

迎驾贡酒 (603198)

报告日期：2021年04月18日

多维度改革迎新机，生态洞藏大有可为
——迎驾贡酒深度报告

报告导读

公司为安徽省第三家上市酒企，旗下拥有生态洞藏、迎驾之星、百年迎驾等多个系列白酒产品，高举健康、生态大旗，为中国生态白酒领军品牌。公司近年来通过多维度改革升级，喜迎新机，其中中高端生态洞藏系列为公司发展主要驱动力，未来3-5年收入占比或可达50%。

投资要点

□ 徽酒消费升级进行时，集中度持续提升

从规模上来看，19年安徽省市场白酒规模约为320亿元，受益于安徽省经济稳健发展、居民收入不断提升，预计22年白酒市场规模可达388亿元；从价格带来看，省内主流消费价格带已逐步提升至200-500元，次高端价格带持续扩容；从竞争格局来看，安徽省市场竞争激烈，保持一超多强竞争格局，市场份额向头部品牌不断集中。

□ 多维度实现升级，迎驾贡酒喜迎新机

迎驾贡酒曾为徽酒“四朵金花”的探花，但后期被口子窖、宣酒等酒企相继超越，针对品牌定位不高、产品结构偏低、产品升级速度落后、营销组织老化等问题，迎驾贡酒采取一系列改革措施，喜迎以下四大变化，发展势头向好：

变化一：发扬“生态美酒”文化，品牌定位得到提升。公司通过加强消费者培育、提前布局千元价位带、加大营销费用持续投入等方式推升品牌形象；

变化二：产品矩阵持续优化，聚焦高端生态洞藏系列。公司通过精简产品SKU、培育高价位生态洞藏系列产品等方式卡位主流升级价位带，目前公司产品矩阵完整清晰，15年上市的生态洞藏系列收入已达10亿元规模(占收入比约30%)。

变化三：“223”战略谱新篇，扁平化战略赋能渠道。营销方面：为配合产品结构变化，公司营销战略不断升级，并创新性提出“223”营销战略；渠道方面，公司通过加大渠道扁平化力度、推行“1+1”深度分销模式、小商制实现“小区域、高占有”，同时通过前瞻性布局数字化营销、控货稳价以保证渠道利润。

变化四：精耕省内市场，省外集中资源重点开发。省内市场：2019年省内贡献了56%的收入，目前仍有较大深耕空间，同时洞藏系列导入将持续增厚利润；省外市场：为规避单一市场所带来的风险，公司致力于打造省外市场，目前公司省外占比位居徽酒首位，未来公司将继续采取打造样板市场方式形成示范效应，随着中高端产品在省外逐步放量，省外市场毛利率正稳步提升。

□ 超预期：生态洞藏表现或超预期，未来收入占比或达50%

上市5年体量10亿，洞藏处于快速上升通道。生态洞藏凭借“出色的产品品质+卡位主流消费价格带+小商制/扁平化渠道/餐饮端较强实力赋能+高渠道利润”已取得了亮眼成绩——19年实现7-8亿元规模(+50%)，目前洞藏体量预计超10亿元(预计收入占比近30%，毛利率高于中高端酒平均值74%)，洞6/洞9继续快速放量，洞16/洞20目前体量虽小仍处培育期，有望接棒发力，且洞藏发展基础较为稳固，目前已在安徽部分省份收获较为亮眼的成绩单，比如

评级

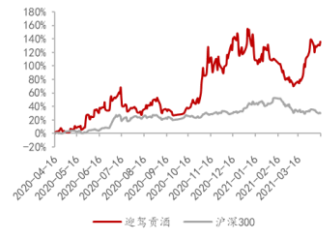
买入

上次评级	首次评级
当前价格	38.34

单季度业绩

元/股

4Q/2019	0.41
1Q/2020	0.29
2Q/2020	0.13
3Q/2020	0.24



公司简介

公司是迎驾集团的核心企业，是国家级绿色工厂中唯一的酒类企业，是全国酿酒骨干企业，是大别山革命老区的支柱产业，是北纬30度线中国名酒带上的明星企业。迎驾贡酒先后获得“国家地理标志保护产品”、“中华老字号”等殊荣，迎驾酒传统酿造技艺被列入“非物质文化遗产名录”，迎驾酒厂被上海大世界基尼斯总部认定为“中国生态环境最美的酒厂”。

相关报告

在六安市占率遥遥领先，同时在合肥市场也获得迅速增长。

对标古井，预计未来 3-5 年洞藏将继续实现超预期发展。 1) 从产品矩阵角度来看：迎驾贡酒的宽产品线布局利于承接未来梯次消费升级；2) 从消费升级角度来看：迎驾贡酒推出的生态洞藏系列卡位安徽省主流价位带，已跟上省内消费升级速度；3) 从发展速度来看：我们通过对标古井贡酒，认为生态洞藏系列收入占比提升速度及绝对规模发展速度均具强竞争力，未来 3-5 年洞藏系列或将实现超预期发展（收入占比或超 50%），生态洞藏将成为迎驾贡酒未来发展的重要引擎。

□ 盈利预测及估值

迎驾贡酒生态洞藏系列所处的次高端酒赛道享受扩容红利，公司将通过提升生态洞藏系列占比提升盈利能力。考虑到 2020 年公司受疫情影响，预计 2020-2022 年收入增速分别为 -3%、24%、22%；归母净利润增速分别为 5%、37%、32%；EPS 分别为 1.2/1.7/2.2 元/股；PE 分别为 31/23/17 倍。长期看业绩成长性较强，当前估值具有性价比，首次覆盖给予买入评级。

□ **催化剂：**消费升级持续、高价位产品导入顺利；

□ **风险提示：**国内疫情二次爆发，影响白酒整体动销；高端酒动销情况不及预期；管理层变动风险。

财务摘要

（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	3777.0	3663.2	4536.7	5547.4
(+/-)	8.3%	-3.0%	23.8%	22.3%
净利润	930.2	976.0	1336.1	1769.2
(+/-)	19.5%	4.9%	36.9%	32.4%
每股收益（元）	1.2	1.2	1.7	2.2
P/E	33.0	31.4	23.0	17.3

正文目录

1. 公司概况：安徽的迎驾贡，国人的迎宾酒	6
1.1. 回溯过去：经历调整期后，实现稳健发展	6
1.2. 体制机制：民营体制激励充足，管理层经验丰富	8
1.3. 财务分析：盈利能力稳步提升，股息率行业居首	10
2. 市场情况：徽酒消费升级进行时，集中度持续提升	11
2.1. 安徽为白酒产销大省，22 年规模或达 388 亿	11
2.2. 消费升级趋势延续，主流价位带提至 200-500 元	13
2.3. 徽酒市场竞争激烈，市场集中度持续提升	14
2.3.1 徽酒市场竞争激烈，龙头位置几度易主	14
2.3.2 竞争格局一超多强，市场份额向头部品牌集中	15
3. 喜迎新机：多维度实现升级，产品结构持续优化	17
3.1. 过去：存在品牌定位不高、产品结构偏低等问题	17
3.2. 变化一：发扬“生态美酒”文化，品牌定位得到提升	18
3.3. 变化二：产品矩阵持续优化，聚焦高端生态洞藏系列	20
3.4. 变化三：“223”战略谱新篇，扁平化战略赋能渠道	22
3.4.1. 营销战略不断升级，从“13586”升级至“233”	22
3.4.2 通过扁平化、小商制实现“小区域，高占有”	23
3.5. 变化四：精耕省内市场，省外集中资源重点开发	25
4. 超预期：生态洞藏表现或超预期，未来收入占比或达 50%	26
4.1. 产品力：卡位主流消费价格带，频频提价展信心	27
4.2. 渠道力：小商制、渠道扁平、餐饮实力强赋能	28
4.3. 市场：深耕省内市场，积极开拓洞藏重点市场	28
4.4. 复盘与展望：产品战略正确，生态洞藏收入可达 50%	29
4.4.1 产品矩阵：宽产品线利于承接未来梯次消费升级	29
4.4.2 消费升级：迎驾贡实现对主流升级价位带的卡位	30
4.4.3 发展速度：收入占比/绝对值提升速度均具竞争力	31
5. 盈利预测及估值分析	32
5.1 盈利预测	32
5.2 估值分析	33
风险提示	34

图表目录

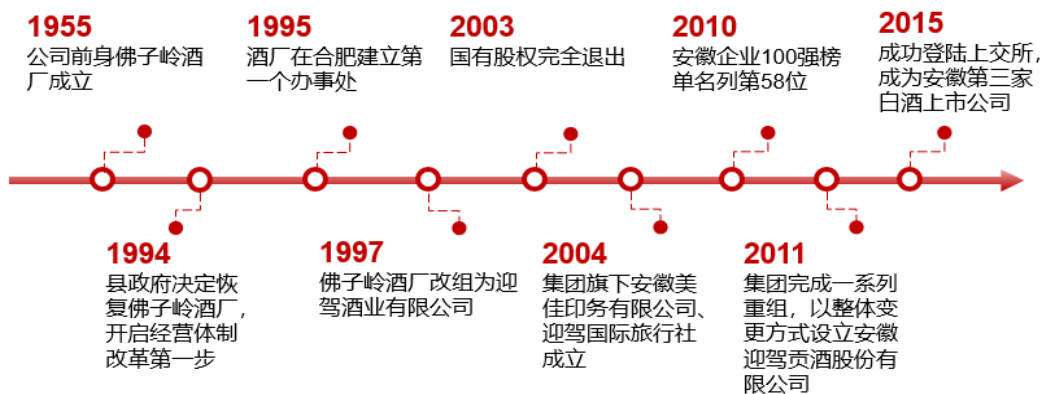
图 1：公司发展历程	6
图 2：2012-2014 年迎驾贡酒主要产品产量占比（%）	7
图 3：2012-2014 年迎驾贡酒广告费明细（单位：万元）	8
图 4：2012-2015 年古井贡酒、口子窖、迎驾贡酒广告费用率	8
图 5：2016-2020Q1-3 迎驾贡酒营业收入与归母净利润（单位：百万，%）	8
图 6：2016-2020Q1-3 安徽上市酒企营收占比（单位：%）	8
图 7：公司股权架构清晰	9
图 8：迎驾在 2013 年调整期间收入增速表现较为稳健	10
图 9：迎驾 2020Q1-3 净利润增速表现稳健（单位：%）	10
图 10：公司毛利率/净利率稳步提升	11
图 11：公司销售费用率/管理费用率/财务费用率情况	11
图 12：15-19 年公司股利支付率	11
图 13：17-19 年股息率位居行业首位	11
图 14：安徽省近年人口回流趋势明显	12
图 15：安徽省各年龄结构占比	12
图 16：生产总值逐年提升	12
图 17：人均可支配收入逐步增长	12
图 18：安徽省失业率下降	12
图 19：安徽省白酒产量情况	12
图 20：安徽省 2018 年各价格带规模占比	13
图 21：安徽省 2019 年各价格带规模占比	13
图 22：2018 年与 2019 年安徽省各价格带销售规模	14
图 23：2019 年安徽省各价格带流通毛利率范围	14
图 24：纵观 20 年，徽酒龙头几度易主	15
图 25：安徽省主要酒企分布	15
图 26：安徽四家上市酒企 2009-2020Q1-3 营业收入（亿元）	15
图 27：徽酒市场份额集中于本土龙头和全国性名酒	16
图 28：徽酒市场各价格带主流产品一览	16
图 29：2011-2019 年安徽省内四家上市酒企市占率变化	17
图 30：古井、口子、迎驾收入变化情况（单位：亿元）	18
图 31：徽酒市场价位带升级变化	18
图 32：2017 年开始省内外经销商数量变动大	18
图 33：2017 年省外市场增速归 0%	18
图 34：“三大行动”助力生态美酒文化推广	19
图 35：近年公司广告费用投放情况	20
图 36：公司广告费用/收入比在徽酒中情况	20
图 37：公司陆续丰富产品矩阵，实现价格带全覆盖	21
图 38：中高档、普通白酒收入拆分情况	22
图 39：中高档白酒销量、吨价情况	22
图 40：公司普通白酒销量、吨价情况	22
图 41：公司各档次酒毛利率情况	22
图 42：“13586”营销战略示意图	23

图 43: “223”营销战略示意图	23
图 44: 徽酒龙头均推行渠道扁平化改革	23
图 45: 营销组织结构扁平化	23
图 46: 迎驾贡酒前五大经销商收入占比较低	24
图 47: 迎驾贡酒销售人员数量在徽酒中位居前列	24
图 48: 迎驾贡酒 2016-2019 年直销与批发代理收入占比	24
图 49: 迎驾贡酒销售模式示意图	24
图 50: 省内省外均处于扩张状态	26
图 51: 省外营收占比稳定在 40%左右	26
图 52: 迎驾贡酒省外专卖店主要集中在江苏地区	26
图 53: 公司省外经销商数量较口子、金种子高	26
图 54: 迎驾贡酒省外营收占比稳定在 40%左右	26
图 55: 迎驾贡酒省内毛利率略高于省外	26
图 56: 洞藏系列渠道利润率相对较高	28
图 57: “1+1+1+N”的服务模式示意图	28
图 58: 古井贡酒产品联动策略	30
图 59: 年份原浆收入占比情况	31
图 60: 古 8 及以上近年来收入占比不断提升	31
图 61: 生态洞藏近年来规模发展迅速	32
图 62: 产品结构持续升级, 3-5 年洞藏收入占比有望达 50%	32
图 63: 区域性酒企估值情况, 迎驾贡酒估值相对较低	33
图 64: 口子窖与迎驾贡酒估值差	33
表 1: 1997-2012 年迎驾贡酒改革举措	7
表 2: 2012-2014 年主营业务按地区分布	7
表 3: 公司领导拥有丰富管理经验	9
表 4: 安徽省主流价格带与代表产品	14
表 5: 公司近年获奖情况 (部分)	19
表 6: 迎驾贡酒多元化举措提升品牌价值	20
表 7: 迎驾贡酒产品矩阵完整清晰	21
表 8: 迎驾贡酒历年渠道策略和渠道措施一览	25
表 9: 近年迎驾贡酒提价情况一览	27
表 10: 迎驾贡酒更快的卡位主流价格带	30
表 11: 迎驾贡酒业务拆分	33
表 12: 可比上市公司盈利预测及估值表	34

1. 公司概况：安徽的迎驾贡，国人的迎宾酒

徽酒代表之一，生态酿酒引领者。公司坐落于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。依托大别山自然保护区内的中国好水，年产原酒5万吨，白酒储存能力30万吨，是安徽省第三家上市酒企。旗下有生态洞藏、迎驾之星、百年迎驾等多个系列白酒产品，高举健康、生态大旗，成为中国生态白酒领军品牌。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

1.1. 回溯过去：经历调整期后，实现稳健发展

- 徘徊探索阶段（1955-1996）：**公司前身佛子岭酒厂成立于1955年，改革开放后，佛子岭酒厂受制于体制束缚，管理落后，生产设备陈旧，未能适应新形势的变化，年销售额一直在几千万元徘徊；
- 砥砺奋进阶段（1997-2001）：**1997年，时任厂长倪永培对佛子岭酒厂进行改革，改组为迎驾酒业有限公司，在行业内较早实行了股份制，当年销售额破1亿元大关，2001年集团年产五粮型优质酒曲5000吨，销售额近5亿元，利税超亿元，成为六安市第一纳税大户；
- 腾飞阶段（2002-2012）：中低端产品为主，渠道精细化运作。**白酒黄金十年期间，安徽地产酒根据自身特色进行差异化竞争，如古井贡酒主打年份原浆概念，口子窖主打窖藏概念。迎驾贡酒主打生态概念，继续稳扎稳打，保持良好增长势头，并对内部战略和营销战略进行了调整。

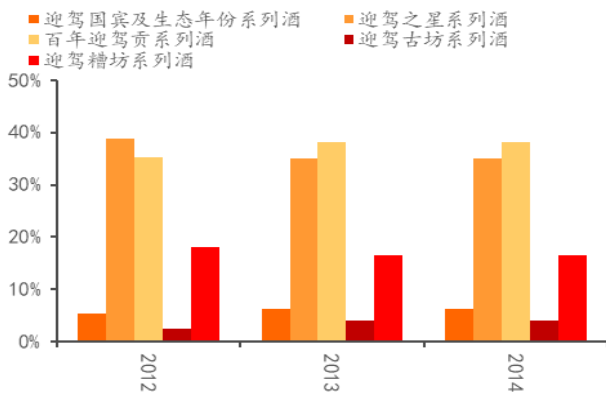
表 1：1997-2012 年迎驾贡酒改革举措

时间	改革举措
1997-2001	<p>①品牌上，在广告竞争为主阶段，公司通过加大营销费用投放以提升竞争力。“大驾光临，请喝迎驾贡酒”等宣传及三杯通大道的广告主题曲深入人心，做到了“电视上有像，电台里有声，报纸上有文”。</p> <p>②产品上，公司积极调整产品结构，提升工艺品质。公司技术攻关小组多次往返四川，通过高薪聘请国内酿酒名师到厂指点、从四川拉老窖泥等方式嫁接“五粮”工艺，推动迎驾贡酒酒质不断提高。产品方面，公司首创星级方式命名产品。</p> <p>③市场上，公司成立销售公司，攻坚重点城市。公司于1997年进入合肥市场后，在北京、上海、西安、郑州等大城市纷纷布点，并对销量较弱的市场加大投入。经销商方面，公司对新招代理商进行优选和调整，通过建督查制度以规范团队，最终形成了一支有战斗力的销售队伍。</p>
2002-2012	<p>①产品上，公司树立“三线分割”产品体系，产品梯队日渐清晰。公司改变原先多系列并行做法，形成“三线分割”产品体系，即：30元左右价格带——主推糟坊等产品；80-100元的中等价位带——主推定位为商务用酒的迎驾之星系列；200元以上价位带——主打生态年份酒，产品梯队清晰。</p> <p>②市场运作上，采取与“三线分割”相匹配的“三驾齐驱”策略，精准定位消费人群。30元左右价格带——公司组建了专门营销团队对不同渠道进行攻克，并通过各种新颖的促销方式吸引低端酒消费群体；80-100元价位带——挑选有商务酒销售经验的营销人员主攻白领与商务人士，并在视频媒体和公交、路牌、楼宇等载体上加大广告投入。200元以上价位带——公司组建了有政商资源的营销团队，加强对A类酒店投入，并通过大型户外广告进行形象展示。</p> <p>③渠道上，针对不同渠道特性，搭配不同产品进行精细化运作，拥有较强的渠道力。酒店渠道——除了对A类酒店重点运作以补货商政务需求外，公司还根据酒店经营规模和消费档次划分为B、C、D类，挑选各类型酒店能走量的公司产品进行重点公关。流通渠道——以全方位覆盖为目标，争取加速糟坊为代表的低端产品实现全方位渗透，并根据渠道特性搭配公司其他产品，并给予不同的销售力度支持。商超渠道——商超渠道为迎驾中低端酒的主打领域，公司通过在商超加大堆头陈列规模与促销力度，以扩大品牌影响力和销量。</p> <p>④品牌上，公司通过热播大剧灵活进行营销。公司借助阶段性热点加大品牌传播与市场影响力——2011年在河北农民频道独家冠名《后宫甄嬛传》，以“后宫美人归，迎驾贡酒到”为主题推出美人美酒，皇家尊贵典范的阵势，符合品牌调性。在电视剧播出过程中配合一系列营销活动造势，形成立体的传播网络。</p>

资料来源：Wind，浙商证券研究所

4) **整固调整阶段(2013-2015)**：以中低端产品为主的结构使得其业绩下降幅度较行业水平低。受行业整体调整影响，公司营业收入下滑，但由于公司产品结构仍以中低端产品为主，商政务消费占比低，因此业绩调整幅度低于行业平均水平。费用端，公司及时采取较为稳健的营销策略，进一步加强了销售费用的预算管理，取消了央视等大额广告投入，聚焦资源，精准投入于安徽、江苏等核心市场；

图 2：2012-2014 年迎驾贡酒主要产品产量占比 (%)



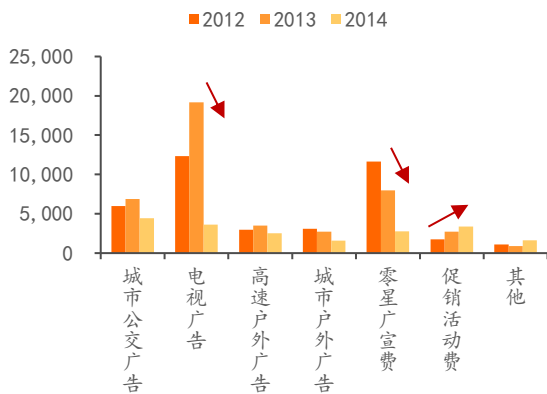
资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 2：2012-2014 年主营业务按地区分布

	2012	2013	2014
安徽省	64.89%	63.23%	60.94%
江苏省	24.66%	26.19%	30.19%
上海市	2.46%	2.94%	3.60%
湖北省	2.33%	2.40%	1.61%
河北省	1.02%	1.18%	0.46%
江西省	0.78%	0.81%	0.59%
天津市	1.21%	0.72%	0.51%
北京市	1.02%	0.74%	0.85%
其他省区	1.64%	1.79%	1.23%

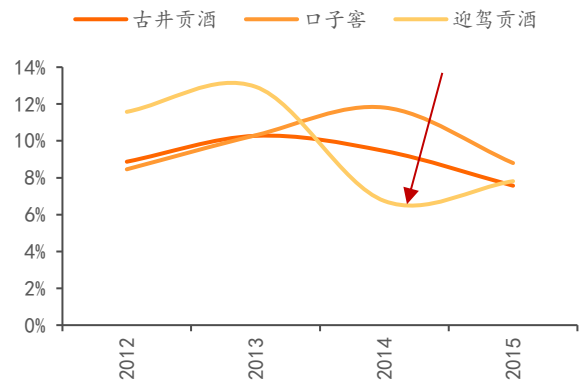
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：2012-2014 年迎驾贡酒广告费明细（单位：万元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

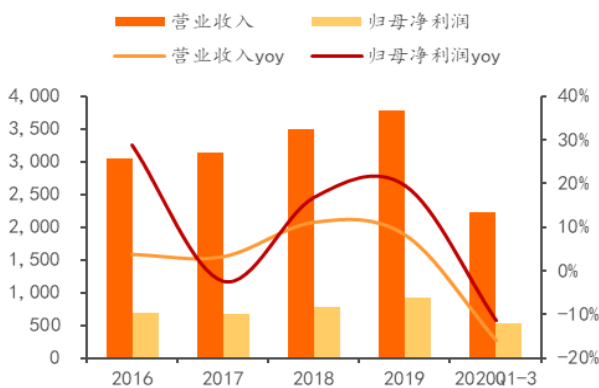
图 4：2012-2015 年古井贡酒、口子窖、迎驾贡酒广告费用率



资料来源：Wind，浙商证券研究所

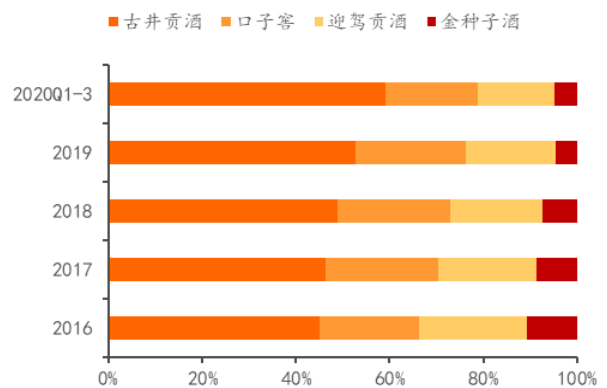
5) **夯实增长阶段（2016-2019）：顺应消费升级趋势，推出高潜力的洞藏系列。**自 2016 年以来，受益于消费升级趋势延续，古井贡酒及口子窖等酒企的中高端产品销量持续上行，与此同时，迎驾贡酒在围绕大众酒市场进行产品线布局优化的同时，于 2015 年顺势推出核心布局产品——高端洞藏系列。2018 年公司已完成洞藏系列在核心市场的布局，收入占比达 15%，虽然洞藏系列推出时点晚于口子及古井，但是较为夯实的基础赋予其高增长潜力。

图 5：2016-2020Q1-3 迎驾贡酒营业收入与归母净利润（单位：百万，%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 6：2016-2020Q1-3 安徽上市酒企营收占比（单位：%）

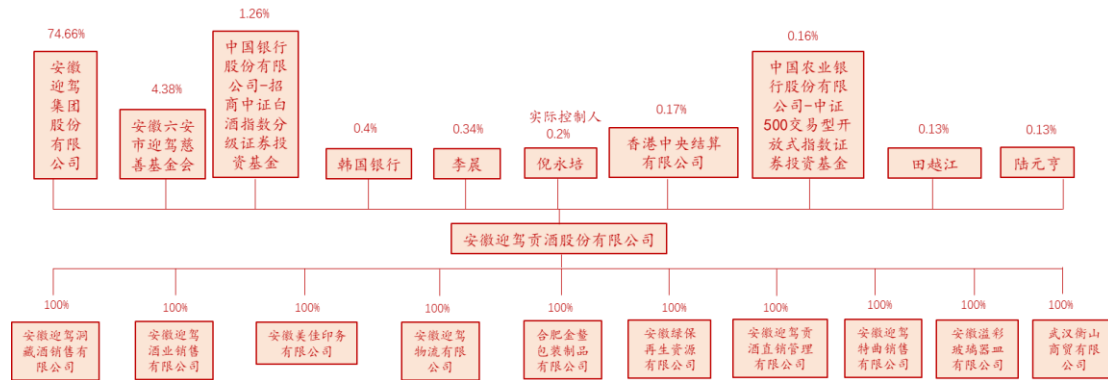


资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.2. 体制机制：民营体制激励充足，管理层经验丰富

迎驾贡酒为为数不多的民营体制上市酒企，管理层持股激发公司活力。目前公司控股股东为安徽迎驾集团股份有限公司，持股比例为 74.66%；公司董事长“中国酿酒大师”倪永培为实际控制人，其及家属持有迎驾集团 35.08%的股份和直接持有公司 0.20%的股份。另外，其经验丰富的管理层因间接持有了迎驾集团股份，拥有较高的自我驱动力。

图 7：公司股权架构清晰



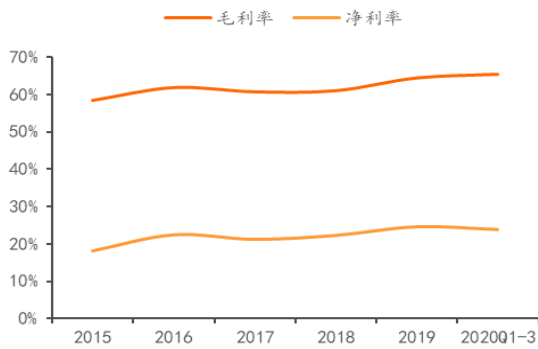
资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 3：公司领导拥有丰富管理经验

姓名	职务	个人履历
倪永培	董事长, 董事	全国劳动模范, 高级经济师, 中国酿酒大师, 第十一届和第十二届全国人大代表, 第十三届安徽省人大代表, 1985-2015中国白酒历史杰出贡献人物, 安徽省优秀民营企业企业家。曾任佛子岭酒厂副厂长, 厂长和党支部书记; 霍山县经济委员会主任, 党委书记; 酒业公司董事长, 总经理。2003年11月至今任迎驾集团董事长兼总裁。2003年11月至2011年9月, 任迎驾有限董事长, 总经理; 2011年9月至今, 任本公司董事长。秦海先生曾任佛子岭酒厂车间职工, 主任; 酒业公司芜湖办主任, 合肥办主任, 商贸部经理; 野岭饮料副总经理。2009年9月至今, 任迎驾集团董事。2003年11月至2011年9月, 任迎驾有限董事, 销售公司总经理; 2011年9月至2014年1月, 任本公司董事, 副总经理, 销售公司总经理; 2014年1月至2018年1月, 任本公司总经理; 2018年1月至今任迎驾集团副总裁兼大别山野岭饮料股份有限公司总经理; 2014年1月至今, 任本公司董事。
秦海	董事	杨照兵先生曾任佛子岭酒厂车间职工; 销售公司铜陵办事处主任, 合肥办事处主任; 销售公司西安办事处经理, 安庆区域经理; 销售公司业务部经理, 拓展部经理; 销售公司安徽大区经理, 执行总经理; 销售公司总经理助理, 副总经理, 副总经理(主持工作), 2016年3月至2018年1月, 任销售公司总经理, 2018年1月至今, 任本公司总经理; 2014年3月至今, 任本公司董事。
杨照兵	董事	叶玉琼先生曾任佛子岭酒厂车间主任; 酒业公司科长, 副总经理; 野岭饮料副总经理。2003年11月至2011年9月, 任迎驾有限董事; 2006年2月至2011年9月, 任迎驾有限副总经理; 2011年9月至今, 任本公司董事, 副总经理, 曲酒分公司总经理。
叶玉琼	董事	张丹丹女士曾任销售公司财务部部长, 公司人力资源部副部长, 迎驾山庄副总经理, 迎驾集团董事长助理, 迎驾贡酒证券投资部部长; 2017年3月至今, 任迎驾集团副总裁; 2019年1月至今, 任安徽迎驾投资管理有限公司总经理; 2017年9月至今, 任本公司董事。
张丹丹	董事	倪杨先生曾任容器分公司供应处采购员; 安徽美佳供应处处长; 公司采购中心总经理助理; 2012年至2017年, 任销售公司洞藏酒事业部总监; 2017年至今, 任安徽迎驾洞藏酒销售有限公司副总经理(主持工作)。
倪杨	董事	於恒强 独立董事 。安徽大学法学院法学副教授, 合肥, 黄山, 淮北和淮南市仲裁委员会仲裁员, 安徽皖大律师事务所律师, 获2004年度“中国优秀仲裁员”称号。先后担任过安徽省军区, 安徽省安全生产监督管理局, 安徽物资储备局, 安徽省文化厅, 中国电子科技集团公司第43, 40研究所, 皖新传媒, 安徽大学等多家事业单位和中外大中型企业的法律顾问。2017年9月至今, 任本公司独立董事。
於恒强	独立董事	刘振国 独立董事 高级工程师, 国家级葡萄酒评委。曾任万达集团秦皇岛万达酒业有限公司常务副总经理, 五粮液控股邯郸永不分梨酒业副总经理(主管销售)。现任中国酒业协会副秘书长兼市场专业委员会秘书长。2020年5月至今, 任本公司独立董事。
刘振国	独立董事	项兴本 总工程师 高级酿酒师, 酿酒技术副研究员, 安徽省浓香型白酒标准化技术委员会专家, 迎驾贡酒传统技艺非物质文化遗产省级传承人。项兴本先生曾任佛子岭酒厂化验员, 酿造技术员, 质检科科长, 质管处处长; 酒业公司副总工程师。2003年11月至2011年9月, 任迎驾有限副总工程师, 总工程师; 2011年9月至2014年9月任公司总工程师, 曲酒分公司副总经理; 2014年9月至2017年3月, 任本公司曲酒分公司副总经理; 2017年3月至2017年9月, 任公司副总工程师, 技术中心总监; 2017年9月至今任公司总工程师, 技术中心总监。
项兴本	总工程师	

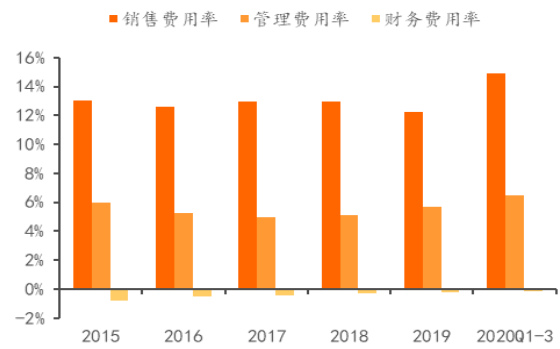
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 10：公司毛利率/净利率稳步提升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

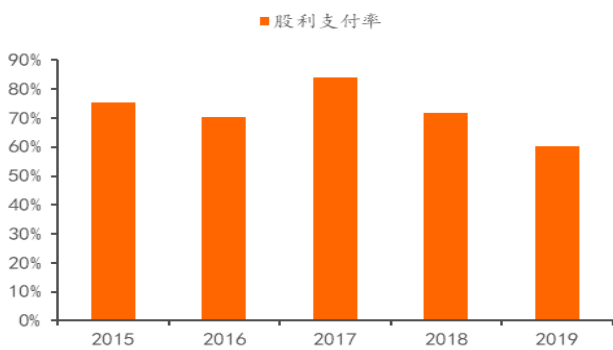
图 11：公司销售费用率/管理费用率/财务费用率情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

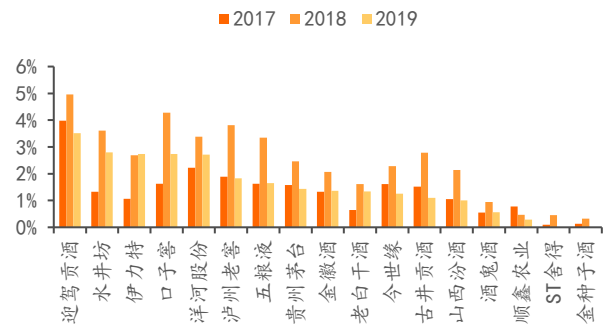
实施积极利润分配政策，股息率位居行业第一。2015-2019 年公司股利支付率均高于 60%，位居行业前列，此外，公司股息率亦居行业前列，具备一定投资吸引力。

图 12：15-19 年公司股利支付率



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 13：17-19 年股息率位居行业首位



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2. 市场情况：徽酒消费升级进行时，集中度持续提升

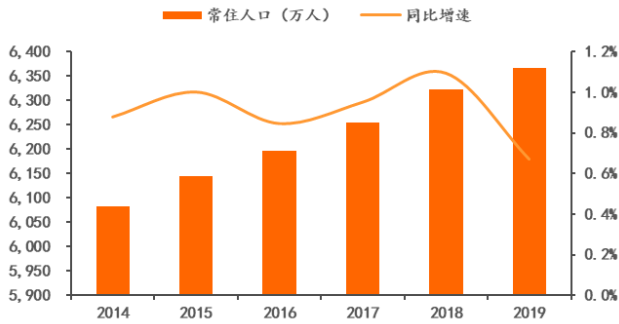
2.1. 安徽为白酒产销大省，22 年规模或达 388 亿

较高的消费水平和饮酒氛围使安徽成为白酒产销大省。安徽历来为白酒产销大省，据安徽省酒业协会统计，截止 2018 年年底，安徽省规模以上酒企共 112 家，白酒总产量 43.1 千升，占全国产量 5%，规模相当可观。从市场容量来看，按经销商出货价计算，2019 年白酒市场规模在 320 亿元左右，我们认为安徽省白酒市场规模与 GDP 增速关联性较高（15-19 年销量及产量增速均不超 5%，平均吨价增速超 10%，GDP 平均增速约为 8%），以安徽省 2018-2020 年 GDP 平均增速（6.6%）来测算，预计 2022 年安徽省白酒市场规模至少达 388 亿元：

1) 安徽经济发展势头良好，居民收入稳健增长。近年来安徽省经济发展速度较快，体量较大，2020 年末生产总值为 38680.63 亿元，排全国第 11 位，同比增长 4.22%，增速居全国前列。人均可支配收入逐年提高，2020 年已达 2.81 万元，居全国中游水平，增速较快，14-20 年 CAGR 为 8.96%。

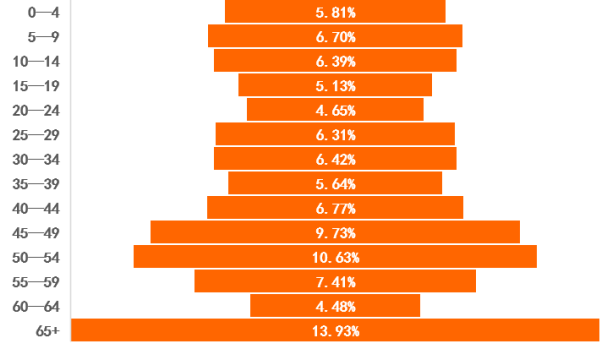
2) 白酒潜在消费人群较大，饮酒氛围浓厚。安徽省人口基数庞大，2019年末常住人口达6365.9万人，在全国排名第8，近年来保持稳定增长，14-19年CAGR为0.9%，人口回流趋势明显。从年龄结构来看，35-54岁的人口比重为32.8%，而15-34岁占22.5%，白酒消费潜在人群庞大，未来仍有挖掘空间。

图 14：安徽省近年人口回流趋势明显



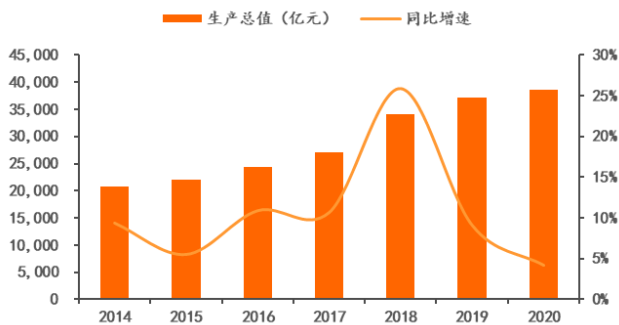
资料来源：安徽省统计年鉴，浙商证券研究所

图 15：安徽省各年龄结构占比



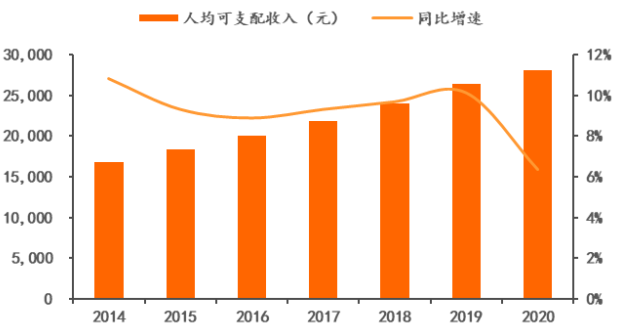
资料来源：安徽省统计年鉴，浙商证券研究所

图 16：生产总值逐年提升



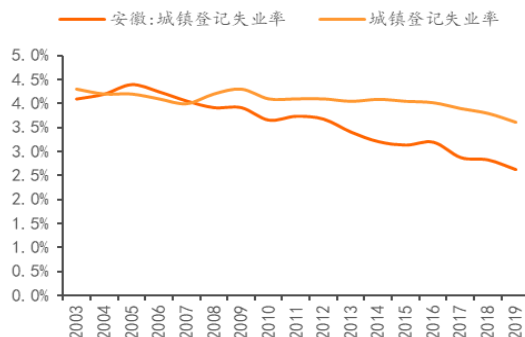
资料来源：安徽省统计年鉴，浙商证券研究所

图 17：人均可支配收入逐步增长



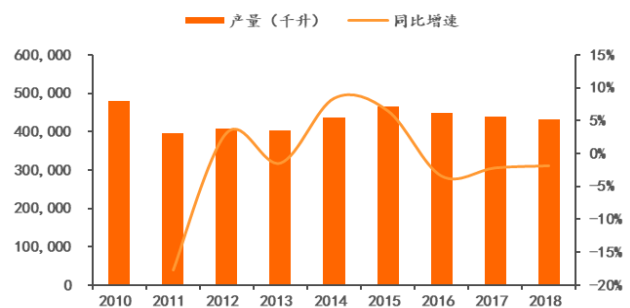
资料来源：安徽省统计年鉴，浙商证券研究所

图 18：安徽省失业率下降



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 19：安徽省白酒产量情况



资料来源：安徽省酒业协会，浙商证券研究所

2.2. 消费升级趋势延续，主流价位带提至 200-500 元

安徽省内白酒市场升级趋势延续，主流价格带逐步提至 200-500 元。安徽省目前呈现“百元以下价位逐步萎缩；百元以上价位带扩容显著”特点，不同品牌依据自身特点定位不同价格带，具体来看：

1) 600 元以上：高端价位带主要集中于茅台、五粮液。茅台主导 2000 元以上价位带，五粮液、国窖 1573 站稳千元价位带，600-900 元价位带规模较小，但是随着高端酒价格上移，价位带空出，该价位带有较大发展潜力。

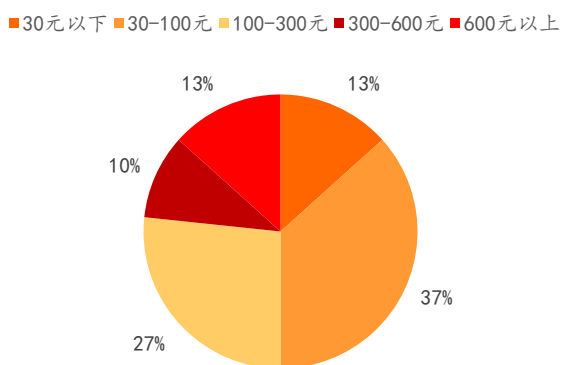
2) 300-600 元：市场扩容趋势明显，正在稳步增长中，集合了剑南春、洋河、古井、口子窖等品牌强势产品。全国名酒剑南春表现相对稳定，以洋河为主的外来品牌也占据一席之地。省级龙头古井贡酒、口子窖、迎驾贡酒进一步布局，不断用高端产品进行消费者培育，加快消费升级过程。古 16/20、口子 10/20、迎驾洞藏 16/20 发展都较快，未来可能进一步推出超高端产品。

3) 100-300 元：规模提升，是省内龙头重要利润来源。作为消费升级的承接价位，市场规模快速攀升，200 元以上价位带增长明显，皖北市场 100 元以上价位增长明显。头部品牌如古井、口子占据此价位的绝大部分份额，古 8 表现突出，迎驾贡酒依靠洞藏系列在局部市场也有一定份额。总体上，该价位段较为成熟稳定，是省内龙头收获销量与利润的重要来源。

4) 30-100 元：规模小幅下滑，省内二线龙头重点运作该价位带。一二线城市原来消费群体消费升级带来销量流失，同时低线市场承接低端消费升级带来增长，整体略有下滑，但仍占据较大规模。省内二线品牌主要运作于该价位带，不同地产酒以消费场景不同打造差异化，如文王聚焦婚宴，金种子开辟健康白酒领域，高炉家强调重逢、欢聚、团圆。

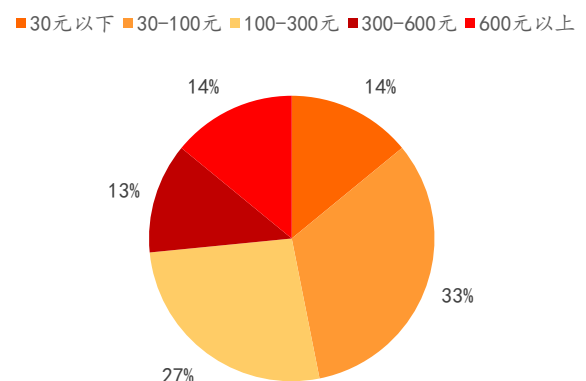
5) 30 元以下：销售规模约 40-50 亿元，由于消费升级，低档酒市场份额逐渐降低。名酒低端系列酒、全国性低档酒品牌、省内三四线品牌均有所表现，主要有金裕皖、文王贡、老村长、牛栏山等品牌，产品和品牌分散。

图 20：安徽省 2018 年各价格带规模占比



资料来源：中国酒类流通行业白皮书，浙商证券研究所

图 21：安徽省 2019 年各价格带规模占比



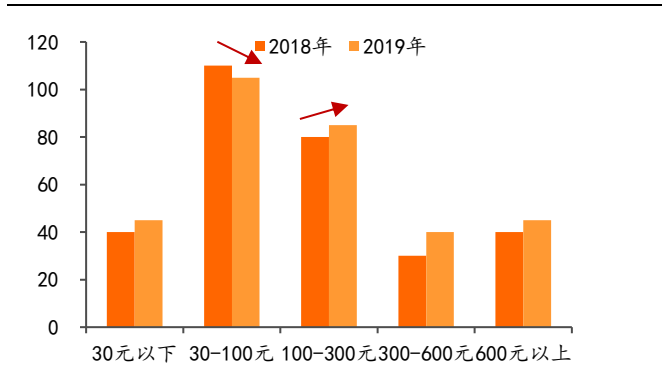
资料来源：中国酒类流通行业白皮书，浙商证券研究所

表 4：安徽省主流价格带与代表产品

价格带	代表产品	企业类型
600元以上	茅台、五粮液、国窖1573、洋河M6、M9	全国名酒
300-600元	剑南春、年份原浆古16/20、洋河M3、口子窖20年	全国名酒、省级龙头
100-300元	年份原浆古5/8、口子窖6年、海之蓝	省级龙头
30-100元	年份原浆献礼版、口子窖5年、宣酒6年、迎驾银星、柔和种子	省级龙头、区域酒企
30元以下	金裕皖、文王贡、老村长、牛栏山	区域酒企

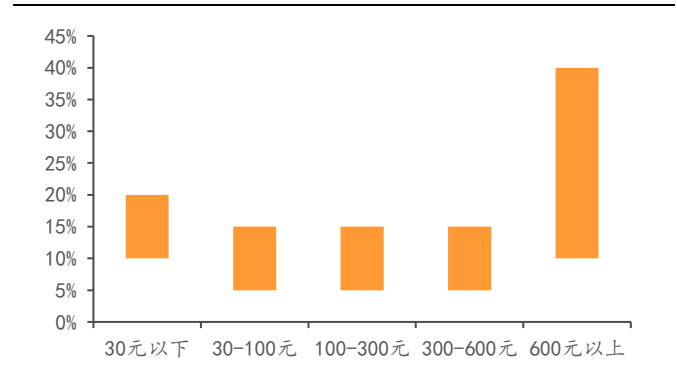
资料来源：中国酒类流通行业白皮书，浙商证券研究

图 22：2018 年与 2019 年安徽省各价格带销售规模



资料来源：中国酒类流通行业白皮书，浙商证券研究所

图 23：2019 年安徽省各价格带流通毛利率范围



资料来源：中国酒类流通行业白皮书，浙商证券研究所

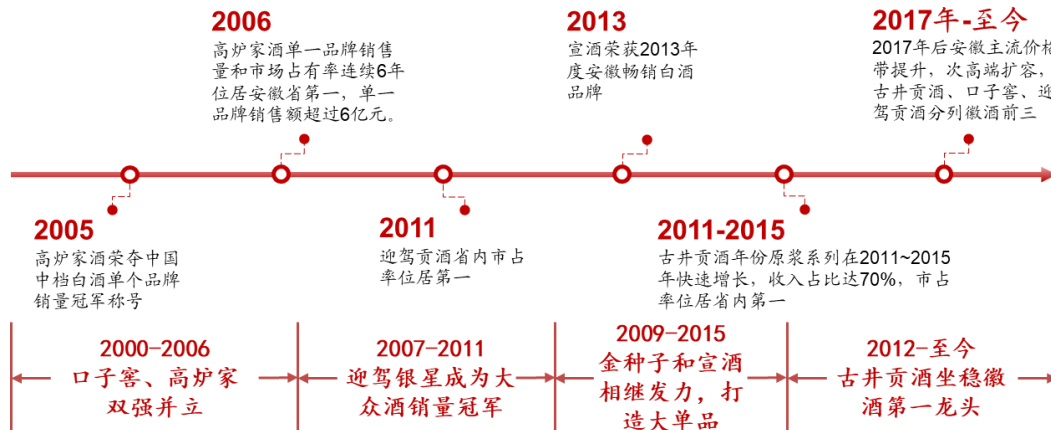
2.3. 徽酒市场竞争激烈，市场集中度持续提升

2.3.1 徽酒市场竞争激烈，龙头位置几度易主

安徽白酒市场竞争激烈，省内地方酒企几乎垄断大众酒与中高端价格带，全国性名酒则在高端和次高端价格带占优。白酒行业素有“西不入川，东不入皖”的俗语，指的是四川、安徽两省的白酒企业较多，而随着近年来全国性名酒大举进入安徽市场，徽酒市场的竞争愈发激烈。安徽省内各区域均有代表性地方酒企，如亳州的古井贡、高炉家，淮北的口子窖，六安的迎驾贡，阜阳的金种子、文王贡，宣城的宣酒，滁州的老明光。此外，全国性名酒也对安徽市场进行了充分渗透，高端酒市场集中于茅台、五粮液、国窖 1573，次高端市场中剑南春和洋河也瓜分了大量的市场份额。在 30 元以下的低端酒中，牛栏山和老村长也成功渗透进徽酒市场。

复盘徽酒发展，徽酒龙头几度易主。徽酒发展历程中，2000-2006 年口子窖和高炉家双强并立，口子窖凭藉口子窖 5 年站稳中高端价位，高炉家酒则率先拿下合肥大众白酒市场领头羊位置；2007 年-2010 年，迎驾贡酒凭藉迎驾银星拿下合肥市场大众白酒销量冠军；2009 年-2015 年，金种子和宣酒相继发力，争夺大众白酒市场的领导位置，2013 年宣酒荣获年度安徽畅销白酒品牌；2008 年古井贡酒推出年份原浆系列，2011-2015 年年份原浆系列快速增长，销售占比达到 70%，在该阶段古井贡酒已经成为徽酒的第一龙头，在 2017 年后随着消费升级安徽省内价格带逐渐提升后，在次高端价位率先布局的古井贡酒和口子窖迅猛发展，坐稳徽酒龙头位置。

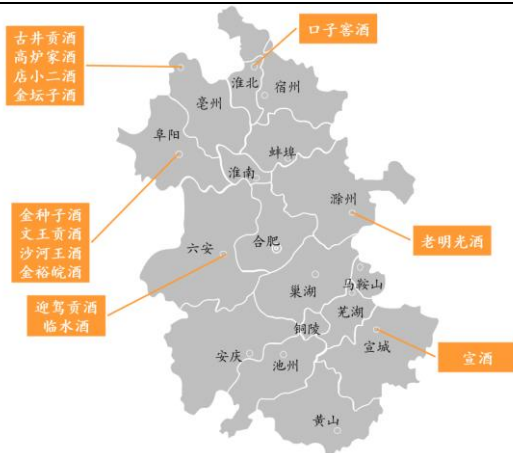
图 24：纵观 20 年，徽酒龙头几度易主



资料来源：Wind，公司官网，浙商证券研究所

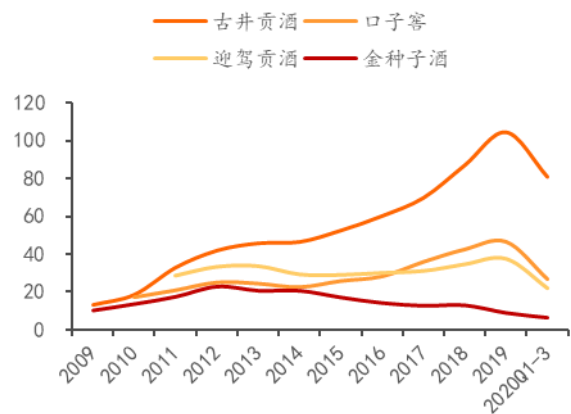
激烈竞争中，迎驾贡酒凭借精细化的渠道管控能力，虽有所波动，但屹立不倒。迎驾贡酒在 2007-2010 年间也曾成为徽酒大众市场的龙头，后来受到金种子和宣酒的冲击，2013-2015 年收入增速有所放缓甚至下滑，但历经激烈的竞争后，迎驾贡酒凭借自身精细化的渠道管控能力、生态洞藏系列的适时推出，目前仍然坐稳徽酒第三把交椅，体现出其极强的韧性。

图 25：安徽省主要酒企分布



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 26：安徽四家上市酒企 2009-2020Q1-3 营业收入（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.3.2 竞争格局一超多强，市场份额向头部品牌集中

安徽省内白酒市场呈现一超多强格局，市场份额向头部品牌集中。安徽省内酒企众多，竞争较为激烈，历史上口子窖、迎驾贡酒、高炉家等都曾为省内龙头酒企，目前古井贡酒为徽酒龙头，口子窖和迎驾贡酒为徽酒两大强势品牌，在品牌化趋势下，大企业和小企业分化加大—古井贡酒、口子窖、迎驾贡酒三大龙头合计市占率从 2011 年的 32%，提升到 2019 年的 50%。除省内龙头企业外，全国性名酒如茅台、五粮液、剑南春、洋河等品牌在安徽市场的份额同样较高，主要与省内地产酒争夺高端和次高端的价格带。

在提升市场份额上，省内龙头和全国性名酒结合自身特点，走出差异化的发展路径：

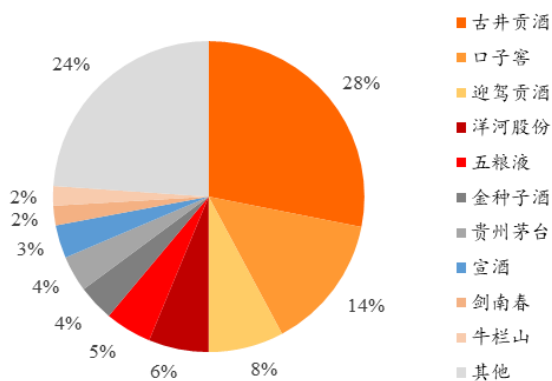
1) **古井贡酒：持续受益于省内消费升级和全国化扩张，掌握竞争主动权。**近5年公司市占率提升近10%，省内市占率虽不到30%，但已然掌握主动权。公司从2009年开始实施“三通工程”，通过深度分销模式精耕渠道，推出年份原浆把握消费升级趋势。同时通过加大广告投入，借助老名酒品牌优势布局全国化。

2) **口子窖：大商为主，稳步进行改革。**口子窖近年市占率也呈稳步增长态势，但增速显著落后于古井贡酒，2011年时市场份额与古井贡酒接近，2019年省内份额约为古井贡酒一半。公司以大商模式为主，抗风险能力强，但面临大商拓展新市场动力不足问题。近年来通过新老产品分利运作、省内大商外派等方式积极进行改革。

3) **迎驾贡酒：聚焦洞藏系列，产品结构改善。**凭借迎驾之星的畅销，公司曾经是徽酒第一，之后市占率略有下滑。为适应主流价格带的跃升，聚焦洞藏系列进行运作，高端产品已在局部市场站稳脚跟。

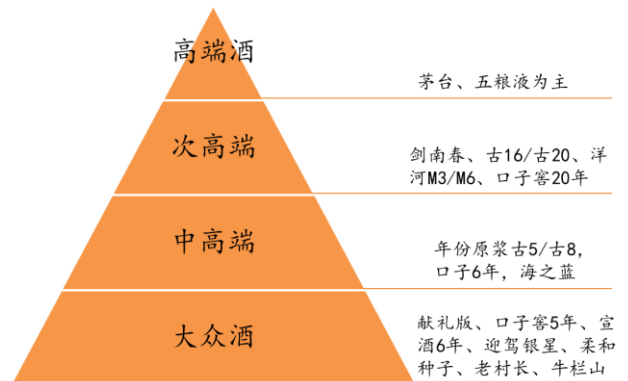
4) **全国性名酒：凭借名酒基因、深入人心的品牌，牢牢占据高端和次高端价格带。**安徽省内超高端价格带为茅台一家独大，而千元价格带方面五粮液的虹吸效应明显。在次高端价格带中，剑南春通过涨价挺进400+，瓜分较多市场份额，此外洋河凭借深度分销的模式在安徽市场打破古井贡酒和口子窖的封锁，海、天、梦成功打入中高端和次高端价格带。

图 27：徽酒市场份额集中于本土龙头和全国性名酒



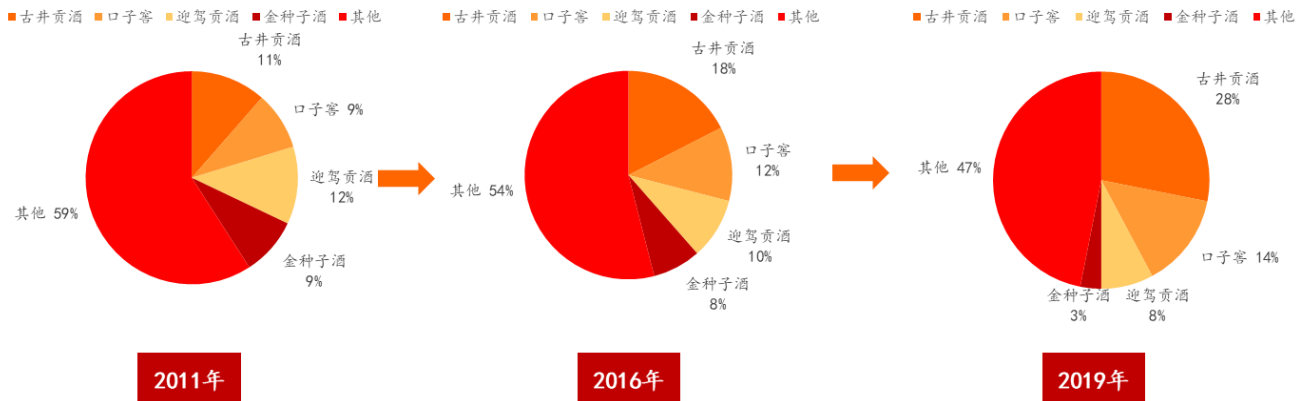
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 28：徽酒市场各价格带主流产品一览



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 29：2011-2019 年安徽省内四家上市酒企市占率变化



资料来源：Wind，公司官网，浙商证券研究所

3. 喜迎新机：多维度实现升级，产品结构持续优化

3.1. 过去：存在品牌定位不高、产品结构偏低等问题

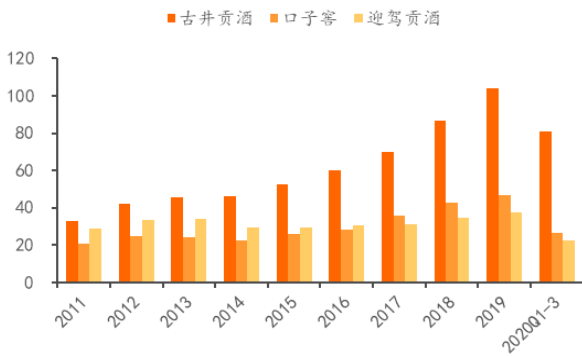
2016 年前，迎驾贡酒收入位居徽酒“四朵金花”探花，但随后被主要竞争对手口子窖、宣酒等酒企超越，在行业进入景气周期后，口子窖在稳步发展的同时，迎驾贡酒业绩几乎原地踏步，两者收入差距逐步拉大，我们认为品牌定位不高、产品结构偏低/产品升级落后、营销组织老化等为迎驾贡酒逐步落后原因，具体来看：

一、外部环境来看：安徽省主流消费价位带逐步上移，次高端酒扩容，但公司未及时把握这一机会

古井、口子等品牌较早完成高价位产品布局，在消费升级推动下实现爆发式增长。伴随着徽酒主流消费价位带的上移，古井贡酒、口子窖、宣酒等品牌相继推出卡位主流消费带/高于主流消费价位带的产品——2008 年古井贡酒推出古 5 年，此后正式开启了年份酒的时代；2009 年宣酒正式推出宣酒特供十年、十五年，此前推出的宣酒特供 5 年、6 年开始从宣城向省内拓展；2011 年口子窖正式推出口子窖 6 年，定价 168 元/瓶，此时口子窖年份窖藏系列几乎布局完毕；随后高炉家、临水坊、古漕运、金裕皖等一系列徽酒品牌纷纷推出年份酒，2017 年后受益于消费升级，古井贡酒、口子窖等已提前布局中高价位产品的酒企业绩出现爆发式增长；

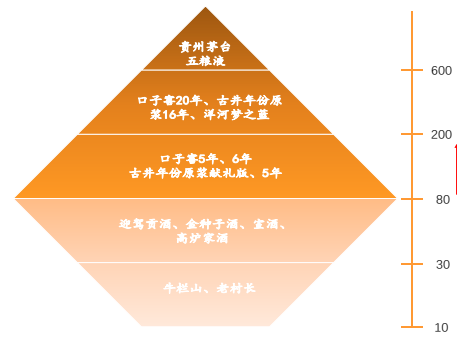
迎驾贡酒中高端产品布局时点落后，未能充分享受次高端扩容红利。相较于古井贡酒、口子窖等品牌，迎驾贡酒在 2016 年前主要依赖于占据 50-120 元价位带的迎驾金星、银星产品，但随着消费价位带的上移，公司普通白酒业绩开始收缩，此时公司才开始布局中高端价位产品（2015 年推出生态洞藏的年份系列酒），较落后的布局时点使得其未能充分享受次高端酒扩容红利。但值得注意的是，在全国名酒及省内名酒挤压式竞争下，洞藏系列推出后即取得较快增长，较为扎实的渠道力及一定的品牌力主推洞藏系列放量。

图 30：古井、口子、迎驾收入变化情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

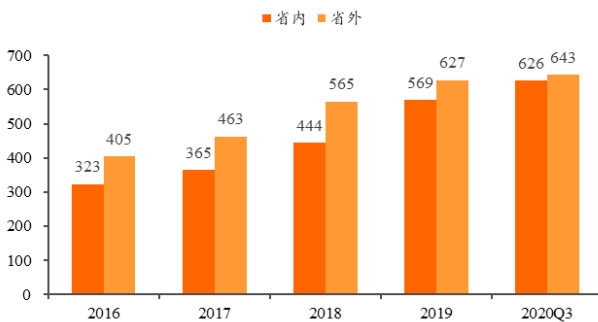
图 31：徽酒市场价位带升级变化



资料来源：Wind，浙商证券研究所

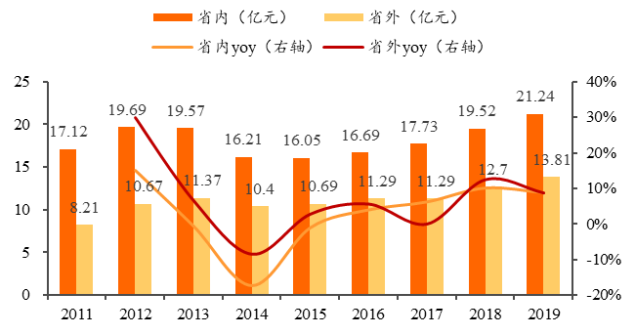
二、内部战略定位来看：品牌定位不高、营销组织老化。品牌定位：由于早年迎驾贡酒产品结构偏低端，主打“民酒”概念，品牌定位偏低使其难以迅速改变其在公众心中的形象，品牌力提升速度不及古井贡酒及口子窖；**营销组织方面：**针对营销组织老化、不适应产品结构升级、省外拓展受阻（2017年省外市场增速几乎为0%）等情况，公司自2017年起对经销商开始大力度改革（2017年省内外经销商数量变动大），通过增加有能力推广中高端产品经销商方式推进新产品顺利实现市场导入，同时公司对组织架构进行了调整。

图 32：2017 年开始省内外经销商数量变动大



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 33：2017 年省外市场增速归 0%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.2. 变化一：发扬“生态美酒”文化，品牌定位得到提升

针对公司品牌定位偏低问题，公司采取积极发扬“生态美酒”文化、加大营销费用投入、注重消费者培育、提前布局高价位带等举措以提升品牌力——

迎驾贡酒历史悠久，坐落美酒特色产区，为徽酒代表品牌之一。迎驾贡酒为“中华老字号”、“中国驰名商标”，省内认可度高，其历史可追溯至自公元前 106 年的“官民献美酒于汉武帝”传说——在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，武帝饮后大悦，“迎驾贡酒”

和“迎驾”品牌由此得名。公司位处中国天然氧吧、竹子之乡——安徽省霍山县，公司差异化高举生态酿酒大旗，并通过宣传“迎驾酒，国人的迎宾酒”以树立标杆式品牌形象。

表 5：公司近年获奖情况（部分）

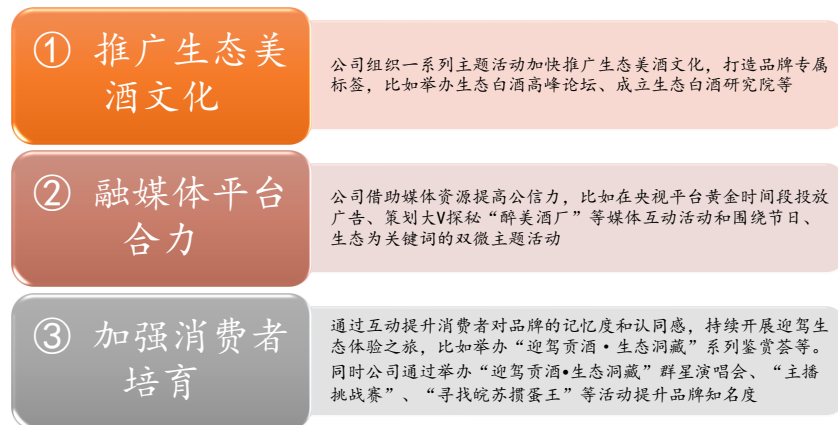
日期	获奖情况
2020年	全球最有价值50大烈酒品牌最新发布，迎驾贡酒名列全球第26位、中国第6位
2020年	迎驾贡酒·生态霍山荣获国际大奖——A' design Award设计大奖
2019年	生态洞藏30获得中国酒业协会颁布的2019年度“青酌奖”酒类新品奖
2019年	迎驾贡酒体验营销案例“人间仙境品出来”入围“中国国际广告节2019广告主奖-年度品牌塑造案例”。
2017年	迎驾贡酒生态洞藏6斩获中国食品工业协会颁发的“中国酒体设计奖”
2016年	迎驾贡酒获得中国酒业协会颁布的“仪狄奖——环境友好奖”

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注重消费者培育，提前布局千元价位带，多措并举提升品牌形象。2020年，迎驾贡酒成功登上“2020全球酒类品牌·50大烈酒品牌”排行榜，位列全球第26位、中国第6位，品牌力显著提升：

1) “三大行动”助力生态美酒文化推广，加强消费者培育：2018年起，迎驾贡酒开展“三大行动”——“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”以进一步提升品牌力

图 34：“三大行动”助力生态美酒文化推广



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2) 布局千元价格带，树立高端品牌形象。2020年11月30日，公司推出迎驾贡酒·大师版，定价2180元/瓶，规格为52度、750ml，该产品为生态洞藏系列的高端产品，当日线上发布会共有超13万人在线观看、点赞数超100万、销售额超1000万，迎驾贡酒通过布局千元价格锚定品牌形象，从而占位次高端酒价格带。

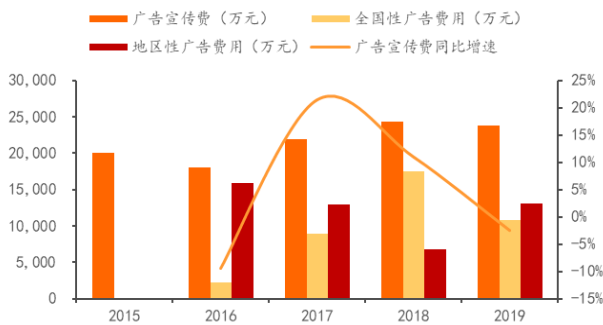
表 6：迎驾贡酒多元化举措提升品牌价值

时间	具体内容	地点
2016年12月	迎驾贡酒·生态洞藏上市品鉴会在常州喜来登酒店隆重举行	常州
2017年5月	举办迎驾贡酒·生态洞藏 2017封藏大典	六安
2017年8月	迎驾贡酒·生态洞藏上市发布会在徐州隆重举行	徐州
2017年9月	迎驾贡酒“共赏中秋明月·品鉴生态洞藏”VIP鉴赏会在合肥隆重举行	合肥
2017年12月	“迎驾贡酒·生态洞藏”中国生态白酒鉴赏会在深圳隆重举行	深圳
2018年1月	“迎驾贡酒·生态洞藏——中国生态白酒鉴赏会”百场鉴赏会正式启动	合肥
2019年2月	多地举办“携手共赢 腾飞远航——迎驾洞藏20、30升级版上市品鉴会”	六安、合肥、寿县、金寨
2020年6月	举办“把洞藏的爱大声说出来——迎驾洞藏20、30升级版上市品鉴会”	安徽
2020年8月	举办“迎驾洞藏寻找皖苏搅蛋王”	江苏、安徽
2020年9月	“迎驾贡酒·生态洞藏”高端客户品鉴会在徐州举办	徐州

资料来源：Wind，浙商证券研究所

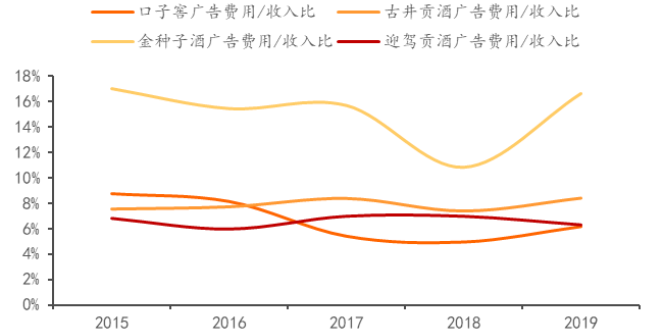
广告营销费用持续投入，影响力散射全国。公司自 2015 上市以来，广告营销费用呈逐年增加的态势：2019 年广告营销费用从 2016 年的 1.81 亿元增长至 2.37 亿元，占营收比重高达 6.29%，其中全国性广告费用占比超 40%。持续的广告投入与品牌营销建设使迎驾贡酒的影响力不断从安徽扩张至全国。

图 35：近年公司广告费用投放情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 36：公司广告费用/收入比在徽酒中情况



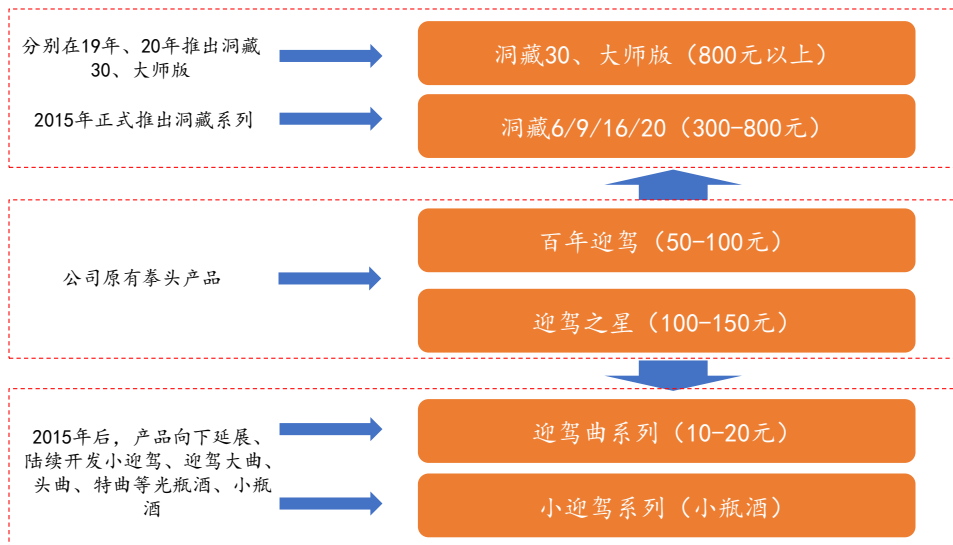
资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.3. 变化二：产品矩阵持续优化，聚焦高端生态洞藏系列

针对产品结构整体偏低问题，公司通过精简产品 SKU、培育高价位产品、提升产品结构等方式卡位主流升级价位带，从而在品牌为王阶段，进一步提升品牌力——

等公司通过缩减 SKU 完善结构，产品矩阵完整清晰。在升级趋势下，公司于 15 年推出生态洞藏系列（洞藏 6/9/16/20），于 19 年推出洞藏 30，公司产品体系从“迎驾金星、迎驾银星、迎驾古坊、百年迎驾等系列”格局转变为“生态洞藏、迎驾之星、百年迎驾等系列”格局，其中生态洞藏、迎驾之星系列酒出厂价超 8 万元/吨，被归为中高档白酒（采取固态法酿造工艺）；百年迎驾、迎驾古坊、迎驾槽坊等系列出厂价低于 8 万元/吨，被归为普通白酒（采取固态法或固液法工艺），产品梯次清晰，价格带实现全面布局，基本形成以中高端洞藏 6/9 为主要业绩驱动，高端洞藏 30、大师版拔高品牌形象，次高端洞藏 16/20 提前占位，中端迎驾之星和民酒百年迎驾保持稳定增长，光瓶酒、小瓶酒形成渗透的发展态势，其中主打次高端及高端的生态洞藏系列为业绩主要驱动力。

图 37：公司陆续丰富产品矩阵，实现价格带全覆盖



资料来源：公开新闻报道，浙商证券研究所

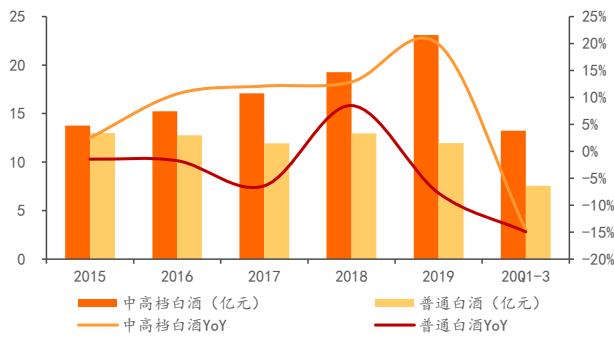
表 7：迎驾贡酒产品矩阵完整清晰

品牌	品类	零售价 (元/瓶)	容量 (ml)	500ml 价格 (元)	价格带	定位	产品展示
生态洞藏系列	52度 迎驾贡酒·大师版	1888	750	1259	800元以上	高端产品，拔高公司品牌形象	
	52度 生态霍山	888	500	888			
	52度 生态洞藏30	808	500	808	300-600元	次高端产品，培育消费气氛，为下次省内消费升级打下基础	
	52度 生态洞藏20	549	500	549			
	52度 生态洞藏16	388	520	373			
	42度 生态洞藏9	268	520	258			
迎驾之星系列	52度 生态洞藏6	165	520	159	100-300元	中高端产品，贴合目前省内消费升级趋势，保持快速放量	
	52度 迎驾金星	100	520	96	50-100元	中端产品，保持稳定增长，占比略有下降，转推生态洞藏系列，实现产品换挡升级。	
	42度 迎驾金星	96	520	92			
	52度 迎驾银星	78	520	75			
42度 迎驾银星	75	520	72				
百年迎驾系列	42度 百年迎驾四星	80	450	89	50-100元	民酒，主打高性价比，瞄准个人消费	
	42度 百年迎驾三星	58	450	64			
	42度 百年迎驾二星	39	500	39			
迎驾普酒	42度 佛子岭特曲	39.8	750	27	50元以下	光瓶酒，瞄准个人消费和广大农村市场消费	
	42度 迎驾头曲	16	500	16			
	42度 迎驾大曲	15	500	15			
小迎驾系列	42度 喜乐小酒	21.5	125	86	-	小瓶酒，贴合消费者年轻化、健康化趋势	
	45度 乐醉小迎驾	18	175	51			
	45度 小迎驾	15	220	34			

资料来源：公司官网，京东，饿了么，浙商证券研究所

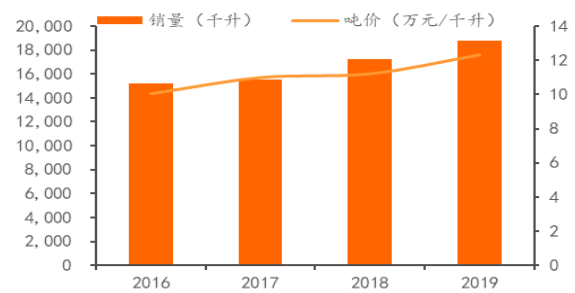
中高档白酒量价齐升，普通白酒稳价保量。根据公司年报的划分，中高档白酒主要包括生态洞藏系列和迎驾之星系列，普通白酒主要包括百年迎驾系列和其他低价端酒。从**中高档白酒**来看，受益于高档产品生态洞藏逐步放量，中高档白酒收入由2015年的13.8亿元增加至2019年23.1亿元，CAGR达13.8%，为公司业绩增长的核心驱动力。受益于产品结构升级和直接提价，中高档白酒吨价呈稳步上升态势，由2016年10.0万元/千升提高到2019年12.3万元/千升。从**普通白酒**来看，百年迎驾及其他低价白酒2019年收入相比2015年有所下降，吨价则由2016年4.0万元/千升提高到2019年4.2万元/千升。

图 38：中高档、普通白酒收入拆分情况



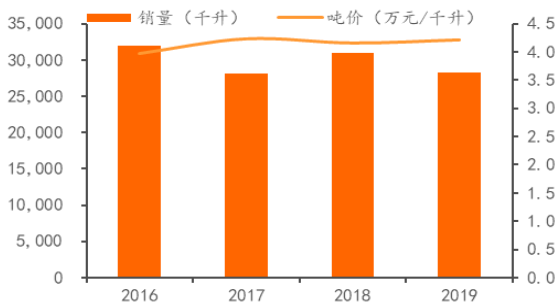
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 39：中高档白酒销量、吨价情况



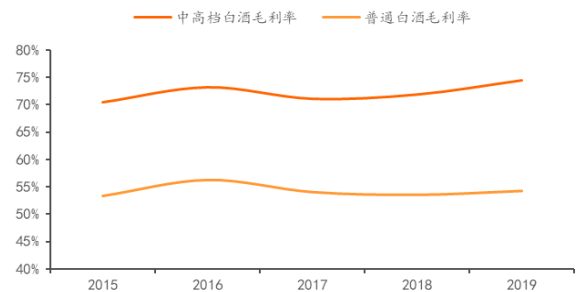
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 40：公司普通白酒销量、吨价情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 41：公司各档次酒毛利率情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

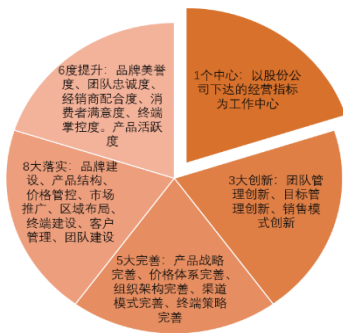
3.4. 变化三：“223”战略谱新篇，扁平化战略赋能渠道

3.4.1. 营销战略不断升级，从“13586”升级至“233”

针对营销团队老化、不适应产品结构变化等问题，公司采取对营销战略进行升级迭代、明确营销重心、推新渠道扁平化及小商化改革、前瞻性布局数字化、保证渠道利润等方式以增强渠道控制力，实现顺价销售——

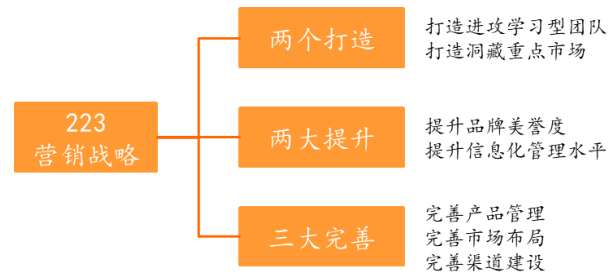
营销战略不断升级，创新性提出“223”营销战略。自公司上市以来，不断地对营销战略进行调整，从“品牌引领、全国布局、小区域高占有”到“品牌引领、全国布局、深度分销”，再升级为“品牌引领、全国布局、核心区域高占有”；从“13586”战略升级至“223”战略。具体来看，2018年公司在“调结构、稳增长、促发展”经营方针下，推进“1个中心、3大创新、5大调整、8大落实、6大提升”的“13586”战略；2021年2月公司创新性提出“223”营销战略，即两个打造、两大提升、三大完善，并首次在营销战略里明确提出“打造洞藏重点市场”，为公司指明了未来重点发展方向。

图 42：“13586”营销战略示意图



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 43：“223”营销战略示意图



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.4.2 通过扁平化、小商制实现“小区域，高占有”

推行渠道扁平化改革，实现“小区域，高占有”。安徽市场渠道模式自 90 年代起便开始领先全国——从口子窖的“盘中盘”到“后盘中盘”，继而升级至古井贡酒的“三通工程”，这些渠道模式无一不对白酒行业格局产生深远影响力，其相同点之一在于注重渠道精细化及扁平化。实际上，迎驾贡酒在省内餐饮渠道实力较强，早年公司通过大商推行迎驾金星、银星等大流通产品，但为进一步实现区域的深耕与拓展、推行高价位新品，迎驾贡酒于 2017 年开始进行渠道改革——采取“1+1”深度分销模式，通过小商制推行洞藏系列、加大渠道扁平化力度：

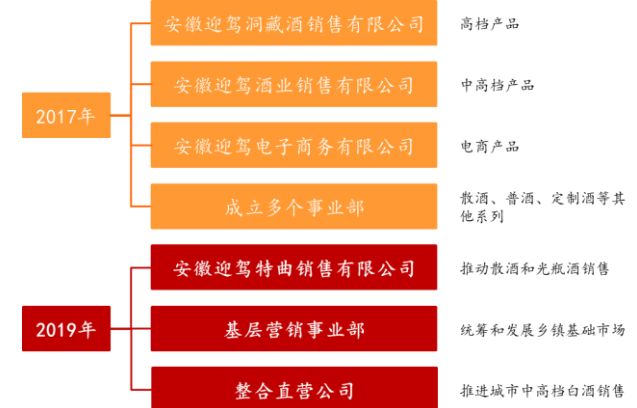
1) 营销组织结构扁平化：公司采取分品相分区域代理的销售模式——安徽迎驾洞藏酒销售有限公司、安徽迎驾酒业销售有限公司、安徽迎驾电子商务有限公司分别负责生态洞藏系列（次高端酒）、迎驾金银星系列（中端酒）、线上及定制产品销售，同时也针对定制产品、古坊、散酒等成立多个事业部；2019 年进一步成立迎驾特曲销售有限公司以负责散装酒及光瓶酒（低端酒）产品销售，同时成立基层营销事业部，团队分工明晰，架构扁平，一方面推动渠道下沉促进散酒和光瓶酒销售，另一方面推进城市中高档白酒销售。

图 44：徽酒龙头均推行渠道扁平化改革



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 45：营销组织结构扁平化



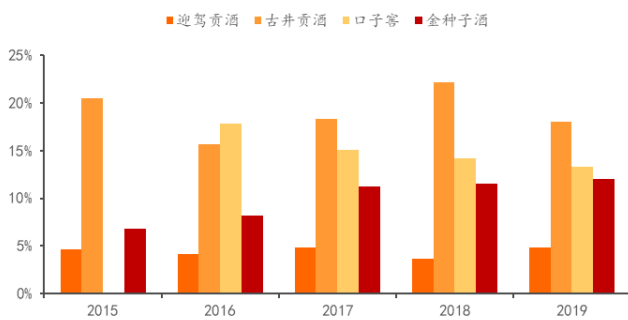
资料来源：Wind，浙商证券研究所

2) 渠道模式不断扁平（效益更多体现在迎驾金星、银星等系列上）：2016 年公司处于完善分销模式阶段，2017 年开始建立酒店终端、商超、城市直销、会务品鉴等多渠道

模式，渠道模式不断丰富。此外，公司为应对碎片化消费行为，通过采取设置多个独立核算利润中心、导入阿米巴管理模式、采取总部双督查体系、建立 CRM 客户管理系统等举措、增加业务销售人员（2019 年迎驾贡酒销售人员数量达 1511 人，位居白酒上市公司中第四名，销售员工数量位居安徽第二，部分地区仅剩一级经销商）以提高效率，加强终端掌控力；通过缩减渠道层级、增加业务单元以实现“小区域，高占有”精细化操作。

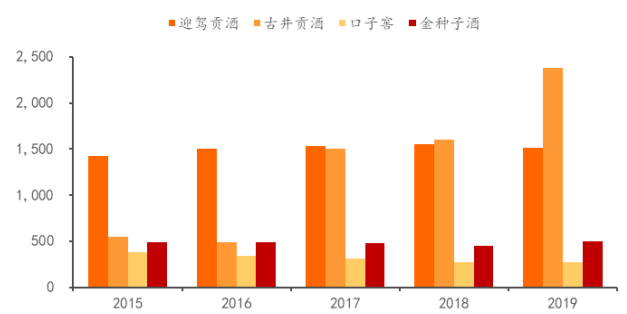
3) 以小商为主(效益更多体现在生态洞藏系列上): 公司目前销售模式以经销方式为主(直销渠道占比在逐步提升), 相较于同省的古井贡酒、口子窖、金种子等酒企, 迎驾贡酒前五大经销商占比最低, 同时为配合扁平化渠道改革、产品结构升级, 公司销售队伍日益壮大, 小商制的实行+强大地推队伍使得其拥有较强的终端控制力及市场下沉能力。

图 46：迎驾贡酒前五大经销商收入占比较低



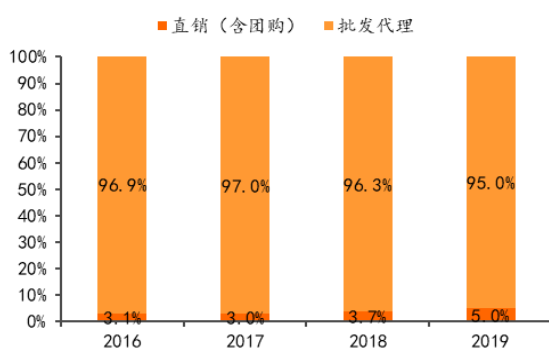
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 47：迎驾贡酒销售人员数量在徽酒中位居前列



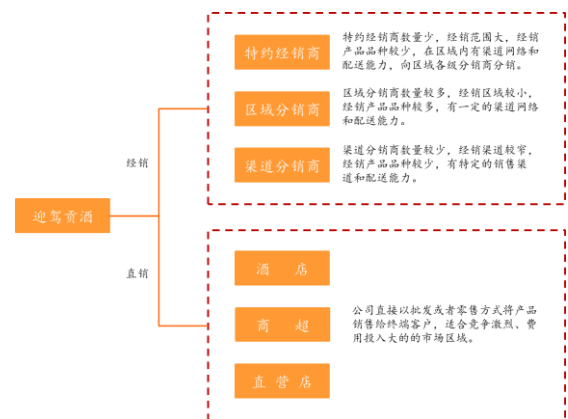
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 48：迎驾贡酒 2016-2019 年直销与批发代理收入占比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 49：迎驾贡酒销售模式示意图



资料来源：Wind，浙商证券研究所

4) 前瞻性布局数字化营销，保障渠道高效运作。公司于 2016 年提出推进数字化营销建设工程，同年对安徽、江苏等核心市场 2 万多家终端网点进行了普查和建档，此后不断完善二维码物流追溯体系建设，推进智能营销，搭建数字化营销平台。数字化营销、信息化智能化生产是白酒产业未来的重要方向之一，迎驾贡酒于 5 年前开始进行布局，筹备良久，具有充足的经验，数字化体系已逐步搭建完成，走在了行业的前列，数字化营销利于保障扁平化渠道的高效运作。

构建厂商销售一体化模式，控价、稳价、提价以提高渠道利润。1) 厂商合作：公司始终坚持探索厂商多元化的合作模式，推动厂商一体化，2016 年成立经销商和分销商的合资公司，2018 年对客户进行分级管理，2019 年进一步建立经销商交流平台，并推出“千商千万”工程，构建“厂商销售团队一体化”，有利于激发渠道活力，提高渠道收入。2) 提高渠道利润：从 2016 年开始，公司就致力于通过稳价、提价以提高渠道利润，2018、2019 年也多次强调强化价格管控，特别针对生态洞藏系列提出“顺价销售、控价管理”的渠道策略，使得生态洞藏系列渠道利润率显著高于省内其他成熟产品。

表 8：迎驾贡酒历年渠道策略和渠道措施一览

	营销战略	渠道结构	渠道模式	渠道利润	厂商合作	数字化
2015	品牌引领、全国布局、小区域高占有	建立以产品线为主导的扁平化营销组织和销售渠道	-	-	打造多元化厂商合作模式	-
2016	品牌引领、全国布局、深度分销	建立适应市场变化的组织架构	变革和完善了分销模式	稳价、提价提高渠道利润	成立经销商和分销商的合资公司	推进数字化营销建设工程，对安徽、江苏等核心市场2万多家终端网点进行了普查和建档
2017	品牌引领、资源聚焦、核心区域高占有	改革组织架构，成立三个销售公司，成立多个事业部	锁定核心酒店终端，制定商超渠道统一操作模式，完善城市直销模式，建立渠道建设匹配标准和会务品鉴营销模式	-	探索建立多元化厂商合作模式	结合“互联网+”完善扁平化营销组织和销售渠道建设
2018	品牌引领、资源聚焦、核心区域高占有	调整优化销售组织结构，打造“三双工程”	提升渠道终端质量和数量	管控价格，对生态洞藏系列等提价，提高各级利润	强化客户分级精细化管理，构建厂商一体化关系，鼓励生态洞藏系列招好商、招优商	完善二维码物流追溯体系建设，运用大数据、推进智能营销
2019	-	成立迎驾特曲，推动散酒和光瓶酒销售；成立基层营销事业部，统筹和发展乡镇基础市场；整合直营公司，推进城市中高档白酒销售	明确中高档和普通白酒的渠道重心，促进渠道下沉；大力拓展宴席平台建设，全面加强核心烟酒店的掌控，团购渠道全面推广	强化价格管控，合理分配各级利润	对经销商进行分级服务，建立经销商交流平台；推进“千商千万”工程，构建“厂商销售团队一体化”	搭建数字化营销平台
2021	“223”营销战略，两个打造、两大提升、三大完善	-	-	-	-	-

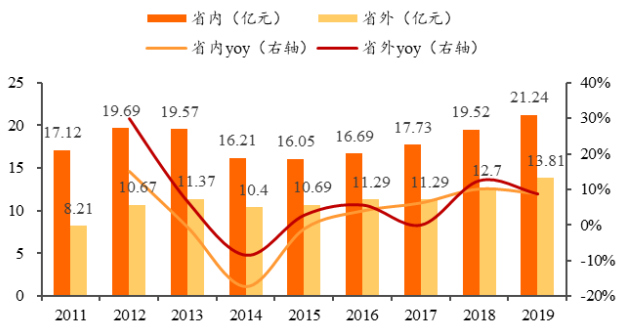
资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.5. 变化四：精耕省内市场，省外集中资源重点开发

省内市场——基本盘仍有发展空间，进一步向深度发展。省内是迎驾贡酒的根基市场，2019 年贡献了 56.2% 的收入。目前安徽市场中，合肥、芜湖、蚌埠、淮南等规模较大市场迎驾仍有较大布局空间，同时洞藏系列的导入有望持续增厚利润，省内精耕战略下，发展空间广阔。

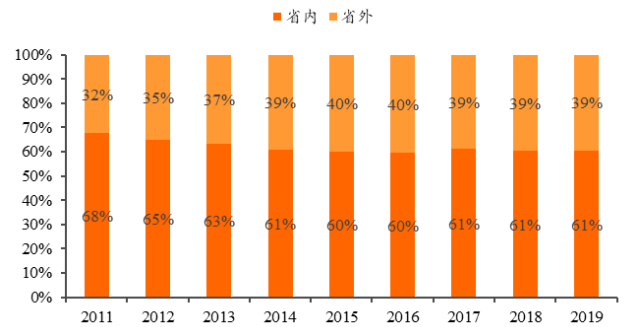
省外市场——省外收入占比位居徽酒首位，发展潜力巨大。公司为规避单一市场所带来的风险，致力于打造省外市场，争取省外市场收入高于省内，其中江苏、上海为其重点华东市场，北京为其重点华北市场。方法上，公司通过打造样板市场，以点带面连线成片，以样板市场示范引领产品销售整体提升，并在核心城市建设专卖店，形成示范效应，另外，公司通过与百川、金兴源等省外大商合作、打造“三双工程”进一步提高占有率，其中百年迎驾三星、四星为江苏中低端市场的领军产品，迎驾贡亦成为徽酒进军江苏区域的第一品牌。相较于古井贡酒及口子窖，迎驾贡酒较高的省外占比赋予其更强的全国化扩张能力，截止 2020 年第三季度，公司省外经销商数量为 643 个（占比为 50.7%），远超省外经销商数为 237 个的口子窖，近年来随着中高端产品在省外逐步放量，省外市场毛利率亦有提升空间，总体来看，公司省外市场潜力巨大。

图 50：省内省外均处于扩张状态



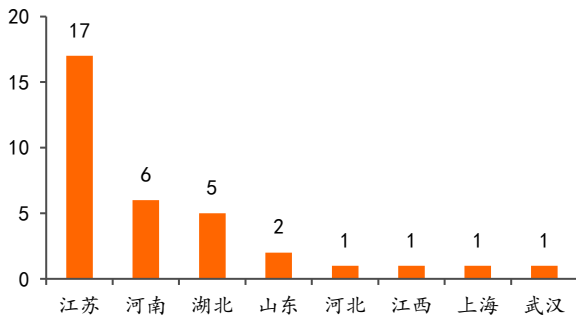
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 51：省外营收占比稳定在 40%左右



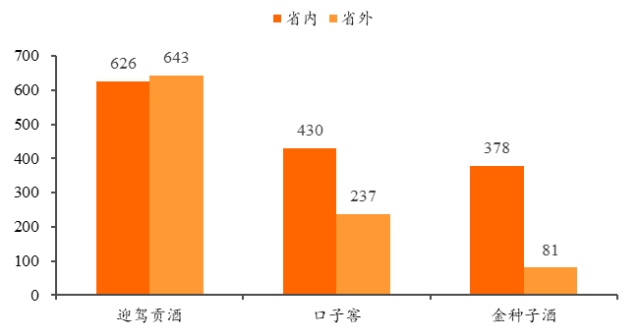
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 52：迎驾贡酒省外专卖店主要集中在江苏地区



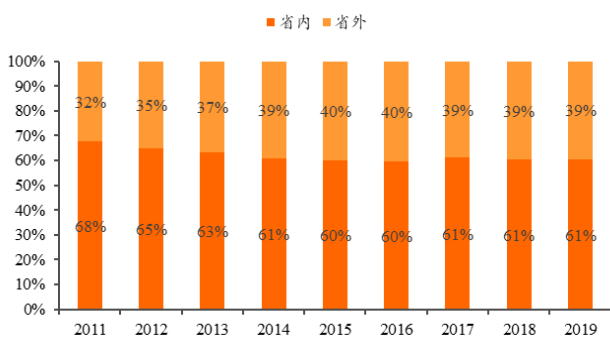
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 53：公司省外经销商数量较口子、金种子高



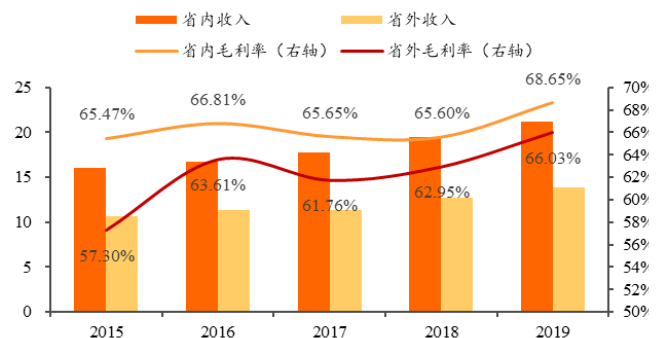
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 54：迎驾贡酒省外营收占比稳定在 40%左右



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 55：迎驾贡酒省内毛利率略高于省外



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

4. 超预期：生态洞藏表现或超预期，未来收入占比或达 50%

生态洞藏凭借“出色的产品品质+卡位主流消费价格带+小商制/扁平化渠道/餐饮端较强实力赋能+高渠道利润”已取得了亮眼成绩——19 年实现 7-8 亿元规模（+50%），目前洞藏体量约为 10 亿元左右（预计收入占比近 30%，毛利率高于中高端酒平均值 74%），当前洞 6/洞 9 继续快速放量，洞 16/洞 20 目前体量虽小仍处培育期，有望接棒发力，且

洞藏发展基础较为稳固，目前已在安徽部分省份收获较为亮眼的成绩单，比如在六安市占率遥遥领先，同时在合肥市场也获得迅速增长，未来洞藏系列或将实现超预期发展（收入占比或超50%），生态洞藏将成为迎驾贡酒未来发展的重要引擎。

4.1. 产品力：卡位主流消费价格带，频频提价展信心

聚焦生态洞藏系列，产品斩获国内多项大奖。公司产品品质坚守“生态产区、生态刚水、生态酿艺、生态循环、生态洞藏、生态消费”六位一体；生态酿艺采用“非物质文化遗产”的传统酿造工艺；生态洞藏则将原酒储存在恒温恒湿的黄岩洞中，历久醇香。生态洞藏系列产品凭借优秀的产品品质斩获国内多项大奖，其中生态洞藏16在2015年荣获酒体设计奖浓香第一，生态洞藏30在2019年中国酒业“青酌奖”酒类新品大奖中荣获浓香第一。

卡位安徽省主流价格带，且价位带忠诚度较低，生态洞藏有望实现突围。区别于高端酒消费者拥有较高品牌忠诚度，安徽省所处的主流价位带（200-400元价位带）白酒消费者对价格敏感度更高、对品牌要求度较低，因此在面对众多品牌时，忠诚度远低于高端酒消费者。在这一背景下，200-400元价位带白酒格局稳定性较800元以上高端酒弱，当前洞6/洞9（100-300元）已实现快速放量，未来洞16/洞20有望接棒发力。总结来看，生态洞藏系列有望在主流价位中凭借较硬的实力实现迅速发展，解决以往价格体系偏低端问题。

频频提价展信心，品牌力稳步提升。2015年上市的洞藏系列“醉得慢、醒得快、窖香浓、有点甜”的鲜明风格逐步获市场认可，为提升品牌力，公司自17年开始对洞藏系列开始频频提价，19年推出洞藏20/30两款升级版战略产品后，19年7月对生态洞藏系列再次实行全面提价，锁定600-800元价格带；20年12月董事长亲自发布定价2180元的迎驾贡酒*大师版（52度，750ML），超高价位产品的发布一方面起到价格锚定作用，另一方面显示公司发展信心。

表 9：近年迎驾贡酒提价情况一览

日期	产品	详情
2017年5月	生态洞藏16	生态洞藏16年供货价格上调20元/瓶；42度、52度终端价分别上调40元/瓶、30元/瓶
	迎驾银星	终端零售价上调20元/箱，1X4 零售价不低于70元/瓶、260元/箱
2018年1月	迎驾金星	终端零售价上调30元/箱，1X4 零售价不低于90元/瓶、350元/箱
	生态洞藏6	生态洞藏6上调5元/瓶；42度终端零售价198元/瓶，52度终端零售价218元/瓶
	生态洞藏9	生态洞藏9上调12元/瓶；42度终端零售价上调至368元/瓶，52度终端零售价上调至388元/瓶
2018年6月	生态洞藏16	生态洞藏16上调15元/瓶；42度终端零售价上调至468元/瓶，52度终端零售价上调至488元/瓶
	生态洞藏6	终端零售价上调10-20元/瓶，1X4 零售价不低于135元/瓶、520元/箱
	生态洞藏9	终端零售价上调 10-20元/瓶，1X4 零售价不低于230元/瓶、880元/箱
2019年2月	生态洞藏16	终端零售价上调 10-20元/瓶，1X4 零售价不低于335元/瓶、1280元/箱
	生态洞20	迎驾洞藏20、30升级版上市，锁定600-800元价格带
	生态洞30	
2019年7月	生态洞藏6	洞藏6/9/16每瓶有5-20元小幅提价。
	生态洞藏9	
	生态洞藏16	
	生态洞20	
2020年11月	生态洞30	洞藏20/30提价幅度较大，洞藏30提价95元/瓶
	迎驾贡酒·大师版	迎驾贡酒·大师版全球发售，定价为2180元

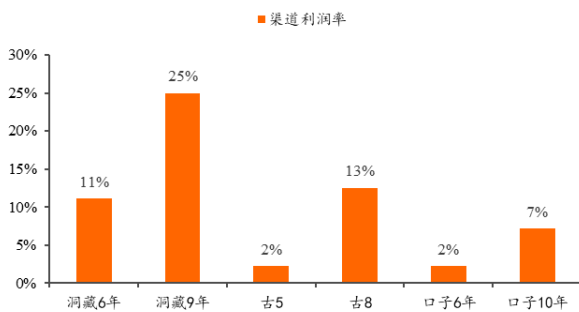
资料来源：Wind，浙商证券研究所

4.2. 渠道力：小商制、渠道扁平、餐饮实力强赋能

迎驾贡酒较强的餐饮渠道实力叠加扁平化保障为其发展奠定基础，小商（直销）助力生态洞藏实现高占有。迎驾贡酒实际上在渠道力方面较强，特别在餐饮酒店方面（部分地区覆盖率可超越古井、口子），较强的渠道力为其发展奠定基础。另外，生态洞藏上市初期由百川商贸和迎盛联营公司分别代理，采取全渠道覆盖、向团购渠道倾斜方式，同时区别于运作迎驾金星、银星，迎驾贡酒采取提升直销比例（小商，即发展终端烟酒店成为经销商）以提升终端掌控力，实现生态洞藏的渠道铺设。

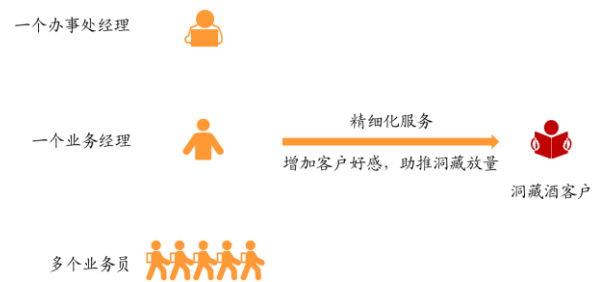
相较于竞品，洞藏系列价格渠道利润高，渠道推力足。针对核心培育的洞藏系列，公司采取了较多营销渠道方面针对性举措以帮助推广落地，比如采取“1+1+1+N”的服务模式；持续推进“千商千万”工程；设立销售安徽迎驾洞藏酒销售公司（2017年）；加大对洞藏系列市场费用的聚焦投放；加速核心终端网点、核心消费者培育的“双核建设”等。另外，给予洞藏系列更高渠道利润以增强渠道推力——据渠道反馈，由于洞藏系列推出时间较晚，价格体系尚未透明，目前渠道利润率较高，洞藏6年渠道利润率达11%，洞藏9年渠道利润率达25%，显著高于古5、古8、口子6年和口子10年。

图 56：洞藏系列渠道利润率相对较高



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 57：“1+1+1+N”的服务模式示意图



资料来源：Wind，浙商证券研究所

4.3. 市场：深耕省内市场，积极开拓洞藏重点市场

深耕六安基地市场，聚焦三省核心市场，打造洞藏重点市场。迎驾贡酒地处六安，在其基地市场市占率居首，此外，省内开拓合肥作为战略市场，省外开拓江苏南京、上海作为战略市场。当前公司正加速市场拓展，2019年安徽市场已全面布局至区/县，江苏市场已全面布局至地级市，并积极推进渠道的下沉。此外，迎驾贡酒销售公司在“223”营销战略中特别提出打造洞藏重点市场，将资源聚焦于洞藏系列，加速洞藏系列的放量和培育。

省内省外均处于稳步扩张状态。自2015年公司推出生态洞藏系列以来，2015-2019年省内营收复合增速为7.26%，省外营收复合增速为6.61%，处于持续的稳步扩张态势。从经销商数量来看，2016年以来迎驾贡酒省内外经销商数量扩张迅猛，2016-2020Q3省内经销商数量的复合增速为17.99%，省外经销商数量的复合增速为12.25%，省内省外经销商数量的快速增长为公司深耕省内市场、继续开拓省外市场奠定基础。

4.4. 复盘与展望：产品战略正确，生态洞藏收入可达 50%

我们通过对标安徽省内酒企，分析其发展路径，认为：

1) 从产品矩阵角度来看：迎驾贡酒的宽产品线布局利于承接未来梯次消费升级，而大单品战略更适用于高端酒企；

2) 从消费升级角度来看：迎驾贡酒推出的生态洞藏系列卡位安徽省主流价位带，已跟上省内消费升级速度；

3) 从发展速度来看：我们通过对标古井贡酒，发现生态洞藏系列收入占比提升速度及绝对规模发展速度均具强竞争力，未来 50% 的收入占比可期。

4.4.1 产品矩阵：宽产品线利于承接未来梯次消费升级

宽产品线 VS 大单品战略——迎驾贡酒采取宽产品线布局全价格带战略正确

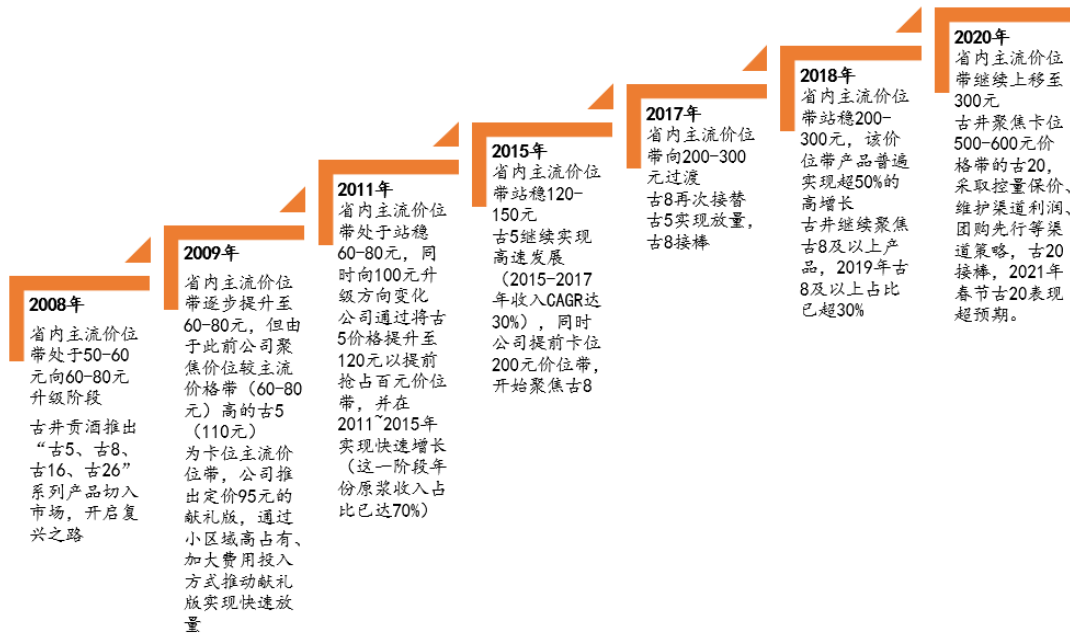
1) 大单品战略并不适合非高端酒品牌。大单品战略的目标为实现单品规模化，但大众酒市场竞争激烈，在达到一定规模后容易走向产品成熟期；其次，大众酒本质上需不断提升品牌价值，但大单品规模化后对品牌价值提升的贡献度有限（比如徽酒的“三年喝倒一个牌子”，本质上就是大众定位的单品价值会随规模化降低）；第三，考虑到大众酒竞争激烈，酒企难以有时间及空间通过提价实现对品牌价值的提升，从洋河海之蓝多年来提价速度缓慢可看出这一点。

【案例】宣酒——未能在消费升级价位带上及时培育大单品。安徽宣酒集团股份有限公司前身国营宣州酒厂，建立于 1951 年，公司于 2004 年底彻底改制，改制之初，公司仅有销售额 1000 万余元，而拥有产品多达 168 种，在与特劳特合作后，确定大单品战略——截止 2012 年，公司通过精简产品线，仅剩 5 个品类，宣城以外市场则用红瓶宣酒打天下，巅峰时期规模达 26 亿元，但受产品老化、企业导向、未紧抓消费升级趋势等多方面因素影响，原本定价 98 元/瓶对标古井献礼的宣酒价格逐步下滑至 50 元/瓶，目前宣酒虽然仍为安徽地区 50 元价位带的领导者，但在更高价位上仍未出现。

2) 地方酒更适合采取多产品线战略，以承接梯次消费升级。采取产品线布局方式，而非大单品战略布局可为后续结构升级找到“抓手”，实现产品的梯次上扬。

【案例】古井贡酒——前瞻性布局接棒产品，形成产品联动放量。古井贡酒在前瞻性布局高价产品的同时，顺应省内主流消费升级价位带打造放量单品，比如献礼版、古 8、古 16、古 20 等。

图 58：古井贡酒产品联动策略



资料来源：Wind，浙商证券研究所

4.4.2 消费升级：迎驾贡实现对主流升级价位带的卡位

相较宣酒、金种子，迎驾贡酒更快的跟上了消费升级趋势。目前迎驾贡酒除了原有卡位 300 元以下价位带的迎驾金星、银星等产品，亦通过布局高价位生态洞藏系列产品完成全价位带布局，节奏较宣酒、金种子酒等安徽知名酒企更快。

表 10：迎驾贡酒更快的卡位主流价格带

时间轴	迎驾贡酒		金种子酒		宣酒	
	主要产品	单价	主要产品	单价	主要产品	单价
2010年之前	百年迎驾二星	39元（饿了么）	红花种子	37元（京东折扣价）	红宣	82元（饿了么）
	百年迎驾三星	58元（饿了么）	祥和种子	45元（饿了么）		
	百年迎驾四星	80元（饿了么）	柔和种子	72元（饿了么）		
	迎驾银星	88元（饿了么）	醉三秋地蕴	68元（饿了么）		
	迎驾金星	100元（饿了么）	醉三秋天蕴	78元（饿了么）		
2015年	生态洞藏6年	165元（京东折扣价）	金种子徽蕴6年	144元（饿了么）		
	生态洞藏9年	268元（京东折扣价）				
	生态洞藏16年	388元（京东折扣价）				
	生态洞藏20年	549元（京东折扣价）				
2016年					宣酒10	260元（饿了么）
2018年6月					宣酒6	108元（饿了么）
2019年1月	生态洞藏30年	808元（京东折扣价）				
2020年1月			醉三秋1507	798元（京东标价）		
2020年8月			馥合香鑫15	398元（公司涨价通告）		
2020年9月			馥合香鑫20	618元（公司涨价通告）		
2020年11月	迎驾贡酒·大师版	1888元（京东折扣价）			宣酒8	188元（饿了么）

资料来源：饿了么，京东，浙商证券研究所

4.4.3 发展速度：收入占比/绝对值提升速度均具竞争力

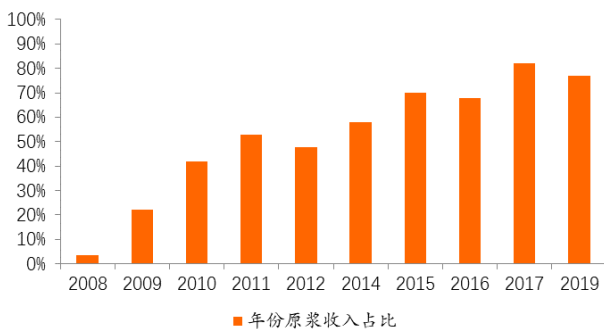
目前洞藏系列仍处于产品生命周期起步阶段，具有较强市场竞争力。生态洞藏系列中的洞藏6年和洞藏9年为公司主推产品（零售价分别为168元、268元），主要面向县级市场，洞藏16年和洞藏20年（零售价分别为388元、549元）为公司培育产品，主要面向省会城市等战略市场。据经销商反馈，2020年虽然有疫情的影响，但生态洞藏系列在2020前三季度同比增长超50%，预计全年体量将超10亿元，收入占比有望超30%，具体来看：

收入占比及绝对值：对标年份原浆，生态洞藏系列体量具竞争力

古井贡酒于08/09年先后导入古5、献礼版两款产品，此时合肥地区主流产品为高炉家的家酒（70-80元）、迎驾银星（70-80元）、口子5年（80元），凭借精准的价格切入、高渠道利润、三通工程推进，上市3年后，献礼版在合肥实现快速增长，并在安庆淮南等地区高速推进，与古5形成分庭抗礼之势；2014年随着消费升级趋势延续，古5收入超越献礼，当前古5及献礼均已成为规模超5亿的大单品。

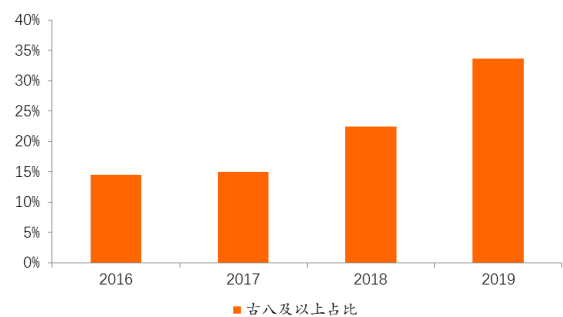
年份原浆收入及收入占比：古井贡酒年份原浆献礼版上市后2-3年，收入占年份原浆系列收入比超50%，2015年献礼版收入被5年超越（分别约为12.3/16.4亿元，占白酒收入比为24%、32%）；古20自18年上市后，卡位主流价位带实现快速发展，目前古8及以上占比超30%。

图 59：年份原浆收入占比情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

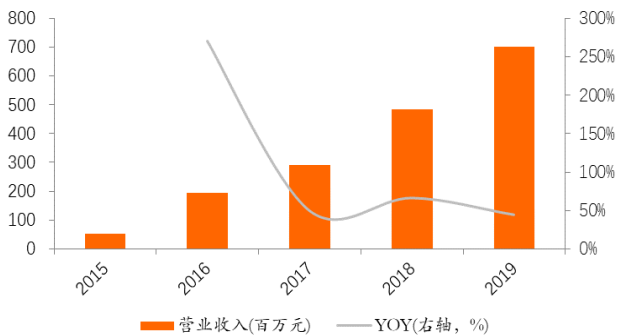
图 60：古8及以上近年来收入占比不断提升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

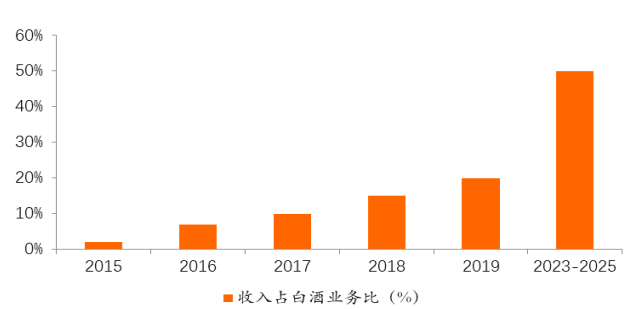
生态洞藏收入占比：生态洞藏自上市后，收入占白酒业务比实现快速提升——生态洞藏系列收入从2015年的0.51亿元提升至2020年的超10亿元；收入占比从2015年的2%提升至2020年的约30%，其中洞6收入占生态洞藏系列比约为40%，洞6及以上收入占比可达70%。

图 61：生态洞藏近年来规模发展迅速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 62：产品结构持续升级，3-5 年洞藏收入占比有望达 50%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

总体来看：我们认为产品系列形成一定规模后，便会拥有发展势能，生态洞藏系列无论从收入/收入占比/单品发展速度来看，均具较强竞争力（比如古井贡酒顺应价位升级，推出了 2-3 年的古 20 目前体量约为 5 亿元，而洞 16 及以上产品上市 4 年，亦有 4 个亿元左右的体量，这背后是其较强的渠道力及品牌力），我们预计未来 3-5 年生态洞藏系列收入占比可达 50%。

5. 盈利预测及估值分析

5.1 盈利预测

假设：

- 1) **白酒板块销量端：**公司前期依靠中低端产品实现发展，随着生态洞藏系列于 2015 年上市，中高端产品迎来放量期，2019 年中高度端产品销量占总销量比约为 40%，虽然 2020 年公司受疫情影响明显，但随着公司加大对生态洞藏系列的投入，预计中高价位销量增长为大趋势：我们预计 2020-2022 年白酒板块销量增速分别为 -11%、+15%、+15%，其中中高价位酒销量增速分别为 8%、32%、28%。
- 2) **白酒板块利润端：**在消费升级趋势延续背景下，公司产品结构将呈持续上升趋势，其中低端产品吨价预计保持稳健，中高端产品吨价保持增长，考虑到 2020 年受疫情影响，白酒板块吨价出现下降；2021-2022 年产品结构提升叠加提价为发展主线，2020-2022 年白酒板块吨价增速分别为 9%、10%、7%，其中中高价位酒吨价增速分别为 0%、2%、2%。

迎驾贡酒生态洞藏系列所处的次高端酒赛道享受扩容红利，公司将通过继续聚焦生态洞藏系列方式提升盈利能力。考虑到 2020 年公司受疫情影响，预计 2020-2022 年收入增速分别为 -3%、24%、22%；归母净利润增速分别为 5%、37%、32%；EPS 分别为 1.2/1.7/2.2 元/股；PE 分别为 31/23/17 倍。长期看业绩成长性强，当前估值具有性价比，首次覆盖给予买入评级。

表 11: 迎驾贡酒业务拆分

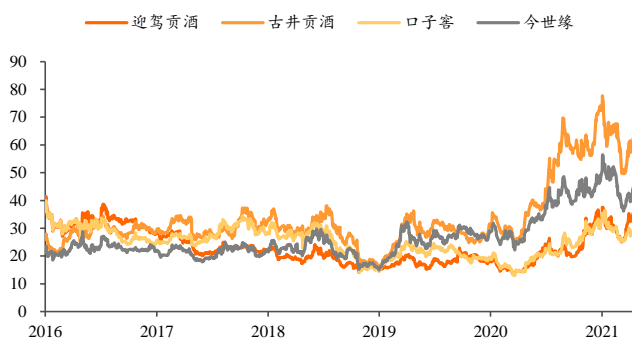
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
白酒业务						
营业收入(百万元)	2901	3223	3505	3391	4265	5276
YOY (%)	4%	11%	9%	-3%	26%	24%
销量(千升)	43719	48271	47085	41727	47871	55101
YOY (%)	-7%	10%	-2%	-11%	15%	15%
吨价(万元/千升)	7	7	7	8	9	10
YOY (%)	12%	1%	12%	9%	10%	7%
毛利率 (%)	64%	65%	68%	70%	73%	76%
中高档白酒						
营业收入(百万元)	1,708	1,928	2,311	2,496	3,369	4,380
YOY (%)	12%	13%	20%	8%	35%	30%
毛利率 (%)	71%	72%	74%	76%	78%	80%
洞藏系列						
营业收入(百万元)	290	483	700	1,013	1,723	2,584
YOY (%)	50%	67%	45%	45%	70%	50%
其他系列						
营业收入(百万元)	1,418	1,444	1,611	1,482	1,646	1,796
YOY (%)	7%	2%	12%	-8%	11%	9%
普通白酒						
营业收入(百万元)	1,193	1,295	1,194	896	896	896
YOY (%)	-6%	9%	-8%	-25%	0%	0%
毛利率 (%)	54%	54%	54%	52%	53%	54%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

5.2 估值分析

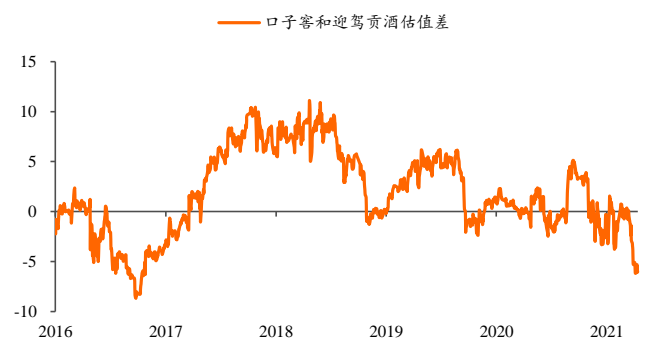
纵向来看,截止 2021 年 4 月 16 日收盘,迎驾贡酒市盈率 PE (TTM) 为 36 倍,与其 2016 年 1 月的估值水平相当。横向来看,迎驾贡酒 2020/2021/2022 年对应 PE 为 31/23/17 倍,同为安徽地产酒企且市值相仿的口子窖 2020/2021/2022 年对应 PE 为 28/23/19 倍,迎驾贡酒估值与口子窖 PE 水平接近。考虑到迎驾贡酒产品结构持续升级,生态洞藏表现或超预期,有望达到 50%的收入占比,未来迎驾贡酒业绩增速弹性大,估值仍有提升空间。预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.2、1.7、2.2 元/股; PE 分别为 31.4、23.0、17.3 倍。

图 63: 区域性酒企估值情况,迎驾贡酒估值相对较低



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 64: 口子窖与迎驾贡酒估值差



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表 12：可比上市公司盈利预测及估值表

日期	2021/4/16	收盘价 (元)	总市值(亿 元)	EPS (TTM)	市盈率 (TTM)	EPS			PE		
证券代码	证券简称					20E	21E	22E	20E	21E	22E
000596	古井贡酒	235.0	1,183.3	3.8	62.5	4.2	5.3	6.4	56.4	44.2	36.6
603589	口子窖	63.4	380.4	2.1	29.5	2.3	2.8	3.3	27.6	22.8	19.4
002304	洋河股份	159.7	2,406.7	5.0	32.2	5.0	5.6	6.5	32.1	28.4	24.6
603369	今世缘	52.7	661.1	1.2	44.7	1.2	1.5	1.9	42.6	34.0	27.6
603919	金徽酒	38.2	193.5	0.7	58.4	0.7	0.8	0.9	58.7	50.4	41.3
600702	ST舍得	108.1	363.3	1.5	70.4	1.6	2.1	2.7	68.7	52.6	40.7
600779	水井坊	105.1	513.3	1.5	70.2	1.5	2.2	2.8	70.1	48.4	37.4
平均值									50.9	40.1	32.5
603198	迎驾贡酒	38.3	306.7	1.1	35.6	1.2	1.7	2.2	31.4	23.0	17.3

资料来源：Wind，浙商证券研究所

风险提示

国内疫情二次爆发，影响白酒整体动销；

高端酒动销情况不及预期；

管理层变动风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4938	5020	5935	7417
现金	835	999	1470	3001
交易性金融资产	1288	719	1003	861
应收账款	48	125	117	121
其它应收款	6	9	11	12
预付账款	8	6	6	7
存货	2698	2455	2714	2956
其他	54	707	613	458
非流动资产	2031	2370	2637	2670
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1474	1564	1695	1801
无形资产	119	117	112	106
在建工程	306	565	692	633
其他	132	124	137	130
资产总计	6969	7389	8571	10087
流动负债	2117	1936	2214	2477
短期借款	0	0	0	0
应付款项	676	593	672	729
预收账款	406	486	573	678
其他	1036	856	969	1071
非流动负债	87	72	78	79
长期借款	0	0	0	0
其他	87	72	78	79
负债合计	2204	2008	2292	2556
少数股东权益	17	18	19	21
归属母公司股东权	4748	5364	6260	7509
负债和股东权益	6969	7389	8571	10087
现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	925	336	1487	1987
净利润	931	977	1338	1771
折旧摊销	164	107	121	136
财务费用	(9)	(9)	(14)	(29)
投资损失	(75)	(62)	(70)	(69)
营运资金变动	1223	(918)	370	403
其它	(1310)	241	(258)	(225)
投资活动现金流	(244)	178	(590)	35
资本支出	(154)	(447)	(370)	(172)
长期投资	0	0	0	0
其他	(90)	625	(221)	206
筹资活动现金流	(552)	(351)	(426)	(491)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(552)	(351)	(426)	(491)
现金净增加额	128	164	471	1531

利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3777	3663	4537	5547
营业成本	1346	1225	1354	1475
营业税金及附加	584	567	702	858
营业费用	463	443	549	674
管理费用	188	154	181	214
研发费用	26	25	32	39
财务费用	(9)	(9)	(14)	(29)
资产减值损失	0	(1)	(2)	(2)
公允价值变动损益	(10)	(10)	(10)	(10)
投资净收益	75	62	70	69
其他经营收益	22	15	17	18
营业利润	1265	1327	1812	2395
营业外收支	(13)	(13)	(13)	(14)
利润总额	1252	1314	1799	2381
所得税	321	337	461	610
净利润	931	977	1338	1771
少数股东损益	1	1	2	2
归属母公司净利润	930	976	1336	1769
EBITDA	1404	1407	1901	2484
EPS (最新摊薄)	1.2	1.2	1.7	2.2
主要财务比率				
	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	8.3%	-3.0%	23.8%	22.3%
营业利润	20.9%	4.9%	36.6%	32.2%
归属母公司净利润	19.5%	4.9%	36.9%	32.4%
获利能力				
毛利率	64.4%	66.6%	70.2%	73.4%
净利率	24.7%	26.7%	29.5%	31.9%
ROE	20.4%	19.2%	22.9%	25.6%
ROIC	19.4%	18.0%	21.1%	23.3%
偿债能力				
资产负债率	31.6%	27.2%	26.7%	25.3%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.3	2.6	2.7	3.0
速动比率	1.1	1.3	1.5	1.8
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6
应收帐款周转率	73.5	67.1	69.8	73.7
应付帐款周转率	2.7	2.6	2.9	2.8
每股指标(元)				
每股收益	1.2	1.2	1.7	2.2
每股经营现金	1.2	0.4	1.9	2.5
每股净资产	5.9	6.7	7.8	9.4
估值比率				
P/E	33.0	31.4	23.0	17.3
P/B	6.5	5.7	4.9	4.1
EV/EBITDA	9.9	20.6	14.8	10.8

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>