

中国生态酿酒引领者

迎驾贡酒(603198)

► 中国生态酿酒的倡导者和引领者

公司产地位于中西部地区首个国家级生态县——安徽省霍山县，拥有独特的酿造工艺以及得天独厚的酿酒环境，被誉为中国生态白酒领军品牌，是中国生态酿酒的倡导者和引领者。

► 省内具备消费升级条件，策略开始转向高端

近年安徽省经济持续高速增长，显著高于全国平均水平，为消费升级提供必要条件。随着消费升级浪潮，未来安徽省白酒主流价格带将上升至200元左右，作为省内第二大浓香型白酒企业，公司基酒储藏优势显现，高度聚焦核心区域，核心价格带逐步转向高端，并通过渠道扩张提升市场份额。

► 战略明确，十四五目标百亿，期待新发展

2021年公司发布了“223”营销战略、集团“424”发展战略和“十四五”规划目标，预计到2025年销售额将突破100亿，另外除白酒外，迎驾集团也在进行副水、生态旅游、中药材石斛等相关多元化布局，为公司提供增量。

投资建议

预计2021-2023年公司营业收入分别为41.23/49.14/58.48亿元，同比+19.4%/+19.2%/+19.0%，归母净利润分别为11.68/14.22/17.26亿元，同比+22.5%/+21.8%/+21.4%，EPS分别为1.46/1.78/2.16元/股，对应PE为27/22/18倍。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

经济复苏情况不及预期；酱香型白酒挤占浓香型白酒市场份额；市场竞争加剧；食品安全问题等。

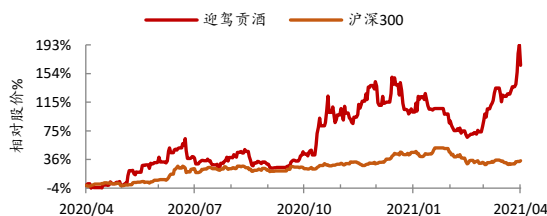
盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,777	3,452	4,123	4,914	5,848
YoY (%)	8.3%	-8.6%	19.4%	19.2%	19.0%
归母净利润(百万元)	930	953	1,168	1,422	1,726
YoY (%)	19.5%	2.5%	22.5%	21.8%	21.4%
毛利率 (%)	64.4%	67.1%	68.0%	69.2%	70.5%
每股收益(元)	1.16	1.19	1.46	1.78	2.16
ROE	19.6%	18.5%	21.8%	24.8%	27.2%
市盈率	33.38	32.57	26.59	21.84	17.99

资料来源: wind, 华西证券研究所

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	43.13
股票代码:	603198
52周最高价/最低价:	49.31/15.95
总市值(亿)	345.04
自由流通市值(亿)	345.04
自由流通股数(百万)	800.00



证券分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520040004
联系电话: 010-59775343

联系人: 王厚

邮箱: wanghou@hx168.com.cn
SAC NO:
联系电话: 010-59775343

正文目录

1. 中国生态酿酒的倡导者和引领者	4
1.1. 历史传承、独有工艺和优良环境成就精品迎驾	4
1.2. 公司股权集中，管理层长期稳定	5
1.3. 短期受到疫情影响，但长期收入利润趋势向好	5
2. 省内消费升级趋势明显，价格带提升至百元	7
2.1. 省内地产酒竞争激烈，目前形成“一超两强”竞争格局	7
2.2. 地产酒强势划分领地，主流价格带竞争激烈	8
2.3. 浓香为省内白酒消费主流，消费升级趋势明显	10
3. 洞藏系列契合未来主流价格带，伴随渠道发力优势显现	11
3.1. 聚焦优势大单品洞藏系列，持续发力高端产品	11
3.2. 聚焦核心市场，积极拓展省外市场	14
3.3. 中国生态白酒领军品牌	16
4. 战略明确，十四五目标百亿，迎驾新发展值得期待	16
5. 投资建议	17
6. 风险提示	18

图表目录

图 1 公司发展历程	4
图 2 泥地老窖	4
图 3 厂区全景	4
图 4 公司股权结构	5
图 5 公司收入和归母净利润情况（亿元）	6
图 6 公司省内外收入情况（亿元）	6
图 7 公司费用率情况（%）	6
图 8 公司盈利能力（%）	6
图 9 公司高低端产品收入情况（亿元）	7
图 10 公司高低端产品毛利率对比（%）	7
图 11 2011-2020 年古井贡酒、迎驾贡酒和金种子酒收入对比（亿元）	7
图 12 安徽省内不同区域价格带分布情况	9
图 13 安徽省主城区市场规模及主要消费品牌	9
图 14 2014-2018 年各香型白酒市场份额（%）	10
图 15 2019 年主要白酒消费城市或省份香型占比（%）	10
图 16 2015-2020 年全国和安徽省 GDP 增速情况（%）	11
图 17 安徽省及全国人均可支配收入（元）	11
图 18 2019 年全国城镇化率（%）	12
图 19 安徽省城镇及农村居民人均可支配收入（元）	12
图 20 安徽省各品牌白酒线下销售额（万元）	14
图 21 迎驾与口子窖半成品储备情况（亿元）	14
图 22 省内外经销商情况（个）	15
图 23 销售人员情况（人）	15
图 24 徽酒企业省外收入对比（亿元）	15
图 25 公司省外毛利率情况（%）	15
图 26 广告宣传费（亿元）	16
图 27 公司广告宣传活动	16

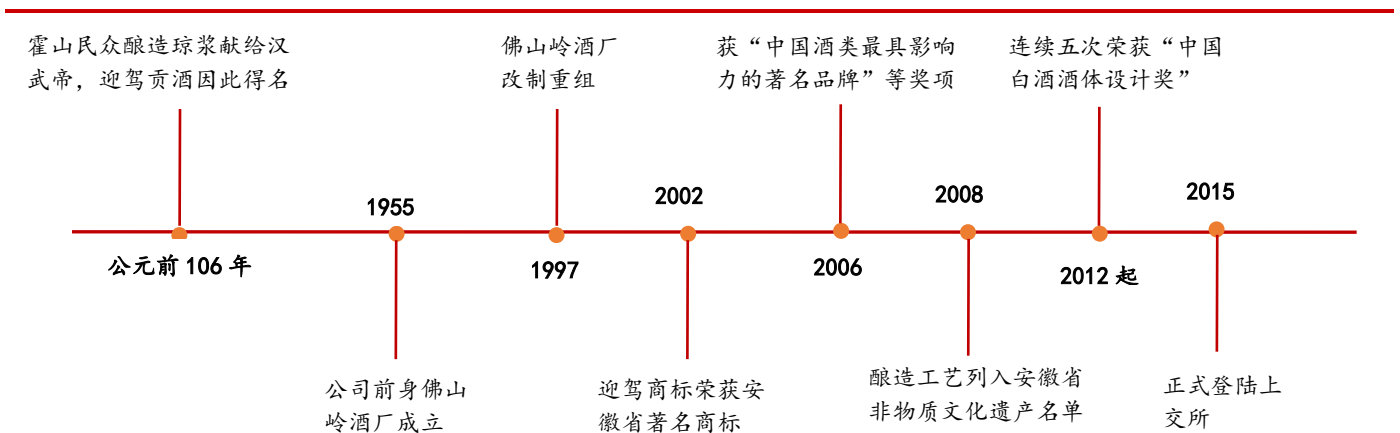
表 1 2019 年合肥区域白酒市场情况（亿元）	8
表 2 安徽省不同价格带主要产品	10
表 3 公司主要产品及价格	11
表 4 安徽省光瓶酒市场情况	12
表 5 安徽省光瓶酒各价格带主要品牌	13
表 6 洞藏系列提价回顾	13
表 7 专设销售公司负责不同系列产品，组织结构更加扁平化	14
表 8 公司 2020 年合肥渠道端情况	14
表 9 品牌荣誉	16
表 10 公司预测关键假设（百万元）	17
表 11 可比公司估值对比	17

1. 中国生态酿酒的倡导者和引领者

1.1. 历史传承、独有工艺和优良环境成就精品迎驾

公元前 106 年，汉武帝训猎霍山，官民至此迎武帝大驾。美人捧涿水精酿琼浆献之，帝饮后大悦。后敕封南岳，狩猎山林。古镇“迎驾厂”即源于此，迎驾贡酒也因此得名。1955 年公司前身佛山岭酒厂成立，1997 年改制重组进而发展成为迎驾酒业。2002 年迎驾商标荣获安徽省著名商标。2006 年在全国名酒博览会暨中国酒业高峰论坛年会上公司获“全国名酒博览会金奖”、“中国酒类最具影响力的著名品牌”。2008 年酿酒工艺列入安徽省非物质文化遗产名单。2012 年起公司连续五次荣获“中国白酒酒体设计奖”，被誉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，华西证券研究所

图 2 泥地老窖



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 3 厂区全景



资料来源：公司官网，华西证券研究所

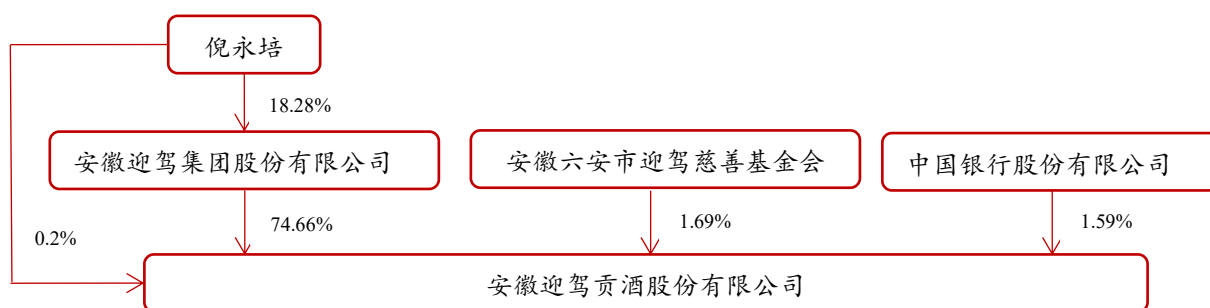
独有工艺精心酿造、贮酒环境得天独厚成就精品迎驾。公司产地位于中西部地区首个国家级生态县、首批国家级生态保护与建设示范区——安徽省霍山县。位于北纬 30 度线附近的大别山腹地、东涿河上游的霍山县，是中国天然氧吧、中西部第一个国家生态县，气候温暖湿润，年均气温 15℃，年均降水 1500mm，森林覆盖率 76% 以上，全年空气质量优良率保持在 97% 以上，拥有适合酿酒的自然生态环境。

公司拥有大型优质曲酒生产基地，基酒产能 4 万吨，白酒储存能力 30 万吨。采用传统酿造工艺，从原粮进厂到成品酒出厂历经 69 道传统工艺，中温包大曲为糖化发酵剂，在泥池老窖中 90 天左右长周期生态发酵后，原酒封藏于黄岩洞。洞内常年保持 20℃的气温和 85%的湿度，冬暖夏凉。而且洞内岩壁富含水分，空气流通。适宜的温度、湿度与微生物群落形成了优良的贮酒环境，对酒的老熟生香起到不可替代的促进作用。

1.2. 公司股权集中，管理层长期稳定

管理层长期持股，股权结构集中。公司第一大股东为安徽迎驾集团股份有限公司，持股 74.66%，公司实际控制人为公司董事长、“中国酿酒大师”倪永培，直接持有 0.2%公司股份，通过持有安徽迎驾集团股份有限公司 18.28%的股份间接持有 13.65%公司股份。倪永培先生 1970 年进佛子岭酒厂，1986 年出任厂长，2003 年至今任迎驾集团董事长兼总裁。

图 4 公司股权结构



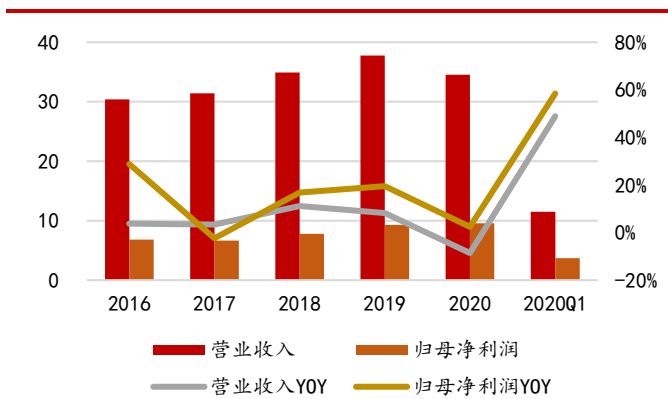
资料来源：wind，华西证券研究所

1.3. 短期受到疫情影响，但长期收入利润趋势向好

2020 年公司业绩受到疫情短期影响，但是不影响长期趋势，2021 年业绩有望恢复稳健增长。公司主营业务白酒长期以来收入占比超过 90%，主营业务稳定。2018-2020 年公司实现营业收入 34.89/37.77/34.52 亿元，同比+11.17%/+8.26%/-8.60%。其中，2020Q4 公司实现营业收入 12.22 亿元，同比+8.34%；2021Q1 实现营业收入 11.48 亿元，同比+48.90%。2020 年收入下滑主因新冠肺炎疫情导致的国内经济下行压力持续增加，餐饮和宴席等消费场景均受到极大限制等因素。2020H2 国内疫情影响逐渐消退，公司业绩也逐渐恢复正常增长水平。公司基本面良好，疫情不影响公司长期业绩增长趋势，预计 2021 年公司业绩有望恢复至正常增长水平。

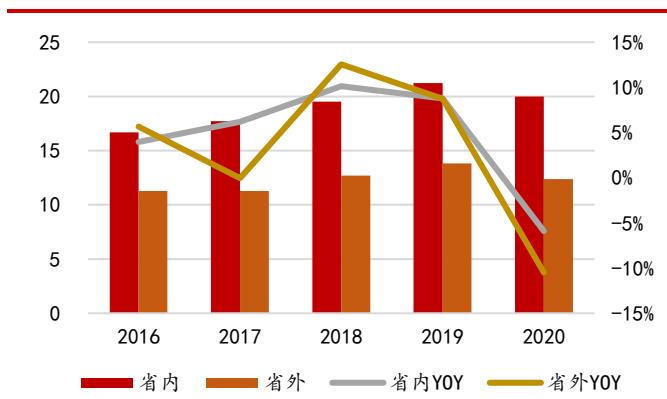
省内外共同发展，为公司提供广阔发展空间。2020 年公司省内外分别实现收入 19.98/12.37 亿元，分别同比-5.90%/-10.49%。公司省内外收入占比长期维持在 6:4。在省内，公司是第二大白酒企业，产品和品牌基础牢固；在省外，公司市场主要集中在江苏、上海以及京津冀等地区，省外市场情况良好，与省内共同发展。

图5 公司收入和归母净利润情况（亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图6 公司省内外收入情况（亿元）

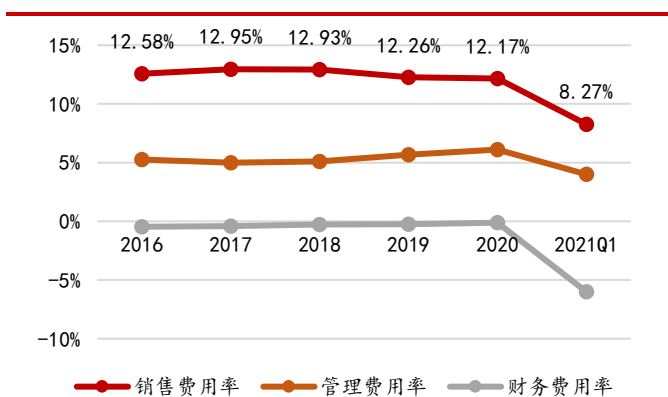


资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司费用率基本保持稳定，盈利能力随公司高端产品放量逐渐提升。2018-2020年公司毛利率分别为 60.92%/64.36%/67.13%，同比+0.29/+3.43/+2.78pct；销售费用率分别为 12.93%/12.26%/12.18%，同比-0.03/-0.66/-0.08pct；公司管理费用率 4.68%/4.97%/4.97%。同比-0.31/-0.29/-0.00pct。其中2020Q4公司毛利率为 70.41%，同比+1.57pct；销售费用率 7.15%，同比-1.31pct；管理费用率 4.23%，同比-1.03pct。2021Q1 公司毛利率 69.68%，同比-2.39pct；销售费用率 8.27%，同比-4.71pct；管理费用率 4.00%，同比-0.92pct。

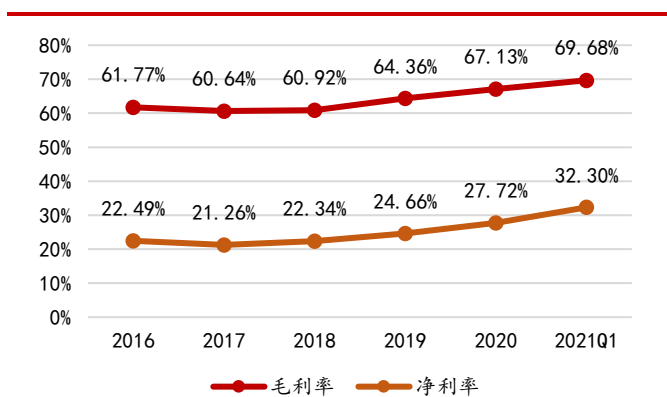
公司毛利率近年来加速提升，一方面因为中高档白酒和普通白酒毛利率均有所提升（分别从2016年的 73.23%/56.31%提升至2020年的 76.54%/57.48%），另一方面因为中高档白酒销售占比逐渐提高（从2016年的 50.13%提升至2020年的 61.63%），带动公司整体盈利能力提升。2021Q1 公司毛利率下滑主因销量增加导致的成本上升和新会计准则剥离运输费用至成本导致。销售费用率长期基本保持稳定，2020 年有小幅下降主要因为公司广告宣传费同比-8.13%和会计准则变更导致。综上，公司2018-2020 年实现归母净利润 7.79/9.30/9.53 亿元，同比+16.81%/+19.49%/+2.47%；其中，2020Q4 实现归母净利润 4.21 亿元，同比+27.72%；2021Q1 实现归母净利润 3.69 亿元，同比+58.45%。

图7 公司费用率情况（%）



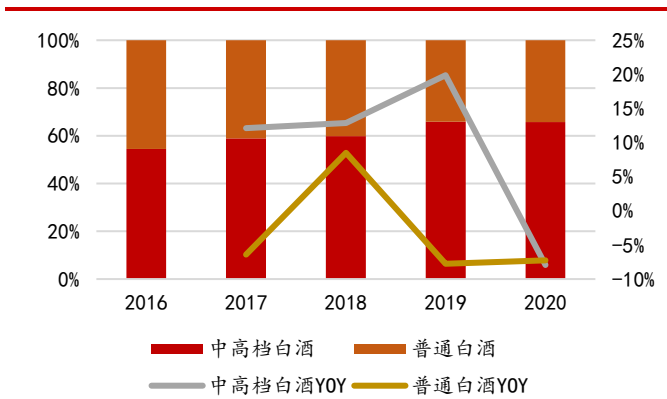
资料来源：wind，公司公告，华西证券研究所

图8 公司盈利能力（%）



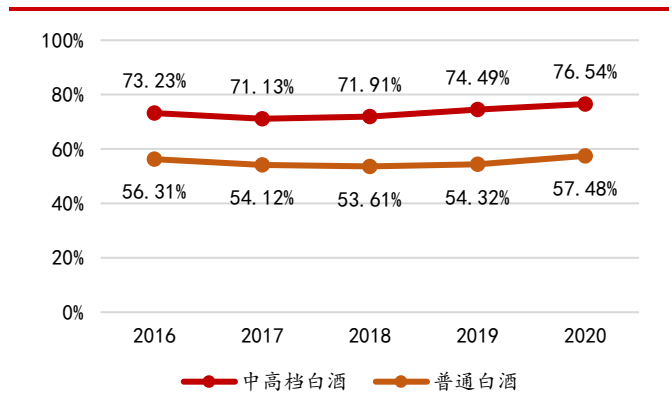
资料来源：wind，公司公告，华西证券研究所

图9 公司高低端产品收入情况（亿元）



资料来源：wind，公司公告，华西证券研究所

图10 公司高低端产品毛利率对比（%）



资料来源：wind，公司公告，华西证券研究所

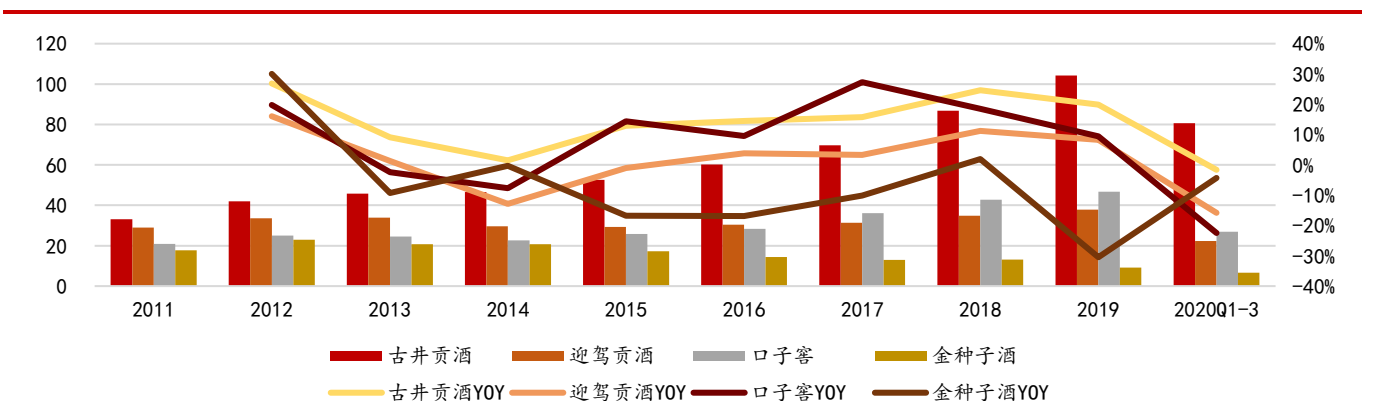
2. 省内消费升级趋势明显，价格带提升至百元

2.1. 省内地产酒竞争激烈，目前形成“一超两强”竞争格局

地产酒集中省内市场，“一超两强”格局显著。安徽作为白酒销售大省，省内知名白酒企业众多，除古井贡酒、迎驾贡酒和口子窖三大龙头外，还有金种子酒、宣酒、高炉家酒等众多有一定规模和实力的白酒企业。复盘徽酒的发展历史我们发现，正是由于省内白酒消费需求旺盛，才促进了省内白酒品牌集中在本土发展和竞争。因此，徽酒的竞争格局更偏向于省内地产酒之间的竞争，鲜少有全国化布局的酒企。

复盘省内白酒竞争格局，从收入情况来看，省内由“双寡头”竞争格局（迎驾贡酒和古井贡酒）转变为目前的“一超两强”竞争格局。2009年古井贡酒开始实施“三通工程”深度分销，加大市场投放力度，与经销商深度合作推进渠道扁平化，通过点-线-面-体的方式逐渐推进市场，在2011年实现收入反超成为徽酒龙头。口子窖后来居上，通过高质量产品吸引消费者、“盘中盘”体系深度绑定渠道经销商，在2017年超越公司成为徽酒“两强”之一。近年来，公司也通过成立四大销售公司分管不同系列产品和完善激励机制（“过程+结果”双重考核机制）调整销售结构，提升渠道竞争力，抢占竞争对手市场份额。

图11 2011-2020年古井贡酒、迎驾贡酒和金种子酒收入对比（亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.2. 地产酒强势划分领地，主流价格带竞争激烈

安徽省整体白酒消费量大，但是消费量、主流价格带不同区域差别明显。

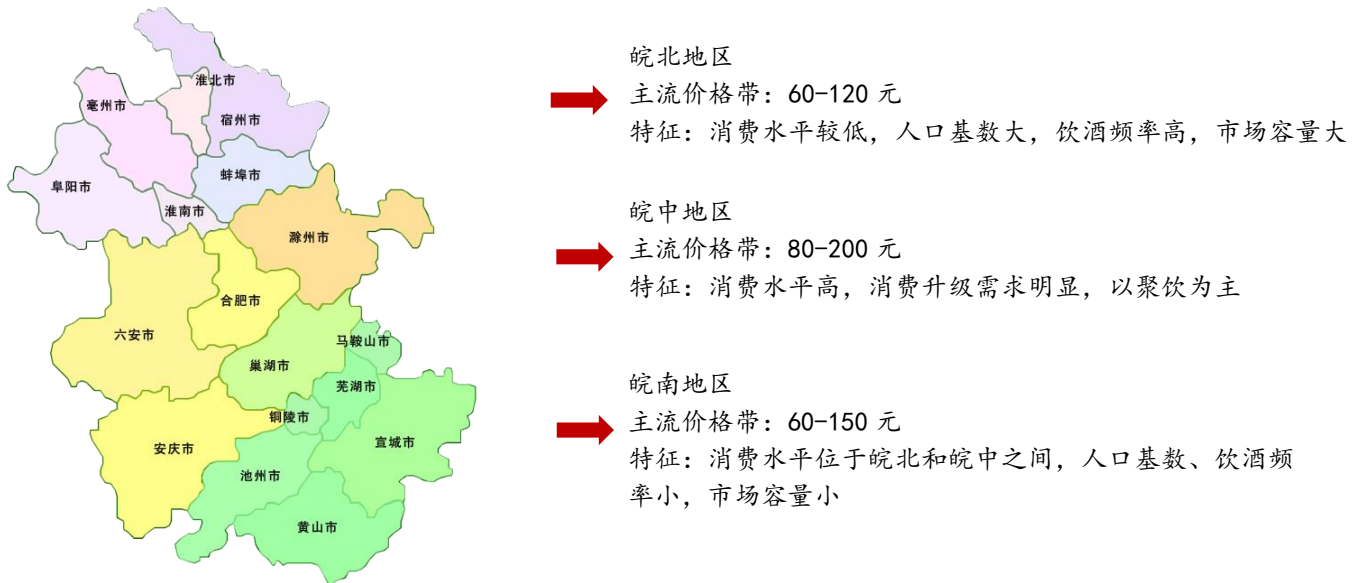
- 1) **皖南**：我们认为皖南白酒消费主流价格在 60-150 元，消费档次介于皖北和皖中之间。但是由于人口数量相对较少、单次饮酒量较低、消费频率相对较低，因此市场容量在三个地区中最小。
- 2) **皖中**：由于省会合肥市坐落于皖中，区域整体经济水平和消费水平最高，消费升级趋势明显，目前合肥地区喜宴和商务宴请价格带基本在 200 元以上，价格带集中在 80-200 元。根据酒食汇的数据，合肥地区 2019 年市场规模达到 70 亿元，占安徽省白酒市场规模 20%+。同时，安徽省次高端和高端白酒的消费额超过一半集中在合肥地区。合肥白酒消费引领区域整体白酒消费环境，单次饮酒量和消费频次较高，预计市场容量介于皖南和皖北之间。
- 3) **皖北**：经济基础较弱，消费水平较低，因此白酒消费价格带集中在 60-120 元，但人口基数、饮酒频率和单次饮酒量较多，因此市场容量最大。

表 1 2019 年合肥区域白酒市场情况 (亿元)

品牌	2019 年销售额	备注
古井贡酒	约 30 亿元	包含系列酒
口子窖	约 4 亿元	
迎驾贡酒	2+亿元	
贵州茅台	约 8 亿元	包含系列酒
五粮液	约 10 亿元	包含系列酒
泸州老窖	约 1 亿元	含国窖 1573
洋河	约 1.4 亿元	仅市区
剑南春	0.8-1 亿元	
郎酒	0.3 亿元	不含青花郎
宣酒	约 3 亿元	
习酒	0.7-0.8 亿元	
光瓶酒	约 3 亿元	仅市区
小酒+保健酒	约 4 亿元	
金种子、高炉家、今世缘、汾酒、舍得等	约 3 亿元	
合计	约 70 亿元	

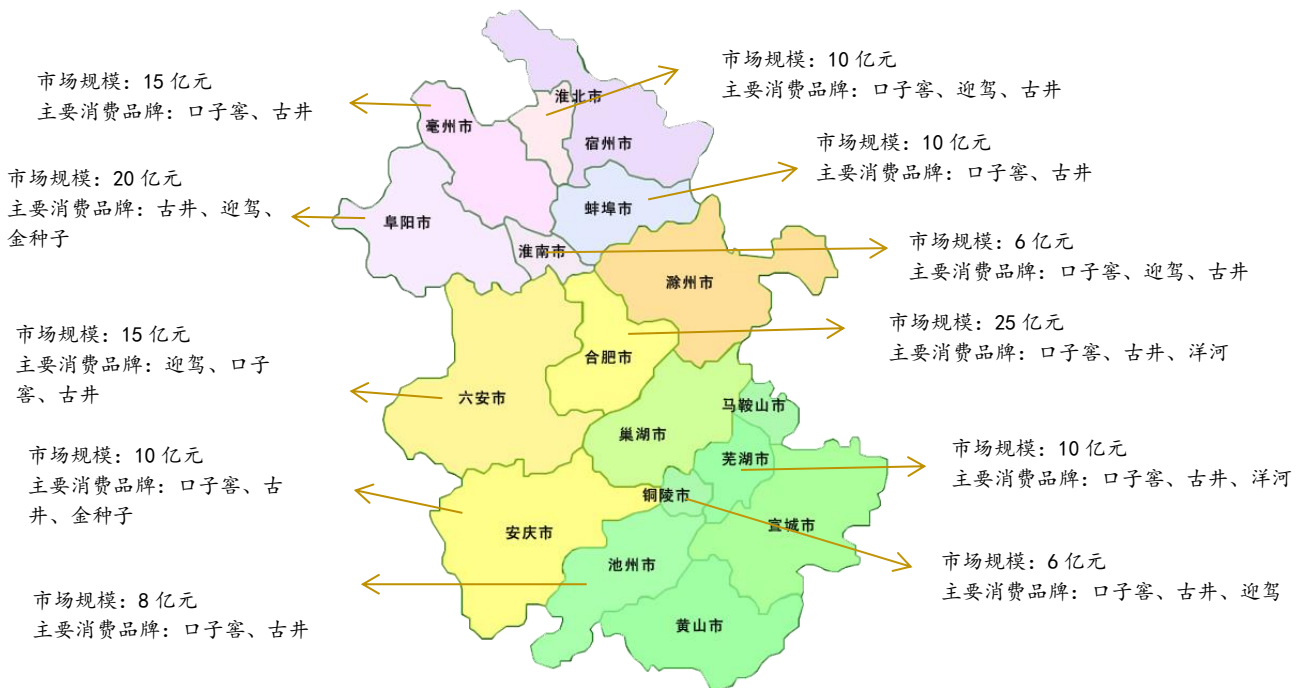
资料来源：酒食汇，华西证券研究所

图 12 安徽省内不同区域价格带分布情况



资料来源：前瞻产业研究院，华西证券研究所

图 13 安徽省主城区市场规模及主要消费品牌



资料来源：中国产业信息网，佳酿网，华西证券研究所

省内价格主流带已上升至 200 元左右，各价格带竞争激烈。安徽省作为白酒消费升级的典型市场，价格带从 2015 年开始发生了明显的变化。我们判断，当前主流白酒消费价格带已逐步从 80-100 元提升到 200 元左右，200-300 元价格带已进入黄金发展期，300-400 元价格带体量明显提升，价格带呈跃迁式变化。省内价格带分为三层，省内品牌优势集中在次高端和中端价格带，茅台、五粮液、泸州老窖、剑南春、洋河等全国性名酒在安徽省内主要布局 300 元以上价格带，且 300 元以上价格带竞争优势强于省内本土品牌。低端 30 元以下市场被牛栏山、老村长等大规模低端酒掌控。各

酒企发力不同价格带，希望通过占据主攻价格带市场份额完成扩张，各价格带竞争愈发激烈，已进入白热化阶段。

表 2 安徽省不同价格带主要产品

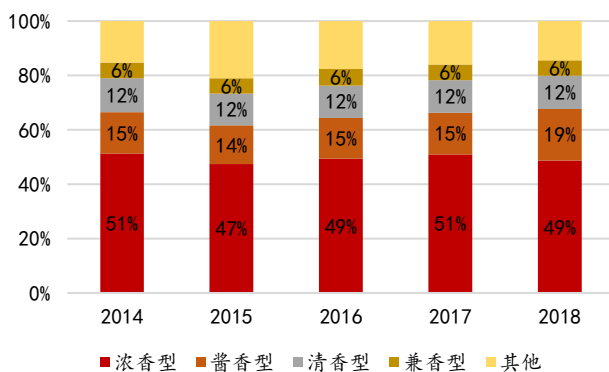
品牌/价格带	50 元以下	100-300 元	300 元以上
古井贡酒	古井系列酒	献礼版、幸福版、古 5/8、老名酒 V6/V9	古 16/20/26
口子窖	口子酒	口子 5 年/6 年/10 年	口子 20/30
迎驾贡酒	迎驾古坊/糟坊	迎驾金星、洞 6/9	洞藏 16/20/30
金种子酒	祥和种子酒	徽蕴 6 年	徽蕴 10 年
高炉家	高炉双轮池	和谐年份 5 年/6 年	
贵州茅台			飞天茅台
五粮液		五粮春	五粮液水晶瓶
泸州老窖	二曲系列		国窖 1573
洋河		天之蓝、海之蓝	梦之蓝
剑南春	绵竹大曲		水晶剑
郎酒			红花郎
水井坊			八号、井台
牛栏山	牛栏山二锅头		
老村长	老村长酒		

资料来源：京东商城，天猫旗舰店，酒食汇，酒业家，华西证券研究所

2.3. 浓香为省内白酒消费主流，消费升级趋势明显

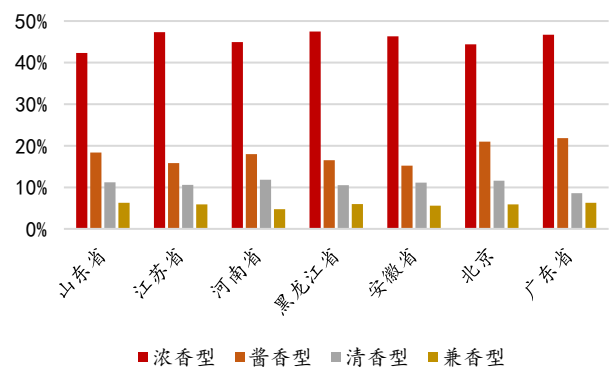
浓香型白酒市场份额长期保持在 50%左右，白酒消费大省安徽浓香型白酒消费比例较高。长期以来浓香型白酒消费金额在中国白酒市场消费金额中占据绝对优势，虽然近两年酱香热潮使得酱香型白酒市场份额不断提升（根据中国食品资讯的数据 2019 年达到 21.3%），但由于酱香型白酒工艺和行业发展初期的限制，市场份额短期内难以大幅提升。浓香型白酒凭借其绵柔的口感深受广大消费者喜爱，并且随着代表企业五粮液和泸州老窖的全国性扩张牢牢占据市场。2019 年安徽省浓香型白酒市场份额达到 46.3%。安徽省作为浓香型白酒消费大省，公司作为省内第二大浓香型白酒企业在省内发展潜力大，有望通过不断扩大省内份额实现高速增长。

图 14 2014-2018 年各香型白酒市场份额 (%)



资料来源：前瞻产业研究院，华西证券研究所

图 15 2019 年主要白酒消费城市或省份香型占比 (%)

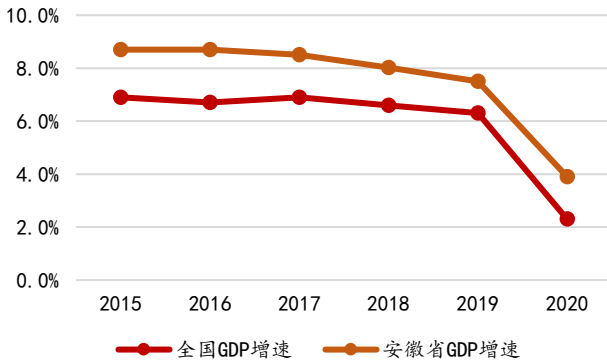


资料来源：酒业家，华西证券研究所

安徽省经济增长势头强劲，为消费持续升级创造条件。安徽省经济持续高速增长，且显著高于全国平均水平，经济增长势头强劲。2020 年尽管受到新冠疫情的影

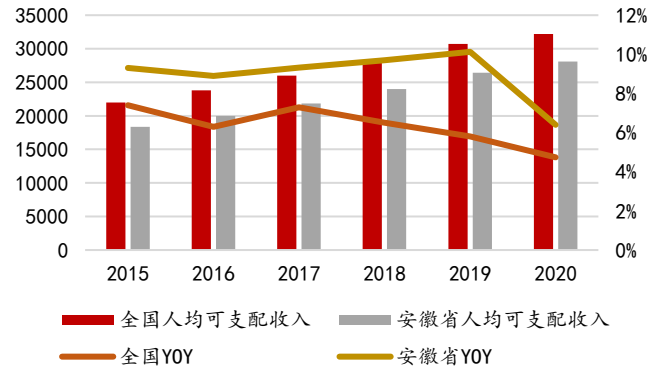
响，安徽省仍然实现了高于全国平均增速的 GDP 和人均可支配收入增速。根据国家统计局的数据，近年安徽省社会消费品零售总额呈现出持续高速的态势，2015-2019 年 CAGR 超过 10%，为消费持续升级创造了必要条件。根据未来智库和中国产业信息网的数据，类比江苏地区，由于人均可支配收入相对较高，在本轮消费升级浪潮中已经率先站稳 300 元主流价格带，高端及次高端白酒消费占比约为 44%，但安徽地区仅为 18%。预计随着安徽省经济不断发展，白酒主流价格带尚有上移空间。

图 16 2015-2020 年全国和安徽省 GDP 增速情况 (%)



资料来源：东方财富网，安徽省统计局，华西证券研究所

图 17 安徽省及全国人均可支配收入 (元)



资料来源：国家统计局，安徽省统计局，华西证券研究所

3. 洞藏系列契合未来主流价格带，伴随渠道发力优势显现

3.1. 聚焦优势大单品洞藏系列，持续发力高端产品

表 3 公司主要产品及价格

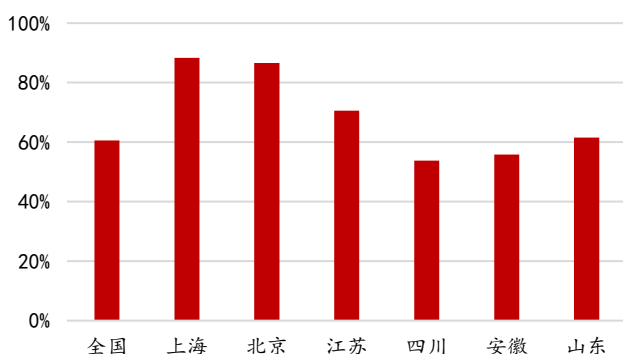
系列	产品	价格 (元/瓶)	图例
迎驾大师版	迎驾贡酒·大师版	2188	
生态洞藏系列	生态洞藏 30 年 (52 度)	800	
	生态洞藏 20 年 (52 度)	550	
	生态洞藏 16 年 (52 度)	378	
	生态洞藏 9 年 (42 度)	278	
	生态洞藏 6 年 (52 度/42 度)	175/165	
迎驾之星系列	迎驾金星 (52 度/42 度)	100/90	
	迎驾银星 (52 度/42 度)	78/70	
百年迎驾贡	百年迎驾五星级 (42 度)	148	
	百年迎驾四星级 (42 度)	95	
	百年迎驾三星级 (42 度)	55	
	百年迎驾精品	68	
迎驾特曲	佛子岭特曲 (50 度)	40	

资料来源：京东，天猫，华西证券研究所

公司为徽酒代表性企业之一，产品属浓香型白酒，具有“窖香优雅、绵甜爽口”的特点。公司知名产品有迎驾洞藏，迎驾金银星等系列，产品布局以次高端和中端为主要发力点。迎驾洞藏为近年来公司主要发力点，目标价位段 100-300 元，2016-2019 年复合增速 30%+，带动公司中高档白酒量价齐升。2020 年 11 月 30 日公司推出超高端产品“迎驾贡酒·大师版”，定位 2000 元价格带，拉升公司品牌高度。

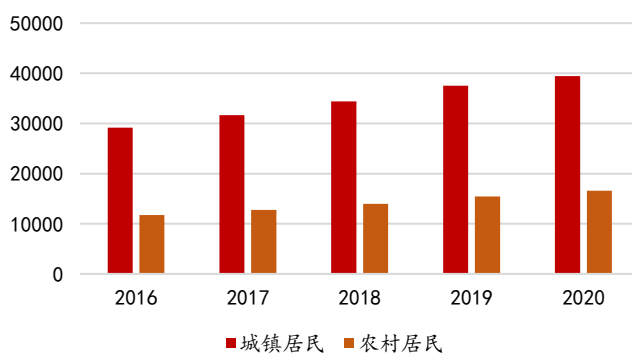
公司产品处于优势价位段，与对手错位竞争。根据安徽省统计局数据，2019 年安徽省常住人口城镇化率 55.81%，低于全国平均水平 60.6%。2020 年安徽省农村居民人均可支配收入不足城镇居民人均可支配收入的 1/2。低城镇化率与农村、城镇居民人均可支配收入差异大决定了安徽省低价格带的农村市场广阔。从省内区域来看，古井贡和口子窖主要集中在消费能力较强、价格带偏高的合肥、阜阳等市场。公司主要区域集中在安庆市（市场占有率 40%+），同时在合肥市也取得了一定的成绩。从价位段来看，古井贡和口子窖主要发力在 300 元以上的次高端产品。公司产品聚焦中高端价格带，洞藏系列卡位省内 100-300 元主流价格带，是未来省内消费升级的主要方向。同时，迎驾之星和其他系列酒补充百元以下价位带。在竞争对手争相进行消费升级而对于 300 元以下价格带产品布局不足的情况下，错位竞争凸显公司产品竞争力。

图 18 2019 年全国城镇化率 (%)



资料来源：中商产业研究院，华西证券研究所

图 19 安徽省城镇及农村居民人均可支配收入 (元)



资料来源：安徽省统计局，华西证券研究所

高线光瓶酒市场容量较大，公司不断推新卡位光瓶酒高端价格带。根据酒食汇的数据，目前安徽省光瓶酒市场规模 60 亿左右，高线光瓶酒作为近几年的风口，在行业存量竞争的格局下依然保持每年同比 20%左右快速增长。在 2020 年疫情影响下，光瓶酒更是加速完成从补充性产品到核心产品转变。当前省内常见的的光瓶酒可以分为 6 类 4 个价格带。其中，70 元价格带当下市场较小，但未来百元以下都将成为光瓶酒主流价格带，所以各品牌提前卡位。公司也于 2020 年分别推出了战略新品——生态迎驾和生态迎驾·珊瑚红，分别定位 40-70 和 70+ 价格带，提前卡位抢占市场份额。

表 4 安徽省光瓶酒市场情况

种类	代表产品
东北光瓶酒	老村长、东北坊
北派光瓶酒	牛栏山、红星
功能型光瓶酒	劲酒、宁夏红、人参酒
小清新光瓶酒	江小白
一线名酒光瓶酒	尖庄、绵竹大曲、泸州老窖二曲、洋河小曲
区域光瓶酒	金裕皖、生态迎驾、小麴神

资料来源：佳酿网，华西证券研究所

表 5 安徽省光瓶酒各价格带主要品牌

价格带 (元)	品牌	评价
15-20	牛栏山、老村长、金裕皖	安徽省光瓶酒的主流价格带，其中牛栏山的销量最大
20-40	种子特贡、金裕皖、牛栏山、一担粮、泸州二曲	快速成熟的价格带，且目前未出现绝对龙头
40-70	尖庄、玻汾	名酒在这一价格带竞争激烈，暂时形成尖庄、汾酒双寡头的格局
70+	古井小蛮神、五粮液火爆小酒、沱牌 T68、顺品郎、光良 59、生态迎驾	目前各大品牌提前占位，属于“有价无市”状态

资料来源：搜狐网，华西证券研究所

聚焦洞藏发展，并逐步开始向高端发力。公司目前战略布局通过重点培育洞藏打开市场，整体资源投入导向以洞藏为主，前期重点推动洞 6 和洞 9，中端和次高端为主要发力点。随着白酒行业各竞争对手的高端化产品不断推出，目前公司重心从洞 6、洞 9 逐步转移到洞 9 和洞 20 上，通过聚焦资源快速放量。洞藏系列未来将持续向高端产品发力，目标将 100 元以下产品控制在 30% 以下，100-300 元产品占比达到 40% 左右，300 元以上产品占比 30%+。

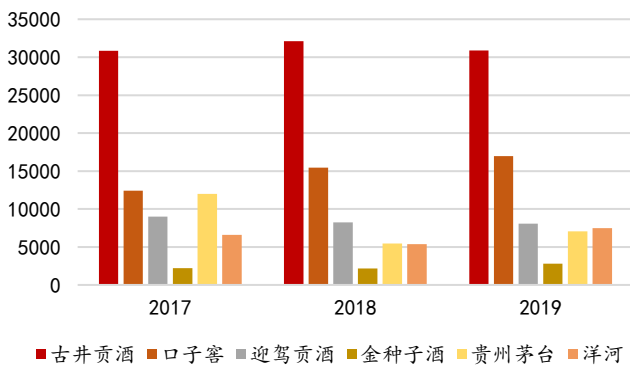
表 6 洞藏系列提价回顾

时间	产品	调价幅度
2017 年 5 月	生态洞藏 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	终端供货价上调 5 元/瓶，42 度终端零售价上调至 198 元/瓶，52 度终端零售价上调至 218 元/瓶。
	生态洞藏 9	终端供货价上调 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。
	生态洞藏 16	终端供货价上调 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。
2018 年 6 月	生态洞藏 6	终端价不低于 135 元/瓶，洞藏系列单品上调 10-20 元/瓶不等
	生态洞藏 9	终端价不低于 230 元/瓶，洞藏系列单品上调 10-20 元/瓶不等
	生态洞藏 16	终端价不低于 335 元/瓶，洞藏系列单品上调 10-20 元/瓶不等
	迎驾金星	单品上调 30 元/箱，终端售价不低于 90 元/瓶
	迎驾银星	单品上调 20 元/箱，终端售价不低于 70 元/瓶
2019 年 7 月	生态洞藏 6/9/16	提价 5-20 元/瓶
	生态洞藏 30	提价 95 元/瓶

资料来源：糖酒快讯，搜狐网，华西证券研究所

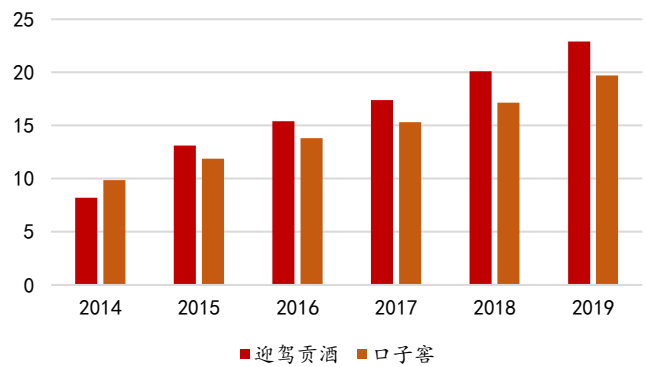
基酒储备优势显现，有望实现存量取胜。公司高度重视白酒品质，坚持生态白酒历年，基酒储备从 2014 年的 8.2 亿元逐年增长到 2019 年的 22.9 亿元，超越同省竞争对手口子窖约 3 亿元，有望通过存量优势取胜。

图 20 安徽省各品牌白酒线下销售额（万元）



资料来源：前瞻产业研究院，华西证券研究所

图 21 迎驾与口子窖半成品储备情况（亿元）



资料来源：wind，公司公告，华西证券研究所

3.2. 聚焦核心市场，积极拓展省外市场

渠道端以流通渠道和酒店为主，渠道快速扩张。根据合肥市渠道调研，我们认为，公司流通渠道占比 70%，酒店渠道占比为 10%，团购和宴席由合肥办事处专门负责，经销商主要作为补充。2020 年公司强化渠道重心转移，强化对于核心烟酒行的管控，提升核心烟酒行的经营能力；大力拓展宴席平台建设，强化宴席酒店的开发，加强与宴席酒店的合作；团购渠道推广一桌式品鉴、品鉴公关和品鉴会销，通过开展高品质体验活动着力培育消费领袖，打造品牌知名度。

表 7 专设销售公司负责不同系列产品，组织结构更加扁平化

销售公司	重点工作	成立时间
迎驾酒业销售公司	主要负责迎驾金银星、百年迎驾系列	
迎驾电子商务公司	定制产品及大客户服务，拓展线上业务	2015 年
安徽迎驾洞藏酒销售有限公司	销售洞藏系列产品，区域以安徽为主，江苏、上海其次	2017 年
迎驾特曲销售有限公司	负责散酒和光瓶酒的销售	2019 年

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 8 公司 2020 年合肥渠道端情况

渠道	具体情况
流通	中秋恢复大超预期，各个经销商销售同比 2019 年中秋增长 20-30%，所采取的活动主要以和彩票合作形式为主。从同价位带情况来看，合肥市场销售规模和口子窖差距很小。
酒店	投入较大，与酒店合作方式由原来的不返点变为返点，洞藏在酒店销售额从过去每月 300-400 件上升到目前每月 800 件左右，增幅达到一倍左右。
团购和宴席	2020 年与几个大连锁酒店达成合作，对流通渠道有很大的带动。

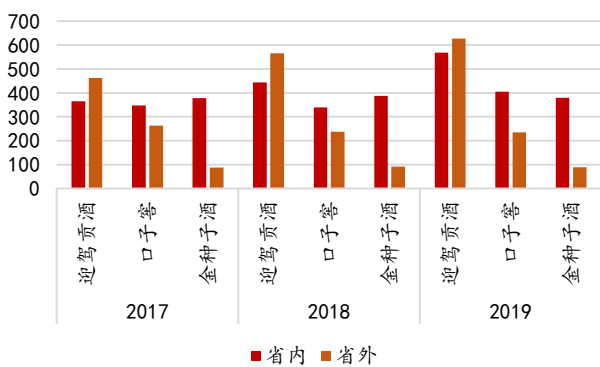
资料来源：渠道调研，华西证券研究所

聚焦核心区域，未来发力方向明确。公司省外市场分为九个销售区域，并在每个区域设立营销中心，把江苏、上海作为区域重点。安徽市场布局到区、县一级，江苏市场则全面布局到地级市，聚焦洞藏系列，实现洞藏系列产品量价齐升。公司以发展优质经销商为主，渠道端管理正在逐步强化，渠道建设以大商合作为基础，生态洞藏系列产品布局重点寻求与大商、超商的合作整体，与大丰鑫源、扬州鸿源、南京金兴源等大商以及安徽百川等超商合作。把大商、超商作为渠道建设重点有利于保障经

销商利润，提高经销商的积极性，进一步完成渠道拓展。公司通过派驻办事处及业务经理加强对经销商的管控，维护产品价格稳定，防止出现窜货情况，实现渠道健康运转。在未来市场拓展方面，成立乡村事业部重点挖掘乡镇市场，城市地区打造生态洞藏样板市场，城市外围以普通白酒为主。

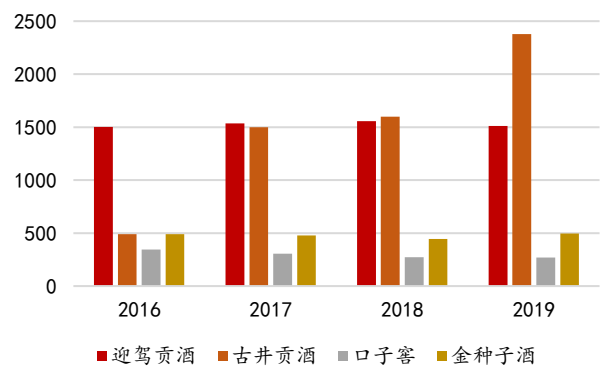
公司通过深度分销+渠道扁平化，从省内市场逐渐向省外市场延伸。截止2020年年，公司销售人员1617名，经销商数量1259个（省内623个，省外636个），省内外经销商数量和增速都明显高于竞争对手。公司注重经销商培育，通过建立经销商交流平台以解决经销商在销售过程中遇到的问题，优化经销商管理，提高经销商的运营能力。公司持续推进“千商千万”工程，构建“厂商销售团队一体化”，增强凝聚力。

图 22 省内外经销商情况 (个)



资料来源: wind, 公司公告, 华西证券研究所

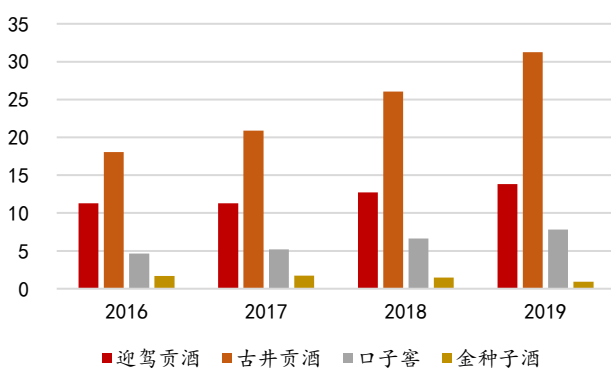
图 23 销售人员情况 (人)



资料来源: wind, 公司公告, 华西证券研究所

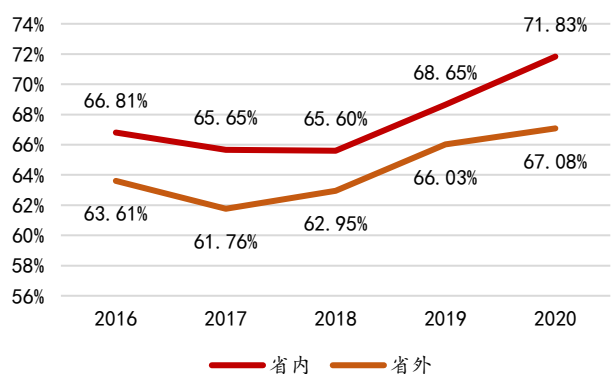
公司省外布局情况领先大多数徽酒企业，省外盈利能力逐渐提升。公司省外销售收入仅次于古井贡酒，是徽酒企业中省外市场较为成熟的领先者。2020年公司省外收入达到12.37亿元，同比-10.49%。同时，公司省外毛利率也逐渐提升，从2016年的63.61%提升至2019年的66.03%，主要因为省外初期通过中低端系列酒百年迎驾等产品推广，品牌知名度和消费者接受度提升后，通过洞藏系列发力中高端市场，因此整体毛利率有所提升。

图 24 徽酒企业省外收入对比 (亿元)



资料来源: wind, 公司公告, 华西证券研究所 (注: 古井贡酒省外收入按照总收入30%计算)

图 25 公司省外毛利率情况 (%)



资料来源: wind, 公司公告, 华西证券研究所

3.3. 中国生态白酒领军品牌

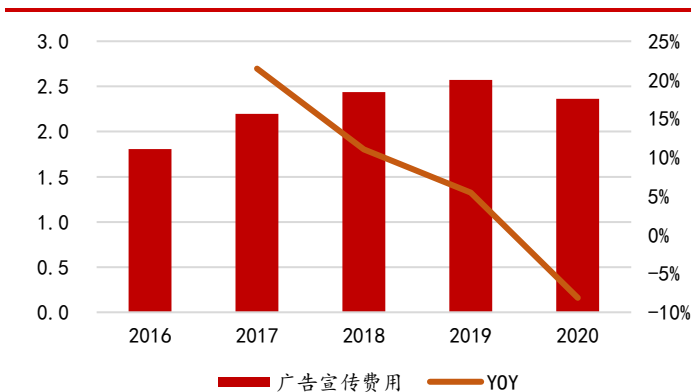
公司推行生态酿造理念，持续打造生态白酒领军品牌形象。公司酒厂处在皖西大别山区，环境优美、气候适宜，是上海大世界基尼斯总部人中的“中国生态环境最美的酒厂”。工厂环境和公司生产技艺共同打造公司生态白酒品牌形象。1997年公司改制重组以来，品牌及产品获得了行业内多项荣誉，品牌形象和产品口碑极佳。同时，公司积极开展“生态白酒新文化行动”、“消费者体验行动”、“融媒体平台合力行动三大系统工程，积极推广公司生态白酒文化，使公司品牌和核心系列产品形象深入人心。

表 9 品牌荣誉

时间	品牌荣誉
2002	商标荣获安徽省著名商标
2006	全国名酒博览会暨中国酒业高峰论坛年会上公司获“全国名酒博览会金奖”、“中国酒类最具影响力的著名品牌”
2007	获得国家质检总局颁发的“国家地理标志保护产品”
2008	酿酒工艺列入安徽省非物质文化遗产名单
2010	国家工商行政管理总局颁发“中国驰名商标”
2011	商务部颁发“中华老字号”
2012	2012年起连续五次荣获中国食品工业协会白酒专业委员会颁发的“中国白酒酒体设计奖”
2013	荣获中国食品工业协会白酒专业委员会颁发的“中国名酒典型酒”
2014	荣获中国食品工业协会白酒专业委员会颁发的“白酒国家评委感官质量奖” 荣获中国酒业协会颁发的“中国传统名酒大众酒品牌榜样”
2016	荣获中国酒业协会颁发的“中国酒业至尊礼仪奖”
2017	荣登中国品牌价值“琅琊榜”
2019	洞藏 30 年荣获中国酒业协会颁发的“创新白酒大赛金奖”

资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 26 广告宣传费（亿元）



资料来源：wind，公司公告，华西证券研究所

图 27 公司广告宣传活动



资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

4. 战略明确，十四五目标百亿，迎驾新发展值得期待

2021 年目标明确，成长可期。2 月 19 日公司正式发布了“223”营销战略——“两个打造、两大提升、三大完善”。强调打造洞藏重点市场，提升品牌美誉度、完

善产品管理、完善市场布局、完善渠道建设。此外，公司还发布了“424”发展战略，即重点发展白酒、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。在 2021 年的明确目标之下，公司新一轮增长值得期待。

十四五目标将达百亿，多元化布局贡献增量。预计到 2025 年销售收入突破 100 亿元，2020-2025 年 CAGR23.70%。除白酒外，公司也在进行刚水、生态旅游、中药材石斛等相关多元化布局，所有的布局都是为酿酒服务，其中刚水提供酿酒所需优质水源，生态旅游提升品牌和知名度，石斛可以提升免疫功能，开发面膜、牙膏等相关产品，为公司提供利润增量。十四五期间，公司将不断聚焦高品质，继续遵循生态酿酒，不断发力提升品牌知名度，使“国人的迎宾酒”再上一个大台阶。

5. 投资建议

2020 年业绩受疫情影响较大，公司年内为拓宽产品线 and 高端布局战略推出的新品有望在 2021 年贡献增量。在 2021 年经济复苏预期下公司业绩有望出现向上拐点。公司十四五百亿目标明确，我们认为未来 5 年有 2 倍以上增量的成长预期。预计 2021-2023 年公司营业收入分别为 41.23/49.14/58.48 亿元，同比+19.4%/+19.2%/+19.0%，归母净利润分别为 11.68/14.22/17.26 亿元，同比+22.5%/+21.8%/+21.4%，EPS 分别为 1.46/1.78/2.16 元/股，当前股价对应 PE 为 27/22/18 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

表 10 公司预测关键假设 (百万元)

		2019	2020	2021E	2022E	2023E
中高档白酒	销售收入	2311	2127	2711	3430	4302
	YOY	19.87%	-7.94%	27.44%	26.50%	25.44%
	占比	61.2%	61.6%	65.8%	69.8%	73.6%
	毛利率	74.49%	76.54%	76.97%	77.18%	77.59%
中低档白酒	销售收入	1194	1108	1173	1226	1276
	YOY	-7.76%	-7.28%	5.89%	4.55%	4.04%
	占比	31.6%	32.1%	28.4%	25.0%	21.8%
	毛利率	54.32%	57.48%	56.16%	56.38%	56.59%
其他业务	销售收入	272	217	239	258	271
	YOY	2.08%	-20.11%	10.00%	8.00%	5.00%
	毛利率	22.33%	24.25%	24.25%	24.25%	24.25%
总收入	销售收入	3777	3452	4123	4914	5848
	YOY	8.26%	-8.60%	19.43%	19.18%	19.03%
	毛利率	64.36%	67.13%	68.00%	69.21%	70.54%

资料来源：公司公告，wind，华西证券研究所

表 11 可比公司估值对比

证券简称	总市值 (亿元)	市盈率 PE			EPS (元/股)	
		TTM	2021E	2022E	2021E	2022E
迎驾贡酒	310.56	28.50	26.59	21.84	1.46	1.78
古井贡酒	1246.41	65.82	46.45	38.45	5.31	6.41
口子窖	359.10	27.88	21.52	18.36	2.78	3.26
金种子酒	91.96	-38.65	146.43	83.60	0.10	0.17

资料来源：wind, 华西证券研究所（除迎驾贡酒外均采取万得一致预测，日期截止到 2021.04.26）

6. 风险提示

①经济复苏情况不及预期：全球疫情目前仍未得到根本性控制，21 年经济复苏情况可能不及预期，消费和需求增长情况不理想，从而对于产品销售造成冲击。

②酱香型白酒挤占浓香型白酒市场份额：近年来贵州茅台引领的酱香型白酒热潮越发高涨，继续发酵可能会对浓香型白酒市场份额产生一定程度的侵蚀，迎驾产品为浓香型，存在被酱香型白酒品牌挤占市场份额的可能。

③市场竞争加剧：安徽省内不同价格带竞争愈发激烈，若不能推出有效战略，采取有效手段维护市场，市场份额很可能被竞争对手挤压。

④食品安全问题。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	3,452	4,123	4,914	5,848	净利润	957	1,171	1,426	1,731
YoY (%)	-8.6%	19.4%	19.2%	19.0%	折旧和摊销	175	126	125	125
营业成本	1,135	1,319	1,513	1,723	营运资金变动	-371	-87	-127	-340
营业税金及附加	520	639	767	924	经营活动现金流	729	1,113	1,313	1,386
销售费用	420	499	599	725	资本开支	-207	-383	-376	-372
管理费用	172	206	246	292	投资	275	262	262	262
财务费用	-4	-6	-3	-3	投资活动现金流	149	-39	-16	7
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	75	82	98	117	债务募资	0	0	0	0
营业利润	1,272	1,534	1,875	2,286	筹资活动现金流	-561	-960	-1,040	-1,120
营业外收支	-13	14	13	14	现金净流量	317	115	258	273
利润总额	1,259	1,549	1,889	2,299					
所得税	302	378	463	568	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	957	1,171	1,426	1,731	成长能力				
归属于母公司净利润	953	1,168	1,422	1,726	营业收入增长率	-8.6%	19.4%	19.2%	19.0%
YoY (%)	2.5%	22.5%	21.8%	21.4%	净利润增长率	2.5%	22.5%	21.8%	21.4%
每股收益	1.19	1.46	1.78	2.16	盈利能力				
					毛利率	67.1%	68.0%	69.2%	70.5%
					净利率	27.7%	28.4%	29.0%	29.6%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产收益率 ROA	12.9%	15.8%	18.5%	21.3%
货币资金	1,154	1,269	1,526	1,799	净资产收益率 ROE	18.5%	21.8%	24.8%	27.2%
预付款项	12	13	15	17	偿债能力				
存货	3,020	3,108	3,150	3,163	流动比率	2.57	2.72	2.87	3.33
其他流动资产	1,164	692	427	284	速动比率	1.12	1.05	1.09	1.32
流动资产合计	5,349	5,083	5,118	5,264	现金比率	0.56	0.68	0.86	1.14
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	30.1%	27.3%	25.1%	21.3%
固定资产	1,731	1,935	2,157	2,373	经营效率				
无形资产	115	132	138	146	总资产周转率	0.47	0.56	0.64	0.72
非流动资产合计	2,032	2,303	2,567	2,826	每股指标 (元)				
资产合计	7,381	7,386	7,685	8,090	每股收益	1.19	1.46	1.78	2.16
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	6.43	6.69	7.17	7.92
应付账款及票据	748	633	580	519	每股经营现金流	0.91	1.39	1.64	1.73
其他流动负债	1,330	1,239	1,204	1,059	每股股利	0.00	1.20	1.30	1.40
流动负债合计	2,077	1,871	1,785	1,578	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	32.57	26.59	21.84	17.99
其他长期负债	142	142	142	142	PB	5.43	5.80	5.42	4.90
非流动负债合计	142	142	142	142					
负债合计	2,220	2,014	1,927	1,721					
股本	800	800	800	800					
少数股东权益	20	22	26	31					
股东权益合计	5,162	5,372	5,758	6,370					
负债和股东权益合计	7,381	7,386	7,685	8,090					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

卢周伟：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

刘来珍：华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖乳制品、肉制品板块；上海交通大学金融学硕士，2020年9月加入华西证券研究所。

王厚：华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。