

品牌、产品、渠道齐发力，生态洞藏锋芒初现

投资要点

- **推荐逻辑:** 1、受益于消费升级，安徽白酒主流价格带已位于 200 元左右，对比临近江苏省份，安徽省消费升级仍将持续，且过程较长。2、迎驾聚焦资源培育的生态洞藏系列契合此价格带，且过去 3 年收入年均增长 50% 左右，2019 年洞藏系列实现营收 7-8 亿元，带动公司产品结构持续优化。3、随着消费升级持续，叠加公司加大对合肥等核心市场的开拓力度，预计未来三年洞藏系列收入复合增速超过 30% 左右，前景可期。
- **消费升级驱动主流价格带上行，竞争激烈利好省内龙头。1、消费升级如火如荼，主流价格带稳步上行。**本轮白酒复苏以来，安徽省白酒消费升级如火如荼，主流价格带稳步上行，区域名酒中高端和次高端产品实现快速放量。当前安徽次高端及以上白酒占比仅为 22%，参考对象江苏比重为 44%，安徽未来产品结构升级空间广阔。**2、徽酒市场竞争激烈，份额加速向龙头集中。**在当前行业挤压式增长的大背景下，徽酒市场竞争变得愈发激烈，省内龙头酒企依托品牌和渠道优势持续挤压二三线酒企的生存空间，市场份额加速向龙头集中。
- **品牌、产品、渠道齐发力，生态洞藏未来可期。1、品牌、产品、渠道齐发力，生态洞藏锋芒初现。**自生态洞藏系列推出以来，公司大力提升品牌高度、完善产品布局、下沉渠道精耕，三位一体的举措为洞藏系列推广放量奠定坚实基础。当前聚焦资源培育的洞藏系列锋芒初现，2019 年实现 7-8 亿元营收，同比增长约 50%，占比提升至 20%。在洞藏系列引领之下，2019 年公司中高档白酒营收收端呈加速态势，净利率显著提升，利润弹性持续释放。**2、洞藏高增长趋势明确，未来发展路径清晰。**当前切合省内主流价格带的中高端产品（洞藏 6/9）已实现可观体量，次高端（洞藏 16/20）目前体量尚小但增速较快。随着居民持续进行消费升级，中高端（洞藏 6/9）仍然处于高速增长的黄金时期；今年以来公司对次高端（洞藏 16/20）的推广力度加大，爆发力值得期待；洞藏系列高增长将驱动产品结构进一步优化。与此同时，公司已向合肥等核心市场导入部分终端，在江苏市场加大洞藏系列推广力度，产品结构升级和区域扩张齐头并进，未来增长路径清晰。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2020-2022 年归母净利润复合增长 17.9%，对应动态 PE 分别为 28、21 和 17 倍，参考其他区域性强势白酒品牌，2020-2022 年平均 PE 分别为 35 倍、29 倍、24 倍，基于公司未来三年增速远高于其他区域强势品牌，给予迎驾贡酒 2021 年 35 倍左右估值，对应股价 54.25 元，首次覆盖给予“买入”评级。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3776.98	3568.75	4508.33	5151.72
增长率	8.26%	-5.51%	26.33%	14.27%
归属母公司净利润(百万元)	930.45	912.28	1239.19	1526.30
增长率	19.49%	-1.95%	35.83%	23.17%
每股收益 EPS(元)	1.16	1.14	1.55	1.91
净资产收益率 ROE	19.55%	18.17%	22.04%	24.30%
PE	28	28	21	17
PB	5.41	5.13	4.58	4.10

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn
联系人: 周可为
电话: 023-67710114
邮箱: zhkw@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	8.00
流通 A 股(亿股)	8.00
52 周内股价区间(元)	14.78-36.27
总市值(亿元)	257.04
总资产(亿元)	63.79
每股净资产(元)	5.90

相关研究

投资要件

关键假设

1、安徽和江浙沪消费升级持续进行，目前省内消费主流价格带 200 元左右，江浙沪已上升至 300 元左右；迎驾核心布局的洞藏系列正处于此主流价格带，结合公司销售大力推进，生态洞藏系列继续保持快速放量，迎驾金星、银星整体稳步增长，随着消费升级持续进行和终端渠道加速拓展，预计中高档白酒在未来三年将呈现快速增长态势。预计 2020 年-2022 年，中高档白酒销量分别同比-13%、+30%、+15%；受益于洞藏系列占比提升，吨价分别提升 10%、5%、3%，对应销售收入同比-4%、+37%、+19%；同时中高端酒毛利率逐步提升，预计 2020-2022 年中高端酒毛利率分别为 77.7%、79.2%、79.8%。

2、普通白酒去 SKU 阶段基本告一段落，将迎来恢复性增长，预计 2020 年-2022 年普通白酒销量同比-10%、+10%、+5%，吨价分别+1%、+2%、+2%，对应销售收入同比-9%、+12%、+7%；受益于缩减 SKU 和聚焦单品，普通白酒未来三年毛利率分别为 55.2%、56.5%、57.8%。

3、2020 年受疫情的影响，白酒销量下降；同时，中高端产品放量带来明显规模优势，管理和销售效率持续改善，费用率将边际递减。

我们区别于市场的观点

市场认为：1、徽酒快速升级告一段落，短期内难以出现较快节奏的价格带上移，业绩不会出现较大爆发；2、徽酒内部古井强势，产品和渠道均具有强竞争优势，同时规模亦是口子和迎驾的两倍，省内梯队已经拉开，口子和迎驾面临较大压力；3、在洞藏放量的过程中，公司并未显示出高增速。

我们认可市场的观点，但在这之中，对于迎驾具有差异化的观点：1、迎驾目前放量的产品是洞藏 6 和洞藏 9 两个单品，定价位于 100-300 元之间，这两款单品并非是更高价产品，只是在目前徽酒消费主力价格带 200 元左右的价格里面充分享受放量，该放量来自于两个方面：1) 消费升级：低价格带消费升级至 100-300 元、原有消费迎驾中低端产品系列的老消费者升级；2) 部分竞品市场份额；而这两部分我们认为前者贡献更大比例。2、尽管古井贡酒近几年较为强势，但我们认为在消费升级的大潮中，整体向上的合力大于竞争，洞藏、金星等产品能借助性价比高和渠道推力强的优势持续分享升级红利。3、短期看迎驾并未显示出高增速，是由于公司主动去低端 SKU，普通白酒的销量和收入下降对冲了公司整体收入（2019 年，中高端白酒收入同比+20%、普通白酒同比-8%），导致核心产品的高增长在报表中未能得到充分体现；实际上洞藏系列增速在 50%左右，产品结构升级明显。

股价上涨的催化因素

1、高端白酒批价上行；2、经济和消费信心持续恢复，动销超预期。

估值和目标价格

预计公司 2020-2022 年归母净利润复合增长 17.9%，对应动态 PE 分别为 28、21 和 17 倍，参考其他区域性强势白酒品牌，2020-2022 年平均 PE 分别为 35 倍、29 倍、24 倍，基于公司未来三年增速远高于其他区域强势品牌，考虑到估值切换，给予迎驾贡酒 2021 年 35 倍左右估值，对应股价 54.25 元，首次覆盖给予“买入”评级。

投资风险

新冠疫情二次爆发风险；经济大幅下行风险。

目 录

1 生态白酒领军品牌，产品结构持续升级	1
2 受益消费升级，区域名酒产品结构持续优化	3
2.1 行业呈挤压式增长，区域名酒产品结构优化.....	3
2.2 徽酒市场升级空间广阔，一超两强格局初定.....	8
3 品牌、产品、渠道齐发力，生态洞藏引领产品结构升级	12
3.1 品牌：势能稳步向上，健康生态引领潮流.....	12
3.2 产品：聚焦生态洞藏系列，产品结构持续优化.....	13
3.3 渠道：渠道扁平化深耕，聚焦洞藏推广落地.....	17
3.4 生态洞藏锋芒初现，未来增长路径清晰.....	19
4 销售净利率持续上升，股息率行业第一	22
5 盈利预测与估值	23
5.1 盈利预测.....	23
5.2 绝对估值.....	24
5.3 相对估值.....	25
6 风险提示	25

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构.....	1
图 3: 公司 2019 年产品结构.....	2
图 4: 公司 2015 年以来安徽省内、省外收入结构.....	2
图 5: 公司 2014 年以来营收及增速.....	2
图 6: 公司 2014 年以来归母净利润及增速.....	2
图 7: 2005 年以来白酒行业营收及增速.....	3
图 8: 2005 年以来白酒企业利润总额及增速.....	3
图 9: 我国规模以上白酒产量及增速.....	4
图 10: 我国规模以上白酒企业数量及增速.....	4
图 11: 上市酒企、白酒行业营收及占比情况.....	4
图 12: 上市酒企、白酒行业利润及占比情况.....	4
图 13: 除顺鑫农业外其他上市酒企销量及市占率.....	5
图 14: 除顺鑫农业外其他上市酒企平均吨价及增速.....	5
图 15: 2009-2019 年城镇居民人均可支配收入及增速.....	5
图 16: 2010-2019 年城镇居民人均消费支出及增速.....	5
图 17: 2013 年以来我国高净值人群数量 (万人).....	6
图 18: 我国中产阶级家庭数量 (万户).....	6
图 19: 2009 年以来高端“茅五泸”一批价 (元/500ml).....	6
图 20: 代表地区白酒主流价格带 (元/500ml).....	6
图 21: 2015 年以来今世缘、迎驾贡酒、口子窖中高档白酒占比.....	7
图 22: 2016-2018 年全国现代商超中白酒分价位份额占比.....	7
图 23: 2013 年以来安徽省 GDP 及增速.....	8
图 24: 2013 年以来安徽省年末常住人口情况.....	8
图 25: 安徽白酒市场各价格带份额占比.....	8
图 26: 安徽白酒市场各价格带省内、省外品牌占比情况.....	8
图 27: 徽酒企业所在地级市.....	9
图 28: 省内分区域白酒消费特点.....	9
图 29: 2000 年以来安徽主流价格带上升情况.....	10
图 30: 江苏白酒市场结构.....	10
图 31: 安徽白酒市场结构.....	10
图 32: 2016 年安徽本土品牌省内市场份额.....	11
图 33: 2019 年安徽本土品牌省内市场份额.....	11
图 34: 2014-2019 年安徽白酒上市公司营收 (亿元).....	11
图 35: 2014-2019 年安徽白酒上市公司同比增速.....	11
图 36: 公司多管齐下推动品牌建设.....	13
图 37: 2015-2019 年销售费用及增速.....	13
图 38: 2015-2019 年广告宣传费及增速.....	13
图 39: 公司厂区鸟瞰图.....	14

图 40: 公司坚持生态酿造.....	14
图 41: 2014-2019 年中高档白酒营收及增速.....	15
图 42: 2016-2019 年中高档白酒销量及均价.....	15
图 43: 2014-2019 年普通白酒营收及增速.....	16
图 44: 2016-2019 年普通白酒销量及均价.....	16
图 45: 2019 年徽酒上市公司前五大经销商销售占比.....	17
图 46: 2019 年徽酒上市公司销售员工人数.....	17
图 47: 2014-2019 年省外营收及增速.....	18
图 48: 2016-2019 年省内、省外经销商数量.....	18
图 49: 2013 年以来迎驾贡酒、口子窖营收 (亿元).....	19
图 50: 2014-2019 年徽酒上市公司份额占比.....	19
图 51: 2016-2019 年洞藏系列营收及占比.....	20
图 52: 生态洞藏与竞品经销商毛利率对比.....	20
图 53: 生态洞藏系列快速放量原因解析.....	20
图 54: 2009-2011 年古井年份原浆系列营收及增速.....	21
图 55: 2014-2019 年古井贡酒营收及增速.....	21
图 56: 2014 年以来销售毛利率、净利率情况.....	22
图 57: 2014 年以来销售费率、管理费率、费用率情况.....	22
图 58: 2015-2019 年迎驾贡酒股利支付率.....	22
图 59: 2019 年上市酒企股息率排名.....	22

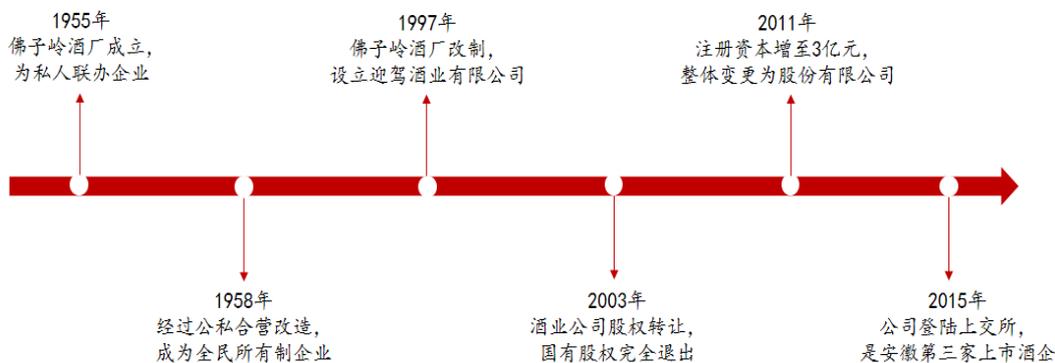
表 目 录

表 1: 各层次白酒量价空间测算.....	7
表 2: 安徽省内各价格带市场情况.....	9
表 3: 迎驾贡酒近年所获荣誉.....	12
表 4: 公司产品矩阵.....	14
表 5: 洞藏系列对标古井贡酒、口子窖布局.....	16
表 6: 迎驾贡酒近年提价情况.....	16
表 7: 小商制与大商制对比.....	18
表 8: 古井年份原浆系列产品升级情况.....	20
表 9: 分业务收入及毛利率情况.....	23
表 10: 绝对估值假设条件.....	24
表 11: FCFF 估值结果.....	24
表 12: 可比公司估值.....	25
附表: 财务预测与估值.....	26

1 生态白酒领军品牌，产品结构持续升级

迎驾贡酒是徽酒主要代表之一，主要产品系浓香型，具有“窖香优雅，绵甜爽口”的鲜明特点，品牌定位为“国人的迎宾酒”，旗下产品包括生态洞藏、迎驾金星、迎驾银星、百年迎驾贡等系列。厂区所在地霍山县是我国中西部第一个“国家级生态县”，也是“中国好水”优秀水源地，公司依托得天独厚的自然条件，致力于酿造健康好喝的生态美酒，现已成为国内生态白酒领军品牌。公司聚焦资源培育的生态洞藏系列自 2015 年推出以来持续高增长，2019 年营收达 7-8 亿元，贡献收入 20% 左右，由此带动产品结构不断优化，利润弹性持续释放。受益于消费升级、渠道开拓和下沉，未来洞藏系列占比将进一步提升，驱动公司业绩稳步向上。

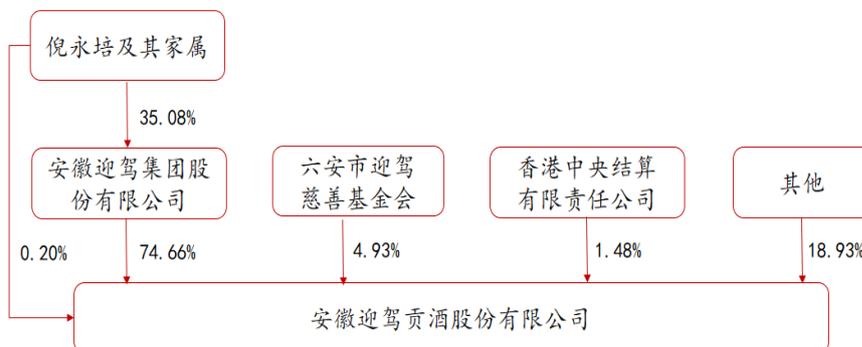
图 1：公司发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

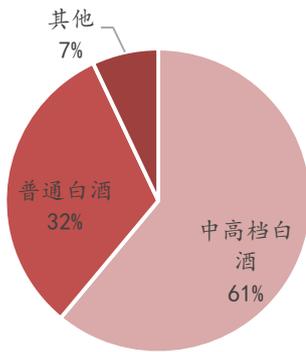
股权结构：迎驾贡酒是为数不多的民营体制白酒上市企业之一，控股股东为安徽迎驾集团，其持股比例为 74.66%。公司董事长是“中国酿酒大师”倪永培先生，倪总及其家属持有迎驾集团 35.08% 的股份和直接持有公司 0.20% 的股份，为公司实际控制人。多位高管在公司长期任职，管理经验丰富，且通过持有迎驾集团股份实现间接持股，管理层和股东利益高度一致，发展动力十足。

图 2：公司股权结构

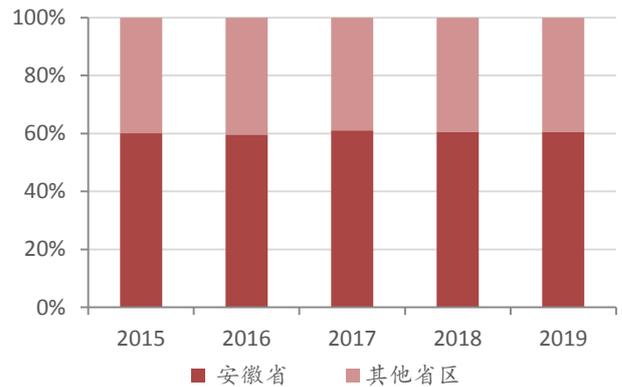


数据来源：公司公告，西南证券整理

主营业务结构：2019年白酒业务收入占比达93%，其中中高档白酒（生态洞藏、迎驾金星、银星）占比达61%，随着洞藏系列放量带动产品结构不断优化，未来中高档白酒占比有望进一步提升。从销售区域看，近几年公司在省内、外市场基本保持同步增长，省内占比稳定在60%左右。当前公司省内、省外渠道建设扎实推进，安徽大本营市场全面布局到区县，夯实六安、合肥等战略市场；江苏市场全面布局到地级市，巩固南京、上海等战略市场。

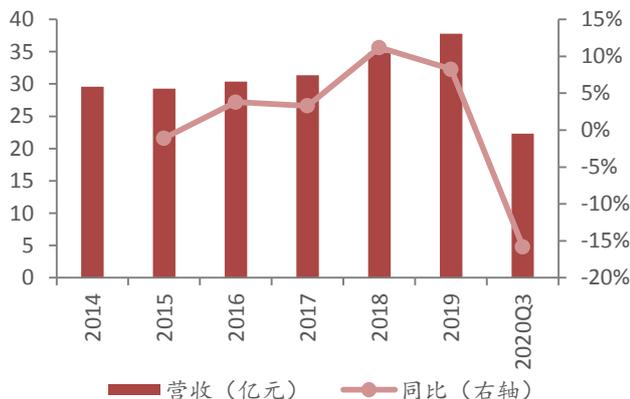
图3：公司2019年产品结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

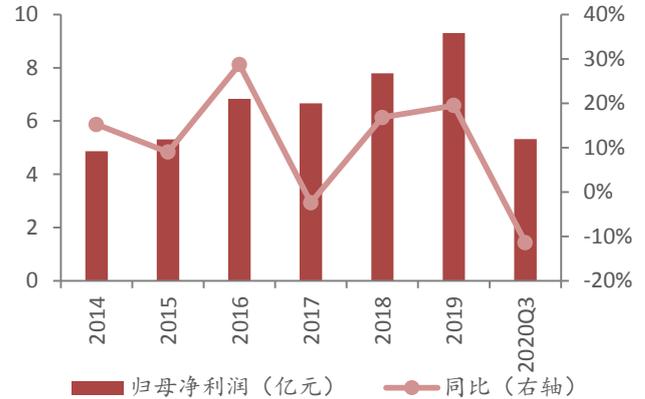
图4：公司2015年以来安徽省内、省外收入结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

业绩状况：在2012年限制“三公消费”政策的冲击下，白酒行业进入三年深度调整期，当时公司产品结构主要为中低端，同时拥有安徽基地市场，因此所受冲击不大；2015年底白酒行业开始缓慢复苏，由于中高端产品布局落后于竞品，2016-2017年营收和利润增速显著落后于古井贡酒、口子窖。公司于2015年推出生态洞藏系列发力150-400元价格带，随着洞藏系列放量带动产品结构升级，营收端于2018年重新恢复较快增长；从利润端看，受益于产品结构升级和直接提价，利润增速显著快于营收增速，盈利能力不断增强。今年疫情冲击下终端消费受到较大冲击，上半年营收和利润均出现较大幅度下滑，随着终端消费恢复叠加去库存良好，2020年单三季度营收、利润分别同比增长12.4%、27.8%，充分表明迎驾产品结构升级的良好态势继续延续。

图5：公司2014年以来营收及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图6：公司2014年以来归母净利润及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 受益消费升级，区域名酒产品结构持续优化

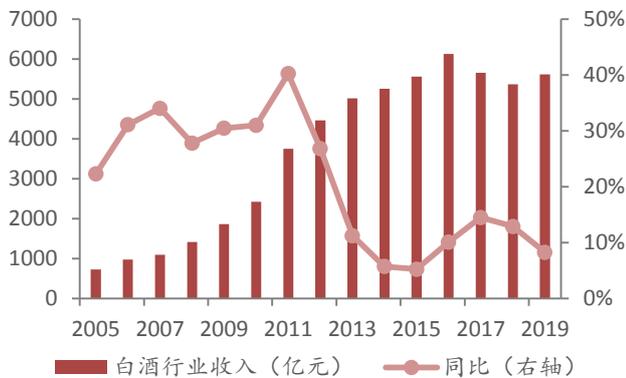
本轮白酒复苏以来，居民健康意识和品牌意识快速崛起，“少喝酒，喝好酒”的消费理念逐步成为全社会共识。在上述因素驱动之下，当前规模以上白酒企业产量持续下降，行业呈挤压式增长，各档次白酒间分化加剧。具体表现为名优白酒量价齐升，中低端白酒销量持续萎缩，市场份额加速向名酒集中。随着居民人均可支配收入的提高和白酒主流消费价格带的稳步上移，区域性名酒纷纷发力次高端和中高端产品，推动产品结构不断优化。随着市场竞争加剧，区域名酒依托在精耕区域内品牌和渠道优势，有望持续享受消费升级和市场份额集中的红利。

2.1 行业呈挤压式增长，区域名酒产品结构优化

2.1.1 行业呈挤压式增长，集中度加速提升

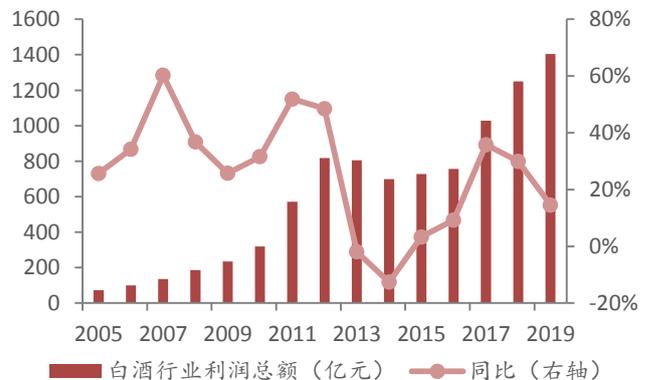
2002-2012年是白酒行业量价齐升的黄金十年，营收、利润均保持双位数以上快速增长，2013年因“限制三公消费”和“反腐败”政策冲击，行业进入三年深度调整。随着居民收入提升和大众消费崛起，行业于2015年底开始缓慢复苏。从营收端来看，由于2016-2019年三年双位数增长带来的较高基数，2019年增速仅为8.2%，行业进入个位数较慢增长时代。从利润端看，受益于消费升级带来的产品结构升级和名优白酒直接提价，行业利润端增速大幅高于营收端，盈利能力持续增强。

图 7：2005 年以来白酒行业营收及增速



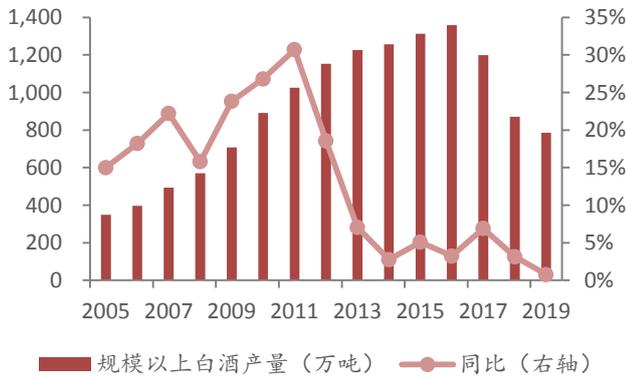
数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 8：2005 年以来白酒企业利润总额及增速

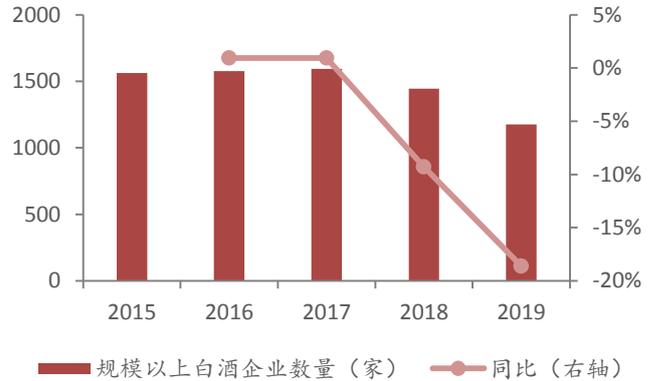


数据来源：国家统计局，西南证券整理

与2002-2012年行业普遍繁荣不同，本轮行情呈现出明显的结构性繁荣特点。随着居民品牌和健康意识的快速崛起，“少喝酒，喝好酒”逐渐成为全社会共识，在这样的需求变化驱动下，规模以上白酒企业产量增速持续放缓，2019年增速仅为0.76%。从酒企数量来看，规模以上白酒企业数量由2017年的1593家减少至2019年为1176家。这些都充分明白白酒行业已由过去增量市场过渡为存量市场，业内竞争占据主导地位，且近年来竞争呈现出愈发激烈的态势。

图 9：我国规模以上白酒产量及增速


数据来源：国家统计局，西南证券整理

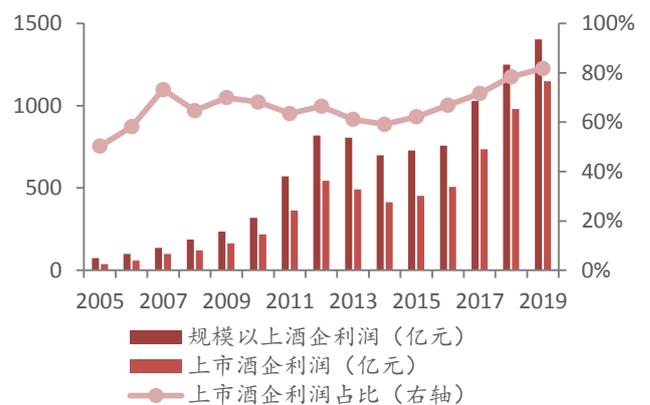
图 10：我国规模以上白酒企业数量及增速


数据来源：国家统计局，西南证券整理

在居民“少喝酒，喝好酒”的背景下，名优白酒品牌和渠道优势得到显著体现，市场份额加速向名优白酒集中。白酒上市公司（多为名优白酒）的收入和利润市占率分别从 2014 年的 20%、59% 提升至 2019 年为 42%、82%。特别是自 2016 年以来，居民消费升级步伐显著加快，名优白酒迎来爆发式增长，白酒上市公司份额占比不断提升，行业集中度稳步提高。

图 11：上市酒企、白酒行业营收及占比情况


数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 12：上市酒企、白酒行业利润及占比情况


数据来源：国家统计局，西南证券整理

从上市酒企销量来看，考虑到顺鑫农业主要产品为低端酒，且在上市酒企中销量占比超 40%，将其剔除之后能够更好反映销量和吨价发展趋势。上市酒企（不含顺鑫农业）销量自 2014 年以来整体稳中略有提升，销量由 2014 年的 92.4 万吨提升至 2019 年为 105.5 万吨，年均复合增速为 2.7%；从上市酒企平均吨价来看（不含顺鑫农业），受益于直接提价和产品结构升级，2015 年以来上市酒企平均吨价持续向上，由 2015 年的 10.8 万元/吨稳步提升至 2019 年为 21.4 万元/吨，年均复合增速达 18.6%。当前名优白酒销量占比仍然较低，未来提升空间充足；从近几年量价贡献来看，吨价提升是主要驱动力。

图 13: 除顺鑫农业外其他上市酒企销量及市占率


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 14: 除顺鑫农业外其他上市酒企平均吨价及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2.1.2 居民收入稳步提升, 消费升级如火如荼

随着中国经济快速发展, 城镇居民人均可支配收入和消费支出快速提升。最近五年城镇居民人均可支配收入保持在 8% 左右, 收入的高增长为消费升级奠定坚实基础。与此同时, 城镇居民人均消费支出增速由 2017 年 5.9% 触底反弹至 2019 年为 7.9%, 体现出居民消费能力和消费意愿持续向好, 居民进一步消费升级基础扎实。

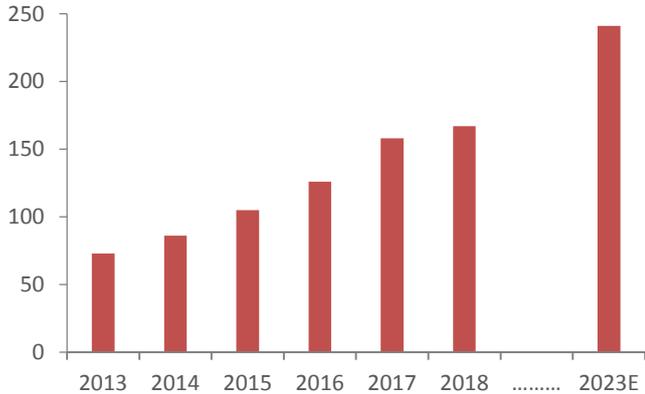
图 15: 2009-2019 年城镇居民人均可支配收入及增速


数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

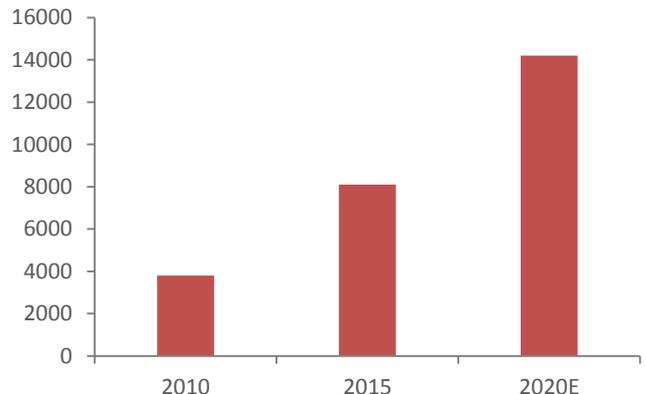
图 16: 2010-2019 年城镇居民人均消费支出及增速


数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

过去十年中国经济快速发展, 带动高净值人群和中产阶级人群快速壮大。根据波士顿咨询, 以可投资资产 1000 万人民币作为高净值人群标准, 我国高净值人群数量由 2010 年的 73 万人爆发式增长至 2018 年 167 万人, 预计 2023 年将达到 241 万人, 2018-2023 年 CAGR 为 7.6%。与此同时, 以家庭月收入达到 8000 元为中产家庭标准, 中产阶级家庭数量由 2010 年仅仅 4000 万户快速增长至 2020 年超过 1.4 亿户; 中产及高净值人群的快速壮大为白酒消费升级提供强大动力。

图 17: 2013 年以来我国高净值人群数量 (万人)


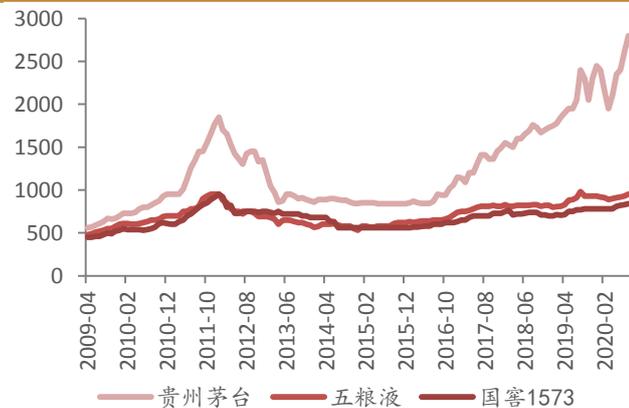
数据来源: 波士顿咨询, 中国产业信息网, 西南证券整理

图 18: 我国中产阶级家庭数量 (万户)


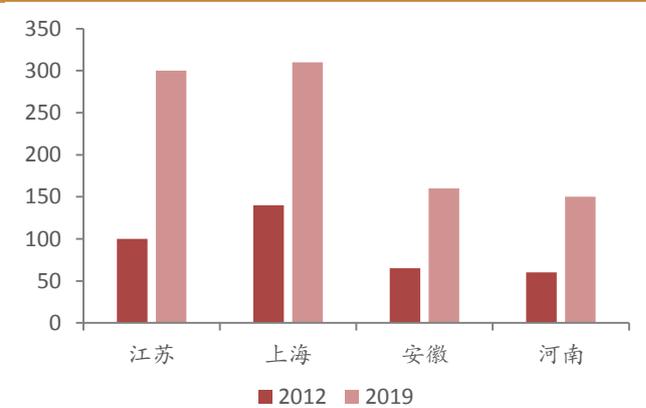
数据来源: 波士顿咨询, 中国产业信息网, 西南证券整理

2.1.3 区域名酒产品结构持续优化, 市场增长空间广阔

在居民收入提高和财富阶级壮大的背景下, 中高档白酒消费升级如火如荼。本轮复苏以来, 高端“茅五泸”一批价不断走高, 高端白酒的提价为次高端和中高端白酒价格上升打开了空间。在全国范围来看, 婚宴用酒价格已经进入 150-300 元中端价格带。其中长三角等经济发达地区, 诸如婚宴、聚餐等商务用酒已经升级到 300 元次高端价格带; 中西部白酒消费大省的省会主流消费价格带已提升至 200 元以上, 省内其他地级市主流价格带在 100-200 元之间。

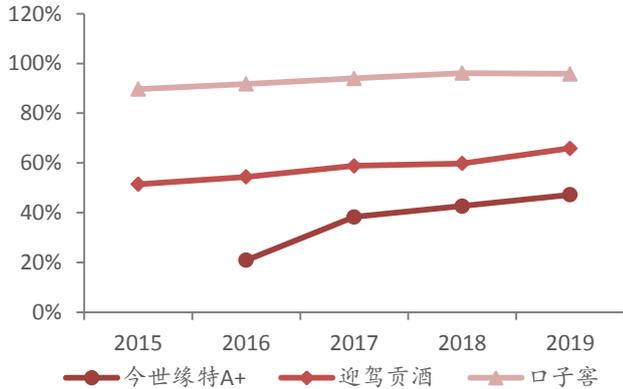
图 19: 2009 年以来高端“茅五泸”一批价 (元/500ml)


数据来源: 渠道调研, 西南证券整理

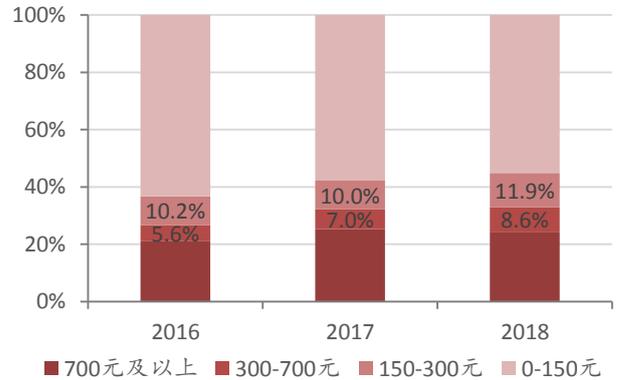
图 20: 代表地区白酒主流价格带 (元/500ml)


数据来源: 酒业家, 微酒, 西南证券整理

在高端“茅五泸”提价和省内主流价格带上移双重作用下, 区域性名酒企业加快产品结构升级的步伐。从价的角度看: 通过直接提价和产品结构升级, 平均吨价稳步上移; 从量的角度看: 随着各区域主流价格带上移, 过去中低端消费需求转移至中高端、次高端, 由此带来量的增长。从 2016 年以来, 区域名酒产品结构持续优化, 中高端白酒占比稳步提升。在全国现代商超中, 区域名酒大力布局的 150-300 元的中高端价格带, 300-700 元次高端价格带份额占比在 2016-2018 年稳步提高, 区域性名酒消费升级态势良好。

图 21: 2015 年以来今世缘、迎驾贡酒、口子窖中高档白酒占比


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 22: 2016-2018 年全国现代商超中白酒分价位份额占比


数据来源: 尼尔森, 西南证券整理

区域名酒发力次高端和中高端价格带,一方面通过积极布局 300-800 元次高端价格带,把握次高端快速扩容的机会;另一方面随着主流价格带上移,100-300 元价格带量价齐升,此外区域名酒依托品牌和渠道优势,持续攫取中小酒企的市场份额。从定量测算来看,我们预计从 2019-2024 年,次高端白酒有累计 156% 的增长空间,中端白酒有累计 21.6% 的增长空间。预计区域名酒次高端和中高端产品将继续保持量价齐升态势,市场空间广阔。我们对各层级白酒市场空间做如下测算:

表 1: 各层次白酒量价空间测算

	2019 年	2024E	年均复合增速	累计增长空间
高端白酒 (800 元以上)				
销量 (万吨)	6.7	10.8	10%	
单价 (万元/吨)	185	271.8	8%	
销售额 (亿元)	1241	2935	18.8%	136.5%
次高端白酒 (300-800 元)				
销量 (万吨)	7.8	15.7	15%	
单价 (万元/吨)	63.8	81.4	5%	
销售额 (亿元)	500	1278	20.8%	156.0%
中高端白酒 (100-300 元)				
销量 (万吨)	95	105	2%	
单价 (万元/吨)	20	22	2%	
销售额 (亿元)	1900	2310	4.0%	21.6%
中低端白酒 (100 元以下)				
销量 (万吨)	670	520	-5%	
单价 (万元/吨)	3	3.3	2%	
销售额 (亿元)	2010	1716	-3.1%	-14.6%
合计				
销量 (万吨)	790	652	-3.7%	-17.5%
销售额 (亿元)	5650	8239	7.8%	45.8%

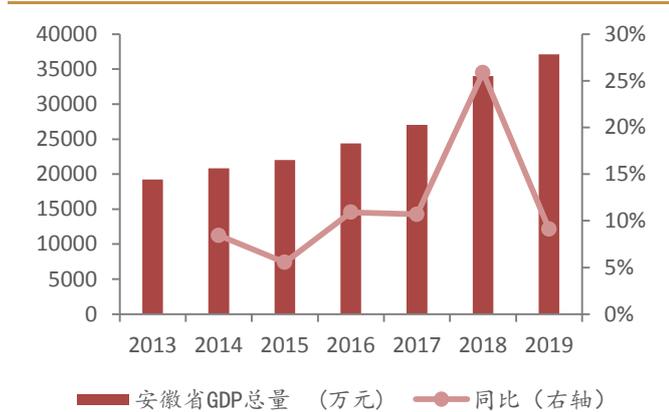
数据来源: 国家统计局, 云酒头条, 西南证券整理

2.2 徽酒市场升级空间广阔，一超两强格局初定

2.2.1 本土品牌强势，价格带错位竞争

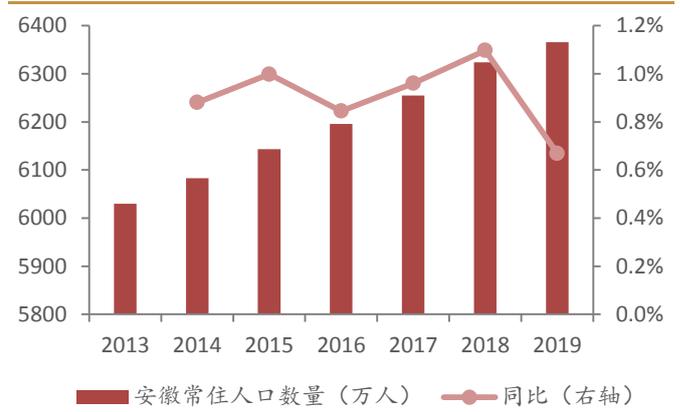
近年来安徽经济发展态势良好，2016-2019年连续四年GDP增速均显著高于全国GDP增速（其中2018年25.8%的高增速主要系全国第四次经济普查调增4004亿元所致），2019年安徽省GDP继续以9.1%的高增速一马当先；与此同时，从2013年开始安徽省内常住人口持续增加，人口回流现象明显，白酒消费人群稳步扩大。在经济稳中向好和人口持续回流的共同作用下，省内白酒消费升级空间充足，市场容量将保持稳步扩容。

图 23：2013 年以来安徽省 GDP 及增速



数据来源：国家统计局，西南证券整理

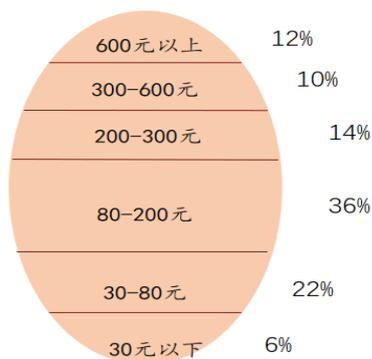
图 24：2013 以来安徽省年末常住人口情况



数据来源：国家统计局，西南证券整理

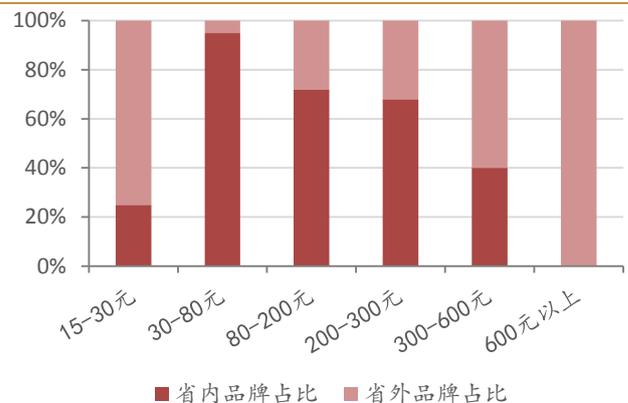
徽酒消费结构呈椭圆形，省内品牌强势。当前徽酒市场消费结构呈橄榄球型，其中80-200元份额占比最大，30-80元份额位居第二，次高端及以上占比仅为22%。不难发现本土品牌在30-300元价格带具有绝对优势，其原因有如下两个方面：1) 主打地缘情结，本地认可度高。当地消费者对本土品牌从小耳濡目染，有着长期认知，地缘情结浓厚；2) 渠道精耕细作，垄断经销商资源。一方面本土品牌在省内市场长期精耕细作，垄断30-300元价格带省内优质经销商资源；另一方面徽酒企业通过买断，免费铺货等手段狙击进入的省外品牌。

图 25：安徽白酒市场各价格带份额占比



数据来源：公司公告，徽酒，西南证券整理

图 26：安徽白酒市场各价格带省内、省外品牌占比情况



数据来源：公司公告，徽酒，西南证券整理

徽酒市场竞争激烈，各价格带错位竞争。安徽白酒市场素来竞争激烈，从白酒行业“东不入皖，西不入川”的行话就可见一斑。由于品牌力和渠道力的差异，各大酒企在徽酒市场“错位竞争”，其中茅台、五粮液、国窖占据 600 元以上价格带；洋河梦、剑南春等品牌力和渠道力俱佳的次高端主导 300 元以上价格带；古井贡酒、口子窖、迎驾贡酒等省内强势品牌主导 80-300 元主流价格带。百年迎驾贡、迎驾银星、宣酒、高炉家等品牌占据 30-80 元价格带。牛栏山、老村长、金种子等占据 30 元及以下价格带。

表 2：安徽省内各价格带市场情况

价格带	省内容量 (亿元)	市场竞争特点	代表品牌
600 元以上	35	省内龙头品牌力欠缺，该价格带基本被全国一线名酒占据	飞天茅台、普五、国窖 1573 等
300-600 元	30	全国性次高端名酒份额较大，省内龙头积极布局，快速崛起	剑南春、洋河天/梦、汾酒、口子窖 10/20、古 16/20、洞藏 16/20 等
200-300 元	40	省内龙头品牌和渠道力都占优势，占据主要市场份额	古 8、洞藏 9、口子初夏、洋河海之蓝、郎酒等
80-200 元	105	需要一定的品牌力和渠道力，绝大部分市场份额被省内领军企业占据	口子 5/6、迎驾金星、洞藏 6、古井献礼版等
30-80 元	65	价格带密集，品牌分散，主要依靠渠道，省内二三线酒企占据大部分市场份额	汾酒、迎驾银星、百年迎驾贡、宣酒、高炉家等
30 元以下	18	利润率较低，主要被省外低端酒占据	牛栏山、老村长、枝江酒等

数据来源：佳酿网，微酒，西南证券整理

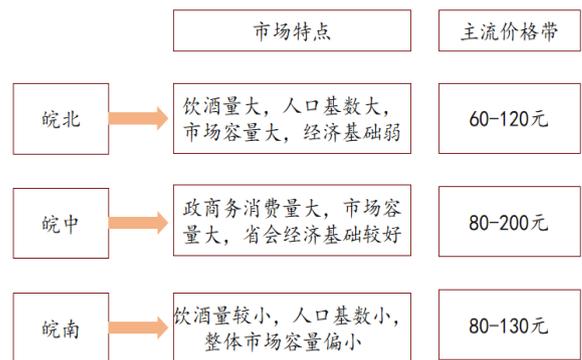
徽酒企业数量众多，三大区域特点鲜明。安徽省内白酒企业数量众多，散布于省内各个地级市，而且省内皖北、皖中、皖南这三大区域经济基础和消费特点各不相同，因此各个徽酒品牌在激烈的市场竞争中逐渐形成了分区域占有的市场竞争格局。除古井贡酒和口子窖渠道覆盖全省所有地级市以外，其他省内酒企一般都是以公司所在地以及附近区域为大本营，在深耕大本营的基础上，再缓慢向省内其他区域扩张。

图 27：徽酒企业所在地级市



数据来源：酒业家，西南证券整理

图 28：省内分区域白酒消费特点



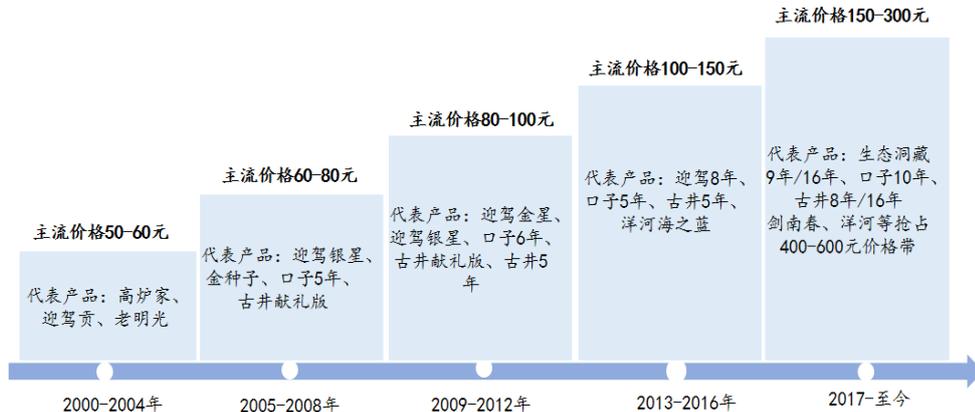
数据来源：佳酿网，糖酒快讯，西南证券整理

2.2.2 主流价格带稳步上行，省内消费升级空间广阔

省内主流价格带稳步提升，产品升级需紧跟潮流。随着安徽省经济快速发展和人均可支配收入的提升，过去 20 年省内白酒主流价格带持续上移。主流价格带的变迁伴随着品牌的崛起和落寞，20 世纪初高炉家还是省内龙头，由于没有及时进行产品结构升级而后落寞；与

之鲜明对比的是，古井于 2008 年推出年份原浆系列，提前卡位主流价格带之上，广泛宣传后得到消费者认可，年份原浆系列的成功培育助力古井夯实省内龙头的地位。当前省会合肥白酒消费主流价格带已经站上 200 元，在省会市场的带动下，未来将有更多地级市向合肥看齐。

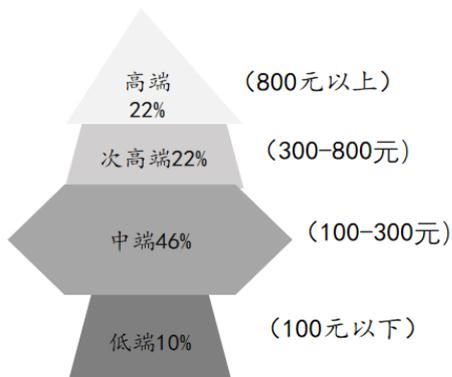
图 29：2000 年以来安徽主流价格带上升情况



数据来源：酒业家，微酒，西南证券整理

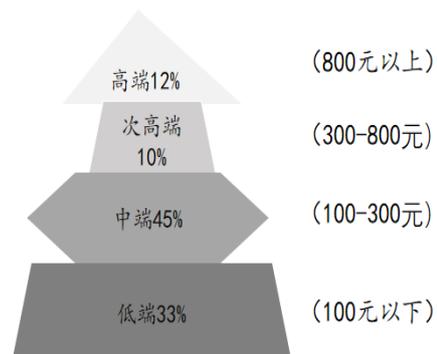
参考江苏市场，安徽消费升级空间巨大。江苏和安徽同为白酒消费大省，两者地缘相近，饮酒风俗与文化相似。由于江苏经济较为发达，在本轮白酒上行期中消费结构升级态势良好，目前主流价格带已经站上 300 元大关，这对邻近的安徽省有较大参考作用。从消费结构上看，当前江苏省次高端及以上白酒占比为 44%，而同期安徽省次高端及以上比重仅为 22% 左右；从城镇人均可支配收入看，江苏省领先安徽省四年左右，因此随着安徽省经济持续高增长，白酒消费结构将向江苏市场看齐，安徽潜在消费升级空间巨大。

图 30：江苏白酒市场结构



数据来源：云酒头条，微酒，西南证券整理

图 31：安徽白酒市场结构



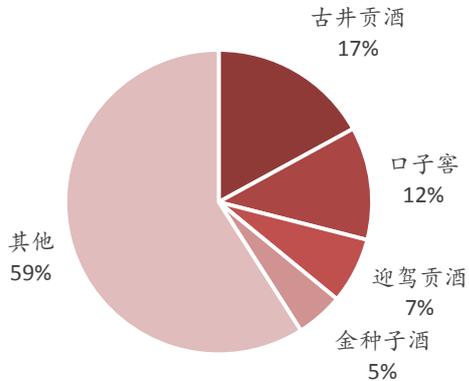
数据来源：云酒头条，微酒，西南证券整理

2.2.3 省内竞争格局逐渐清晰，一超两强格局初定

在行业挤压式增长的大背景下，徽酒市场竞争加剧，市场份额加速向龙头集中。从 2016-2019 年，古井贡酒、口子窖、迎驾贡酒市场份额均有不同程度上升，金种子酒由于产

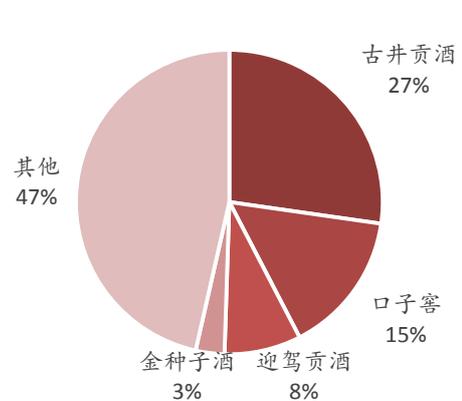
品结构升级效果不佳，市场份额有所下滑。当前省内 CR3 市场份额为 50%，在强者恒强的规律下，省内龙头将继续依托品牌和渠道优势进一步挤压二三线酒企份额。

图 32：2016 年安徽本土品牌省内市场份额



数据来源：酒业家，公司公告，西南证券整理

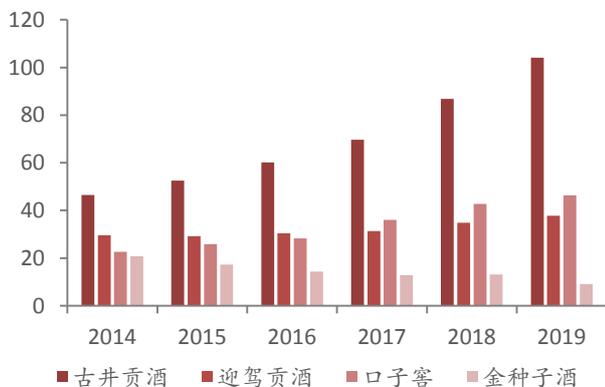
图 33：2019 年安徽本土品牌省内市场份额



数据来源：酒业家，公司公告，西南证券整理

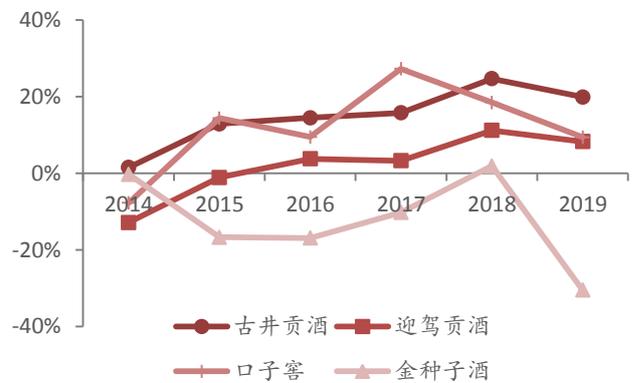
近年来徽酒市场分化加剧，2019 年古井贡酒破百亿大关，营收已是口子窖、迎驾贡酒两倍有余，且在体量巨大的情况下，营收、利润增速双双领先，一超格局已然形成。口子窖和迎驾贡酒稳健向上增长，两强格局稳固。与之形成强烈对比的是，以金种子酒为代表的省内二三线酒企业绩持续承压，市场份额持续被省内龙头攫取。

图 34：2014-2019 年安徽白酒上市公司营收（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 35：2014-2019 年安徽白酒上市公司同比增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

3 品牌、产品、渠道齐发力，生态洞藏引领产品结构升级

3.1 品牌：势能稳步向上，健康生态引领潮流

迎驾贡酒历史悠久，品牌源自公元前 106 年“当地官民献美酒于汉武帝”事迹。公司是“中华老字号”和“中国驰名商标”，也是徽酒的主要代表之一，过去总营收规模长期占据徽酒榜眼，省内知名度和认可度较高。公司在品牌定位和宣传上寻求差异化创新，通过宣传“迎驾酒，国人的迎宾酒”来彰显中国传统文化中的迎宾待客之道；与此同时，公司依托酿酒生产基地良好的生态环境和独特的山区小气候，高举生态大旗，坚持生态酿造，产品品质十分优异，近年来屡屡斩获大奖。

表 3：迎驾贡酒近年所获荣誉

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

数据来源：公司官网，招股说明书，云酒头条，西南证券整理

在品牌建设上，迎驾贡酒开展“三大行动”，一是“生态白酒新文化行动”，以生态文化、迎宾文化为核心。二是“平台升级行动”，依托央视等强大的媒体资源，提升品牌公信力；三是开展“消费者体验行动”，增加消费者的认知度。公司多管齐下推动品牌建设，品牌知名度和消费者认可度快速提升。

- **文化建设为品牌赋能。**公司通过举办生态白酒高峰论坛、成立生态白酒研究院、封藏大典等文化活动来与消费者深度互动，借此拓展品牌内涵和外延，提升品牌形象。
- **平台升级提升品牌高度。**迎驾贡酒于 2017 年强势登陆央视一套和新闻频道，并在黄金时段进行广告投放，“国人的迎宾酒”深受消费者认同，品牌高度显著提升。
- **线下品鉴会营造氛围。**公司聚焦资源开展一系列以推广生态洞藏为目的的品鉴会。通过品鉴会与意见领袖深度互动，快速培育生态洞藏的消费氛围。
- **群星演唱会深化消费者认知。**近几年来，迎驾贡酒在六安等大本营市场举办多场生态洞藏群星演唱会，通过演唱会吸引消费者眼球，增大产品的曝光度和记忆度。

图 36: 公司多管齐下推动品牌建设



数据来源: 公司官网, 搜狐网, 西南证券整理

公司近年来加大费用投入力度进行品牌建设, 销售费用由 2016 年的 3.8 亿元增长至 2019 年为 4.6 亿元, 累计增幅为 21%; 2017 年开始通过登陆央视进行广告投放来提升品牌高度, 广告宣传费由 2016 年的 1.8 亿元增长至 2019 年为 2.4 亿元, 累计增长幅度达 33%。公司通过对广告宣传和终端品鉴上的不吝投入, 助力品牌力稳步提升。

图 37: 2015-2019 年销售费用及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 38: 2015-2019 年广告宣传费及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

品牌力是决定迎驾贡酒能否持续进行产品结构升级, 站稳次高端和中高端市场的核心要素。迎驾贡酒经过多年的品牌建设与营销创新, 品牌知名度和市场认可度稳步提升, 公司在 2017 中国品牌高峰论坛上入选中国品牌百强榜; 在 2019 年第 100 届糖酒商品交易会荣获“中国酒业民营经济品牌振兴计划榜样企业”, 荣登“2019 中国酒业上市公司品牌价值榜 TOP30”。

3.2 产品: 聚焦生态洞藏系列, 产品结构持续优化

自然环境得天独厚, 品质工艺突出。公司所在地霍山县气候温暖湿润, 年均气温 15°C, 森林覆盖率 75% 以上; 公司核心厂区环境基本保持无污染原生态, 四周群山环抱, 水质、土壤和气温适合酿酒微生物的生长、繁殖与富集, 因而产品品质十分优异。在工艺技法上, 公司在继承当地悠久的传统酿酒技艺基础上, 在九十年代中期赴五粮液集团访问交流, 吸收到

进四川多粮（五粮）酿造工艺；在生产过程中，公司坚持把“生态产区、生态刚水、生态酿
 艺、生态循环、生态洞藏、生态消费”六位一体的生态品质理念贯穿生产全过程。

图 39：公司厂区鸟瞰图



数据来源：云酒头条，西南证券整理

图 40：公司坚持生态酿造



数据来源：公司官网，西南证券整理

聚焦生态洞藏系列，价格带全覆盖。公司过去的产品体系主要包括迎驾金星、迎驾银星、迎驾古坊、百年迎驾贡等系列。在消费升级的大趋势下，公司于 2015 年推出生态洞藏系列，最先主要布局产品为洞藏 6/9/16/20，随后于 2019 年推出升级版的洞藏 30，至此完成生态洞藏系列全面布局。当前生态洞藏系列、迎驾之星系列、百年迎驾贡等系列梯次分明，实现从高端到低端价格带全覆盖，基本形成以中高端为引领，中低端渗透和规模突破的产品发展体系；其中生态洞藏系列为公司聚焦资源培育的核心产品系列，主打中高端和次高端价格带，是公司未来增长的核心驱动力。

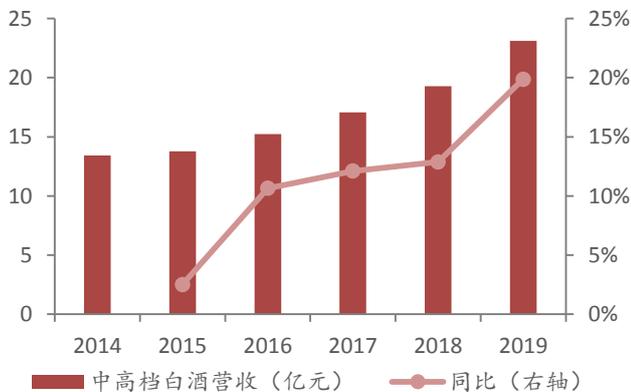
表 4：公司产品矩阵

价格带	系列	产品名称	主流销售度数与规格	产品展示
300 元以上	生态洞藏	生态洞藏 30 年	52 度/500ml	
		生态洞藏 20 年	52 度/500ml	
		生态洞藏 16 年	42 度/500ml	
120-300 元		生态洞藏 9 年	42 度/500ml	
		生态洞藏 6 年	42 度/450ml	
70-120 元		迎驾之星	迎驾金星	42 度/450ml
	迎驾银星		42 度/450ml	
30-70 元	百年迎驾贡	百年迎驾四星典藏	42 度/450ml	
		百年迎驾三星级	42 度/450ml	
30 元以下	迎驾特曲	佛子岭特曲	42 度/750ml	

数据来源：公司官网，京东商城，西南证券整理

- 次高端：**公司推出洞藏 16、洞藏 20 占据次高端价格带，一方面可以把握次高端格局未定且快速扩容的行业机会；另一方面将提升公司整体品牌高度，为中高端产品放量提供坚实基础。将洞藏 16/20 布局次高端，提前进行消费者培育，未来有望从容承接消费升级带来的需求上移。其中洞藏 20 定位较高，拔高品牌形象；洞藏 16 性价比优势突出，未来有望快速放量。
- 中高端：**洞藏 6/9 占位 150-300 元价格带，该价格带为省内消费升级的主要方向，这两款产品的布局很大程度上解决了公司过去在百元价格带以上欠缺有力的竞争单品的问题。当前洞藏 6/9 保持快速放量，驱动公司产品结构不断优化。迎驾金星、银星系列为公司在 70-120 元价格带的拳头产品，具有品质突出、性价比高、消费者积淀深厚的鲜明特点。
- 中低端：**百年迎驾贡和迎驾特曲等中低端系列近年来销量呈萎缩态势，一方面由于省内消费升级，主流消费价格带上移，替代效应明显；另一方面由于省内市场逐渐趋于成熟，行业竞争加剧，中低端产品整体销量萎缩；同时公司聚焦核心产品，主动减 SKU，低端产品销量有所下降。

发力中高档白酒，量价齐升态势良好。公司中高档白酒主要包括生态洞藏、迎驾金星、迎驾银星系列（吨价 8 万元以上）。当前白酒消费升级趋势如火如荼，在生态洞藏系列带动下，2019 年中高档白酒营收达 23.1 亿元（同比+19.7%），且 2019 年增速较 2018 年提升 7 个百分点，呈显著加速态势。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，2019 年平均吨价相较于 2016 年提升幅度达 23%。

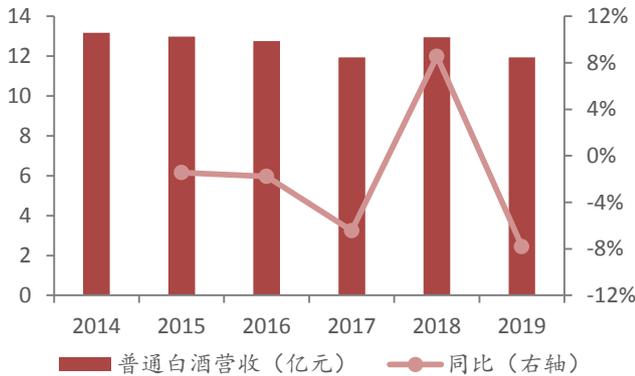
图 41：2014-2019 年中高档白酒营收及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

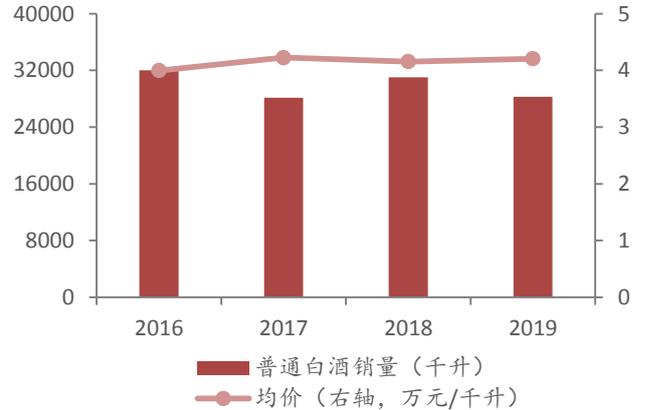
图 42：2016-2019 年中高档白酒销量及均价


数据来源：公司公告，西南证券整理

普通白酒营收有所下滑，需求上移和主动缩减 SKU 致使销量萎缩。公司普通白酒主要包括百年迎驾贡、光瓶酒和部分散酒。近年来由于居民消费升级，需求向上转移致使普通白酒消费有所萎缩，同时公司积极主动去 SKU，营收从 2014 年的 13.2 亿元降至 2019 年为 11.9 亿元。从销量角度看，2016-2019 年普通白酒销量由 32000 吨下滑至 28300 吨；从售价角度看，普通白酒均价总体保持稳定，均价由 2016 年的 4 万元/千升提高至 2019 年为 4.2 万元/千升。

图 43: 2014-2019 年普通白酒营收及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 44: 2016-2019 年普通白酒销量及均价


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

直面古井、口子，核心单品对标布局。生态洞藏系列直面省内龙头进行产品布局，在 100-300 元价格带，推出生态洞藏 6、9 对标口子 6、10 年和古井 8 年；在 300 元左右价格带，推出生态洞藏 16 对标口子 10 和古 8、古 16，生态洞藏 20 对标口子 20 和古 20；在超高端价格带，生态洞藏 30 对标口子 30 和古 26。

表 5: 洞藏系列对标古井贡酒、口子窖布局

价格带	洞藏系列	口子年份系列	年份原浆系列
100-300 元	生态洞藏 6	口子窖 6	古 5
	生态洞藏 9	口子窖初夏、口子 10 年	古 8
300-800 元	生态洞藏 16	口子窖 10	古 8、古 16
	生态洞藏 20	口子窖 20	古 20
800 元以上	生态洞藏 30	口子窖 30	古 26

数据来源: 京东商城, 西南证券整理

顺应消费升级趋势，产品提价拉升品牌力。2016 年以来高端“茅五泸”批价上移打开次高端酒价格空间，剑南春、洋河、汾酒等次高端龙头顺势跟随提价。在省内消费升级趋势明显的情况下，省内龙头古井、口子纷纷跟随提价。公司采取谨慎而务实的价格跟随策略，一方面紧跟省内龙头提价可以提升品牌形象，避免在结构升级潮流里掉队；另一方面，由于生态洞藏系列相较口子窖年份系列和古井年份原浆系列推出时间较晚，渠道利润尚不透明，产品提价可以进一步增厚渠道利润，提高渠道推力。

表 6: 迎驾贡酒近年提价情况

调价时间	提价产品	调价内容
2017 年 5 月	生态洞藏 16	洞藏 16 终端供货价上调 20 元/瓶，42 度终端零售价提升 40 元至 398/瓶，52 度终端零售价上调至 418 元/瓶。
2018 年 1 月	生态洞藏 6 生态洞藏 9 生态洞藏 16	洞藏 6/9/16 终端供货价每瓶分别上调 5 元/12 元/15 元，42 度终端零售价每瓶分别上调至 198 元/368/468 元，52 度终端零售价每瓶分别上调至 218 元/388/488 元。
2018 年 6 月	生态洞藏 6/9/16 迎驾金星	生态洞藏系列单品上调 10-20 元/瓶不等，迎驾金星上调 30 元/箱，迎驾银星上调 20 元/箱。洞藏 6/9/16 终端价每瓶分别不低于 135 元/230 元/335 元。迎驾金星/银星终端售价每瓶分别不低

调价时间	提价产品	调价内容
	迎驾银星	于 90 元/70 元
2019 年 7 月	生态洞藏 6/9/16 生态洞藏 20/30	洞藏 6/9/16 每瓶有 5-20 元小幅提价。洞藏 20/30 提价幅度较大，洞藏 30 每瓶提价 95 元。

数据来源：糖酒快讯，搜狐网，西南证券整理

3.3 渠道：渠道扁平化深耕，聚焦洞藏推广落地

三大扁平化策略，力促渠道下沉精耕。在白酒行业进入存量市场以来，市场竞争变得更加激烈，提升营销效率势在必行。公司针对过去渠道精细化程度不高的问题进行了大刀阔斧的改革，在 2017 年开始大力推进组织、渠道、网点三大扁平化策略，力促渠道下沉精耕。

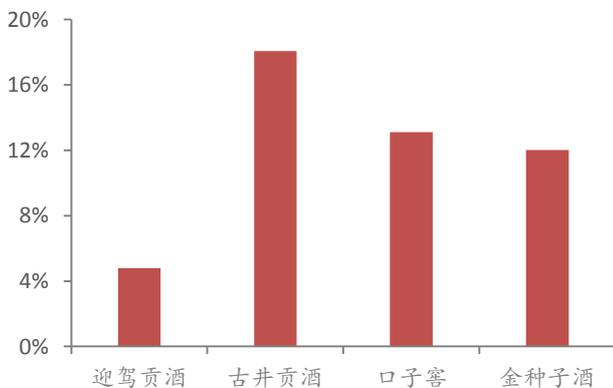
(1) 组织扁平化：公司于 2017 年进行营销组织架构改革以此提高营销效率和针对性。通过成立四大销售公司，打造扁平化销售架构。针对高档产品、中高档产品、低档白酒及电商产品分别组建了迎驾洞藏酒销售有限公司、迎驾酒业销售有限公司、迎驾特曲销售有限公司（主要针对简装酒和散酒）和迎驾电子商务有限公司。

(2) 渠道扁平化：公司大力推进渠道扁平化，通过缩减渠道层级、增加业务单元，增加销售人员，有利于资源促销和人员服务直接对接，助力公司终端实现“小区域、高占有”的渠道目标。公司在各地区仅有一级经销商，且销售人员数量众多，渠道扁平化程度高。

(3) 网点扁平化：公司持续推进数字化营销建设工程，通过对安徽、江苏等核心市场超过两万多家终端网点进行普查和建档工作。通过进一步完善二维码物流追溯体系建设，对价格违规、执行不力等情况予以严惩，以此规范市场行为。此举有力解决了区域间窜货问题，提升公司对于市场的反应力和终端网点的控制力。

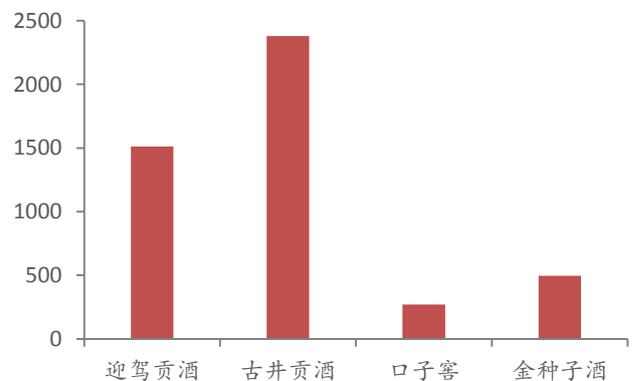
省内市场竞争激烈，渠道精耕势在必行。在激烈竞争的徽酒市场中，公司选择了有利于渠道扁平化的小商制来深耕市场，渠道策略坚持“小区域，高占有”。迎驾贡酒前五大经销商销售占比为徽酒上市公司中最低；与此同时，公司销售员工数量位居徽酒第二，数量众多的销售人员组成强大的地推队伍，推动核心区域渠道持续下沉。相较于大商制，小商制对于终端市场把控力更强，能够更好稳定产品价格体系，市场下沉也更加深入。

图 45：2019 年徽酒上市公司前五大经销商销售占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 46：2019 年徽酒上市公司销售员工人数



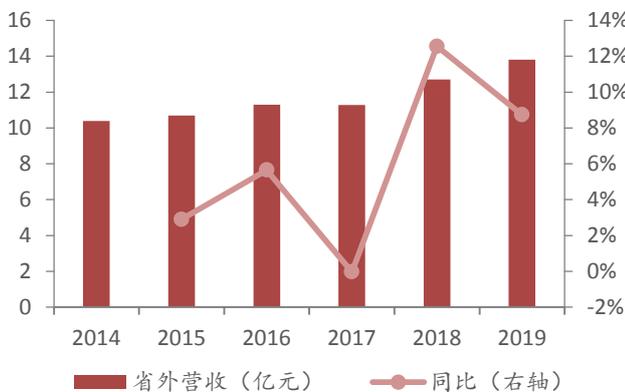
数据来源：公司公告，西南证券整理

表 7: 小商制与大商制对比

	小商制	大商制
厂商分工	厂家与经销商合作开发市场, 厂家对于动销和销售政策有更大的话语权	经销商主导销售和控制动销, 自主开发市场, 承担主要费用。“一地一策”不同区域单独运作
渠道层级	渠道较为扁平	层级较多
销售人员数量	数量较多	数量较少
对渠道控制力	精细化管理, 控制力强	简政放权, 控制力较弱
费用投入	厂家投入费用高	经销商承担主要费用
优点	厂家对于单个经销商依赖程度低, 渠道政策执行力强, 厂家对终端的反应力和掌控力更强	充分利用经销商的资金, 人脉, 渠道等资源快速扩张, 经销商积极性高
缺点	销售费用投入较高, 可能影响经销商积极性	对终端控制弱, 容易出现窜货

数据来源: 渠道调研, 云酒头条, 西南证券整理

省外聚焦核心市场, 经销商开拓力度加大。公司省外主要销售区域为江苏、上海等核心省市, 目前在江苏市场已经形成聚焦战略, 当前生态洞藏系列已经全面覆盖江苏地级市。2017年由于洋河、今世缘加大对于省内市场的重视, 另外公司部分经销商营销推力下降, 因此导致业绩呈轻微负增长。经过公司大力调整, 省外市场从 2018 年开始重新恢复较快增长。近两年公司加快省外经销商开拓力度, 2018、2019 年省外分别淘汰旧经销商 43 家、58 家、招募新经销商 145 家、120 家, 分别净增加 102 家、62 家, 未来省外增长有望迎来加速。

图 47: 2014-2019 年省外营收及增速


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 48: 2016-2019 年省内、省外经销商数量


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

特别渠道政策助力洞藏推广落地。生态洞藏系列作为公司聚焦培育的核心单品, 能否成功推广对于产品结构升级至关重要; 公司充分考虑到洞藏系列推出时间相较于竞品稍晚, 消费氛围还需大力培育, 针对这样的情况, 公司采用如下三大措施来助推洞藏系列推广落地。

- **“1+1+1+N”的服务模式:** 即针对每一个洞藏酒客户配备一个办事处经理带一个业务经理和多个业务员(具体配置根据厂方和客户共同承担)。对客户精细化服务, 增加客户好感, 助推洞藏放量。
- **市场费用投入聚焦:** 首先是市场费用投入更加聚焦生态洞藏系列; 二是终端选择更加聚焦, 将生态洞藏系列与现有的迎驾其他产品区分开来, 给予更高的渠道利润, 甄选高质量的经销商进行洞藏推广。

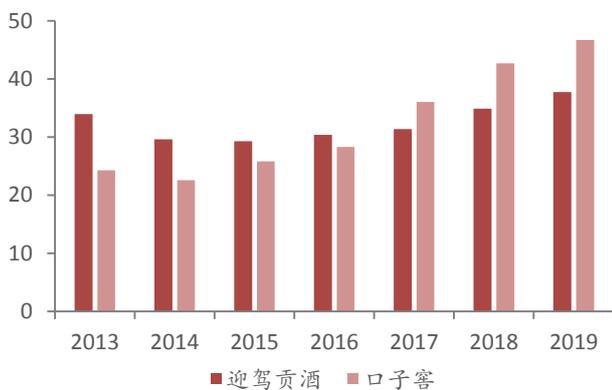
- **大力培育消费氛围：**坚持消费者培育为核心，一切的活动都坚持围绕消费者开瓶展开。通过餐饮的赠饮活动、团购及品鉴会公关推销，大力围绕宴会、宴席、事件营销，促使生态洞藏在市场推广上快速落地。

迎驾贡酒近年来锐意改革，在品牌建设、产品布局、渠道深耕三方面均取得较大进步。逐步增强的品牌力是生态洞藏能够成为大单品的基础；完善的产品布局能够保证消费升级的链条覆盖完整；渠道精耕细作有助于实现“小区域，高占有”。现在重点布局的生态洞藏系列持续高速放量，驱动产品结构持续优化，充分释放利润弹性。放眼未来，公司将持续受益于生态洞藏系列快速放量和市场集中度的提升。

3.4 生态洞藏锋芒初现，未来增长路径清晰

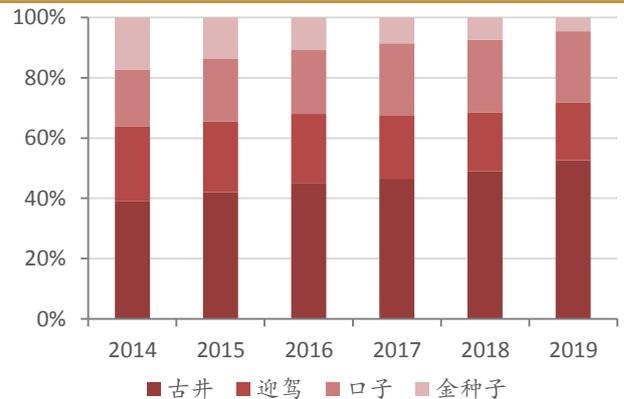
(1) 品牌定位不高+产品结构升级滞后，错失徽酒榜眼。公司在2016年以前营收一直高于口子窖，长期占据徽酒榜眼地位。2017年以来随着省内消费升级和次高端快速扩容，口子窖异军突起，在营收端实现对迎驾的超越，主要有如下两点原因：**1) 品牌定位低于口子窖。**公司产品以高性价比著称，由此给消费者留下大众亲民的品牌形象；口子窖年份产品定位较高，主打政商务用酒，因而品牌力弱于口子窖；**2) 产品结构升级明显滞后。**口子窖早在2010年就完成口子窖年份窖藏系列产品布局，口子6年/10年当时已占据120-300元价格带，而公司于2015年才推出生态洞藏系列，产品升级明显滞后。

图 49：2013 年以来迎驾贡酒、口子窖营收（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

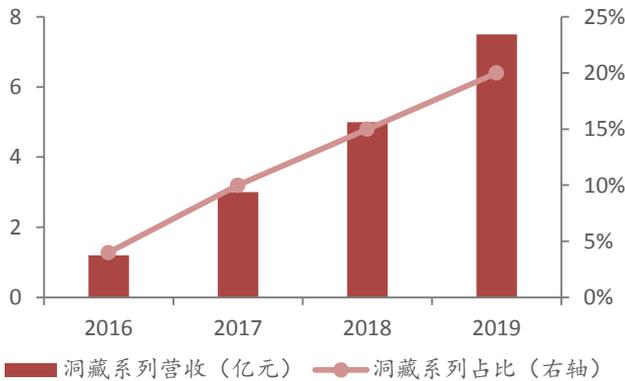
图 50：2014-2019 年徽酒上市公司份额占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

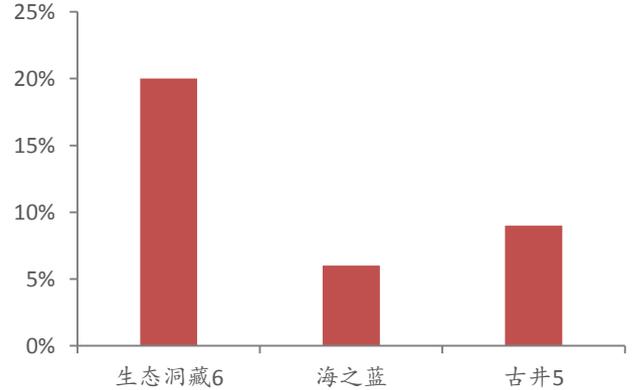
(2) 内外因共同作用，洞藏系列锋芒初现。公司于2015年推出生态洞藏系列把握消费升级机会，洞藏系列自推出以来持续高增长，2019年实现营收7-8亿元，占比约为20%。我们认为洞藏系列得以快速放量是在内外因素均有利的背景下实现的。**外因：**2016年以来安徽白酒市场消费升级如火如荼，150-300元价格带明显扩容，洞藏系列乘消费升级东风，成功把握行业扩容机会。**内因：**首先是公司聚焦资源培育，在品牌宣传、渠道开拓上对洞藏系列大力投入；其次是洞藏系列渠道毛利率显著高于竞品，经销商积极性较高，渠道推力十足；最后是生态洞藏系列品质优异，精准占位省内消费升级主流价格带，性价比优势明显。

图 51: 2016-2019 年洞藏系列营收及占比



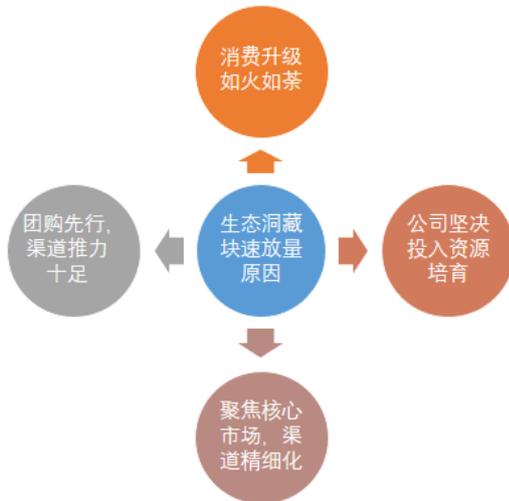
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 52: 生态洞藏与竞品经销商毛利率对比



数据来源: 渠道调研, 西南证券整理

图 53: 生态洞藏系列快速放量原因解析



数据来源: 西南证券整理

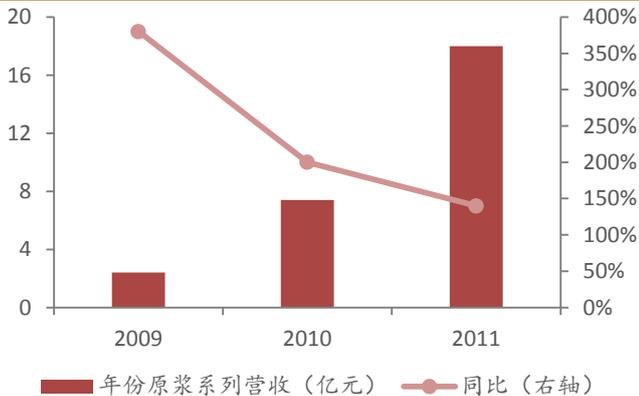
(3) 参考古井年份原浆系列, 大单品成功培育助力长期高质量发展。古井年份原浆系列布局时间领先洞藏系列 7 年, 通过参考年份原浆系列产品结构升级的节奏与效果, 能够更好地帮助我们厘清洞藏系列的未来发展路径与空间。古井贡酒 90 年代初“名酒变民酒”战略降低了公司品牌价值形象, 新管理层上任后开启改革, 于 2008 年推出年份原浆系列作为战略大单品, 吹响产品结构升级的号角。作为省内龙头品牌, 古井精准把握消费升级趋势, 核心产品提前 2-3 年左右卡位布局, 在主流价格带上来之后实现快速放量。

表 8: 古井年份原浆系列产品升级情况

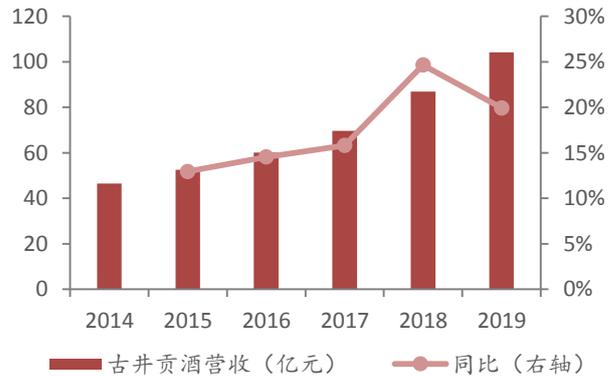
聚焦资源培育时点	主要发力产品	当时定价	省内主流价格带	快速放量时点
2009 年	古井献礼版	95 元	60-80 元	2010-2013 年
2011 年	古井 5 年	120 元	80-100 元	2012-2016 年
2015 年	古井 8 年	200 元	100-130 元	2017-2022 年
2018 年—至今	古井 16 年/20 年	400 元/500 元	150-200 元	2019—2024E

数据来源: 酒业家, 渠道调研, 西南证券整理

古井年份原浆系列推出以来即实现高速增长，在 2011 年销售额突破 15 亿元大关，成为古井增长的核心驱动力。自 2009 年年份原浆系列推出以来，古井贡酒营收增速远超行业增速，在激烈的徽酒竞争中占据了先发优势。通过对年份原浆系列成功培育的效果观察，核心大单品一旦成功培育，酒企即拥有了长期高质量增长的核心驱动力，未来增长空间广阔。

图 54：2009-2011 年古井年份原浆系列营收及增速


数据来源：酒业家，微酒，西南证券整理

图 55：2014-2019 年古井贡酒营收及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

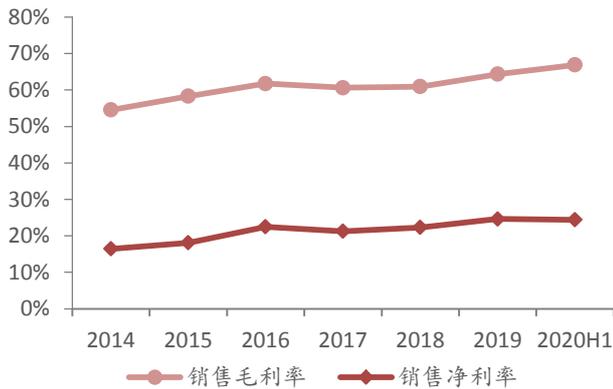
(4) 生态洞藏势能已成，未来增长路径清晰。洞藏系列自推出以来持续高增长，2019 年洞藏系列实现 7-8 亿元收入，同比增速约为 50%，主要营收系洞藏 6/9 贡献，其中洞藏 6 销量最大，洞藏 16/20 体量还较小；从产品生命周期看，当前洞藏 6/9 已进入快速放量的成长期，洞藏 16/20 处于市场培育的导入期，借鉴古井年份原浆的产品升级节奏，洞藏系列未来增长路径展望如下：

- 当前安徽省主流价格带向着 200 元稳步迈进，洞藏 6/9 切合省内主流升级价格带，性价比高和渠道推力强的优势明显，未来几年仍将处于快速放量的黄金时期；
- 当前洞藏 16/20 呈现出“体量小、增速快”的鲜明特点，主要起到拔高品牌高度和提前培育消费氛围的作用，从而为承接下次消费升级打下坚实基础。近年来公司强化洞藏 16/20 的培育力度，未来爆发力十足；
- 在洞藏系列消费氛围日趋浓厚之际，公司加大市场开发力度，当前已在合肥导入部分终端，在江苏市场的推广力度也在加强，新开拓区域亦值得期待。产品升级和区域扩张齐头并进，生态洞藏将保持较快增长，带动公司产品结构持续优化。

4 销售净利率持续上升，股息率行业第一

销售净利率持续上升，三费率稳中有降。在产品结构升级的驱动下，公司毛利率和净利率明显提高，其中毛利率和净利率分别由 2017 年的 60.6%、21.3% 稳步提升到 2019 年为 64.4%、24.7%，产品结构升级进一步提高了公司的盈利能力。与此同时，公司销售费用率和管理费用率总体保持稳定，总费用率从 2017 年的 17.5% 微升至 2019 年的 17.7%。2020 上半年在突如其来的新冠疫情冲击下，终端消费受到冲击致使渠道库存较高，营收基数较低导致上半年销售费用率明显上升。

图 56：2014 年以来销售毛利率、净利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

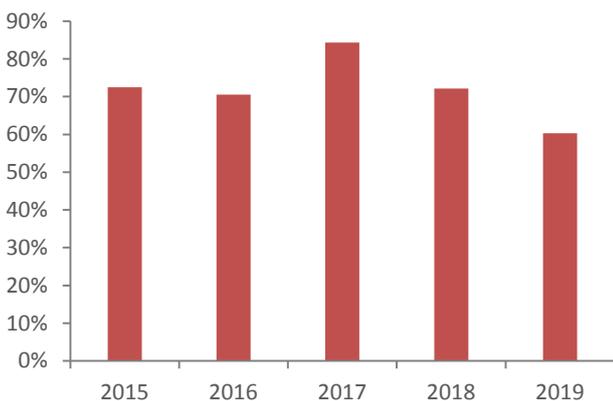
图 57：2014 年以来销售费率、管理费率、费用率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

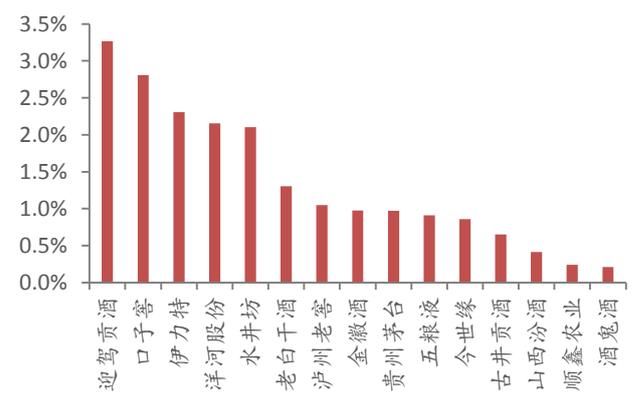
重视利润分配，股息率行业第一。公司重视投资者回报，实行积极的利润分配政策，其中 2015-2018 年股利支付率均在 70% 以上，尽管 2019 年 60.3% 的股利支付率同比有所降低，但依然位居白酒行业前列。从股息率来看，继 2018 年股息率位居白酒行业第一之后，2019 年又以 3.3% 的股息率独占鳌头，投资价值凸显。

图 58：2015-2019 年迎驾贡酒股利支付率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 59：2019 年上市酒企股息率排名



数据来源：公司公告，西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设:

1) 预计 2020 年-2022 年, 中高档白酒销量分别为 16344 吨(-13%)、21247 吨(+30%)、24434 吨 (+15%); 受益于洞藏系列占比提升, 吨价提升至 13.5 万元/吨 (+10%)、14.2 万元/吨(+5%)、14.6 万元/吨(+3%), 对应销售收入分别为 22.1 亿元(-4%)、30.2 亿元(+37%)、35.8 亿元 (+19%); 同时中高端酒毛利率逐步提升, 预计 2020-2022 年中高端酒毛利率分别为 77.7%、79.2%、79.8%。

2) 普通白酒去 SKU 阶段基本告一段落, 将迎来恢复性增长, 预计 2020 年-2022 年普通白酒销量分别为 25468 吨 (-10%)、28015 吨 (+10%)、29416 吨 (+5%), 吨价分别为 4.3 万元/吨 (+1%)、4.3 万元/吨 (+2%)、4.4 万元/吨 (+2%), 对应销售收入分别为 10.9 亿元 (-9%)、12.2 亿元 (+12%)、13.0 亿元 (+7%); 受益于缩减 SKU 和聚焦单品, 普通白酒未来三年毛利率分别为 55.2%、56.5%、57.8%。

3) 2020 年受疫情的影响, 白酒销量下降; 同时, 中高端产品放量带来明显规模优势, 管理和销售效率持续改善, 费用率将边际递减。

表 9: 分业务收入及毛利率情况

百万元	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
合计						
营业收入	3138.4	3488.8	3777.0	3568.8	4508.3	5151.7
yoy	3.3%	11.2%	8.3%	-5.5%	26.3%	14.3%
营业成本	1235.3	1363.3	1346.3	1189.9	1368.1	1483.1
毛利率	60.6%	60.9%	64.4%	66.7%	69.7%	71.2%
中高端酒 (金银星、洞藏)						
收入	1708.0	1928	2310.8	2211.4	3018.6	3575.5
yoy		12.9%	19.9%	-4.3%	36.5%	18.5%
销量 (吨)	15568	17224	18786	16344	21247	24434
yoy		10.6%	9.1%	-13.0%	30.0%	15.0%
吨价 (万元/吨)	11.0	11.2	12.3	13.5	14.2	14.6
yoy		2.0%	9.9%	10.0%	5.0%	3.0%
成本	493.0	542.0	589.6	492.4	627.3	721.4
吨成本 (万元/吨)	3.2	3.1	3.1	3.0	3.0	3.0
yoy		-0.6%	-0.3%	-4.0%	-2.0%	0.0%
毛利率	71.1%	71.9%	74.5%	77.7%	79.2%	79.8%
普通白酒 (迎驾贡、迎驾古坊)						
收入	1193	1295.0	1194	1085.3	1217.8	1304.2
yoy		8.5%	-7.8%	-9.0%	12.2%	7.1%
销量 (吨)	28151	31047	28298	25468	28015	29416
yoy		10.3%	-8.9%	-10.0%	10.0%	5.0%

百万元	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
吨价 (万元/吨)	4.2	4.2	4.2	4.3	4.3	4.4
yoy		-1.6%	1.2%	1.0%	2.0%	2.0%
成本	548	601	546	486.5	529.8	550.7
吨成本 (万元/吨)	1.9	1.9	1.9	2	2	2
yoy		-0.6%	-0.3%	-1.0%	-1.0%	-1.0%
毛利率	54.1%	53.6%	54.3%	55.2%	56.5%	57.8%
其他						
收入	237.0	266.0	272.0	272.0	272.0	272.0
yoy		12.2%	2.3%	0.0%	0.0%	0.0%
成本	194.0	220.0	211.0	211.0	211.0	211.0
毛利率	18.1%	17.3%	22.4%	22.4%	22.4%	22.4%

数据来源：公司公告，西南证券

预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 35.7 亿元 (-5.5%)、45.1 (+26.3%) 亿元、51.5 亿元 (+14.3%)，归母净利润分别为 9.1 亿元 (-2.0%)、12.4 亿元 (+35.8%)、15.3 亿元 (+23.2%)，EPS 分别为 1.14 元、1.55、1.91 元，对应动态 PE 分别为 28、21 和 17 倍。

5.2 绝对估值

表 10：绝对估值假设条件

估值假设	数值
过渡期年数	5
永续期增长率	5%
无风险利率 Rf	3%
市场组合报酬率 Rm	9%
有效税率 Tx	25%
过渡期增长率	8%
β 系数	1.35
债务资本成本 Kd	0%
债务资本比重 Wd	0%
股权资本成本 Ke	11.09%
WACC	11.09%

数据来源：西南证券

表 11：FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)
核心企业价值	20794
净债务价值	-2672
股票价值	23466
每股价值	29.33

数据来源：西南证券

绝对估值的结果可得，公司每股内在价值约 29.33 元。

5.3 相对估值

迎驾贡酒为区域名酒，选取古井贡酒、口子窖、今世缘、洋河股份、伊力特作为可比估值对象，均为区域性强势白酒品牌，2020-2022 年年平均 PE 分别为 35 倍、29 倍、24 倍，基于公司未来三年增速远高于其他区域强势品牌，考虑到估值切换，给予迎驾贡酒 2021 年 35 倍左右估值，对应股价 54.25 元。首次覆盖给予“买入”评级

表 12：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
000596.SZ	古井贡酒	1168	231.97	4.17	4.49	5.58	6.71	56	52	42	35
603589.SH	口子窖	397	66.10	2.87	2.70	3.13	3.60	23	24	21	18
603369.SH	今世缘	661	52.71	1.16	1.29	1.59	1.96	45	41	33	27
002304.SZ	洋河股份	2710	179.85	4.90	5.07	5.76	6.50	37	35	31	28
600197.SH	伊力特	103	23.78	1.01	1.08	1.45	1.76	24	22	16	14
平均值								37	35	29	24
603198.SH	迎驾贡酒	271	33.82	1.16	1.14	1.55	1.91	29	29	22	18

数据来源：公司公告，wind，西南证券整理

6 风险提示

1) 新冠疫情二次爆发风险。由于新冠疫情具有较高的不确定性，在海外疫情二次爆发的背景下，国内疫情防控压力加大，疫情爆发将冲击终端消费场景和消费信心。

2) 经济大幅下滑风险。如果经济出现较大幅度下滑，将会影响白酒行业消费，冲击终端消费场景缺失，渠道库存水平同比提升，势必将影响经销商信心和打款积极性。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3776.98	3568.75	4508.33	5151.72	净利润	931.54	913.35	1240.65	1528.10
营业成本	1346.30	1189.89	1368.10	1483.13	折旧与摊销	163.97	135.30	146.44	157.66
营业税金及附加	584.23	535.31	676.25	772.76	财务费用	-9.09	0.00	0.00	0.00
销售费用	463.24	499.63	631.17	669.72	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	187.64	196.28	247.96	257.59	经营营运资本变动	924.81	169.88	29.52	28.95
财务费用	-9.09	0.00	0.00	0.00	其他	-1086.40	-70.16	-69.35	-68.95
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	924.84	1148.38	1347.26	1645.77
投资收益	74.62	75.00	75.00	75.00	资本支出	-165.56	-200.00	-250.00	-300.00
公允价值变动损益	-9.66	-4.84	-5.65	-6.05	其他	-78.75	70.16	69.35	68.95
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-244.31	-129.84	-180.65	-231.05
营业利润	1265.10	1217.80	1654.20	2037.47	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-12.72	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1252.38	1217.80	1654.20	2037.47	股权融资	39.53	0.00	0.00	0.00
所得税	320.84	304.45	413.55	509.37	支付股利	-560.00	-651.31	-638.59	-867.43
净利润	931.54	913.35	1240.65	1528.10	其他	-31.79	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	1.10	1.08	1.46	1.80	筹资活动现金流净额	-552.26	-651.31	-638.59	-867.43
归属母公司股东净利润	930.45	912.28	1239.19	1526.30	现金流量净额	128.28	367.22	528.01	547.29
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	835.33	1202.55	1730.56	2277.85	成长能力				
应收和预付款项	61.51	57.65	72.05	81.88	销售收入增长率	8.26%	-5.51%	26.33%	14.27%
存货	2698.34	2384.86	2742.05	2972.59	营业利润增长率	20.97%	-3.74%	35.83%	23.17%
其他流动资产	1342.39	1310.37	1316.27	1320.31	净利润增长率	19.53%	-1.95%	35.83%	23.17%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	19.76%	-4.71%	33.07%	21.91%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1780.04	1864.74	1991.16	2159.20	毛利率	64.36%	66.66%	69.65%	71.21%
无形资产和开发支出	119.47	102.18	82.05	59.07	三费率	16.99%	19.50%	19.50%	18.00%
其他非流动资产	131.77	129.05	126.32	123.60	净利率	24.66%	25.59%	27.52%	29.66%
资产总计	6968.84	7051.39	8060.46	8994.49	ROE	19.55%	18.17%	22.04%	24.30%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	13.37%	12.95%	15.39%	16.99%
应付和预收款项	1820.43	1675.42	2043.15	2291.15	ROIC	28.35%	32.02%	43.13%	50.07%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	37.60%	37.92%	39.94%	42.61%
其他负债	384.01	349.54	388.82	414.17	营运能力				
负债合计	2204.44	2024.95	2431.96	2705.32	总资产周转率	0.56	0.51	0.60	0.60
股本	800.00	800.00	800.00	800.00	固定资产周转率	2.65	2.35	2.85	3.14
资本公积	1302.53	1302.53	1302.53	1302.53	应收账款周转率	73.52	77.15	88.64	84.69
留存收益	2645.20	2906.17	3506.76	4165.63	存货周转率	0.53	0.47	0.53	0.52
归属母公司股东权益	4747.74	5008.70	5609.29	6268.17	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.33%	—	—	—
少数股东权益	16.66	17.74	19.20	21.00	资本结构				
股东权益合计	4764.40	5026.44	5628.50	6289.17	资产负债率	31.63%	28.72%	30.17%	30.08%
负债和股东权益合计	6968.84	7051.39	8060.46	8994.49	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.33	2.56	2.50	2.54
					速动比率	1.06	1.33	1.33	1.41
					股利支付率	60.19%	71.39%	51.53%	56.83%
业绩和估值指标					每股指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	1419.99	1353.10	1800.64	2195.14	每股收益	1.16	1.14	1.55	1.91
PE	27.63	28.18	20.74	16.84	每股净资产	5.93	6.26	7.01	7.84
PB	5.41	5.13	4.58	4.10	每股经营现金	1.16	1.44	1.68	2.06
PS	6.81	7.20	5.70	4.99	每股股利	0.70	0.81	0.80	1.08
EV/EBITDA	16.53	17.08	12.54	10.04					
股息率	2.18%	2.53%	2.48%	3.37%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
上海	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn