针对终端市场供需失衡：1) 武陵酒坚持控量保价，管理好市场供应量，并通过回购产品的方式挺价，保障合作终端的利益。2022 年 7-8 月，武陵酒在湖南长沙、常德市场回购 2019 年至 2021 年的武陵王产品，且回购价格逐年递增，成功强化了武陵王老酒的收藏属性、武陵酒的品牌价值。2) 武陵酒通过半顺半控、信任建立、出货控制、年度模糊返点的控价系统，解决了价盘控制的难点，实现了终端市场供需平衡。

针对酒企管理能力不足：1) 武陵酒制定完善的监管措施，对低价出货的源头进行核查并严肃处理。2) 武陵酒设置终端管理部，同时组织终端联盟体，实现终端自治。为防止终端因为库存压力甩货，武陵酒终端管理部每月都会对终端库存情况进行摸排，以了解产品进出量和实现货物流向核查。3) 武陵酒还额外设置督导部向董事长直接汇报，管控手段多样、有效，切实提升了武陵酒的管理能力。

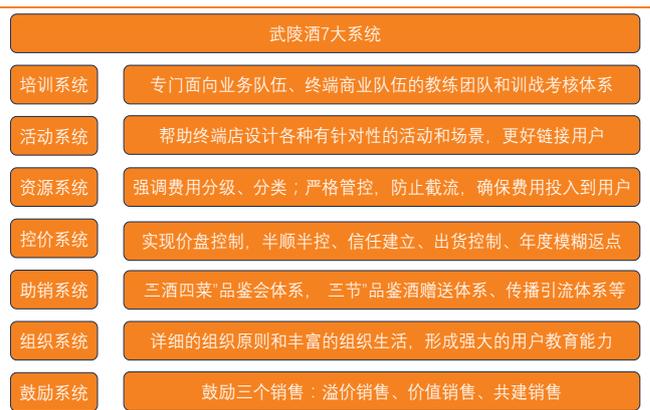
针对品牌价值认知不稳：1) 武陵酒依托于“名酒”与“酱香”两大品牌和品类优势，展现出强大的复兴动能。2) 武陵酒于 2023 年上半年启动了新一轮的省外扩张攻势，成功布局多个省外重点市场。3) 通过老名酒价值回归、多元化场景品类营销、全方位品牌记忆输出、开拓全国市场，武陵酒证明了自身品牌价值。

图 52：武陵酒 6 大部门



资料来源：酒业家公众号，天风证券研究所

图 53：武陵酒 7 大系统



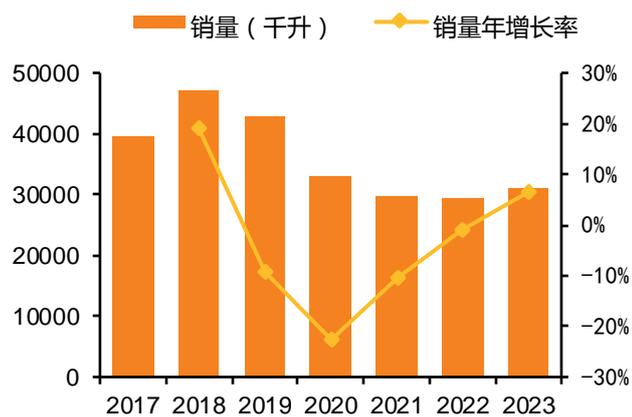
资料来源：酒业家公众号，天风证券研究所

5.2. 衡水老白干：产品结构升级，顺应市场发展趋势

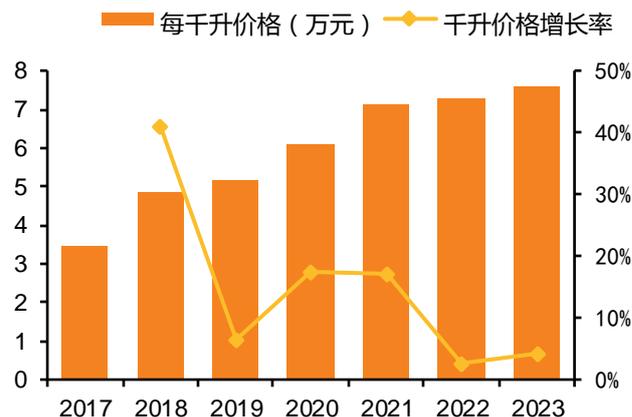
稳固中高端市场，“量稳价升”可期。持续发力中高端的过程中，衡水老白干产品均价持续提升，带动公司盈利能力的提升。公司由于推进产品结构升级，吨价提升幅度较大，经受 2018-2020 年老白干系列营收连续三年下滑，至 2021 年随着甲等 15、甲等 20、老白干 1915 等中高端产品布局的强化，老白干迎来了营收回暖，2022 年重新上升至 21.4 亿。销量方面来看，由于低档酒销量锐减，老白干系列产品销量从 2017 年的 3.97 万吨缩减至 2023 年的 3.10 万吨，降幅达到 21.98%。吨价方面来看，老白干系列产品在结构升级后吨价从 2017 年的 3.45 万元/吨上涨至 2023 年的 7.60 万元/吨，CAGR 高达 14.09%。衡水老白干中高档酒营收稳步提升，拉动毛利率从 2017 年的 53.72% 提升至 2023 年的 62.44%。综合来看，经过 2018-2020 年阵痛期的调整，衡水老白干已逐步削减中低端产品收入占比，近年来随着甲等 15、甲等 20、1915 等主要次高端以上大单品放量，公司未来有望迎来“量稳价升”的局面。

图 54：2017-2023 年衡水老白干系列酒销量及销量变化幅度

图 55：2017-2023 衡水老白干系列酒吨价及吨价变化幅度



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

在产品销售结构突出的同时，公司在营销活动中塑造的高端品牌形象深入人心。老白干举办一年一度的老白干酒文化节、酒坊文化体验馆、酒业思想峰会、冰雪大篷车等活动，2021年衡水老白干 1915 成为博鳌论坛晚宴用酒，从而加强与消费者的互动和沟通。衡水老白干抢跑布局高端、次高端市场，公司业绩可预见地稳中求进，长期发展有强大动力。

6. 投资建议

老白干结构升级持续演绎，武陵酒全省化共绘增长蓝图。老白干系列酒结构持续优化，其中次高端产品如甲等 15 年、20 年系列放量，有望带动品牌进入量稳价升的加速增长通道。公司计划在河北省内复制验证过的高端化模式，提高市场份额，受益区域次高端价格带扩容趋势。武陵酒凭借高毛利率与充足的基酒储备，在湖南酱酒消费氛围渐起形势下，通过短链营销模式扩张，有力抢占中高端酱酒市场份额，并随着扩产项目的投产及全省化布局，有望带动盈利能力大幅提升。

1) **衡水老白干系列**：老白干和十八酒坊双轮驱动战略，顺应消费升级趋势积极布局中高价带，实现结构升级并在省内推广以扩大份额。2) **武陵酒系列**：扩张优质产能，深耕湖南市场，开启省外扩张第二曲线，借助单品牌高毛利率打开公司毛利增长空间，并通过合理压降销售费用率释放净利率。考虑到 1) **老白干系列酒高端化效果显著，通过大单品实现“量稳价升”，扩大河北省市场份额**；2) **武陵酒省外扩张开启，目前已取得良好进展，有望进一步打开业绩增长空间**。3) **公司费用管理政策逐步落地，业绩有望实现弹性增长。**

我们看好公司的内生成长动力，预计公司仍将持续增长，我们预计 2024-2026 年营收 59.05/67.22/77.06 亿元，同比增长 12.32%/13.83%/14.65%，归母净利润 8.47/10.26/12.79 亿元，同比增长 27.14%/21.24%/24.58%，EPS 分别为 0.93/1.12/1.40 元/股，老白干结构升级持续推进，武陵酒势能向上，首次覆盖给予“增持”评级。

表 11：盈利预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	40.27	46.53	52.57	59.05	67.22	77.06
YoY	11.93%	15.54%	12.98%	12.32%	13.83%	14.65%
衡水老白干系列（亿元）	21.07	21.40	23.55	26.13	28.81	31.32
毛利率	64.53%	64.92%	62.44%	62.57%	62.66%	62.73%
武陵酒系列（亿元）	5.37	7.63	9.79	12.04	16.07	21.02
毛利率	80.20%	84.86%	80.91%	80.94%	80.98%	81.03%
其他系列（亿元）	11.10	14.46	16.82	19.18	20.40	23.23
白酒业务（亿元）	37.53	43.50	50.16	57.35	65.28	75.57
毛利率	65.47%	67.03%	65.86%	65.95%	66.05%	66.21%
归母净利润（亿元）	3.89	7.08	6.66	8.47	10.26	12.79
YoY	24.50%	81.81%	-5.88%	27.14%	21.24%	24.58%

资料来源：Wind，天风证券研究所

7. 风险提示

- 1、宏观经济修复不及预期：**宏观经济修复不及预期，消费需求疲软对白酒行业的发展有可能产生不利的影响。
- 2、市场扩张不达预期：**如果市场竞争加剧或消费者对白酒的消费需求下降，且公司未能及时有效拓展其他市场，将对公司的生产经营活动产生不利，从而影响战略目标的实现。
- 3、渠道库存去化不及预期：**白酒消费需求不及预期，导致公司渠道库存去化不及预期。
- 4、市场竞争加剧：**中国白酒行业总体产能过剩，市场竞争非常激烈，竞品若不断加入市场方面的投入，公司未来抢占全国市场份额将会存在较大挑战。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,094.76	1,621.89	2,076.06	2,629.78	3,531.50
应收票据及应收账款	182.22	173.74	441.57	146.77	519.67
预付账款	69.89	23.11	184.30	35.22	184.34
存货	3,046.00	3,349.78	3,157.74	4,701.33	4,222.58
其他	868.30	697.48	716.05	704.85	728.76
流动资产合计	5,261.17	5,866.00	6,575.71	8,217.94	9,186.84
长期股权投资	88.21	78.51	78.51	78.51	78.51
固定资产	1,755.23	1,775.37	1,722.42	1,677.54	1,624.71
在建工程	139.05	50.80	44.49	32.24	26.12
无形资产	858.67	840.66	825.47	823.28	802.43
其他	815.31	889.19	808.89	830.51	834.68
非流动资产合计	3,656.47	3,634.53	3,479.77	3,442.07	3,366.45
资产总计	8,917.64	9,500.53	10,055.48	11,660.02	12,553.29
短期借款	50.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	466.15	430.69	286.48	440.44	386.94
其他	2,406.84	2,571.36	4,311.89	5,187.04	5,358.27
流动负债合计	2,923.00	3,002.04	4,598.37	5,627.48	5,745.21
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	157.14	167.57	164.85	163.18	165.20
非流动负债合计	157.14	167.57	164.85	163.18	165.20
负债合计	4,571.13	4,690.25	4,763.22	5,790.67	5,910.41
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	914.75	914.75	914.75	914.75	914.75
资本公积	1,489.48	1,562.68	1,562.68	1,562.68	1,562.68
留存收益	2,081.27	2,472.78	2,896.11	3,511.98	4,279.21
其他	(138.99)	(139.93)	(81.28)	(120.06)	(113.76)
股东权益合计	4,346.51	4,810.28	5,292.26	5,869.35	6,642.89
负债和股东权益总计	8,917.64	9,500.53	10,055.48	11,660.02	12,553.29

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	707.60	665.94	846.65	1,026.46	1,278.72
折旧摊销	157.24	173.91	95.06	99.32	101.29
财务费用	3.52	0.14	(24.85)	(31.63)	(41.41)
投资损失	(25.30)	(19.29)	(19.31)	(21.30)	(19.97)
营运资金变动	323.59	(136.07)	(120.27)	(81.69)	50.39
其它	(545.25)	110.13	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	621.40	794.76	777.27	991.16	1,369.02
资本支出	346.94	63.39	23.32	41.66	19.48
长期投资	6.69	(9.70)	0.00	0.00	0.00
其他	(741.51)	3.28	(24.61)	(60.36)	(21.02)
投资活动现金流	(387.88)	56.97	(1.29)	(18.70)	(1.53)
债权融资	(175.93)	(34.41)	42.85	30.63	39.41
股权融资	(222.81)	(339.38)	(364.68)	(449.37)	(505.18)
其他	253.56	49.18	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(145.18)	(324.61)	(321.82)	(418.74)	(465.77)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	88.34	527.13	454.16	553.72	901.72

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,653.10	5,257.27	5,904.73	6,721.65	7,706.20
营业成本	1,472.44	1,726.89	1,870.87	2,180.77	2,482.13
营业税金及附加	746.91	875.48	906.38	994.80	1,132.81
销售费用	1,411.05	1,427.99	1,606.09	1,781.24	1,949.67
管理费用	395.85	414.91	425.14	457.07	500.90
研发费用	14.42	13.23	23.62	13.44	23.12
财务费用	(9.07)	(15.59)	(24.85)	(31.63)	(41.41)
资产/信用减值损失	2.34	4.02	(6.16)	0.07	(0.69)
公允价值变动收益	2.78	6.49	0.00	0.00	0.00
投资净收益	25.30	19.29	19.31	21.30	19.97
其他	(343.60)	(99.86)	0.00	0.00	0.00
营业利润	934.69	884.40	1,110.65	1,347.32	1,678.26
营业外收入	9.85	9.91	9.64	9.80	9.78
营业外支出	9.51	3.77	6.27	6.51	5.52
利润总额	935.04	890.54	1,114.01	1,350.61	1,682.52
所得税	227.44	224.60	267.36	324.15	403.81
净利润	707.60	665.94	846.65	1,026.46	1,278.72
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	707.60	665.94	846.65	1,026.46	1,278.72
每股收益(元)	0.77	0.73	0.93	1.12	1.40

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	15.54%	12.98%	12.32%	13.83%	14.65%
营业利润	83.59%	-5.38%	25.58%	21.31%	24.56%
归属于母公司净利润	81.81%	-5.89%	27.14%	21.24%	24.58%
获利能力					
毛利率	68.36%	67.15%	68.32%	67.56%	67.79%
净利率	15.21%	12.67%	14.34%	15.27%	16.59%
ROE	16.28%	13.84%	16.00%	17.49%	19.25%
ROIC	29.59%	28.73%	36.79%	42.20%	52.49%
偿债能力					
资产负债率	51.26%	49.37%	47.37%	49.66%	47.08%
净负债率	-24.04%	-33.72%	-38.89%	-44.52%	-52.94%
流动比率	1.19	1.30	1.43	1.46	1.60
速动比率	0.50	0.56	0.74	0.62	0.86
营运能力					
应收账款周转率	22.06	29.54	19.19	22.85	23.13
存货周转率	1.74	1.64	1.81	1.71	1.73
总资产周转率	0.56	0.57	0.60	0.62	0.64
每股指标(元)					
每股收益	0.77	0.73	0.93	1.12	1.40
每股经营现金流	0.68	0.87	0.85	1.08	1.50
每股净资产	4.75	5.26	5.79	6.42	7.26
估值比率					
市盈率	27.52	29.24	23.00	18.97	15.23
市净率	4.48	4.05	3.68	3.32	2.93
EV/EBITDA	28.46	17.96	13.87	11.27	8.65
EV/EBIT	35.17	21.60	15.07	12.12	9.19

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com