

生态洞藏持续发力，结构升级焕新颜

——首次覆盖报告

公司深度

● 大别山中的生态美酒，中高端主产品打洞藏系列：

公司坐落于大别山腹地、东淠河上游的安徽省霍山县，公司坚持生态酿造，具有独一无二的生态品类优势。迎驾贡酒是徽酒主要代表之一，为浓香型白酒，具有“窖香优雅、绵甜爽口”的特点。公司主要产品包括生态洞藏系列、迎驾金星系列、迎驾银星系列、百年迎驾贡系列等，其中生态洞藏系列是目前中国生态白酒的代表产品。

● 顺应消费升级行业大趋势，聚焦洞藏系列推动结构升级：

安徽省内消费升级趋势明朗：2016-2019年安徽省内人均支配保持近两位数的增长，白酒消费的主流价格由20世纪初的40-80元已提升至100-300元价格带，100-300元价格带产品将持续放量，次高端市场也将持续扩大。

洞藏系列发力，深度分销助力公司产品结构升级：2015年公司推出生态洞藏系列，经过多轮提价，布局在120-300元价位，贴近主流消费市场。民营体制下销售人员激励较为充分，大力拓展渠道，自2016年以来，经销商数量增长超60%，同时，公司产品对经销商利润较竞品更高，在安徽省内仍有较大扩张空间，洞藏系列产品将保持高增长。

省内外市场均衡发展：公司省外市场开拓在徽酒中处于领先地位，省内外业务比例约为6:4。百年迎驾等产品在中低端市场具有较高的知名度；生态洞藏系列发力中高端市场，以核心烟酒店、团购为主，省外业务毛利率也逐步由57%提升至66%，省外市场的成功验证了公司强劲的产品及渠道力。

管理层彰显向高端进军决心：过往公司产品一直走高性价比路线，洞藏系列推出时间较晚，公司近年来持续发力高端市场，市场投入向洞藏倾斜，2020年由董事长亲自发布迎驾贡酒·大师版，定价2180元/瓶，彰显公司进行结构升级，品牌焕新的决心。

● 洞藏系列处高速发展期，目标打造百亿迎驾，首次覆盖给予“推荐”评级

公司制定了“重点发展白酒、饮料、石斛、旅游四大产业，着力打造百亿迎驾、百年品牌，实现美丽迎驾、智能迎驾、文化迎驾、快乐迎驾四个愿景”的“424”发展战略。我们看好公司洞藏持续放量，远期成为下一个百亿级徽酒企业，预计公司2020-22年净利分别为9.51、12.28、14.62亿，当前股价对应PE分别为29、22、19倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

● 风险提示：食品安全风险，市场开拓不及预期，竞争加剧

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,489	3,777	3,553	4,431	5,054
增长率(%)	11.2	8.3	-5.9	24.7	14.1
净利润(百万元)	779	930	951	1,228	1,462
增长率(%)	16.8	19.5	2.3	29.0	19.1
毛利率(%)	60.9	64.4	67.1	68.4	70.4
净利率(%)	22.3	24.6	26.8	27.7	28.9
ROE(%)	17.9	19.6	18.5	21.0	21.7
EPS(摊薄/元)	0.97	1.16	1.19	1.53	1.83
P/E	16.9	20.5	28.8	22.3	18.7
P/B	2.7	3.7	5.3	4.7	4.1

资料来源：Wind、新时代证券研究所预测

推荐（首次评级）

王言海（分析师）

wangyanhai@xsdzq.cn

证书编号：S0280520080003

李啸（分析师）

lixiao@xsdzq.cn

证书编号：S0280520080001

张向伟（联系人）

zhangxiangwei@xsdzq.cn

证书编号：S0280119090008

孙冉（联系人）

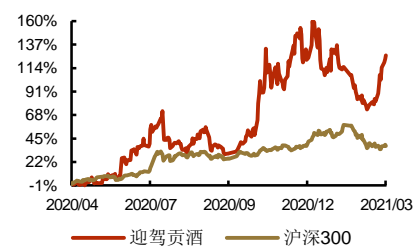
sunran@xsdzq.cn

证书编号：S0280120050004

市场数据 时间 2021.03.31

收盘价(元):	35.26
一年最低/最高(元):	15.63/42.87
总股本(亿股):	8.0
总市值(亿元):	282.08
流通股本(亿股):	8.0
流通市值(亿元):	282.08
近3月换手率:	98.19%

股价一年走势



相关报告

目 录

1、 公司简介——注重文化内核，推广生态酿酒品牌.....	4
1.1、 老牌徽酒，洞藏系列引领发展.....	4
1.2、 民营机制激励充分，省内领先白酒企业.....	4
1.3、 中高档白酒持续发力，洞藏系列引领结构升级.....	6
2、 安徽白酒市场：一超两强格局，消费升级进行时.....	7
2.1、 省内居民收入消费齐增，助力白酒消费结构升级.....	7
2.2、 省内竞争激烈，一超两强格局明朗化.....	9
2.2.1、 历史复盘：从“双寡头”到“一超两强”徽酒竞争格局.....	9
2.2.2、 现状一：主流价格带上产品密集分布，明星产品众多.....	10
2.2.3、 现状二：区域上各自为王，省会合肥是必争之地.....	11
3、 扬长补短，聚焦洞藏顺应行业发展潮流.....	13
3.1、 产品：横跨主流价格带，集中资源发力洞藏.....	13
3.2、 销售渠道：架构扁平化，构建渠道精细化管理体系.....	14
3.3、 品牌：依托得天独厚的自然优势，打造中国生态白酒领军企业.....	16
3.4、 以攻为守：积极开拓省外市场.....	17
4、 关键假设及盈利预测.....	18
5、 估值水平与投资评级.....	19
6、 风险提示.....	20
附： 财务预测摘要.....	21

图表目录

图 1： 公司酒厂环境优雅.....	4
图 2： 公司洞藏系列样品展示.....	4
图 3： 公司发展历史悠久.....	5
图 4： 公司股权结构图-民营体制白酒企业.....	5
图 5： 公司营收利润持续增长.....	5
图 6： 公司安徽省内外收入分布约 6:4.....	5
图 7： 公司中高档白酒营收占比提升至 66%.....	6
图 8： 公司中高档白酒量价齐升.....	6
图 9： 迎驾贡酒 SWOT 分析.....	7
图 10： 安徽省人均 GDP 持续增长.....	8
图 11： 安徽省人均消费支出持续增长.....	8
图 12： 2000 年以来安徽主流白酒价格区间上行.....	8
图 13： 2011-2020 年古井收入稳居第一，口子窖实现反超.....	10
图 14： 2014-2018 年口子窖收入增速始终高于迎驾.....	10
图 15： 中高端产品滞后导致迎驾毛利率低于口子窖.....	10
图 16： 安徽白酒消费结构呈纺锤形.....	11
图 17： 四家上市公司呈一超两强格局.....	11
图 18： 安徽各地均有当地酒企.....	12
图 19： 安徽各地饮酒习惯大相径庭.....	12
图 20： SWOT 分析框架下公司战略.....	13
图 21： 公司产品横跨市场主流价格带.....	14

图 22: 下设销售子公司分销各系列产品.....	15
图 23: 公司前五大经销商占比不到 5%.....	15
图 24: 公司销售人员超 1500 名.....	15
图 25: 公司加大销售人员薪酬激励.....	16
图 26: 公司经销商数量不断增加.....	16
图 27: 洞藏系列渠道利润丰厚.....	16
图 28: 与同价位竞品相比, 洞藏系列经销售利润较高.....	16
图 29: 公司举办多类品牌宣传活动.....	17
图 30: 公司广告投入稳中有升.....	17
图 31: 徽酒中公司省外布局领先.....	18
图 32: 公司安徽省外毛利率逐步提升.....	18
图 33: 中证白酒行业指数 PE-TTM 变化.....	19
图 34: 迎驾贡酒历史 PE-TTM 变化.....	19
表 1: 公司产品系列丰富.....	6
表 2: 主要徽酒销售模式各具特色.....	9
表 3: 安徽省内众多品牌在不同价格区间错位竞争.....	11
表 4: 2019 年合肥市(市区+四县)白酒市场情况.....	12
表 5: 产品提价向高端发展.....	14
表 6: 迎驾贡酒近年来获多项荣誉.....	17
表 7: 迎驾贡酒盈利预测.....	18
表 8: 可比公司的 PE 比较.....	19

1、公司简介——注重文化内核，推广生态酿酒品牌

1.1、老牌徽酒，洞藏系列引领发展

安徽迎驾贡酒股份有限公司坐落于世界美酒特色产区、首批国家级生态保护与建设示范区、“中国好水”优秀水源地、中国天然氧吧、中国竹子之乡——安徽省霍山县。霍山县位于北纬 30 度线附近的大别山腹地、东淠河上游，是中国天然氧吧、中西部第一个国家生态县，气候温暖湿润，年均气温 15℃，年均降水 1500mm，森林覆盖率 76%以上，全年空气质量优良率保持在 97%以上，拥有适合酿酒的自然生态环境。

迎驾品牌源自公元前 106 年，汉武帝南巡至今霍山一带，官民到城西槽坊村附近的水陆码头（今迎驾厂）恭迎圣驾，选一民间绝色美女捧美酒敬献武帝，武帝欣后大悦，“迎驾贡酒”和“迎驾”品牌由此得名，传承至今已 2100 多年。

迎驾贡酒是徽酒主要代表之一，为浓香型白酒，具有“窖香优雅、绵甜爽口”的特点。公司主要产品包括生态洞藏系列、迎驾金星系列、迎驾银星系列、百年迎驾贡系列等，其中生态洞藏系列是目前中国生态白酒的代表产品。

图1：公司酒厂环境优雅



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

图2：公司洞藏系列样品展示

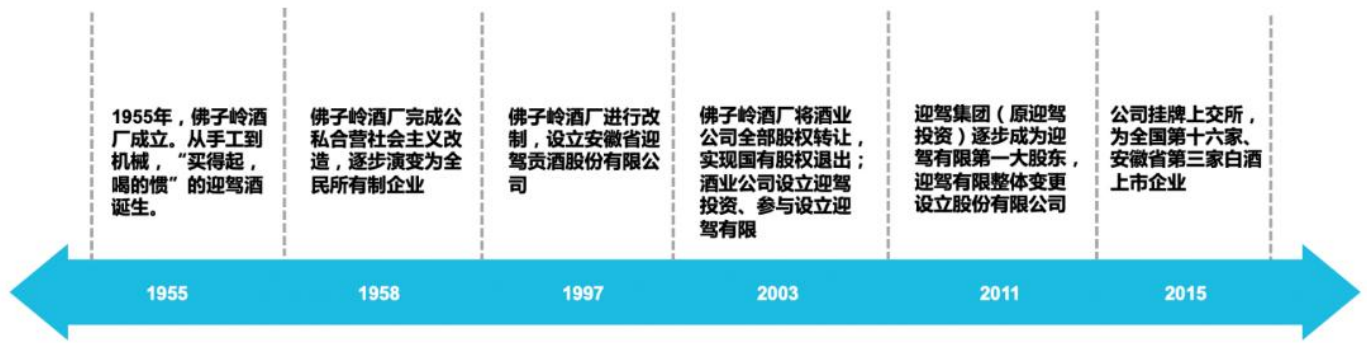


资料来源：公司官网，新时代证券研究所

1.2、民营机制激励充分，省内领先白酒企业

公司为民营酒厂，前身为 1955 年成立的佛子岭酒厂。1997 年，原国营佛子岭酒厂改制重组，进而发展成为迎驾酒业。2011 年 9 月 15 日整体变更设立的股份公司，迎驾集团成为第一大股东。2015 年于深交所上市，成为安徽省第三家白酒上市企业。

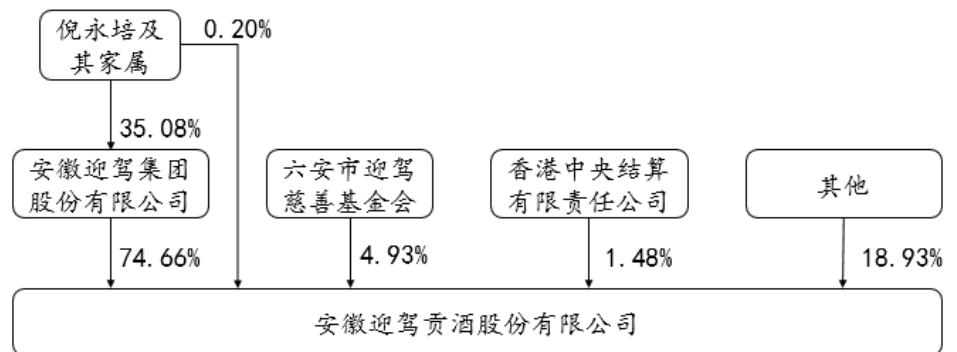
图3: 公司发展历史悠久



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

迎驾集团为公司第一大股东，持股 75.66%，公司股权较为集中。董事长倪永培先生为公司实际控制人，是“中国酿酒大师”。倪永培先生曾任佛子岭酒厂副厂长、厂长和党支部书记，先后任迎驾集团董事长兼总裁，迎驾有限董事长，2011年9月起仍迎驾贡酒董事长。

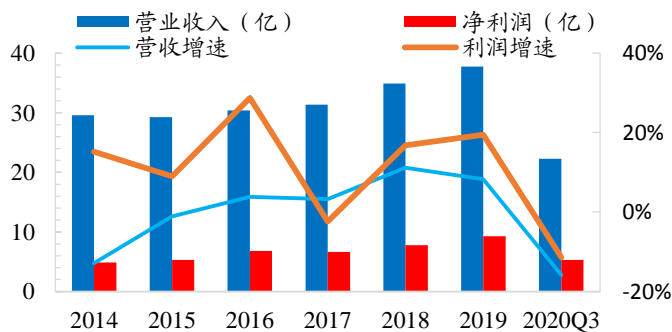
图4: 公司股权结构图-民营体制白酒企业



资料来源：公司公告，新时代证券研究所，截止 2020 年 9 月 30 日

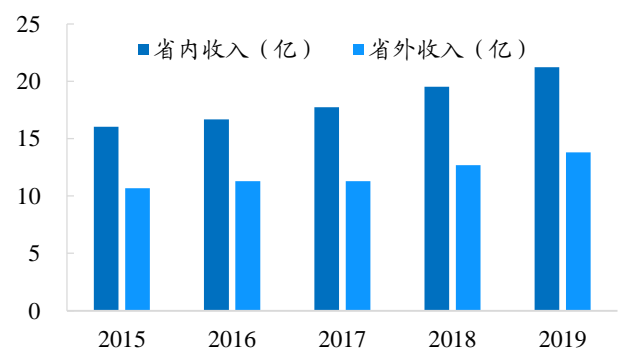
公司主营白酒业务，收入占比超 90%，自 2015 年以来，随着高端白酒洞藏系列放量，公司产品结构不断优化，营收、利润持续增长。分区域来看，公司产品成功走出安徽，省内外市场同比发展，省内市场占比约 60%，省外市场主要集中在江苏、上海以及京津冀地区。

图5: 公司营收利润持续增长



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图6: 公司安徽省内外收入分布约 6:4

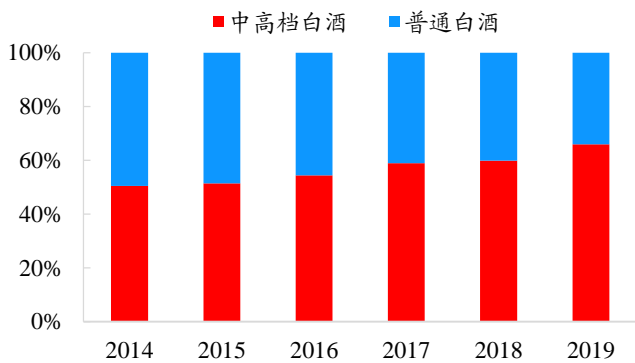


资料来源：公司公告，新时代证券研究所

1.3、中高档白酒持续发力，洞藏系列引领结构升级

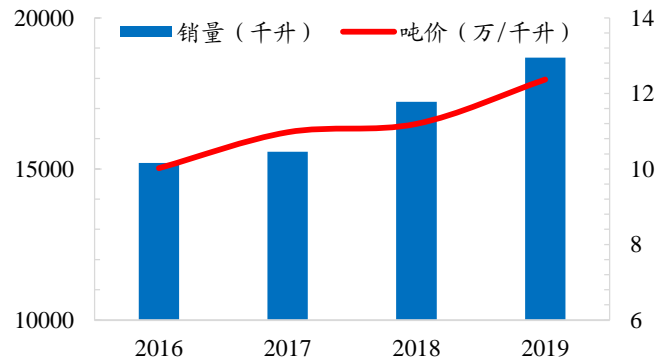
目前公司白酒产品主要有八个大的分类，分别为迎驾洞藏，迎驾金银星，迎驾古坊，百年迎驾贡，迎驾普酒，迎驾散装酒，迎驾定制酒以及迎驾电商。其中迎驾金银星、迎驾古坊，百年迎驾贡为较知名系列酒，但整体定位在 100 元以下价位，迎驾洞藏（6，9，16，20 年）为近年来公司重点发展的中高档白酒，目标价位提升至 100-300 元，2016-19 年增速均在 50% 以上，带动公司中高档白酒量价齐升，2019 年公司中高档白酒销量超 1.87 万千升，吨价约 12.37 万/千升，营收占比已提高至 66%。

图7：公司中高档白酒营收占比提升至 66%



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图8：公司中高档白酒量价齐升



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

表1：公司产品系列丰富

系列	产品名称	主流度数与规格	零售价	产品展示
生态洞藏	生态洞藏 30 年	52 度 500ml	758 元/瓶	
	生态洞藏 20 年	52 度 500ml	602 元/瓶	
	生态洞藏 16 年	42 度 500ml	398 元/瓶	
	生态洞藏 9 年	42 度 500ml	268 元/瓶	
	生态洞藏 6 年	42 度 450ml	168 元/瓶	
迎驾之星	迎驾金星	42 度 450ml	128 元/瓶	
	迎驾银星	42 度 450ml	98 元/瓶	
百年迎驾贡	百年迎驾四星级	42 度 450ml	78 元/瓶	
	百年迎驾三星级	42 度 450ml	45 元/瓶	
迎驾特曲	佛子岭特曲	50 度 750ml	36.5 元/瓶	

资料来源：公司官网，京东，新时代证券研究所，注：零售价取自京东官方旗舰店

2、安徽白酒市场：一超两强格局，消费升级进行时

分析安徽白酒市场近年来的主要变化，行业外部主要机会来自白酒消费升级，市场主流消费价格带上移推动行业扩容，主要威胁来自全国性白酒企业对安徽市场的渗透。

通过复盘公司及主要竞争对手发展历史，我们认为公司作为传统徽酒企业，渠道建设能力强，在六安已建立显著的渠道壁垒，在合肥市场也取得了积极进展，同时在民营机制下，组织管理上具有一定优势，但在由于产品推出时间明显滞后，公司品牌影响力较同行相对弱势；

图9：迎驾贡酒 SWOT 分析



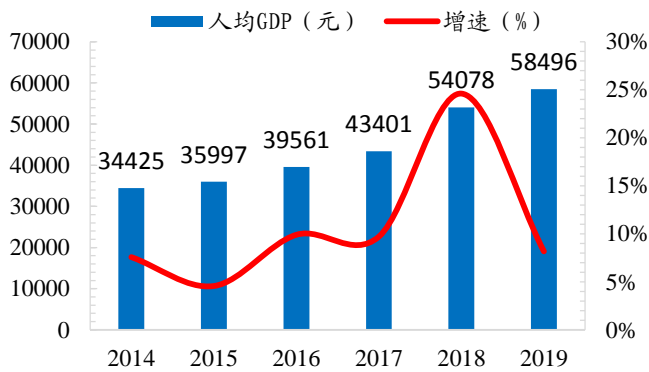
资料来源：新时代证券研究所

2.1、省内居民收入消费齐增，助力白酒消费结构升级

安徽白酒市场近 300 亿，居民消费能力不断增强：安徽是我国白酒生产、消费大省，2018 年安徽省白酒产量达 43.13 万吨，在全国 31 个省市中排名第五。安徽省常驻人口约 6366 万，人均白酒消费估计约为 500 元/年（占收入约 1.9%），安徽白酒市场规模约 300 亿元。同时近几年安徽省人均 GDP、人均可支配收入显著增长（注：GDP2018 年 25.8% 的高增速主要系全国第四次经济普查调增 4004 亿所致），省内白酒消费升级空间巨大。

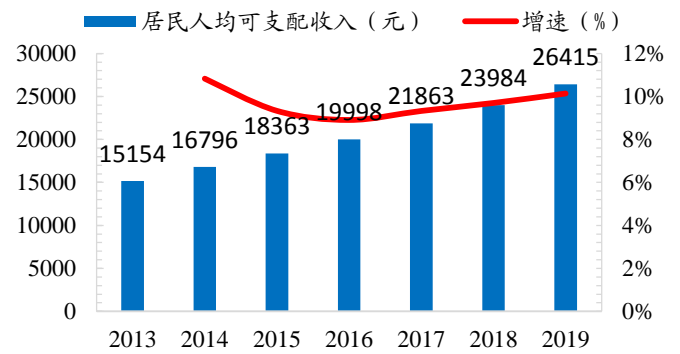
类比江苏市场，安徽市场有望超 400 亿：江苏与安徽相邻，饮酒习惯有一定相似性，江苏地区人均可支配收入发展较高，在本轮白酒消费升级浪潮中处于领先地位，主流价格带已站上 300 元，高端及次高端白酒占比约 44%，而同期安徽仅为 22%，可以预见安徽随着经济发展，白酒主流消费价格将逐步上移，行业不断扩容，我们预计三年内安徽白酒市场有望超 400 亿。

图10: 安徽省人均 GDP 持续增长



资料来源: 国家统计局, 新时代证券研究所

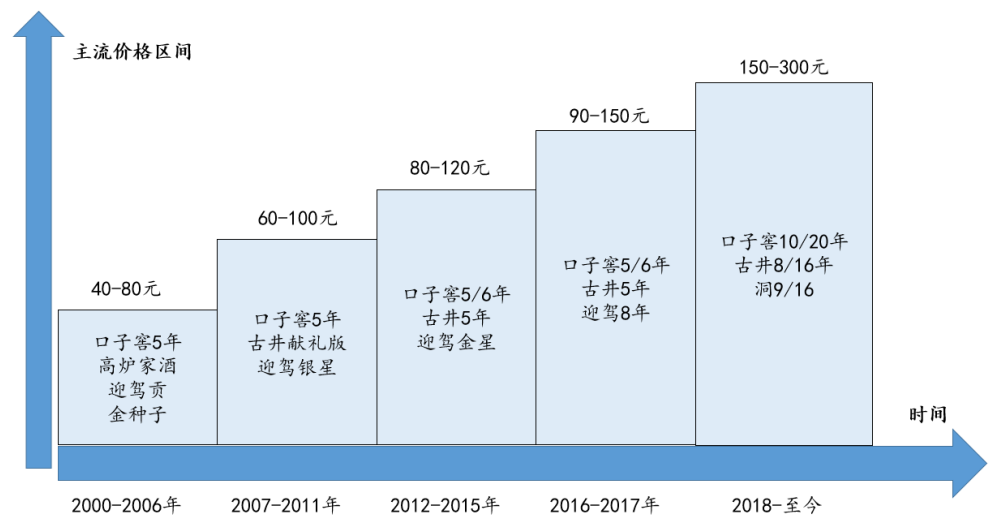
图11: 安徽省人均消费支出持续增长



资料来源: 国家统计局, 新时代证券研究所

安徽白酒主流价格上行至 100-300 元价格区间: 回顾历史, 安徽白酒市场主流价格已经历多轮上行。20 世纪初, 主流价格集中在 40-80 元, 高炉家酒还是省内龙头, 由于没有跟上消费者对产品进行升级换代而后落寞; 与之相反的是, 古井于 2008 年推出年份原浆系列, 先后推出古 5、古 8、古 16 等更高端产品, 卡位主流价格带, 广泛宣传进行消费者教育, 夯实了省内龙头地位。

图12: 2000 年以来安徽主流白酒价格区间上行



资料来源: 酒业家, 微酒, 新时代证券研究所

2.2、省内竞争激烈，一超两强格局明朗化

2.2.1、历史复盘：从“双寡头”到“一超两强”徽酒竞争格局

安徽省内白酒企业众多，行业竞争向来十分激烈，白酒行业就有一句行话“东不如皖，西不入川”。上市公司就有4家：迎驾贡酒、古井贡酒、口子窖、金种子酒，非上市的还有宣酒、临水、文王贡酒、高炉家酒等。

复盘徽酒的发展历史不难发现，徽酒长于防守型营销，且不约而同地聚焦大本营市场，使得徽酒品牌发展本土化，产区现状满足本土，相比于五粮液、剑南春等川酒全国布局，徽酒除龙头古井外，在省外市场均表现平平。

表2：主要徽酒销售模式各具特色

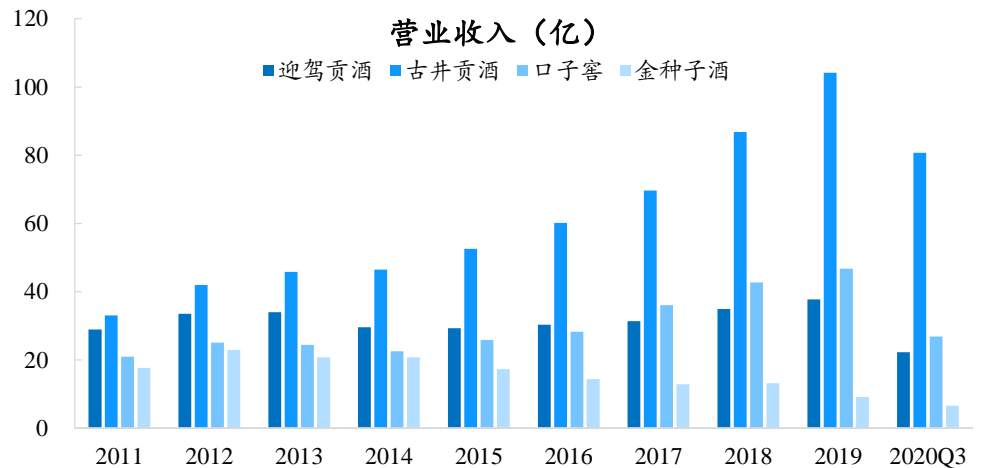
项目	迎驾贡酒	口子窖	古井贡酒
销售模式	深度分销-分品相分区域代理	大商制-裸价模式	深度分销-控价模式
销售模式特点	普通白酒、中高端产品同一区域由不同经销商代理，主推中高端产品，售费用，毛利率较高。酒厂入深度分销，顺价销售	经销商主导销售和动销，“一地一策”，承担主要销场，渠道较为扁平，厂家投入费用较多，控价能力较强控制力较弱	酒厂与经销商合作开发市场，渠道较为扁平，厂家投入费用较多，控价能力较强
各自优势	2017年公司调整销售架构，成立四大销售子公司分管不同系列产品，10年以上，核心经销商达20年以上，大经销商参股	口子窖大商模式渠道利润较多，与经销商合作基本超工程，现在局部争取高占	2009年开始实施“三通”工程，通过点-线-面-体的方式进行市场推进，目前渠道已下沉至乡镇市场

资料来源：公司公告，酒食汇，新时代证券研究所

迎驾贡酒与古井贡酒原为安徽省内白酒两大寡头，2011年两者营收差距仅4亿元，由于产品结构老化以及公司营销管理不足，迎驾增长相对缓慢，古井在优秀的渠道管理及品牌效应下巩固了龙头地位，口子窖后来居上，目前安徽省内白酒企业形成了一超两强格局。

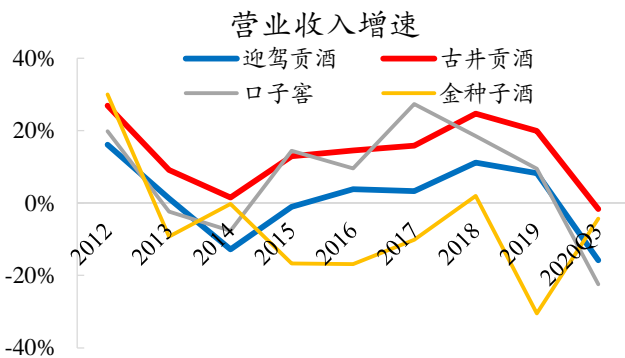
品牌效应下强者恒强，古井跃居徽酒龙头：古井贡酒为我国老八大名酒之一，通过有效的品牌传播，如特约播出中央电视台春节联欢晚会，成为了阿斯塔纳世博会中国馆官方合作品牌，上合组织秘书处指定用酒等等，建立了极强的品牌优势。渠道上，在2009年开始实施“三通工程”，以精耕渠道，所谓“三通工程”就是路路通，店店通，人人通，其核心思想就是小区域，高占有，稳居徽酒龙头。

优质产品+营销发力助力口子窖实现反超：自1998年底推出口子窖5年至今，口子窖已经在市场上活跃了超20年，依然受消费者欢迎，过硬的产品质量以及相符的营销手段是核心；在营销渠道上，口子窖开发“盘中盘”体系，与经销商深度绑定，共同发展，使得口子窖营收逐年上涨，并在2017年超越迎驾贡酒，位列徽酒榜眼。

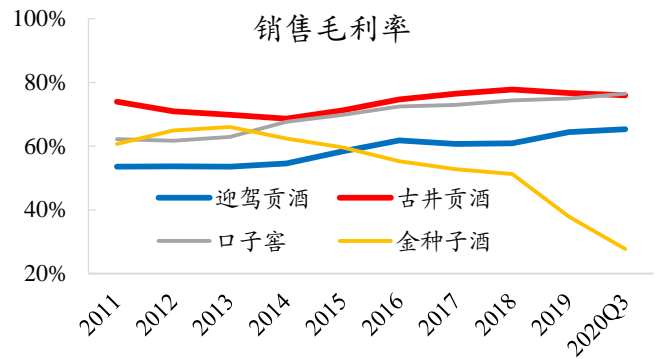
图13: 2011-2020年古井收入稳居第一，口子窖实现反超

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

洞藏系列推出较晚，产品结构有待升级：直到2015年，迎驾才推出中高端新品生态洞藏系列，错过了安徽省第一轮消费升级的浪潮，使得公司发展滞后于古井、口子窖。由于缺乏中高端产品支撑，迎驾毛利率长期低于古井、口子窖，近几年随着洞藏系列的放量，毛利率逐步提升，产品结构还有进一步升级空间。

图14: 2014-2018年口子窖收入增速始终高于迎驾

资料来源：wind，新时代证券研究所

图15: 中高端产品滞后导致迎驾毛利率低于口子窖

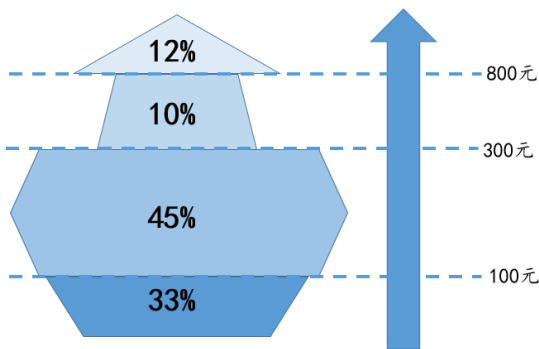
资料来源：wind，新时代证券研究所

2.2.2、现状一：主流价格带上产品密集分布，明星产品众多

安徽省内已有4家上市公司，2019年合计市占率约48%，省内企业已出现明显分化，2019年古井营收破百亿，口子窖、迎驾贡酒稳步向上，而以金种子酒为代表的二三线酒企由于产品升级更新缓慢，市场份额被逐步蚕食，安徽本土白酒企业形成了一超两强格局。

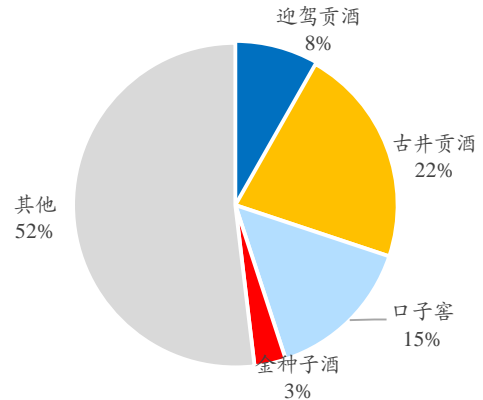
安徽白酒市场结构基本呈纺锤形，100-300元为近几年主流消费价位，诸多优质产品均在此价位快速放量，如古5、古8、口子6年等，同时此价位段省内品牌较为强势，居民消费基础强。300-800元次高端领域潜力巨大，也是诸多省内外厂家争夺的市场。

图16: 安徽白酒消费结构呈纺锤形



资料来源：酒业家，徽酒，新时代证券研究所

图17: 四家上市公司呈一超两强格局



资料来源：公司公告，新时代证券研究所，注：古井贡酒省内收入按总收入的70%估算，2019年数据

由于品牌机渠道的差异，各大酒企在安徽市场不同价格带上形成竞争，各个价格带上都形成了多个主流品牌：全国性的高端品牌茅台、五粮液、国窖占据了800元以上价格带；洋河梦、剑南春等主导300-800元的次高端市场；古井、口子、迎驾作为省内强势品牌占据100-300元主流价格带；50-100元价格带有迎驾金银星、百年迎驾、宣酒、高炉家等；更低价格带下受光瓶酒冲击，竞争愈发激烈。近年来，徽酒企业不断加码次高端，如古井重点发力古16、古20等，徽酒品牌或将加速抢占300-500元价位。

表3: 安徽省内众多品牌在不同价格区间错位竞争

价格区间	竞争格局	代表品牌
800元以上	全国性酒企	茅台、五粮液、国窖
300-800元	省外品牌竞争，省内占比较小	洋河梦之蓝、老窖、剑南春、口子20、古16、洞16
100-300元	本地品牌强势，口子、古井占优	古5、口子5/6、洋河海之蓝、洞6/9
30-100元	品牌分散	迎驾银星、宣酒、高炉家
30元以下	省外品牌竞争	老村长、红星二锅头、文王贡

资料来源：酒业家，新时代证券研究所

2.2.3、现状二：区域上各自为王，省会合肥是必争之地

安徽省内白酒消费量、价区域差异明显，可大体分为三个板块：

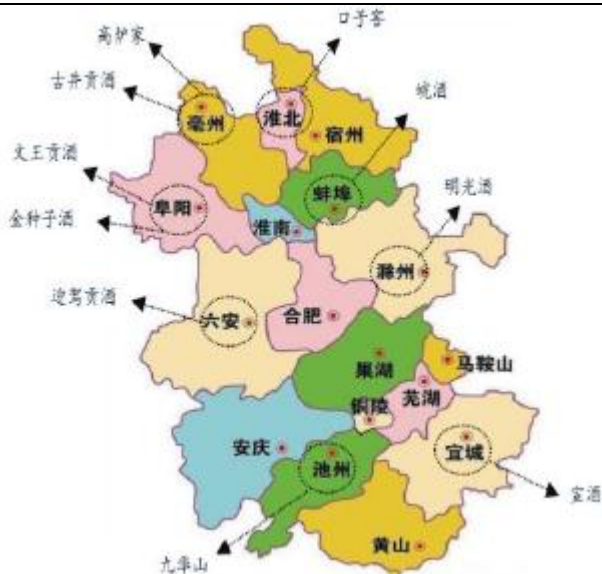
皖北，以阜阳为代表，消费水平相对较低，主要消费价位段为百元以内的中低端价位段白酒，如：种子酒系列。但是饮用频次和单次饮用量都是整个安徽最高的，饮用场景相对安徽中部和南部也更多一些，饮酒之风更甚。这也是催化出了很多俗语和习俗：“阜阳的麻雀都能喝二两”，“走盅”，“鱼头酒”，敬酒时的“四个、六个、八个酒”，吃酒席菜未上酒先下去个三四斤等等。

皖中，以合肥为代表。消费水平相对较高，饮酒档次近年来基本提升至中高端档位，春节和事宴消费基本集中在200元左右价位段，消费升级十分明显，同时合肥白酒消费对整个安徽省白酒消费有引领带动作用。饮酒量上相对北部板块的彪悍饮酒风格有所内敛，单次饮酒量和饮用频次相对较少，基本以聚饮为主，其中六安为迎驾优势市场，市场率超40%。

皖南，以芜湖、安庆为代表，消费档次基本介于中部和北部之间，多集中在

60元-150元价位带，饮酒频次和单次饮酒量也相对较少，整个皖南由于多山地，人口相对较为疏散，所以白酒市场容量相对较小。

图18: 安徽各地均有当地酒企



资料来源：酒食汇，新时代证券研究所

图19: 安徽各地饮酒习惯大相径庭



资料来源：酒食汇，新时代证券研究所

合肥市场引领全省: 合肥是安徽省会，也是消费升级最快的城市，据酒食汇统计，其2019年市场规模已扩大至约70亿，占全安徽省的20%以上，同时合肥的消费习惯还会辐射全省，特别是在次高端/高端领域，合肥市场占安徽省一半以上，各品牌竞争激烈，赢得合肥市场是众多白酒企业的长期目标。

全国性名酒加速布局: 随着安徽白酒市场扩容，全国性酒企逐步重视安徽市场，依靠全国性品牌优势，逐步打破徽酒长期以来的渠道壁垒，茅五泸等一线品牌在合肥保持增长势头，洋河也已占据稳定的市场份额，其他一些新进入品牌也在团购渠道加速渗透。

表4: 2019年合肥市(市区+四县)白酒市场情况

品牌	销售额	备注
古井贡酒	约30亿	含系列酒
茅台	约8亿	含系列酒
五粮液	约10亿	含系列酒
口子窖	约4亿	
迎驾贡酒	超2亿	
宣酒	约3亿	
洋河	约1.4亿	仅统计市区
泸州老窖	约1亿	含国窖1573
剑南春	0.8-1亿	
习酒	7000-8000万	
郎酒	3000万	不含青花郎
光瓶酒	约3亿	仅统计市区，合肥地区小酒+保健酒预计4亿
其他	约3亿	金种子、高炉家、明光、今世缘、汾酒、舍得等
合计	约70亿	

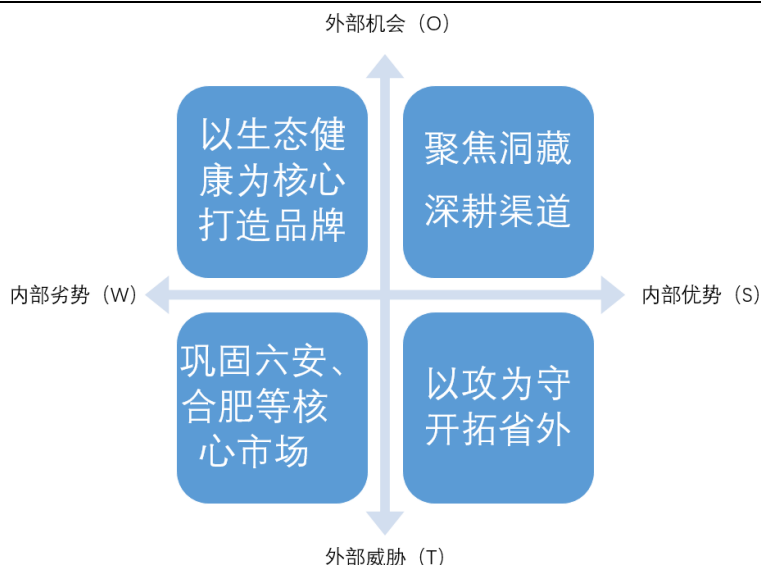
资料来源：酒食汇，新时代证券研究所

3、扬长补短，聚焦洞藏顺应行业发展潮流

在发挥自身优势以及把握行业发展机遇方面，我们认为公司产品覆盖价格带全面，重磅产品符合未来主流消费价格带，同时持续发挥自身渠道优势，主要产品渠道利润高于同行竞品。

在弥补劣势以及应对外部威胁方面，我们认为公司品牌建设主打生态健康理念，自身具有区位特点，符合社会发展潮流；应对全国性酒企的竞争，公司以攻为守，积极开拓省外市场，已取得了明显成绩。

图20: SWOT分析框架下公司战略



资料来源：新时代证券研究所

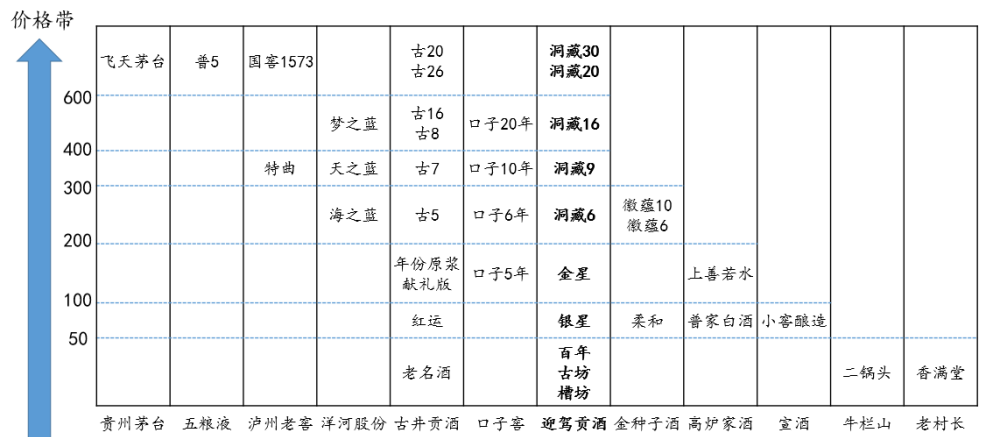
3.1、产品：横跨主流价格带，集中资源发力洞藏

洞藏系列卡位主流价格带：公司于2015年推出生态洞藏系列，包括洞藏6/9/16/20，随后于2019年推出升级版洞藏30。公司洞藏系列产品价格横跨100-300元市场主流价格带，是安徽省消费升级的主要方向，极好的解决了公司原有迎驾之星定位过低（70-120元）的问题，公司产品竞争力大幅提升。

洞藏20/30、迎驾贡酒·大师版，继续向高端迈进：公司洞藏20/30产品布局次高端价格带，一方面可以提升公司整体品牌高度，间接推动现有产品销售，另一方面也提前进行消费者培育，为公司进军次高端市场打基础。同时2020年12月公司由董事长亲自发布迎驾贡酒·大师版，定价2180元/瓶，规格为52度、750ml，彰显公司进行结构升级，品牌焕新的信心。

普通白酒竞争较为激烈：由于消费升级，主流消费价格带上移，中低端市场发展缓慢，行业竞争加剧。公司聚焦核心产品，主动削减SKU，同时大力开拓省内外市场，2019年公司普通白酒销量约11.94万千升，同比下滑约7.8%，吨价约4.24万/千升，近年来基本维持稳定。

图21: 公司产品横跨市场主流价格带



资料来源：天猫，京东各酒企旗舰店，新时代证券研究所

资源聚焦洞藏系列，多次提价顺应行业趋势：在消费升级趋势下，公司紧跟行业发展，对中高端产品多次提价，主要集中于洞藏系列，有助于树立品牌形象，也保持对省内龙头古井的价格跟随，不在消费升级的趋势下掉队。同时，提价有助于提升渠道利润，利于公司产品推广。

表5: 产品提价向高端发展

调价时间	调价产品	调价幅度
2017年5月	生态洞藏16	洞藏16终端供货价上调20元/瓶，42度终端零售价上调至398元/瓶，52度终端零售价上调至428元/瓶
2018年1月	生态洞藏6	洞藏6/9/16终端供货价分别上调5/12/15元/瓶，42度终端零售价分别上调至198/368/468元/瓶，52度终端零售价分别上调至218/388/488元/瓶
	生态洞藏9	
	生态洞藏16	
2018年6月	生态洞藏6	生态洞藏系列单品上调10-20元/瓶不等，迎驾金星上调30元/箱，迎驾银星上调20元/箱。洞藏6/9/16终端价分别不低于135/230/335元/瓶。迎驾金星/银星终端售价分别不低于90/70元/瓶
	生态洞藏9	
	生态洞藏16	
	迎驾金星	
2019年7月	生态洞藏6/9/16	洞藏6/9/16提价5-20元/瓶。洞藏20/30提价幅度较大，
	生态洞藏20/30	洞藏30提价95元/瓶

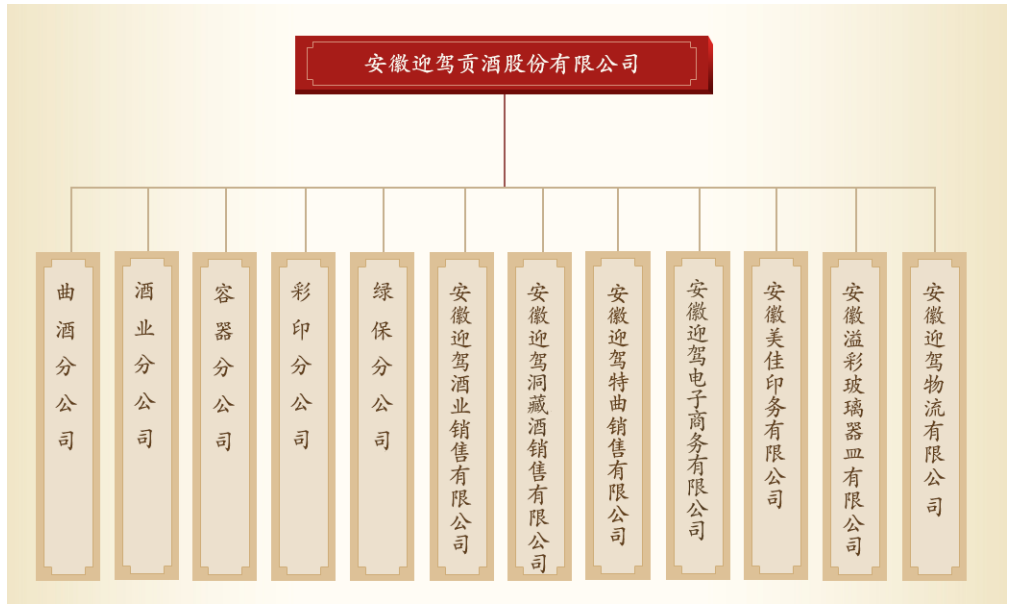
资料来源：糖酒快讯，搜狐网，新时代证券研究所

3.2、销售渠道：架构扁平化，构建渠道精细化管理体系

专设销售公司，对不同产品分类管理：公司采取分品相分区域代理的销售模式，组织架构扁平化，下设四个销售子公司，分管不同的产品系列，其中安徽迎驾洞藏酒销售公司，主要以生态洞藏系列为主；安徽迎驾酒业销售公司，主要以迎驾金银星等中端酒销售为主；特曲销售公司以散装酒、光瓶酒销售为主；电商销售公司以线上销售和定制酒销售为主。

为销售重新赋能，省内发展空间较大：2017年公司专门成立迎驾洞藏销售公司聚焦洞藏系列，区域布局以安徽市场为主，其次重点布局江苏和上海，目前在六安、合肥已取得良好进展，未来拓展全省可期。

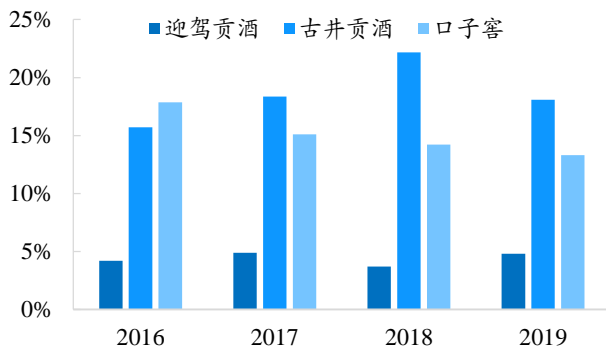
图22: 下设销售子公司分销各系列产品



资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

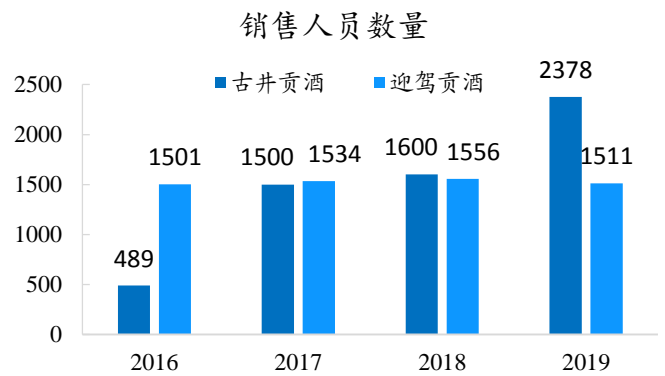
公司采用深度分销的销售模式, 通过缩减渠道层级, 大力推进渠道扁平化, 在安徽市场全面布局到区/县, 江苏市场全面布局到地级市, 对大经销商依赖较小, 前五大经销商占比不到 5%。在销售人员配置上, 公司销售人员超 1500 名, 基本与同样采用深度分销模式的古井贡酒销售人员数量相当。

图23: 公司前五大经销商占比不到 5%



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

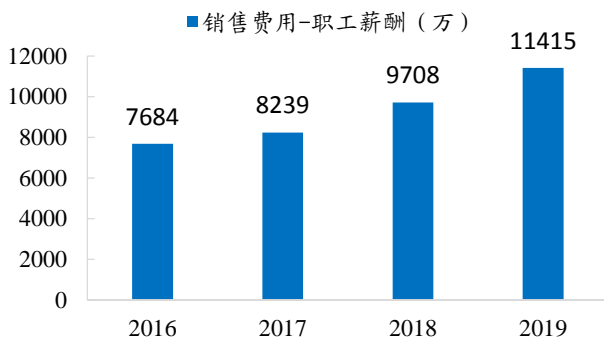
图24: 公司销售人员超 1500 名



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

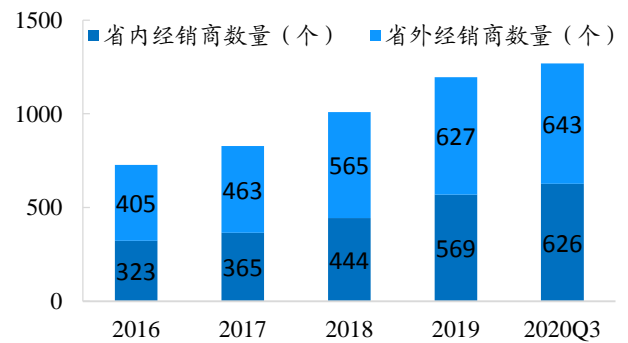
公司近年来持续加强渠道建设: 一方面加大销售人员薪酬激励, 2016-2019 年销售人员总薪酬增长近 50%, 另一方面持续扩大省内外经销商, 经销商总数由 2016 年低的 728 个, 增加至 2019 年的 1196 个, 增长 64.3%, 即使在 2020 年疫情影响下, 公司仍大力拓展经销商, 截止 2020 年三季度新增 73 个经销商, 后续发展值得期待。

图25: 公司加大销售人员薪酬激励



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

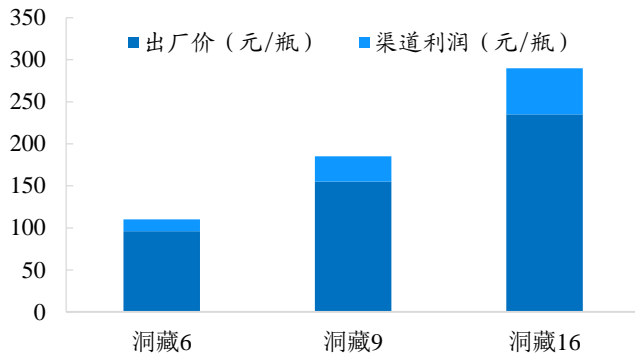
图26: 公司经销商数量不断增加



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

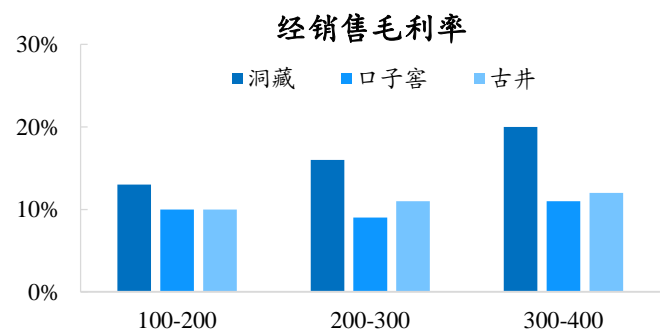
洞藏系列渠道利润高于竞品: 公司重点推广洞藏系列白酒, 是推动公司成长的核心单品。公司洞藏系列采用的是行业中为数不多的顺价销售, 我们估算洞藏系列经销商毛利率约 15%-20%, 和同业竞品对比来看, 给予了经销商更为丰厚的利润。尽管洞藏系列推出时间较为落后, 但我们认为公司洞藏系列在渠道上已具有一定优势, 2016-2019 年年复合增速超 50%, 具有后来居上的潜力。

图27: 洞藏系列渠道利润丰厚



资料来源: 渠道调研, 新时代证券研究所估算

图28: 与同价位竞品相比, 洞藏系列经销售利润较高



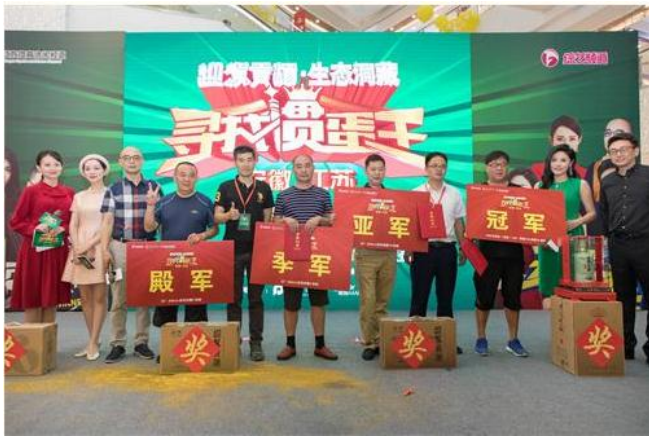
资料来源: 渠道调研, 新时代证券研究所估算

3.3、品牌: 依托得天独厚的自然优势, 打造中国生态白酒领军企业

推行生态酿造理念: 迎驾贡酒厂地处大别山区的皖西, 青山绿水, 环境优美, 被上海大世界基尼斯总部认证为“中国生态环境最美的酒厂”。迎驾依托大别山优美的生态环境, 用生态产区、生态刚水、生态原料、生态发酵、生态循环来酿造生态好酒, 成为中国白酒生态酿造引领品牌。

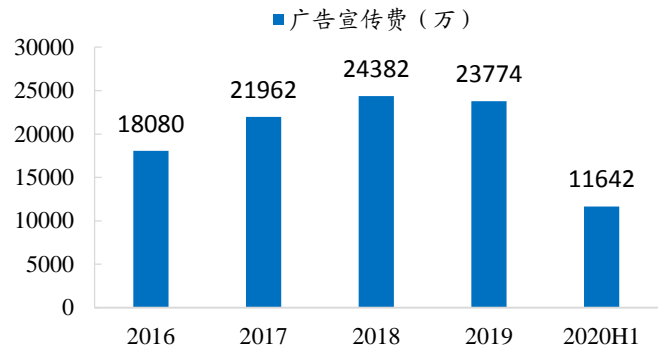
公司深入开展“生态白酒新文化行动”、“融媒体平台合力行动”、“消费者体验行动”三大行动系统工程, 加快推广生态白酒文化。持续开展迎驾生态体验之旅, 寻找安徽品酒师、迎驾新娘、寻找安徽搅蛋王等活动, 使迎驾品牌和洞藏系列产品逐渐深入人心。

图29: 公司举办多类品牌宣传活动



资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

图30: 公司广告投入稳中有升



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

表6: 迎驾贡酒近年来获多项荣誉

获奖时间	所获荣誉	评奖单位
2007	国家地理标志保护产品	国家质检总局
2010	中国驰名商标	国家工商行政管理总局
2011	中华老字号	商务部
2012	中国白酒酒体设计奖	中国食品工业协会白酒专业委员会
2013	中国名酒典型酒	中国食品工业协会白酒专业委员会
2014	白酒国家评委感官质量奖	中国食品工业协会白酒专业委员会
2014	中国传统名酒大众酒品牌榜样	中国酒业协会
2016	中国就业至尊“仪获奖”	中国酒业协会
2017	荣登中国品牌价值“琅琊榜”	国家质检总局
2019	洞藏30获创新白酒大赛金奖	中国酒业协会

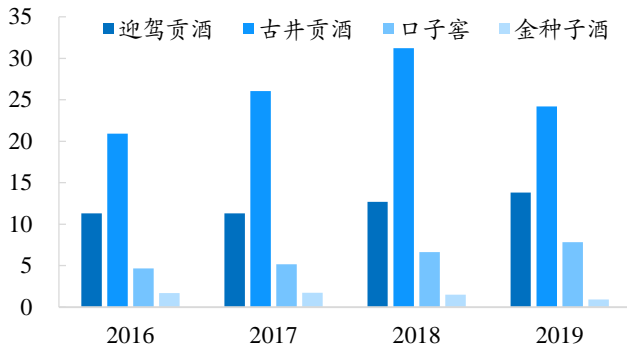
资料来源: 公司官网, 招股说明书, 新时代证券研究所

3.4、以攻为守: 积极开拓省外市场

在安徽省内发展的基础上, 徽酒企业也正逐步走向全国, 公司省外重点发展江苏、上海以及京津冀地区市场, 省外销售额仅次于古井贡酒, 并逐年增长。百年迎驾三星、四星产品一直是江苏中低端市场的领军产品, 公司采用双轮渠道模式——百年迎驾三星、四星以流动渠道为主, 巩固原有优势, 持续扩大在中低端市场份额; 在城市市场, 生态洞藏系列发力中高端市场, 以核心烟酒店、团购渠道为主, 打造样板市场。

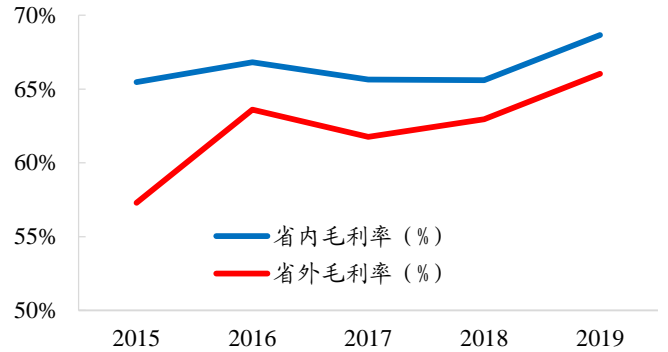
公司省外布局领先, 毛利率持续提升: 公司百年迎驾等产品在江苏中低端市场具有较高的知名度, 随着省外市场逐步培育成熟, 加上部分中高端产品省外放量, 公司省外业务毛利率逐步提升至 65%, 基本达到省内水平。

图31: 徽酒中公司省外布局领先



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所, 注: 古井贡酒省内收入按总收入的 30% 估算

图32: 公司安徽省外毛利率逐步提升



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

4、关键假设及盈利预测

关键假设: 1) 公司洞藏系列销量 2020-2022 年分别增长 20%、35%、30%，出厂价提高 3%、5%、5%

2) 公司金银星系列销量 2020-2022 年分别增长-15%、20%、5%，出厂价提高 2%、2%、2%

3) 公司普通白酒销量 2020-2022 年分别增长-10%、12%、2%，出厂价提高 1%、1%、1%

4) 公司白酒生产成本保持稳定

表7: 迎驾贡酒盈利预测

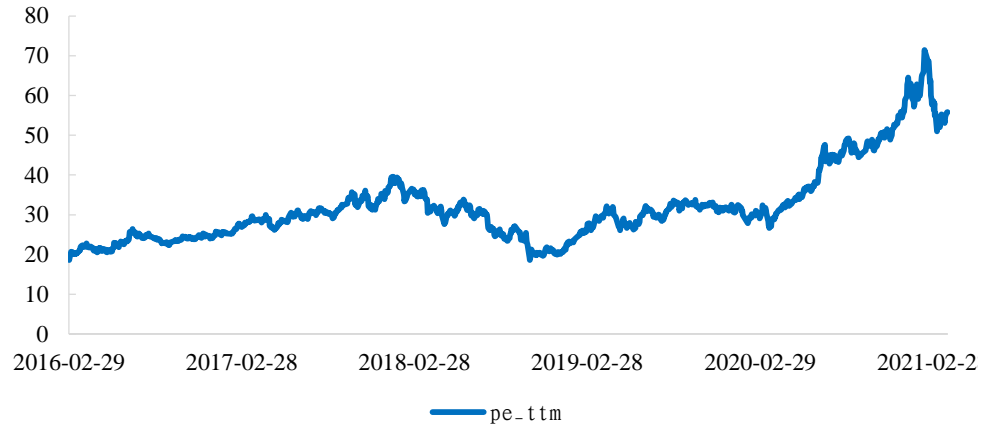
项目	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万)	3,777	3,553	4,431	5,054
——中高价位白酒	2,311	2,254	2,922	3,480
——中低价位白酒	1,194	1,082	1,226	1,263
——其他业务	272	217	283	311
营业成本 (百万)	1,346	1,192	1,398	1,497
——中高价位白酒	590	520	640	705
——中低价位白酒	546	481	539	550
——其他业务	211	190	220	241
毛利率 (%)	64%	67%	68%	70%
——中高价位白酒	74%	77%	78%	80%
——中低价位白酒	54%	56%	56%	56%
——其他业务	22%	22%	22%	22%
消费税 (%)	15.5%	12%+1*销量 (升)	12%+1*销量 (升)	12%+1*销量 (升)
销售费用率 (%)	12.3%	12.0%	12.0%	12.0%
管理费用率 (%)	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
归母净利润 (亿)	9.30	9.33	12.11	14.43

资料来源: 新时代证券研究所

5、估值水平与投资评级

受益消费升级的行业发展趋势，近年来白酒行业景气向上，优质酒企的获得投资者青睐，行业估值水平持续提高，当前白酒行业整体估值约 55 倍 PE。

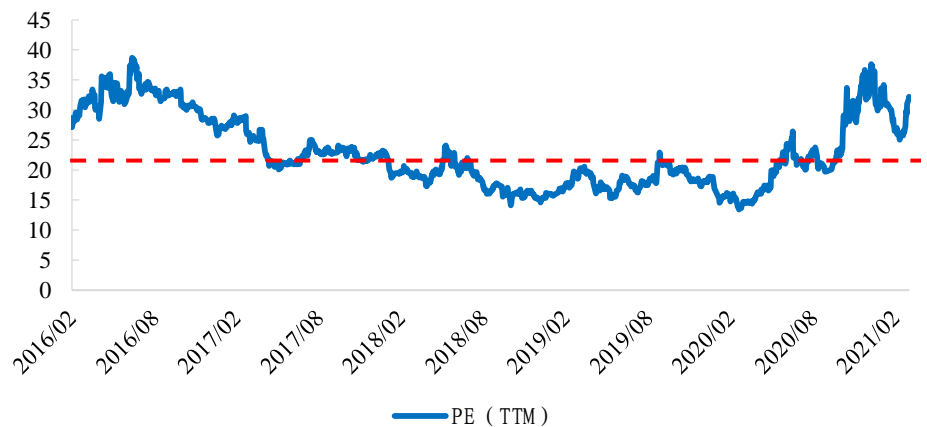
图33: 中证白酒行业指数 PE-TTM 变化



资料来源: wind, 新时代证券研究所

我们预计公司 2020-22 年净利分别为 9.51、12.28、14.62 亿，当前股价对应 PE 分别为 29、22、19 倍，近 5 年公司 PE (TTM) 均值约 22.88 倍，以 21 年业绩测算公司目前估值水平合理，相比同省相似企业估值水平具有一定安全边际，但相较行业平均水平以及其他地方性白酒企业仍有提升空间，考虑到公司洞藏系列放量将带来显著的业绩提升，首次覆盖给予“推荐”评级。

图34: 迎驾贡酒历史 PE-TTM 变化



资料来源: wind, 新时代证券研究所

表8: 可比公司的 PE 比较

公司名称	收盘价		EPS			PE			
	2021/03/31	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
迎驾贡酒	35.26	1.16	1.17	1.43	1.72	30	30	24	20
古井贡酒	210.17	4.17	4.20	5.56	6.79	52	51	39	32
口子窖	62.00	2.87	2.36	3.52	4.07	22	26	18	15

金徽酒	34.40	0.71	0.58	0.87	1.04	49	61	40	34
今世缘	49.05	1.16	1.25	1.44	1.76	42	39	34	28
老白干	21.01	0.45	0.38	0.57	0.69	48	57	38	31
水井坊	71.53	1.69	1.43	1.97	2.39	44	52	38	31
酒鬼酒	152.16	0.92	1.39	1.18	1.50	170	113	133	104

资料来源：wind 一致预期，新时代证券研究所

6、风险提示

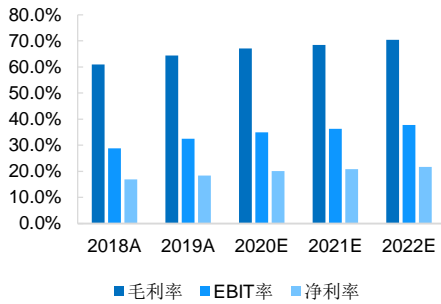
食品安全风险

市场开拓不及预期

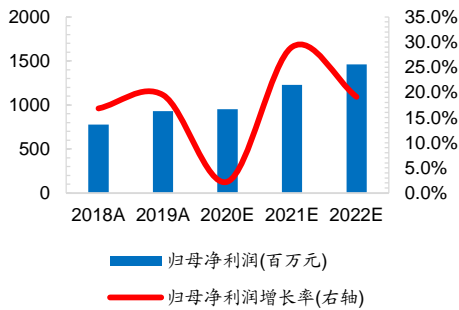
白酒行业竞争加剧

附：财务预测摘要

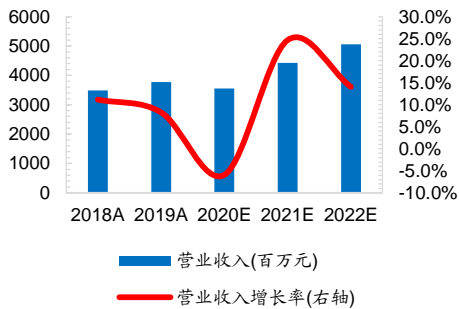
1、毛利率、EBIT率、净利率



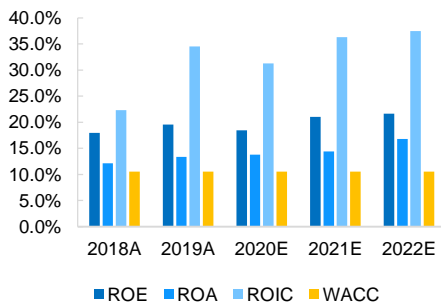
2、净利润及其年度增长率



3、营业收入及其年度增长率



4、资本回报率



利润表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3489	3777	3553	4431	5054
营业成本	1363	1346	1171	1398	1497
折旧和摊销	149	164	144	164	199
营业税费	546	584	558	692	784
销售费用	451	463	426	532	606
管理费用	163	188	178	222	253
财务费用	-9	-9	8	-2	6
公允价值变动损益	-0	-10	-2	-3	-4
投资收益	73	75	75	75	75
营业利润	1046	1265	1281	1650	1964
利润总额	1029	1252	1270	1638	1951
少数股东损益	1	1	1	1	1
归属母公司净利润	779	930	951	1228	1462

资产负债表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
总资产	6421	6969	6904	8520	8718
流动资产	4502	4938	5115	6449	6530
货币资金	732	835	888	1239	1644
交易型金融资产	150	1288	1288	1288	1288
应收帐款	55	48	0	0	0
应收票据	80	0	0	0	0
其他应收款	10	6	9	10	12
存货	2391	2698	2746	3757	3370
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1375	1474	1308	1580	1710
无形资产	127	119	123	125	124
总负债	2076	2204	1748	2675	1964
无息负债	2020	2154	1697	2624	1914
有息负债	56	51	51	51	51
股东权益	4346	4764	5157	5845	6754
股本	800	800	800	800	800
公积金	1263	1303	1303	1303	1303
未分配利润	1909	2245	2132	1959	1755
少数股东权益	8	17	17	18	20

现金流量表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	892	925	452	1266	1213
净利润	779	932	952	1229	1463
折旧摊销	149	164	144	164	199
净营运资金增加	47	-921	581	56	387
其他	-84	750	-1225	-183	-836
投资活动产生现金流	-267	-244	169	-377	-247
净资本支出	356	304	-242	282	117
长期投资变化	8	-98	0	0	0
其他资产变化	98	-38	-73	-95	-130
融资活动现金流	-560	-552	-568	-538	-561
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	312	129	-457	927	-710
无息负债变化	309	133	-457	927	-710
净现金流	65	128	53	351	405

资料来源：Wind，新时代证券研究所预测

关键指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	11.2	8.3	-5.9	24.7	14.1
净利润增长率	16.8	19.5	2.2	29.0	19.1
EBITDA 增长率	14.2	20.4	-0.3	27.6	19.0
EBIT 增长率	15.9	21.9	1.3	29.1	18.8
估值指标					
PE	16.9	20.5	28.8	22.3	18.7
PB	2.7	3.7	5.3	4.7	4.1
EV/EBITDA	23.0	18.2	18.2	14.1	11.6
EV/EBIT	26.4	20.6	20.3	15.5	12.8
EV/NOPLAT	34.8	27.7	27.1	20.7	17.1
EV/Sales	7.6	6.7	7.1	5.6	4.8
EV/IC	6.0	5.3	4.9	4.2	3.6
盈利能力 (%)					
毛利率	60.9	64.4	67.1	68.4	70.4
EBITDA 率	33.1	36.8	39.0	40.0	41.7
EBIT 率	28.9	32.5	35.0	36.3	37.8
税前净利润率	30.0	33.5	36.0	37.2	38.9
税后净利润率 (归属母公司)	16.9	18.3	20.1	20.8	21.7
ROA	12.1	13.4	13.8	14.4	16.8
ROE (归属母公司) (摊薄)	17.9	19.6	18.5	21.0	21.7
经营性 ROIC	22.3	34.5	31.3	36.3	37.4
偿债能力					
流动比率	2.2	2.3	3.1	2.5	3.5
速动比率	0.5	1.0	1.4	1.0	1.7
归属母公司权益/有息债务	78.1	93.7	101.4	114.9	132.8
有形资产/有息债务	105.9	126.5	126.7	158.4	162.6
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.97	1.16	1.19	1.53	1.83
每股红利	0.70	0.70	0.68	0.69	0.69
每股经营现金流	1.02	2.41	0.56	1.58	1.52
每股自由现金流(FCFF)	0.88	2.34	0.92	1.29	1.41
每股净资产	5.42	5.93	6.42	7.28	8.42
每股销售收入	4.36	4.72	4.44	5.54	6.32

资料来源: Wind, 新时代证券研究所预测

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

王言海，现任职于新时代证券，大消费组组长，食品饮料首席分析师，执业证书编号为：S0280520080003。7年酒类消费品专业咨询经验，2018年入职新时代证券，曾深度参与多家酒类上市公司营销管理类咨询，以产业视角全周期思考行业和个股长期价值。

李啸，南京大学物理学硕士，2018年加盟新时代证券

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	梁爽 销售总监 固话：010-69004647 邮箱：liangshuang@xsdzq.cn
上海	阎喜蒙 销售副总监 固话：021-68865595 转 255 邮箱：yanximeng@xsdzq.cn
广深	丁培培 销售经理 邮箱：dingpeipei@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>