



## 买入（首次）

所属行业：食品饮料/饮料制造  
当前价格(元)：26.48

### 证券分析师

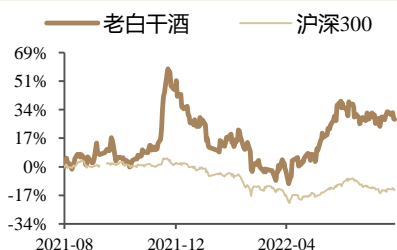
花小伟

资格编号：S0120521020001

邮箱：huaxw@tebon.com.cn

### 研究助理

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-0.38	-7.93	19.42
相对涨幅(%)	1.63	-3.89	17.62

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

# 老白干酒（600559.SH）：激励促成长，武陵正起量，河北王有望迎拐点

## 投资要点

- 老白干：“河北王”持续扩张，股权激励助力高端化转型。**老白干酒历史悠久，知名度高，2018年收购丰联酒业，完成了多香型、多品牌、多区域共同发展的新格局，其中，湖南省营收占比14%，成为仅次于河北的第二大收入来源。2021年白酒营业收入达37.53亿元，同比增幅11.93%，其中，高档酒收入18.77亿元，超过总营收的一半。2022年4月，公司推出限制性股票激励计划，以每股10.34元的价格向207人授予1746万股。同年，公司战略定位由原先的“喝老白干不上头”转为“甲等金奖 大国品质”，彰显老白干高端化转型决心。
- 河北消费升级持续，老白干酒品牌势能向上。**河北白酒市场规模可观，约200-250亿元，受益于经济发展和城镇化率提升，消费升级持续，白酒主流价格带提升。当前衡水老白干作为省内龙头，扎根河北大本营，积极抢占次高端市场。**产品上**，精简SKU，优化产品结构，聚焦“衡水老白干”和“十八酒坊”中高端系列，力推1915系列、古法30/20、甲等20/15等产品，强化中高端布局。**品牌上**，不断提升品牌定位，广告与时俱进，强调品质推动高端化转型。目前公司中高端产品逐渐放量，衡水老白干系列酒产品均价持续提升，有效改善公司的盈利能力。**渠道上**，配合高端化步伐推进经销商优胜劣汰，资源向优质渠道商集中。公司另一产品系列板城烧锅酒历史悠久，以冀北市场为基地，地域和香型与老白干形成互补，二者协同有望强化在河北本土市场的优势地位。
- 武陵酒：以渠道改革获新生，乘酱酒东风再起势。**近年酱酒行业逐步复苏，呈现量价双升的趋势，2021年中国酱酒行业整体销售收入/利润占白酒行业整体的31.5%/45.8%，湖南酱酒市场中武陵酒2021年市占率达到13.3%，未来有望在政策支持下实现长远发展。武陵酒作为湖南唯一中国名酒，风味独特，品质媲美茅台，产品定位高端，被老白干收购以来营收与毛利率连年递增，2021年营收达5.37亿元，毛利率达80.2%，盈利能力远超其他事业部。为支撑高速发展，武陵酒产能扩张计划有序推进，2021年9月武陵酒新厂一期顺利建成并投产1500吨，规划总产能6600吨/年。武陵酒渠道管理模式独具特点，厂商由最短链直达终端和消费者，同时与终端搭建一体化合作关系，公司直销管理模式下终端平均创收不断提升。
- 投资建议：**预计22-24年公司营业收入分别为46.77/55.94/67.09亿元，同比增速为16.13%/19.61%/19.93%，归母净利润分别为6.94/6.88/9.18亿元，同比增速为78.4%/-0.9%/33.3%，EPS分别为0.76/0.75/1.00元，现价对应22-24年PE为34.89X/35.19X/26.40X。我们认为公司将受益于省内次高端扩容，省外武陵酒仍处高速增长期，股权激励激发公司活力，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**疫情反复风险，省内竞争加剧风险，武陵酒销售不及预期

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	914.75		2020	2021	2022E	2023E	2024E
流通 A 股(百万股):	897.29	营业收入(百万元)	3,598	4,027	4,677	5,594	6,709
52 周内股价区间(元):	18.52-32.78	(+/-)YOY(%)	-10.7%	11.9%	16.1%	19.6%	19.9%
总市值(百万元):	24,222.51	净利润(百万元)	313	389	694	688	918
总资产(百万元):	8,555.70	(+/-)YOY(%)	-22.7%	24.5%	78.4%	-0.9%	33.3%
每股净资产(元):	4.36	全面摊薄 EPS(元)	0.35	0.43	0.76	0.75	1.00
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	64.7%	67.3%	67.3%	67.6%	68.0%
		净资产收益率(%)	9.0%	10.4%	16.2%	14.2%	16.7%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 德邦研究所  
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 投资要素

### 核心逻辑

河北消费升级持续,老白干酒品牌势能向上。河北白酒市场规模可观,约 200-250 亿元,受益于经济发展和城镇化率提升,消费升级持续。当前老白干积极抢占次高端市场。**产品上**,精简 SKU,优化产品结构,聚焦“衡水老白干”和“十八酒坊”中高端系列,强化中高端布局。**品牌上**,不断提升品牌定位,广告与时俱进,强调品质推动高端化转型。目前公司中高端产品逐渐放量,衡水老白干系列酒产品均价持续提升,有效改善公司的盈利能力。**渠道上**,配合高端化步伐推进经销商优胜劣汰,资源向优质渠道商集中。公司另一产品系列板城烧锅酒历史悠久,地域和香型与老白干形成互补,二者协同有望强化在河北本土市场的优势地位。

**武陵酒:以渠道改革获新生,乘酱酒东风再起势。**近年酱酒行业逐步复苏,呈现量价双升的趋势,湖南酱酒市场中武陵酒 2021 年市占率达到 13.3%,未来有望在政策支持下实现长远发展。武陵酒作为湖南唯一中国名酒,风味独特,品质媲美茅台,产品定位高端,被老白干收购以来营收与毛利率连年递增,2021 年营收达 5.37 亿元,毛利率达 80.2%,盈利能力远超其他事业部。为支撑高速发展,武陵酒产能扩张计划有序推进,2021 年 9 月武陵酒新厂一期顺利建成并投产 1500 吨,规划总产能 6600 吨/年。武陵酒渠道管理模式独具特点,厂商由最短链直达终端和消费者,同时与终端搭建一体化合作关系,公司直销管理模式下终端平均创收不断提升。

### 估值和投资建议

预计 22-24 年公司营业收入分别为 46.77/55.94/67.09 亿元,同比增速为 16.13%/19.61%/19.93%,归母净利润分别为 6.94/6.88/9.18 亿元,同比增速为 78.4%/-0.9%/33.3%,EPS 分别为 0.76/0.75/1.00 元,现价对应 22-24 年 PE 为 34.89X/35.19X/26.40X。我们认为公司将受益于省内次高端扩容,省外武陵酒仍处高速增长期,股权激励激发公司活力,首次覆盖,给予“买入”评级。

### 与市场预期的差异之处

市场认为,过去几年公司营收增长缓慢,公司产品较为低端,不能很好迎合消费升级趋势。我们认为,公司持续进行品牌投入,高端产品 1915 已经有一定知名度,次高端产品营收增长较快,省内已经有较好的消费氛围。未来中高端产品仍将逐渐放量。股权激励计划下人员干劲更为充足,管理改善也将支撑公司完成既定目标。

### 股价的催化因素

- 第一,中高档产品增长超预期;
- 第二,改革超预期;
- 第三,费用下降超预期。

## 内容目录

投资要素.....	3
核心逻辑.....	3
估值和投资建议.....	3
与市场预期的差异之处.....	3
股价的催化因素.....	3
1. 老白干酒：冀酒龙头，股权激励激发活力.....	7
1.1. 发展复盘：历史悠久，混改整合促发展.....	7
1.2. 推进一省一酒布局，重点打造中高端产品.....	8
1.3. 股权激励计划激发公司活力.....	10
1.4. 毛利率稳步上升，业绩平稳增长.....	12
2. 消费升级持续，老白干酒品牌势能向上.....	13
2.1. 主流消费价格带上移，河北白酒市场规模持续扩容.....	13
2.2. 竞争格局：省内外品牌混战割据，市场统一程度较低.....	14
2.2.1. 外来品牌 VS 本土品牌：外来品牌遍地开花，本土品牌不断突围.....	14
2.2.2. 本土品牌内部竞争：“一超+双雄+三强”格局逐渐成型，老白干为酒企龙头.....	15
2.3. 力推中高端，转型升级重塑品牌定位.....	17
2.3.1. 产品：精简 SKU，聚焦“衡水老白干”和“十八酒坊”中高端产品.....	17
2.3.2. 品牌：提升品牌定位，中高端产品线逐步放量.....	18
2.3.3. 渠道：经销商锐减，资源向优质渠道集中.....	19
2.4. 板城烧锅酒与老白干有望实现差异互补，巩固河北龙头地位.....	21
3. 武陵酒：以渠道改革获新生，乘酱酒东风再起势.....	22
3.1. 酱酒行业持续扩容，消费者培育见成效.....	22
3.2. 武陵酒：湘酱名酒定位高端，短链渠道优势凸显.....	24
3.2.1. 量价齐升趋势明显，盈利能力更为突出.....	24
3.2.2. 品牌：稀缺酱酒名品，三胜茅台品牌优势突出.....	24
3.2.3. 产品：制作工艺创新改良，主攻千元以上价格带.....	26
3.2.4. 渠道：直达终端实现强掌控，有效赋能合作伙伴.....	28
3.3. 湖南市场：高端湘酒发展受益，酱酒复兴还看武陵.....	31
4. 盈利预测与估值.....	33

4.1. 盈利预测 .....	33
4.2. 相对估值 .....	34
5. 风险提示 .....	34

## 图表目录

图 1: 衡水老白干发展历程 .....	8
图 2: 2018-2021 年高、中、低档酒营业收入占比 .....	8
图 3: 2018 年至 2021 年各品牌营收占比 .....	9
图 4: 2021 年各省营收占比 .....	9
图 5: 衡水老白干股权结构图 (截至 2022 年一季报) .....	10
图 6: 2015~2021 年主营业务收入与主营业务毛利率 .....	12
图 7: 河北省常住人口数量大 .....	13
图 8: 河北省白酒渗透率位居全国前列 .....	13
图 9: 河北省社零消费同比增速略快于 GDP 增速 .....	13
图 10: 河北省城镇化率不断提升 .....	13
图 11: 河北省地处平原中部, 外来品牌众多 .....	14
图 12: 河北白酒品牌集中度低, 本土品牌占比不到 20% .....	14
图 13: 省外品牌占据高端和低端两头 .....	15
图 14: 河北白酒市场竞争格局 (按地域划分) .....	15
图 15: 河北本土酒企地域分布 .....	16
图 16: 河北本土成规模白酒企业龙头收入体量 (2019 年) .....	16
图 17: 衡水老白干系列销量和产销比下滑 .....	19
图 18: 衡水老白干系列均价和毛利率提升 .....	19
图 19: 衡水老白干 2021 年经销商数量大幅下降 (个) .....	19
图 20: 衡水老白干合同负债攀升 .....	19
图 21: 板城烧锅酒对公司在河北市场的营收贡献约 25% .....	21
图 22: 板城烧锅酒均价稳步上升 .....	21
图 23: 中国酱香型白酒增速远超白酒整体增速 .....	22
图 24: 中国酱酒品类产能扩容较慢, 收入与利润增速较快 .....	22
图 25: 2021 年酱酒利润约占白酒整体利润的一半 .....	22
图 26: 酱香型白酒在淘系平台白酒中平均货单价最高 (元/单) .....	23
图 27: 酱香型白酒销售额中高端酒占比达 39% .....	23

图 28: 武陵酒营收增速迅猛 .....	24
图 29: 武陵酒毛利率水平自 2017 年以来稳步提升 .....	24
图 30: 武陵酒量价齐升 .....	24
图 31: 武陵酒毛利率水平远超其他事业部 (%) .....	24
图 32: 武陵酒发展历程 .....	26
图 33: 武陵酒短链模式直控终端 .....	29
图 34: 武陵酒担当联盟与公司共同成长 .....	30
图 35: 2021“武陵酒之夜——武陵王粉丝盛典” .....	30
图 36: 武陵酒经销占比逐渐减少 .....	30
图 37: 武陵酒终端平均创收稳步上升 .....	30
图 38: 湖南人均 GDP 增速领先全国平均水平 .....	31
图 39: 湖南人均消费支出增速超过全国平均增速 .....	31
图 40: 湖南白酒市场中酱酒占比达到 30% (2022 年 6 月) .....	31
图 41: 武陵酒在湖南省市占率达到 13.3% (2021 年) .....	31
表 1: 2021 年河北省白酒制造企业品牌影响力排名 .....	16
表 2: 十二种香型白酒的工艺特点及代表名酒 .....	17
表 3: 老白干系列产品体系 .....	18
表 4: 白酒消费者考虑因素趋势词 Top10 .....	23
表 5: 武陵酒为第五届中国名酒评选中唯三的酱酒品牌之一 .....	25
表 6: 武陵酒历史所获荣誉颇丰 .....	25
表 7: 武陵酒制作工艺创新点 .....	26
表 8: 武陵酒产品定位高端 .....	27
表 9: 武陵酒产能扩产逐步落地 .....	28
表 10: “14769”渠道运营体系管理终端 .....	29
表 11: 老白干酒主营业务拆分及预测 .....	33
表 12: 老白干酒可比公司估值表 .....	34

## 1. 老白干酒：冀酒龙头，股权激励激发活力

### 1.1. 发展复盘：历史悠久，混改整合促发展

**1946-2002 年：传承历史，领军河北酒业。**衡水老白干兴于汉，盛于唐，名于宋，定名于明，至今已有 1900 多年历史，曾于民国 1915 年获“巴拿马万国物品博览会最高奖”。1946 年，政府收购十八家私营制酒作坊成立新中国第一家国营制酒厂——衡水老白干酒厂，并于 1996 年组建河北衡水老白干酿酒（集团）有限公司。同年春晚小品《打工奇遇》的经典台词“四凉四热八碟菜，白干老酒烫一壶”中，白干老酒指的就是衡水老白干的 47°瓷壶，可见衡水老白干当时在国内的知名度。2002 年，衡水老白干牵头完成了“老白干香型”白酒的行业标准制定工作，使“老白干香型”成为中国白酒的第十一种香型。同年，衡水老白干在上交所上市，成为河北酿酒行业目前唯一一家上市企业，领军河北。

**2001-2007 年：推出“十八酒坊”进行高端品牌建设，主打“高中低”加法组合战略稳固河北省内地位。**在 2001 年，为提升品牌形象，解决高端乏力的情况，公司以“另立门户”的形式推出了副品牌——十八酒坊，倾注公司主要资源重点打造，与全国各地厂商机构开展合作，投入大量品牌推广费，有效改变了衡水老白干的中低端品牌形象。2004 年，衡水老白干被认定为“中国驰名商标”，提出了“河北全面为王，全国点状扩张”的市场战略，集中资源做河北市场。2006 年，公司对母品牌做出了一系列战略调整，加大产品差异性，提高市场针对性，以老白干香型为产品个性主导，压缩低档产品，实行分品牌、分产品的“高中低”三档区隔式总经销模式，刺激市场动力，保障各级渠道既得利益，延长产品生命周期，产品迅速升级换代，提升了品牌形象，2007 年战略大获成功，销售业绩突破 10 亿，被称为“河北王”。

**2008-2014 年：市场扩张，调整产品结构，建设全国化品牌。**2008 年，衡水老白干对外战略由点转为面，致力于通过河南打造联体市场，逐步渗透山东、山西、内蒙等周边省份市场，同时巩固河北市场，通过与世嘉在中高端系列的合作，产品结构进一步完善，向全国化进军。2009 年，采取以“县级市场向地级市渗透”的做法，以中低端产品渗透强势进入山西市场。2012 年，为应对行业调整，老白干对内部组织结构进行了调整，成立了十八酒坊事业部、大众酒事业部和老白干高端事业部。2013 年，老白干加强了对大众酒事业部的扶持力度，特别强调在河北各个县市通过对多品系、多渠道构建万村千镇的天网工程，强化衡水老白干在河北市场的根基，当年销售收入近 40 亿元。

**2014-2017 年：混改整合业务，股权多元化促进业绩增长。**随着行业进入调整期，老白干酒发展动力不足，资产负债率过高，资金流动性缓慢，为摆脱财务困境，实施可持续发展，老白干酒进行了混改来改善资金状况和企业经营情况。2014 年，公司处置了种猪饲养业务，专心发展酒业。同年 10 月 20 日，老白干酒宣布停牌。12 月 1 日，公司面向员工实施股权激励计划和经销商入股，并引进战略投资者。老白干酒采用了引入外部非国有资本和实施员工持股的混改模式。将战略投资者、经销商及员工三方利益与公司进行捆绑，引入非国有资本促进股权多元化，允许经销商参与定增，将强化与优秀经销商的合作关系，实施员工持股计划将员工、管理层和股东的利益绑定一致，全体员工共 830 人参与了此轮混改，激发员工的积极性。改制之后，衡水市国资委持股比例由原来的 36.11% 下降到 28.88%。股权多元化促进了老白干的竞争力，2015 年混改完成之后，老白干酒的

净利润增长率超过了行业整体增速水平，此后也一直保持着稳步增长。

**2018-2022年：公司持续扩张，股权激励注入公司活力。**2018年公司成功并购丰联酒业，实现了老白干香型、浓香型、酱香型的“一树三香”和衡水老白干、安徽文王贡酒、承德板城烧锅酒、湖南武陵酒、山东曲阜孔府家酒“五花齐放”的局面，开创了中国白酒上市公司中多香型、多品牌、多渠道的先河，完善公司产品结构，加快省外市场开拓进程，并发布“喝老白干不上头”战略定位，凸显产品品质特征，使品牌形象深入人心。2022年4月，公司提出三年股权激励计划，激发公司活力，进一步向建设全国化品牌进军。

图 1：衡水老白干发展历程

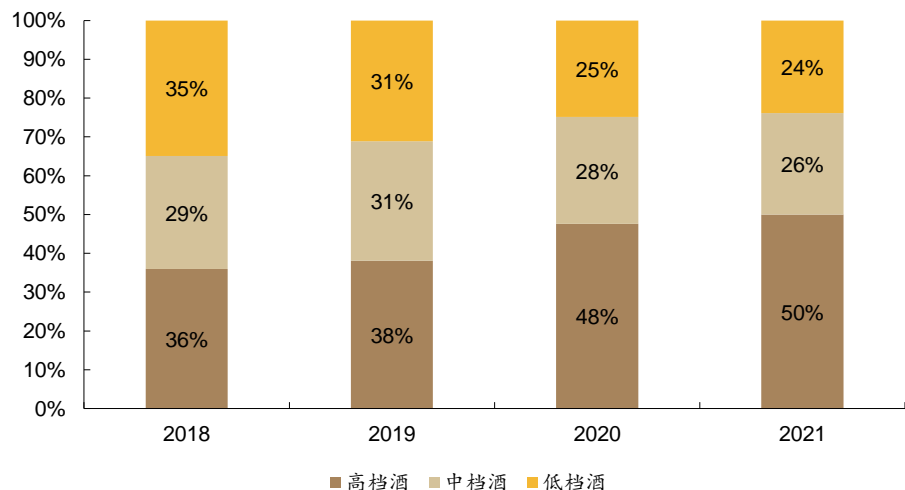


资料来源：公司官网，德邦研究所

## 1.2. 推进一省一酒布局，重点打造中高端产品

**产品结构升级，高端产品营收占比上升。**为适应白酒消费升级浪潮，老白干酒继续聚焦以中高档产品为主的发展路线，并聚焦其核心产品。近年来，公司对产品结构进行了调整，开始缩减种类，主推高端酒品，显示老白干酒未来将逐渐向中高端产品转移的目标。老白干酒总经理王占刚曾强调：“要产品做少，价格做高，与全国一线品牌展开竞争。”据公告显示，公司2021年高档酒销售收入为18.77亿元，超过公司白酒营业收入37.53亿元的一半，产量同比增长27.65%，销量同比增长11.45%，初步体现了老白干酒高端化转型的成果。

图 2：2018-2021 年高、中、低档酒营业收入占比

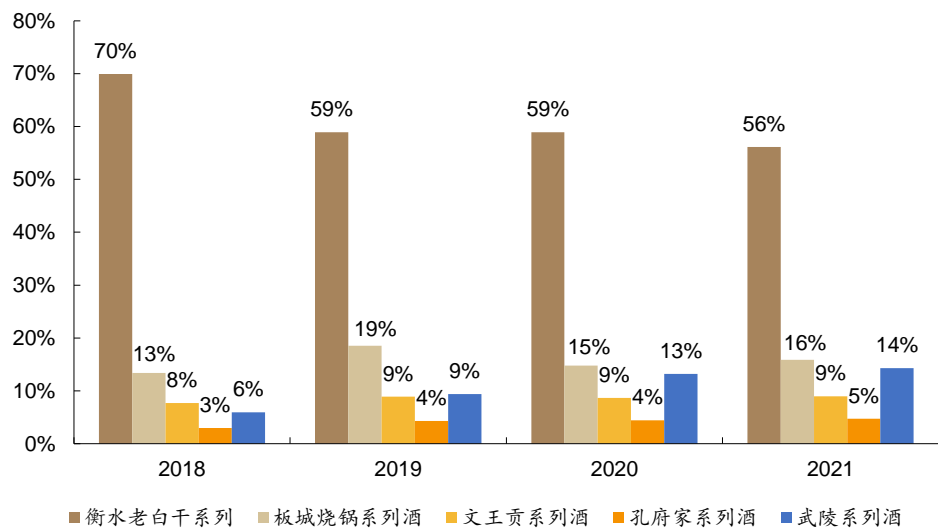


资料来源：公司公告，德邦研究所



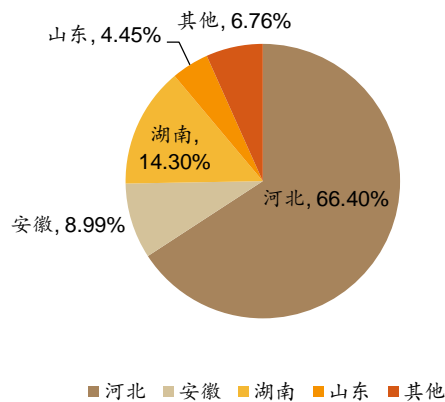
一省一酒布局，打下品牌全国化基础。2018年收购丰联酒业后，衡水老白干实现了衡水老白干系列酒、安徽文王贡酒、承德板城烧锅酒、湖南武陵酒、山东曲阜孔府家酒“五花八放”的局面，强调“一省一酒”的布局，涵盖了老白干香型、浓香型、酱香型三大香型。其中，衡水老白干为老白干香型白酒，目前市场定位：深耕河北，成为河北省内消费首选，塑造河北“省酒”地位；武陵酒定位：大湖南强势扩张品牌；乾隆醉酒定位：冀北区域强势品牌；文王贡酒定位：阜阳、合肥地区强势品牌；孔府家酒定位：曲阜、济宁地区快速崛起品牌。通过“一省一酒”布局，老白干坚持公司“以点转面”的对外战略，打出“称霸河北，名震全国”的口号，在河北、安徽、湖南、山东打下市场基础，规划全国化道路。值得一提的是，武陵酒营业收入贡献占比逐年增高，从2018年的5.96%到2021年14.3%，三年时间增长了1.4倍。从地区来看，河北依旧是老白干的主战场，2021年营收占比66%，湖南是老白干的第二大收入来源，占有14%。

图 3：2018 年至 2021 年各品牌营收占比



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 4：2021 年各省营收占比

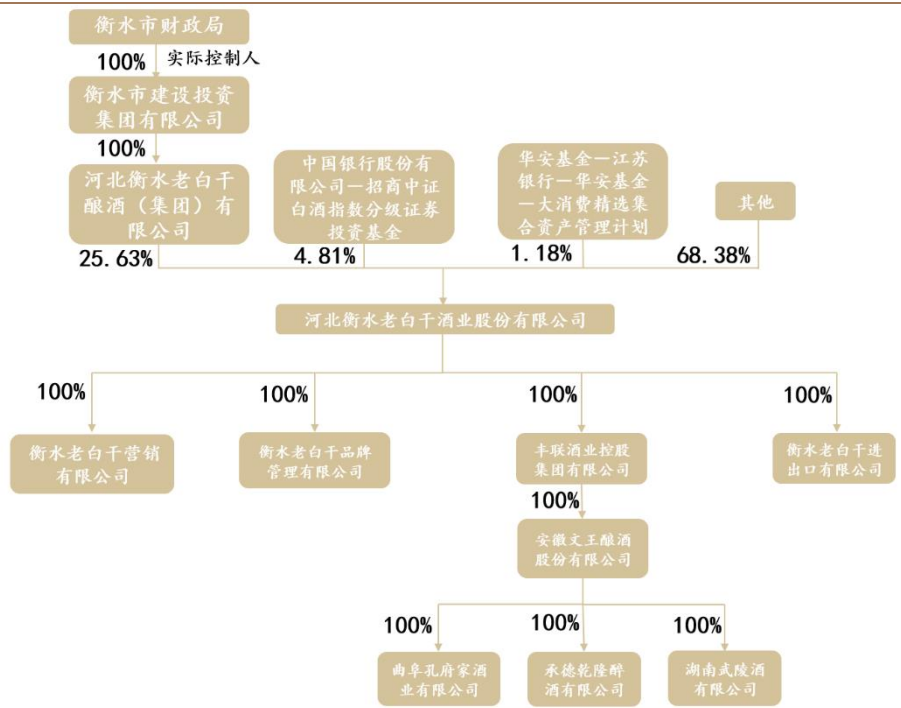


资料来源：公司公告，德邦研究所

### 1.3. 股权激励计划激发公司活力

公司股权结构清晰，推行股权激励计划激发公司活力。实际控制人为衡水市财政局，截至 2022 年一季报为止，衡水老白干酿酒（集团）有限公司持有衡水老白干股份有限公司 25.63%。2022 年 4 月，公司开始实施限制性股票激励计划，于 5 月 19 日以每股 10.34 元的价格向 207 人授予 1746 万股。激励计划涉及的激励对象具体包括：董事、高级管理人员、下属子公司领导班子成员、总部及下属子公司核心员工。具体业绩考核指标有每年 ROE 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；当年净利润较 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以及当年主营业务收入占比不低于 95%，即 2022-2024 年公司净利润不低于 3.61、4.15、4.77 亿元。

图 5：衡水老白干股权结构图（截至 2022 年一季报）



资料来源：公司公告，德邦研究所

表 1：2022 年 4 月衡水老白干股权激励计划具体情况

授予价格	每股 10.34 元
业绩要求	1、2022~2024 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； 2、当年净利润较 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； 3、当年主营业务收入占比不低于 95%
对标企业	酒鬼酒、顺鑫农业、皇台酒业、金枫酒业、古越龙山、金种子酒、会稽山、迎驾贡酒、口子窖、今世缘、伊力特、金徽酒、青青稞酒

资料来源：公司公告，德邦研究所

**表 2：2022 年激励计划具体解除限售安排**

解除限售安排	解除限售时间	可解除限售数量占比
第一个解除限售期	自授予完成登记之日起 <b>24 个月</b> 后的首个交易日起至授予完成登记之日起 <b>36 个月</b> 的最后一个交易日当日止	40%
第二个解除限售期	自授予完成登记之日起 <b>36 个月</b> 后的首个交易日起至授予完成登记之日起 <b>48 个月</b> 的最后一个交易日当日止	30%
第三个解除限售期	自授予完成登记之日起 <b>48 个月</b> 后的首个交易日起至授予完成登记之日起 <b>60 个月</b> 的最后一个交易日当日止	30%

资料来源：公司公告，德邦研究所

**表 3：2022 年激励对象名单及授予情况**

姓名	职务	授予数量(万股)	占授予总量比例	占股本总额比例
刘彦龙	董事长	30	1.72%	0.03%
王占刚	副董事长	30	1.72%	0.03%
赵旭东	总经理	30	1.72%	0.03%
张煜行	副董事长	27	1.55%	0.03%
李玉雷	副总经理	27	1.55%	0.03%
刘勇	董事、董事会秘书	27	1.55%	0.03%
郑宝洪	副总经理	27	1.55%	0.03%
吴东壮	财务经理	27	1.55%	0.03%
张春生	副总经理	27	1.55%	0.03%
核心管理、技术、销售人员 (198 人)		1494	85.57%	1.67%
合计 (207 人)		1746	100.00%	1.95%

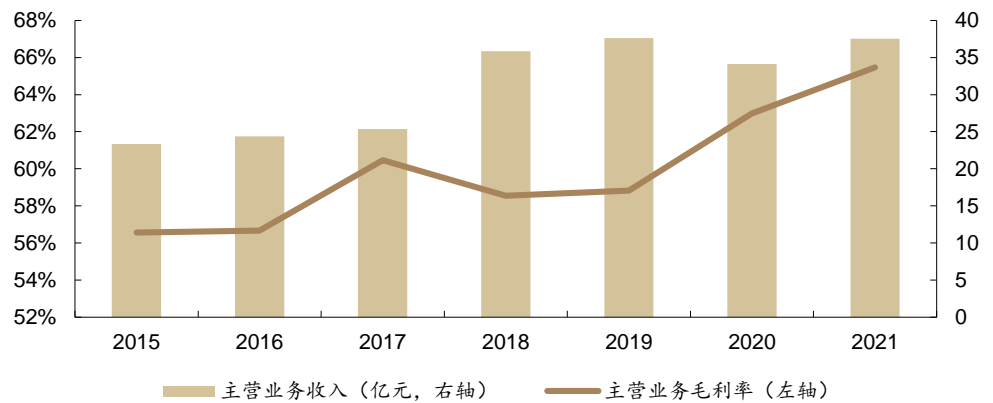
资料来源：公司公告，德邦研究所

注：表格中部分合计数与各明细数之间相加之和在尾数上如有差异，是由于四舍五入造成。

#### 1.4. 毛利率稳步上升，业绩平稳增长

通过产品结构调整及成本控制，公司中高档酒的占比、产品的毛利率稳步提升。2018年，公司不断梳理衡水老白干酒的产品线，优化产品结构，深化市场建设，公司主营业务收入同比增长41.34%，净利润增长114.29%，主要原因是公司收购丰联酒业后，进行合并报表，合并范围变动带来的收入增加、利润增加。2021年公司主营业务收入37.53亿元，同比增长4.29亿元，增幅为11.93%，营业成本同比增加0.47亿元，增幅为3.73%。公司主营业务毛利率从2007年的37%提升至2021年的65.47%，2021年毛利率较上年同期增加2.58个百分点。从品牌来看，2021年武陵酒的毛利率水平为80.2%，高于老白干的64.5%、文王62.5%、板城59.3%、孔府58.4%。2022年第一季度营业收入为9.08亿元，比上年同期相比增长20%。预计2022年半年度实现归属于母公司所有者的净利润3.62亿元，与上年同期相比，将增加2.38亿元左右，同比增加191%左右。

图6：2015~2021年主营业务收入与主营业务毛利率



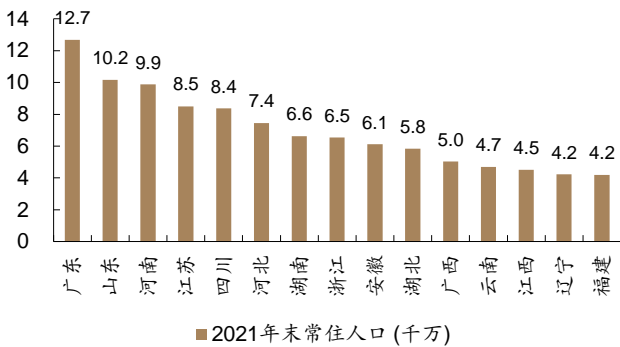
资料来源：公司公告，德邦研究所

## 2. 消费升级持续，老白干酒品牌势能向上

### 2.1. 主流消费价格带上移，河北白酒市场规模持续扩容

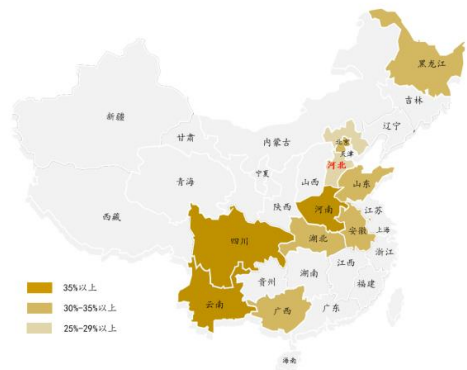
河北省为传统白酒消费大省，白酒消费规模可观。河北省是人口大省之一，截止 2020 年 6 月，共有 11 个地级市，49 个市辖区，截至 2021 年末常住人口 7448 万人，位居全国第六。其中城镇人口 4554 万人，农村人口为 2894 万人。河北饮酒历史悠久，白酒渗透率高，《2021 年白酒消费洞察报告》中河北省白酒渗透率在 25%-29% 之间，位居全国前列。河北省高人口基数叠加高渗透率，是我国典型的白酒消费大省，市场空间庞大。结合佳酿网、酒业家、立鼎产业研究网等机构测算结果，预计河北省白酒消费市场规模约在 200-250 亿元左右，领跑北方区域。

图 7：河北省常住人口数量大



资料来源：国家统计局，各地统计公报，德邦研究所

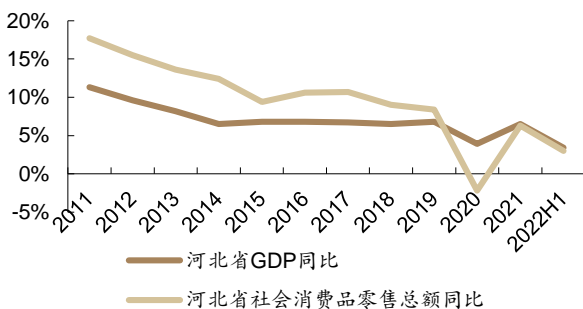
图 8：河北省白酒渗透率位居全国前列



资料来源：《2021 年中国白酒消费洞察报告》，德邦研究所

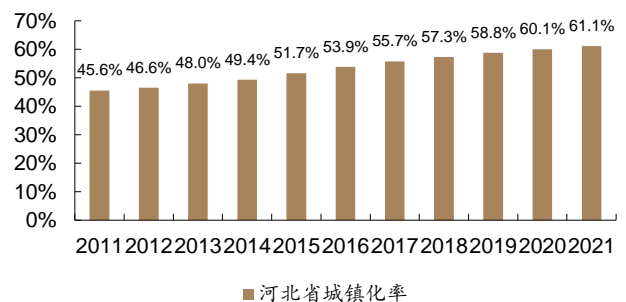
**经济发展、城镇化率提升助力白酒消费升级。**河北省作为京津冀协同发展的重要一环，承担着承接北京非首都功能疏解和“三区一基地”的功能定位，发展潜力巨大。疫情前河北省 GDP 和社零增速长期维持在 6% 以上，且社零增长快于 GDP。2020 年受疫情影响出现短期下滑，2021 年快速反弹，GDP 同比提升 6.5%，社零消费总额同比提升 6.3%。河北省城镇化率 61.1%，仍处于 30%-70% 快速成长阶段，经济快速发展、城镇化率有望促进白酒消费升级。根据中国酒类流通协会、乐酒圈、立鼎产业研究网，过去河北省主流消费主要集中在中低价位，光瓶酒主流价位集中在 10-25 元，盒装酒主流价位集中在 100-300 元，当前 200-400 元新高端价格带不断扩容。用于大众消费的盒装酒从几十元价格带发展至 100-200 元，用于商务消费的盒装酒从 100 元发展至 300-500 元左右。

图 9：河北省社零消费同比增速略快于 GDP 增速



资料来源：国家统计局，wind，德邦研究所

图 10：河北省城镇化率不断提升



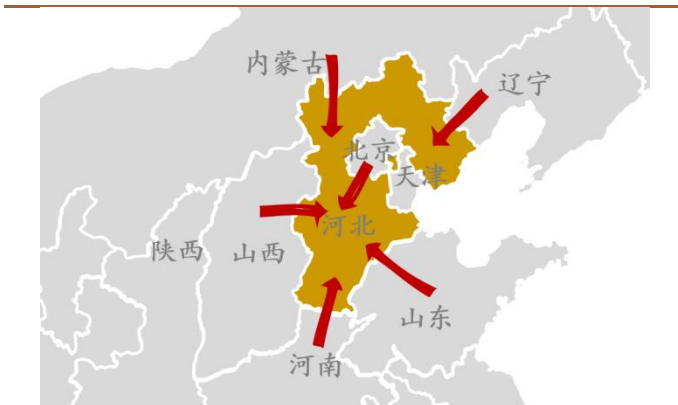
资料来源：国家统计局，wind，德邦研究所

## 2.2. 竞争格局：省内外品牌混战割据，市场统一程度较低

河北省市场开放程度高，包容度强，吸引众多省外品牌。河北地处平原中部，与各大省份接壤，北邻辽宁和内蒙古，西邻山西，南接河南和山东，东部还环绕北京和天津两大核心城市，来往人员众多，市场包容度高。再加上缺少全国性的知名品牌，周边代表酒企和全国性品牌将河北省作为重要的扩张市场不断渗透，逐步扩大市场影响力。当前外来品牌和省内本土品牌并存，均能取得较好的市场发展，单一酒企难以统一市场，河北白酒市场竞争格局有其自身的独特性。

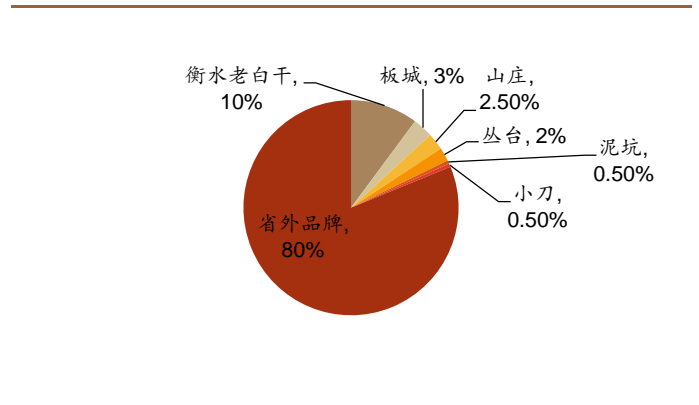
外来品牌市场份额达到 80%，酒企龙头混战。经过多年发展外来品牌在河北扎根，抢占了绝大部分的份额。目前主要的外来品牌包括：安徽酒企古井、口子窖；山西酒企汾酒、汾阳王；山东酒企古贝春；北京酒企牛栏山、红星；四川酒企泸州老窖、舍得；江苏酒企洋河；内蒙古酒企河套；东北酒企老村长、龙江家园和小村外等。本土品牌市场份额仅 20%，老白干为省内龙头。老白干为河北省唯一上市的酒企，被称为“河北王”，占据本土份额的 50%左右，整体市场份额约 10%。其他本土品牌包括板城（已被老白干收购）、山庄、丛台、泥坑。

图 11：河北省地处平原中部，外来品牌众多



资料来源：德邦研究所整理

图 12：河北白酒品牌集中度低，本土品牌占比不到 20%



资料来源：佳酿网，中国酒业新闻，德邦研究所

### 2.2.1. 外来品牌 VS 本土品牌：外来品牌遍地开花，本土品牌不断突围

从档次上看，中端市场目前为本土品牌优势价位段，本土龙头加速渗透中高端市场。河北省省外品牌分两大类，以老村长、北京二锅头、牛栏山二锅头等为代表的大众酒企品牌抢占低端市场，以茅台、五粮液、泸州老窖等为代表的全国性名酒品牌抢占高端市场。本土品牌在低端价位成本控制能力不足，中高、高端价位布局较晚，使得价格带两端被外来品牌占领。而凭借地缘优势和渠道控制能力，本土品牌在中端价位建立起壁垒，占据较高份额，其中中低端优势明显，主要是本土品牌之间竞争，随着本土龙头逐步向次高端延伸布局，优化产品结构，次高端领域本土品牌的市场影响力也在扩大。河北轻工行业协会统计指出，2021 年河北中高端白酒市场稳健增长，次高端市场竞争加剧。

从地域上看，北部和南部本土品牌根基较强，中部多为外来品牌占据。河北省地理上偏长条状，接壤省份众多，中部还绕过北京和天津，白酒品牌的认可度和影响力区域差异较大，市场统一性相对较弱。总体上看，省内白酒生产可以大致划分为北、中、南三个分区，北部本地品牌根基深厚，山庄老酒、板城烧锅等本

地品牌为主；中部多为外地品牌占据，也是高端酒的必争之地，保定和唐山为外来酒主要销售区域；南部以老白干、泥坑、丛台等本地品牌为主。

图 13：省外品牌占据高端和低端两头

	800元以上	300-800元	100-300元	50-100元	50元以下
省外品牌	茅台 五粮液 国窖1573 剑南春	水晶剑 郎酒 水井坊 沱牌舍得 汾酒 习酒	金六福 洋河海之蓝 古井贡酒年份原浆 福祿 口子窖 五粮醇 泸州老窖特曲	汾阳王时间陈酿 大帅露酒	洋河香露/蓝优 老村长 龙江花园 牛栏山 山庄1号/9号 红星 玻汾
省内品牌	老白干1915 山庄皇家窖藏20 丛台窖龄原浆30	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	老白干青花系列 老白干古法5/8 十八酒坊醉美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 泥坑白瓶	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	泥坑纯粮/蓝瓶 小刀原浆 丛台白瓷 山庄大青花42度

资料来源：乐酒圈，德邦研究所

图 14：河北白酒市场竞争格局（按地域划分）



资料来源：中国酒业杂志，白酒网，德邦研究所

### 2.2.2. 本土品牌内部竞争：“一超+双雄+三强”格局逐渐成型，老白干为酒企龙头

白酒文化历史悠久，龙头酒企割据一方。河北是我国酿酒技术的发祥地之一，白酒文化积淀已久，孕育出众多知名酒企，由北至南遍地开花。尽管河北酒企众多，但规模以上的仍相对较少。根据中国酒业杂志，从营收情况来看，河北省规模过亿白酒企业不超过 50 家。2019 年行业龙头老白干收入体量 40 亿元左右（其中老白干系列 22 亿元，板城 7 亿元），山庄老酒为 10 亿元，丛台、十里香 6-7 亿元，泥坑、保定府 2 亿元以上。其他酒企规模体量仍较小。结合品牌影响力、技术水平等，老白干被视为河北市场的超级龙头，山庄老酒、丛台为双雄，十里香、泥坑、保定府为三强，其中酒企龙头基地市场有所差异，割据一方，衡水老白干以衡水、石家庄为基地，山庄老酒和板城以承德为基地，丛台从邯郸起步向周围扩散，十里香发源自泊头市。

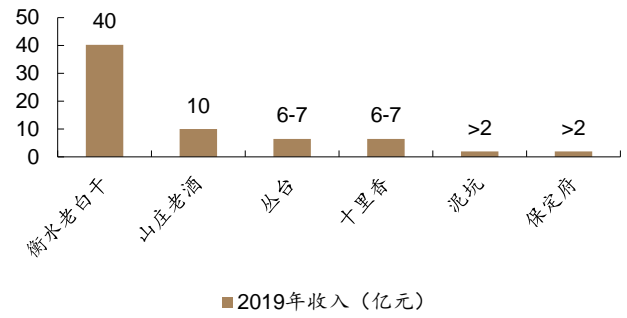
行业集中度有所提升，白酒行业龙头受益。疫情加快行业出清，根据河北工业协会，2021 年以来河北白酒制造业规模以上企业数量有所下降，产业集中度提升，行业实现营收 65.53 亿元，同比增长 12.6%，利润总额 6.47 亿元，同比减少 6.8%。受疫情反复影响，白酒消费场景仍受限，消费需求萎缩，订单减少，叠加原料价格和用工成本上升，中小酒企经营承压。省内本土品牌势力逐渐洗牌，衡水老白干等本土酒企龙头依托品牌、技术、渠道优势抢占市场份额，助推产业集中度的提升。与此同时外来品牌进入壁垒更高，竞争更为激烈。

图 15: 河北本土酒企地域分布



资料来源: 酒业家, 谏策咨询, 德邦研究所

图 16: 河北本土成规模白酒企业龙头收入体量 (2019 年)



资料来源: 乐酒圈, 德邦研究所

表 1: 2021 年河北省白酒制造企业品牌影响力排名

企业名称	品牌名称	主导品牌产品
河北衡水老白干酒业股份有限公司	衡水老白干 十八酒坊 衡水及图	衡水老白干 1915 衡水老白干冰峰 十八酒坊甲等二十五 十八酒坊甲等十五
河北山庄老酒股份有限公司	山庄	山庄皇家窖藏 山庄老酒
板城酒业	板城烧锅酒	龙印 板城和顺
河北邯郸丛台酒业股份有限公司	丛台 贞元增	丛台酒窖龄原浆酒 丛台活分子 贞元增酒 绵柔贞元增
十里香股份公司	十里香	66度十里香 十里香国香 25 十里香国香 20 十里香大运河 十里香黑盒
保定五合窖酒业有限公司	五合 五合窖	五合窖酒 盛典五合窖酒 华典五合窖酒
刘伶醉酿酒股份有限公司	刘伶	传世古窖系列 木海陈藏系列
河北凤来仪酒业有限公司	泥坑 福盛泉	泥坑净雅香 百年泥坑 海棠花开
河北滴溜酒业有限公司	滴溜 大名府	滴溜酒系列 大名府酒系列
衡水甘陵酒业有限公司	甘陵春	银岭甘陵春 窖藏甘陵春 品鉴甘陵春

资料来源: 河北轻工行业协会, 德邦研究所



## 2.3. 力推中高端，转型升级重塑品牌定位

### 2.3.1. 产品：精简 SKU，聚焦“衡水老白干”和“十八酒坊”中高端产品

**老白干酒香气复杂，形成独特风格和典型性。**老白干中的“老”指酒龄长，“白”指颜色清澈白净，“干”指度数高。1989年第五届全国评酒会确定老白干香型成为全国第十一个香型，目前衡水老白干是生产老白干酒的代表厂家。老白干香型白酒采用中温大曲，老五甑工艺，混蒸混烧，固态发酵 15 天左右。老白干酒基酒的特点是清、烈、醇、厚、挺。“清”是由于用地缸和水泥窖地发酵，发酵环境干净，加上北方暖温带环境，口感比较清香。但老白干酒在原料、工艺等方面和清香型酒存在差别，老白干酒采用的是纯小麦制成的中温大曲，而清香型白酒采用的是以大麦、豌豆为原料制成的低温大曲，发酵蒸馏的工艺混、混蒸、混烧也存在差异，因此老白干酒在清香之外又带有浓香型酒的香气，但比浓香酒淡。“烈”是由于主体成品酒为 67 度高度酒，凛冽有力。“醇”和“厚”是由于乳酸乙酯部分比较大，酒体醇厚。“挺”与酒度比较高有关，也是高粱酒的一大特点。衡水老白干酒香气复杂，形成其独特风格和典型性。老白干酒最佳贮存期一般为 3-6 个月，贮存期短，周转快，资金利用率高。

表 2：十二种香型白酒的工艺特点及代表名酒

香型	发酵剂	原料	发酵设备	发酵方式	贮存容器	代表性白酒
多粮浓香	大曲	高粱、大米、糯米、小麦、玉米	泥窖	固态	不锈钢罐	五粮液
单粮浓香	大曲	高粱	泥窖	固态	不锈钢罐	泸州老窖
大曲清香	大曲	高粱	地缸	固态	陶坛	汾酒
麸曲清香	麸曲	高粱	水泥窖	固态	陶坛	红星
小曲清香	小曲	高粱	石窖	半固态	陶坛	江津
浓兼酱	大曲	高粱	泥窖	固态	陶坛	玉泉
酱兼浓	大曲	高粱	砖窖	固态	陶坛	白云边
酱香	大曲	高粱	石窖	固态	陶坛	茅台
芝麻香	大曲麸曲	高粱	砖窖	固态	陶坛	景芝
米香	小曲	大米	发酵罐陶罐	半固态	陶坛	三花
凤香	大曲	高粱	泥窖	固态	酒海	西凤
<b>老白干香</b>	<b>大曲</b>	<b>高粱</b>	<b>地缸</b>	<b>固态</b>	<b>陶坛</b>	<b>老白干</b>
豉香	小曲	大米	埕或大罐	液态	埕或大罐	九江
特香	大曲	大米	石窖	固态	陶坛	四特
药香	大曲小曲	高粱	泥窖	固态	陶坛	董酒
馥郁香	大曲	高粱、大米、糯米、玉米、小麦	泥窖	固态	陶坛	酒鬼酒

资料来源：任金玫等，《十二种香型白酒相关研究概况》，德邦研究所

**当前老白干精简 SKU，主打“衡水老白干”和“十八酒坊”双品牌战略。**收购丰联酒业后公司旗下共有六大产品系列，分别为衡水老白干、十八酒坊、板城烧锅酒、文王酒、孔府家酒和武陵酒，每个系列下面还有众多细分产品线，产品体系较为庞杂。为了提升整体运营效率，发挥不同系列品牌之间的协同效应，老白干发力打造核心单品。当前公司积极推进“衡水老白干”和“十八酒坊”双品牌战略，两大系列在公司内部体系诞生，主要在河北地区销售，是公司守稳河北市场的排头兵。而文王、孔府和武陵为区域酒企龙头，品牌文化深厚。

**优化产品结构，发力中高端，快速切入千元价格带。**老白干区域品牌效应显著，但在河北市场上进入中高端较晚。近年来公司发力中高端市场，从百元价格

带快速切入千元价格带，其中衡水老白干系列的中高端产品主要为 1915 和古法 30/20，其中 1915 系列单价超 1500 元/瓶，十八酒坊品牌中高端产品主要为甲等 20/15，甲等 20 单价超 800 元/瓶。公司强化中高端布局，有助于带动产品结构优化，推动公司盈利能力提升。

表 3：老白干系列产品体系

主打系列	细分系列	产品	容量 (ml)	度数 (度)	价格 (元)	
老白干系列	1915 系列	67 度	500	67	3288	
		53.9 度	500	53.9	2488	
		39 度	500	39	1688	
	古法系列	古法 30	500	53.9	1499	
			500	39	929	
		古法 20	500	67	675	
			500	39	589	
			500	52	369	
		优级	优级十	500	52	299
			优级八	500	52	199
	优级五		500	46	133	
	衡水老白干	冰系列	冰峰	750	67	225
			冰川	/	46	/
			冰川	/	39.8	/
	青花系列	青花手酿	500	62	99	
500			52	89		
500			42	79		
1.6L			67	399		
1.6L			67	399		
十八酒坊系列	/	甲等 20	480	39	899	
		甲等 15	480	39	448	
		陈坛 12	480	39	338	
		陶藏 10	480	38.8	240	
		醇柔 8	480	39	159	
		蓝钻 V6	480	40	108	

资料来源：官方旗舰店，公司官网，德邦研究所（以上价格获取时间：2022 年 8 月 5 日；不同时间点价格可能存在差异，以上仅供参考）

**老白干扩产增效，核心产区优势有望扩大。**衡水老白干酒的产能在 4 万吨左右，截止 2021 年底拥有成品酒库存 8005 吨，半成品酒（含基础酒）5.5 万吨。在产品结构升级趋势下，老白干扩张优质产能和储能，以便应对未来行业竞争。公司四期制酒车间扩建项目预计新增产能 2 万吨，计划投资金额 2.34 亿元，截止 2021 年年底累计投资 1.98 亿元。

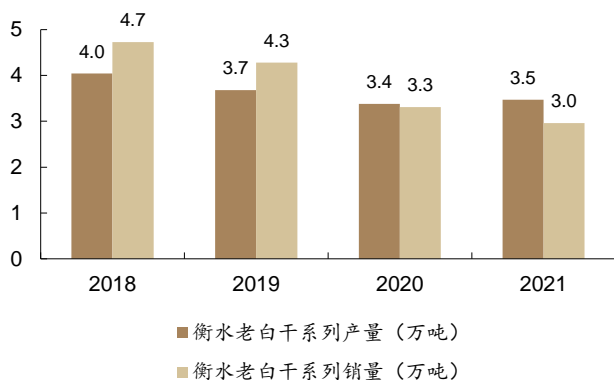
### 2.3.2. 品牌：提升品牌定位，中高端产品线逐步放量

**广告与时俱进，三度调整品牌战略定位。**2008 年老白干酒携手胡军在央视发布了脍炙人口的“衡水老白干 喝出男人味”广告词，塑造硬朗的品牌形象，精准描绘顾客群像，抓准市场定位，使品牌形象深入人心。而后随着消费升级，为增强衡水老白干和“十八酒坊”双品牌的联动性，促进双品牌融合互通，2018 年老白干发布了“喝老白干 不上头”战略定位，被视为老白干酒战略转型、布局全国化的关键标志。“不上头”三字凸显产品品质特征，即以“杂油醇含量低于国家标准的四分之一，不到酱香型、浓香型的一半。”的品类优势，直白而有力量地直击消

费者喝酒上头的普遍痛点，诠释了老白干的品类自信、品牌自信和品质自信。在全国化战略方面，2018年，老白干酒表示与丰联酒业有效整合共享双方的销售渠道，优化资源配置，充分发挥协同效应，实现优势互补，并喊出“称霸河北，名震全国”的口号。2022年，老白干酒升级了品牌定位，发布全新的品牌战略定位“甲等金奖 大国品质”，扩大产品的品牌文化、企业荣誉和历史故事的影响力，加强品牌价值感，强调将会持续加大对产品品质的研发与投入，不断追求更好、更高品质，以支撑产品结构升级，推动老白干的高端化转型。

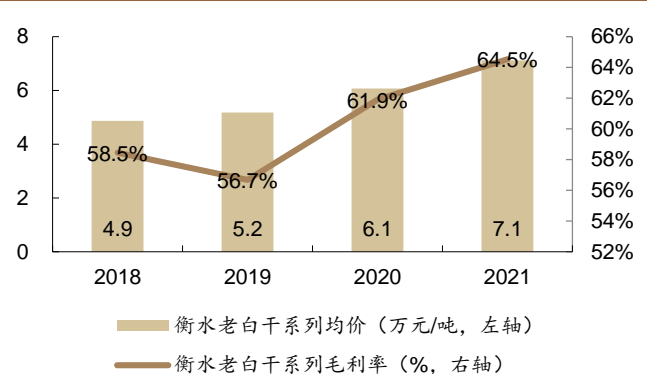
**中高端产品逐步放量，未来仍将持续受益于结构优化升级。**衡水老白干持续发力中高端，产品均价从2018年的4.86万元/吨提升至2021年的7.12万元/吨。中高端产品占比提升带动公司盈利能力提升，衡水老白干系列毛利率水平改善，从2018年的58.5%提升至2021年的64.5%。未来公司有望持续受益于结构升级，公司的品牌影响力和盈利能力有望得到进一步的提升。

图 17：衡水老白干系列销量和产销比下滑



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 18：衡水老白干系列均价和毛利率提升



资料来源：公司公告，德邦研究所

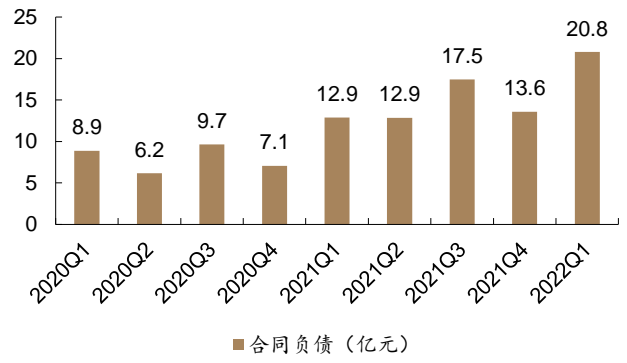
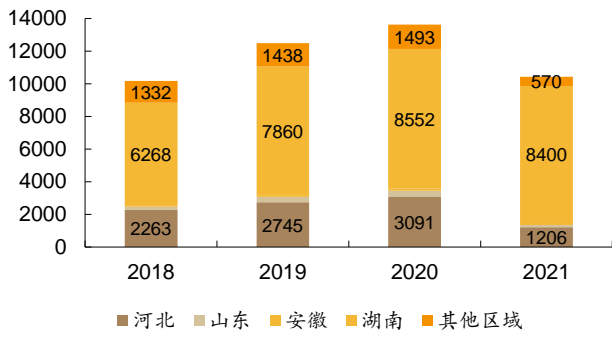
### 2.3.3. 渠道：经销商锐减，资源向优质渠道集中

**配合高端化步伐，老白干推进经销商优胜劣汰。**2021年公司经销商数量锐减，河北地区减少1885人至1206人；山东地区减少217人至144人；安徽地区减少12人至116人；湖南地区减少152人至8400人。经销商数量减少，主要原因是公司为进一步优化营销布局，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，对不满足考核条件的经销商终止合作，推进经销商优胜劣汰所致。

**老白干合同负债攀升，反映市场需求旺盛，业绩有待释放。**老白干合同负债攀升，2020Q1至2022Q1合同负债从8.89亿元提升至20.80亿元，表明公司在手订单充足，产品需求旺盛，业绩有待释放。

图 19：衡水老白干 2021 年经销商数量大幅下降 (个)

图 20：衡水老白干合同负债攀升



资料来源：公司公告，德邦研究所

资料来源：公司公告，德邦研究所

## 2.4. 板城烧锅酒与老白干有望实现差异互补，巩固河北龙头地位

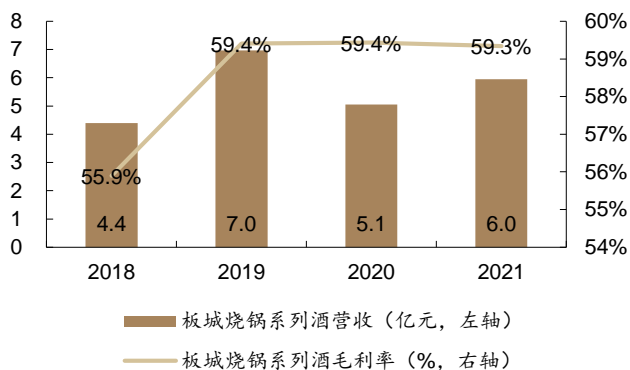
板城烧锅酒产自河北省承德县，发源于康熙年间的庆元亨酒坊，传承已有 300 多年历史。乾隆皇帝和纪晓岚到庆元亨喝酒，乾隆先出了上联“金木水火土”，然后纪晓岚追了个下联“板城烧锅酒”，揭开了板城烧锅酒酒文化的衍生点。板城烧锅酒主要采用传统的五甑酿造技艺，具有绵甜爽净、酒体纯正、酒液清亮、香浓甘润的特点。板城烧锅酒在河北本土品牌市场份额排名第二，仅次于老白干。2018 年老白干收购丰联酒业，将板城烧锅酒也纳入麾下。板城是丰联酒业旗下唯一与老白干处于同一省份的，其与老白干在优势地域、香型等方面存在互补，有助于发挥协同效应，巩固老白干“河北王”的地理优势。

**地域互补。**衡水老白干优势地域集中在衡水、石家庄等冀南城市，而板城的优势地域集中在承德、张家口等冀北城市，二者在省内实现互补，实现整体布局。

**香型互补。**河北主流消费为浓香型，衡水老白干为老白干香型，板城为北派浓香型，二者互补有助于满足多元需求，扩大市场范围。

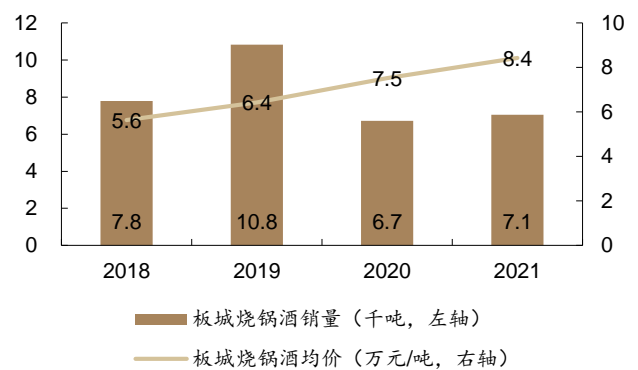
**当前仍以中档为主，逐步发力高档酒。**据我们测算，当前板城烧锅酒对老白干在河北市场的营收贡献约为 25%，板城烧锅酒产品均价稳步提升，反映了其高端化趋势。由于公司推动产品升级，均价提升，叠加疫情等不确定因素，2020 年板城烧锅酒销量有所下滑，2021 年随着疫情形势好转销量有所提升。未来板城烧锅酒有望与老白干加强合作，共同应对省外品牌挑战，抢占省内中高端市场份额。

图 21：板城烧锅酒对公司在河北市场的营收贡献约 25%



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 22：板城烧锅酒均价稳步上升



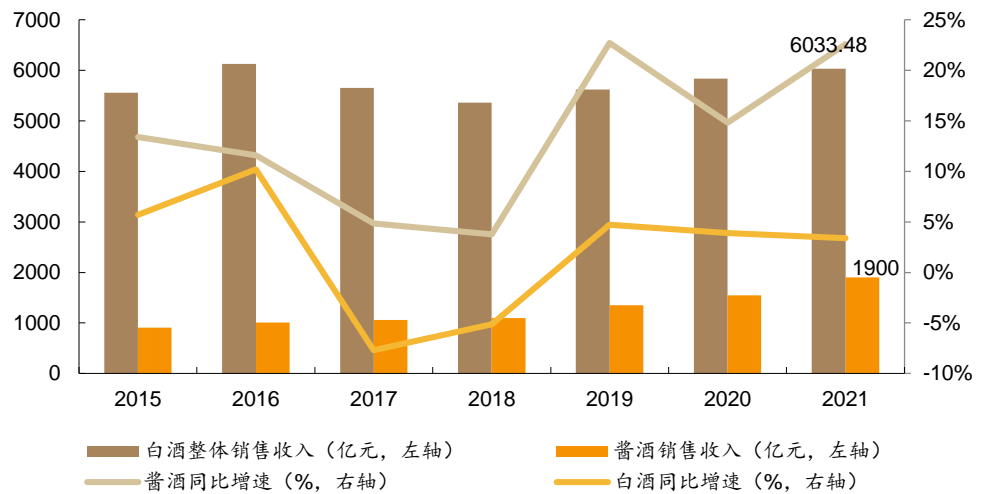
资料来源：公司公告，德邦研究所

### 3. 武陵酒：以渠道改革获新生，乘酱酒东风再起势

#### 3.1. 酱酒行业持续扩容，消费者培育见成效

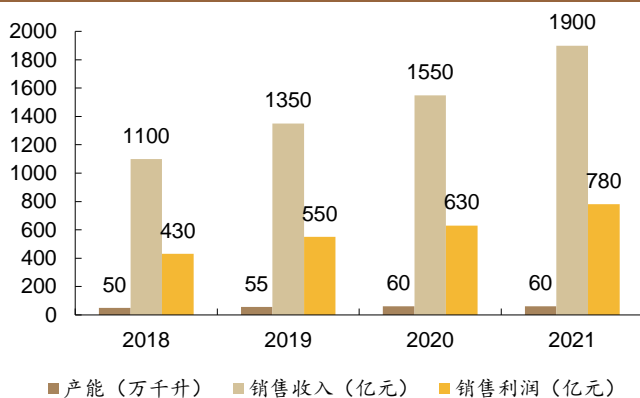
全国酱酒行业热度攀升，品类红利持续释放。近年来在以贵州茅台为代表的头部酒企带领下，酱酒行业逐步复苏，呈现量价双升的趋势。根据权图酱酒工作室数据，2021年中国酱酒行业整体销售收入为1900亿元，白酒行业整体销售收入为6033.48亿元，酱酒行业占白酒行业总销售收入的比例由2015年的16.30%逐年提升至2021年的31.49%，且酱酒销售收入增速近7年均快于白酒行业整体收入增速，酱酒行业热度居高不下。2021年中国酱酒产能60万千升，约占全国白酒行业总产能的8.4%，而同期酱酒行业实现利润约780亿元，同比增长23.81%，约占白酒行业总利润的45.8%，受益于龙头企业品牌价值外溢与消费升级，酱酒行业迎来高速成长期。

图 23：中国酱香型白酒增速远超白酒整体增速



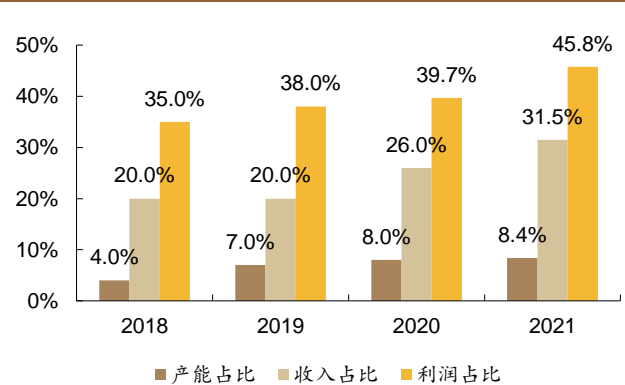
资料来源：中国酒业协会，观研天下，酒业家，权图酱酒工作室，德邦研究所

图 24：中国酱酒品类产能扩容较慢，收入与利润增速较快



资料来源：酒业家，权图酱酒工作室，德邦研究所

图 25：2021年酱酒利润约占白酒整体利润的一半



资料来源：酒业家，权图酱酒工作室，德邦研究所

消费者培育见效，酱香型白酒高端化趋势明显。据《中国白酒消费趋势报告（2022）》数据显示，近年来白酒的口感成为左右用户消费决策的重要因素。其中，“浓郁酱香”成为消费者购买白酒考虑因素趋势词的第一位，与酱酒相关的“留香持久”、“高粱酿造”、“挂怀持久”和“固态发酵”等趋势词也均入围前十，各酱酒品牌开展的消费者培育活动逐步见效。同时据 TMIC 天猫平台数据显示，2021年4月至2022年3月淘系平台中酱香型白酒的平均货单价为851元，为所有香型中的最高值；酱香型白酒的销售总额中，高端酒（2249元以上）

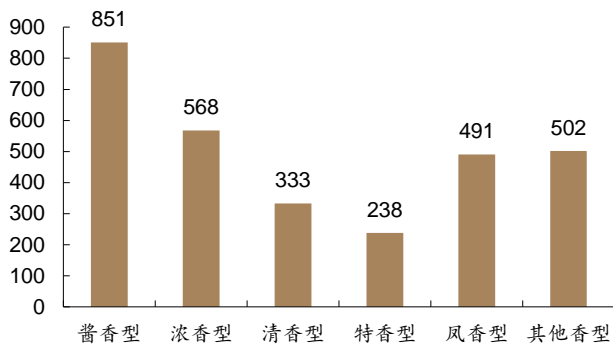
所占市场份额达到 39%，次高端酒（988-2249 元）占比达 31%，二者合计占比达 70%，而浓香型/清香型白酒中高端与次高端价格带白酒销售额占比仅为 45%/21%，酱香型白酒高端化趋势明显，主流次高端及高端酱酒受益。

表 4：白酒消费者考虑因素趋势词 Top10

Top1	浓郁酱香	Top6	高粱酿造
Top2	口感甘冽	Top7	入口柔
Top3	留香持久	Top8	挂怀持久
Top4	优雅舒适	Top9	微量元素
Top5	富含矿物质	Top10	固态发酵

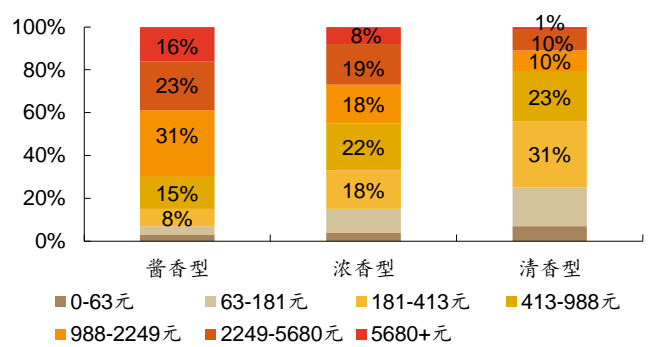
资料来源：《中国白酒消费趋势报告（2022）》，德邦研究所

图 26：酱香型白酒在淘系平台白酒中平均货单价最高（元/单）



资料来源：《2022 酱香酒趋势报告》，TMIC, HCR 慧辰，德邦研究所；注：数据时间为 2021.4-2022.3

图 27：酱香型白酒销售额中高端酒占比达 39%



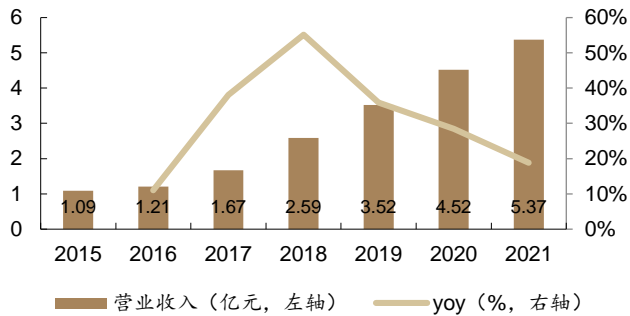
资料来源：《2022 酱香酒趋势报告》，TMIC, HCR 慧辰，德邦研究所；注：数据时间为 2021.4-2022.3

### 3.2. 武陵酒：湘酱名酒定位高端，短链渠道优势凸显

#### 3.2.1. 量价齐升趋势明显，盈利能力更为突出

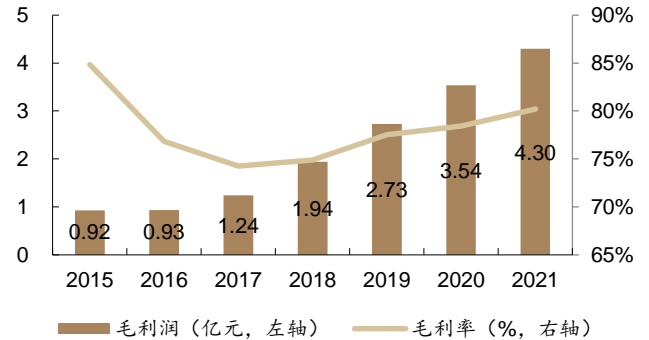
终端需求旺盛，营收高速增长。2015-2021 年武陵酒营收从 1.09 亿元增长至 5.37 亿元，期间 CAGR 高达 30.44%，易主以来营收增速稳定维持在 15% 以上，增长后劲十足。2017 年以前武陵酒毛利率总体呈现下跌趋势，2018-2021 年受益于产品提价与高档酒销售占比提高，毛利率平稳上升，2021 年武陵酒毛利率达到 80.20%。

图 28：武陵酒营收增速迅猛



资料来源：公司公告，德邦研究所

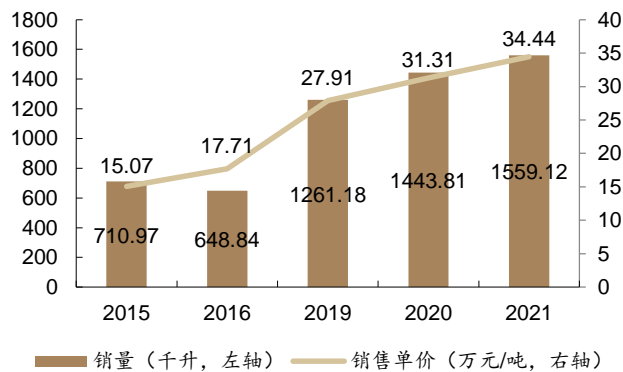
图 29：武陵酒毛利率水平自 2017 年以来稳步提升



资料来源：公司公告，德邦研究所

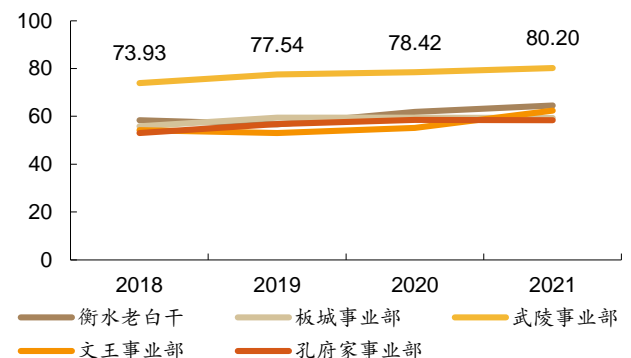
量价齐升趋势显著，盈利能力远超其他事业部。武陵酒的吨价和销量均呈现大幅提升的态势，武陵酒销量从 2016 年的 648.84 千升增加至 1559.12 千升，五年 CAGR 达 19.16%；武陵酒吨价从 2016 年的 17.71 万元/千升提高至 2021 年的 34.44 万元/千升，期间 CAGR 达 14.23%。同时武陵酒毛利率在母公司中位居所有事业部中第一名，为公司重要利润来源，2018-2021 年武陵酒毛利率稳定维持在 70% 以上，其他事业部毛利率在 50%-65% 之间，主要系武陵酒定位高端，产品结构稳步升级。

图 30：武陵酒量价齐升



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 31：武陵酒毛利率水平远超其他事业部 (%)



资料来源：Wind，德邦研究所

#### 3.2.2. 品牌：稀缺酱酒名品，三胜茅台品牌优势突出

湖南唯一中国名酒，三胜茅台创辉煌。1970 年武陵酒完成初酿，1972 年武



陵酒在师法传统酱香白酒的基础上自主创新研制出独具风格的“名贵焦香，纯净柔和，体感轻松，健康优雅”的酱香武陵酒，武陵酒自酿成以来在取得不俗荣誉，1981年全国白酒评比中武陵酒以0.54分第一次战胜茅台。1989年武陵酒在全国第五届名酒评比会上以总分第一的成绩评分获得国家质量金奖，第二次战胜茅台，同时荣获中国名酒称号，结束了湖南省没有“中国名酒”的历史。2015年武陵酒举办中国白酒史上最大规模的万人盲测活动，最终武陵酒以61%:39%的结果第三次战胜茅台，超六成的人都认为“酒体优于茅台”，实现了武陵酒历史上第三次超过茅台。

**表 5：武陵酒为第五届中国名酒评选中唯三的酱酒品牌之一**

年份	届数	国家名酒
1952	第一届	茅台，汾酒，泸州老窖，西凤
1963	第二届	五粮液，古井贡，泸州老窖，全兴，茅台，西凤，汾酒，董酒
1979	第三届	茅台，汾酒，五粮液，剑南春，古井贡，洋河，董酒，泸州老窖
1984	第四届	茅台，汾酒，五粮液，洋河，剑南春，古井贡，董酒，西凤，泸州老窖，全兴，双沟，黄鹤楼，郎酒
1989	第五届	茅台，汾酒，五粮液，洋河，剑南春，古井贡，董酒，西凤，泸州老窖，全兴，双沟，黄鹤楼，郎酒，武陵，宝丰，宋河粮液，沱牌

资料来源：酒业家，德邦研究所

**表 6：武陵酒历史所获荣誉颇丰**

年份	所获荣誉
1973	武陵酒被赋予湖南名酒称号
1979	全国第三届评酒会上武陵酒荣获国家优质酒称号及银质奖
1981	在全国白酒评比中，以0.54分首胜茅台
1984	全国第四届评酒会上武陵酒荣获国家优质酒称号及银质奖
1989	第五届白酒国家质量评比会上以总分第一的成绩再胜茅台，获得国家金质奖章；成为中国17大名酒（湖南唯一国家名酒）
2015	在万人盲测中以61%:39%的成绩三胜茅台
2019	武陵酒荣获“大国酱香领军品牌奖”

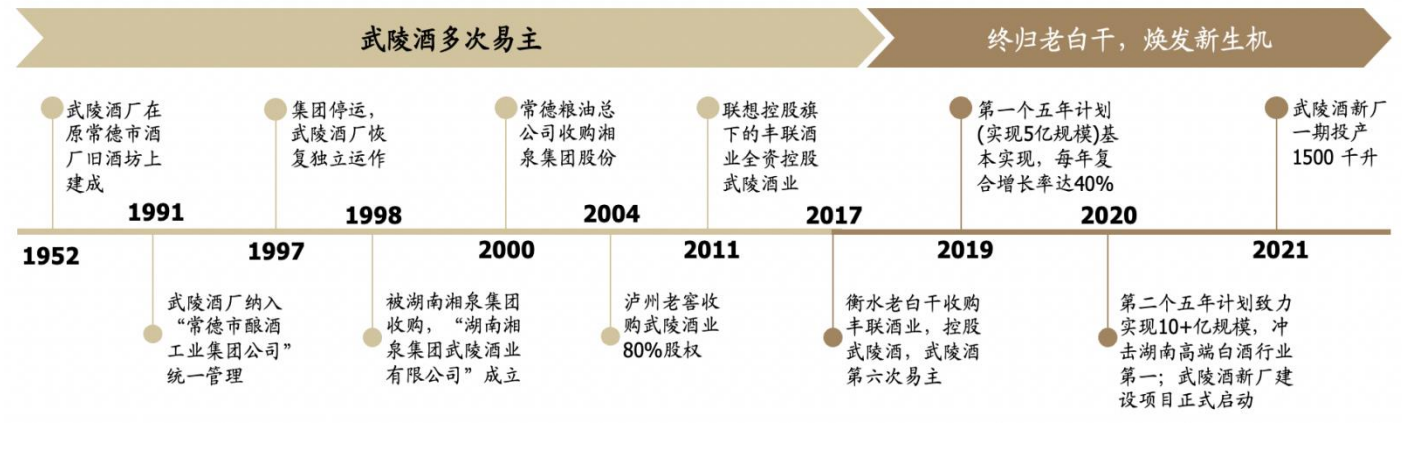
资料来源：公司官网，德邦研究所

七十年历史沉浮，终归老白干焕新机。1952年常德酒厂建成，1972年酱香型武陵酒酿成，但受体制与管理影响，武陵酒并未把握住白酒行业发展的机遇，在不断易主中逐渐销声匿迹。新千年后酱酒行业迎来新机遇，2004年泸州老窖斥资1500万元收购武陵酒业60%的股权，后通过购买增持达80%股权。控股武陵酒业后，泸州老窖历经数年打造了颇负盛名的“武陵三酱”，但武陵酒并没有如愿崛起，并于2011年被联想控股旗下的丰联酒业全资收购。2017年，河北地产白酒龙头衡水老白干收购丰联酒业，进而控股武陵酒，这是武陵酒第六次易主，此后连续三年公司营收实现快速增长，武陵酒发展趋势向好。

管理层助力武陵酒实现振兴，战略地位不断上升。2015年，IT背景的浦文立开始担任湖南武陵酒有限公司董事长，彼时武陵酒亏损800多万。浦文立上任后将多链条多环节的白酒供应链改为短链模式，由酒厂直接面对消费终端，武陵酒短链模式得到市场验证，销售收入每年实现40%的复合增长，2019年武陵酒销售收入实现5亿规模，第一个五年规划基本实现。2020年5月武陵酒新厂开工，同时加快省内主要城市布局，计划在第二个五年计划期间实现10亿以上规模。2022年3月武陵酒董事长浦文立卸任，老白干酒任命公司总经理赵旭东兼任湖南武陵酒有限公司董事长，我们认为这表现了公司对武陵酒的重视程度与促进其蓬勃发

展的坚定决心。

图 32：武陵酒发展历程



资料来源：云酒头条，红网时刻，德邦研究所

### 3.2.3. 产品：制作工艺创新改良，主攻千元以上价格带

产地位处酱酒黄金区域，优质气候条件造就“武陵香”。武陵酒生产所在地常德是江南著名的“鱼米之乡”，与贵州茅台同处北纬 28° 的中国酱酒黄金区域。据君越咨询信息显示，相比茅台，武陵酱酒的焦糊香浓郁但又恰到好处，其原因系常德的海拔比茅台镇高 600 多米且气温更高，武陵酱酒在高温堆积发酵的温度要比茅台镇酱酒堆积发酵的温度高出 5 度左右，这意味着武陵高温菌群比茅台镇高温菌群更加耐受高温。因此，武陵所处生态环境下的高温种群微生物所代谢产生的香味物质比茅台镇高温种群微生物代谢产生的香味物质更加丰富。

创新改良传统酱酒工艺，“四高两长”实现特有风味。武陵酒在师法传统酱香白酒酿造工艺的基础上自主创新而成，采用“7 次取酒，8 次发酵，9 次蒸煮”的传统酱香酒工艺，历经 6 月制曲，1 年酿造，5 年时间反复精调细储，其工艺具有“四高两长，一大一多”的特点，“四高”即高温制曲，高温堆积，高温发酵，高温馏酒，“两长”即生产周期长，贮存时间长，“一大一多”即用曲量大，酿造轮次多。同时相较茅台，武陵酒在制作上也进行了更贴合武陵特点的工艺调整：1) 使用整粒糯红高粱泡粮：使得饮用口感纯净柔和，饮后体验更轻松；2) 粮曲比为 1:1.1，制曲温度较茅台高 5 度：使酒的焦香气更突出；3) 首创“5+1+1+3”的储酒模式：使得酒体协调平衡，丰富而趋于柔和，口感舒适度和体感轻松度大幅提升。武陵酒针对环境与自身特色对酱酒制作工艺进行调整，使其具有“酱香突出，口味醇厚而爽冽，后味干净而余味绵绵，饮后空杯留香”的特点。

表 7：武陵酒制作工艺创新点

所处阶段	工艺名称	主要创新点	特点
生产模式	下沙	阳历 9 月 9 日下沙，比重阳早一个月	武陵酒酿酒用水清澈透明，不必等到重阳节才开始酿酒
	酿造泡粮	整粒糯红高粱投粮	粮食中单宁物质（产生涩感的主要成分）的稀释更充分，整粒泡粮让武陵酱酒的饮中口感呈现出纯净、柔和的特点，同时饮后体验更加轻松，喝醉后第二天不会头重脚轻
	制曲	制曲温度：以高 5 度的高温大曲为糖化发酵剂 用量：以 1:1.1 的粮曲比进行混蒸混烧	传统酱香型白酒工艺的用曲量控制在总投粮量的 85%~90%； 制曲温度升高可使酒的焦香气更突出
	高温堆积	以凉堂堆积温度高 5 度进行地窖发酵	高温堆积是武陵酒产生独特焦香味的关键工艺，当堆积温度达到 50°C 时下窖比较合适，而武陵酒通过多年摸索已突破现有传统酱

## 香型酒堆积顶温的极限

储酒模式

“5+1+1+3”














业内首创“5+1+1+3”模式

通过对不同轮次，不同年份的酱酒酒体进行反复的取酒调酒，再经过5年以上贮存，保持储1罐备1罐的基础上，加上3个月瓶储，每组合一批酒都使用上批次酒不低于20%，最终让酒体协调，平衡，丰富而趋于柔和，口感舒适度和体感轻松度大幅提升







资料来源：《武陵酒生产工艺创新剖析》，常德日报，德邦研究所

**多数产品定位高端，多品类全价格带满足细分需求。**武陵酒产品矩阵中主要包括四大系列，分别为“酱系列”，“极客系列”，“飘香系列”和“洞庭春色系列”。其中“酱系列”为公司的主推产品线，包括武陵元帅，武陵王，五星上酱及上酱，中酱，少酱与2021年新推出的轻酱，主要定位次高端及高端价格带。“内供系列”限量稀少，不对外公开售卖。“极客系列”主打高端私人定制，极客琥珀500ml规格的官网零售价在千元左右。“飘香系列”为武陵酱酒的中低端产品线，经典版为5年基酒的最基础配方，价格为188元/500ml。“洞庭春色系列”为浓香型白酒，为扩张品类，扩大消费者接触面的选择。武陵酒将每款产品的基酒年份与配比公开，以诚信立足于高端市场，未来将持续依靠品质过硬的高端酱酒实现增长。

表 8：武陵酒产品定位高端

系列名称	产品名称	官网零售价	度数	包装	特点	产品图示
酱系列 (酱香型)	武陵元帅	9980 元/500ml	53 度	陶瓷瓶，礼盒	原酒取自石壁泥底条石窟池，勾调后进入地下酒窖储存20年；瓶盖融入24K纯金	
	五星上酱	6880 元/680ml	53 度	陶瓷瓶，皮礼盒	25年以上的老酒，当年3，4，5轮次优级基酒，稀世典藏	
	武陵上酱	2680 元/500ml	53 度	陶瓷瓶，仿皮礼盒	15年以上原浆酒调制而成，当年1-7轮次优级原浆	
	武陵王	1680 元/500ml	53 度	陶瓷瓶，绸缎礼盒	选取酱酒春天生产的3，4，5轮次优质基酒，陶坛储存历12年	
	武陵中酱	880 元/500ml	53 度	陶瓷瓶，纸盒装	9年以上原浆酒调制而成，当年1-7轮次一级原浆酒	
	武陵少酱	680 元/500ml	53 度	陶瓷瓶	6年以上老酒调制而成，当年3，4，5轮次优质基酒	
	武陵轻酱	599/375ml	53 度	玻璃瓶	酒体协调，口感柔和，更贴近年轻一代需求	
内供系列 (酱香型)	武陵一号	2180 元/500ml	53 度	陶瓷瓶	22年基酒10%，18年基酒35%，13年基酒55%；酒厂直供，限量稀售	
	武陵二号	1280 元/500ml	53 度	陶瓷瓶	18年基酒5%，12年基酒25%，11年基酒70%；酒厂直供，限量稀售	
	武陵三号	880 元/500ml	53 度	陶瓷瓶	12年基酒15%，9年基酒30%，6年基酒55%；酒厂直供，限量稀售	
极客系列 (酱香型)	极客匠人匠心	4299 元/1000ml	53 度	玻璃瓶，木质礼盒	1993年封藏原酒为基酒，20年以上原浆酒调制而成	
	极客琥珀1000ml	2199 元/1000ml	53 度	玻璃瓶，特种礼盒	20年老酒10%，12年老酒40%，11年老酒50%	
	极客琥珀509ml	1099 元/509ml	53 度	玻璃瓶，特种礼盒	20年老酒10%，12年	

老酒 40%，11 年老酒 50%

系列	产品名称	价格	酒度	包装	基酒占比	图片
飘香系列 (酱香型)	武陵飘香 30 周年 纪念版	599 元/500ml	53 度	玻璃瓶, 特种礼盒	7-8 年基酒占 30%	
	武陵飘香尊享版	268 元/500ml	53 度	玻璃瓶, 特种礼盒	5 年以上基酒	
	武陵飘香经典版	188 元/500ml	53 度	玻璃瓶, 纸盒	5 年基酒	
洞庭春色系列 (浓香型)	金洞庭	238 元/500ml	52 度	玻璃瓶, 水晶盒	-	
	红钻	188 元/500ml	52 度	玻璃瓶, 纸盒	-	
	蓝钻	188 元/500ml	53 度	玻璃瓶, 纸盒	-	

资料来源: 武陵酒官网, 武陵酒天猫官方旗舰店, 武陵酒京东自营官方旗舰店, 德邦研究所

**产能扩张有序推进, 未来成长空间可期。**2018 年 10 月总投资 15 亿元的武陵酒业酱酒酿造异地建设项目与常德经开区正式签约, 拟建项目产量为 6600 吨/年, 其中一期项目生产基酒 3600 吨/年, 二期项目生产基酒 3000 吨/年, 扩产产品品类为定位高端的武陵王、极客武陵与武陵三酱系列。2020 年 5 月项目正式启动建设, 2021 年 9 月武陵酒新厂一期顺利建成并投产 1500 吨, 武陵酒的基酒产能由原来的 600 吨/年扩张到 2100 吨/年, 该批次投产基酒预计于 2022 年酿成, 高端酒扩产为武陵酒长期发展奠定基础。

**表 9: 武陵酒产能扩产逐步落地**

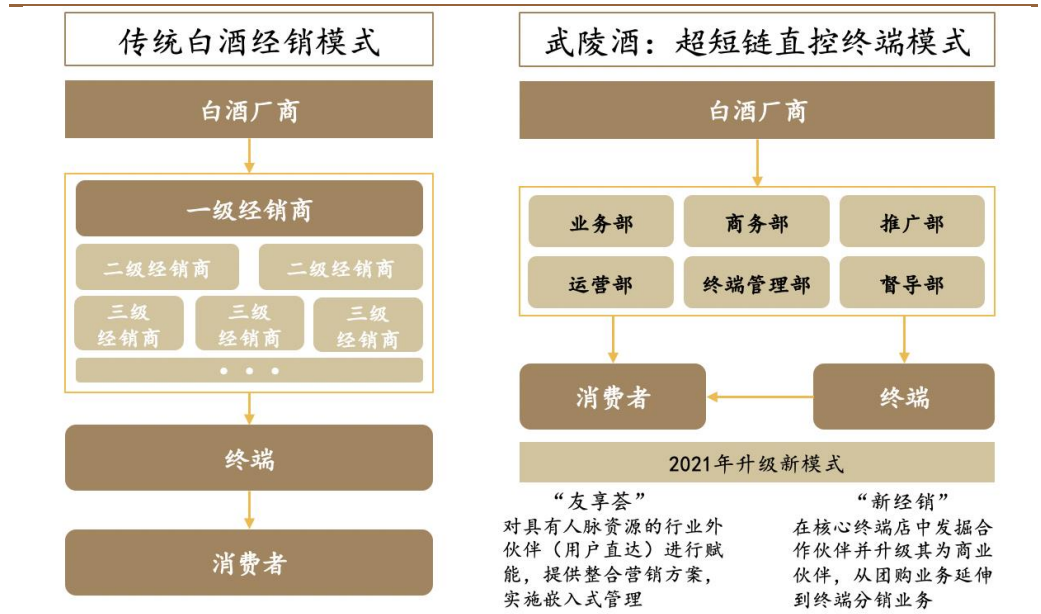
系列产品	一期	二期	合计
武陵王系列	900t/a	800t/a	1700t/a
极客武陵系列	1800t/a	1400t/a	3200t/a
武陵三酱系列	900t/a	800t/a	1700t/a
基酒合计	3600t/a	3000t/a	6600t/a

资料来源: 公司公告, 德邦研究所

### 3.2.4. 渠道: 直达终端实现强掌控, 有效赋能合作伙伴

**武陵酒销售模式以中高端用户群体为定位, 基于短链逻辑有客户直达和终端直达两种模式。**2015 年浦文立带领的新团队进驻武陵后的第一件事就是对武陵酒进行内部整顿, 闭门停产 3 个月, 同时用互联网思维改造传统白酒经销模式, 把多链条多环节的供应链改为短链模式, 武陵酒厂商由最短链直达终端和消费者, 没有经销商环节, 搭建以消费者为中心的消费体系。在短链模式下, 酒厂对终端市场的掌控能力有所加强, 实现全面终端控价及产品动销监管, 避免出现价格倒挂的现象。

图 33: 武陵酒短链模式直控终端



资料来源：公司公告，君度卓越咨询，德邦研究所

**搭建一体化合作关系，与终端共同成长。**武陵酒前期通过短链渠道降低交易成本，提高终端掌控能力，但可持续交易的前提是用户关系的建立，需求的确立和强化，武陵酒通过“14769”运营体系与终端店建立合作伙伴关系，让终端烟酒店成为品牌教育的先锋军。据君越咨询，武陵酒设计 6 大职能部门在赋能和控制的层面升级终端店主对用户教育和运营的能力，通过 9 个步骤筛选优质终端网点，最终与终端网点形成一体化关系。在“14769”运营体系下，武陵酒担当联盟逐步建立，根据规模，能力大小对终端分为三个类别：盟主，担当联盟和普通成员，公司 75% 的销量都由这些终端贡献，而盟主和担当联盟更是占了这其中的 60% 以上（2021 年 9 月信息）。

**升级渠道新模式，全面赋能终端与客户。**作为武陵的咨询合作伙伴，君越咨询表示 2021 年武陵在终端店的基础上，升级了两个新模式——“新经销”和“友享荟”。“新经销”在核心终端店中发掘价值观趋同，模式认同，产品认同的合作伙伴并将其升级为商业伙伴，业务可延伸到终端分销上。“友享荟”模式为武陵酒从客户直达和终端直达升级到用户直达的方法论，公司打造“友享荟”平台，为友享荟伙伴提供整合营销方案，保障收益实现。在“友享荟”模式推出不到一年的时间内，第一家“友享荟”的合作伙伴销量已经达到 3000 万的规模，成效显著。在营销推广与消费者培育方面，公司通过品鉴会，休闲活动等方式聚合优质消费者，加深品牌认知，如公司邀请“武陵王粉丝俱乐部”的粉丝参加“2021 武陵酒之夜”，通过搭建平台加速产品推广，2021 年 6 月武陵王的粉丝数量为 3135 位，2021 年武陵王品鉴会已开展 3681 场，覆盖客户 39624 位。

表 10: “14769”渠道运营体系管理终端

名称	具体内容
1 个理念	终端店不是外部客户，而是企业内部销售职能的一部分，内外一体化，形成一致的合力
4 个前提	(1)有竞争力的产品体系；(2)产品交易价格的可控性；(3)足够可实现的利润空间；(4)终端的合理布局
7 大系统	培训系统；活动系统；资源系统；控价系统；助销系统；组织系统；鼓励系统
6 个部门	业务部，商务部，推广部，运营部，终端管理部，督导部

资料来源: 君度卓越咨询, 德邦研究所

图 34: 武陵酒担当联盟与公司共同成长



资料来源: 公司官方微信公众号, 德邦研究所

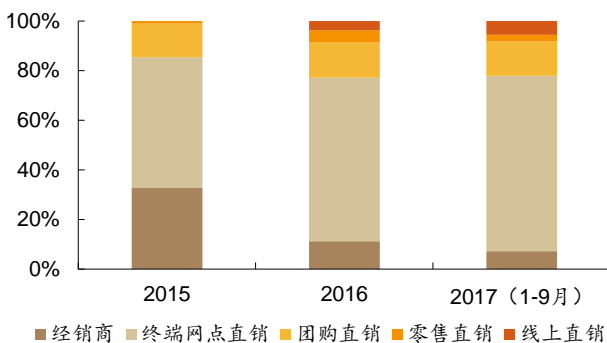
图 35: 2021“武陵酒之夜——武陵王粉丝盛典”



资料来源: 公司官方微信公众号, 德邦研究所

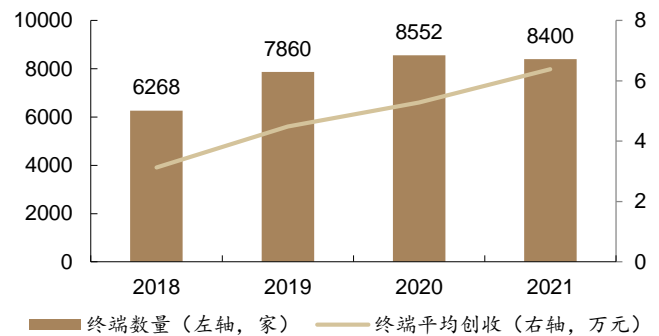
营销网络不断优化, 终端平均创收明显增加。2016年武陵酒直销收入占比由2015年的67.10%提升至88.81%, 2017年1-9月继续提升至92.84%, 2016-2019年武陵酒每年实现40%的复合增长, 2019年在长沙市场销售过亿, 短链模式成效显著。2018-2021年武陵酒终端平均创收从3.12万元连年提升至6.39万元, 2018-2020年武陵酒终端数量从6268家增加至8552家, 终端平均创收从3.12万元连年提升至5.28万元, 公司终端直销模式管理能力出众; 2021年终端数量下降152家至8400家, 同期终端平均创收仍提升至6.39万元, 同比提升20.99%, 主要系终端网点优胜劣汰, 公司倾向于实力较为雄厚的终端店合作, 将重心转向提升单店营收。

图 36: 武陵酒经销占比逐渐减少



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 37: 武陵酒终端平均创收稳步上升

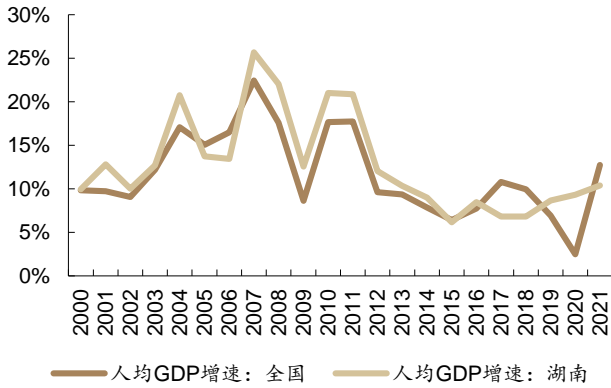


资料来源: 公司公告, 德邦研究所

### 3.3. 湖南市场：高端湘酒发展受益，酱酒复兴还看武陵

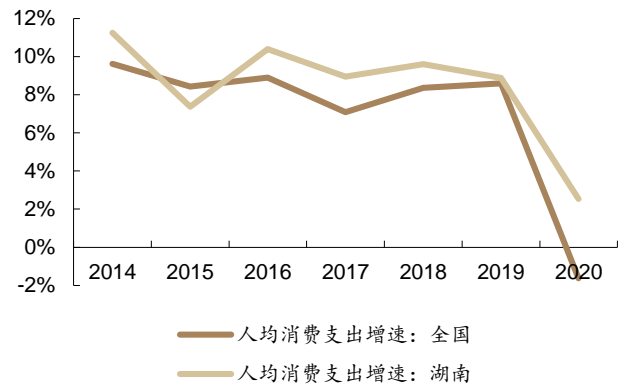
湖南经济发展迅速，强疫情管控能力助力消费复苏，为中高端酱酒发展提供坚实基础。2000年以来，湖南人均GDP增速在16年中领先全国平均水平，经济发展势头迅猛，叠加主要城市房价管控有效，居民消费进一步得到释放，湖南人均消费支出增速在2014-2020年间仅在2015年低于全国平均水平，居民财富的积累和消费倾向的推动让湖南成为中高端酱酒成长的优良土壤。此外在高效管控下，疫情爆发以来湖南未爆发大规模长时间的疫情，餐饮、娱乐业门店受关停影响较小，也为中高端酱酒发力提供短期支撑。

图 38：湖南人均 GDP 增速领先全国平均水平



资料来源：wind，德邦研究所

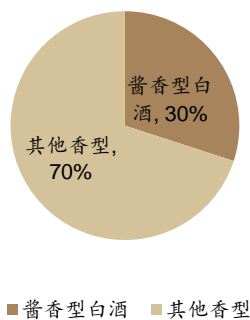
图 39：湖南人均消费支出增速超过全国平均增速



资料来源：wind，德邦研究所

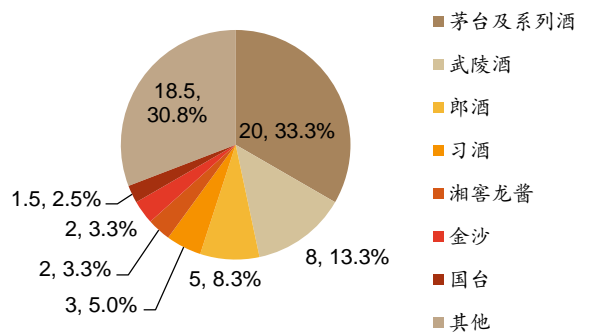
湖南酱酒消费氛围较浓厚，本土酱酒发展空间大。据湖南省酒业协会会长刘维平所言，湖南酱酒市场规模已达 60 亿元左右，约占湖南白酒市场的 30%，未来至少将达到百亿级别，湖南酱酒的发展远未达到顶峰，潜力依然巨大。从湖南酱酒竞争格局来看，2021年茅台及其系列酒以约 20 亿元的终端销售额达成 33.3% 的市占率，为湖南酱酒第一品牌。武陵酒以 13.3% 的市占率位列第二，郎酒/习酒分别占到市场份额的 8.3%/5.0%，CR4 市占率达 60%，本土酱酒市占率相对较低，未来提升空间广阔。2020-2024 年为武陵酒的第二个五年计划时期，武陵酒致力冲击湖南白酒行业第一，同时在全省范围完成业务覆盖，全国省会城市布局不少于 5 个。

图 40：湖南白酒市场中酱酒占比达到 30% (2022 年 6 月)



资料来源：三湘都市报，德邦研究所

图 41：武陵酒在湖南省市占率达到 13.3% (2021 年)



资料来源：酒业家，德邦研究所

**湖南酱酒复兴关键在武陵,政策支持武陵长远发展。**按照湖南省工信厅规划,到 2025 年将湘西,邵阳,常德打造成产值超 100 亿元白酒产业优势产区,其中常德市力争在“十四五”期间实现白酒产业链年销售收入过 70 亿元,税收过 15 亿元。常德市政府围绕“扩产能,提品质,树品牌”,加强对白酒生产企业的培育,充分发挥武陵酒等 3 家龙头企业的引领作用,同时在加大资金奖补力度方面设立了税收增量奖、固定资产投资奖和品牌推广专项补助,2021 年 9 月投产的武陵酒新厂预计目前年产值可达 30 亿元,为常德市年创税收 5 亿元。常德政府关于白酒发展规划有助于武陵酒实现快速发展,抢占更多市场份额,同时武陵酒作为湖南唯一中国名酒有望从政府支持中长期获益。



## 4. 盈利预测与估值

### 4.1. 盈利预测

河北省次高端价格带扩容，老白干力推中高端，将充分受益，预计未来仍将维持较高增长，预计衡水老白干系列 22-24 年的收入增速分别为 15.00%/20.27%/20.84%；板城烧锅系列 22-24 年的收入增速分别为 15.50%/18.09%/18.09%。武陵酒预计将受益酱酒行业高增长，武陵系列 22-24 年的收入增速分别为 44.45%/29.15%/27.05%。其他子公司预计将平稳增长，预计文王贡系列 22-24 年的收入增速分别为 11.24%/13.36%/14.40%；孔府家系列 22-24 年的收入增速分别为 8.15%/13.30%/13.30%。

随着老白干品牌力的提高以及中高档产品占比提升，毛利率预计将提升，预计 22-24 年老白干白酒业务毛利率分别为 66.14%/66.60%/67.16%。

总体来看，预计 22-24 年公司营业收入分别为 46.77/55.94/67.09 亿元，同比增速为 16.13%/19.61%/19.93%，归母净利润分别为 6.94/6.88/9.18 亿元，同比增速为 78.4%/ -0.9%/33.3%，EPS 分别为 0.76/0.75/1.00 元。

表 11：老白干酒主营业务拆分及预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>衡水老白干系列</b>				
营收 (亿元)	21.07	24.23	29.14	35.21
YOY	4.71%	15.00%	20.27%	20.84%
毛利率	64.53%	64.70%	64.87%	65.20%
<b>板城烧锅系列</b>				
营收 (亿元)	5.95	6.87	8.12	9.59
YOY	17.85%	15.50%	18.09%	18.09%
毛利率	59.34%	58.18%	57.58%	57.37%
<b>文王贡系列</b>				
营收 (亿元)	3.38	3.76	4.26	4.87
YOY	13.76%	11.24%	13.36%	14.40%
毛利率	62.45%	62.82%	63.53%	64.23%
<b>孔府家系列</b>				
营收 (亿元)	1.77	1.92	2.17	2.46
YOY	19.53%	8.15%	13.30%	13.30%
毛利率	58.43%	58.83%	59.23%	59.63%
<b>武陵系列</b>				
营收 (亿元)	5.37	7.75	10.01	12.72
YOY	18.84%	44.45%	29.15%	27.05%
毛利率	80.20%	81.13%	81.85%	82.54%
<b>白酒业务</b>				
销量 (千升)	47957	52508	59503	67473
YOY	-2.66%	9.49%	13.32%	13.39%
均价 (万元/千升)	7.83	8.48	9.02	9.61
YOY	12.96%	8.34%	6.42%	6.50%
白酒业务总营收 (亿元)	37.53	44.52	53.69	64.84
YOY	9.95%	18.62%	20.60%	20.77%
毛利率	65.47%	66.14%	66.60%	67.16%

资料来源：wind，德邦研究所

## 4.2. 相对估值

2021 年公司总营收和归母净利分别为 40.27 亿元和 3.89 亿元，过去 2019-2021 年复合增速分别为-0.04%和-1.88%。

预计 22-24 年公司营业收入分别为 46.77/55.94/67.09 亿元，同比增速为 16.13%/19.61%/19.93%，归母净利润分别为 6.94/6.88/9.18 亿元，同比增速为 78.4%/-0.9%/33.3%，EPS 分别为 0.76/0.75/1.00 元，现价对应 22-24 年 PE 为 34.89X/35.19X/26.40X。我们认为公司将受益于省内次高端扩容，省外武陵酒仍处高速增长期，股权激励激发公司活力，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 12：老白干酒可比公司估值表

股票代码	公司简称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	市盈率				每股收益			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
002304	洋河股份*	2,575	168.80	32.85	26.71	22.06	18.41	4.98	6.32	7.65	9.17
603369	今世缘*	570	45.78	33.62	23.29	18.79	15.18	1.62	1.97	2.44	3.02
000596	古井贡酒*	1,140	251.80	54.83	44.66	36.49	30.21	4.35	5.64	6.90	8.33
603589	口子窖	310	51.81	24.61	15.61	13.18	11.26	2.88	3.32	3.93	4.60
603198	迎驾贡酒	431	54.03	40.14	23.89	18.97	15.28	1.73	2.26	2.85	3.54
603919	金徽酒	152	30.47	60.33	32.02	24.91	20.45	0.64	0.95	1.22	1.49
600197	伊力特	129	27.31	40.78	27.61	21.71	18.18	0.66	0.99	1.26	1.50
	中位数			40.14	26.71	21.71	18.18				
	均值			41.02	27.68	22.30	18.42				
<b>600559</b>	<b>老白干酒*</b>	<b>242</b>	<b>26.59</b>	<b>64.98</b>	<b>35.04</b>	<b>35.34</b>	<b>26.51</b>	<b>0.43</b>	<b>0.76</b>	<b>0.75</b>	<b>1.00</b>

资料来源：wind 一致预期，德邦研究所

注：标\*公司为德邦覆盖，采取德邦预测数据，其余采用 wind 一致预期；收盘价采取 2022 年 08 月 19 日数据

## 5. 风险提示

**疫情反复风险。**尽管我国疫情防控措施得当，但是此次疫情传染性强，如果疫情出现反复，可能使公司生产经营活动受到影响。

**省内竞争加剧风险。**衡水老白干系列和板城烧锅系列在营收中占比较高，主要是在河北省内销售，如果省内竞争加剧，可能对营收和净利率产生影响。

**武陵酒销售不及预期。**武陵酒营收增速较高，如果酱酒行业增速放缓，武陵酒成长降速，可能使公司营收和净利润增长不及预期。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	0.43	0.76	0.75	1.00
每股净资产	4.07	4.70	5.30	5.99
每股经营现金流	1.23	1.13	0.52	1.10
每股股利	0.15	0.15	0.15	0.31
价值评估(倍)				
P/E	64.98	34.89	35.19	26.40
P/B	6.86	5.64	5.00	4.42
P/S	5.90	5.18	4.33	3.61
EV/EBITDA	39.18	21.92	21.63	16.43
股息率%	0.5%	0.6%	0.6%	1.2%
盈利能力指标(%)				
毛利率	67.3%	67.3%	67.6%	68.0%
净利润率	9.7%	14.8%	12.3%	13.7%
净资产收益率	10.4%	16.2%	14.2%	16.7%
资产回报率	5.1%	8.5%	8.1%	10.1%
投资回报率	9.4%	15.3%	13.6%	16.3%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	11.9%	16.1%	19.6%	19.9%
EBIT 增长率	6.6%	88.4%	-0.9%	33.0%
净利润增长率	24.5%	78.4%	-0.9%	33.3%
偿债能力指标				
资产负债率	51.0%	47.3%	43.0%	40.0%
流动比率	1.1	1.1	1.2	1.3
速动比率	0.5	0.6	0.5	0.6
现金比率	0.3	0.3	0.3	0.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	2.0	2.0	1.2	0.9
存货周转天数	637.4	480.0	450.0	430.0
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7
固定资产周转率	3.1	2.6	2.7	2.5

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	389	694	688	918
少数股东损益	-1	0	0	0
非现金支出	136	142	167	199
非经营收益	-54	-34	-15	-21
营运资金变动	655	231	-364	-86
经营活动现金流	1,126	1,033	477	1,010
资产	-486	-697	-414	-606
投资	-415	-200	0	0
其他	27	31	28	34
投资活动现金流	-874	-866	-386	-572
债权募资	-180	15	-50	-80
股权募资	0	17	0	0
其他	-208	-151	-149	-287
融资活动现金流	-388	-118	-199	-367
现金净流量	-136	49	-109	71

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 19 日  
 资料来源：公司年报（2020-2021），德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4,027	4,677	5,594	6,709
营业成本	1,316	1,528	1,814	2,150
毛利率%	67.3%	67.3%	67.6%	68.0%
营业税金及附加	627	739	878	1,053
营业税金率%	15.6%	15.8%	15.7%	15.7%
营业费用	1,238	1,347	1,562	1,814
营业费用率%	30.7%	28.8%	27.9%	27.0%
管理费用	368	412	463	512
管理费用率%	9.1%	8.8%	8.3%	7.6%
研发费用	16	18	22	26
研发费用率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
EBIT	492	926	918	1,221
财务费用	5	1	0	-3
财务费用率%	0.1%	0.0%	0.0%	-0.0%
资产减值损失	-3	0	0	0
投资收益	21	23	28	34
营业利润	509	922	921	1,229
营业外收支	4	3	-4	-6
利润总额	513	926	918	1,223
EBITDA	620	1,069	1,085	1,420
所得税	124	231	229	306
有效所得税率%	24.2%	25.0%	25.0%	25.0%
少数股东损益	-1	0	0	0
归属母公司所有者净利润	389	694	688	918

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,006	1,055	947	1,018
应收账款及应收票据	240	269	233	219
存货	2,298	2,009	2,236	2,533
其它流动资产	673	855	890	760
流动资产合计	4,217	4,188	4,306	4,529
长期股权投资	82	82	82	82
固定资产	1,311	1,789	2,051	2,723
在建工程	404	504	504	254
无形资产	864	844	824	804
非流动资产合计	3,388	3,956	4,199	4,600
资产总计	7,605	8,145	8,505	9,129
短期借款	235	250	200	120
应付票据及应付账款	416	320	248	324
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	3,059	3,108	3,042	3,033
流动负债合计	3,711	3,678	3,491	3,477
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	170	170	170	170
非流动负债合计	170	170	170	170
负债总计	3,881	3,848	3,661	3,647
实收资本	897	915	915	915
普通股股东权益	3,725	4,296	4,844	5,482
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	7,605	8,145	8,505	9,129

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

花小伟，德邦证券研究所副所长，董事总经理，大消费组长，食饮和轻工首席分析师。十年卖方大消费经验，曾任职于中国银河证券，中信建投证券；曾率队获 2015 年轻工消费新财富最佳分析师第 5 名；2016 年轻工消费新财富第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，保险资管 (IAMAC) 最受欢迎卖方轻工第 1 名；2018 年轻工消费新财富最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名，IAMAC 第 2 名；2019 年获轻工《财经》最佳分析师第 2 名，Wind 金牌分析师第 3 名，水晶球第 4 名，新浪金麒麟分析师第 4 名，等等。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。