

迎驾贡酒 (603198)

生态洞藏势能已起，经营有望进入拐点

——迎驾贡酒动态点评

✍️ 分析师：马莉 执业证书编号：S1230520070002
☎️ 联系人：张潇倩 执业证书编号：S1230520090001
✉️ zhangxiaolian@stocke.com.cn;

报告导读

迎驾贡酒为卡位安徽主流消费升级价格带的强潜力地产白酒龙头，高价位洞藏系列表现有望持续超预期，我们认为当前存在较大预期差。

投资要点

□ 迎驾贡酒为什么过去几年表现平平？

2007年-2010年，迎驾贡酒曾凭借迎驾银星拿下合肥市场大众白酒销量冠军，强渠道力+差异化策略（生态概念）助推其成为徽酒“四朵金花”的探花，但后来逐步被口子窖、宣酒等酒企相继超越；深度调整期间，产品结构偏低+政务消费占比低使得其业绩波动较小，但当行业结束调整期后，消费升级+消费人群结构转变背景下，迎驾贡酒品牌定位不高、产品结构偏低、产品升级速度落后、营销组织老化等问题逐步暴露，对此，公司采取系列积极改革举措，比如：1) 发扬“生态美酒”文化，品牌定位得到提升；2) 精耕省内市场，省外集中资源重点开发；3) “223”战略谱新篇，扁平化战略赋能渠道；4) 产品矩阵持续优化（精简SKU，聚焦卡位升级价位的高端生态洞藏系列），其中2015年推出的高端洞藏系列已于18年完成核心市场布局，至此公司实现多维度升级，喜迎新机。

□ 为什么洞藏系列将助推公司进入发展快车道？

实际上迎驾贡酒一直拥有极具竞争力的渠道力，此前逐步掉队的重要问题在于产品结构整体偏低，在一段时间内均未充分享受消费升级红利，因此定位高端的洞藏系列虽然推出时点较晚，但仍然在短时间内凭借优异品质获得了消费者的认可，并逐步从萌芽期走向快速成长期。究其原因，我们认为：

- 1) **大背景——安徽省市场容量大，主流价位带不断提升：**① 较高的消费水平和饮酒氛围使安徽成为白酒产销大省，2019年白酒市场规模在320亿元左右，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；② 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，主流价位带提至200-500元，消费升级的延续为洞藏系列实现内部结构升级/快速发展的基础；③ 生态洞藏系列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；
- 2) **从产品矩阵角度来看：**当前迎驾贡酒的宽产品线布局利于承接未来梯次消费升级，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，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；
- 3) **从运作能力角度来看：**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；相较于竞品，洞藏系列价格渠道利润高，渠道推力足；迎驾深层逻辑是控量原则，非饱和营销，当前渠道补货后库存仍处较低水平。

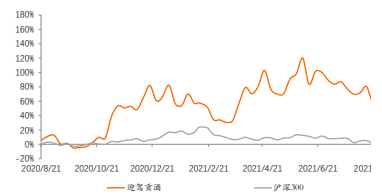
基于以上，市场认为迎驾贡酒由于过去未紧抓消费升级趋势，现今抢占次高端价格带难度较大/受疫情影响白酒景气度和消费升级趋势放缓；我们认为：公司自通过三位一体多维度举措实现升级，其中次高端洞藏系列顺消费升级大势，加之300元以下价位

评级 买入

上次评级 买入
当前价格 54.46

单季度业绩 元/股

3Q/2020	0.24
4Q/2020	0.53
1Q/2021	0.46
2Q/2021	0.28



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

- 《迎驾贡酒业绩21H1点评报告：生态洞藏势能释放，盈利端表现超预期（20210824）》
- 《迎驾贡酒业绩点评报告：洞藏系列实现放量，盈利能力稳步提升（20210425）》
- 《迎驾贡酒深度报告：多维度改革迎新机，生态洞藏大有可为》（20210418）

消费者忠诚度优先，迎驾已凭借自身具备竞争力的品牌、渠道，在徽酒市场中稳占一席之地，在高渠道利润+竞争格局出现变化背景下，生态洞藏的快速将助推公司进入超预期上行通道/区域白酒景气度呈现分化趋势，受益于安徽经济增速领先全国，叠加疫情管控领先；白酒景气度和消费升级呈现加速态势。

□ 为什么当前时点为公司经营拐点？存在哪些超预期因素？

短期来看，过去三年洞藏系列在逐步蓄力，21H1 淡季进一步夯实实力，实现超预期发展——① 产品方面：在上半年公司未做太多促销背景下，21H1 洞藏 6 及洞藏 9 收入均实现翻番增长，当前占比约 60%；同时洞藏 16 及洞藏 20 亦处于快速上行通道；9 月初公司开始中秋打款，预计全年任务将于中秋节前完成；② 渠道方面：公司自年初进行了组织架构的整合，从之前的 3+N 营销体系变成一个大的营销公司、多个分公司形式，采取分区域、分品相代理方式，渠道效率更高；③ 市场方面，省内合肥、六安延续强势表现，收入占比约大 40%；受基地市场爆发疫情影响，省外收入占比提升 1.72 个百分点至 37.88%，其中浙江、江苏地区为重点发展区域。受益于前期改革红利不断释放、洞藏系列起势趋势确定性强，洞藏系列强趋势将于三季度旺季延续，量的爆发+结构持续升级推动 21Q3 业绩进入拐点，再次实现超预期发展；

中长期来看，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%)，20 年洞藏体量预计超 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，比如在六安市占率遥遥领先，同时在合肥市场也获得迅速增长。

□ 盈利预测及估值

2021 年公司将继续在生产提质、销售改革（销售类分子公司进行合并整合，简化管理环节，增强营销管理层力量）、品牌赋能（升级“三大行动”系统工程）、管理升级等方面进行优化。受益于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，预计 2021-2023 年收入增速分别为 24.7%、20.2%、17.7%；归母净利润增速分别 37.6%、31.2%、27.3%；EPS 分别为 1.6、2.2、2.7 元/股；PE 分别 33、25、20 倍。

□ **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)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	3452.0	4303.0	5174.4	6088.0
(+/-)	-8.6%	24.7%	20.2%	17.7%
净利润	953.4	1311.9	1720.7	2189.8
(+/-)	2.5%	37.6%	31.2%	27.3%
每股收益 (元)	1.2	1.6	2.2	2.7
P/E	45.7	33.2	25.3	19.9

表附录：三报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	5349	5928	7066	8702	营业收入	3452	4303	5174	6088
现金	1154	926	2205	3602	营业成本	1135	1264	1333	1358
交易性金融资产	786	1037	912	974	营业税金及附加	520	649	780	918
应收账款	57	102	98	127	营业费用	420	521	626	738
其它应收款	5	9	9	11	管理费用	172	181	207	234
预付账款	12	8	10	11	研发费用	39	49	59	70
存货	3020	3363	3548	3615	财务费用	(4)	(11)	(19)	(39)
其他	316	483	284	361	资产减值损失	(0)	(2)	(1)	(1)
非流动资产	2032	2449	2767	2900	公允价值变动损益	3	3	3	3
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	75	74	75	75
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	25	20	22	22
固定资产	1731	1842	2005	2167	营业利润	1272	1746	2287	2907
无形资产	115	109	100	92	营业外收支	(13)	(13)	(14)	(14)
在建工程	32	345	516	493	利润总额	1259	1733	2273	2893
其他	154	152	146	148	所得税	302	416	546	694
资产总计	7381	8376	9833	11602	净利润	957	1317	1727	2198
流动负债	2077	2157	2317	2400	少数股东损益	4	5	7	8
短期借款	0	0	0	0	归属母公司净利润	953	1312	1721	2190
应付款项	748	701	762	809	EBITDA	1416.8	1845.0	2394.3	3011.7
预收账款	0	353	327	294	EPS (最新摊薄)	1.2	1.6	2.2	2.7
其他	1330	1103	1228	1297	主要财务比率				
非流动负债	142	101	110	118		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	142	101	110	118	营业收入	-8.6%	24.7%	20.2%	17.7%
负债合计	2220	2258	2427	2518	营业利润	0.6%	37.3%	30.9%	27.1%
少数股东权益	20	25	31	39	归属母公司净利润	2.5%	37.6%	31.2%	27.3%
归属母公司股东权	5142	6094	7375	9045	获利能力				
负债和股东权益	7381	8376	9833	11602	毛利率	67.1%	70.6%	74.2%	77.7%
					净利率	27.7%	30.6%	33.4%	36.1%
					ROE	19.2%	23.3%	25.4%	26.6%
					ROIC	18.4%	21.4%	23.2%	23.9%
					偿债能力				
					资产负债率	30.1%	27.0%	24.7%	21.7%
					净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					流动比率	2.6	2.7	3.0	3.6
					速动比率	1.1	1.2	1.5	2.1
					营运能力				
					总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6
					应收帐款周转率	66.3	71.2	73.9	72.0
					应付帐款周转率	2.1	2.3	2.4	2.3
					每股指标(元)				
					每股收益	1.2	1.6	2.2	2.7
					每股经营现金	0.9	1.0	2.5	2.7
					每股净资产	6.4	7.6	9.2	11.3
					估值比率				
					P/E	45.7	33.2	25.3	19.9
					P/B	8.5	7.1	5.9	4.8
					EV/EBITDA	18.4	22.6	16.9	13.0

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

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>