

## 产品和营销兼修 增长确定性显著

——迎驾贡酒 (603198.SH)

食品饮料/饮料制造

申港证券  
SHENGANG SECURITIES

## 投资摘要:

迎驾贡酒为徽酒民企典范,生态酿酒引领者,品质口碑深厚。公司酿造基础和产品结构符合“中档价位、高档酒质”。公司 2003 年后转为民营体制,管理层持股激励充分。

安徽白酒市场存在三大趋势:消费主流价格带快速升级;竞争格局一超双强形成;省内竞争的产品结构和渠道营销门槛高。**能够在安徽白酒市场胜出的酒企,需要在价格带、渠道力、优势市场方面兼具优势。**

**迎驾贡酒兼具产品错位竞争和渠道营销优势,增长确定性显著强于省内竞品。**

- ◆ 省内主流消费价格带已上移到 150-300 元,同时 30-100 元仍是规模占比约 33% 的最大价格带。中高档酒持续升级扩容贡献增量。迎驾产品错位竞争,洞藏面向 150 元以上价格带、连续高增,20H2 和 21Q1 同比增长 40-50% 以上。金银星等其他系列酒面向中低端存量市场稳定发展。
- ◆ 迎驾渠道模式小商制扁平化,厂家强掌控力下精耕细作,同时顺价销售下渠道推力强劲,21 年推进双核和洞藏重点市场建设。营销优势下增长确定性强于省内竞品。
- ◆ 迎驾立足六安、皖西市场,在合肥周边价位带内具备优势。省外聚焦布局长三角、京津冀、300 公里半径市场,洞藏与迎驾之星双产品驱动。

## 市场关注点说明:

## 问题 1:如何看待一季度增速略不及市场预期?

2021Q1 略不及市场预期,原因在于:迎驾之星等中低档产品拖累、春节档收入确认节奏影响。20 年中高档酒下滑主要为迎驾金银星及以下产品下滑拖累整体,洞藏系列仍呈现强劲增长、20H2 在 40% 以上、21Q1 增长在 50% 以上。21Q1 末预售款 4.11 亿元,为近 3 年高位。Q1 现金回款流入 11.88 亿元,相比 19 年同期增长 17.04%,增速高于收入,回款趋势良好。

## 问题 2:费用率低于竞品如何保证渠道推力?

公司产品顺价销售,给与渠道的价差利润较高,渠道动力更有优势。另,销售费用中直接用于动销的广告宣传费,迎驾、古井的费率同在 6-8%,差异不大。

## 问题 3:公司相对其他竞争具备什么优势?

(1) 相对古井:价格带错位发展,古井推广重心在次高端的古 8、古 16 以上产品;迎驾渠道饱和度和低、渠道利润高,阶段性增长空间优于古井。(2) 相对口子窖:渠道掌控力好、渠道下沉度和精细管理程度高。(3) 相对金种子及省内三线品牌:已卡位中高端,产品结构优势明显。

**投资建议:** 预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 41.31、49.21、58.13 亿元,归属于上市公司股东净利润分别为 12.21 亿元、14.85 亿元和 17.87 亿元,每股收益分别为 1.53 元、1.86 元和 2.23 元,对应 PE 分别为 27.30X、22.43X 和 18.65X。洞藏带动下增长提速叠加估值修复给与 2021 年 35 倍 PE,目标价格 53.55 元,首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示:** 疫情影响消费场景、白酒政策风险、产品培育不成功

## 财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,776.98	3,452.05	4,131.34	4,921.99	5,813.19
增长率(%)	8.26%	-8.60%	19.68%	19.14%	18.11%
归母净利润(百万元)	930.45	953.39	1,220.53	1,485.42	1,786.89
增长率(%)	19.49%	2.47%	28.02%	21.70%	20.30%
净资产收益率(%)	19.60%	18.54%	22.88%	25.00%	26.80%
每股收益(元)	1.16	1.19	1.53	1.86	2.23
PE	35.91	35.00	27.30	22.43	18.65
PB	7.02	6.48	6.25	5.61	5.00

资料来源:公司财报、申港证券研究所

敬请参阅最后一页免责声明

评级

买入(首次)

2021 年 05 月 28 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

## 交易数据

时间 2021.05.28

总市值/流通市值(亿元)	336.8/336.8
总股本(万股)	80,000.0
资产负债率(%)	26.0
每股净资产(元)	6.89
收盘价(元)	42.1
一年内最低价/最高价(元)	17.9/49.31

## 公司股价表现走势图



资料来源:申港证券研究所

## 相关报告

证券研究报告

## 内容目录

<b>1. 徽酒民企典范 洞藏引领新发展</b> .....	<b>4</b>
1.1 发展历程.....	错误!未定义书签。
1.2 生态酿酒引领者 品质口碑深厚.....	错误!未定义书签。
1.3 民营体制 管理层激励充分.....	5
<b>2. 安徽升级市场扩容与存量市场集中利好迎驾</b> .....	<b>6</b>
2.1 价格带分层割据 主流价位快速升级.....	6
2.1.1 地产企业按价格带分层割据.....	6
2.1.2 升级明显 主流价格带提升迅速.....	7
2.2 竞争格局：一超双强 龙头集中.....	8
2.2.1 份额集中呈现一超双强格局.....	8
2.2.2 省内企业产品和营销发展路径各异.....	10
2.3 参与省内竞争的渠道和营销门槛高.....	11
<b>3. 兼具产品错位和营销优势 增长确定性显著强于竞品</b> .....	<b>11</b>
3.1 产品错位竞争 洞藏放量空间大.....	11
3.1.1 洞藏旺销势能强劲 带动整体结构提升.....	12
3.1.2 竞品聚焦高价位留下发展空间.....	13
3.1.3 扩容及优势市场延伸持续贡献增量.....	16
3.2 强劲渠道竞争力确保增长.....	18
3.2.1 营销转型小商制扁平化.....	18
3.2.2 相对省内竞品渠道力领先.....	20
3.2.3 提档升级为当前及长期战略.....	22
3.3 省外聚焦发展 洞藏与系列酒联合发力.....	22
3.4 市场关注问题澄清.....	24
<b>4. 盈利预测</b> .....	<b>25</b>

## 图表目录

<b>图 1： 公司营收及净利润稳步提升</b> .....	<b>4</b>
<b>图 2： 截止 2020 年股权结构</b> .....	<b>6</b>
<b>图 3： 2019 年安徽省分价位流通价规模占比</b> .....	<b>6</b>
<b>图 4： 安徽各价位带 18、19 年销售及增速</b> .....	<b>8</b>
<b>图 5： 2019 年四家上市公司占省内市场份额</b> .....	<b>9</b>
<b>图 6： 安徽省酒企呈现一超双强局面（营收：亿元）</b> .....	<b>9</b>
<b>图 7： 迎驾近年获得稳健增长</b> .....	<b>9</b>
<b>图 8： 口子窖盘中盘引领白酒营销</b> .....	<b>11</b>
<b>图 9： 古井贡酒三通工程</b> .....	<b>11</b>
<b>图 10： 迎驾贡酒吨酒价格稳步提升（单位：万元）</b> .....	<b>13</b>
<b>图 11： 迎驾中高档酒销量持续提升</b> .....	<b>13</b>
<b>图 12： 各类产品增速变化</b> .....	<b>13</b>
<b>图 13： 产品结构占比</b> .....	<b>13</b>
<b>图 14： 口子窖、古井产品结构聚焦更高价位</b> .....	<b>14</b>
<b>图 15： 古井和口子毛利率高于迎驾</b> .....	<b>14</b>
<b>图 16： 安徽白酒市场分渠道销售占比</b> .....	<b>15</b>

图 17: 竞品口子窖侧重酒店渠道.....	15
图 18: 经销商利润高于竞品.....	17
图 19: 顺价销售下销售费用率保持低位.....	17
图 20: 经销商数量.....	19
图 21: 经销商规模.....	19
图 22: 2020 年四家公司全部经销商平均规模.....	19
图 23: 20 年省内经销商平均规模（古井为华中地区平均）.....	19
图 24: 销售人员 2016 年开始增长较快.....	19
图 25: 直销（含团购）渠道占比持续提升.....	19
图 26: 经销商利润高于古井.....	21
图 27: 2020 年省内企业销售人员数量仅次于古井.....	21
图 28: 广告宣传费投入情况.....	22
图 29: 省内各家企业广告宣传费收入比.....	22
图 30: 省外市场增长较快.....	23
图 31: 省外占比接近 40%为徽酒之冠.....	23
图 32: 省外市场以江苏上海为主（省外营收）.....	23
图 33: 专卖店主要分布于安徽和江苏.....	23
图 34: 迎驾贡酒省外毛利率稍低于省内.....	24
表 1: 公司发展历程.....	4
表 2: 安徽省内各价位带竞争格局.....	7
表 3: 安徽省白酒消费升级趋势持续.....	8
表 4: 安徽本土企业情况.....	9
表 5: 省内竞品企业经营模式差异化.....	10
表 6: 产品结构梯次清晰布局合理.....	12
表 7: 省内企业产品.....	13
表 8: 省内企业产品.....	15
表 9: 生态洞藏旺销期提价节奏得当 升级完成价格抬升.....	16
表 10: 21 年迎驾销售吸收合并洞藏和特曲销售公司.....	20
表 11: 口子窖渠道大商制改革举措.....	21
表 12: 华东白酒市场规模空间情况.....	23
表 13: 可比公司估值: 迎驾贡酒低于平均水平（数据截止 5 月 28 日）.....	26

## 1. 徽酒民企典范 洞藏引领新发展

公司坐落于中西部第一个国家级生态县、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。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（今迎驾厂社区）恭迎圣驾，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，传承至今已 2100 多年。

### 1.1 生态酿酒引领者 品质口碑深厚

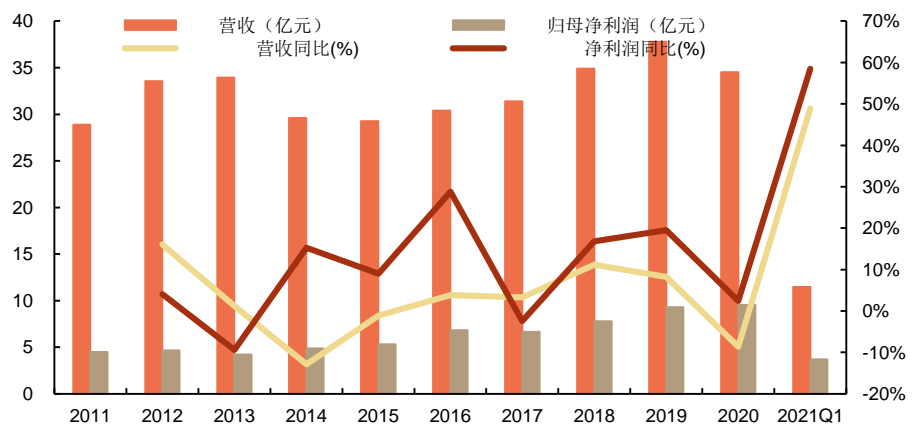
公司起源于 1955 年始建的霍山县佛子岭酒厂，1997 年原国营佛子岭酒厂改制重组发展成为迎驾酒业，2003 年国有股完全退出，2011 年 9 月整体变更设立迎驾贡酒股份有限公司，迎驾集团成为第一大股东。2015 年公司上市，成为安徽省第三家白酒上市企业。

表1：公司发展历程

时间	事件
公元前 106 年	民众献酒汉武帝，迎驾贡酒因此得名
1955 年	公司前身佛子岭酒厂成立
1994 年	开启经营体制改革第一步
1995 年	第一个办事处合肥成立
1997 年	佛子岭酒厂改制重组
2002 年	迎驾商标荣获安徽省著名商标
2003 年	国有股权完全退出
2006 年	获“中国酒类最具影响力的著名品牌”等奖项
2008 年	酿造工艺列入安徽省非物质文化遗产名单
2010 年	安徽企业 100 强第 58 位
2011 年	集团重组完成，整体变更设立安徽迎驾贡酒股份有限公司
2012 年	连续五次荣获“中国白酒酒体设计奖”
2015 年	公司上市，安徽省第三家白酒上市公司

资料来源：招股书、公司官网、申港证券研究所

图1：公司营收及净利润稳步提升



资料来源：wind、申港证券研究所

**黄淮名酒带徽酒代表企业，产品品质口碑好。**产品属浓香型，具有“窖香优雅、绵甜爽口”的特点。公司酿造生态环境优越，采用大别山自然保护区内的中国好水、竹根活水——刷水，酿造秉承已成为“非物质文化遗产”的多粮型传统酿造工艺，采用中温包大曲为糖化发酵剂，泥池老窖，90天左右长周期发酵，从原粮进厂到成品酒出厂历经69道传统工艺，生态发酵，自然天成。

公司技术实力雄厚，拥有安徽省生态酿造工程技术研究中心、中国生态白酒研究院等，董事长倪永培先生为中国酿酒大师，拥有多名国家级评委。

公司旗下产品屡获殊荣，2018年11月中国酒业协会在第二届问酒论坛公布了33款500元以下的酒类产品盲品的结果，洞藏16获得300-500元组第五名，赢家双雄获得150-200元价位第五名、银星获得50-80元价位第三名。三款酒均获得90分以上的好成绩，彰显了迎驾贡酒生态酿造的卓越品质。

**表2：公司凭借优质酒体屡获荣誉**

获奖时间	所获荣誉
2007	国际地理标志保护产品
2010	中国驰名商标
2011	中华老字号
2012	国宾酒获得“中国白酒酒体设计奖”
2013	国宾洞藏酒获得“中国名酒典型酒”称号
2013	国宾酒获得“年度中国白酒国家评委感官质量奖”
2015	生态洞藏16年获得“年度中国白酒酒体设计奖”
2016	迎驾贡酒获得“仅狄奖——环境友好奖”
2017	年度中国白酒酒体设计奖
2019	创新白酒大赛金奖

资料来源：公司官网、招股书、搜狐网、申港证券研究所

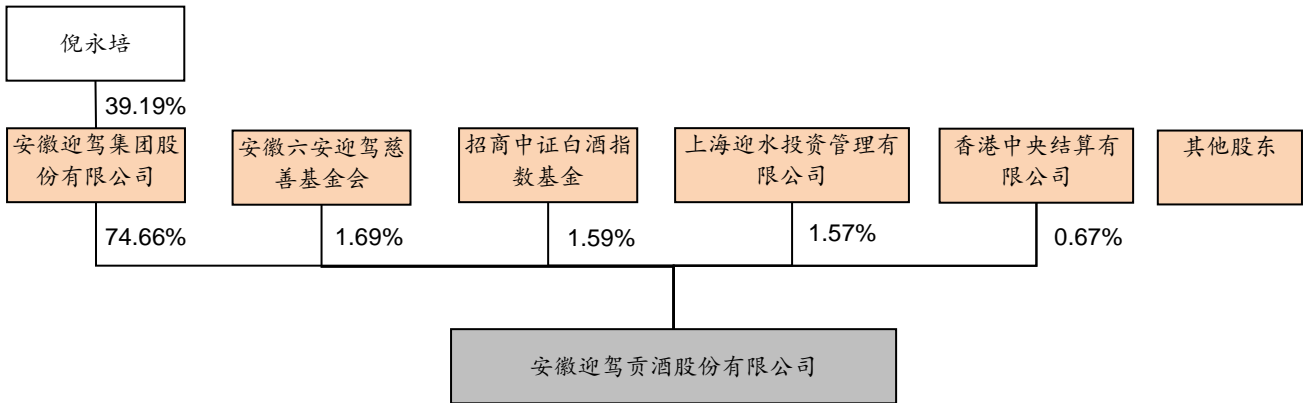
公司主要产品系列有生态洞藏系列、迎驾金银星系列、百年迎驾贡系列等，其中生态洞藏系列作为更高价位的升级产品，引领迎驾新发展。公司酿造基础和产品结构符合“中档价位、高档酒质”。

**目前产能和原酒储备充足，为未来洞藏放量后持续高品质提供保障。**公司拥有浓香设计产能8万吨，20年实际产能4.1万吨，原酒储备14.96万吨。20年中高档酒销量1.49万吨、低档酒销量2.58万吨。

## 1.2 民营体制 管理层激励充分

目前公司实际控制人为公司董事长倪永培，管理层通过迎驾集团间接持有公司股份，2011年迎驾集团整体变更为迎驾集团股份有限公司即纳入管理层持股，目前公司副总经理以上及内部董事均持有公司股份。管理层长期持股，股权激励充分，公司实际控制人及董事长倪永培为目前唯一仍在任的中国酿酒大师，70年代即进入公司出任厂长。

图2：截止 2020 年股权结构



资料来源：wind、申港证券研究所（注：上海迎水投资管理有限公司与六安迎驾基金会为一致行动人）

## 2. 安徽升级市场扩容与存量市场集中利好迎驾

当前安徽白酒市场存在三大趋势：

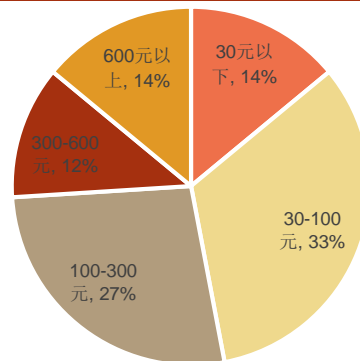
- ◆ 白酒消费主流价格带快速升级；
- ◆ 竞争格局一超双强形成；
- ◆ 参与省内竞争的产品结构和渠道营销门槛加高。

### 2.1 价格带分层割据 主流价位快速升级

#### 2.1.1 地产企业按价格带分层割据

安徽常住人口 6100 万，2019 年白酒市场规模约 320 亿元。安徽省内 30-100 元仍是规模最大价格带，2019 年流通规模占比约 33%。省内消费价格带偏低、迎驾、口子窖与古井的销售仍以 200 元以下产品为最大份额。600 元以上高端价位，主要被茅五窖、梦之蓝等全国名酒占据。

图3：2019 年安徽省分价位流通价规模占比



资料来源：中国酒类流通行业白皮书 2020、申港证券研究所

目前安徽省白酒市场分层竞争明显，安徽省内市场分价位带主要竞争参与者：

- ◆ 300 元以上：被省外茅台、五粮液、洋河、剑南春、泸州老窖等名酒占据，古井、口子窖有小部分份额。
- ◆ 100-300 元：古井、口子窖、迎驾垄断，200-300 为酒企争抢的潜力价格带。
- ◆ 50-100 元：迎驾/宣酒/高炉家等品牌为主。
- ◆ 50 元以下：牛栏山、老村长、金种子等全国性和地区性酒。

从价格带来看，300 元以上及 50 元以下基本被外省品牌占据。

古井、口子窖、迎驾贡酒在 100 元以上形成头部寡头，三家各有优势，古井以合肥、亳州为优势重点市场，口子窖在淮北、芜湖、滁州表现优势，迎驾贡酒以六安为基地在安徽西部及合肥周边表现亮眼。

**表3：安徽省内各价位带竞争格局**

主流价位	代表产品	企业类型	流通规模（亿元，以经销商出货价计算）	
			2018	2019
600 元以上	茅台、五粮液、国窖 1573、梦之蓝 M6+、M9	全国名酒	40	45
300-600 元	剑南春、古 16、古 20、梦之蓝 M3、口子窖 20 年	全国名酒、省级龙头	30	40
100-300 元	古 5、古 8、口子 6 年、海之蓝、洞藏 6、9 年	省级龙头	80	85
30-100 元	年份原浆献礼版、口子 5 年、宣酒 6 年、迎驾金银星、柔和种子	省级龙头 区域酒企	110	105
30 元以下	牛栏山、金裕皖、老村长、文王贡	区域酒企	40	45
合计				320

资料来源：中国酒类流通行业白皮书 2020、申港证券研究所

**徽酒价格带密集占据和渠道壁垒抵御省外品牌进入。**安徽省内白酒市场竞争异常激烈，安徽酒企善营销，行业素有“西不入川、东不入皖”的说法，安徽白酒竞争中，各家本地酒企已形成各价位带占据的局面。

安徽本地酒企竞争已成功占领价位段，每一价格带均有强势龙头：

- ◆ 金种子以柔和、祥和占领 30-50 元价位段。
- ◆ 迎驾以金星占据 80 元左右价位带。
- ◆ 宣酒以宣酒 6 年占领 60 元左右价位段。
- ◆ 古井、口子窖并驾齐驱，以古井献礼版、古井 5 年和口子窖 5 年、6 年占据 80-150 元价位段。

### 2.1.2 升级明显 主流价格带提升迅速

**省内消费升级，主流价位由 100 元向 150-300 元升级换挡。**近年安徽经济发展势头强劲、GDP 增速保持快速增长维持在 10% 以上，领先于全国平均水平，人均可支配收入增长也持续高于全国水平。经济增长伴随着政商务活动和民间消费的升级，省内主流消费价格带不断上移，2017 年后已上移至 150 元以上。省内乡镇由 80 元

以下向 80-120 元升级，城镇消费由 120 元以下提升到 120-200 元，合肥等重点城市由 120 元升级至 200-300 元，中高档价格带扩容趋势明显。

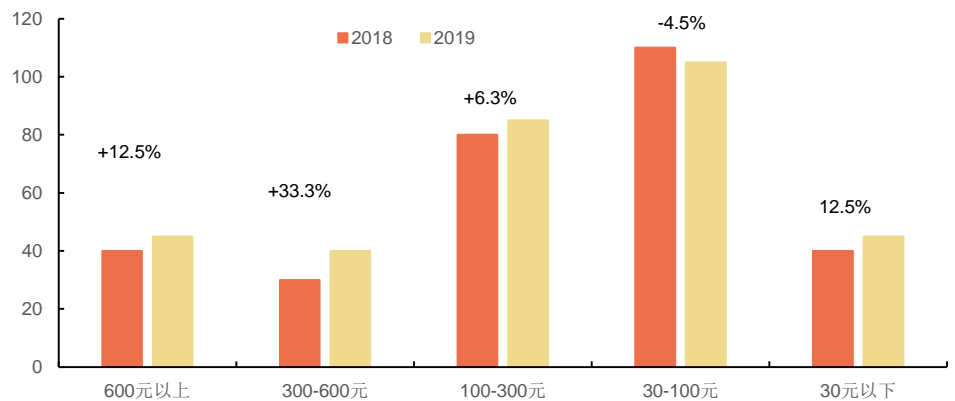
**表4：安徽省白酒消费升级趋势持续**

时间	主流价位带	代表产品
2000-2004	50-60	高炉家、迎驾贡酒、老明光
2005-2008	60-80	迎驾银星、金种子、口子 5 年、古井献礼版
2009-2012	80-100	迎驾金星、银星、口子 6 年、古井献礼版、古井 5 年
2013-2016	100-150	洞藏 6 年、口子 5 年、古井 5 年、海之蓝
2017 年后	150-300 元	生态洞藏 9 年、口子 10 年、古 8/16 剑南春、洋河等抢占 400-600 元价格带

资料来源：微酒、酒业家、申港证券研究所

从近年各价位成长性来看，2019 年 300-600 元价位增速+33.3%，为徽酒各价格带中最高。600 元以上、100-300 元、30 元以下分别成长 12.5%、6.3%、12.5%，30-100 元在升级趋势下出现萎缩，规模同比降低 4.5%。

**图4：安徽各价位带 18、19 年销售及增速**



资料来源：中国酒类流通行业白皮书 2020、申港证券研究所

## 2.2 竞争格局：一超双强 龙头集中

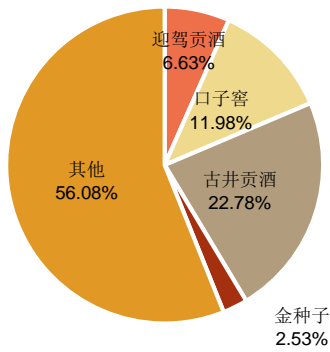
### 2.2.1 份额集中呈现一超双强格局

安徽白酒除高端市场外，本土品牌已全面覆盖。目前已形成古井贡酒、口子窖、迎驾贡酒一超双强的格局。

**份额向龙头企业集中加速。**古井、口子、迎驾近年营收持续增长，当前安徽白酒进入集中度加速提升阶段，迎驾贡酒与口子窖和古井贡酒作为省内龙头将持续受益，随着公司洞藏放量、提档升级等营销措施的落地，公司有望更快提升省内份额，缩小差距。

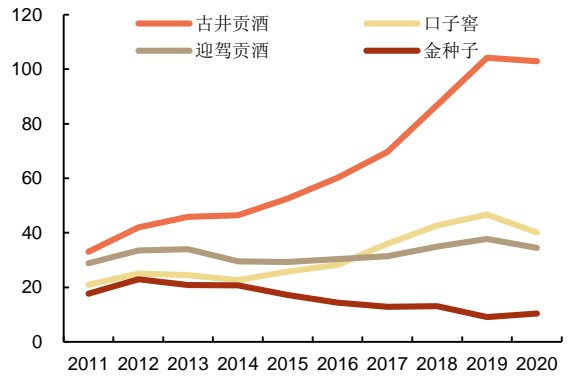


图5: 2019年四家上市公司占省内市场份额



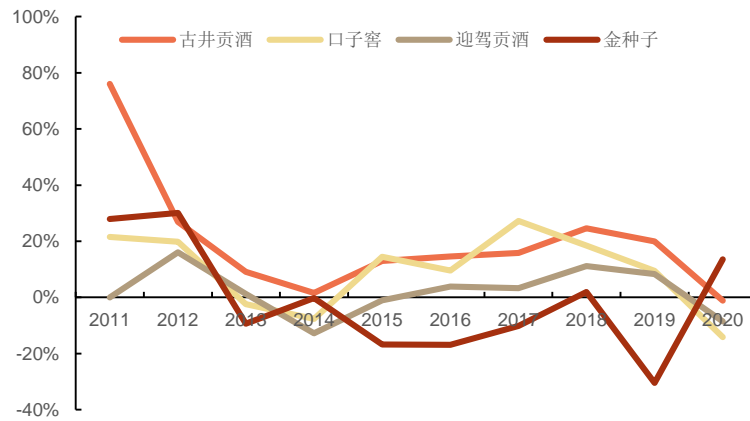
资料来源: 公司公告、申港证券研究所 (注: 古井按省内占比70%计)

图6: 安徽省酒企呈现一超双强局面 (营收: 亿元)



资料来源: wind、申港证券研究所

图7: 迎驾近年获得稳健增长



资料来源: wind、申港证券研究所

表5: 安徽本土企业情况

	20年白酒规模	省内市占率	主力产品	渠道掌控力	产品发力方向
迎驾贡酒	32.35 亿元	7%	洞藏系列、迎驾金银星	小商制、渠道下沉、厂商联营	洞藏系列
古井贡酒	100.74 亿元	25%	年份原浆系列	厂家主导、深度分销	古 16 以上产品
口子窖	39.62 亿元	12%	口子窖年份 5 年、6 年、10 年等	大商制、强化管理	兼香 518 上市, 推动 10 年以上产品放量
金种子	5.92 亿元	2%	醉三秋、霏 15、20	小区域高占有	金种子馥合香
宣酒	5 亿元	2%	宣城 8、6 等	细分渠道深入	宣酒 8 年
高炉家	5 亿元	2%	普家、5 年、6 年、10 年		
明光	4 亿元	1%	明绿液、老明光		

资料来源: wind、申港证券研究所

### 2.2.2 省内企业产品和营销发展路径各异

- ◆ 古井推行厂家主导的深度分销、极致化推进三通工程、提升古 16 以上产品占比，采用控价模式，费用投入高于省内竞品。
- ◆ 口子窖推进传统大商制的改革，通过加大考核和推进产品、区域瘦身，纳入特约经销商和专业团购商逐渐改变经销商制度，增强厂家主导。加强团购、宴席等市场投放政策，省内推行“一地一策”战略，费用前置投入，全面参与市场竞争；推出兼香 518 补充 500-600 元价格带。
- ◆ 金种子因结构升级较慢，目前主要在产品香型差异化竞争，推出馥合香新产品 鑫 15、20 面向次高端价位。
- ◆ 迎驾小商制深耕网点建设，结构上聚焦洞藏系列产品、实现高速增长。区域战略聚焦核心市场，推进精细化运作，提高市场占有率。

表6：省内竞品企业经营模式差异化

	特点	渠道	产品结构
古井贡酒	省内规模最大的酒企，未来受益于省内消费升级及省外全国化扩张带来的营收增长	深度分销、精细化管理，古今在 2009 年实施三通工程，采用厂商统一管理、渠道扁平化下的深度分销模式，进行渠道精耕 厂家直接维护到终端，经销商发挥资金和物流作用 采用控价模式	产品结构上，主打年份原浆系列，营收占比 80%以上，其中 100-150 元之间的 5 年和献礼版为核心大单品，同时，核心市场终端售价 200 元以上的年份原浆 8 年呈现快速增长，承接献礼和 5 年的升级，古 16 和古 20 在次高端市场已占据一定地位、持续放量
迎驾贡酒	小商制深度分销、渠道扁平化发展，深耕网点建设、完善城市直销模式，开展洞藏酒会员制销售，建立渠道建设匹配标准，保障渠道精细化管理	分产品分区域经销，在某个区域，根据经销商实力，经销的产品有区别 在一个区域多个经销商，不断淘汰和更新招商 核心市场是安徽、江苏、上海	核心产品集中在 50-120 元价格带，但产品结构升级明显，洞藏系列、生态年份酒系列等中高端产品高速增长，洞藏系列成长为 10 亿元级产品
金种子酒	收入和利润 20 年扭转下滑，省内主流消费从 30-80 元提升到 80-200 元，公司卡位中端消费升级滞后	小区域高占有、在县乡镇市场下沉。配合馥合香次高端在合肥等战略高地探索“二级融创平台”模式，省外推进到湖南、海南、上海等地进行拓展	传统产品核心价位 30-80 元，20 年推出馥合香新产品鑫 15、20 打造次高端
口子窖	大商制渠道模式下经销商动力尚存在不足情况，给渠道下沉和推新品造成阻力、节奏慢 渠道改革和投入加大使公司快速匹配省内竞争需要	21 年渠道改革以加大考核和末尾淘汰为主，匹配产品和地区的切分。加大特约经销商和团购招商，团购渠道投入，以团购带动传统渠道提升产品结构和持续动销 多采用裸价销售	口子 5、6 年仍为核心产品，10 年以上占比快速提高 兼香 518 上市填补 500-600 元价格带空白，新品为经销商体系改革助力

资料来源：公司公告、申港证券研究所

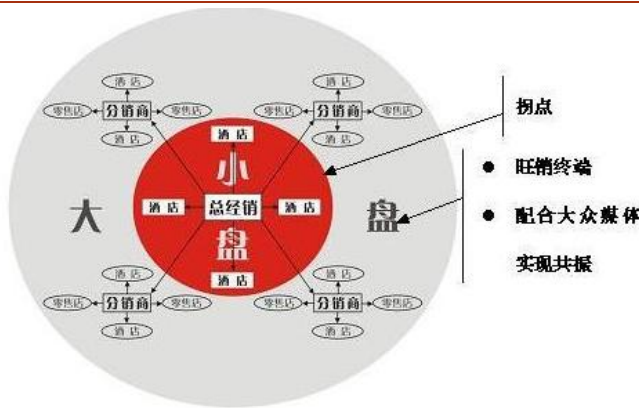
## 2.3 参与省内竞争的渠道和营销门槛高

安徽白酒素来善于营销，渠道精细化程度和营销打法领先行业。口子窖“盘中盘”和古井“三通工程”不断拉高省内竞争门槛。

口子窖 90 年代创立使用了“盘中盘”将白酒营销从大流通时代带到发挥核心渠道和人群辐射带动的阶段，领先白酒行业，口子窖通过核心酒店的消费带动作用，实现了省内市场的领先地位和泛全国化发展。

古井自 2009 年起实施“三通工程”，重点推广年份原浆系列，下大力进行渠道精耕。所谓“三通工程”就是路路通、店店通和人人通，即小区域、高占有，在选中的区域内集中资源，通过精细化的网点建设和核心消费者意识的培养，构建渠道和消费者的良性互动，达到产品陈列面最大化、推荐率最大化、消费者指名购买率最大化。首先做到局部区域第一，然后进行成功复制，逐步扩大市场占有率，将板块连成一体，最终全面打开目标市场，做到市场销量第一。

图8：口子窖盘中盘引领白酒营销



资料来源：酒媒、申港证券研究所

图9：古井贡酒三通工程



资料来源：酒媒、申港证券研究所

## 3. 兼具产品错位和营销优势 增长确定性显著强于竞品

### 3.1 产品错位竞争 洞藏放量空间大

公司目前主要产品系列为定位中高端以上价位的生态洞藏系列、中端产品迎驾金银星系列，以及百元以下民酒的百年迎驾、迎驾古坊、迎驾糟坊系列和小迎驾。

公司原有拳头产品为迎驾金银星和百年迎驾系列，2015 年推出价位向上延伸的生态洞藏系列，并在 2015 年后开发了更低价位的小迎驾、迎驾大曲、头曲、特曲等光瓶酒、小瓶酒等产品面向中低档大众消费。

其中，生态洞藏系列的洞 6、9、16、20 年于 2015 年推出，洞 30 于 2019 年推出，定价 2180 元的迎驾贡酒大师版 2020 年推出，彰显酿造底蕴同时拉高品牌形象。

各系列产品梯次清晰，布局合理。形成以 100 元以下中端产品迎驾之星和大众酒百年迎驾为基础稳定增长，中高端 100-300 元产品洞藏 6、9 年为主要业绩驱动力，次高端 16、20 年提前培育，高端洞藏 30、大师版拔高形象，光瓶酒和小酒为补充的产品格局。

**表7：产品结构梯次清晰布局合理**

系列	产品	单瓶零售价	价格带	产品图片	定位
生态洞藏系列	52 度 迎驾贡酒大师版	1888			形象产品
	52 度生态霍山	888			
	52 度生态洞藏 30	808	800 元以上		次高端，培育消费升级价格带
	52 度生态洞藏 20	549	300-800 元		
	52 度生态洞藏 16	388			
	42 度生态洞藏 16	350			
	42 度生态洞藏 9	268	100-300 元		中高端产品，贴合消费升级趋势，保持快速放量
52 度生态洞藏 6	158				
迎驾之星系列	52 度迎驾金星	100	50-100 元		中端产品，保持稳定增长，占比略有下降，向洞藏系列升级换挡
	42 度迎驾金星	96			
	52 度迎驾银星	78			
	42 度迎驾银星	75			
百年迎驾系列	42 度百年迎驾四星	80			主打性价比的民酒
	42 度百年迎驾三星	58			
	42 度百年迎驾二星	39	50 元以下		
迎驾普酒	42 度佛子岭特曲	40			光瓶酒，中低档
	42 度迎驾头曲	16			
	42 度迎驾大曲	15			
小迎驾系列	42 度茜乐小酒	22	—		小瓶酒，即饮消费
	45 度乐醉小迎驾	18			
	45 度小迎驾	15			

资料来源：京东、公司官网、饿了么、申港证券研究所

### 3.1.1 洞藏旺销势能强劲 带动整体结构提升

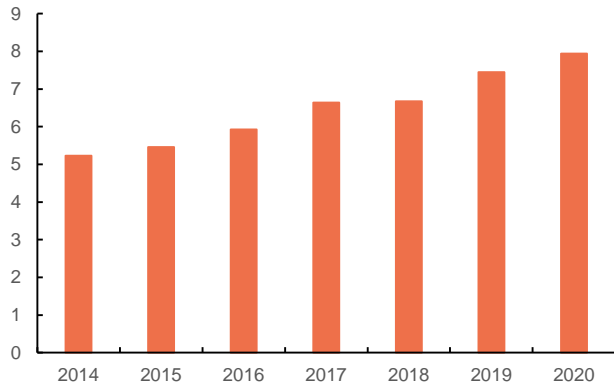
**洞藏推出后持续高速增长。**生态洞藏系列于 2014 年推出，收入占比快速提升，主力产品洞藏 6、9 年覆盖 100-300 元价格带，弥补了此前的薄弱价位，2016-2017 年实现同比 270%、150% 的高增，2018-2019 年达到 60% 以上的增速，20H2 增速 40% 左右，2021Q1 同比增长在 50% 以上。

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例约为 40%。

**中高档酒量价齐升，主动缩减低档产品 SKU。**中高档酒为洞藏系列、金银星，金

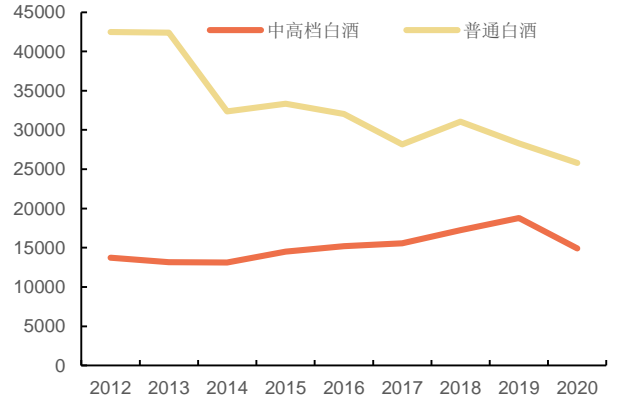
银星面临百元价格带的萎缩叠加企业主动缩减销售出现销量同比减少、重点培育的洞藏系列呈现量价齐升。中高档酒销量由2014年的1.3万吨提升到2019年的1.9万吨、五年CAGR为7.42%，销售收入由2014年的13.43亿元提高到2019年的23.11亿元、CAGR为11.47%。

图10: 迎驾贡酒吨酒价格稳步提升 (单位: 万元)



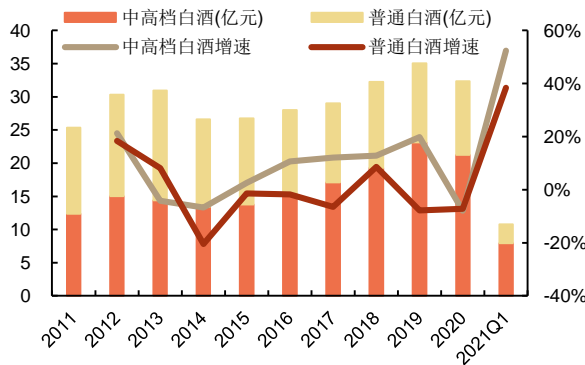
资料来源: wind、申港证券研究所

图11: 迎驾中高档酒销量持续提升



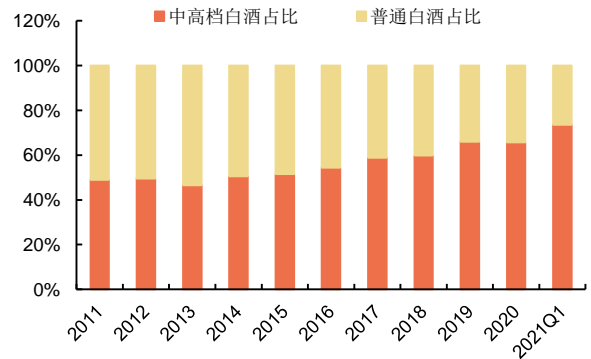
资料来源: wind、申港证券研究所

图12: 各类产品增速变化



资料来源: wind、申港证券研究所

图13: 产品结构占比



资料来源: wind、申港证券研究所

### 3.1.2 竞品聚焦高价位留下发展空间

安徽省内酒企可按照价格带划分梯队：第一梯队产品在300元以上，主要包括，古井年份原浆16/20/26、口子窖20/30年、迎驾洞藏系列16/20/30；第二梯队为100-300元价格带，包括古井年份原浆5/8、献礼版、口子窖5/6/10年、迎驾洞藏系列6/9和金星；第三梯队为百元以下产品，主要为古井系列酒，口子美酒，迎驾银星、百年迎驾、迎驾古坊，金种子醉三秋、祥和种子酒，高炉家酒，宣酒小酿造等。

表8: 省内企业产品

古井	口子窖	迎驾贡酒	特点
80元以下	老名酒、淡雅、鸿运	老口子、口子美酒、口子系列	

80-100 元	献礼	5 年	迎驾之星(银星、金星)	消费基础大
100-120 元间	古 5	御尊、口子 6 年		
120-150 元	古 7	小池窖	生态洞藏 6	
200-250 元	古 8	初夏	生态洞藏 9	消费升级黄金发展期
250-300 元		口子窖 10 年		消费升级下一个风口
300-350 元	古 16	仲秋	生态洞藏 16	
350-400 元		口子窖 20 年		
500-600 元	古 20	兼香 518	生态洞藏 20	次高端蓝海价格带
千元及以上	古 26	口子窖 30 年	生态洞藏 30	高端茅五窖占据

资料来源: wind、公司公告、申港证券研究所

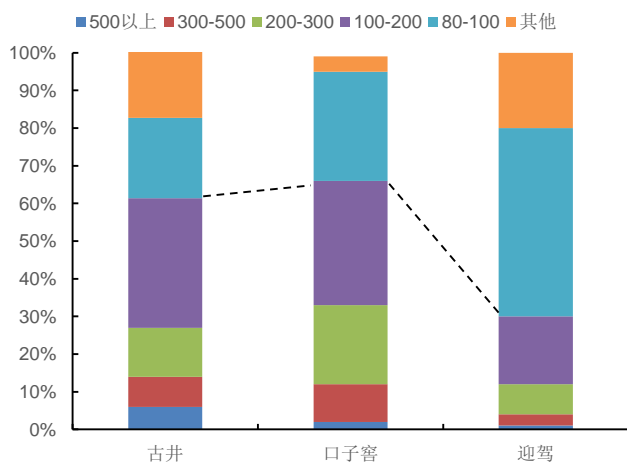
**古井着力 16 年以上升级，未将 150-300 元作为重点。**省内竞品聚焦高价位竞争为公司留下发展空间。业绩弹性有望持续释放，估值修复潜力巨大。

古井牢牢把握第一梯队，占据省内 200 元以上中端和次高端价格带。古井已将重心放到古 16、古 20 以上产品。

古井古 8 以上次高端产品占比超过 30%，产品结构持续上移，20 年推出千元高端产品年三十，古 20 在 500 元价位带快速发展，古 16、古 8 等企业受益企业推力和消费上移持续增长。

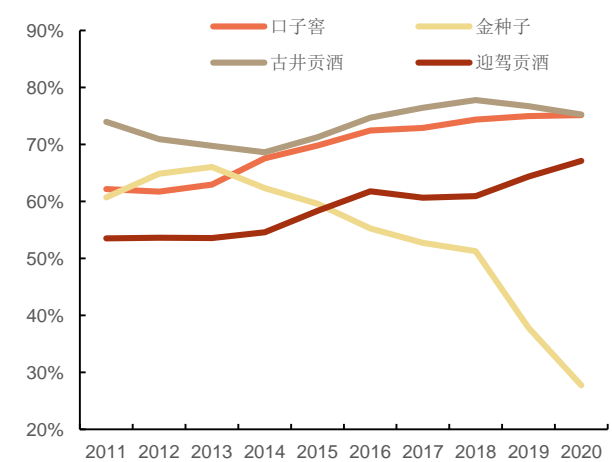
**口子窖结构亦较高，重点发力 10 年以上，同价位中洞藏竞争力更优。**口子窖 200-300 元、300-500 元价位在其整体产品结构中占比超过古井贡酒，虽然有 100 元以下产品，但整体结构较迎驾更高。且口子窖借助团购渠道重点发力 10 年、20 年以上产品，洞 6、9 价位与其差异化竞争。口子窖结构较高，囿于大商制渠道推力弱、同时渠道结构以酒店和团购为主，与迎驾也呈差异化局面。

图14: 口子窖、古井产品结构聚焦更高价位



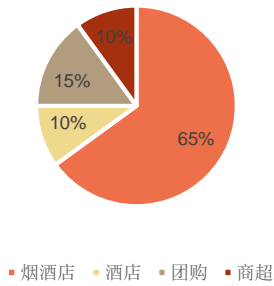
资料来源: wind、渠道调研、申港证券研究所

图15: 古井和口子毛利率高于迎驾



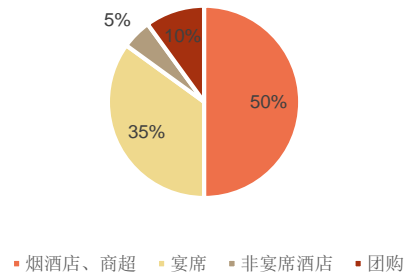
资料来源: wind、申港证券研究所

图16: 安徽白酒市场分渠道销售占比



资料来源: 中国酒类流通行业白皮书 2020、申港证券研究所

图17: 竞品口子窖侧重酒店渠道



资料来源: 渠道调研、申港证券研究所

**迎驾洞藏在 300 元以下中低端市场表现不俗。**迎驾贡酒在安徽西部及合肥周边城市的 300 元以下中、低端价格带有着不错的表现，渠道和铺货较为健全、洞藏在当地处于明显的上升期。200-300 价位带中迎驾约有 3 亿元以上规模。其他地产酒在该价位带难以形成规模销售。

**三线品牌未赶上升级趋势，集中趋势下逐渐掉队。**省内企业金种子、高炉家、宣酒等品牌主要在 100 元以下低端市场拼杀，未能及时在白酒消费升级中推出顺应升级的更高价位产品，做中高端品牌的势能较弱，品牌形象落于下风。

金种子以 80 元以下产品为主，20 年才开始推出次高端价位的馥合香 15、20，但整体体量和渠道能力仍待发展。宣酒未完成主流价格带卡位，仍以百元以下价位为主。

表9: 省内企业产品

	古井	口子窖	迎驾贡酒	
80 元以下	老名酒、淡雅、鸿运	老口子、口子美酒、口子系列		
80-100 元	献礼	5 年	迎驾之星 (银星、金星)	消费基础大
100-120 元间	古 5	御尊、口子 6 年		
120-150 元	古 7	小池窖	生态洞藏 6	
200-250 元	古 8	初夏	生态洞藏 9	消费升级黄金发展期
250-300 元		口子窖 10 年		消费升级下一个风口
300-350 元	古 16	仲秋	生态洞藏 16	
350-400 元		口子窖 20 年		
500-600 元	古 20	兼香 518	生态洞藏 20	次高端蓝海价格带
千元及以上	古 26	口子窖 30 年	生态洞藏 30	高端茅五窖占据

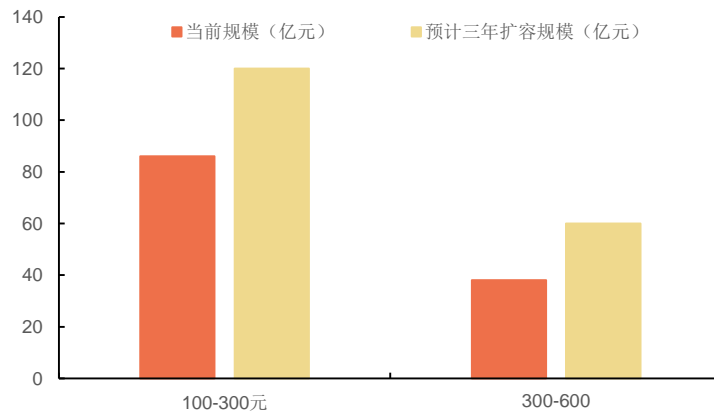
资料来源: 公司公告、渠道调研、申港证券研究所

### 3.1.3 扩容及优势市场延伸持续贡献增量

古井贡酒年份原浆系列 2008 年开始面市，目前已占古井销售 80%左右。口子窖首款年份系列产品口子 5 年 1998 年前后推出，2008 年后历经提价，逐步成为省内中档价位产品。口子 10 年、20 年于 2000 年推出，定位商政务消费，2006 年推出 6 年及定位高端的 30 年，提升了口子的品牌力。口子窖产品系列化完成全线布局进入稳定发展期。

**省内升级价格带高增。**目前省内 100-300 元价格带规模约 86 亿，通过承接 100 元以下约 150 亿的消费升级，预计未来三年将保持年化 15%以上的增速，提高到 120 亿元。300-600 元价格带目前规模 38 亿元，未来三年预计保持 20%以上的增速，提高到 60 亿规模。此两个价格带合计增量约 100 亿元，100 元以上是迎驾洞藏系列的优势价格带，公司省内增长空间充足。

图18：省内市场扩容预期



资料来源：中国酒类流通行业白皮书 2020、申港证券研究所

**公司多次提价顺应升级趋势，洞藏品牌势能拉高。**在洞藏上市后持续旺销，公司 17 年开始多次对洞藏系列产品提价，18 年对洞藏系列 6、9、16 全面提价。19 年 2 月洞 20、30 上市后拉高洞藏系列价格天花板，7 月公司再次对洞藏 6、9、16、30 全面提价。20 年 12 月，迎驾贡酒·大师版上市定价 2180 元，超高端价位全面打开洞藏系列天花板，为后续产品升级创造空间。同时，也是迎驾深厚酿造底蕴和产品品质根基的展现。

表10：生态洞藏旺销期提价节奏得当 升级完成价格抬升

时间	产品	调价情况
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 40 元/瓶至 398 元/瓶，52 度上调 30 元/瓶终端零售价上调至 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



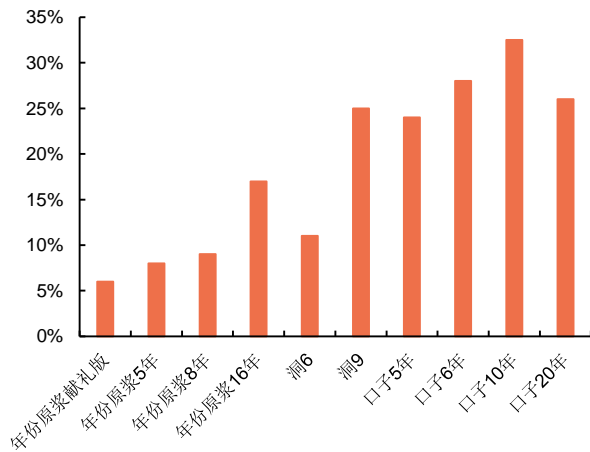
时间	产品	调价情况
		端零售价上调至 488 元/瓶。
2018 年 6 月	生态洞藏 6	终端零售价不低于 135 元/瓶，洞藏系列单品上调 10-20 元/瓶不等
	生态洞藏 9	终端零售价不低于 230 元/瓶，洞藏系列单品上调 10-20 元/瓶不等
	生态洞藏 16	终端零售价不低于 335 元/瓶，洞藏系列单品上调 10-20 元/瓶不等
	迎驾金星	单瓶上调 30 元/箱，终端售价不低于 90 元/瓶
	迎驾银星	单瓶上调 20 元/箱，终端售价不低于 70 元/瓶
2019 年 2 月	生态洞藏升级版	迎驾洞藏 20、30 升级版上市，瞄准 600-800 元价格带
2019 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
2020 年 11 月	迎驾贡酒·大师版	大师版上市定价为 2180 元

资料来源: wind、申港证券研究所

**主力产品洞 6、洞 9 品牌、品质和渠道利润优势明显。**目前洞 6、洞 9 所在的 100-300 元价位带，省内竞争对手主要以古井的古 5、古 8 和口子窖的 6 年、10 年为主，省外为洋河海之蓝、天之蓝，其他省内酒企产品还在培育过程中。

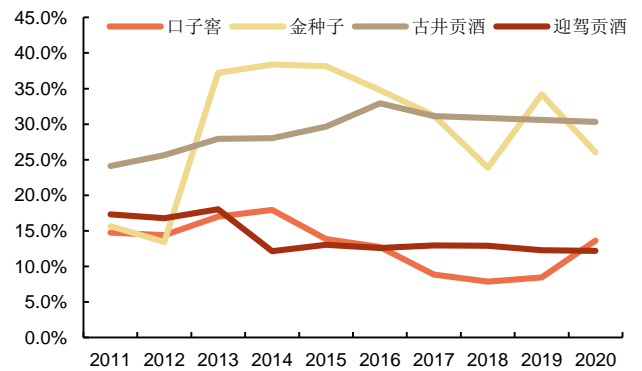
另外，产品渠道利润优势明显，迎驾目前实行经销商配额制、实行产品顺价销售，经销商除返点和奖励以外、产品销售本身毛利也优于古井等同等价位产品。

图19: 经销商利润高于竞品



资料来源: wind、渠道调研、申港证券研究所

图20: 顺价销售下销售费用率保持低位



资料来源: 申港证券研究所

公司未来在安徽依旧有良好的增长空间。一方面安徽经济发展持续向好、来自于中档偏高价位消费结构的持续扩大；另一方面来自于高档及中档偏低价位的市场运营，同时公司也会积极探索省外重点市场的开拓与发展。

安徽省提出到 2025 年培育年营收超过 200/100 亿元的白酒企业 1/2 家，政策为百亿迎驾目标提供新引擎。

### 3.2 强劲渠道竞争力确保增长

**参与徽酒竞争的营销和渠道精细化门槛高。**安徽白酒企业众多、90年代开始营销模式创新领先行业，口子窖凭借酒店盘中盘实现泛全国化发展、古井贡酒依靠三通工程深度渠道下沉。“西不入川、东不入皖”参与安徽市场白酒竞争需要较强的渠道扁平化和精细化水平，营销门槛较高。

**迎驾在洞藏上市后进行渠道改革。**迎驾贡酒在洞藏系列推出之前，主打民酒路线、拳头产品为金银星，依靠大商在省内走大流通批发渠道销售。洞藏系列推出之后，为推广更高价位产品、渠道深耕需要，公司着手对渠道和经销商体系进行改革。

- ◆ 2016年公司完善分销模式，成立与经销商和分销商的合资公司；推进数字化营销建设工程，对核心市场2万多家终端网点进行了普查和建档；并通过稳价、提价以提高渠道利润；
- ◆ 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。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；
- ◆ 2018年公司在“调结构、稳增长、促发展”经营方针下，推进“13586”战略；2018年对客户进行分级管理，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；
- ◆ 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”；
- ◆ 2021年2月提出“223”营销战略。

#### 3.2.1 营销转型小商制扁平化

**2017年开始变革经销商体系和营销组织以拉动产品升级和洞藏推广。**早期迎驾营销组织老化，省外拓展吃力，2017年开始对经销商进行大力度改革，2017年开始后公司经销商数量逐年增长。加大招商，改变了公司以往大流通、中低档渠道的经销商占多数的局面，高质量经销商加入让洞藏等新品导入更快。

**渠道模式：实行小商制、扁平化、厂家主导，加入联营体等模式创新。**公司实行小商制，公司经销商数量由2015年的636发展到2020年的1259，户均销售额、前五大经销商占比均低于口子窖、古井等省内竞争对手。

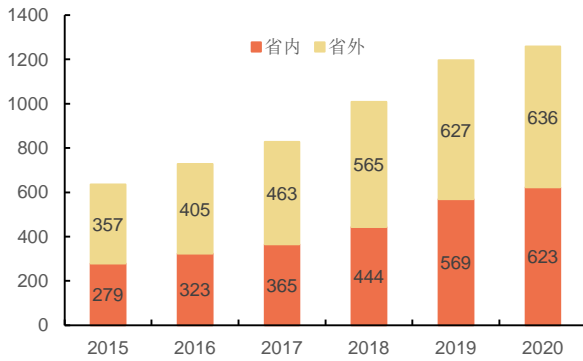
小商制带来了渠道的扁平化，迎驾贡酒省内普遍下沉到县乡镇、省外也下沉到县区，在六安、合肥等地门头牌等氛围营造强于竞争对手，旺销氛围浓厚、终端掌控力强。

实行厂家主导下的深度分销，厂家业务人员直接参与市场开拓、借助经销商当地资源对核心终端和核心消费者进行拓展和商务谈判，厂家主导强。2020年销售人员数量达到1617人，远高于省内口子窖、金种子等竞争对手。实行1+1+1+N服务，即1个区域经理+1个业务经理+N个经销商业务人员服务于迎驾贡酒终端和团购客户。

**面向重点开拓市场和核心消费者，通过直销和团购加速产品培育。**公司通过特渠、特约团购商、专卖店等加大直销力度，在合肥等重点开拓市场实行直销带动经销的方式提升效率，所销产品以洞藏系列为主。厂家直销（含团购）的销售占比逐年提

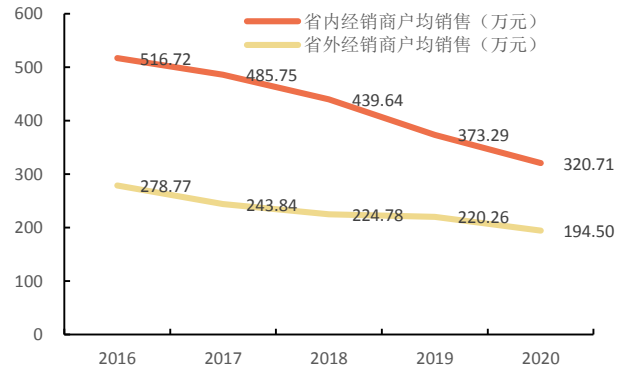
高，2018 年开始占比快速提高，2020 年达到 5.62%、21Q1 增至 6.60%。

图21：经销商数量



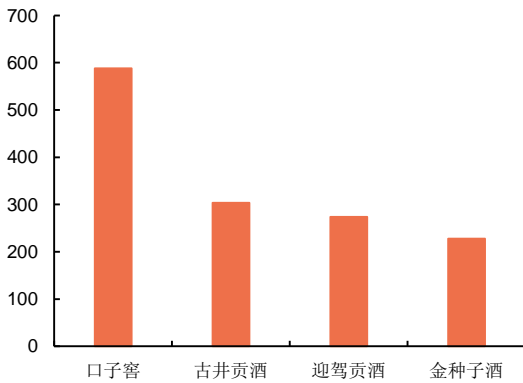
资料来源：wind、申港证券研究所

图22：经销商规模



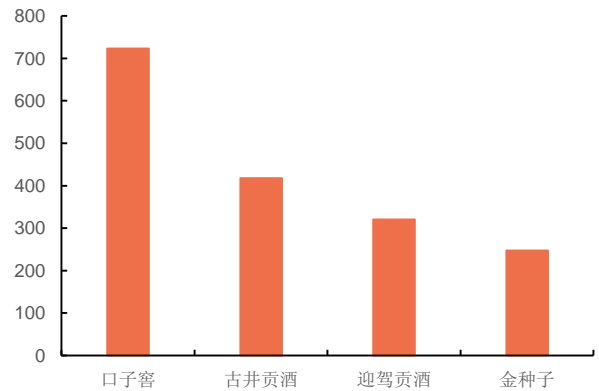
资料来源：wind、申港证券研究所

图23：2020 年四家公司全部经销商平均规模



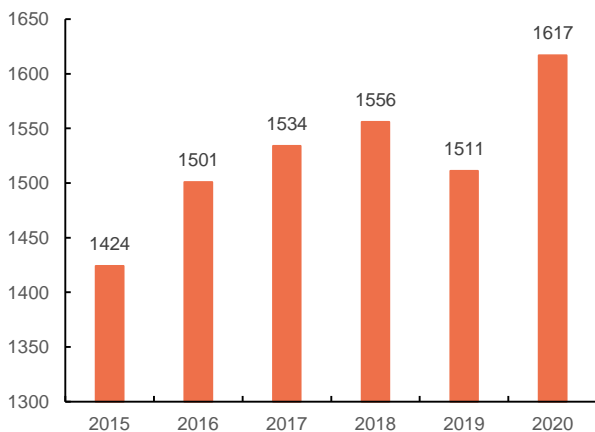
资料来源：wind、申港证券研究所

图24：20 年省内经销商平均规模（古井为华中地区平均）



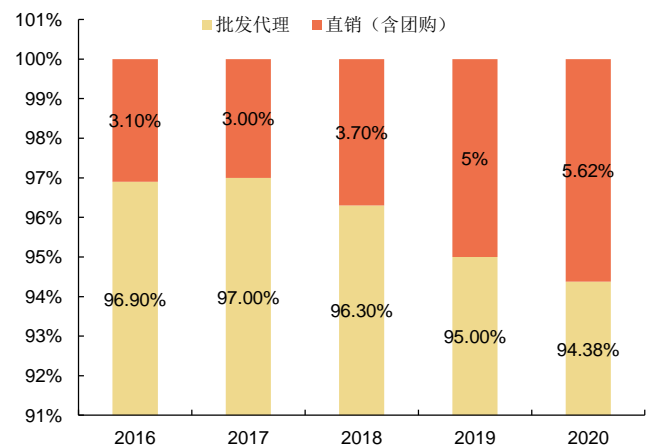
资料来源：wind、申港证券研究所

图25：销售人员 2016 年开始增长较快



资料来源：申港证券研究所

图26：直销（含团购）渠道占比持续提升



资料来源：申港证券研究所

**配套营销组织进行专门化和区隔设置。**目前营销组织专门化和扁平化，2015年在迎驾销售公司基础上成立电子商务公司，负责线上、定制及大客户产品销售；2017年成立迎驾洞藏销售公司，专门负责洞藏系列的产品销售和推广，实现专门化运作；2019年成立迎驾特曲销售有限公司，负责散酒及光瓶酒的销售。

为实现渠道下沉，在省内一线营销组织成立基层营销事业部、城市事业部，加强乡镇市场的下沉和城市市场中高档白酒销售。

2021年为简化管理环节、整合资源、提高运营效率，增强营销管理层力量，完善集中统一的营销指挥系统，由迎驾酒业销售公司合并洞藏销售和特曲销售公司。

**表11：21年迎驾销售吸收合并洞藏和特曲销售公司**

年份	销售子公司成立/合并	目的
	成立迎驾酒业销售公司	负责公司主力产品金星、银星及百年迎驾系列销售
2015	成立迎驾电子商务公司	定制产品及大客户服务，拓展线上业务
2017	成立迎驾洞藏酒销售有限公司	专门负责洞藏系列产品销售
2019	成立迎驾特曲销售有限公司	负责公司迎驾普酒等光瓶酒及散酒销售
2021	由迎驾酒业销售公司合并洞藏销售、特曲销售公司	整合资源、提高运作效率

资料来源：公司公告、申港证券研究所

### 营销战略体系：从 13586 到 233 营销战略转变，打造洞藏重点市场。

**13586** 即 1 个中心：以股份公司下达的经营指标为工作中心；**3** 大创新：团队管理创新、目标管理创新、销售模式创新；**5** 大完善：产品战略完善、价格体系完善、组织架构完善、渠道模式完善、终端策略完善；**8** 大落实：品牌建设、产品结构、价格管控、市场推广、区域布局、终端建设、客户管理、团队建设。

**233** 即两个打造，打造进攻学习型团队，提高营销专业化水平，增强团队的凝聚力、向心力、战斗力和执行力；打造洞藏重点市场，快速提升洞藏市场份额，扩大产品在中高端价格带的影响力；两大提升：提升品牌知名度和美誉度，提升营销信息化管理水平；三个完善：聚焦核心产品，完善产品管理；继续推行市场分类服务，优化经销商产品组合，完善市场布局；围绕渠道发展现状，找差距、补短板、重过程、促结果，完善渠道建设。

**21 年延续聚焦核心终端、核心消费者策略，打造洞藏重点市场。**公司提出一切围绕消费者做品牌、做终端，改变以前费用投入和营销精力多数投放在渠道上的状况，面向消费者做营销，在核心终端和团购渠道加大对核心消费者的营销推广。在传统渠道，做核心终端的厂商共建，在团购渠道加大团购特约经销商和烟酒店团购商的招商开拓力度。

### 3.2.2 相对省内竞品渠道力领先

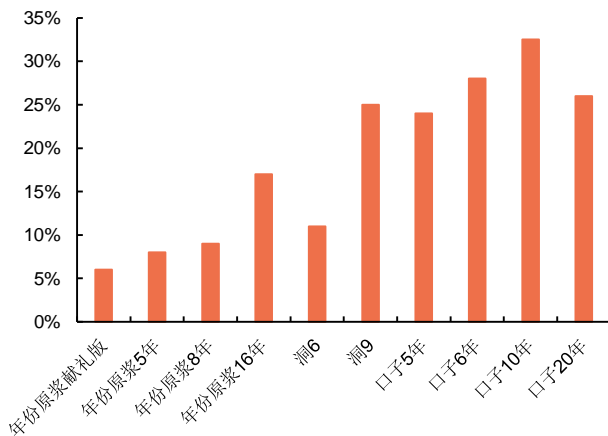
营销方式小商制、扁平化、小区域高占有市场化能力强。配额制管理下，渠道库存

良性、经销商利润高于古井等省内竞品。2021 年继续推进营销体系改革，建立双核心（核心终端和核心消费者）、结构升级推动洞藏系列上量。

区别于古井贡酒的控价模式，迎驾贡酒实行顺价销售，经销商利润高。

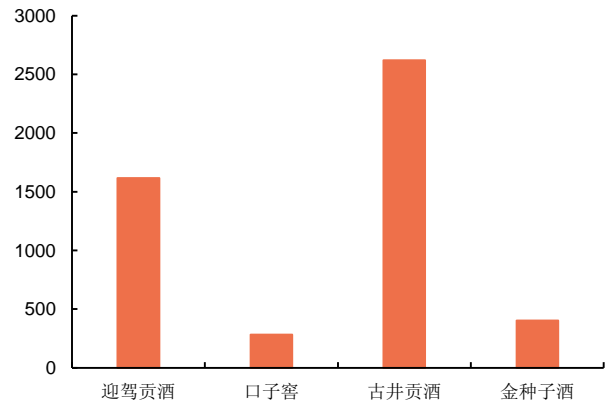
口子窖采用大商制，公司只负责产品供应及公司面上品牌宣传，区域性的市场运作、终端拓展、广告氛围投放等工作由经销商掌握。数量上来看，盘中盘时代历史遗留问题使然，一般一个地级市只设置一到两个经销商，经销商与公司深度绑定，县区多为经销商的二级分销商覆盖。这种模式在早期拓展市场、快速上规模上对口子窖帮助较大。随着酒企营销的普遍精细化，大商制劣势表现出来，厂商对渠道掌控力不足，公司对终端和市场情况掌握不够充分及时，新品推广投放、政策执行受影响。

图27：经销商利润高于古井



资料来源：wind、渠道调研、申港证券研究所

图28：2020 年省内企业销售人员数量仅次于古井



资料来源：wind、申港证券研究所

表12：口子窖渠道大商制改革举措

	大商制做法	特点/劣势	渠道改革举措
经销地理范围	地市级代理	早期快速拓展市场、上规模	将原有经销区域切分招商，纳入新商
经销产品范围	厂家产品均可销售	经销商只卖自己愿意卖的，不卖厂家希望卖的产品 渠道秩序出问题可能大	新产品要求大商成立独立公司销售，不符合条件的重新招商
费用投放与管理	厂家负责面上广告、经销商负责渠道费用 费用与产品绑定，仅厂家承担的费用计入销售费用	厂家管理强度降低 费用管理精细化程度低 费用投放会导致价格体系混乱	分价位带考核模式 加大费用投放力度
厂商营销分工	经销商主导，自主开发和维护市场	厂家失去掌控力，经销商议价能力威胁到厂家	厂家对渠道开拓方向、终端掌控进一步下沉
渠道下沉程度	经销商人员和能力有限，下沉程度低	难以下沉到乡镇	省内“一地一策”战略，皖南/

大商制做法	特点/劣势	渠道改革举措
厂家了解市场程度 不够了解	渠道分类运作能力差	皖北各自重点建设团购/酒店宴席渠道
		加大厂家销售人员投入

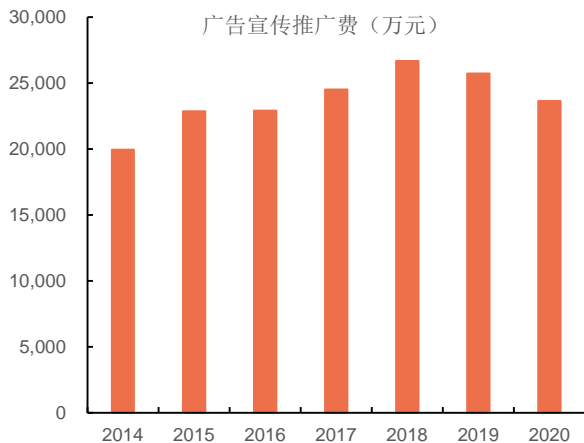
资料来源: wind、申港证券研究所

### 3.2.3 提档升级为当前及长期战略

公司近年着力提高产品定位, 改变过去品牌形象以迎驾之星系列相对应的局面。生态洞藏上市后, 围绕消费者和品牌打造, 举办 2017 封藏大典、品鉴会, 省内外活动冠名、高铁广告等, 有力地提升了洞藏的品牌势能。

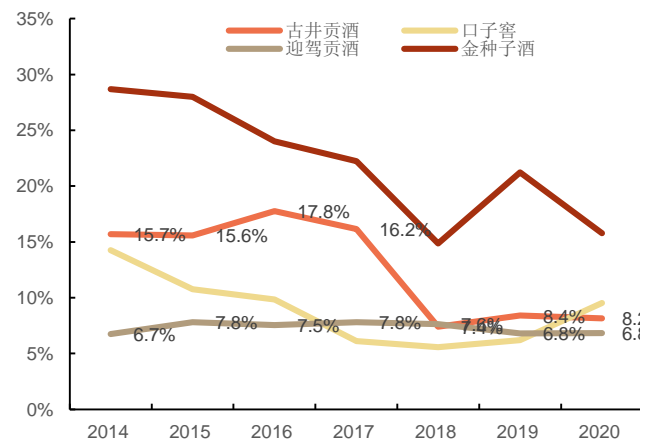
广告费用投放力度持续, 省内外影响力和相对竞品声量有所提升。广告宣传费由 2016 年的 1.81 亿元, 提高到 2020 年的 2.36 亿元, 广告费收入比 20 年达到 6.8%。全国性广告宣传费低于地区性广告宣传费, 2019 年比例为 45.19%。

图29: 广告宣传费投入情况



资料来源: wind、申港证券研究所

图30: 省内各家企业广告宣传费收入比



资料来源: wind、申港证券研究所

### 3.3 省外聚焦发展 洞藏与系列酒联合发力

公司 20 年省外营收 12.37 亿元, 省外销售占比接近 40%、为徽酒之冠。主要市场为江苏、上海等华东地区。省外主导产品结构低于省内, 产品毛利率由 2015 年的 57.30% 提高到 67.08%, 结构升级亦较为可观。

省外扩张聚焦优势区域、与大商合作。省外市场未来主要聚焦布局长三角 (江浙沪及周边)、京津冀、公司 300 公里半径市场 (豫东南、鄂东南、江西等)。借助徽商优势, 省外拓展过程中与百川商贸、南京金兴源、盐城合众、苏州吴越等区域大商合作, 年合同金额在 3000 万元级别。

**迎驾之星与洞藏系列双产品驱动。**在中低端市场由已形成良好品牌认知和销售基础的迎驾三星、四星担纲，以餐饮等流通渠道为主、巩固已有优势，持续扩大在中低端市场份额；导入生态洞藏发力城市市场、中高端市场，以核心渠道烟酒店、团购渠道为主，围绕核心消费者打造样板市场。

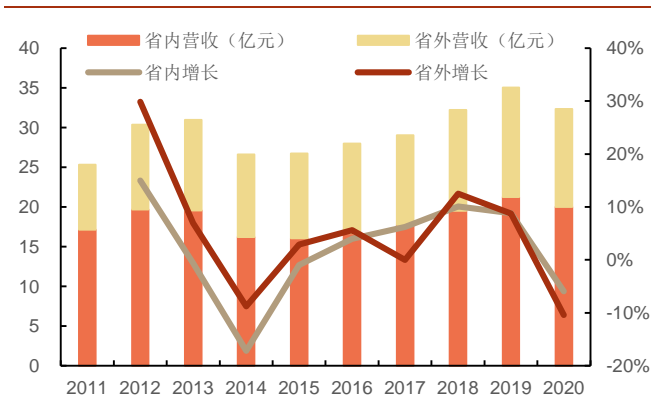
省外增长优于省内，21Q1 恢复情况好于省内。2016 年前，省外增长优于省内，主打产品为中低端迎驾之星系列。洞藏系列推出后，2017 年公司主动进行省外经销商调整、省外增长放缓，受次拖累省外增长慢于省内。2018-19 年省外增长仍优于省内，20 年新冠疫情冲击，冲击宴席、中小餐饮等消费场景，公司省外销售受限。21Q1 省内外营收增速分别为 35.2%、85.9%，相对 19 年同期分别增长-3.4%、3.7%，省外出现快速恢复态势。

表13: 华东白酒市场规模空间情况

省份	市场规模 (亿元)	当地代表品牌
江苏	400	洋河、今世缘
安徽	300	古井、口子窖、迎驾贡酒
上海	200	全国化名酒
浙江	300	全国化名酒
合计	1300	

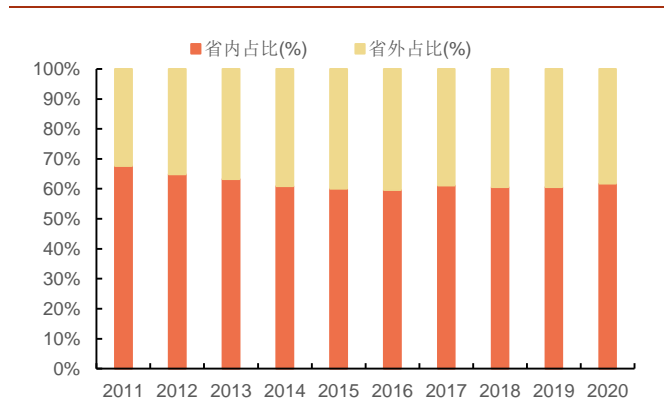
资料来源: 华夏酒报、申港证券研究所

图31: 省外市场增长较快



资料来源: wind、申港证券研究所

图32: 省外占比接近 40%为徽酒之冠



资料来源: wind、申港证券研究所

图33: 省外市场以江苏上海为主 (省外营收)

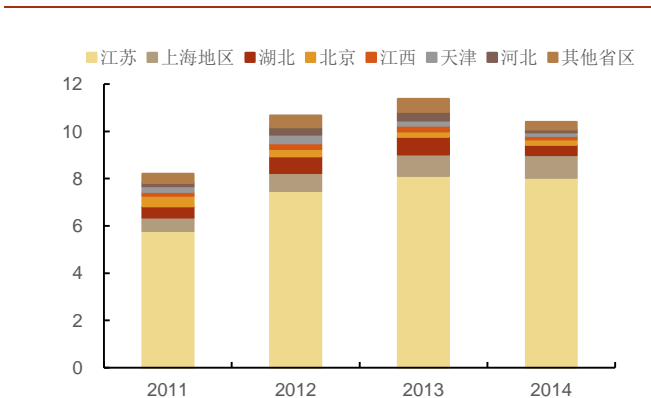


图34: 专卖店主要分布于安徽和江苏

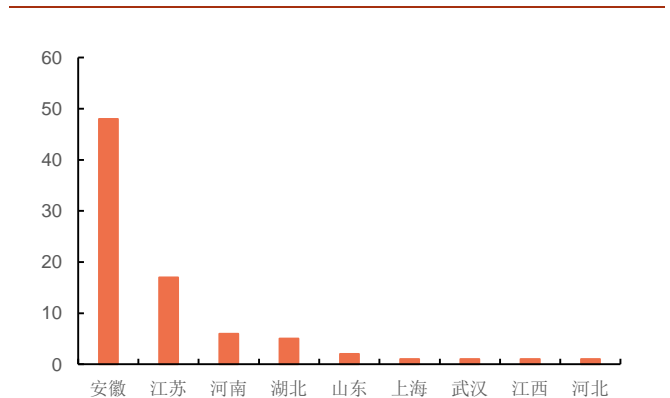
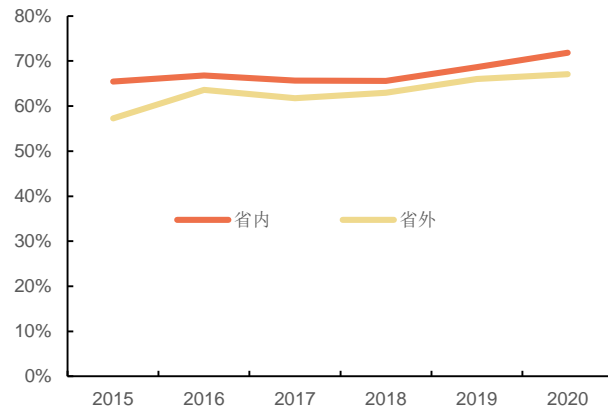


图35：迎驾贡酒省外毛利率稍低于省内



资料来源：wind、申港证券研究所

区域品牌实现全国化与时间机遇、品牌基因及品类选择等因素有关系。1、占据价位带，提前布局培育新价格带。2、持续的品牌和消费者投入。3、招有优势资源的经销商。可以认为迎驾凭借在产品双轮驱动、省外大商拓展和持续的核心渠道和消费者投入上的积累将推动公司省外市场进一步放量。

### 3.4 市场关注问题说明

问题 1：如何看待一季度增速略不及市场预期？

2021Q1 营收 11.48 亿、同比+48.90%，净利润 3.69 亿、同比+58.45%，相比 19Q1 -1.05%、+4.47%，略不及市场预期。原因在于：迎驾之星等中低档产品拖累、春节档收入确认节奏影响。

分结构看，中高档酒 20 年收入同比-8.0%、21Q1 分别相对 20 和 19 年同期增长 52.3%、4.2%。20 年下滑主要为迎驾金银星及以下产品下滑拖累整体，洞藏系列仍呈现强劲增长、20H2 在 40%以上、21Q1 增长在 50%以上。随着中低端产品企稳，对整体业绩的拖累逐步释放。

从预收款和现金流方面来看，20 年底洞藏打款价提高至春节销售部分发货确认到 20Q4。Q1 末预收款 4.11 亿元，为近 3 年高位。Q1 现金回款流入 11.88 亿元，相比 19 年同期增长 17.04%，增速高于收入，回款趋势良好。

问题 2：费用率低于竞品如何保证渠道推力？

公司销售费用率近 5 年一直保持在 12-13%，整体低于古井贡酒的 30%左右、金种子的 20-30%的销售费用率。

一方面，公司产品顺价销售，不同于古井贡酒等采用的控价模式，给与渠道的价差利润较高，渠道动力更有优势。另外，销售费用中直接用于动销的广告宣传费，迎驾、古井的费率同在 6-8%，差异不大。



### 问题 3：公司相对其他竞争对手具备什么优势？

能够在安徽白酒市场胜出的酒企，需要在价格带、渠道力、优势市场方面兼具优势。

价格带：产品结构跟得上升级趋势、主流价位抬升到 150 元以上，在合肥等标杆市场 300 元价位有拳头产品；渠道力：营销渠道扁平化、深度下沉，掌控终端和核心人群；优势市场：在若干地区成为第一品牌，市占率有优势。

相对古井优势：价格带错位发展，古井推广重心在次高端的古8、古16以上产品；迎驾渠道饱和度低、渠道利润高，阶段性增长空间优于古井；产品品质稳定。

相对口子窖优势：渠道掌控力好、渠道下沉度和精细化管理程度高。

相对金种子及省内三线品牌：中高端产品结构优势明显。

## 4. 盈利预测

在安徽省内消费升级、集中化利好龙头企业的长期趋势下，公司洞藏延续放量增长趋势带动整体结构上移和盈利能力增强，同时，公司渠道掌控力强、21 年围绕核心资源和核心消费者做好洞藏重点市场，加强皖西和合肥等重点市场基础上，扩大省内市场精耕细作和省外市场发展水平。营销措施的落地，将进一步增强企业竞争力、带动公司份额的持续提升。

随着主流消费升级到 150-300 元以上，公司针对性推动洞藏系列的上量，中高端产品将延续一季度的高增、普通白酒在疫情后将持续复苏平稳增长。

对未来公司经营情况假设如下：

成长性：

1、中高端产品系列：公司21Q1中高端产品收入增长52.3%，维持强劲增长，随着150-300元价格带的扩容，公司洞藏系列产品高增将进一步提高占比及毛利率水平。中高端产品洞藏系列2021-2023年预计增速40.0%、34.0%、33.0%，今年疫情影响大幅改善下迎驾之星系列销售恢复、预计2021-2023年增速22.8%、20.2%、13.2%。

2、普通白酒（百年迎驾贡系列、迎驾古坊系列、迎驾糟坊系列）：2021Q1普通白酒在去年同比低基数下增长38.4%，在省内消费上移和公司主动缩减低端产品情况下，预计全年2021-2023年增速0.0%、5.0%、5.0%。

盈利能力：

1、毛利率：在洞藏放量增长带动下，公司整体产品结构上移，中高端酒结构占比提高以及产品提价提价势必带来整体毛利率的提升，预计毛利率将逐年提升，预计2021-2023年可到70.30% 72.36% 73.13%。

2、销售费用率：公司产品顺价销售、同价位产品相对竞品渠道利润充分，直接用于渠道推广和促销的广告宣传费与竞品保持相当水平。且洞藏品牌势能已较强，销售费用率预计保持稳定，预计2021-2023年销售费用率为12.10%、13.00%、13.10%。

3、管理费用率：公司经营稳健，管理费用率今年保持低位稳定，预计明后年费用率仍保持稳定，2021-2023年可达5.50%、5.40%、5.40%。

**投资建议：**预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 41.31、49.21、58.13 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 12.21 亿元、14.85 亿元和 17.87 亿元，每股收益分别为 1.53 元、1.86 元和 2.23 元，对应 PE 分别为 27.30X、22.43X 和 18.65X。洞藏带动下增长提速叠加估值修复给与 2021 年 35 倍 PE，目标价格 53.55 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表14：可比公司估值：迎驾贡酒低于平均水平（数据截止 5 月 28 日）

证券简称	收盘价 (元)	市值 (亿元)	PE			EPS		
			21E	22E	23E	21E	22E	23E
今世缘	59.2	743	38.31	30.91	25.50	1.54	1.91	2.32
古井贡酒	242.9	1035	51.03	42.02	35.99	4.76	5.78	6.75
口子窖	67.47	405	24.02	20.21	17.20	2.81	3.34	3.92
金徽酒	44.88	228	55.84	45.44	36.89	0.80	0.99	1.22
舍得酒业	177.5	597	63.80	45.84	34.70	2.78	3.87	5.11
金种子酒	15.54	102	170.03	101.07	56.07	0.09	0.15	0.28
顺鑫农业	50.3	373	43.70	34.08	27.43	1.15	1.48	1.83
均值			63.82	45.65	33.40	1.99	2.50	3.06
迎驾贡酒	42.1	337	27.30	22.43	18.65	1.53	1.86	2.23

资料来源：wind、申港证券研究所 注：除迎驾贡酒外其他公司预测均来自 Wind 一致预测

利润表						资产负债表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	3777	3452	4131	4922	5813	<b>流动资产合计</b>	4938	5349	5834	6544	7524
<b>营业成本</b>	1346	1135	1227	1360	1562	货币资金	835	1154	1972	2450	2861
营业税金及附加	584	520	631	747	885	应收账款	48	57	60	76	87
营业费用	463	420	500	640	747	其他应收款	6	5	7	8	9
管理费用	188	172	227	266	314	预付款项	8	12	10	11	12
研发费用	26	39	38	46	47	存货	2698	3020	2824	2982	3510
财务费用	-9	-4	-7	-5	-6	其他流动资产	24	272	175	209	247
资产减值损失	0	0	0	0	0	<b>非流动资产合计</b>	2031	2032	1906	1930	1851
公允价值变动收益	-10	3	-3	0	-2	长期股权投资	0	0	0	0	0
投资净收益	75	75	75	75	75	固定资产	1474	1731	1617	1587	1502
<b>营业利润</b>	1265	1272	1609	1967	2361	无形资产	119	115	111	106	102
营业外收入	5	6	5	6	5	商誉	0	0	0	0	0
营业外支出	18	19	2	11	6	其他非流动资产	31	54	49	59	69
<b>利润总额</b>	1252	1259	1612	1962	2360	<b>资产总计</b>	6969	7381	7740	8474	9374
所得税	321	302	387	471	566	<b>流动负债合计</b>	2117	2077	2241	2362	2527
<b>净利润</b>	932	957	1225	1491	1794	短期借款	0	0	0	0	0
少数股东损益	1	4	5	6	7	应付账款	499	561	524	581	667
归属母公司净利润	930	953	1221	1485	1787	预收款项	406	0	222	264	312
EBITDA	1525	1543	1772	2146	2544	一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0
<b>EPS (元)</b>	1.16	1.19	1.53	1.86	2.23	<b>非流动负债合计</b>	87	142	142	142	142
<b>主要财务比率</b>						长期借款	0	0	0	0	0
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	应付债券	0	0	0	0	0
<b>成长能力</b>						<b>负债合计</b>	2204	2220	2383	2504	2669
营业收入增长	8.26%	-8.60%	19.68%	19.14%	18.11%	少数股东权益	17	20	24	30	37
营业利润增长	20.97%	0.57%	26.47%	22.24%	20.04%	实收资本(或股本)	800	800	800	800	800
归属于母公司净利润增长	19.49%	2.47%	28.02%	21.70%	20.30%	资本公积	1303	1304	1000	1000	1000
<b>获利能力</b>						未分配利润	2245	2639	3111	3705	4408
毛利率(%)	64.36%	67.13%	70.30%	72.36%	73.13%	归属母公司股东权益合计	4748	5142	5333	5941	6669
净利率(%)	24.66%	27.72%	29.66%	30.29%	30.86%	<b>负债和所有者权益</b>	6969	7381	7740	8474	9374
总资产净利润(%)	13.35%	12.92%	15.77%	17.53%	19.06%	<b>现金流量表</b>					
ROE(%)	19.60%	18.54%	22.88%	25.00%	26.80%	单位:百万元					
<b>偿债能力</b>						<b>经营活动现金流</b>	925	729	1814	1485	1501

资产负债率(%)	32%	30%	31%	30%	28%	净利润	932	957	1225	1491	1794
流动比率						折旧摊销	154	164	169	184	189
速动比率						财务费用	-9	-4	-7	-5	-6
<b>营运能力</b>						应付帐款减少	8	-9	-3	-16	-11
总资产周转率	0.56	0.48	0.55	0.61	0.65	预收帐款增加	-77	-406	222	42	48
应收账款周转率	74	66	71	72	71	<b>投资活动现金流</b>	-244	149	27	-134	-37
应付账款周转率	7.50	6.51	7.62	8.91	9.32	公允价值变动收益	-10	3	-3	0	-2
<b>每股指标 (元)</b>						长期股权投资减少	0	0	0	0	0
每股收益(最新摊薄)	1.16	1.19	1.53	1.86	2.23	投资收益	75	75	75	75	75
每股净现金流(最新摊薄)	0.16	0.40	1.02	0.60	0.51	<b>筹资活动现金流</b>	-552	-561	-1023	-872	-1053
每股净资产(最新摊薄)	5.93	6.43	6.67	7.43	8.34	应付债券增加	0	0	0	0	0
<b>估值比率</b>						长期借款增加	0	0	0	0	0
P/E	35.91	35.00	27.30	22.43	18.65	普通股增加	0	0	0	0	0
P/B	7.02	6.48	6.25	5.61	5.00	资本公积增加	40	1	-304	0	0
EV/EBITDA	21.31	20.84	17.69	14.39	11.97	<b>现金净增加额</b>	128	317	818	478	411

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

单击此处输入文字。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上