

研究所
 证券分析师：薛玉虎 S0350521110005
 xueyh@ghzq.com.cn
 证券分析师：宋英男 S0350522040002
 songyn@ghzq.com.cn

十年磨一剑，挥师新征程

——口子窖（603589）公司深度研究

最近一年走势



相对沪深300表现		2023/05/12		
表现	1M	3M	12M	
口子窖	-5.5%	-5.7%	17.3%	
沪深300	-3.9%	-4.1%	-0.5%	

市场数据		2023/05/12
当前价格(元)		56.61
52周价格区间(元)		39.83-76.23
总市值(百万)		33,966.00
流通市值(百万)		33,966.00
总股本(万股)		60,000.00
流通股本(万股)		60,000.00
日均成交额(百万)		235.76
近一月换手(%)		1.03

相关报告

《——口子窖（603589）2022年报及2023一季报点评：Q1稳步复苏，经营变化积极，看好业绩逐季改善（买入）*白酒II*薛玉虎，宋英男》——2023-04-28

《——口子窖（603589）点评报告：激励落地，改革释能，公司稳步向前（买入）*白酒II*薛玉虎，宋英男》——2023-03-17

《——口子窖（603589）点评报告：三季度延续稳健经营，公司长期向上趋势不改（买入）*白酒II*薛玉虎，刘洁铭，宋英男》——2022-10-28

《——口子窖（603589）点评报告：疫情反复+合肥市场承压拖累二季度业绩，公司长期向上趋势

投资要点：

- 1、口子窖是我们长期看好的次高端区域龙头，公司根基扎实，品质优异，香型独特，规划长远。次高端价格带是行业未来的重要趋势，自2021年以来我们连续推出多篇深度报告持续推荐次高端行业和区域次高端龙头的长期机会，并强调未来继续看好有基地市场、持续增长、产品结构提升空间大、“品牌+渠道”两条腿走路的区域次高端龙头。
- 2、口子窖是兼香型白酒的代表企业，拥有独特的香型优势，品质出众，被誉为“区域小茅台”。公司是国内为数不多的民营上市白酒企业，体制灵活、团队稳定、风格务实、“做长”和“可持续发展”是公司的核心价值观。公司一直坚持品质至上、基酒自产的原则，省内消费者对于公司的产品有口皆碑。从历史上看，产能问题曾是制约公司规模增长的核心矛盾，近年来通过改造存量、做大总量、提升质量，公司生产和储存能力大幅提升，为长期的高端化、全国化战略奠定了扎实的技术和产品基础。截至2022年底，公司优质基酒储量位列上市白酒企业第三位，产能未来不再是制约公司发展的核心矛盾。
- 3、深入推进营销改革，近期公司经营层面的积极变化持续落地。2020年，随着公司工作重心由产能建设转向市场营销，管理层开始着手解决渠道和销售问题，改革过程经过多方讨论和博弈，目前取得可观成果。近期公司更有众多积极变化落地：1) 顺应次高端趋势，推出战略升级大单品“兼系列”，产品品质和营销模式双升级。兼10/20/30布局300/500/1000元价格带，产品价格体系也由过去的裸价模式转为半控价模式，渠道管控力增强，渠道利润显著改善。2) 变革传统大商模式，省内渠道扁平化，强化公司管控和深度营销。省内各市场在近几年陆续完成费用投向调整、分产品运作、团购资源补充等动作。2023年开始公司在各区域成立经销平台公司，公司直接对接，完成分销商扁平化。3) 深度调整合肥市场，整合经销商成立平台公司，管理层坐镇指挥。公司渠道改革一直将合肥市场作为重要一环，2022年底合肥营销公司正式成立，公司主导合肥市场运作，在与大商互利互惠的同时，小商渠道利润也有增厚，积极性提升。4) 股权激励方案落地，助力营销改革释能。3月16日公司公布限制性股票激励计划草案，本次股权激励方案力度大，考核目标合理，完成度较高；股权激励名单以销售部门领导为主，基本覆盖中层及核心以上骨

不改（买入）*白酒II*薛玉虎，刘洁铭，宋英男》
——2022-08-26

《——口子窖（603589）事件点评：2021完成既定目标，疫情短期拖累2022Q1收入表现（买入）*饮料制造*薛玉虎，刘洁铭，宋英男》——2022-04-28

干，预计将继续释放公司经营活力。

- **4、市场对公司认知的分歧较大，公司仍有较大发展空间。**口子窖是当前估值较低的区域龙头酒企之一，市场对于公司业绩波动、渠道管理、经营动能、省内竞争格局、合肥市场开拓、缺乏全国化逻辑等问题存在担忧，市场预期差较大。**但我们认为，市场的担忧并非无中生有，但存在过分解读。**首先，公司保持低库存运作策略，增长反馈实际动销。除2020和2022年受疫情影响外，营收均保持双位数的稳健增长。**其次**，当前安徽省内竞争远未此消彼长，不同的经营模式放大了口子窖和古井贡酒表观收入差距，但口子窖的盈利能力突出。**最后**，全国化并非公司当前必选项，公司基础扎实，将持续享受价位升级、品牌集中趋势带来的红利；当前公司正顺应次高端趋势，变革此前的渠道模式，强化公司管理能力，针对弱势市场（如合肥等）重点调整，补足短板。
- **5、厚积薄发，行稳致远，公司未来将充分享受次高端红利。**口子窖是白酒企业中较早的深度营销模式的实践者，盘中盘模式的开创者，曾引领白酒行业渠道变革，品牌和渠道优势明显，产品品质有口皆碑。近年来，安徽省内双重价位升级趋势明显，价位升级和品牌集中主导行业现阶段及未来的发展，公司作为区域头部品牌，产品结构升级潜力大，未来将持续受益于次高端扩容红利。
- **6、盈利预测和投资评级：**公司基本面稳健，近年来经营层面发生积极变化，在产能瓶颈突破后，公司加大营销投入，重点发力团购渠道建设，改革成效显著。公司近期在兼系列新品、合肥市场拓展、渠道扁平化改革等方面有较多核心变化落地，当前市场预期差较大，我们依然看好品牌集中和价位升级下公司的长期成长性，股权激励落地将充分催化公司释能。预计2023-2025年EPS为3.17/3.84/4.67元，对应PE 18/15/12倍，维持“买入”评级。
- **7、风险提示：**1)疫情影响行业需求尚未完全恢复；2)宏观经济波动导致消费升级进程受阻；3)省内市场竞争加剧；4)费用投入加大影响盈利水平；5)省外扩张不及预期。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	5135	6182	7429	8845
增长率 (%)	2	20	20	19
归母净利润 (百万元)	1550	1903	2307	2803
增长率 (%)	-10	23	21	21
摊薄每股收益 (元)	2.58	3.17	3.84	4.67
ROE (%)	17	19	21	23
P/E	22.35	17.85	14.73	12.12
P/B	3.89	3.45	3.09	2.74
P/S	6.74	5.49	4.57	3.84
EV/EBITDA	14.68	10.61	8.37	6.68

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

内容目录

1、 口子窖是我们长期看好的区域次高端龙头，公司根基扎实、品质优异、香型独特、规划长远.....	6
2、 产能问题解决，营销改革深入，近期公司经营层面的积极变化持续落地	7
2.1、 产能不再是制约公司发展的核心矛盾，口子窖优质基酒储量位列行业前列.....	7
2.2、 顺势推动营销改革，积极变化持续落地	9
2.2.1、 顺势推出战略升级大单品“兼系列”，裸价转控价模式.....	9
2.2.2、 变革传统大商模式，省内渠道扁平化，强化公司管理.....	11
2.2.3、 深度调整合肥市场，整合经销商成立平台公司，管理层坐镇指挥.....	13
2.3、 股权激励落地，助力营销改革释能	14
3、 市场对公司认知的分歧较大，公司仍有较大发展空间	15
3.1、 公司保持低库存运作策略，增长反馈实际动销	16
3.2、 省内竞争远未此消彼长，公司积极改革强化治理.....	17
3.3、 对于大多数酒企，全国化并非公司当前必选项	18
4、 厚积薄发，行稳致远，未来充分享受次高端扩容红利	19
4.1、“区域小茅台”，“兼香”代表，品质优异.....	19
4.2、 省内“升级+分化”趋势明确，公司未来将充分享受次高端红利.....	20
5、 盈利预测与评级	23
6、 风险提示	24

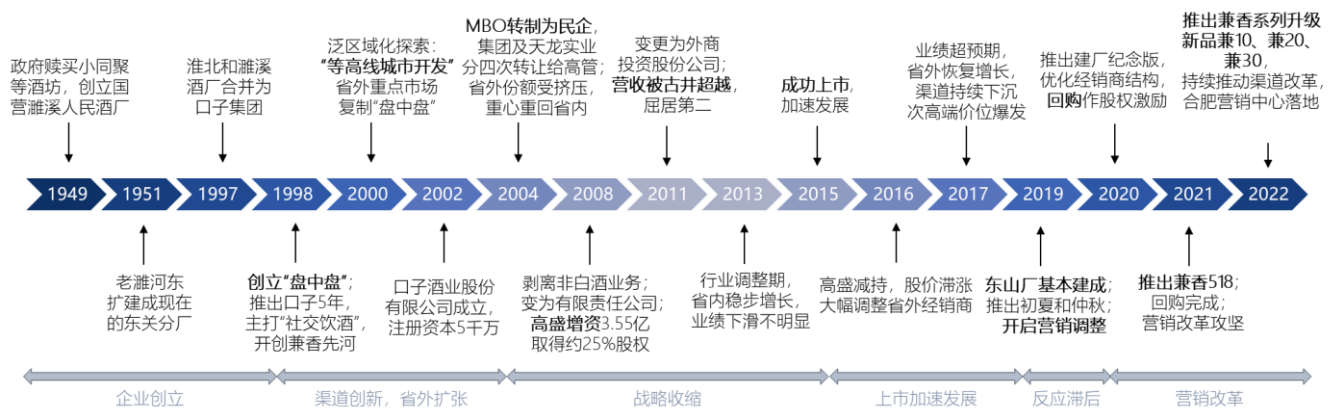
图表目录

图 1: 口子窖发展历史.....	6
图 2: 公司前十大股东及高管任职 (截至 2023Q1)	7
图 3: 2022 年末各上市公司基酒库存情况 (万吨)	7
图 4: 徽酒主要品牌及产品推出时间	9
图 5: 公司打造香型概念; 全新升级品牌形象; 加大媒体投放	10
图 6: 口子窖亮相央视“品牌强国工程”; 对全线产品进行“品质再升级”	12
图 7: 口子窖二十年型及兼香 518 大单品广告	12
图 8: 省内近年来渠道改革举措梳理	13
图 9: 公司“三大基础”基本打牢, 改革成果显著	14
图 10: 地产酒头部企业估值对比-PE (倍)	16
图 11: 公司单季度收入增速波动较大	16
图 12: 徽酒四家上市公司收入对比 (亿元)	17
图 13: 徽酒四家上市公司归母净利润对比 (亿元)	17
图 14: 2019 年及以前基本上公司净利率仅次于茅台 (指标取 2019 年数据)	18
图 15: 公司推进营销改革加大营销投入, 销售费用率增加净利率略有下降 (2022 年数据)	18
图 16: 公司省内外收入及增速 (亿元)	19
图 17: 公司近年来省内/省外收入基本维持在 8:2	19
图 18: 期末省内外经销商数量变化 (家)	19
图 19: 今世缘仅通过省内收入获得较高增速 (亿元)	19
图 20: 安徽省内双重价位升级趋势明显, 各品牌在不同价格带上形成错位竞争	20
图 21: 公司高中低档产品收入及增速 (亿元)	21
图 22: 公司产品吨价持续提升 (万元/吨)	21
表 1: 公司是为数不多的民营上市酒企之一	6
表 2: 公司“一企三园”布局	8
表 3: 公司构建起以年份型为主线的产品体系, 并不断补充次高端价位产品	9
表 4: 公司近年来陆续推出新品, 新版“兼”系列将作为未来的核心战略大单品	10
表 5: 口子窖和古井贡酒采用的营销模式各有所长	11
表 6: 公司股权激励方案核心内容	15
表 7: 白酒主要香型及代表产品	20
表 8: 公司产品技术特点	20
表 9: 徽酒发展历史沿革	21
表 10: 次高端的运作需要“品牌+营销”两条腿走路	22
表 11: 公司产品拆分及盈利预测	23

1、口子窖是我们长期看好的区域次高端龙头，公司根基扎实、品质优异、香型独特、规划长远

次高端价格带是行业未来的重要趋势，自 2021 年以来我们连续推出多篇深度报告持续推荐次高端行业和区域次高端龙头的长期机会。自 2020 年开始，次高端逐渐替代高端酒成为行业新增长引擎，行业开始进入第二成长阶段。本轮次高端是消费需求驱动，基础更牢，韧性和持续性都更强，我们预计未来三到五年仍有千亿元以上的增量空间。过去几年三线次高端品牌、酱酒通过招商铺货实现了业绩的高弹性增长，但未来面临由外延式增长向内生式增长的转型。在此情况下我们继续强调，未来更看好有基地市场、可持续增长、产品结构提升空间大、“品牌+渠道”两条腿走路的区域次高端龙头。

图 1：口子窖发展历史



资料来源：公司公告，公司官网，国海证券研究所

口子窖是我们长期看好的区域次高端酒企。公司是国内兼香型白酒的领军企业。1997 年淮北市口子窖酒厂和濉溪县口子窖酒厂成立了安徽口子窖集团公司。1998 年主打“社交饮酒”的兼香型五年窖上市，产品顺价畅销至今。2004 年公司转制成为民企。2015 年 6 月 29 日，公司在上交所成功挂牌，成为全国第 17 家、安徽第 4 家白酒上市企业，多年来凭借良好的产品口碑和品牌营销优势在竞争激烈的安徽市场“坐上第二把交椅”（按 2021 年收入规模计算）。

表 1：公司是为数不多的民营上市酒企之一

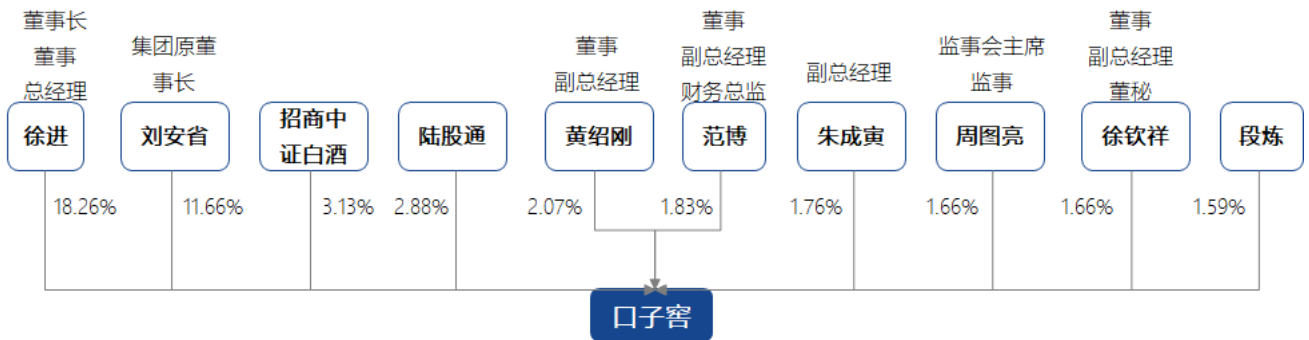
企业属性	上市公司
中央国有	酒鬼酒
地方国企	贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、洋河股份、古井贡酒、今世缘、老白干酒、伊力特等
民营企业	口子窖、舍得酒业、迎驾贡酒、金徽酒
外资企业	水井坊

资料来源：Wind，国海证券研究所

公司是民营体制，管理团队稳定，经营风格务实，战略规划长远。公司作为国内为数不多的民营上市白酒企业之一，一直都有极强的危机意识，公司希望打造百年品牌，“做长”和“可持续发展”是口子窖这家公司的核心价值观。公司极其注重产品品质，在乱象横行的广告时代，保证了所有基酒的质量；市场运作上重

视长远良性发展，产品价盘稳固，生命周期非常长。公司体制较为灵活，人事稳定，2023年Q1管理层合计持股40%以上。

图 2：公司前十大股东及高管任职（截至 2023Q1）



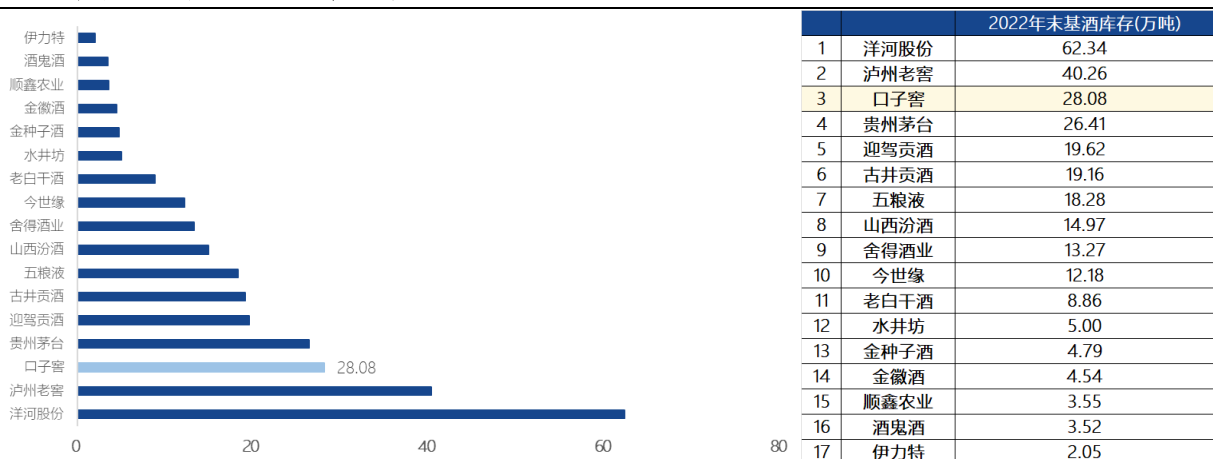
资料来源：Wind，国海证券研究所

2、产能问题解决，营销改革深入，近期公司经营层面的积极变化持续落地

2.1、产能不再是制约公司发展的核心矛盾，口子窖优质基酒储量位列行业前列

产能问题曾是制约公司规模增长的核心矛盾。公司一直坚持品质至上、基酒自产的原则，历史上的两次战略收缩都是因为市场扩张过快，而基酒的生产 and 储存跟不上。2008年公司投建六分厂，上市之后继续进行产能扩张，2019年东山厂区投产。截至2022年底公司基酒储量约28万吨，在上市酒企中排名第三，仅次于洋河股份和泸州老窖，2022年实际年产能达到3.4万吨左右。

图 3：2022 年末各上市公司基酒库存情况（万吨）



资料来源：Wind，国海证券研究所

产能限制解除，公司加大技改力度，不断完善产能建设。2019年4月公司将之前募投建设的三大项目重新规划在石台镇的东山分厂实施，并对原先计划的产能规模进行扩充，提升生产、储存和包装能力，2019年11月6日，国家发改委发布《产业结构调整指导目录（2019年本）》，白酒生产线从此前的“限制类”条目中删掉，行业迎来新一轮优化升级。公司积极把握机会，2020年伊始即以13.6亿元自筹资金建设产业园二期，项目内容包括制曲、酿酒、储存三大工艺，并将继续新增2万吨原酒产能。

表 2：公司“一企三园”布局

	口子窖产业园 (东山分厂)	口子窖工业园 (溪河厂区)	口子窖酒文化博览园 (东关厂区)
图片展示			
地理位置	淮北市杜集区	省级濉溪经济开发区	濉溪县城东关
投资总额	15 亿元	4.5 亿元	
建筑面积	60 余万㎡	46.67 万㎡	包括东关厂区
开工建设		2008 年 12 月	
建成投产	截至 2022 年末，一期制曲、酿酒项目全部投产；一期部分自动化车间、二期部分酿酒项目逐步投产	2010 年	2016 年
产能规模	一期 1.8 万吨+二期 2 万吨	2012 年实现 1.2 万吨	

资料来源：公司官网，公司公告，国海证券研究所

截至 2022 年，公司东山一期项目基本全部达产，6 栋制曲车间，6 栋智能化酿酒车间年产优质原酒 1.8 万吨，16 栋半敞开式基酒库储酒能力 16 万吨全部投产；一期 16 条包装车间年包装能力 6 万吨及产业园二期项目进展顺利，2022 年 9 月二期项目逐步投产。

通过改造存量、做大总量、提升质量，公司生产和储存能力大幅提升，为长期的高端化、全国化战略奠定了扎实的技术和产品基础，以往旺季断货的情况不复存在。十四五末公司原酒产能预计将突破 5.5 万吨（未来原酒产量最高突破 6.5 万吨），储酒能力 40 万吨，加上排名行业前列的多年的优质基酒储备，公司规模有望实现较大增长。

2.2、顺势推动营销改革，积极变化持续落地

2.2.1、顺势推出战略升级大单品“兼系列”，裸价转控价模式

目前安徽市场次高端及以上价位正在高速增长，2021年以来古8、古16、口子窖十年窖、二十年窖、迎驾洞16等系列迎来快速增长，剑南春、梦6+等省外品牌也在积极布局。省内外各大品牌投入大量资源加速价格带培育，次高端已经分化出新的更高的细分价格带，继续呈现竞争扩容态势。

表3：公司构建起以年份型为主线的产品体系，并不断补充次高端价位产品

价格带	口子窖	古井贡酒	其他品牌
> 800 元	三十年窖(兼30)	古26	贵州茅台、五粮液、国窖1573
500-800 元	周年纪念、兼香518、二十年窖(兼20)	古20、古16	洋河M6+、M3
200-500 元	仲秋、十年窖(兼10)、初夏、小池窖	古8、古7	水晶剑、天之蓝、迎驾洞9、迎驾洞6
≤ 200 元	六年窖、御尊、五年窖	古5、献礼版	迎驾金星、迎驾银星

资料来源：今日酒价微信公众号，国海证券研究所

公司构建起以年份型为主线的产品体系，产品线简单清晰，口子窖五年型、六年型等畅销二十年依然保持顺价；十年型、二十年型等次高端价位进入需求驱动放量阶段。2019年8月公司针对竞品推出初夏珍储和仲秋珍储两款战术型产品；2020H1又推出600-800元的周年纪念版，布局更高价位带。

图4：徽酒主要品牌及产品推出时间



资料来源：各公司公告，国海证券研究所（截至2022年末）

安徽消费升级加快，公司顺应次高端趋势，于2023年2月顺势推出战略升级产品“兼系列”布局未来。本次兼系列产品是在原有的口子窖十年型、二十年型、三十年型基础上全面升级而来，兼10/20/30布局300/500/1000元价格带，品质/外观/价格全面升级。兼10/20平均出厂价提升10-20%，渠道利润显著改善，终端推力足。春节期间公司已小范围布局试水，当前正全省铺货品鉴，先团购渠道导入，流通渠道逐步布局。

图 5: 公司打造香型概念; 全新升级品牌形象; 加大媒体投放



资料来源: 口子窖公众号, 国海证券研究所

新系列新模式, “兼系列”产品价格体系由过去的裸价模式转为半控价模式。新产品公司向洋河、古井贡酒学习, 变裸价为半控价, 不再通过费用打包的方式提前给到一级经销商, 而是采取费用池的模式 (按全年销售额算费用池), 所有费用投放经过公司审批后核销, 保障渠道合理的利润区间, 加强厂家主导, 经销商配合度提升。

表 4: 公司近年来陆续推出新品, 新版“兼”系列将作为未来的核心战略大单品

产品名称	初夏珍储/仲秋珍储	周年纪念版	兼香 518	兼 10/20/30
图片展示				
酒精含量	41%vol	珊瑚橘 41%vol/深蓝 50%vol	51.8%vol	41/50%vol
容量	500ml	500ml	518ml	500ml
上市时间	2019 年 8 月 9 日	2019 年 5 月 22 日面世, 2020 年因反馈较好推向市场	2021 年 5 月 18 日正式上市	2023 年 2 月 21 日
产品定位	战术产品	600-800 元次高端占位产品	次高端大单品	全新战略系列单品
建议零售价 (元/瓶)	初夏¥268 / 仲秋¥398	珊瑚橘¥828 / 深蓝¥888	¥518	兼 10 ¥468/498 兼 20 ¥598/698 兼 30 ¥1688/1818
京东活动价 (元/瓶)	初夏¥258 / 仲秋¥368	珊瑚橘¥788 / 深蓝¥828	¥548	

资料来源: 公司官网, 口子窖京东官方旗舰店, 国海证券研究所 (截至 2023 年 3 月 20 日)

用新模式做“老”产品, 产品品质+营销模式双升级, 我们看好“兼系列”新品的成功升级和未来发展。核心在于: 1) 产能问题解决后, 公司产品品质过硬, 优质基酒储量充沛, “兼系列”品质全面升级。2) 口子窖在省内消费基础好, 有稳固的基本盘, 消费者对口子窖品质认可度高 (即使合肥市场近年来承压, 但基本盘仍能保持)。此前公司用老模式做新产品 (初夏、仲秋、兼香 518 等), 费用投放低效和渠道管控不力的问题并没有得到本质解决, 效果较差, 但本次用新模式去做升级产品而非全新产品, 产品知名度、美誉度高, 客群转化更容易。3) 本轮新品升级后, 渠道利润显著提升, 渠道扁平后原二批商升格直接与公司对接, 渠道积极性高、推力足, 管控更有力。4) 在省内消费升级大背景下, 消费者有

消费能力承接全面升级后产品的价格体系，公司初期将通过投费用（如开瓶扫码红包等方式）保障产品顺利落地。

2.2.2、变革传统大商模式，省内渠道扁平化，强化公司管理

经过多年的发展培育，口子窖建立起由厂家引导和大商自主经营相结合的厂商一家模式。该模式下，一个经销商代理负责一个县市的多个产品的运作，市场费用投放也主要由经销商承担，大商在区域内独家经营，有效防止了窜货行为和价格倒挂，维护了价盘稳定性，多数经销商与公司合作了20年以上，品牌忠诚度高，实力较强，渠道利润丰厚。与之相对，古井贡酒采取以厂家为主导的“深度营销”模式，厂家主导费用的投放和终端推广，各地办事处负责大量市场工作，是运作市场的核心力量，而经销商的职能被弱化为垫资、物流及客户服务等，该模式的优势在于易复制，厂家对终端的掌控力也更高。

表 5：口子窖和古井贡酒采用的营销模式各有所长

	口子窖	古井贡酒
营销模式	厂商一家模式	厂家主导的深度营销模式
厂商分工	经销商为主，企业为辅，依靠利润驱动经销商运作市场	厂家为主做市场，职能强大，人员和销售资源投入多
经销商数量	在一个县市一般只有一个经销商	在一个县市有多个经销商
经销商利润空间	经销商毛利空间高	单个经销商收入规模小，毛利率低
厂商对终端的控制能力	厂家集约管理，经销商运作市场较灵活	市场管理精细，与消费者接触紧密，对终端掌控能力强，抵御市场风险能力强
适用范围	经过多年积累沉淀，已经成为主流模式	一般选择在重点市场采用，精细化运作
新区域拓展	以点带面	复制模式
优势	经销商和厂家利益充分绑定，经销商内部竞争小，价格和市场稳定	厂家主导，对经销商掌控能力高，扩张性强

资料来源：公司公告，酒业家、酒说微信公众号，国海证券研究所

前期不同的资源禀赋使口子窖和竞争对手选择了不同的销售模式。口子窖是较早采取大商制的酒企，在市场运作上企业更多是起到辅助作用，公司与经销商几十年的良好合作为双方带来了较大发展，但现在，原有经销商也在一定程度上出现故步自封、动力不足等问题，公司经营注重健康稳健，不会为短期的市场波动扰乱长期策略安排。在 2019 年前包括合肥在内省内大部分市场均以大商制为主，在终端动销向次高端升级，渠道运作不断精细化的今天，大商主导市场操作暴露出很多问题。

图 6: 口子窖亮相央视“品牌强国工程”; 对全线产品进行“品质再升级”



资料来源: 央视网, 酒食汇公众号, 国海证券研究所

图 7: 口子窖二十年型及兼香 518 大单品广告



资料来源: 公司官网, 京东商城, 国海证券研究所

2020 年, 随着公司的工作重心由产能建设转向市场营销, 管理层开始着手解决渠道和销售问题, 改革过程经过多方讨论和博弈, 取得可观成果:

1、调整费用投向, 公司主抓投放, 提高费效比, 基本解决经销商“套费用”问题: 此前公司将大量费用投向大商 (大商在坐商赚差价的基础上还有一定比例的费用支持), 与大商合作投放市场, 但费用管控力度不够强, 出现大量“套费用”现象, 所以费用问题是本次改革公司的重点之一。公司一方面缩减经销商费用支持力度, 将大部分费用为我所用, 有的放矢; 另一方面费用由之前的前置式投入转化为提成式投入, 费用核销后移, 加强监管, 当前已基本解决渠道费用利用率低的问题。

2、对经销商实施分类管理, 适当增加经销商, 加强团购渠道建设: 公司针对原先经销商体系进行调整和优化, 以适应当前的营销模式, 1) 2021 年春节期间对乱价的经销商坚决停货, 五年型及以上产品实行“一瓶一码”, 追踪物流信息, 整治乱价行为; 2) 针对高档产品大量启动团购型、特约型经销商, 对新产品独立运营、单独考核, 弥补原有经销商的不足; 3) 量化考核指标, 对存量经销商施行优胜劣汰, 分产品、分渠道运作, 对不规范、不作为的经销商进行清理; 4) 适当增加经销商, 分产品运作市场, 如 2019 年推出初夏、仲秋后, 合肥市场每个片区新增 1 位经销商分产品运作。

3、系统推进品牌建设, 加强与消费者的沟通: 随着酒店和餐饮酒水消费自带比率上升, 公司在维护以往终端资源优势的基础上积极拓展宴席和团购等渠道, 给予更多品鉴会支持, 加强公关工作和营销力度; 增加广告投放, 2020 新年伊始, 口子窖亮相中央广播电视总台“品牌强国工程”, 强化“真藏实窖、大国兼香”的形象, 并对全线产品进行“品质再升级”, 突出对品质的极致追求。

4、加强销售体系战斗力, 引导高价位产品销售: 公司合肥营销中心稳步推进, 强化公司对市场的掌控和运作; 推进销售属地招人制度, 引进高素质人才; 加大对口子窖十年型及以上产品的激励, 刺激高价位产品的销售。

图 8：省内近年来渠道改革举措梳理



资料来源：公司官网，名酒观察公众号，国海证券研究所

2023年以来，公司更进一步，除合肥营销中心外，省内其他市场的渠道扁平化也陆续落地。当前公司在各区域成立经销平台公司，以分销商或县级经销商为经营主体（大商除负责自身的核心市场之外，参与平台公司入股分红）。公司直接与平台公司对接，完成分销商扁平化。目前安庆、蚌埠、怀远县、芜湖等区域的经销平台公司已经落地，其他市场未来也将陆续落地。

2.2.3、深度调整合肥市场，整合经销商成立平台公司，管理层坐镇指挥

合肥作为省会，是口子窖比较薄弱的市场，合肥的相对弱势拉低资本市场对于公司的评价。公司的渠道改革一直将合肥市场作为主要一环，2022年底合肥营销公司正式成立。近年来公司针对合肥市场的改革措施逐步落地，2019年开始公司针对部分市场空白区域分渠道、分区域扁平化招商，以“1+N”模式吸引更多经销商；2021年公司大力发展团购渠道，积极组建团购队伍、积极开发团购经销商，渠道开始下沉到县区。2022年底公司正式落地合肥营销公司，与原经销商成立平台公司，厂家主导合肥市场运作，双方互利互惠；原合肥市场的大商及小商拿货价一致，小商渠道利润增厚，积极性提升。

管理层动力提升，高管坐镇合肥，直管市场运作。本次新产品落地，公司分别与麦肯锡（营销改革战略支持和落地）、甲骨文（包装外观设计）、用友（全链条全产品数字化）合作，公司从团购出发亲自做市场做增量；未来合肥将成为全省各大区人才输送的桥头堡，高管坐镇合肥市场打通政商务需求+招聘培养销售人才+监督改革政策落地。

我们认为在产能限制解除后，公司于2019年末开始推动的营销改革截至目前成果显著，经过三年博弈与调整，公司产能、产品、渠道等方面的基础问题已基本解决。

图 9：公司“三大基础”基本打牢，改革成果显著



资料来源：公司公告，名酒观察公众号，云酒头条公众号，国海证券研究所

2.3、股权激励落地，助力营销改革释能

2023 年公司股权激励落地。2020 年 4 月 10 日，公司股东大会审议通过了回购方案，公司拟使用自有资金 1-2 亿元以集中竞价交易方式进行回购，回购价格不超过 50 元/股。2021 年 4 月 9 日，回购期限届满，公司共支付约 1.49 亿元（不含交易费用），累计回购约 313 万股，占到总股本的 0.522%。2023 年 3 月 16 日，公司公布限制性股票激励计划（草案），激励对象为公司高管及核心骨干人员共计 58 人；拟授予 313.42 万股股票（约占总股本 0.52%）；授予价格为 35.16 元/股。

本次股权激励方案力度大，考核目标设置合理，实际表现较好。本次股权激励力度较大，除核心高管总经理助理詹玉峰被授予 12.42 万股外，其他核心管理/技术/业务人员平均被授予 5.28 万股（以 5 月 11 日收盘价计，市值约 306 万元）；股权激励名单预计以销售部门领导为主，基本覆盖中层及核心以上骨干，助力公司渠道改革落地。同时，公司以营业收入和扣非净利润设定考核目标，营业收入/扣非净利润 2023-2025 年 CAGR 约为 15%，考核目标设置合理，实际表现较好，预计将继续释放公司经营活力，助力营销改革落地。

表 6: 公司股权激励方案核心内容

股权激励方案核心内容	
考核条件	第一个解除限售期 需满足下列两条件之一：以2022年营业收入/净利润为基数，2023年营业收入/净利润增长率不低于15%
	第二个解除限售期 需满足下列两条件之一：以2022年营业收入/净利润为基数，2025年营业收入/净利润增长率不低于30%
	第三个解除限售期 需满足下列两条件之一：以2022年营业收入/净利润为基数，2025年营业收入/净利润增长率不低于50%
授予价格	35.16 元/股
激励对象	授予激励对象共58人，包括高级管理人员詹玉峰（12.42万股），其他核心管理/技术/业务人员57人（平均被授予5.28万股）
授予数量	拟一次性授予313.4万股(占总股本0.52%)
摊销费用	限制性股票摊销成本 2023-2026年每年依次摊销4816.03、4260.34、1667.09、370.46万元
其他	上述“净利润”指经审计的归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润，但剔除本次及其它员工激励计划的股份支付费用影响的数值作为计算依据。上述“营业收入”指经审计的上市公司营业收入。

资料来源：公司公告，国海证券研究所

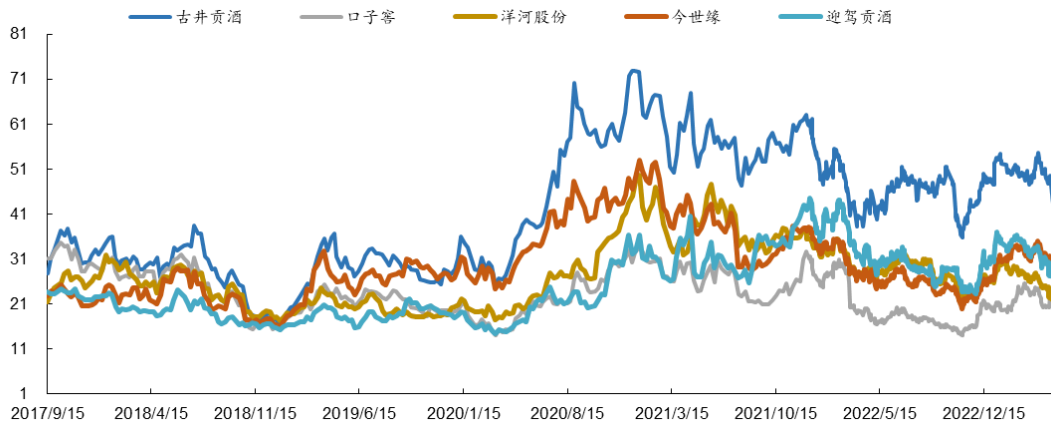
3、市场对公司认知的分歧较大，公司仍有较大发展空间

当前市场对于公司的分歧主要集中于：

- 1) 季度业绩波动较大：**公司季度间业绩有时低于预期；2015-2018 年间公司业绩高增，2019 年起营收、利润增速放缓；自 2020 年起受疫情和营销改革影响仍有波动；
- 2) “大商制”管控不力，管理层经营动力不足：**公司是大商制模式，与古井贡酒、迎驾贡酒、洋河股份等高举高打的深度分销模式相比，大商制管控难度更大，经过多年发展壮大，市场担忧经销商与管理层经营动力不足；
- 3) 省内竞争格局恶化：**主要竞品古井贡酒省内发展迅猛，2021 年起迎驾贡酒业绩亮眼，市场认为徽酒竞争已进入“此消彼长”阶段，口子窖竞争力较弱；
- 4) 合肥市场开拓不力：**古井贡酒通过营销高举高打、覆盖酒店和宴席、维持渠道高饱和等手段，形成了对标杆市场的强势占领；迎驾贡酒今年借着百元价格带升级的契机，采取渠道高毛利、加强直营建设等方式，在合肥取得较好增长；而口子窖的销售风格一贯是依靠口碑形成自然增长，厂家根据销售情况发货，主动作为少，在竞争激烈的合肥市场受到较大压力，业绩下滑；
- 5) 缺乏全国化逻辑：**公司省外扩张不力，缺乏全国化逻辑，难以给到较高的估值。

公司估值水平自 2019 年后一直处于低位，明显落后于省内古井贡酒、迎驾贡酒等公司。我们认为，市场的担忧并非无中生有，但存在过分解读，公司基本面稳健向好，长期趋势明朗。

图 10: 地产酒头部企业估值对比-PE (倍)

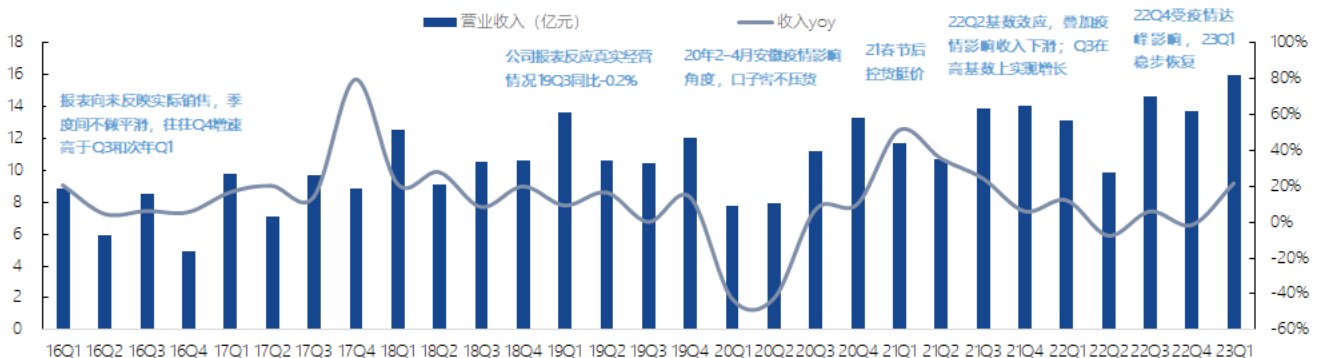


资料来源: Wind, 国海证券研究所 (截至 2023 年 4 月 4 日)

3.1、公司保持低库存运作策略，增长反馈实际动销

公司常年保持低库存运作策略（“口子窖 5 年型”自 1998 年推出以来一直保持顺价销售），业绩真实反馈经营情况。自 2015 年以来公司营业收入常年保持稳定，受疫情影响仅个别年份出现业绩下滑，现已走出疫情影响，场景恢复后业绩弹性大。2015-2019 年收入基本保持两位数增长，增速相对稳定。由于营销上很少向渠道压货，双位数的自然增长也在一定程度上说明公司几十年建立起来的品质口碑能够吸引和维护忠实的消费者群体，渠道和终端网络的建设维护基础较为扎实。2021 年公司营业收入、归母净利润和扣非归母净利润同比分别增长 25%、35%和 20%；即使受疫情影响，2022 年营业收入和扣非归母净利润也均保持正增长，公司已走出疫情影响，今年有望实现弹性增长。

图 11: 公司单季度收入增速波动较大

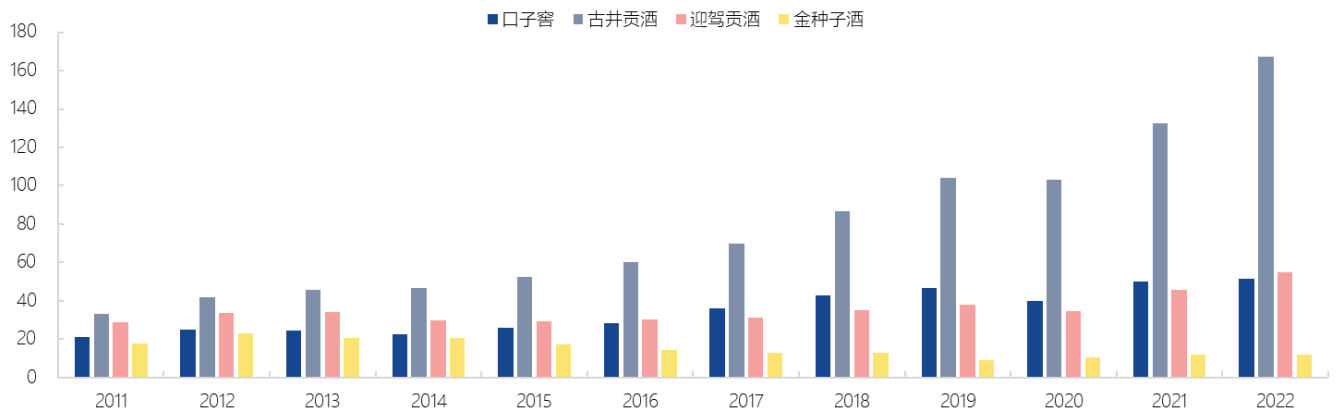


资料来源: Wind, 国海证券研究所

3.2、省内竞争远未此消彼长，公司积极改革强化治理

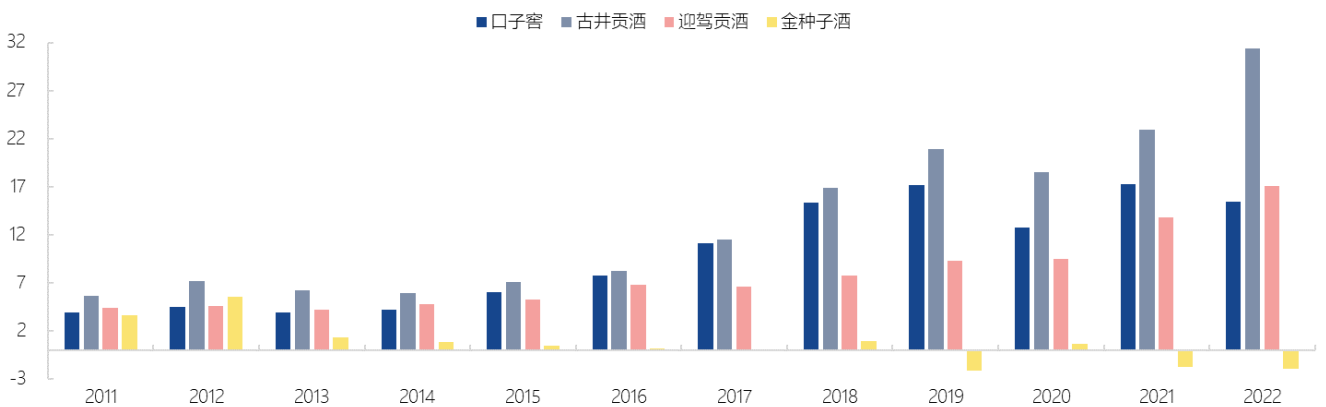
省内竞争对手近几年保持高增，公司略显弱势。公司的主要竞争对手古井贡酒近年来发展突飞猛进，2015年起二者的收入规模差距开始拉大，公司的增速在2017年达到高点后开始下滑，而古井贡酒则持续上扬，2019年古井贡酒总营收突破百亿，口子窖不及古井贡酒的一半；且近两年迎驾贡酒增长较快，业绩连续超预期，口子窖略显弱势。同时，公司在合肥的相对弱势也容易拉低市场对于公司的评价。

图 12：徽酒四家上市公司收入对比（亿元）



资料来源：Wind，国海证券研究所

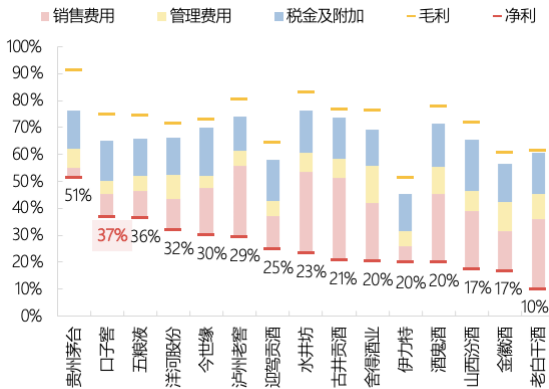
图 13：徽酒四家上市公司归母净利润对比（亿元）



资料来源：Wind，国海证券研究所

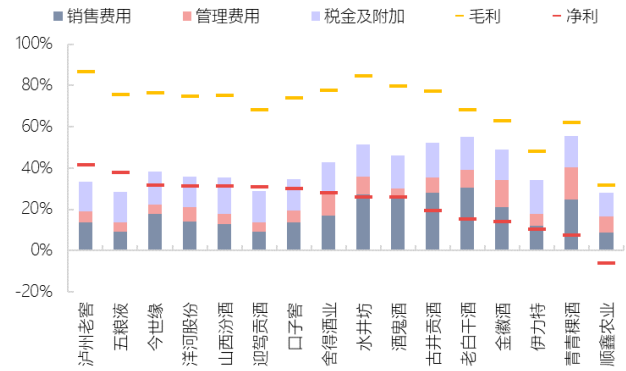
不同的经营模式放大了口子窖和古井贡酒表观收入差距，口子窖盈利能力显著高于古井贡酒。古井贡酒采用控价销售模式，而口子窖是裸价，二者财务结算模式并不相同，古井贡酒的收入端中包含费用，若还原成终端动销，差距并不像报表反映那么大；相同政策下古井贡酒的收入、费用较高，而口子窖的收入、费用较低。2019年及以前，口子窖的净利率在行业中基本仅次于茅台。

图 14: 2019 年及以前基本上公司净利率仅次于茅台 (指标取 2019 年数据)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 15: 公司推进营销改革加大营销投入, 销售费用率增加净利率略有下降 (2022 年数据)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

我们认为公司确实存在市场竞争上的压力, 但也不应过分担忧, 公司基础扎实, 持续享受价位升级、品牌集中趋势带来的红利。其一, 安徽市场容量较大, 头部企业可以充分把握价位升级的增长机会, 近年来古井贡酒和口子窖的收入和利润都保持增长, 二者之间的竞争并非零和博弈, 尤其当前次高端规模还在持续增长, 适当的竞争有利于该价位的市场培育, 良性竞争会倒逼企业投入更多资源; 其二, 龙头可以通过蚕食其他酒企的份额巩固自身地位, 公司深耕安徽多年, 已经形成较为成熟的营销和管理经验, 抗风险能力突出, 行业趋势、疫情催化和政策导向下品牌集中趋势已不可逆, 最先受到冲击的先是中小酒企, 而非口子窖等头部企业。同时, 此前口子窖的渠道模式并没有根据时代发展而迭代, 相比之下发展势头比较平缓, 当前公司正在变革此前的渠道模式, 强化公司管理能力。公司在省内范围内都有很高的品牌认知度, 拥有一批忠实的消费者, 淮北、安庆、芜湖、滁州、淮南等地也都是经验丰富、实力雄厚又积极有为的大商, 市场根基牢固。

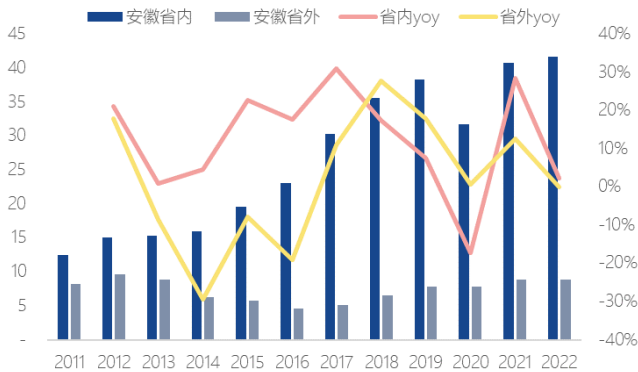
3.3、对于大多数酒企, 全国化并非公司当前必选项

近年来公司省内/省外收入基本维持在 8:2, 省外占比较小, 市场观点认为如果省外市场无法突破, 公司将很快就会碰到增长的天花板。我们认为, “全国化”被资本市场赋予了太多期望, 从当前的市场情况来看, 这个宏伟的命题对多数酒企来说并不能成立。白酒行业中真正实现了“全国化”的仅有茅台、五粮液、剑南春等极少数公司, 泸州老窖、洋河等从按照收入结构来看, 都只能算泛区域强势品牌。因此全国化并非当前酒企的必选项, 只要行业大趋势不改变, 多数企业并不需要全国化也可以实现快速成长。今世缘省外占比不到 8%, 仅靠省内市场也能获得较高的增长, 核心还是在于品牌集中和价位升级。

口子窖省内稳固基本盘, 省外扩大增长面, 看好公司未来的增长潜力。公司当前重点建设团购渠道, 省内进一步实施渠道下沉和产品升级, 通过渠道扁平化提升渠道终端覆盖率, 稳固“基本盘”; 同时积极拓展省外重点市场, 鼓励省内大商“走出去”和发展省外优势大商双线并举, 加大团购渠道运作力度, 不断扩大省

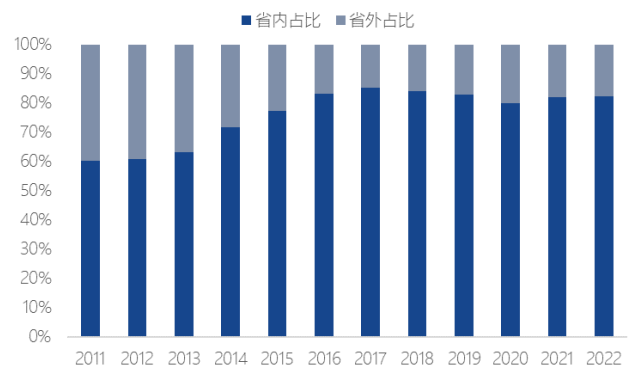
外“增长面”。

图 16: 公司省内外收入及增速 (亿元)



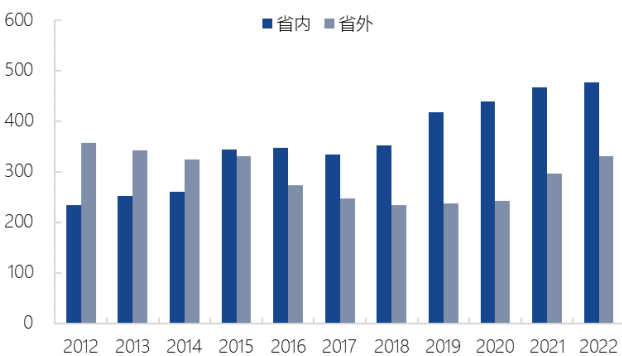
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 17: 公司近年来省内/省外收入基本维持在 8:2



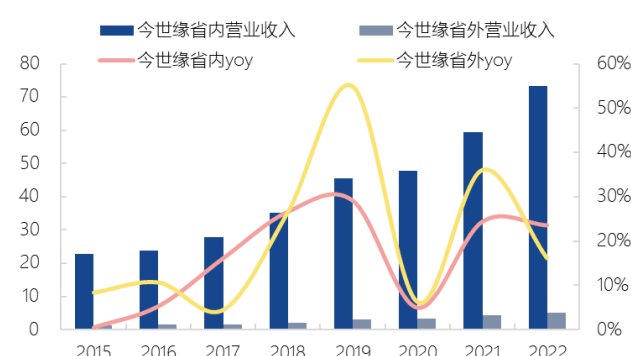
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 18: 期末省内外经销商数量变化 (家)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 19: 今世缘仅通过省内收入获得较高增速 (亿元)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

4、厚积薄发，行稳致远，未来充分享受次高端扩容红利

4.1、“区域小茅台”，“兼香”代表，品质优异

公司是兼香品类的代表企业，拥有独特的香型优势。“前浓、后酱、中间清”的独特口感和稳定出色的品质网罗了一批忠实消费者，在白酒黄金十年中，公司由于产能限制选择了避开大规模中低档产品实现全国放量的策略(从而导致两次全国化不力的局面)，转而打造高附加值产品，以“真藏实窖、诚待天下”为主张塑造品牌高端形象。

表 7: 白酒主要香型及代表产品

香型	特点	代表品牌
酱香型	酱香突出、优雅细腻、酒体醇厚、回味悠长、空杯留香持久	贵州茅台
浓香型	窖香浓郁、绵甜醇厚、香味协调、后味爽净	五粮液、泸州老窖、洋河
清香型	清香醇正、醇甜柔和、自然协调、余味净爽	汾酒
兼香型	酱浓协调、幽雅舒适、细腻丰满、余味悠长	口子窖、白云边
凤香型	醇香秀雅、醇厚丰满、甘润挺爽、尾净悠长	西凤酒

资料来源: 公司招股说明书, 公司官网, 国海证券研究所

口子窖继承传统大蒸大回、老五甑工艺, 并逐步形成以“三多一高一长”为核心的工艺体系, 采用一步法兼香工艺(多数兼香白酒采用二步法勾兑成型)和独特的菊花红心曲, 香型难以复制。

表 8: 公司产品技术特点

特点	说明
三多	多粮酿造、多粮制曲、多曲并用(包括独家传承的菊花红心曲、超高温曲以及高温曲)
一高	高温润料堆积(谷雨时节以楚纸二十七层封坛, 天然老熟醇化)
一长	长期储存(分渣取酒, 按质贮存, 醇甜、窖底香、芳香三种原酒分开, 严格遵照三步循环法贮存: 1) 露天酒罐自然老熟一年, 使酒体分子间初步缔合; 2) 转入地下酒库窖藏, 排杂增香, 充分融合; 3) 到期的酒品评勾调后于地上酒罐再贮存老熟一年, 保持酒质稳定

资料来源: 公司招股说明书, 公司官网, 国海证券研究所

4.2、省内“升级+分化”趋势明确, 公司未来将充分享受次高端红利

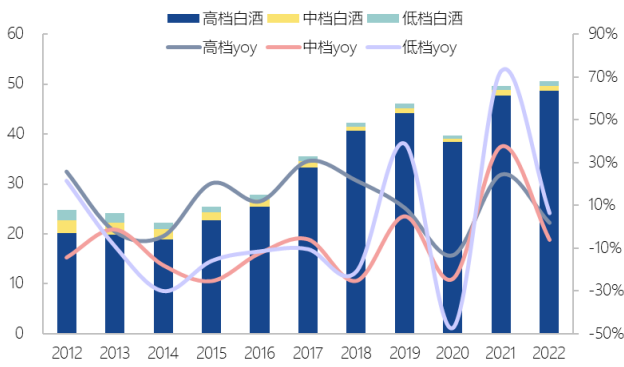
安徽白酒市场整体规模超过 300 亿, 近年来省内双重价位升级趋势明显, 头部酒企最为受益。1) 80-150 元价格带成长为新的主流中高档价位, 承接乡镇从 30-50 元升级起来的消费需求, 公司中高端产品五年型、六年型、小池窖等渠道下沉仍有空间; 2) 次高端加速扩容, 并逐渐裂变为 200 元和 500 元两个强势价格带。随着省内主流消费价格带不断上移, 公司次高端价位实现较快增长, 十年型及以上产品收入占比达到约 40%, 优势明显, 未来将充分受益于省内消费升级带来的次高端扩容红利。

图 20: 安徽省内双重价位升级趋势明显, 各品牌在不同价格带上形成错位竞争



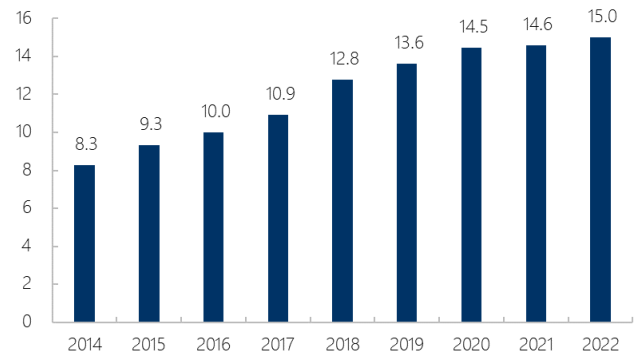
资料来源: 国海证券研究所

图 21: 公司高中低档产品收入及增速 (亿元)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 22: 公司产品吨价持续提升 (万元/吨)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

此外,激烈的竞争迫使徽酒企业不断进行营销革新。所谓“东不入皖,西不入川”,历史上徽酒市场竞争激烈,各家酒企通过营销模式的推陈出新塑造出渠道建设、经营能力等方面优势,在安徽市场上构建起较高的安全壁垒,也多次引领白酒行业整体的营销变革,市场运作愈发精细化。

表 9: 徽酒发展历史沿革

时间	阶段特征	描述
1988-1995	包装阶段	<p>光瓶酒变成盒装酒,徽酒整体价格从几元升至 20 元以上:</p> <ul style="list-style-type: none"> 1988 年沙河酒厂首次推出盒装“沙河特曲”,价格提高到 20 元附近 双轮酒厂、蚌埠酒厂(徽酒王的前身)、明光酒厂等企业相继推出盒装酒 沙河王、老明光、双轮池、古井贡酒等品牌,纷纷进入全国白酒十强之列
1995-1998	进入终端	<p>徽酒目光锁定餐饮终端,避开在流通领域锋芒正盛的擅长广告营销的鲁酒:</p> <ul style="list-style-type: none"> 1995 年初,佛子岭酒厂成功研发出新产品迎驾贡酒,并以一星、二星、三星、四星来区分产品档次,上市首选省会合肥,开创徽酒抢占餐饮终端的先河,并通过强势促销点燃消费热情,此后开瓶费成为徽酒的普遍行为
1998-2008	盘中盘、深度营销阶段	<p>培育核心意见领袖,由高向低、辐射带动整体市场:</p> <ul style="list-style-type: none"> 1998 年口子窖推出新品“五年窖”,在中高档定位及优质经销商资源的优势下,成功引入盘中盘理论与实战技术,快速抢占合肥、郑州、西安、兰州等省会的餐饮终端
2008-2013	深度营销综合竞争阶段	<p>徽酒市场运作从单一资源竞争走向系统性竞争:</p> <ul style="list-style-type: none"> 2008 年古井贡酒推出“年份原浆”系列,依靠其名酒身份聚焦资源投入,启动酒店、烟酒店和团购三盘互动的模式,抓住白酒行业名酒复苏的历史机遇,5 年时间重新成为徽酒老大
2014-至今	名酒集中时代	<p>市场竞争和消费回归理性,品牌意识崛起,消费升级和名酒集中化成为主流趋势:</p> <ul style="list-style-type: none"> 安徽 100 元和 300 元价位成为主导,古井贡酒和口子窖形成价位垄断 酒店消费自带率提升,倒逼酒企发展新渠道,如团购、婚宴、电商、新媒体等

资料来源:凤凰网,养生之道网(饮酒板块),国海证券研究所

口子窖白酒企业中较早的深度营销模式的实践者,盘中盘模式的开创者,引领白酒行业渠道变革。1998 年借助优质经销商的中高档酒店资源,配合口子窖五年型抢占中高档价位(当时迎驾贡酒和文王贡酒等以中低端为主),公司在省会合肥开创了由高向低逐步渗透的“盘中盘模式”,该模式的核心在于培育消费意见领袖并通过他们的影响辐射带动整体市场,以小盘(高档酒店如合肥的金满楼、同庆楼等)带动中盘(中档酒店),最终影响大盘(小型酒店、流通、零售终端

等), 进行“品牌扩散”。盘中盘模式为公司打开了市场, 攻占下诸多省会高地, 更造就了地方品牌区域运作的经典范式, 为多家企业所效仿, 之后很长一段时间徽酒的营销活动都开始围绕盘中盘开展, 2000年以后中高端白酒强势崛起。盘中盘之后, 古井贡酒又发展出酒店+烟酒店+团购的“三盘互动”模式, 以厂家为主导进行更深层次的精细化运作, 启动“三通工程”, 实行“嵌入式管理”, 对市场变化进行快速响应和灵活应对, 以组织导向带动市场导向, 加强对终端的控制力, 由此徽酒进入系统性竞争阶段。

价位升级和品牌集中主导行业现阶段及未来的发展, 公司作为区域头部品牌将持续受益。次高端是区域市场竞争的核心, 该价位需要“品牌+营销”两条腿走路, 对酒企运作的要求更高, 区域龙头经过多年深耕培育, 品牌已足够支撑次高端价位发展, 也形成了核心市场区域内不亚于全国性名酒的品牌影响力; 同时, 区域龙头以往主要着力于渠道, 费用投放基本集中在渠道和终端, 在资源积累和消费者沟通方面更具优势, 方便资源转化和产品结构升级, 成长的持续性更强, 抵御风险的能力也更突出。

表 10: 次高端的运作需要“品牌+营销”两条腿走路

价位	核心要素	区域市场	重点渠道	核心驱动因素	代表品牌
高端	品牌力	全国市场	专卖店、核心团购、商超、礼品渠道	依靠品牌、历史、文化提升产品附加值, 满足消费人群的身份、体验等心理需求和送礼需求	茅台、五粮液、国窖 1573
次高端	品牌+营销	全国及区域市场	酒店、团购、烟酒店渠道	品牌力弱于一线品牌, 但有老名酒基因; 区域次高端依靠营销创新能力和执行力弥补品牌力的不足, 掌控终端、消费者点对点沟通带动市场放量	剑南春、郎酒、梦之蓝、古 16、古 20、口子窖十年、口子窖二十年、洞 16、洞 20、水井坊、青花汾
中高端	渠道运作	根据地及板块市场	酒店、团购、烟酒店渠道	通过核心终端的推广形成市场消费氛围, 带动整个市场的放量	海之蓝、天之蓝、口子窖五年型、古 5、洞 6、洞 9 等
中低端	营销力+品牌知名度	局部区域市场、全国市场	三四线城市流通渠道	通过广告带动市场流行, 依靠大流通提高市场铺货率	牛栏山二锅头、红星二锅头、金种子、玻汾等

资料来源: 国海证券研究所

5、盈利预测与评级

公司基本面稳健，近年来经营层面发生积极变化，在产能瓶颈突破后，公司加大营销投入，重点发力团购渠道建设，改革成效显著。公司近期在兼系列新品、合肥市场拓展、渠道扁平化改革等方面有较多核心变化落地，当前市场预期差较大，我们依然看好品牌集中和价位升级下公司的长期成长性，股权激励落地将充分催化公司释能。预计 2023-2025 年 EPS 为 3.17/3.84/4.67 元，对应 PE 18/15/12 倍，维持“买入”评级。

表 11：公司产品拆分及盈利预测

(亿元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	51	62	74	88
总收入 yoy	2.1%	20.4%	20.2%	19.1%
分产品				
1. 高档白酒	49	59	72	86
高档 yoy	1.9%	21.3%	21.7%	19.2%
高档占比	96.3%	96.4%	97.5%	97.5%
2. 中档白酒	1.0	1.1	0.9	1.2
中档 yoy	-5.9%	20.5%	-21.9%	29.4%
中档占比	1.9%	1.9%	1.2%	1.3%
3. 低档白酒	0.9	1.0	1.0	1.0
低档 yoy	6.5%	11.0%	-8.7%	5.2%
低档占比	1.9%	1.7%	1.3%	1.1%
4. 其他业务	0.8	0.6	0.6	0.6
白酒分价位				
1) 200 元以上：10 年、20 年、30 年、初夏、仲秋、518 等	28	31	33	36
200 元以上收入 yoy	1%	10%	8%	9%
200 元以上占白酒	55%	50%	45%	41%
2) 80~200 元：5 年、6 年、御尊、小池窖等	21	28	39	49
80~200 元收入 yoy	3%	37%	36%	28%
80~200 元占白酒	41%	46%	53%	56%
3) 80 元以下：中档+低档	1.9	2.2	1.8	2.2
80 元以下收入 yoy	0%	16%	-16%	17%
80 元以下占白酒	4%	4%	3%	2%

资料来源：公司公告，国海证券研究所测算

6、风险提示

- 1) **疫情影响行业需求尚未完全恢复。**新冠疫情的影响使得商务宴请、婚宴、聚会等消费场景受限，若疫情再度反弹，产品销量仍面临下滑风险。
- 2) **宏观经济波动导致消费升级进程受阻。**消费能力恢复不及预期，消费市场需求不足，叠加宏观经济波动幅度较大，经济下行压力仍然存在，导致消费意愿下降，消费者对价格敏感，消费结构升级仍需时间。
- 3) **省内市场竞争加剧。**安徽地区白酒行业竞争加剧，古井贡酒、迎驾贡酒等其他酒企迎头赶上，业绩快速增长抢占市场份额，口子窖承受较大竞争压力，进一步拓展市场难度增加。
- 4) **费用投入加大影响盈利水平。**白酒所需要的粮食原材料深受自然气候条件影响，如果出现大面积旱涝灾害会导致原材料价格上升，成本增加；此外，由于市场竞争加剧，公司需要在营销方面加大投入，导致收入不及预期。
- 5) **省外扩张不及预期。**依靠现有的自身品牌实现省外市场扩张存在一定难度，面对竞争加剧的风险，公司的产品结构仍需优化以满足省外市场需求，可能对省外市场认知深度不够，渠道建设也存在不确定性。

附表：口子窖盈利预测表

证券代码:	603589				股价:	56.61		投资评级:	买入		日期:	2023/05/12	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E				
盈利能力					每股指标								
ROE	17%	19%	21%	23%	EPS	2.58	3.17	3.84	4.67				
毛利率	74%	76%	78%	79%	BVPS	14.84	16.43	18.35	20.68				
期间费率	18%	21%	22%	22%	估值								
销售净利率	30%	31%	31%	32%	P/E	22.35	17.85	14.73	12.12				
成长能力					P/B	3.89	3.45	3.09	2.74				
收入增长率	2%	20%	20%	19%	P/S	6.74	5.49	4.57	3.84				
利润增长率	-10%	23%	21%	21%									
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
总资产周转率	0.45	0.46	0.50	0.52	营业收入	5135	6182	7429	8845				
应收账款周转率	1559.41	2807.69	2807.69	2807.69	营业成本	1327	1464	1615	1820				
存货周转率	1.22	2.20	2.40	2.53	营业税金及附加	782	952	1122	1371				
偿债能力					销售费用	700	872	1100	1309				
资产负债率	23%	27%	27%	27%	管理费用	268	399	520	628				
流动比	2.75	2.47	2.48	2.55	财务费用	-41	0	0	0				
速动比	1.02	1.63	1.66	1.73	其他费用/(-收入)	25	7	9	11				
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润	2101	2544	3120	3769				
现金及现金等价物	2152	4469	5023	5956	营业外净收支	2	2	3	3				
应收款项	343	1052	1265	1506	利润总额	2102	2546	3122	3772				
存货净额	4211	2807	3096	3490	所得税费用	552	644	816	969				
其他流动资产	36	42	48	52	净利润	1550	1903	2307	2803				
流动资产合计	6743	8370	9432	11004	少数股东损益	0	0	0	0				
固定资产	2547	2702	2915	3157	归属于母公司净利润	1550	1903	2307	2803				
在建工程	1311	1429	1697	1820	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
无形资产及其他	934	926	942	918	经营活动现金流	829	3784	2500	2999				
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	1550	1903	2307	2803				
资产总计	11535	13427	14985	16898	少数股东权益	0	0	0	0				
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	208	308	352	387				
应付款项	806	914	1025	1168	公允价值变动	-1	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-927	1630	-103	-127				
其他流动负债	1646	2479	2773	3142	投资活动现金流	-90	-221	-276	-339				
流动负债合计	2452	3393	3798	4309	资本支出	-398	-566	-832	-708				
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	269	291	503	310				
其他长期负债	178	178	179	179	其他	39	54	53	60				
长期负债合计	178	178	179	179	筹资活动现金流	-899	-951	-1153	-1401				
负债合计	2630	3571	3977	4488	债务融资	0	0	0	0				
股本	600	600	600	600	权益融资	0	0	0	0				
股东权益	8904	9856	11009	12410	其它	-899	-951	-1153	-1401				
负债和股东权益总计	11535	13427	14985	16898	现金净增加额	-160	2612	1071	1259				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

薛玉虎，从业证书编号：S0350521110005。研究所食品饮料组首席分析师，十五年消费品从业及研究经验，专注于行业研究，连续多年上榜新财富、金牛奖、水晶球、中国保险资产管理业最受欢迎分析师等奖项。

刘洁铭，从业证书编号：S0350521110006。研究所食品饮料组联席首席，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十年食品饮料行业研究经验。

宋英男，从业证书编号：S0350522040002。复旦大学硕士，主要覆盖白酒、啤酒等板块，曾任职于方正证券、东吴证券等。

【分析师承诺】

薛玉虎，宋英男，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所指证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。