

# 老白干酒 (600559.SH)

## 冀酒龙头一树三香，国改见效势能释放

**盈利预测与投资建议：**公司作为冀酒龙头，股权激励激发内生改革动力，近两年管理效能提升、产品结构升级、费效比优化三方面边际改善颇为明显，在品牌本土认知度高+产品纵深优势强+渠道掌控力强+小区域高占有的助力下呈现出势头向上、优势强化、份额提升的趋势，未来业绩弹性有望持续释放。我们预计公司 2024-2026 年摊薄 EPS 分别为 0.9/1.1/1.3 元/股，当前股价对应 PE 为 20/17/14x，首次覆盖，给予“买入”评级。

**冀酒龙头一树三香，上轮行业低迷时收入和股价韧性突出。**老白干酒有着 2000 多年的酿造历史，在华北地区声誉较高。公司前身是十八家传统私营酿酒作坊，2001 年创立中高档子品牌“十八酒坊”。2018 年公司收购丰联酒业四个品牌，从老白干香型拓展至浓香和酱香型，以五个区域品牌构建全国化布局。2023 年衡水老白干/武陵酒/板城烧锅酒/文王贡酒/孔府家酒收入分别约 24/10/10/5/2 亿元，收入占比约 45%/19%/18%/10%/3%，2018-2023 年收入 CAGR 分别为 0.5%/38%/17%/17%/13%。上轮 2013-2015 年行业深度调整期时，公司收入 CAGR (14%) 快于白酒板块 (2%)，主要因低档酒为主的产品结构契合当时需求，叠加 2014 年推出员工持股计划；期间公司股价累计上涨 67%，跑赢沪深 300/白酒板块 19pct/66pct。

**2021 年再度推出股权激励，本轮行业低迷时经营改善业绩弹性凸显。**本轮 2021 年以来行业低迷的背景下，公司于 2022 年再度推出股权激励，激发了内生改革动力。近年公司国改见效，是利润率提升的根本支撑。1) 管理团队稳定：2023 年 5 月公司董事会平稳换届，刘彦龙和王占刚连任公司董事长和副董事长。2) 产品结构稳步提升：近年来公司高档酒量价齐升趋势显著，2018-2023 年收入 CAGR 高档酒 (17%) > 中档酒 (8%) > 低档酒 (-2%)。3) 控费提效初见成效：近年来公司不断加强费用精准化投放，销售费用率逐渐下降。2021-2023 年公司扣非净利润 CAGR 为 33%。

**产品升级和武陵酒放量，驱动利润率稳步提升。**1) 本部产品结构升级，是利润率提升的第一驱动力。①300 元左右核心产品势能向上：甲等 15 卡位河北政商务和大众宴席主流消费价位，销售势头向好，2023 年底甲等 15 焕新上市重塑渠道利润。②100-300 元产品销售平稳：2024 年公司在发力主力产品甲等 15、甲等 20 和 1915 同时，也对百元价位 8 酒加大发力。2) 武陵酒逐步放量，是利润率提升的第二驱动力。武陵酒是全国十七大名酒，有“三胜茅台”的美誉，2023 年毛利率为 81%，在上市公司中仅次于贵州茅台 (92%)、泸州老窖 (88%) 和水井坊 (83%)。武陵酒依托终端直达模式，好品牌故事+强产品品质+高渠道利润助力其稳步拓展。

**风险提示：**宏观经济波动，消费力恢复不及预期，行业竞争加剧，国企改革不及预期，酱酒推广不及预期。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	4,653	5,257	5,603	6,173	6,782
增长率 yoy (%)	15.5	13.0	6.6	10.2	9.9
归母净利润 (百万元)	708	666	853	1,022	1,205
增长率 yoy (%)	81.8	-5.9	28.1	19.9	17.8
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.77	0.73	0.93	1.12	1.32
净资产收益率 (%)	16.3	13.8	16.4	18.3	19.8
P/E (倍)	23.9	25.4	19.9	16.6	14.1
P/B (倍)	3.9	3.5	3.3	3.0	2.8

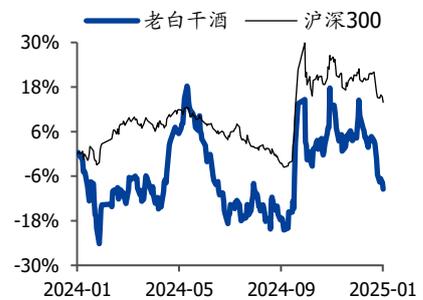
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 01 月 10 日收盘价

### 买入 (首次)

#### 股票信息

行业	白酒 II
01 月 10 日收盘价 (元)	18.51
总市值 (百万元)	16,931.98
总股本 (百万股)	914.75
其中自由流通股 (%)	98.85
30 日日均成交量 (百万股)	22.83

#### 股价走势



#### 作者

分析师 李梓语

执业证书编号：S0680524120001

邮箱：liziyu1@gszq.com

分析师 李依琳

执业证书编号：S0680524080001

邮箱：liyilin@gszq.com

#### 相关研究

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	5261	5866	6192	6649	7193
现金	1095	1622	1383	1485	1690
应收票据及应收账款	182	174	185	204	224
其他应收款	34	32	34	38	41
预付账款	70	23	25	27	30
存货	3046	3350	3646	3977	4290
其他流动资产	834	665	917	917	917
<b>非流动资产</b>	3656	3635	3693	3719	3735
长期投资	88	79	79	79	79
固定资产	1755	1775	1821	1856	1883
无形资产	858	840	826	812	797
其他非流动资产	955	940	967	973	977
<b>资产总计</b>	8918	9501	9885	10368	10928
<b>流动负债</b>	4414	4523	4547	4621	4699
短期借款	50	0	0	0	0
应付票据及应付账款	466	431	418	456	491
其他流动负债	3898	4092	4129	4166	4208
<b>非流动负债</b>	157	168	151	151	151
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	157	168	151	151	151
<b>负债合计</b>	4571	4690	4698	4772	4850
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	915	915	915	915	915
资本公积	1489	1563	1599	1599	1599
留存收益	2081	2473	2814	3223	3705
归属母公司股东权益	4347	4810	5187	5596	6078
<b>负债和股东权益</b>	8918	9501	9885	10368	10928

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	621	795	692	900	1108
净利润	708	666	853	1022	1205
折旧摊销	157	174	173	190	199
财务费用	4	0	0	0	0
投资损失	-25	-19	-21	-31	-34
营运资金变动	120	67	-288	-281	-260
其他经营现金流	-341	-93	-25	-1	-1
<b>投资活动现金流</b>	-388	57	-443	-185	-180
资本支出	-45	-148	-213	-215	-214
长期投资	-364	169	-250	0	0
其他投资现金流	20	36	21	31	34
<b>筹资活动现金流</b>	-145	-325	-488	-613	-723
短期借款	-185	-50	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	17	0	0	0	0
资本公积增加	208	73	37	0	0
其他筹资现金流	-186	-348	-525	-613	-723
<b>现金净增加额</b>	88	527	-238	102	205

**利润表 (百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	4653	5257	5603	6173	6782
营业成本	1472	1727	1880	2050	2212
营业税金及附加	747	875	896	988	1085
营业费用	1411	1428	1401	1482	1594
管理费用	396	415	381	389	393
研发费用	14	13	14	16	17
财务费用	-9	-16	-32	-28	-30
资产减值损失	-2	2	0	0	0
其他收益	39	40	48	51	56
公允价值变动收益	3	6	2	0	0
投资净收益	25	19	21	31	34
资产处置收益	244	1	1	1	1
<b>营业利润</b>	935	884	1134	1360	1602
营业外收入	10	10	0	0	0
营业外支出	10	4	0	0	0
<b>利润总额</b>	935	891	1134	1360	1602
所得税	227	225	281	337	397
<b>净利润</b>	708	666	853	1022	1205
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	708	666	853	1022	1205
EBITDA	811	1016	1275	1522	1771
EPS (元/股)	0.77	0.73	0.93	1.12	1.32

**主要财务比率**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	15.5	13.0	6.6	10.2	9.9
营业利润(%)	83.6	-5.4	28.2	19.9	17.8
归属母公司净利润(%)	81.8	-5.9	28.1	19.9	17.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	68.4	67.2	66.4	66.8	67.4
净利率(%)	15.2	12.7	15.2	16.6	17.8
ROE(%)	16.3	13.8	16.4	18.3	19.8
ROIC(%)	11.2	13.1	16.0	17.9	19.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	51.3	49.4	47.5	46.0	44.4
净负债比率(%)	-24.0	-33.7	-26.7	-26.5	-27.8
流动比率	1.2	1.3	1.4	1.4	1.5
速动比率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	142.2	150.7	203.9	207.2	206.9
应付账款周转率	3.3	3.9	4.4	4.7	4.7
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.77	0.73	0.93	1.12	1.32
每股经营现金流(最新摊薄)	0.68	0.87	0.76	0.98	1.21
每股净资产(最新摊薄)	4.75	5.26	5.67	6.12	6.64
<b>估值比率</b>					
P/E	23.9	25.4	19.9	16.6	14.1
P/B	3.9	3.5	3.3	3.0	2.8
EV/EBITDA	29.8	18.7	12.2	10.1	8.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年01月10日收盘价

## 内容目录

一、老白干酒：冀酒龙头，以多元化香型构建全国化布局 .....	6
1.1 品牌介绍：历史悠久、品牌深厚、香型多元 .....	6
1.2 股权结构：公司地方国资控股企业，两度推出股权激励计划 .....	6
1.3 业务结构：2018年收购4个子品牌，产品结构不断优化 .....	8
1.4 财务分析：降本增效效果渐显，盈利能力稳步提升 .....	10
1) 盈利端：盈利能力持续提升 .....	10
2) 费用端：降本增效和费投精细化助力费用率下行 .....	11
3) 合同负债规模居同行前列 .....	12
二、历史复盘：先行千年历史，后往一树三香 .....	14
2.1 1946-2006年：承载悠长历史，冀酒龙头初见端倪 .....	14
1) 1946-2002年：承千年酿酒历史，积蓄沉淀终上市 .....	14
2) 2002-2006年：“十八酒坊”问世，子品牌助创佳绩 .....	15
2.2 2007-2017年：聚焦白酒主业，加快品牌建设 .....	15
1) 2007-2012年：加快品牌建设，引领“老白干”标准 .....	15
2) 2013-2017年：聚焦主业、推进混改 .....	16
2.3 2018年-至今：收购丰联酒业，多品牌发展布局 .....	17
1) 2018-2021年：收购丰联酒业，“一树三香”战略版图显形 .....	17
2) 2022年-至今：深化内部改革，实施股权激励 .....	19
2.4 股价复盘：机制改善和管理优化为核心驱动力，且带来显著超额 .....	20
三、发展亮点一：河北产品升级稳扎稳打，次高端稳步放量 .....	24
3.1 河北省白酒竞争激烈，地产酒中老白干规模第一 .....	24
3.2 衡水老白干是冀酒龙头，是公司利润率提升的第一驱动力 .....	24
1) 衡水老白干采用“衡水老白干”和“十八酒坊”双品牌运作 .....	24
2) 衡水老白干推进产品结构升级，组织和渠道模式不断优化 .....	25
3.3 板城烧锅，河北浓香区域酒，省内发展稳健 .....	26
四、发展亮点二：武陵酒以点带面稳步拓展，助力盈利提升 .....	28
4.1 湖南省酱酒氛围逐渐提升，武陵酒是湖南本土酱酒龙头 .....	28
4.2 武陵是湖南酱酒龙头，是公司利润弹性释放的第二驱动力 .....	28
1) 聚焦高端酱酒，省内仍有较大成长空间 .....	29
2) 武陵酒产能扩张完成，基酒产能可充分支撑省内外放量 .....	30
五、发展亮点三：多品牌多区域布局，安徽和山东稳步拓展 .....	31
5.1 文王贡酒，徽酒六朵金花之一，产能扩张和市场布局步伐快 .....	31
5.2 孔府家酒，山东浓香区域酒，市场布局逐步优化 .....	31
六、盈利预测：业绩弹性延续，给予“买入”评级 .....	33
6.1 收入拆分与盈利预测 .....	33
6.2 估值与投资建议：股权激励落地激发内生改革动力，给予“买入”评级 .....	34
七、风险提示 .....	36

## 图表目录

图表 1: 2002-2023年公司营收和归母净利润以及收盘价表现 .....	6
图表 2: 公司股权架构（截止到2024年三季报） .....	7
图表 3: 2014年定增前公司股权架构 .....	7
图表 4: 2015年定增后公司股权架构 .....	7
图表 5: 2022年股权激励推出后，公司高管薪酬提升至46~60万元/年 .....	8
图表 6: 2023年公司高管薪酬仍低于头部白酒上市公司 .....	8
图表 7: 2023年公司子品牌布局和营收情况 .....	8
图表 8: 2023年公司高中低档酒营收增长和占比情况 .....	8
图表 9: 2018-2023年五大品牌营收占比变化 .....	9
图表 10: 2018-2023年五大品牌毛利率变化 .....	9

图表 11:	2015-2023 年公司营业收入和归母净利润 CAGR 为 8%/14%.....	9
图表 12:	2019-2023 年公司各系列产品中武陵酒收入增速最快.....	9
图表 13:	2016-2023 年公司高档酒营收 CAGR 最快, 为 23%.....	10
图表 14:	2015-2023 年公司毛利率与净利率波动上行.....	10
图表 15:	2018 年-2023 年公司各系列酒毛利率稳中有升.....	10
图表 16:	2023 年公司与其它 16 家白酒上市公司销售净利率 (%) 对比.....	11
图表 17:	近年公司推进费用精细化改革带动销售费用率小幅下滑.....	11
图表 18:	近年公司推进降本增效带动管理费用率小幅下滑.....	11
图表 19:	对比其他区域酒, 公司销售费用率偏高主要源于工资薪酬占营收比重高, 2023 年公司促销和市场推广费占营收比重明显下降.....	12
图表 20:	2022 年以来公司预收账款维持较高水平 (亿元).....	13
图表 21:	2024Q3 末主要白酒公司合同负债规模 (亿元).....	13
图表 22:	2001-2023 年公司发展概况.....	14
图表 23:	衡水老白干品牌收获诸多殊荣.....	15
图表 24:	2003-2006 年白酒行业量价齐升.....	15
图表 25:	2001-2006 年公司营收和归母净利润 CAGR 分别为 16%/-32%.....	15
图表 26:	老白干香型标准高度酒的感官要求.....	16
图表 27:	2002-2007 年公司产能不断提升.....	16
图表 28:	2007-2012 年公司营收和归母净利润 CAGR 分别为 29%/46%.....	16
图表 29:	2015 年定增完成助力公司财务状况改善.....	17
图表 30:	2013-2015 年公司营收同比增速快于行业平均水平.....	17
图表 31:	2013-2017 年公司营收和归母净利润 CAGR 分别为 9%/26%.....	17
图表 32:	2015-2017 年公司高中低档酒营收变化.....	17
图表 33:	2018 年五大品牌营收占比.....	18
图表 34:	2018 年五大品牌毛利率.....	18
图表 35:	武陵酒获得荣誉汇总.....	18
图表 36:	承德乾隆醉酒业公司股权结构.....	19
图表 37:	公司现任管理团队核心成员.....	20
图表 38:	武陵酒产能变化.....	20
图表 39:	武陵上酱是武陵酒高端标杆产品, 建议零售价为 2680 元/瓶.....	20
图表 40:	2009-2012 年区域酒股价大幅上涨 (元/股).....	21
图表 41:	2009-2012 年公司 EPS 和估值对股价的贡献.....	21
图表 42:	2013-2015 年公司营收表现好于白酒板块.....	22
图表 43:	2015 年公司产品结构较低.....	22
图表 44:	2010 年初至 2024 年 12 月底公司股价和累计超额收益走势.....	23
图表 45:	河北省主销白酒品牌市场规模.....	24
图表 46:	衡水老白干三大核心主推产品.....	25
图表 47:	公司高中低档酒收入增速走势.....	26
图表 48:	公司聚焦河北省, 省外收缩战线重点突破.....	26
图表 49:	衡水老白干 2018 年至今渠道模式不断优化.....	26
图表 50:	板城烧锅酒主推产品展示.....	27
图表 51:	2018-2023 年板城烧锅酒营收和毛利率情况.....	27
图表 52:	近年湘酒规模逐步提升, 2022 年起武陵酒收入规模排名湘酒第二位 (亿元、%).....	28
图表 53:	武陵酒大事记.....	29
图表 54:	武陵酒主推产品展示.....	29
图表 55:	武陵酒渠道模式迭代过程.....	29
图表 56:	2018-2023 年武陵酒经销商数量波动提升.....	30
图表 57:	2023 年武陵酒单商平均收入规模提升至 11 万元.....	30
图表 58:	2021-2022 年武陵酒基酒产能快速从 600 千升提升至 5000 千升.....	30
图表 59:	文王贡酒主推产品展示.....	31
图表 60:	2018 年-2023 年文王贡酒营收 CAGR 为 17%, 毛利率略提升.....	31
图表 61:	孔府家酒主推产品展示.....	32
图表 62:	2018 年-2023 年孔府家酒营收 CAGR 为 13%, 毛利率略提升.....	32

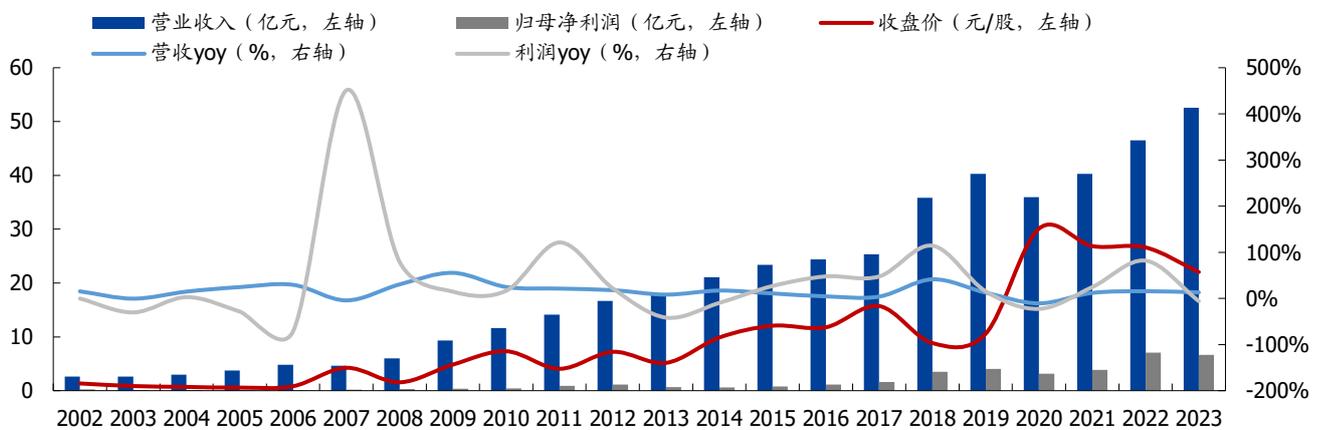
图表 63: 公司业绩拆分和盈利预测.....	34
图表 64: 可比公司估值表.....	35

## 一、老白干酒：冀酒龙头，以多元化香型构建全国化布局

### 1.1 品牌介绍：历史悠久、品牌深厚、香型多元

公司历史悠久、品牌深厚、香型多元。老白干酒有着 2000 多年的酿造历史，兴于汉、盛于唐、名于宋，正式定名于明代，是新中国第一家生产白酒的企业，1946 年，冀南国营制酒厂建成，整合了当地十八家传统私营酿酒作坊，是衡水最早的企业，1996 年河北衡水老白干酿酒集团有限公司成立，2002 年公司在上交所上市，2007 年正式更名为河北衡水老白干酒业股份有限公司。2018 年公司并购丰联酒业，自此形成了“一树三香”（老白干香型、浓香型、酱香型），“五花八放”（衡水老白干、板城烧锅酒、武陵酒、文王贡酒、孔府家酒）的发展格局。

图表1: 2002-2023 年公司营收和归母净利润以及收盘价表现

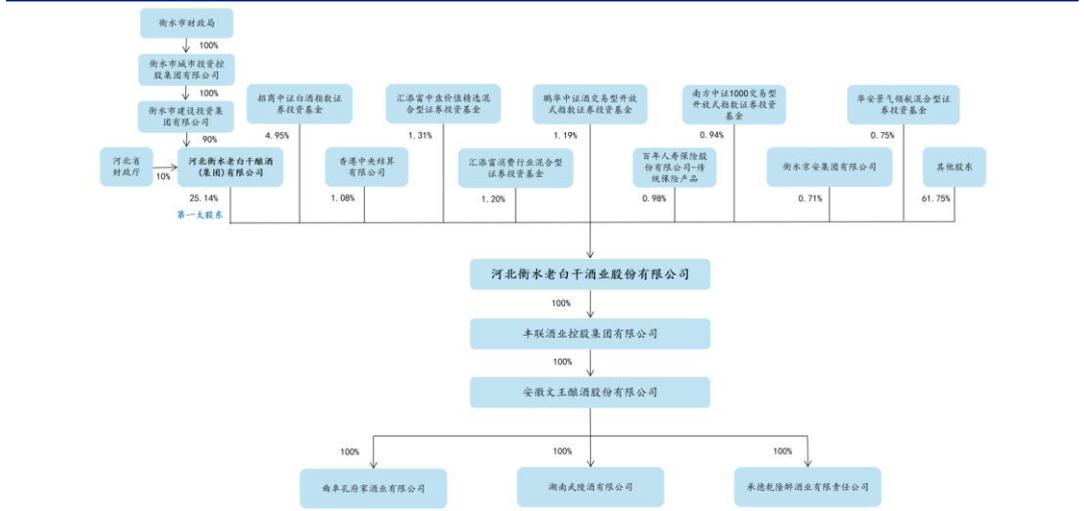


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 1.2 股权结构：公司地方国资控股企业，两度推出股权激励计划

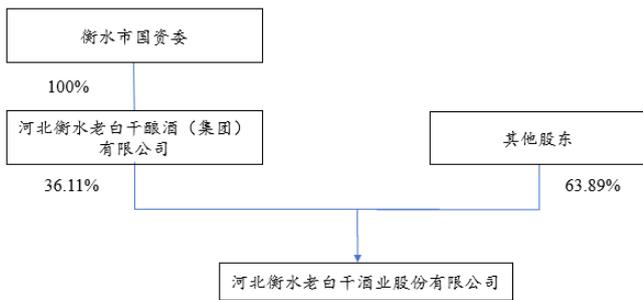
公司股权结构清晰，公司于 2014 和 2022 年两度推出股权激励计划。公司属于地市国资控股企业，衡水市财政局通过衡水市城市投资控股集团、衡水市建设投资集团和老白干集团，持有公司 22.63% 的股权，是公司的实际控制人。2014 年底，公司发布员工持股计划（草案），募集 8.25 亿总额资金做定增混改，引入员工持股、经销商持股和战投，调动了员工积极性。2015 年 12 月定增完成后，老白干集团的持股比例从 2014 年末的 36.11% 降低到 2015 年末的 28.85%，员工及高管认购后持股比例为 3.11%，优秀经销商认购后持股比例为 7.01%，两名战投航天产投基金和泰宇德鸿持股比例各自为 4.99%。

图表2: 公司股权架构 (截止到2024年三季度)



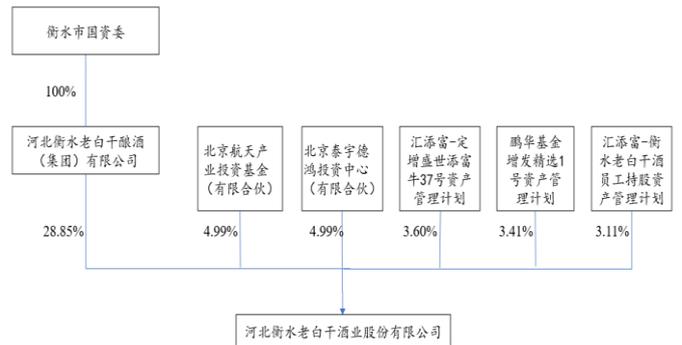
资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表3: 2014年定增前公司股权架构



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 比例采用2014年报数据。

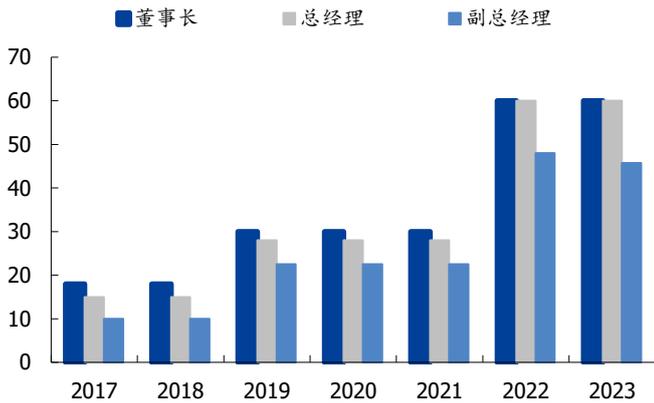
图表4: 2015年定增后公司股权架构



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 1.比例采用2015年报数据; 2.航天产投和泰宇德鸿为战投, 汇添富定增37号和鹏华增发1号为优秀经销商认购; 3.2015年公司实控人为衡水市国资委, 2016年2月实控人变为衡水市工业和信息化局。

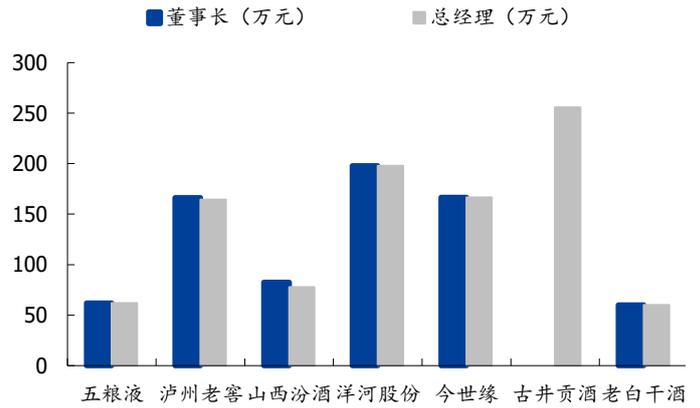
**2022年**公司股权激励落地, 激发内生改革动力和经营动力。公司于2022年4月17日发布限制性股票激励计划(草案), 于5月19日面向高管及核心骨干共207人授予了1746万股限制性股票, 占公司总股本的1.95%, 授予价格10.34元/股, 授予日股票收盘价21.52元/股, 折价较高, 有效提升了公司董事、高管、子公司领导、核心员工的积极性。股权激励推出后, 公司高管薪酬也明显提升, 但仍低于行业内其他上市公司。此次股权激励计划于2024-2026年分3期解禁。2024年6月, 207名激励对象均达成第一个限售期解除限售条件, 698.4万股限制性股票解锁并上市流通。

图表5: 2022年股权激励推出后, 公司高管薪酬提升至46~60万元/年



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表6: 2023年公司高管薪酬仍低于头部白酒上市公司



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 1.山西汾酒总经理薪酬摘自副总经理; 2.洋河股份总经理薪酬摘自总裁; 3.古井贡酒未披露董事长薪酬。

**管理层平稳顺利调整, 公司上下一心推进深化改革。**2022年以来公司完成了一系列关键人事变动: 1) 2022年2月, 时任公司老白干营销公司总经理的赵旭东和副总的张毅超分别接任武陵酒的董事长和总经理; 2) 2022年4月, 公司副董事长、总经理王占刚辞去总经理职务, 继续担任副董事长, 同时时任公司副总经理的赵旭东升任总经理; 3) 2023年5月, 公司董事会平稳换届, 核心人物刘彦龙和王占刚连任公司董事长和副董事长; 4) 2023年7月, 老白干营销公司总经理贺延昭升任公司副总经理并分管销售。

### 1.3 业务结构: 2018年收购4个子品牌, 产品结构不断优化

**2018年公司成功收购丰联酒业及其下属的四家子公司, 自此公司产品香型多元化, 包括老白干香型, 武陵酒的酱香型, 文王贡酒、孔府家酒、板城烧锅酒的浓香型。**子品牌布局上, 公司以区域品牌相互联合构建全国化布局, 除河北本部的老白干品牌和中高端品牌十八酒坊外, 板城烧锅酒同样扎根河北, 孔府家酒扎根山东, 文王贡酒扎根安徽, 武陵酒扎根湖南。2023年武陵酒走上全国化之路。

图表7: 2023年公司子品牌布局和营收情况

**老白干酒+板城烧锅酒**  
地处河北, 老白干香型+浓香型  
23年营收 23.6/9.6 亿元  
(+10%/+15%, 占比 45%/18%)

**武陵酒**  
地处湖南, 酱香型  
23年营收 9.8 亿元  
(+28%, 占比 19%)

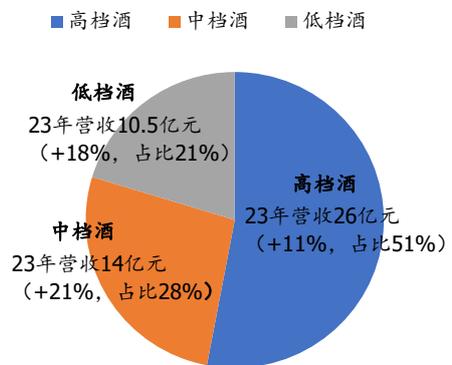


**孔府家酒**  
地处山东, 浓香型  
23年营收 1.8 亿元  
(+23%, 占比 3%)

**文王贡酒**  
地处安徽, 浓香型  
23年营收 5.5 亿元  
(+16%, 占比 10%)

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表8: 2023年公司高中低档酒营收增长和占比情况

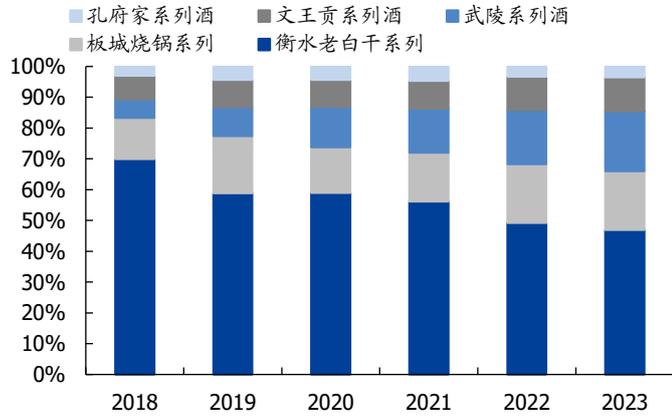


资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

衡水老白干为核, 武陵酒拉升整体盈利。收入利润方面, 衡水老白干一直是公司主要的收入和利润来源, 2023年衡水老白干实现收入 24 亿元、占比 45%, 随着其他品牌发展

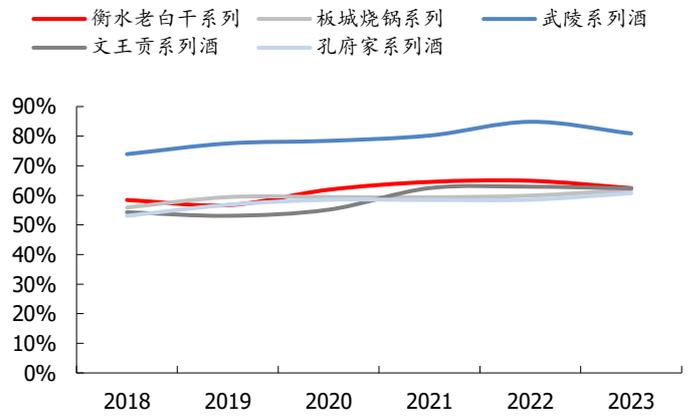
占比逐渐小幅下降。毛利率方面，武陵酒拉升了公司整体盈利水平，武陵酒2023年实现收入10亿元、占比19%，而毛利达到了8亿元，毛利率高达81%。此外，承德乾隆醉酒、孔府家酒、文王贡酒分别在河北、山东和安徽省内深化布局，扩大区域市场优势，三个品牌毛利率均分布在61%~64%区间。

图表9: 2018-2023年五大品牌营收占比变化



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

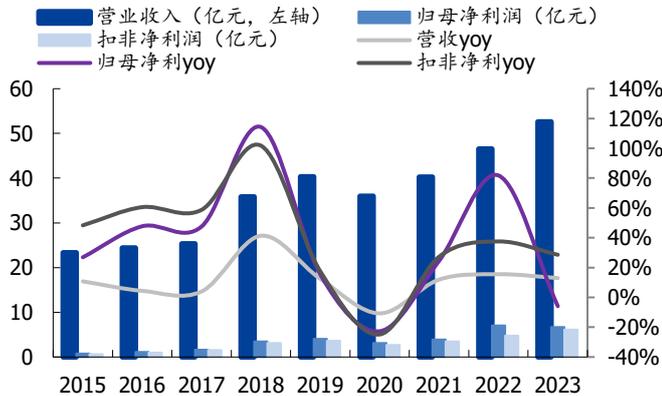
图表10: 2018-2023年五大品牌毛利率变化



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

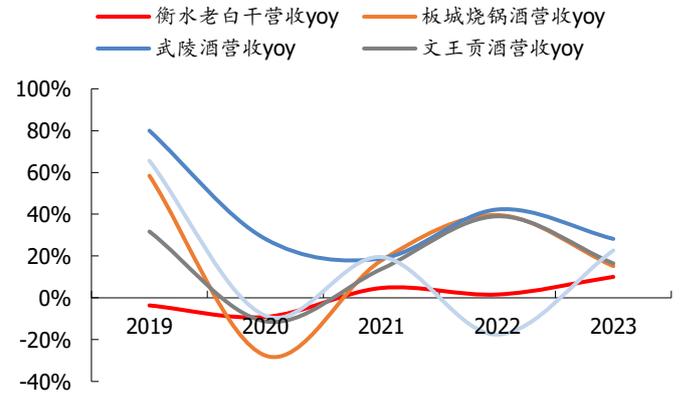
近年来各品牌齐头并进带动收入利润逐渐增长。公司总营收与归母净利润从2014年的21/0.6亿元增长至2023年的53/7亿元，CAGR分别为11%/31%。2023年公司扣非归母净利润增长29%，涨幅在17家白酒上市公司中排名第6位。一是由于公司深耕各基地市场带动收入稳步增长13%；二是销售费用率下降带动利润率提升，且中档酒收入占比略有提升。

图表11: 2015-2023年公司营业收入和归母净利润 CAGR 为 8%/14%



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

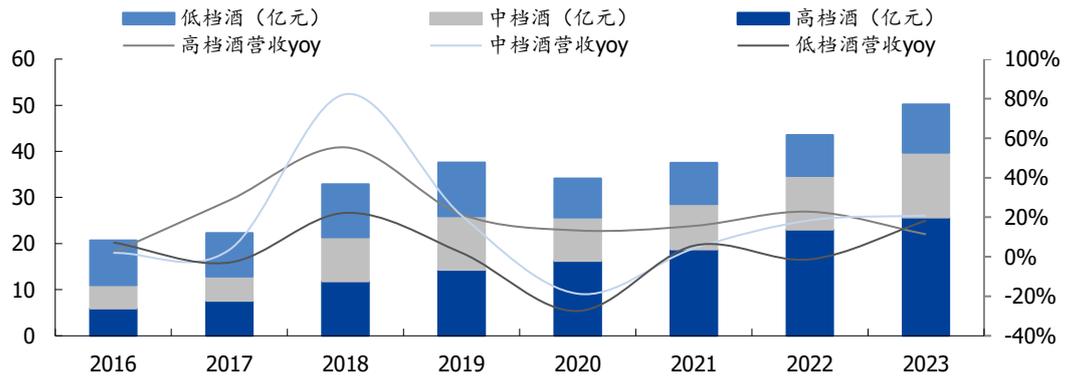
图表12: 2019-2023年公司各系列产品中武陵酒收入增速最快



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

近几年高档酒量价齐升趋势显著，高档酒占比不断提升。2018-2023年公司高档酒营收CAGR为17%，增速快于中档酒营收CAGR（8%），也快于低档酒营收CAGR（-2%）。高档酒营收占比由2018年的36%提升至2023年的51%。

图表13: 2016-2023年公司高档酒营收CAGR最快, 为23%



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

### 1.4 财务分析: 降本增效效果渐显, 盈利能力稳步提升

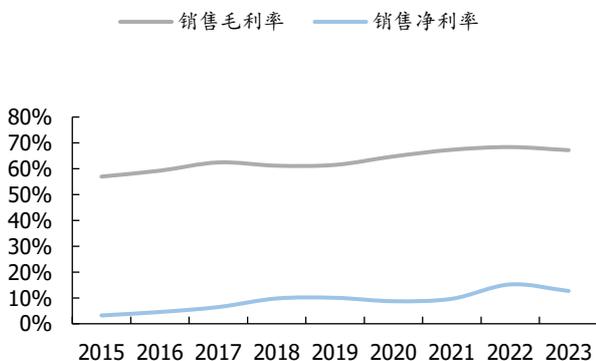
#### 1) 盈利端: 盈利能力持续提升

2014年以来公司利润率逐步提升。2014-2023年公司毛利率与净利率由58.17%/2.80%提升至67.15%/12.67%。2014年以来公司毛利率与净利率逐渐提升, 主要得益于不断梳理产品体系、升级产品结构以及控制产品费用和成本。公司中高档酒销售占比由2016年的53.21%提升至2023年的79.17%。

五个品牌中, 武陵酒毛利率最高。公司各品牌中, 武陵酒毛利率最高, 且在同业中排名靠前。2023年武陵系列酒毛利率80.91% (仅次于贵州茅台、泸州老窖和水井坊, 主要系武陵酒产品结构较为良好, 千元以上产品销售占比高达70%), 其余子品牌毛利率大致位于60%-63%之间。

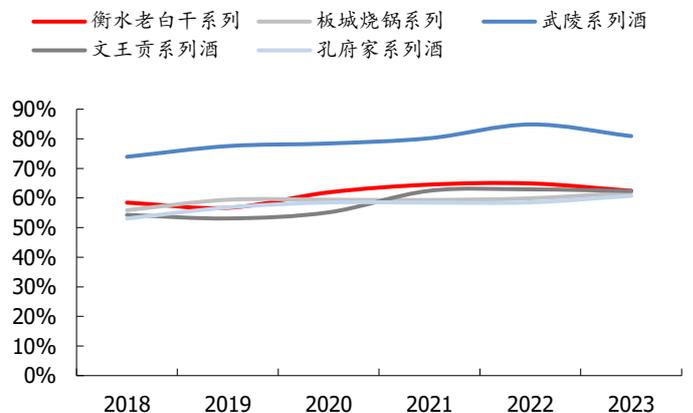
公司利润率水平低于同业。2023年在17家白酒上市公司中, 公司毛利率和净利率分别排第13/14位, 低于行业平均水平。一方面系公司中低档酒占比较大, 另一方面系公司近年加大市场推广力度费用投放较多; 随着公司逐步升级产品结构以及费用管控趋严, 净利率有望进一步提升。

图表14: 2015-2023年公司毛利率与净利率波动上行



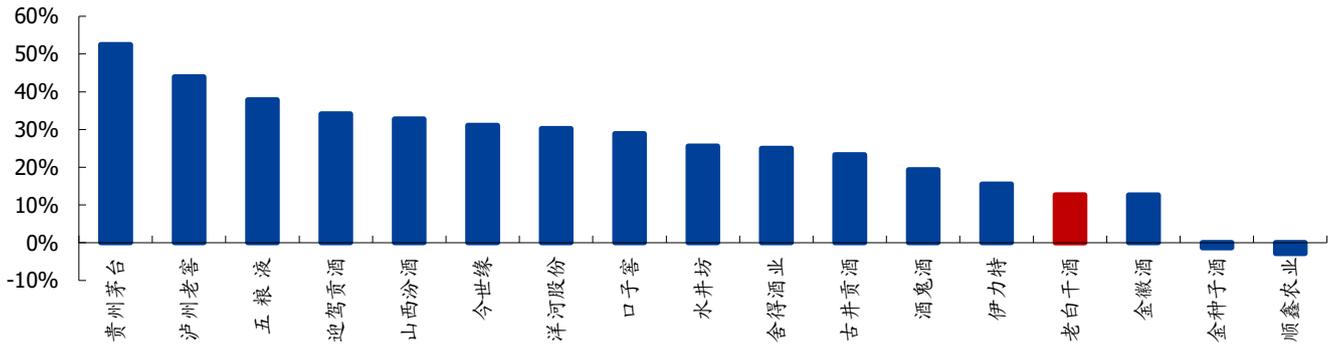
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表15: 2018年-2023年公司各系列酒毛利率稳中有升



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表16: 2023年公司与其他16家白酒上市公司销售净利率(%)对比



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

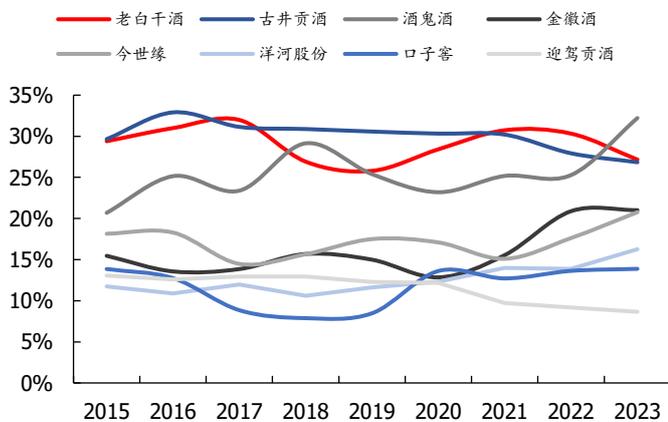
## 2) 费用端: 降本增效和费投精细化助力费用率下行

**公司销售费用率明显高于可比公司。**公司销售费用率在2017-2021年因并购和外部环境影响先降后升, 2022年以来呈小幅下滑趋势。2015-2017年为应对白酒行业困境, 公司大幅提升广告费与市场推广费, 致使费用率上升; 2018-2020年公司广告费与促销费出现回调, 且总营收受并购和外部环境影响先升后降, 使得销售费用率随之先降后升; 2022-2023年由于严控费用投放和费效比提升, 销售费用率明显下降。

**公司管理费用率略微高于可比公司。**公司管理费用率在2017-2021年因并购影响上行, 2022年以来呈小幅下滑趋势。2015-2022年, 除金徽酒外的可比公司由于注重提升内部效能, 管理费用率总体呈下降态势; 而金徽酒正处扩张阶段, 费用率逐年上升。2020-2023年公司改革管理体系, 建立起更细致的岗位考核方法, 管理费用率小幅下降但数值仍在可比公司中较为领先。

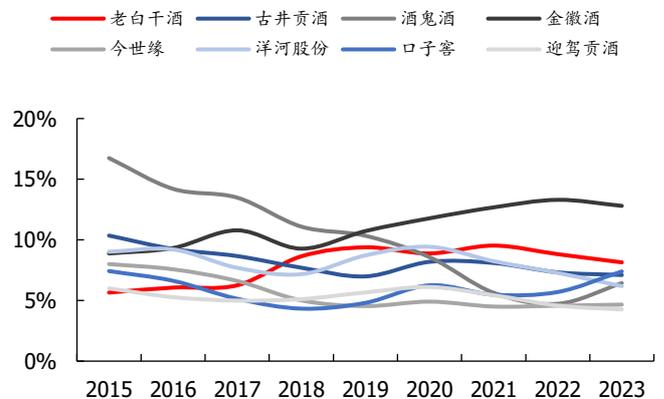
**公司费用管控趋严+营销模式优化助推费用率下行。**1) 费用管控趋严: 近年来公司着重考核费销比, 强调精准有效投入, 追求费效比提升。2) 营销模式优化: 近年来公司推进营销改革, 营销重心从回款为先转为先动销、后价格、再回款, 重视良性动销, 同时推进敏捷供应链和大数据体系建设, 营销动作逐渐精细化。

图表17: 近年公司推进费用精细化改革带动销售费用率小幅下滑



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

图表18: 近年公司推进降本增效带动管理费用率小幅下滑



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

**老白干销售费用率与同业公司对比有较大优化空间。**分拆公司销售费用后发现, 公司销售费用率显著高于古井之外的其他区域酒, 主要源于工资薪酬、广告宣传费、市场推广

和促销费占营收比重较高。2018-2023 年老白干/古井贡酒/迎驾贡酒/口子窖/洋河股份/今世缘的平均销售率为 28%/29%/11%/12%/13%/17%。近年公司推进费用精细化管控和降本增效，费用率预计持续优化。

图表19: 对比其他区域酒, 公司销售费用率偏高主要源于工资薪酬占营收比重高, 2023 年公司促销和市场推广费占营收比重明显下降

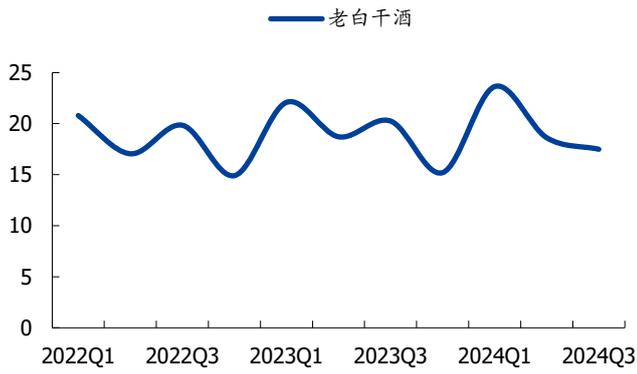
销售费用细项占营收比重		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
老白干酒	工资薪酬	6.0%	7.6%	8.2%	9.0%	11.3%	10.2%	9.5%
	广告费	14.9%	7.4%	5.5%	9.7%	7.8%	6.6%	6.5%
	市场推广费		2.0%	3.1%	2.4%	2.4%	2.1%	1.5%
	促销费	5.9%	5.4%	5.1%	3.6%	6.5%	9.0%	7.3%
	其他	5.1%	4.6%	3.9%	3.7%	2.7%	2.4%	2.4%
	<b>销售费用率</b>	<b>32.0%</b>	<b>26.9%</b>	<b>25.8%</b>	<b>28.4%</b>	<b>30.7%</b>	<b>30.3%</b>	<b>27.2%</b>
古井贡酒	职工薪酬	5.2%	5.1%	5.2%	7.0%	6.5%	5.6%	6.1%
	劳务费	4.8%	4.3%	5.0%	5.6%	5.3%	3.8%	3.2%
	广告费	8.4%	7.4%	8.4%	8.2%	6.8%	6.0%	5.4%
	综合促销费	9.6%	11.3%	9.3%	7.3%	9.6%	10.9%	10.3%
	其他	3.1%	2.7%	2.7%	2.2%	2.0%	1.7%	1.8%
	<b>销售费用率</b>	<b>31.1%</b>	<b>30.9%</b>	<b>30.6%</b>	<b>30.3%</b>	<b>30.2%</b>	<b>27.9%</b>	<b>26.8%</b>
洋河股份	职工薪酬	2.4%	2.1%	2.2%	3.1%	4.2%	3.9%	3.9%
	广告促销费	6.1%	6.2%	6.8%	6.7%	7.5%	8.0%	10.4%
	其他	3.5%	2.3%	2.7%	2.6%	2.2%	2.0%	2.0%
	<b>销售费用率</b>	<b>12.0%</b>	<b>10.6%</b>	<b>11.6%</b>	<b>12.3%</b>	<b>14.0%</b>	<b>13.9%</b>	<b>16.3%</b>
今世缘	职工薪酬	2.3%	2.6%	3.1%	3.4%	3.3%	3.3%	3.2%
	广告费	7.0%	7.9%	10.6%	10.7%	8.4%	7.3%	8.6%
	综合促销费	1.0%	0.8%	2.3%	1.8%	2.2%	5.8%	7.7%
	其他	4.2%	4.4%	1.6%	1.3%	1.3%	1.2%	1.3%
	<b>销售费用率</b>	<b>14.5%</b>	<b>15.7%</b>	<b>17.5%</b>	<b>17.1%</b>	<b>15.1%</b>	<b>17.6%</b>	<b>20.8%</b>

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

### 3) 合同负债规模居同行前列

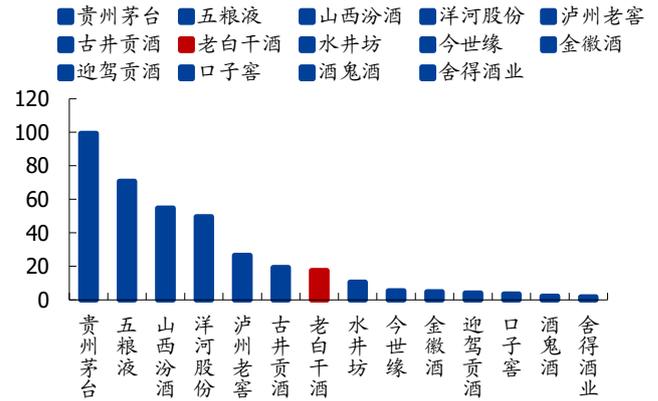
公司合同负债维持高位, 业绩蓄水池水位深。截至 2024Q3 末, 公司合同负债规模在同行业中排名第 7 位, 高于今世缘等比公司收入规模高的酒企。

图表20: 2022年以来公司预收账款维持较高水平(亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表21: 2024Q3末主要白酒公司合同负债规模(亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 二、历史复盘：先行千年历史，后往一树三香

近年来公司管理水平不断提升，产品结构逐渐改善，盈利能力有望稳步提升。从过往发展历史看，公司之前经营不温不火，企业体制、激励机制和产品结构是制约公司发展的主要原因，且公司盈利能力一直低于行业平均水平，较高的费用投入侵蚀了利润。但同时公司也持续优化经营。

**1) 内部治理方面：公司不断优化。**2014年公司积极实施混改、引入员工持股和战投。此后公司聚焦酒业发展，不断剥离其他业务。2022年公司推出股权激励，激发经营活力。

**2) 产品结构方面：多年来主推中高档酒。**公司在2001年创立中高档子品牌“十八酒坊”，此后公司围绕“老白干酒”和“十八酒坊”进行双品牌布局推广。2018年公司收购丰联酒业，实现了老白干香型、浓香型、酱香型“一树三香”和“五花齐放”的局面，开创了中国白酒上市公司多香型、多品牌、多渠道的先河。2018年以来，公司高档酒量价齐升趋势显著，带动盈利改善。

**3) 费用投放方面：近年来持续控费提效。**公司近几年持续通过数字化手段推进控费提效，近两年销售费用率小幅下降，带动净利率不断提升。

图表22: 2001-2023年公司发展概况



资料来源: iFind, 公司公告, 览富财经网, 云酒头条, 酒度 VOL, 民企观, 酒业家, 酒庄头条, 国盛证券研究所

### 2.1 1946-2006年：承载悠长历史，冀酒龙头初见端倪

#### 1) 1946-2002年：承千年酿酒历史，积蓄沉淀终上市

衡水老白干历史悠久、在华北地区声誉较高，上市当年产销量位列河北省第一。公司前身为“地方国营衡水制酒厂”，该厂成立于1946年，由衡水县人民政府购买16家传统私营酿酒作坊组建而成。在几经改组后，公司于1999年正式设立股份公司，在2001年更名为“河北裕丰实业股份有限公司衡水老白干酒业分公司”，并于2002年完成上市。在初建到上市的过程中，老白干酒依靠其独特的白酒酿造工艺和衡水老白干悠长的品牌历史，在华北地区拥有较高声誉，上市当年是河北省酒类业务产销量第一的龙头公司。

图表23: 衡水老白干品牌收获诸多殊荣

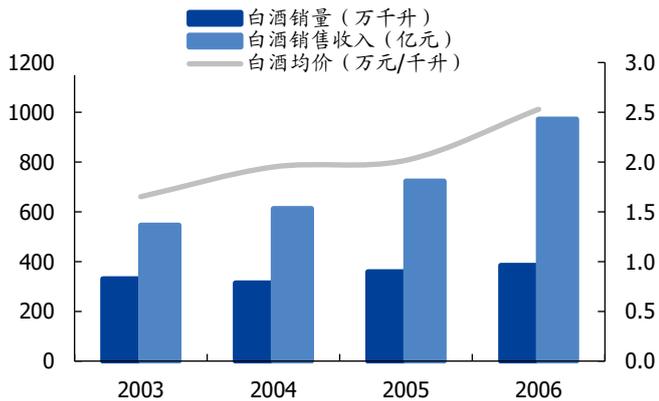
获得时间	荣誉概况
1915	衡水老白干在巴拿马万国博览会上荣获甲等金奖
2008	衡水老白干的传统酿造技艺被评选为“国家级非物质文化遗产”
2010	国际信息发展组织授予衡水老白干“千年金奖”称号
2018	衡水老白干 1915 在拉斯维加斯世界烈酒大赛中获得“双金奖”和“全场最佳”
2019	衡水老白干获全国质量奖

资料来源: 公司官网, 河北网络广播电视台, 微酒传媒, 中国网, 国盛证券研究所

## 2) 2002-2006年: “十八酒坊”问世, 子品牌助创佳绩

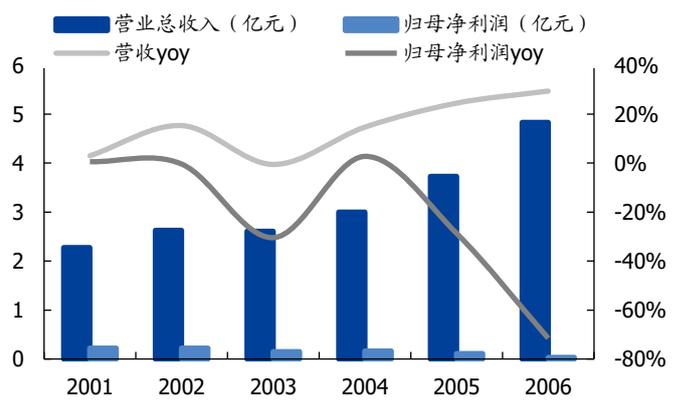
2001年公司顺势推出中高档品牌“十八酒坊”以拉升盈利水平。2001年, 白酒行业推出从量税, 对低档白酒造成冲击, 酒企为拉升产品结构和盈利水平纷纷推新, 如2001年泸州老窖推出“国窖”品牌, 公司也顺势推出中高档品牌“十八酒坊”。2003年起, 白酒行业步入高速发展期“黄金十年”, 行业整体量价齐升。2005年, “十八酒坊”实现累计创收1亿元的好成绩。2001-2006年, 在外部环境利好和新品牌放量的助力下, 公司白酒业务发展稳健, 公司营收CAGR为16%; 但猪肉业务利润率下行乃至亏损拖累净利润, 公司归母净利润CAGR为-32%。

图表24: 2003-2006年白酒行业量价齐升



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所 注: 以上统计的是白酒行业数据。

图表25: 2001-2006年公司营收和归母净利润CAGR分别为16%/-32%



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

## 2.2 2007-2017年: 聚焦白酒主业, 加快品牌建设

### 1) 2007-2012年: 加快品牌建设, 引领“老白干”标准

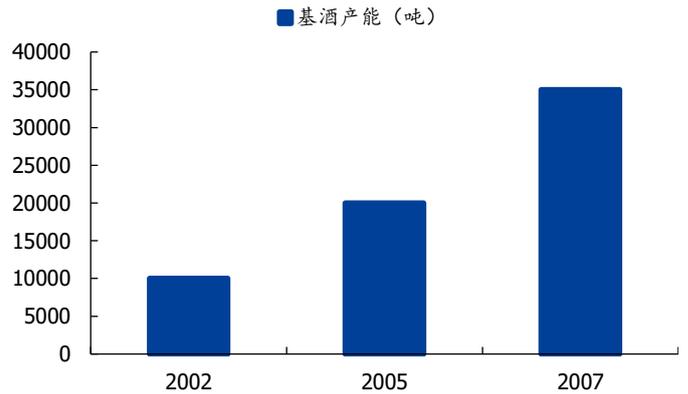
2007年老白干香型白酒国家标准正式确立, 公司引领老白干香型推广。2004年, 老白干香型被确认为中国白酒第十一种香型。2007年1月, 《老白干香型白酒》国家标准正式确立。公司不断推进品牌建设, 将产品拓展至周边市场, 并逐渐由县级市场向地级市渗透, 努力打响品牌名号。为保证产能充足, 公司加大投产, 并于2007年完成1.5万吨衡水老白干酒扩建改造项目的建成投产, 产能达3.5万吨。

图表26: 老白干香型标准高度酒的感官要求

项目	优级	一级
色泽和外观	无色或微黄, 清亮透明, 无悬浮物, 无沉淀	
香气	醇香清雅, 具有乳酸乙酯和乙酸乙酯为主体的自然谐调的复合香气	醇香清雅, 具有乳酸乙酯和乙酸乙酯的复合香气
口味	酒体谐调、醇厚甘冽、回味悠长	酒体谐调、醇厚甘冽、回味悠长
风格	具有本品典型的风格	具有本品明显的风格

资料来源: 中国国家标准化管理委员会, 国盛证券研究所

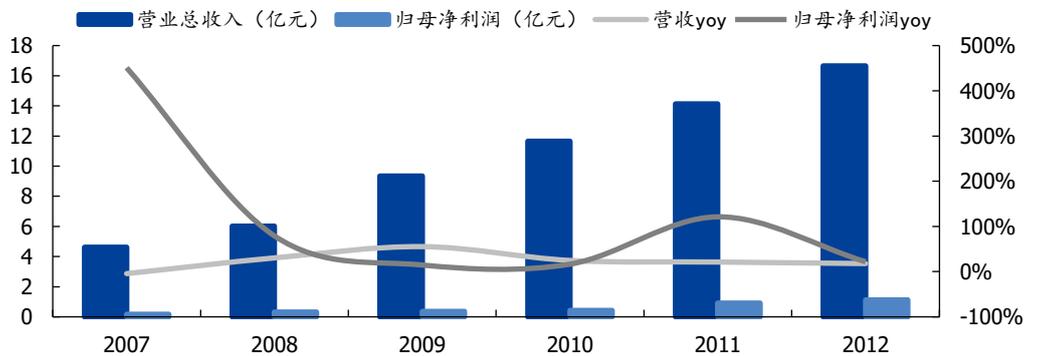
图表27: 2002-2007年公司产能不断提升



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 2003、2004、2006年公司年报未披露产能数据。

**品牌建设助推老白干酒迅速扩张。**公司持续推进品牌建设, 并完善营销组织架构。2008年, 老白干酒酿造工艺被列为“国家级非物质文化遗产”, “十八酒坊”被评定为“中国驰名商标”。2010年, 老白干成为上海世博会河北省参展唯一指定白酒, 并荣获“千年金奖”称号。2012年, 公司成立十八酒坊、大众酒、老白干高端三大事业部, 形成“十八酒坊”和“老白干酒”双品牌商业布局并取得显著成效。公司2007-2012年营收和归母净利润CAGR分别为29%/46%。

图表28: 2007-2012年公司营收和归母净利润CAGR分别为29%/46%

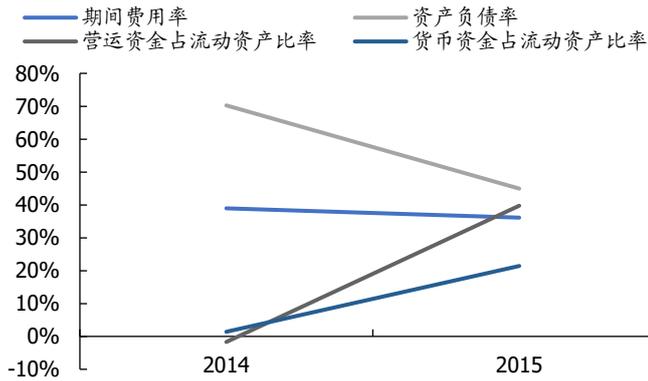


资料来源: iFind, 国盛证券研究所

## 2) 2013-2017年: 聚焦主业、推进混改

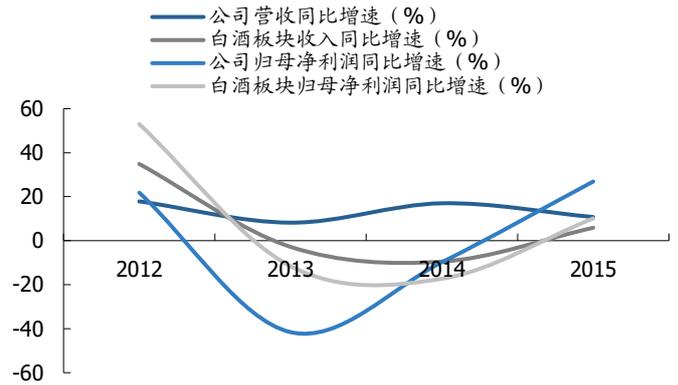
**白酒行业深度调整时, 公司积极实施混改助推扭亏为盈。**2013-2015年白酒行业受三公限制消费政策的影响, 白酒政务需求和中高档需求骤减, 行业步入低谷期。在此环境下, 公司聚焦酒业发展, 发力中高端酒, 同时积极实施内部混改。2013年, 公司推出大小青花系列产品, 定位中低端, 其中大青花40度500ml在美酒邦的参考价为55元/瓶。2014年, 老白干酒将种猪业务转让, 聚焦酒业发展。此外, 2014年公司引入战投和员工持股, 定向增发新股募集资金8.25亿元。定增前, 相较于同业, 公司营运资金较为紧张、资产负债率较高。定增募集资金主要用于偿还银行贷款和补充流动资金, 有助于改善公司财务状况和资本结构。在三年行业深度调整时, 公司依旧保持了收入增长, 收入增速领先于行业平均水平。2013-2015年公司营业收入同比分别+8%/+17%/+11%, CAGR为14%; 归母净利润同比分别-42%/-10%/+27%, CAGR为7%, 收入增速快于利润增速主要系费用投入侵蚀净利润。

图表29: 2015年定增完成助力公司财务状况改善



资料来源: iFind, Wind, 国盛证券研究所

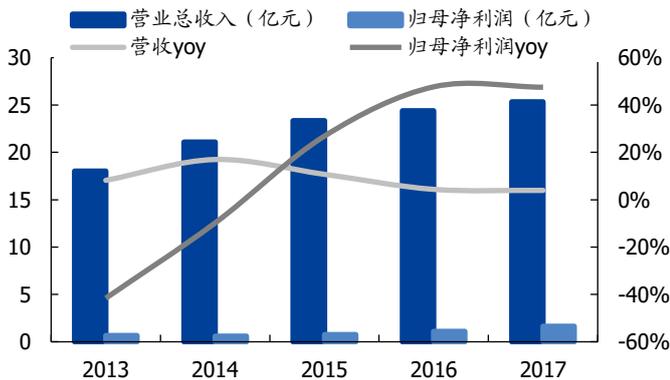
图表30: 2013-2015年公司营收同比增速快于行业平均水平



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

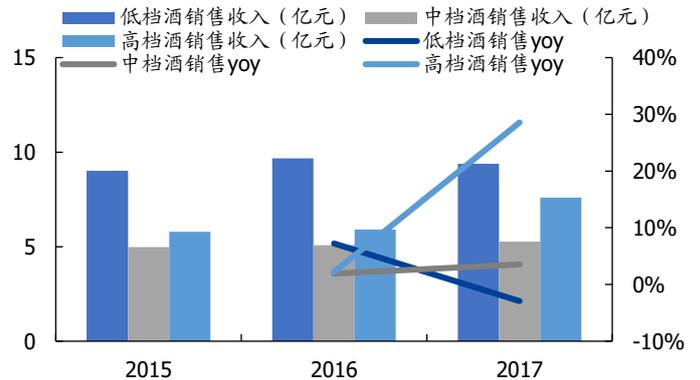
白酒行业复苏背景下, 公司推进产品结构升级。2015年起, 白酒行业受益于居民收入提升、大众消费升级, 开始复苏, 公司也逐渐推进产品结构升级, 2017年总经理王占刚在经销商大会上称公司要发力次高端。公司中高档酒销量不断增长, 2017年中档酒(40~100元)销售收入同比增长4%, 高档酒(100元以上)销售收入同比增长29%。2013-2017年公司营收和归母净利润CAGR分别为9%/26%。

图表31: 2013-2017年公司营收和归母净利润CAGR分别为9%/26%



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

图表32: 2015-2017年公司高中低档酒营收变化



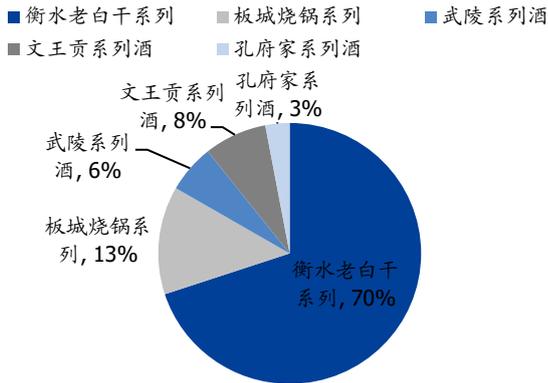
资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所 注: 公司以40元及以下为低档酒, 40~100元(含100元)为中档酒, 100元以上为高档酒。

## 2.3 2018年-至今: 收购丰联酒业, 多品牌发展布局

### 1) 2018-2021年: 收购丰联酒业, “一树三香”战略版图显形

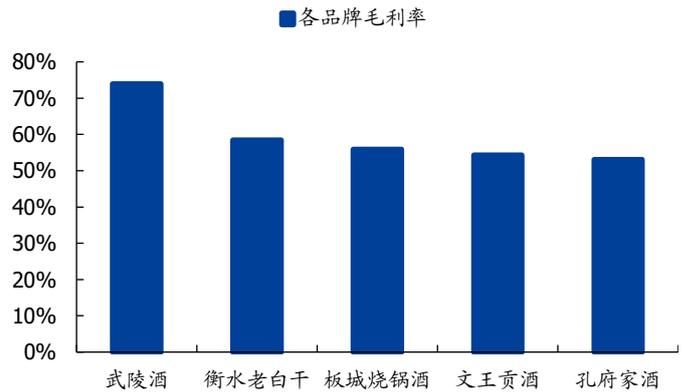
2018年, 公司收购丰联酒业旗下四家区域酒企。丰联酒业旗下包括武陵酒、文王贡酒、承德乾隆醉酒(板城酒业)、孔府家酒四家区域性白酒企业。公司以并购丰联酒业为契机, 形成“一树三香”香型互补的战略版图, 在不断增强河北省内市场竞争力的同时, 有序拓展省外市场。承德乾隆醉酒、孔府家酒、文王贡酒分别来自河北省、山东省和安徽省, 均以浓香型白酒为主, 主要在区域市场销售。武陵酒则来自湖南省, 是当地酱香型白酒代表, 也是全国七大名酒之一。

图表33: 2018年五大品牌营收占比



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表34: 2018年五大品牌毛利率



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

**武陵酒是湖南酱香名酒、全国十七大名酒之一，2018年公司入主后重获新生。**武陵酒厂前身为常德市酒厂，上世纪70年代初期，武陵酒厂开始试制酱香型白酒，在茅台酒工艺的基础上融入湖湘特色，形成“酱中带焦”独特口感，并命名为“武陵酒”。上世纪90年代末，受产品线老化、繁杂的开发产品低价扰乱市场等因素影响，武陵酒也一度陷入低谷，效益日趋下滑。公司2018年入主后，对武陵酒提出了更高的要求。如今的武陵酒在遵循“12987”传统坤沙酱酒工艺基础上，采取“提前下沙”“整粒泡酿”“高温制曲、高温堆积”三重技艺，增强了酒体风味。

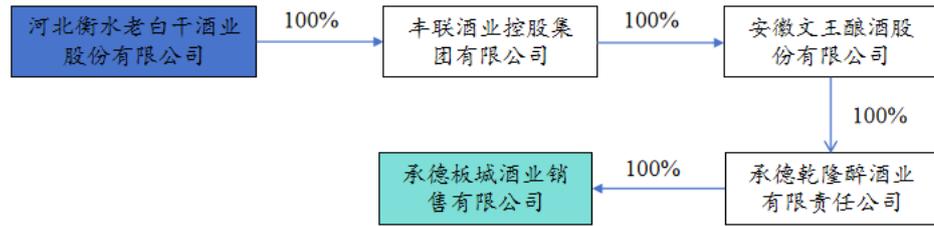
图表35: 武陵酒获得荣誉汇总

获得时间	荣誉概况
1981	在全国白酒质量现场会上，酱香白酒综合评分高于茅台0.54分荣获第一名
1989	第五届白酒评酒会上，武陵酒以酱香最高分再次力压茅台，荣获“中国名酒”称号并获国家金质奖，成为十七大名酒里最年轻的酒
1991	48度武陵酒荣获第二届北京国际博览会金奖
2010	代表湘酒入驻上海世博会
2011	荣获“中国驰名商标”

资料来源: 武陵酒公司官网, 红网, 国盛证券研究所

**乾隆醉板城烧锅酒是河北浓香名酒，与衡水老白干共同扛旗基酒振兴。**承德乾隆醉酒是北派浓香型白酒代表，在河北浓香型白酒市场中具有较高的市占率。其前身是有着几百年历史的庆元亨烧酒作坊，1956年择址重建后开启品牌化建设征程。承德乾隆醉板城烧锅酒发源于康熙五十六年，具有“酒体纯正、酒液清亮、窖香浓郁、落喉爽净”等特点。2018年公司入主后，承德乾隆醉构建了龍印与板城烧锅酒双品牌发展战略，和衡水老白干一同发力深耕河北市场，扩大区域市场优势。

图表36: 承德乾隆醉酒业公司股权结构



资料来源: iFind, 国盛证券研究所 注: 2024年10月11日公司公告拟吸收合并全资子公司丰联酒业控股集团; 吸收合并完成后, 丰联酒业的法人资格将被注销。本次吸收合并不会对公司的财务状况和经营成果产生实质性影响, 不涉及公司股本及股东变化, 也不会损害公司及全体股东的利益。

**文王贡酒是黄淮名酒带浓香典型代表, 在安徽阜阳具有较高的市占率。**安徽文王酿酒股份有限公司始建于1958年, 是黄淮名酒带浓香典型代表, 1988年竖起“文王贡酒、自家酿造”大旗。文王贡酒的生产工艺主要传承五谷酿酒古法, 以传统曲酒老五甑生产工艺为核心, 具有“窖香幽雅、绵柔爽净、回味悠长”的风格特点, 真实年份、绵甜香型、非遗酿造是文王的特有优势。文王贡酒的传统酿造技艺在2014年入选安徽省非物质文化遗产名录。文王在2022年启用新的LOGO“文王贡酒”, 并推出战略产品——皇宫宴。十四五期间, 文王在腰部价位聚焦打造文王年份系列, 在次高端价位重点布局皇宫宴。

**孔府家是山东浓香名酒, 在山东曲阜具有较高的市占率。**孔府家酒业有限公司坐落于孔子故乡山东曲阜。1958年, 国营曲阜县酒厂成立。1962年, 酒厂正式更名为“曲阜酒厂”。1985年, 曲阜酒厂成功研制出低度浓香型白酒——孔府家酒。孔府家酒传统酿造技艺在2013年5月入选山东省级非物质文化遗产名录。孔府家肩负着“酿造传世美酒、弘扬儒家文化”的企业使命, 主销产品包括“国、朋、德、府、陶”等涵盖高中低档的五大系列, 曾荣获“布鲁塞尔国际烈性酒大奖赛金奖”、“中国十大文化名酒”、“中国低度浓香型白酒著名企业”等荣誉称号, 在曲阜具有较高的市占率。

## 2) 2022年-至今: 深化内部改革, 实施股权激励

**高级管理人事变动, 赋能公司高质量发展。**2022年2月, 赵旭东接任武陵酒董事长, 张毅超担任武陵酒总经理; 同年4月, 王占刚辞去总经理职务, 聘任赵旭东为公司总经理。2023年5月, 公司董事会平稳换届, 核心人物刘彦龙和王占刚连任公司董事长和副董事长; 同年7月, 聘任贺廷昭为公司副总经理。新任管理团队中, 总经理赵旭东曾于子公司担任管理层要职, 深耕销售领域, 对市场变化的敏感度较高; 副总经理贺廷昭亦曾在老白干酒业系统内担任过多个销售职务, 曾任老白干营销有限公司副总经理和总经理, 具备丰富的市场营销和企业管理经验。

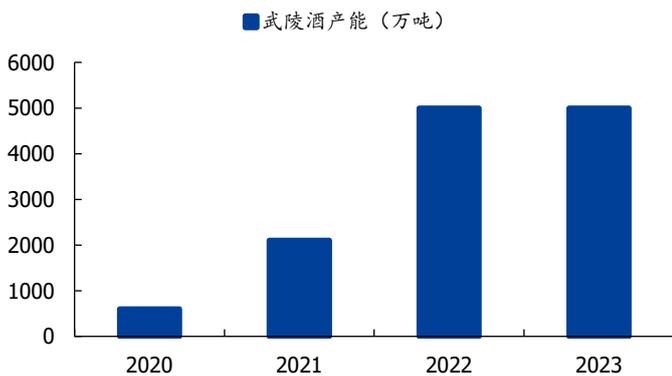
图表37: 公司现任管理团队核心成员

姓名	职务	起始任期	履历
刘彦龙	董事长	2013.11	历任老白干酒厂技术科科长、制曲车间主任、制曲分厂厂长、老白干酒厂二分厂厂长、党总支书记，兴亚饲料分厂厂长、党总支书记，河北衡水老白干酒业股份有限公司董事、副总经理、总经理、副董事长，衡水老白干营销有限公司董事长，河北衡水老白干酿酒（集团）有限公司党委副书记、副董事长、总经理、党委书记、董事长。
王占刚	副董事长	2013.11	历任河北衡水老白干酒业股份有限公司销售公司区域经理、总经理，河北衡水老白干酒业股份有限公司副总经理，衡水老白干营销有限公司总经理、董事长，河北衡水老白干酿酒（集团）有限公司董事、党委委员、副董事长、党委副书记、总经理、董事长，河北衡水老白干酒业股份有限公司总经理、副董事长、党委书记。
赵旭东	总经理	2022.04	历任衡水老白干酒厂销售公司石家庄办事处主任、邯郸分公司经理、石家庄大区经理，衡水老白干营销有限公司副总经理、总经理，河北衡水老白干酒业股份有限公司副总经理、党委副书记，河北衡水老白干酿酒（集团）有限公司党委副书记，至今兼任湖南武陵酒有限公司董事长。
贺廷昭	副总经理	2023.07	历任衡水老白干营销有限公司业务、衡水大区副经理、山西大区经理、衡水大区经理、河北事业部经理，衡水老白干营销有限公司副总经理、总经理。

资料来源: iFind, 国盛证券研究所

武陵酒深耕湖南省内市场的同时，2023年起大力推进省外拓展。多年来，武陵酒在湖南省内市场深耕细作，在省内26个重点城市持续发力。2023年初起，武陵酒大力推进省外拓展，将广东、河南等省份作为重点市场深度打造。武陵酒举办了多场品牌活动，如“德品三湘行”和“武陵王专项品鉴会”，在省内外市场推广武陵上酱、武陵王等大单品。为适应扩张产能需求，2021年起，公司推动武陵酒产能扩张，产能扩建前武陵酒产能为600千升，2021年一期项目建成后产能达2100千升；2022年二期建成后基酒产能达5000千升，为省内外拓展提供了坚实的产能支撑。

图表38: 武陵酒产能变化



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表39: 武陵上酱是武陵酒高端标杆产品, 建议零售价为2680元/瓶



资料来源: 武陵酒公司官网, 国盛证券研究所

## 2.4 股价复盘: 机制改善和管理优化为核心驱动力, 且带来显著超额

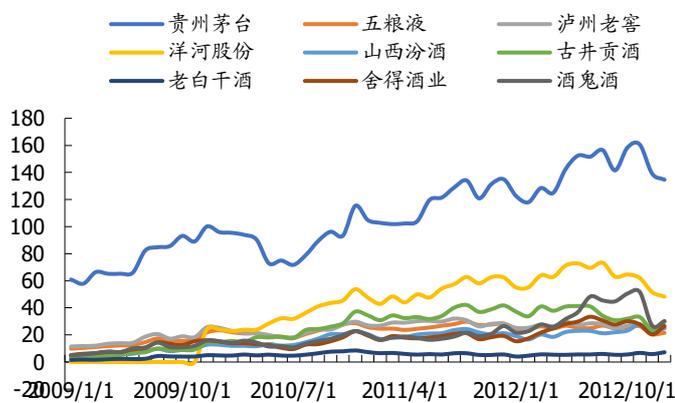
机制改善和管理优化是公司股价的核心驱动力。上轮行业低迷时公司收入和股价韧性突出。上轮2013-2015年行业深度调整期时, 公司收入增速快于行业平均, 主要因低档酒为主的产品结构契合当时需求, 叠加公司2014年推出员工持股计划; 期间公司股价累计上涨67%, 分别跑赢沪深300和白酒行业19pct/66pct。本轮2021年以来行业低迷

的背景下，公司于2022年再度推出股权激励，激发了内生改革动力。2021-2023年公司扣非净利润CAGR为33%，业绩弹性凸显，为股价提供支撑。

2010年1月1日至2024年12月31日，公司股价走势大体可分为以下5个阶段：

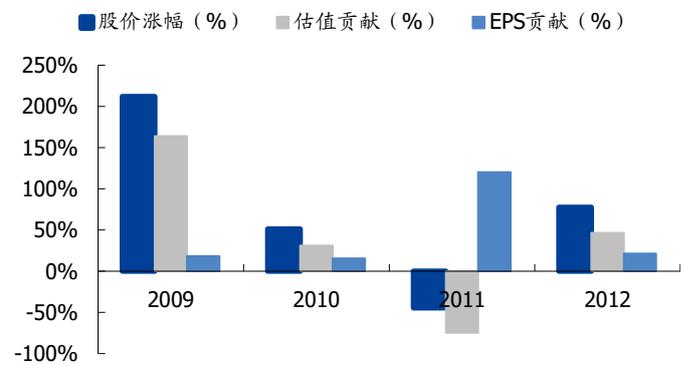
**1、2010年初-2012年底—白酒行业繁荣，公司股价上行，超额收益明显：**2010-2012年，公司年度股价涨幅为+51%/-45%/+78%；公司股价累计上涨49%，跑赢白酒板块30pct，跑赢沪深300指数78pct；PE（TTM）从174倍降至39倍。主要得益于：1）行业向好：2010-2012年是白酒行业10年发展黄金期的最后3年，市场需求较为旺盛，白酒销售价格上扬。2）业绩向好：2010-2012年公司基本EPS同比+15%/+120%/+21%，CAGR为63%。2010年和2012年股价涨幅高于EPS涨幅。此外，2011年公司股价下跌一方面系政府限制白酒涨价，短期带来一定利空；另一方面公司2011年4月披露2010年年报，2010年虽白酒业务收入增长稳健，但生猪养殖业务亏损，对股价有一定拖累；此外，公司二股东衡水京安集团持续减持。

图表40：2009-2012年区域酒股价大幅上涨（元/股）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

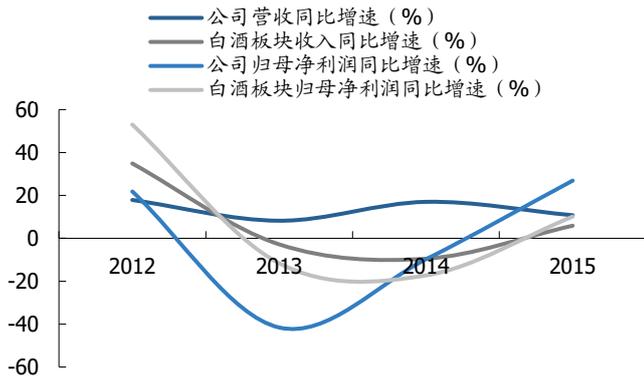
图表41：2009-2012年公司EPS和估值对股价的贡献



资料来源：Wind，国盛证券研究所

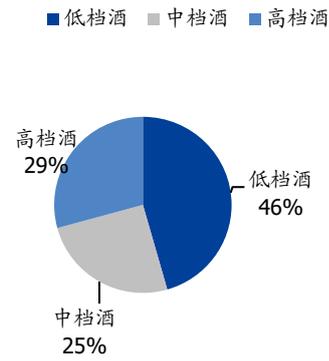
**2、2013年初-2015年底—白酒行业调整，公司股价坚挺，跑赢大盘和板块：**2013-2015年，公司年度股价涨幅为-28%/+91%/+22%；公司股价累计上涨67%，跑赢白酒板块66pct，跑赢沪深300指数19pct；PE（TTM）从39倍升至149倍。2013-2015年白酒行业因三公消费受限和酒鬼酒塑化剂事件冲击等深度调整，这期间白酒上市公司中公司股价累计涨幅排名第2（第1名为岩石股份）。主要得益于：1）业绩先于行业整体恢复：2013-2015年公司基本EPS同比-41%/-11%/+29%，CAGR为7%。2014年公司聚焦主业酒业，剥离猪肉业务。2014Q3，在白酒板块整体收入和归母净利润同比仍下滑的背景下，公司收入和归母净利润恢复同比正增长。2）产品结构契合行业需求：这期间白酒行业政务消费骤减，公司相较于同业产品结构较低，40元及以下的低档酒占比较高。3）公司实施混改：2014年底，公司发布员工持股计划（草案），募集8.25亿总额资金做定增混改，调动了员工积极性。

图表42: 2013-2015 年公司营收表现好于白酒板块



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表43: 2015 年公司产品结构较低



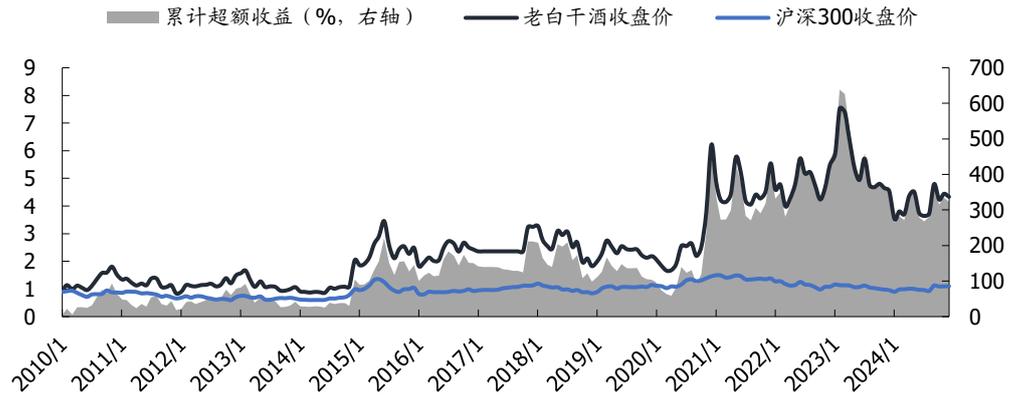
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 公司以 40 元以下 (含 40 元) 为低档酒, 40~100 元 (含 100 元) 为中档酒, 100 元以上为高档酒。

**3、2016 年初-2020 年底—白酒行业稳健，公司股价于 2020 年高涨，超额收益上涨：**  
2016-2020 年，公司股价累计上涨 150%，但跑输白酒板块 504pct，跑赢沪深 300 指数 110pct；PE (TTM) 从 149 倍降至 77 倍。公司股价上行主要得益于：1) 行业向好：2016 年起白酒行业受益于居民收入提升和消费升级，呈现出量平价增的状态；虽 2020 年受到外部环境冲击，但行业韧性十足。2) 公司收购丰联酒业：2018 年公司收购丰联酒业旗下 4 个白酒品牌，形成“一树三香、五花八放”的格局，公司发展开始步入新阶段。3) 公司推出股权激励：2022 年公司推出股权激励计划，内生经营逐渐改善。2016-2020 公司 EPS 的 CAGR 为 9%。但公司在这轮白酒上行周期中跑输板块，股价累计涨幅在同业中排名靠后。主要系：1) 区域竞争格局恶化：泸州老窖等省外名酒在河北起势，河北白酒高端价位市场被名酒品牌掌控。2) 公司盈利能力一般：公司净利润波动较大；虽毛利率属于行业正常水平，但是净利率受费用率拖累远远低于行业平均水平，且净利率提升速度较慢，现金流表现一般。

**4、2021 年初-2024 年 8 月底—白酒行业低迷，公司股价平平，略跑输大盘：**2021-2024 年 8 月底，公司股价累计下跌 40%，跑赢白酒板块 2pct，但跑输沪深 300 指数 4pct，PE (TTM) 从 77 倍降至 22 倍。主要系在宏观经济承压、居民消费力受损的背景下，白酒销售低迷，板块估值下挫明显；虽公司业绩依然稳健，但股价波动较为剧烈。这期间，公司股价自 2022 年 10 月底开始上行至 2023 年 3 月底的最高点，主要得益于国家防控放开，市场对消费的预期先于基本面恢复，带动白酒板块整体上行，同时 2023 年 3 月起公司旗下武陵酒开始加力拓展湖南省外市场，市场对武陵酒全国化有所展望；此后公司股价波动下行，主要在于白酒基本面承压，恢复节奏不及市场预期。此外，2023 年公司归母净利润同比下滑 6%，但扣非归母净利润同比增长 29%，主要系 2022 年公司收到土地收储补偿款使得非经常性损益较高。

**5、2024 年 9 月初-2024 年 12 月底—宏观政策转向积极，公司股价显著抬升，但略跑输大盘：**2024 年 9 月初-2024 年 12 月 31 日，公司股价累计上涨 16%，跑赢白酒板块 8pct，但跑输沪深 300 指数 2pct，PE (TTM) 从 22 倍升至 24 倍。主要受益于 2024 年 9 月 24 日起，政府发布降准、降息、降低存量房贷利率、降低二套房首付比、创设新的货币政策工具支持股票市场稳定发展等一揽子增量政策。中央加杠杆、稳增长的底层逻辑转变，显著提振了市场信心和情绪。

图表44: 2010年初至2024年12月底公司股价和累计超额收益走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 1.收盘价已经过指数化处理; 2.累计超额收益采用的是每月底相对于2010年1月1日累计的超额收益; 3.数据更新至2024年12月31日。

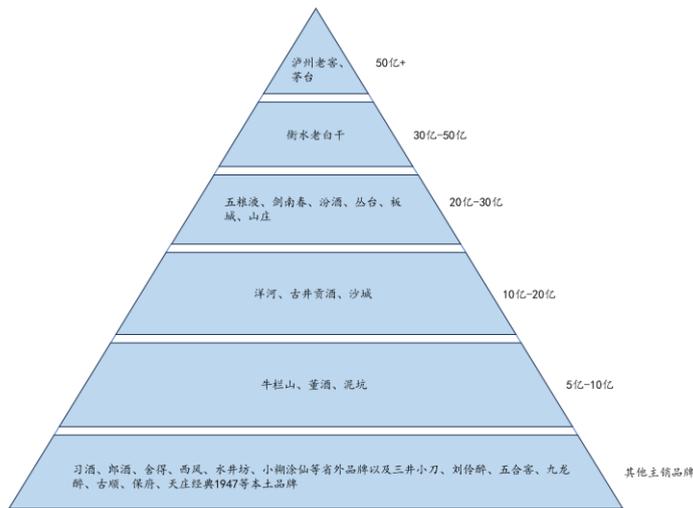
## 三、发展亮点一：河北产品升级稳扎稳打，次高端稳步放量

### 3.1 河北省白酒竞争激烈，地产酒中老白干规模第一

河北省白酒规模目前约 300 多亿元，主流价格带有所提升。据华夏酒报、酒说和名酒观察的数据，目前河北省白酒市场规模估计约 300 多亿元。近年来河北省大众消费主流价格带升至 100-200 元，商务消费主流价格带升至 300-400 元，主流价格区间上移明显，其中商务价格带的较高价位也与河北临近北京政治中心的区位因素有关。

河北白酒竞争激烈，我们估算外省品牌占据 70%以上市场份额。河北省茅五泸、剑南春、洋河、古井贡酒等名酒发展良好，在次高端及高端价位表现占优，尤其泸州老窖较为强势（低度国窖和低度老字号特曲在省内销售体量较大）。根据河北名品统计，2023 年河北省白酒制造业规模以上企业实现营业收入 72.75 亿元；假设 2023 年河北白酒市场规模为 300 亿元，我们估算河北本土酒企市场份额约为 24%左右。

图表45：河北省主销白酒品牌市场规模



资料来源：酒说，国盛证券研究所

河北地产酒中老白干规模位列第一。衡水老白干酒在华北地区具有较高的知名度、美誉度和市场占有率，生产规模和销售收入在河北省白酒行业内处于领先地位。根据河北名品统计，2023 年衡水老白干、承德乾隆醉酒业、山庄老酒 3 家企业合计实现营业收入、利润总额分别占全省规模以上白酒制造业的 54.22%、55.24%；2024H1 衡水老白干、邯郸丛台、山庄老酒、板城酒业等 7 家企业合计实现营业收入、利润总额占全省规模以上白酒制造业的 72.8%、66.43%。

### 3.2 衡水老白干是冀酒龙头，是公司利润率提升的第一驱动力

#### 1) 衡水老白干采用“衡水老白干”和“十八酒坊”双品牌运作

衡水老白干主要发力中高档产品，聚焦河北省内市场，省外市场战略性布局。衡水老白干产品线丰富，2001 年创立中高档子品牌“十八酒坊”后开启双品牌运作。2017 年以来衡水老白干聚焦中高档产品，低档产品逐渐收缩。目前衡水老白干主要战略单品为衡水老白干 1915、十八酒坊甲等 20、十八酒坊甲等 15、老白干古法 30、老白干古法 20。

- ◆ **老白干 1915**：主要定位于品牌拉动。2018 年衡水老白干 1915 上市，是为纪念“民国 1915 年衡水老白干在巴拿马万国博览会上获得甲等金奖”而推出的高端酒，同

时采用“喝老白干，不上头”的广告语，替代了过去的“衡水老白干，喝出男人味”。2025年1月10日39度500ml实际成交价约1688元/瓶。

- ◆ **十八酒坊甲等 20:** 定位高端商务用酒。2025年1月10日39度480ml实际成交价约685元/瓶。甲等20采取合伙人制度，助推产品销售。
- ◆ **十八酒坊甲等 15:** 定位为更舒适的高端商务用酒。甲等15于2006年上市，2023年12月第七代甲等15焕新上市，2025年1月10日39度480ml实际成交价约365元/瓶。新版酒瓶主色调为金色和深红色，有助于增加婚宴消费场景。七代甲等15高端联盟模式不变，同时强化价格管理、优化层级支持结构、重构利润体系。其中“高端联盟”是甲等15特有的渠道创新模式，即终端客户形成股东联盟，联盟成员共定策略、共建市场、共享收益；强化价格管理主要指根据终端店客户需求来签约，并加大对单店价格违规的处罚力度。
- ◆ **老白干古法 30:** 主要面向商务场景，2025年1月10日39度500ml实际成交价约799元/瓶。
- ◆ **老白干古法 20:** 主要面向商务场景，2025年1月10日39度500ml实际成交价约517元/瓶。2006年第一代古法20上市，2024年6月第六代古法20焕新上市。

图表46: 衡水老白干三大核心主推产品

衡水老白干 1915 39/53.9/67 度	十八酒坊甲等 20 39 度	十八酒坊甲等 15 39 度
零售价: 1688/2488/3288 元	零售价: 685 元 (480ml)	零售价: 365 元 (480ml)



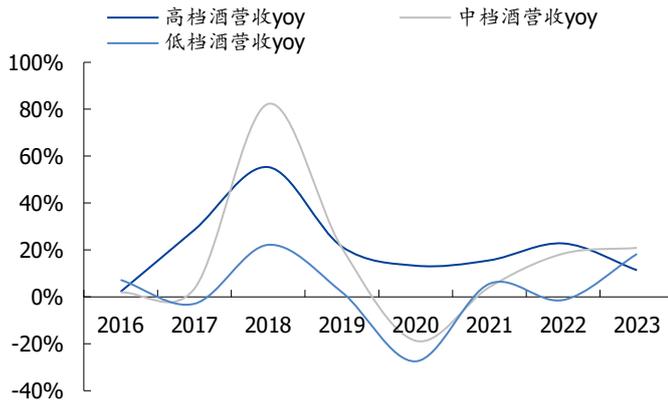
资料来源: 公司官网, 淘宝, 天猫官方自营店, 国盛证券研究所 注: 数据更新至2025年1月10日。

## 2) 衡水老白干推进产品结构升级, 组织和渠道模式不断优化

**2018年衡水老白干步入“改革之年”。**近些年公司着力提升品牌价值，同时持续优化组织架构和产品线以推进品牌精细化运作。

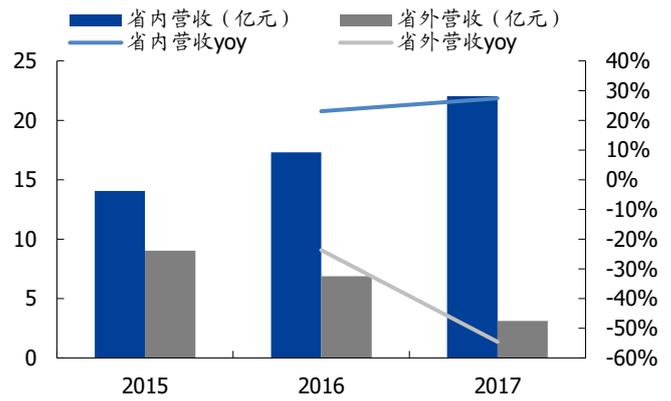
- ◆ **1) 文化宣传、品牌提升:** 2018年公司推出“喝老白干不上头”的战略定位，替代了使用多年的“衡水老白干，喝出男人味”。2022年品牌战略定位升级为“甲等金奖，大国品质”。自2019年以来，衡水老白干通过举办一年一度的酒文化节，助推文化宣传。除了酒文化节，老白干还举办了文化论坛、健康论坛、经济健康大讲堂等，在音乐、艺术等领域进行跨界合作，如举办甲等十八酒坊金奖明星演唱会，吸引了年轻消费者的同时强化了品牌的文化价值和市场竞争力。
- ◆ **2) 产品聚焦、结构升级:** 2017年起公司主动缩减中低档产品线，重心转移至中高档产品，聚焦核心产品，实施大单品战略。2018年公司开启高端化之路，推出定价1688元的“衡水老白干1915”。近些年公司聚焦三大战略单品——1915、甲等20、甲等15。目前甲等15在石家庄、沧州、唐山、秦皇岛等地销售态势良好。

图表47: 公司高中低档酒收入增速走势



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 2018年完成收购丰联酒业, 2018年起高档低档酒含衡水老白干之外的其他四个品牌。

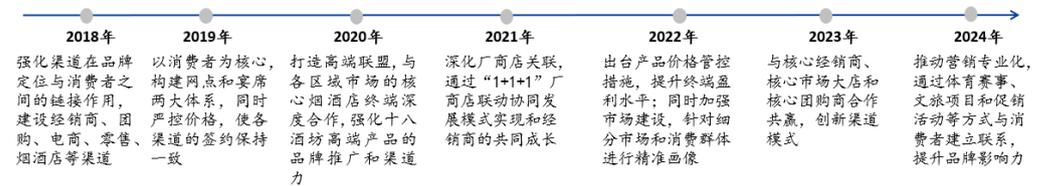
图表48: 公司聚焦河北省, 省外收缩战线重点突破



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

- ◆ **3) 组织优化、精细运作:** 公司在组织架构上进行调整, 2023年公司成立高端酒事业部。目前高端酒事业部、十八酒坊事业部、创新酒事业部一起精细化运作各品牌。
- ◆ **4) 渠道深耕、模式优化:** 衡水老白干渠道推广模式的重心一是“传统厂-商-店”模式升级, 即构建BC一体的营销模式; 二是“体验店平台+助销模式”, 聚焦核心产品, 注重品牌、工艺、文化方面内容的表达, 并在全国各省份选择省级平台商, 之后的产品动销由衡水老白干全程助推, 通过标准化的动作赋能体验店运营、营销, 实现多方共赢。公司持续优化渠道模式, 例如甲等15采用“高端联盟”这一渠道创新模式, 即终端客户形成股东联盟, 联盟成员共定策略、共建市场、共享收益。

图表49: 衡水老白干 2018年至今渠道模式不断优化



资料来源: 公司官网, 酒说, 衡商总会, 河北名品, 东方网, 国盛证券研究所

### 3.3 板城烧锅, 河北浓香区域酒, 省内发展稳健

板城烧锅酒地处河北, 为浓香型白酒, 产品价位覆盖全面, 省内发展势头稳健。**1) 规模:** 板城烧锅酒营收占比仅次于衡水老白干系列, 近年发展稳定, 2018-2023年营收由4亿元增长到10亿元(CAGR为17%), 营收占比由2018年的12%增长到2023年的18%。**2) 结构:** 全价位覆盖, 推进结构向上, 聚焦300元以上高档产品龙印系列、100-300元中档产品和顺系列、以及100元以下大众酒蓝柔系列, 核心产品是600多元的“盛世龙印”(聚焦大企业/团购商)、400元左右的“太平龙印”(流通化运作)、200多元的“和顺1956”和100多元的“和顺1975”。**3) 渠道:** 大本营位于河北承德, 主销区为京津

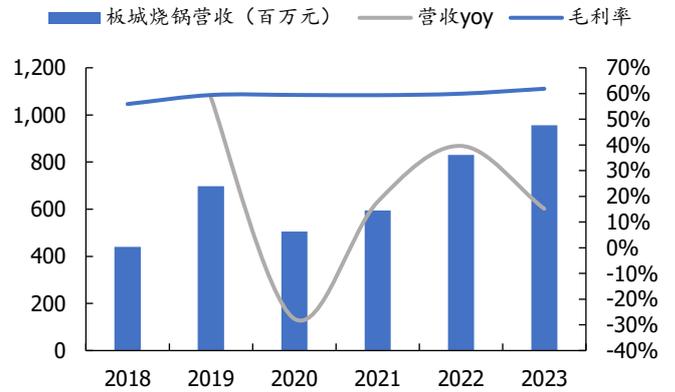
冀，河北省内县级市场基本全覆盖（冀北市场基础较稳固，冀南石家庄为样板市场），持续打造局部优势市场。

图表50: 板城烧锅酒主推产品展示

产品定位	产品系列	主打单品	容量 (ml)	度数	零售价 (元/瓶)
高档产品 (300元以上)	龍印系列	龙印50	500	53	3999
		金奖龙印	500	52	1500
		盛世龙印	500	39	675
		太平龙印	500	39	400
中档产品 (100-300元)	客号系列	壹号窖	500	38	220
		贰号窖	500	38	150
		叁号窖	500	38	100
	和顺系列	板城和顺1956	450	39/52	245/270
板城和顺1975		450	38	115	
板城和顺1975喜庆装		450	38	140	
低档产品 (100元以下)	蓝柔系列	蓝柔	450	36/39	55
		红柔	450	36	78

资料来源: 京东商城, 国盛证券研究所 注: 数据更新至2024年12月27日。

图表51: 2018-2023年板城烧锅营收和毛利率情况



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

## 四、发展亮点二：武陵酒以点带面稳步拓展，助力盈利提升

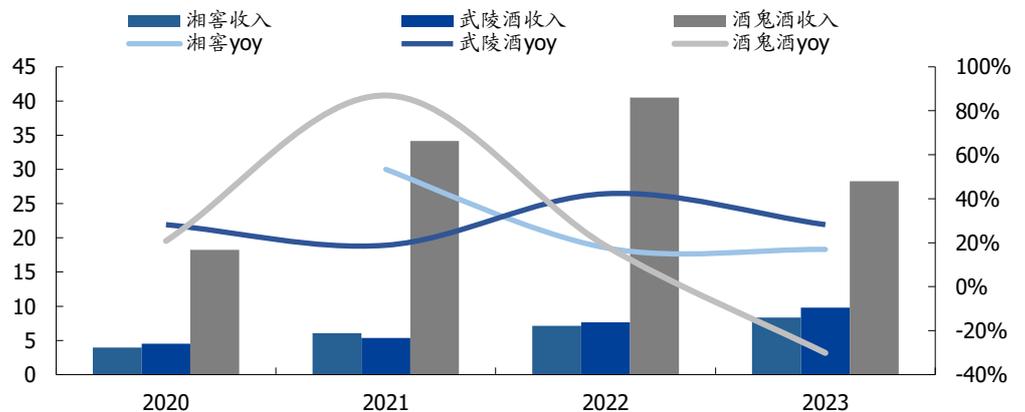
### 4.1 湖南省酱酒氛围逐渐提升，武陵酒是湖南本土酱酒龙头

湖南白酒市场规模约为 280 亿元，湘酒市场份额接近 30%。湖南是白酒消费大省，根据湖南省酒业协会数据，湖南省人均白酒消费接近全国人均的 2 倍，目前湖南白酒市场规模估计约 280 亿元。湖南省外来名酒规模占优，川酒和黔酒规模较大，其中茅五泸、洋河、剑南春等品牌发展良好。湘酒市场规模约 80 亿元，占湖南白酒市场份额约 29%。酒鬼酒、湘窖酒业和武陵酒是湘酒龙头代表企业，分别为湘西州、邵阳、常德白酒产区龙头。从香型来看，湖南白酒市场呈现出浓香领跑、酱香增加、馥郁香稳中有升的特点。

湖南省政府力推振兴湘酒，有望助力湘酒规模提升。2022 年，“振兴湘酒”首次写进湖南省政府工作报告，到 2025 年，湘酒将打造成成年销售额突破 500 亿元的产业，湘西州、邵阳、常德将打造成为产值超 100 亿元白酒产业优势产区。

湖南白酒市场酱酒份额逐渐提升，武陵作为本土酱酒龙头发展势头向好。近年湖南酱酒消费氛围稳步提升，茅系酱酒、郎酒、习酒、珍酒、国台等品牌在湖南具体一定市场规模。湘酒方面，酒鬼酒收入规模位列湘酒第一，产品为馥郁香型。湘窖产品包含浓香、酱香和兼香多香型。武陵酒为酱香型，近年规模近年稳步提升。2022 年，武陵酒收入规模超过湘窖，在湘酒中排名第二，是湖南本土酱酒龙头。2023 年武陵酒收入约 10 亿元，占湖南白酒市场的份额约 3%。

图表52: 近年湘酒规模逐步提升，2022年起武陵酒收入规模排名湘酒第二位(亿元、%)



资料来源：公司年报，珍酒李渡公司年报，酒鬼酒公司年报，国盛证券研究所

### 4.2 武陵是湖南酱酒龙头，是公司利润弹性释放的第二驱动力

武陵酒在好品牌故事+强产品品质+高渠道利润的助力下发展较快。1) 品牌方面，武陵酒是中国十七大名酒之一，有“三胜茅台”的佳话，在大本营常德消费者认可度颇高。武陵酒产品品质较好，上酱、武陵王等高端产品均使用 10 年以上基酒。2) 渠道方面，武陵酒 2015 年首创终端直达模式，减少了渠道利益分配和信息传递环节，推广政策和费用能更精准地落点到直控终端，保障了终端较高的渠道利润。3) 营收方面，武陵酒在公司各产品系列中营收增长最快，2018-2023 年营收由 2 亿元增长到 10 亿元 (CAGR 为 38%)，占公司营收比例由 2018 年的 5% 提升至 2023 年的 19%。

图表53: 武陵酒大事记



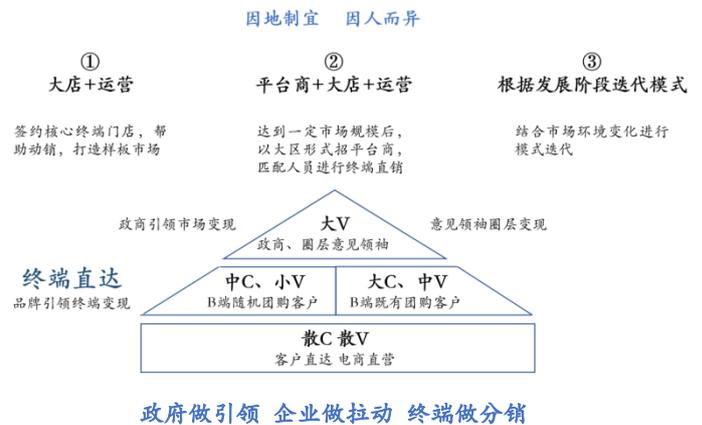
资料来源: 公司公告, 公司官网, 红网, 糖酒快讯, 名酒观察, 云酒头条, 国盛证券研究所

图表54: 武陵酒主推产品展示

产品定位	产品系列	主打单品	容量 (ml)	度数	零售价 (元/瓶)
高端 (800元以上)	极客系列	极客匠人匠心	1000	53	4299
		极客琥珀1000ml	1000	53	2199
		极客琥珀509	509	53	1099
	普系列	武陵元帅	500	53	9980
		五星上普	680	53	6880
次高端 (300-800元)	普系列	武陵上普	500	53	2680
		武陵王 (区外版)	500	53	1680
	武陵中普	武陵中普	500	53	880
		武陵少普	500	53	680
中端 (100-300元)	武陵飘香系列	武陵飘香 (30周年纪念版)	500	53	599
		武陵飘香 (尊享版)	500	53	268
		武陵飘香	500	53	188

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所 注: 图中为零售指导价

图表55: 武陵酒渠道模式迭代过程



资料来源: 20230410 《一树三香美美与共——中国酒业品类发展大会》, 国盛证券研究所

### 1) 聚焦高端酱酒, 省内仍有较大成长空间

武陵酒产品结构较高, 毛利率也居于同业前列。武陵酒聚焦高端酱酒, 千元以上价位产品的占比超过 70%, 主要包括元帅、上普、武陵王、极客琥珀和一部分高端定制产品, 其中价位在 2000 元以上的上普占比达 30%。普系列是武陵酒主推系列, 核心单品包括武陵元帅、武陵王、武陵上普、武陵中普、武陵少普等, 价格多在千元以上。极客系列聚焦政商场景, 主打高端白酒定制化和差异化, 价格在千元以上。飘香系列定位中端产品, 主要覆盖大众宴席和自饮场景, 定价 300 元以内。

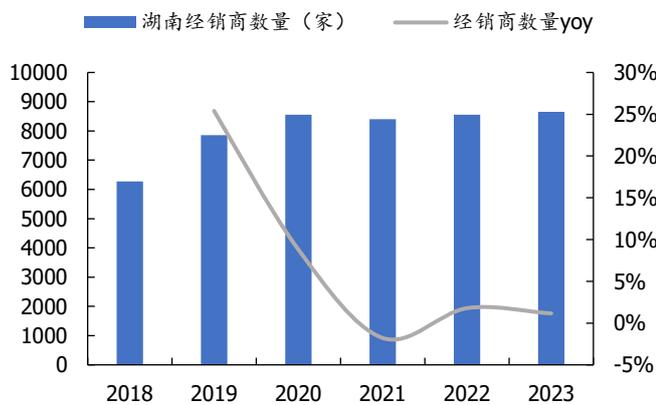
以上普和武陵王做品牌拉动, 中普和琥珀是增量贡献主力。上普是武陵酒的形象标杆产品, 定位于品牌拉动, 执行配额制, 在量价策略中价格是第一位。中普和琥珀作为武陵酒腰部价位的主推产品, 分别面向老酱民和浓转酱年轻群体, 是武陵酒的增量主力。

- 上普: 主要定位于品牌拉动。由 15 年以上原浆酒调制而成, 2025 年 1 月 10 日 53 度 500ml 零售指导价为 2680 元/瓶, 终端实际成交价约为 2280 元/瓶。
- 武陵王: 1995 年面世, 2018 年新装上市。酒体采用 12 年以上 3、4、5 轮次基酒, 加入 18 年以上老酒。2025 年 1 月 10 日 53 度 500ml 零售指导价为 1680 元/瓶, 终端实际成交价约为 1345 元/瓶。
- 中普: 由 9 年以上原浆酒调制而成, 2025 年 1 月 10 日 53 度 500ml 零售指导价为 880 元/瓶, 终端实际成交价为 687 元/瓶。

- ◆ 少酱：由6年基酒调制而成，2025年1月10日53度500ml零售指导价为680元/瓶，终端实际成交价为453元/瓶。
- ◆ 琥珀：定位高端酱酒，主要面向年轻商务精英，由13年以上原浆酒调制而成，包装为透明水晶瓶，颇具特色。2015年琥珀面世，2022年琥珀焕新上市。2025年1月10日53度509ml零售指导价为1099元/瓶，终端实际成交价为820元/瓶。

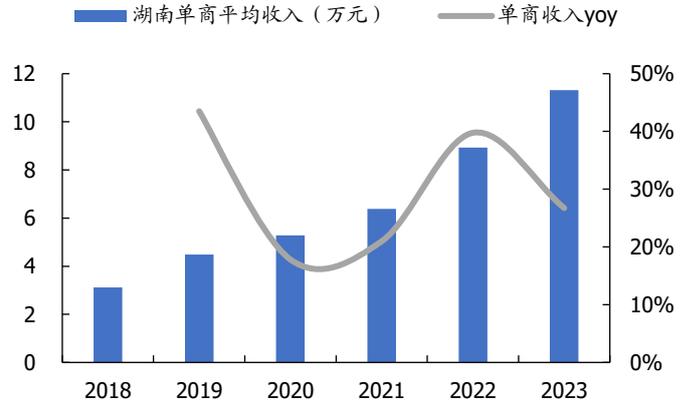
省内仍有不小成长空间，省外点状突破逐渐上量。省内方面，武陵酒核心市场位于湖南常德和长沙，其中常德作为武陵酒大本营，销售额占比最大，根据公司年报，2022年以来湖南省收入占武陵事业部收入比重在96%~100%。多年来武陵酒主要在湖南省内发展，先由常德向省会长沙拓展，2020年起公司加大湖南省内地州的开发力度，在郴州、衡阳、益阳、株洲等地级市纵深铺开，逐渐起量。省外方面，2022年9月起正式开始省外布局，在广东、福建、河南、河北等省份加大开发力度，点状突破。

图表56: 2018-2023年武陵酒经销商数量波动提升



资料来源：公司年报，国盛证券研究所 注：公司披露的湖南经销商数量主要指的是武陵酒经销商。

图表57: 2023年武陵酒单商平均收入规模提升至11万元



资料来源：公司年报，国盛证券研究所 注：公司披露的湖南经销商数量主要指的是武陵酒经销商。

## 2) 武陵酒产能扩张完成，基酒产能可充分支撑省内外放量

武陵酒产能扩张完成，基酒产能可支撑省内外放量。武陵酒的基酒产能原为600千升。武陵酒2021年9月一期扩建投产1500千升；2022年9月新厂一期正式投产，武陵酒基酒产能达到5000千升。武陵酒坚持真藏实储，采用5+1+1+3的管理制度，即1年酿造，5年储存，3个月瓶储，一罐备一罐。因此武陵酒在2021-2022年陆续投产后，预计到2026年左右才能释放对应的成品酒产能。

图表58: 2021-2022年武陵酒基酒产能快速从600千升提升至5000千升



资料来源：公司公告，国盛证券研究所 注：数据为武陵酒基酒产能。

## 五、发展亮点三：多品牌多区域布局，安徽和山东稳步拓展

### 5.1 文王贡酒，徽酒六朵金花之一，产能扩张和市场布局步伐快

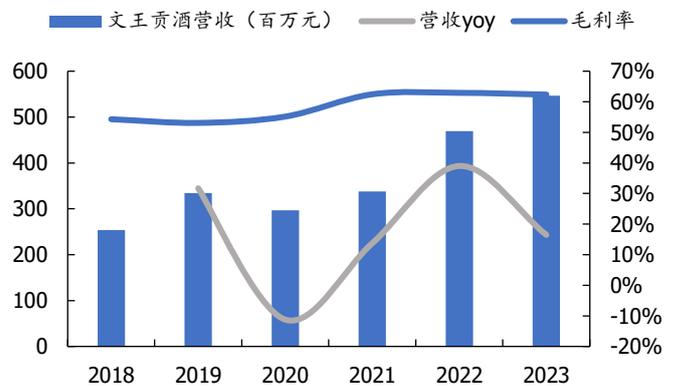
文王贡酒为徽酒六朵金花之一，近年推进产品升级，积极布局市场。**1) 规模：**文王贡酒营收规模及增速在公司各品牌中排名中等，2018-2023年营收由3亿元增长到5亿元（CAGR为17%），占公司营收比例由2018年的7%提升至2023年的10%。文王贡酒2022年营收增速为39%，2023年营收增速环比放缓至16%。**2) 结构：**文王贡酒为绵甜型风格的浓香白酒，主推产品包括皇宫宴系列、人生系列、年份专家系列，持续打造专八、不惑两支亿元级大单品，聚焦200-300元安徽主流价格带，布局500元次高端价格带。2023年公司推出以周文王时期制礼文化为基础的皇宫宴系列三大新品“皇宫宴·礼”、“皇宫宴·宴”、“皇宫宴·盛宴”，均布局千元高端价位带，标志着公司产品体系的进一步升级。**3) 渠道：**基地市场位于阜阳市临泉县，公司计划保卫临泉消费升级、进攻阜阳市区，并逐步向阜阳周边、合肥及其他周边县市辐射，通过省内点状扩张和省外优商布局，进一步在徽酒中稳固地位。

图表59：文王贡酒主推产品展示

产品系列	主要单品	容量 (ml)	度数	零售价 (元/瓶)
皇宫宴系列	皇宫宴·盛宴	3000	52	4199
	皇宫宴·礼30	500	52	1388
	皇宫宴·宴20	500	52	899
人生系列	人生·甲子	500	52	899
	人生·天命	1000	50	640
	人生·不惑	500	42/50	165/183
	人生·而立	500	40/50	128/143
年份专家系列	专20	500	50	550
	专12	429	40.8	150
	专12 (婚喜宴)	480	40.8	120
	专9 (婚喜宴)	480	40.8	115
文王贡系列	文15	500	42	308
	文12	500	40.8	188

资料来源：京东商城，国盛证券研究所 注：数据更新至2025年1月2日。

图表60：2018年-2023年文王贡酒营收 CAGR 为 17%，毛利率略提升



资料来源：公司年报，国盛证券研究所

### 5.2 孔府家酒，山东浓香区域酒，市场布局逐步优化

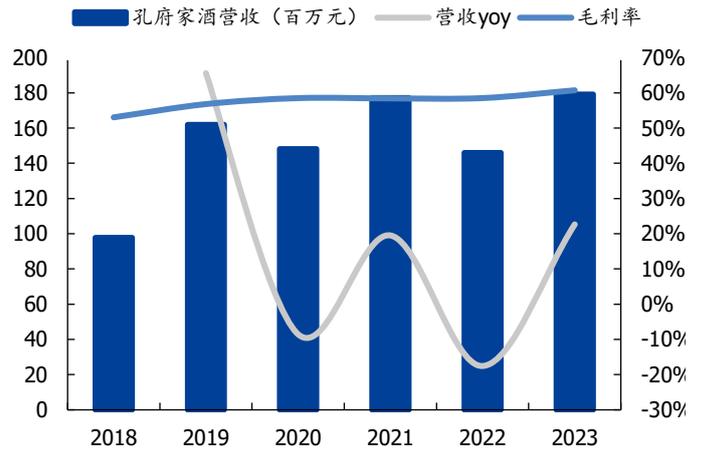
孔府家酒是地处山东曲阜的浓香型区域酒，当前规模较小，拥有较大发展潜力。孔府家酒营收规模在公司各品牌中居于末尾，近年来发展较稳定，2018-2023年营收由1亿元增长到2亿元（CAGR为13%），占公司营收比例在3%~4%左右小幅波动。产品方面，孔府家酒全价位覆盖，但主销产品价格相对较低（400元以下），产品包括千元以上高端酒“国礼”系列、300-600元中高端酒“朋”系列、百元以下低端酒“陶”系列等。渠道方面，孔府家酒在基地市场曲阜继续保量提质，并进一步向济宁地区县市拓展。

图表61: 孔府家酒主推产品展示

产品定位	产品系列	主要产品	容量 (ml)	度数	零售价 (元/瓶)	
高档产品 (300元以上)	国礼系列	中国礼	1000	52	2049	
		朋自远方系列	朋 15	500	52	419
			朋 9	500	52	279
中档产品 (100-300元)	子约系列	朋 6	500	36	179	
		子约国潮版	500	52	119	
	子约系列	子约原浆酒	500	65	149	
		子约畅饮版	500	40.8	109	
	德系列	折桂	475	36	107	
	府藏系列	府藏 8	475	52	128	
低档产品 (100元以下)	陶系列	赤陶 9	500	52	79	
		赤陶 6	500	52	49	
		彩陶	500	52	49	
		经典大陶	500	52	37.8	

资料来源: 京东商城, 国盛证券研究所 注: 数据更新至 2024 年 12 月 31 日。

图表62: 2018年-2023年孔府家酒营收 CAGR 为 13%, 毛利率略提升



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

## 六、盈利预测：业绩弹性延续，给予“买入”评级

### 6.1 收入拆分与盈利预测

**营业收入：**我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 56.0/61.7/67.8 亿元，同比分别增长 6.6%/10.2%/9.9%。

**1) 衡水老白干系列：**衡水老白干系列以甲等 15、甲等 20、1915 为核心产品，当前甲等 15 和甲等 20 在石家庄市等地已经开始起势，未来有望在公司稳步推进消费者培育、不断优化经销商布局的推动下，在河北省持续稳健放量。我们预计衡水老白干系列 2024-2026 年收入分别为 25.7/27.9/30.2 亿元，同比分别增长 9.2%/8.7%/8.2%。

**2) 板城烧锅酒系列：**板城烧锅以 800 多元的“盛世龙印”和占据市场百元价格带优势的“板城和顺 1975 产品群”为核心，不断推进结构优化升级，持续打造局部优势市场。我们预计板城烧锅酒 2024-2026 年收入分别为 10.5/11.4/12.3 亿元，同比分别增长 10.2%/8.2%/8.1%。

**3) 武陵系列酒：**武陵酒立足于常德市和长沙市，在湖南省不断打造局部优势市场，2023 年开始发力省外拓展，未来次高端及以上产品有望在省内外稳步放量。我们预计武陵酒 2024-2026 年收入分别为 11.3/12.4/13.6 亿元，同比分别增长 15.0%/10.0%/10.0%。

**4) 文王贡系列酒：**文王贡酒持续打造专八、不惑两支亿元级大单品，聚焦 200-300 元安徽省主流价格带，布局 500 元次高端价格带；立足阜阳市和合肥市，逐步向全省扩张。我们预计文王贡酒 2024-2026 年收入分别为 5.8/6.7/7.7 亿元，同比分别增长 6.1%/15.4%/14.3%。

**5) 孔府家系列：**孔府家酒发力次高端价位，不断推进产品结构和经销商体系优化升级，立足曲阜市向周边区域拓展，未来有望保持稳健增长。我们预计孔府家酒 2024-2026 年收入分别为 2.4/3.0/3.7 亿元，同比分别增长 32.5%/25.1%/23.0%。

**毛利率：**随着产品结构逐渐改善，公司毛利率有望逐渐小幅提升。我们预计 2024-2026 年公司毛利率分别为 66.4%/66.8%/67.4%。

**费用率：**1) 销售费用率：考虑公司管理效能不断提升和渠道改革带来销售效率的提升，以及收入不断增长，销售费用率预计将逐渐下降，我们预计公司 2024-2026 年销售费用率分别为 25.0%/24.0%/23.5%。2) 管理费用率：考虑公司收入规模不断提升带来规模化效应，以及公司改革成效显现推动管理效率提升，管理费用率预计逐渐下降，我们预计公司 2024-2026 年管理费用率分别为 6.8%/6.3%/5.8%。

**净利率：**虽目前公司净利率水平相较于同业较低，但考虑公司产品结构升级稳步推进、高毛利率的武陵酒稳步放量，加之公司控费提效有望带来费用率逐渐下降，我们预计公司净利率有望逐渐提升。我们预计公司 2024-2026 年归母净利率分别为 15.2%/16.6%/17.8%。

综上，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 56.0/61.7/67.8 亿元，同比分别增长 6.6%/10.2%/9.9%；归母净利润分别为 8.5/10.2/12.0 亿元，同比增长 28.1%/19.9%/17.8%；扣非归母净利润分别为 8.1/9.8/11.7 亿元，同比增长 32.6%/20.8%/18.5%；对应摊薄 EPS 分别为 0.9/1.1/1.3 元/股。

图表63: 公司业绩拆分和盈利预测

产品	项目	2023A	2024E	2025E	2026E
衡水老白干系列	营业收入(亿元)	23.6	25.7	27.9	30.2
	同比增速	10.0%	9.2%	8.7%	8.2%
	毛利率	62.4%	63.2%	63.5%	64.0%
板城烧锅酒系列	营业收入(亿元)	9.6	10.5	11.4	12.3
	同比增速	15.1%	10.2%	8.2%	8.1%
	毛利率	61.8%	62.4%	62.8%	63.5%
武陵系列酒	营业收入(亿元)	9.8	11.3	12.4	13.6
	同比增速	28.2%	15.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	80.9%	80.5%	81.0%	82.0%
文王贡系列酒	营业收入(亿元)	5.5	5.8	6.7	7.7
	同比增速	16.5%	6.1%	15.4%	14.3%
	毛利率	62.4%	62.0%	62.5%	63.0%
孔府家系列	营业收入(亿元)	1.8	2.4	3.0	3.7
	同比增速	22.7%	32.5%	25.1%	23.0%
	毛利率	60.7%	60.2%	60.5%	61.0%
合计	总营业收入(亿元)	<b>52.6</b>	<b>56.0</b>	<b>61.7</b>	<b>67.8</b>
	同比增速	<b>13.0%</b>	<b>6.6%</b>	<b>10.2%</b>	<b>9.9%</b>
	毛利率	<b>67.2%</b>	<b>66.4%</b>	<b>66.8%</b>	<b>67.4%</b>
归母净利润(亿元)		<b>6.7</b>	<b>8.5</b>	<b>10.2</b>	<b>12.0</b>
同比增速		<b>-5.9%</b>	<b>28.1%</b>	<b>19.9%</b>	<b>17.8%</b>
扣非归母净利润(亿元)		<b>6.1</b>	<b>8.1</b>	<b>9.8</b>	<b>11.7</b>
同比增速		<b>28.6%</b>	<b>32.6%</b>	<b>20.8%</b>	<b>18.5%</b>
销售费用率		27.2%	25.0%	24.0%	23.5%
管理费用率		7.9%	6.8%	6.3%	5.8%
归母净利率		12.7%	15.2%	16.6%	17.8%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 6.2 估值与投资建议: 股权激励落地激发内生改革动力, 给予“买入”评级

2022年公司股权激励落地, 激发了内生改革动力, 从管理效能提升、产品结构升级、市场份额扩张三方面看边际改善颇为明显。在白酒行业处于周期切换的关键节点时, 公司近两年展现出领先于行业的业绩表现, 在品牌本土认知度高+产品纵深优势强+渠道掌控力强+小区域高占有的助力下呈现出势头向上、优势强化、份额提升的趋势, 未来业绩有望继续稳健增长。我们预计公司2024-2026年营业收入分别为56.0/61.7/67.8亿元, 同比分别增长6.6%/10.2%/9.9%; 归母净利润分别为8.5/10.2/12.0亿元, 同比增长28.1%/19.9%/17.8%; 扣非归母净利润分别为8.1/9.8/11.7亿元, 同比增长32.6%/20.8%/18.5%; 对应摊薄EPS分别为0.9/1.1/1.3元/股。

基于白酒行业的竞争格局, 我们选取区域龙头酒企与公司做比较, 综合考虑营收规模、利润规模、产品类型、产品价格带相似或相近、市场布局等因素, 我们在白酒上市公司中选择山西汾酒、洋河股份、今世缘、古井贡酒、迎驾贡酒、口子窖作为可比公司。考

虑公司处于成长期，我们使用 PEG 估值，可比公司 2024 年 PEG 平均为 1.1，公司 PEG 目前为 0.8，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表64: 可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价(元)	EPS (元/股)			PE			PEG
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2024E
600809	山西汾酒	173.9	8.6	10.1	11.4	20.3	17.3	15.3	1.0
002304	洋河股份	80.9	6.6	5.8	5.8	12.2	13.9	14.0	-
603369	今世缘	43.8	2.5	2.9	3.3	17.4	15.0	13.2	1.0
000596	古井贡酒	167.5	8.7	10.7	12.5	19.3	15.6	13.4	0.8
603198	迎驾贡酒	51.3	2.9	3.4	4.0	18.0	15.0	12.8	0.8
603589	口子窖	37.1	2.9	2.9	3.1	12.9	12.8	11.9	3.1
	<b>平均</b>	<b>92.4</b>	<b>5.4</b>	<b>6.0</b>	<b>6.7</b>	<b>16.7</b>	<b>14.9</b>	<b>13.4</b>	<b>1.1</b>
600559	老白干酒	19.1	0.7	0.9	1.1	26.1	20.5	17.1	0.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 1.老白干酒和山西汾酒业绩预测数据来自国盛证券, 其他个股的业绩预测数据采用 Wind 一致预测; 2.以上数据更新至 2025 年 1 月 7 日。

## 七、风险提示

**宏观经济波动。**公司所处白酒行业受宏观经济影响较大，如若宏观经济放缓，会影响企业生产经营和居民收入水平，白酒终端的消费需求可能会受到不利影响，进而影响白酒公司的收入增长。

**消费力恢复不及预期。**白酒行业已进入量平价增阶段，未来销量增长空间有限，结构升级为拉动白酒公司业绩增长的关键，若消费力恢复不及预期，或延缓结构升级进度，影响公司业绩增速。

**行业竞争加剧。**白酒行业存量竞争时期各品牌竞争较激烈，但当前业内各企业致力于控费提效增厚利润表现。若未来行业竞争加剧，或抬高费用率，致公司盈利能力受损。

**国企改革不及预期。**如若公司降本增效改革或者营销改革不及预期，可能会影响公司产品结构升级的节奏和利润弹性释放的节奏。

**酱酒推广不及预期。**公司武陵酱酒尚处于全国化扩张初期，面临全国一线名酒和区域酒的双重竞争，随着竞争愈发激烈，公司酱酒的推广难度可能会进一步加大。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com