

食品饮料/必需消费

迎驾贡酒 (603198)

## 洞藏系列发力，启动升级引擎

## ——公司更新报告

	瞿猛(分析师)	李梓语(分析师)
	021-38676442	021-38032691
	zimeng@gtjas.com	liziyu@gtjas.com
证书编号	S0880513120002	S0880519080010

## 本报告导读:

终端动销恢复节奏加快，洞藏系列引领战略升级，贡献营收、利润增长新动力，产品结构优化带动盈利能力提升，业绩弹性持续释放。

## 投资要点:

- **维持增持评级。**终端动销恢复节奏加快，洞藏发力贡献业绩弹性，估值修复空间较大，上调 2020-2022 年 EPS 至 1.18(+0.09)、1.45(+0.20)、1.67(+0.26)，维持目标价 27 元，对应 2020 年 23XPE。
- **安徽白酒市场持续改善，迎驾恢复显著。**近期渠道草根调研反馈，安徽市场已有明显恢复，餐饮管控逐步放开后消费呈现回暖趋势，预计低线城市恢复更为明显。通过渠道调研了解到，公司 4、5 月恢复显著，产品结构持续优化。
- **洞藏系列引领发力次高端。**迎驾 2015 年推出中高端战略产品洞藏系列，主力产品洞藏 6、9、16 覆盖原先较为薄弱的 200-400 元价格带，2016-2017 年分别实现 270%、150% 的高增长，根据草根调研，预计 2018、2019 年洞藏系列依然保持 60%+ 增速。2017 年调整销售架构成立洞藏销售公司独立运营洞藏系列，民营背景机制有望持续优化。
- **产品结构升级，释放盈利弹性。**徽酒市场竞争激烈，古井、口子窖等高端化升级战略明确，发力重心聚焦高价位产品，价格带上移为 200-400 元留下发展空间。洞藏系列发力带动中高端白酒销售提速，结构升级明显，目前中高端占比 63.3%，预计洞藏系列占比 15-20%。中高档白酒毛利率达 70% 以上（普通白酒 50% 左右），产品结构优化带动毛利率提升，洞藏系列对利润贡献愈发明显。根据敏感性测试，洞藏系列销售增速提升 5%，营收增速提升 0.9pct、净利润增速提升 1.3pct。
- **风险提示：**宏观经济下行拖累消费、行业竞争加剧等。

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,489	3,777	3,594	4,112	4,679
(+/-)%	11%	8%	-5%	14%	14%
经营利润 (EBIT)	950	1,169	1,197	1,488	1,732
(+/-)%	12%	23%	2%	24%	16%
净利润 (归母)	779	930	942	1,158	1,340
(+/-)%	17%	19%	1%	23%	16%
每股净收益 (元)	0.97	1.16	1.18	1.45	1.67
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营利润率 (%)	27.2%	31.0%	33.3%	36.2%	37.0%
净资产收益率 (%)	18.0%	19.6%	16.5%	16.9%	16.4%
投入资本回报率 (%)	20.8%	32.9%	38.4%	46.6%	53.2%
EV/EBITDA	9.60	11.33	9.83	7.17	5.41
市盈率	17.79	14.89	14.72	11.96	10.34
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 27.00

上次预测: 27.00

当前价格: 17.32

2020.05.27

## 交易数据

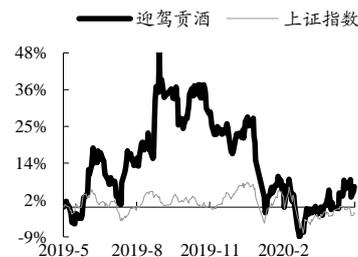
52 周内股价区间 (元)	14.78-24.08
总市值 (百万元)	13,856
总股本/流通 A 股 (百万股)	800/800
流通 B 股/H 股 (百万)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	6037275.00
日均成交值 (百万元)	100537634.53

## 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	4,981
每股净资产	6.23
市净率	2.8
净负债率	-33.72%

EPS (元)	2019A	2020E
Q1	0.44	0.29
Q2	0.11	0.11
Q3	0.19	0.22
Q4	0.41	0.55
全年	1.16	1.18

## 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	1%	1%	7%
相对指数	-0%	6%	7%

## 相关报告

坚定产品升级，静待边际改善 2020.04.25

挥别低谷，沉潜而跃 2019.08.31

模型更新时间: 2020.05.27

**股票研究**

必需消费  
食品饮料

**迎驾贡酒(603198)**

**评级: 增持**

上次评级: 增持

**目标价格: 27.00**

上次预测: 27.00

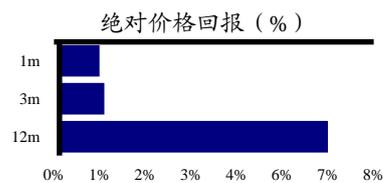
**当前价格: 17.32**

公司网址

www.yingjia.cn

**公司简介**

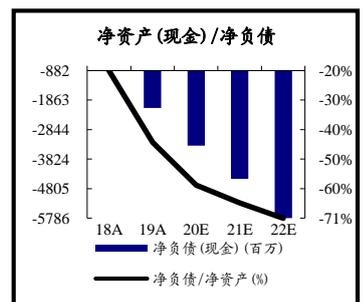
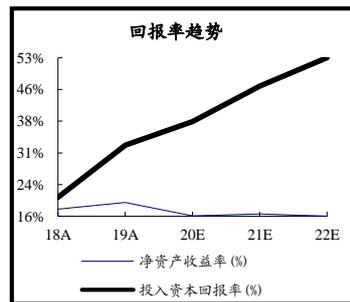
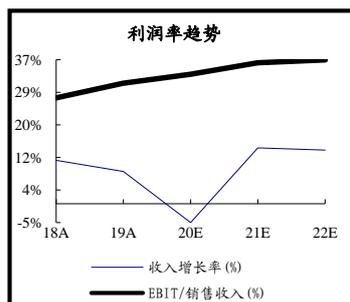
公司是迎驾集团的核心企业,是国家级绿色工厂中唯一的酒类企业,是全国酿酒骨干企业,是大别山革命老区的支柱产业,是北纬30度线中国名酒带上的明星企业。迎驾贡酒依托大别山自然保护区内的无污染山涧泉水,以中温包包曲为糖化发酵剂,运用多粮型传统工艺和现代科技手段精心酿造而成。



52周内价格范围 14.78-24.08  
市值(百万) 13,856

**财务预测 (单位: 百万元)**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>损益表</b>					
营业总收入	3,489	3,777	3,594	4,112	4,679
营业成本	1,363	1,346	1,297	1,382	1,534
税金及附加	546	584	492	576	655
销售费用	451	463	439	493	561
管理费用	163	188	155	156	178
<b>EBIT</b>	<b>950</b>	<b>1,169</b>	<b>1,197</b>	<b>1,488</b>	<b>1,732</b>
公允价值变动收益	0	-10	0	0	0
投资收益	73	75	60	60	60
财务费用	-9	-9	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>1,046</b>	<b>1,265</b>	<b>1,257</b>	<b>1,548</b>	<b>1,792</b>
所得税	249	321	315	389	451
少数股东损益	1	1	1	1	1
<b>净利润</b>	<b>779</b>	<b>930</b>	<b>942</b>	<b>1,158</b>	<b>1,340</b>
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	882	2,123	3,369	4,473	5,773
其他流动资产	3,620	2,784	2,274	2,550	2,825
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	1,375	1,474	1,474	1,474	1,474
无形及其他资产	544	557	640	714	787
<b>资产合计</b>	<b>6,421</b>	<b>6,938</b>	<b>7,757</b>	<b>9,211</b>	<b>10,859</b>
流动负债	2,002	2,117	1,994	2,288	2,595
非流动负债	74	87	87	87	87
股东权益	4,346	4,764	5,707	6,866	8,207
<b>投入资本(IC)</b>	<b>3,463</b>	<b>2,641</b>	<b>2,338</b>	<b>2,393</b>	<b>2,434</b>
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	720	870	897	1,114	1,296
折旧与摊销	149	164	0	0	0
流动资金增量	-41	102	-386	-18	-33
资本支出	-355	-300	-83	-74	-74
<b>自由现金流</b>	<b>472</b>	<b>836</b>	<b>428</b>	<b>1,023</b>	<b>1,190</b>
经营现金流	892	925	1,269	1,117	1,314
投资现金流	-267	-244	-23	-14	-14
融资现金流	-560	-552	0	0	0
<b>现金流净增加额</b>	<b>65</b>	<b>128</b>	<b>1,246</b>	<b>1,104</b>	<b>1,300</b>
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	11.2%	8.3%	-4.8%	14.4%	13.8%
EBIT 增长率	12.4%	23.1%	2.4%	24.3%	16.4%
净利润增长率	16.8%	19.5%	1.2%	23.0%	15.7%
利润率					
毛利率	60.9%	64.4%	63.9%	66.4%	67.2%
EBIT 率	27.2%	31.0%	33.3%	36.2%	37.0%
净利润率	22.3%	24.6%	26.2%	28.2%	28.6%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	18.0%	19.6%	16.5%	16.9%	16.4%
总资产收益率(ROA)	12.1%	13.4%	12.1%	12.6%	12.3%
投入资本回报率(ROIC)	20.8%	32.9%	38.4%	46.6%	53.2%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	601	690	597	629	628
应收账款周转天数	17	9	12	12	11
总资产周转率	644	646	746	753	783
净利润现金含量	114.5%	99.4%	134.8%	96.5%	98.1%
资本支出/收入	10.2%	7.9%	2.3%	1.8%	1.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	32.3%	31.8%	26.8%	25.8%	24.7%
净负债率	-20.3%	-44.7%	-59.2%	-65.3%	-70.5%
<b>估值比率</b>					
PE	17.79	14.89	14.72	11.96	10.34
PB	2.60	3.36	2.44	2.02	1.69
EV/EBITDA	9.60	11.33	9.83	7.17	5.41
P/S	3.97	3.67	3.85	3.37	2.96
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



## 目 录

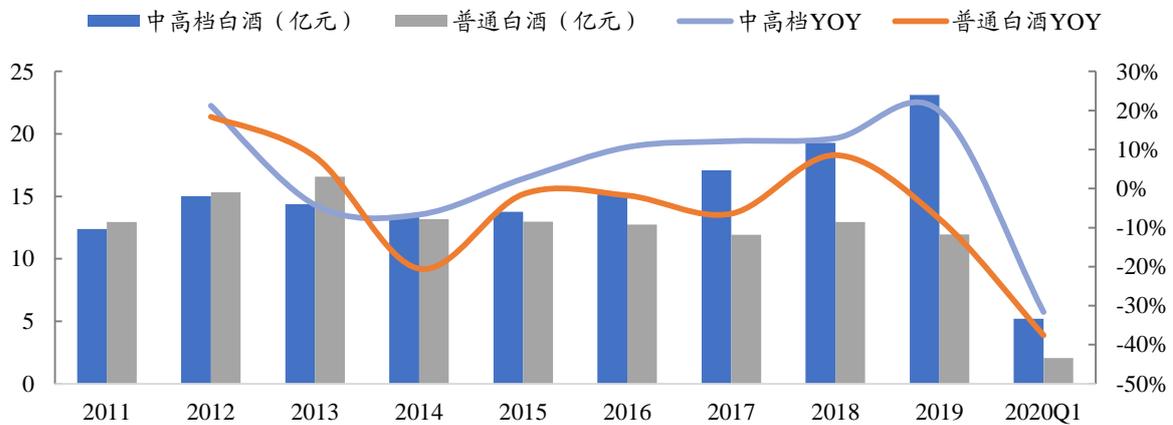
1. 产品结构：发力洞藏酒，挺进次高端 .....	4
1.1. 强品质，树品牌，洞藏系列引领发力 .....	4
1.2. 调整组织结构优化机制，体系化营销强化品牌建设 .....	6
1.3. 复盘历史：产品结构升级助推盈利提升 .....	8
1.3.1. 古井贡酒：推出战略产品“年份原浆”，践行回归与振兴 .....	8
1.3.2. 酒鬼酒：2004 年推出内参，坚持三高精品战略之路 .....	9
1.3.3. 舍得酒业：从“民酒”到“名酒”，转战中高端 .....	10
1.4. 洞藏引领产品升级换挡，释放盈利弹性 .....	11
2. 竞争格局：省内空间大，主力市场正处上升期 .....	14
2.1. 整体来看：安徽省白酒规模大、竞争激烈、价格带密度高 .....	14
2.2. 分价位带来看：洞藏系列在 200-300 竞争优势逐步凸显 .....	15
2.3. 分区域来看：省内深化处于明显上升期，省外继续扩张 .....	16
3. 投资建议 .....	17
4. 风险提示 .....	17

## 1. 产品结构：发力洞藏酒，挺进次高端

### 1.1. 强品质，树品牌，洞藏系列引领发力

**产品提档转型，洞藏系列引领发力次高端。**迎驾贡酒中高端战略产品系洞藏系列 2015 年推出，以“醉得慢、醒得快、有点甜”作为产品独特风格，与 2012 年推出的生态年份系列共同发力布局中高端价位带，公司中高档白酒（主要包括生态洞藏系列、生态年份酒系列、迎驾金星系列、迎驾银星系列）收入提速明显，2019 年中高档白酒营收 23 亿、同比 +19.9%，占营收比重提升 2pct 至 63.3%，毛利率+3pct 至 74.5%，市场培育效果明显。2020Q1 疫情短期影响白酒消费，中高档产品 5 同比-32%，近期草根调研显示 4 月、5 月公司销售恢复显著，全年方向不改，产品端结构升级、发力布局洞藏系列。

图 1：公司中高档白酒收入提速，2020Q1 疫情短期影响



数据来源：Wind、公司公告、国泰君安证券研究

**生态洞藏系列主力产品包括洞藏 6、洞藏 9 和洞藏 16，覆盖了公司原先较为薄弱的 100-400 元价格带，**主要面向家庭宴会、商务应酬等中高档消费，其中洞藏 16 在 2018 年 11 月中国酒业协会组织的白酒盲评中获得 300-500 元价位第五名，为徽酒唯一上榜品牌。2019 年初公司先后在省内六安、合肥、寿县等地举办“携手共赢，腾飞远航——迎驾洞藏 20、30 升级版上市品鉴会”，新推出生态洞藏 20、30 升级版两款战略产品，锁定 600-800 元价格带，这是继生态洞藏产品上市发布会后，公司谋划品牌战略升级的又一大动作。2019 年生态洞藏 30 荣获中国酒业协会“创新白酒大赛金奖”，洞藏酒质优良，获得市场高度认可。

图 2: 完善产品布局, 覆盖中高端价位带, 洞藏引领产品结构优化



数据来源: 天猫旗舰店、京东专营店、徽酒网、国泰君安证券研究

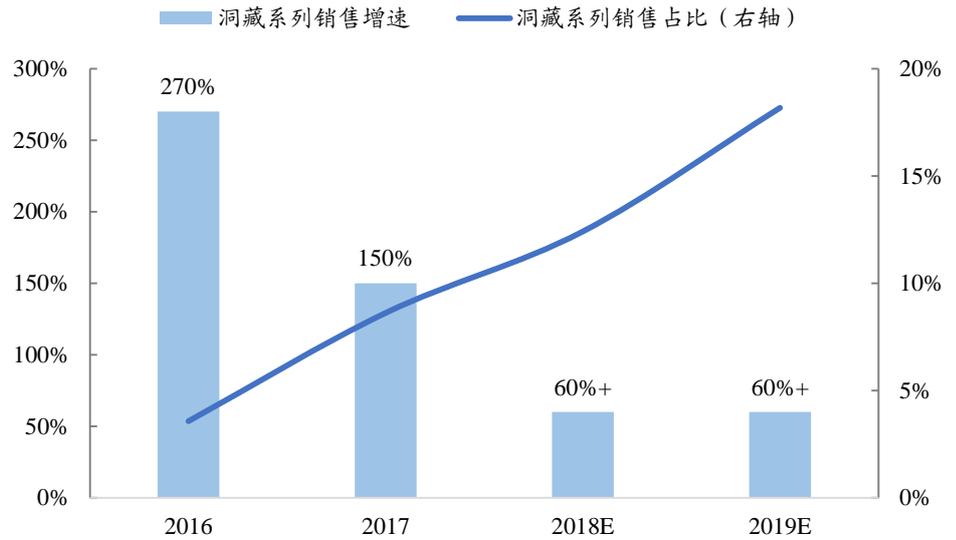
表 1: 洞藏系列荣获多次殊荣, 酒质获得市场高度认可

年份	奖项
2012	国宾酒荣获中国食品工业协会“2012年度中国白酒酒体设计奖”
2013	国宾酒荣获中国食品工业协会“2013年度中国白酒国家评委感官质量奖”
2013	52度国宾洞藏酒荣获中国酒业协会“中国名酒典型酒”称号
2015	生态洞藏 16 荣获中国食品工业协会“2015年度中国白酒酒体设计奖”
2016	迎驾贡酒荣获中国酒业最高荣誉“仪狄奖——环境友好奖”
2017	生态洞藏 6 荣获中国食品工业协会“2017年度中国白酒酒体设计奖”
2018	生态洞藏 16 获得中国酒业协会组织的白酒盲评 300-500 元价位第五名, 为徽酒唯一上榜品牌
2019	生态洞藏 30 荣获中国酒业协会“创新白酒大赛金奖”

数据来源: 招股说明书、公司官网、搜狐网、新浪财经、国泰君安证券研究

**成立洞藏销售公司主推洞藏系列, 引领结构升级。**目前公司已成立洞藏销售公司发力洞藏系列, 主推为洞藏 9、洞藏 16、洞藏 20, 产品全面升级中高端, 根据草根调研, 目前市场主销以洞藏 9、洞藏 16 为代表, 其中洞藏 16 主攻团购市场。随着公司聚焦资源、费用投入, 洞藏系列放量明显, 2016、2017 年分别实现 270%、150% 的高增长, 根据草根调研, 预计 2018、2019 年洞藏系列继续保持 60% 以上高增长。目前公司洞藏系列销售预计占 15-20%, 未来有望成为继续带动销售高增长的生力军。

图 3: 洞藏系列持续放量, 占比持续提升, 是拉动销售增长的生力军



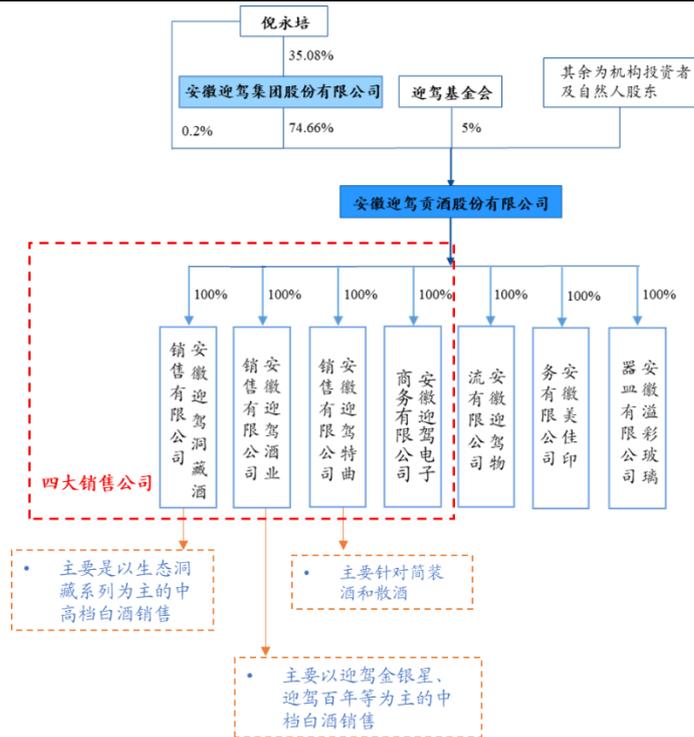
数据来源: 公司新闻、国泰君安证券研究

注: 2018、2019 年数据来源为草根调研

## 1.2. 调整组织结构优化机制, 体系化营销强化品牌建设

**成立四大销售公司, 打造扁平化销售架构, 民营体制机制灵活。**为配合品牌升级战略, 2017 年公司对营销组织架构进行了改革, 针对高档产品、中高档产品及电商产品组建了四个销售类公司: 1)、安徽迎驾洞藏酒销售有限公司, 主要是以生态洞藏系列为主的中高档白酒销售; 2)、安徽迎驾酒业销售有限公司, 主要是以迎驾金银星、迎驾百年等为主的中档白酒销售; 3)、安徽迎驾特曲销售有限公司, 主要针对简装酒和散酒; 4) 安徽迎驾电子商务有限公司。销售公司经理直接向公司总经理汇报, 通过扁平化销售模式, 适应渠道销售的碎片化和消费行为的多元化, 提高执行效率。同时, 迎驾民营机制背景经营更灵活, 能够更快速地适应多变的市场环境, 未来有望在激励机制、人员配置等方面持续优化。

图 4: 民营机制更具灵活性, 组织架构扁平化提升效率 (截至 2019 年三季度)



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

推行会员制销售, 紧抓核心消费者。针对主打中高端价格带的生态洞藏系列, 公司开展会员制销售模式, 抓住核心消费者, 同时建立会务品鉴营销模式, 通过“氛围营造、样品展示、现场品鉴、会后跟进”增强消费者对品牌认知度、认同感和记忆度。

体系化营销造势, 突出“生态洞藏”, 扩大品牌影响力。公司广告策略覆盖地方媒体、央视及新媒体等多个维度, 扩张推广辐射面。在会员制销售基础上, 公司围绕生态 IP 不断加强消费者互动, 进行事件营销、活动营销等, 策划了“寻找安徽搅蛋王”、“寻找品酒师”、“品生态迎驾, 倡绿色出行”等活动, 同时通过高端“中国生态白酒鉴赏荟”及“迎驾洞藏群星演唱会”提升洞藏品牌形象及价值。

图 5: 活动营销突出“生态洞藏”



数据来源: 安徽综艺频道公众号

图 6: 2019 年生态洞藏群星演唱会高邮站现场



数据来源: 公司官网

### 1.3. 复盘历史：产品结构升级助推盈利提升

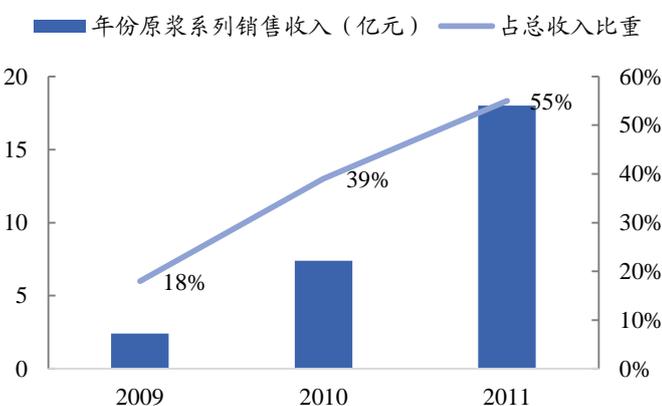
产品是品牌的实质载体，产品结构升级是酒企在调整期弯道超车的重要法宝之一。产品是品牌形象与品牌底蕴的直观体现，白酒品牌要落地在产品这一实质载体上，通过复盘白酒行业发展历史上的几轮产品结构升级，可以看得优化产品结构短期对于盈利能力有直接的改善，长期有助于品牌持续良好的发展。

#### 1.3.1. 古井贡酒：推出战略产品“年份原浆”，践行回归与振兴

早在 1989 年白酒行业初遇调整之时，古井贡酒即提出“降价降度”，进入 2000 年后探索多元化经营后逐步进入调整期，从 2007 年起开始回归白酒主业，在产品层面两大举措重新确立了古井以中高端价位为基础的品牌体系，实现了品牌价值的新提升：

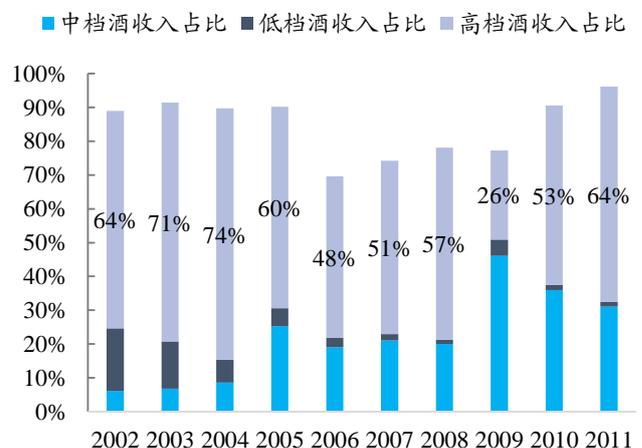
- 1) **梳理品牌体系，突破冗长品牌线的桎梏，整合经销商资源。** 时任总经理刘敏 2007 年底上任后首先大规模缩减产品数量，简化产品品种，消除处理非主流产品和低档产品，子品牌数目 2007 年之前 874 个，2008 年压缩到 200 多个，2009 年底压缩至 70 个。在此基础上整合经销商资源，将原来近 1000 家压缩至 400 多家，使单一经销商平均销售额得到提升。
- 2) **推出战略产品“年份原浆”，重塑名酒品牌价值，盈利出现向上拐点。** 在整合原有产品线基础上，2008 年推出战略性产品“古井贡酒 年份原浆”，产品主要有 5 年、8 年、16 年，覆盖 100-400 元价位带，重塑了中高端品牌体系。“年份原浆”推出后销售取得高速增长，2009-2011 年年份原浆销售收入 2.4 亿/同比+380%、7.4 亿/同比+200%、18+亿/同比+140%+，占总收入比重 18%、39%和 55%+，拉动公司收入重回双位数高增长。“年份原浆”发力带动公司产品结构持续优化，2010 年后高档酒占比持续提升，“年份原浆”系列毛利率超过 80%，销售结构优化带动毛利率、净利率快速提升，盈利出现向上拐点。

图 7：“年份原浆”推出后销售取得高速增长



数据来源：安徽省酒类流通商会、国泰君安证券研究

图 8：销售结构持续优化，2010 年起高档酒占比持续提升



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

**表 2: 2009 年起年份原浆拉动销售快速增长, 结构优化带动毛利率、净利率快速提升, 盈利出现向上拐点**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
毛利率	33%	32%	38%	61%	71%	74%	71%	70%	69%
毛利率增长 (pct)	-8.08	-0.32	6.15	22.34	10.34	2.82	-3.06	-1.13	-1.15
净利率	1%	3%	3%	10%	17%	17%	17%	14%	13%
净利率增长 (pct)	0.31	1.74	-0.32	7.94	-6.26	-0.43	-0.17	-3.71	-0.74
营业收入增速	47%	25%	15%	-8%	40%	76%	27%	9%	2%
归母净利润增速	162%	154%	2%	318%	124%	81%	28%	-14%	-4%

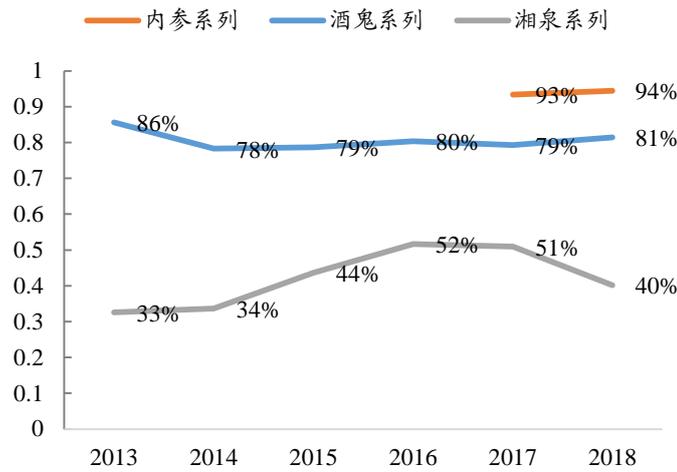
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

### 1.3.2. 酒鬼酒: 2004 年推出内参, 坚持三高精品战略之路

酒鬼酒内参酒在 2004 年开发定名, 上市后销售表现突出, 酒鬼酒顺势开启品牌整合, 产品结构不断优化。公司坚持“高品质、高附加值、高价位”三高精品战略, 确立“品质为先、中高档为主”的品牌原则, 将原有 200 多个品牌整合到 50 多个, 形成了以内参系列 (高端)、酒鬼系列 (次高端)、湘泉系列 (中端) 为主的阶梯式产品体系。2008 年在强化酒鬼酒、内参酒终端推力的基础上, 高调推出洞藏文化酒, 进一步提升独特的馥郁香型及公司品牌的影响力。

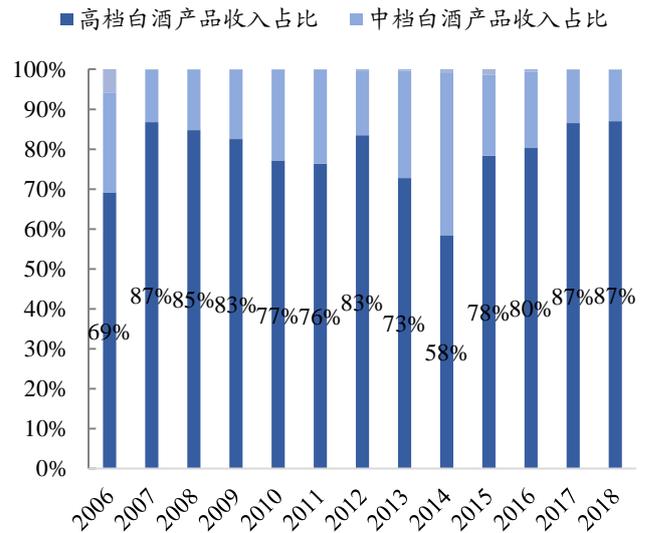
从收入结构看, 酒鬼酒高档白酒收入占比 2007 年起提升至 87%, 2007-2009 年高档白酒收入占比均保持在 80% 以上, 内参、酒鬼系列毛利率较高且更稳定, 其中内参系列毛利率超过 93%, 酒鬼系列毛利率超过 80%, 随着高端化战略持续推进, 产品结构优化驱动毛利率大幅提升, 2007 年毛利率同比+26pct 至 76%, 随后毛利率水平基本保持在 75% 以上。品牌形象提升、产品结构升级、营销团队优化多重推力下, 2008-2012 年公司收入录得远超行业平均水平的高增长, 利润弹性持续释放 (2008 年归母净利润下滑主要系销售费用同比大幅增长 259%)。

图 9: 内参、酒鬼系列毛利率较高且更稳定



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 10: 公司产品结构持续优化



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

表 3: 随着产品结构优化, 2007 年起促进毛利率基本保持在 75% 以上, 收入增速远超行业, 利润弹性凸显

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
毛利率	62%	41%	50%	76%	75%	78%	74%	75%	78%	71%
毛利率增长 (pct)	3.60	-20.74	8.38	26.70	-0.99	2.88	-4.31	0.61	3.83	-7.25
净利率	2%	-78%	-115%	30%	13%	16%	14%	20%	30%	-6%
净利率增长 (pct)	28.92	-80.07	-36.48	144.31	-16.96	-3.37	-1.91	-5.97	-9.91	-35.61
营业收入增速	38%	-26%	-19%	4%	54%	12%	54%	72%	72%	-59%
归母净利润增速	106%	-982%	20%	127%	-34%	42%	36%	143%	157%	-107%

数据来源: Wind、国泰君安证券研究

### 1.3.3. 舍得酒业: 从“民酒”到“名酒”, 转战中高端

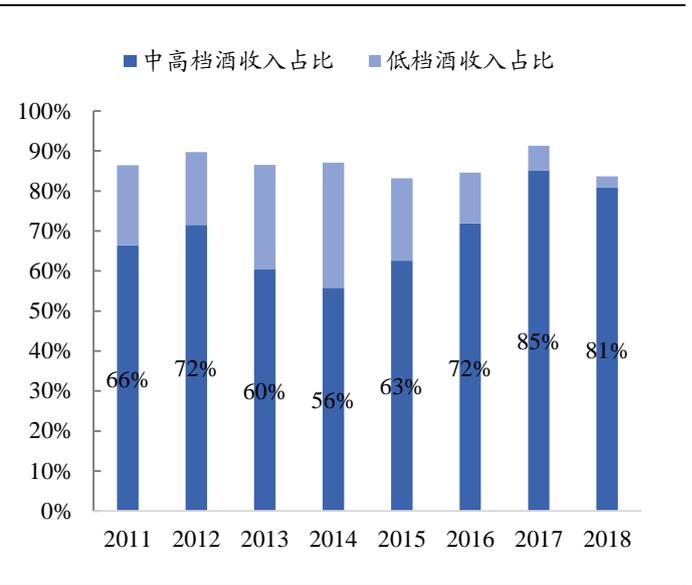
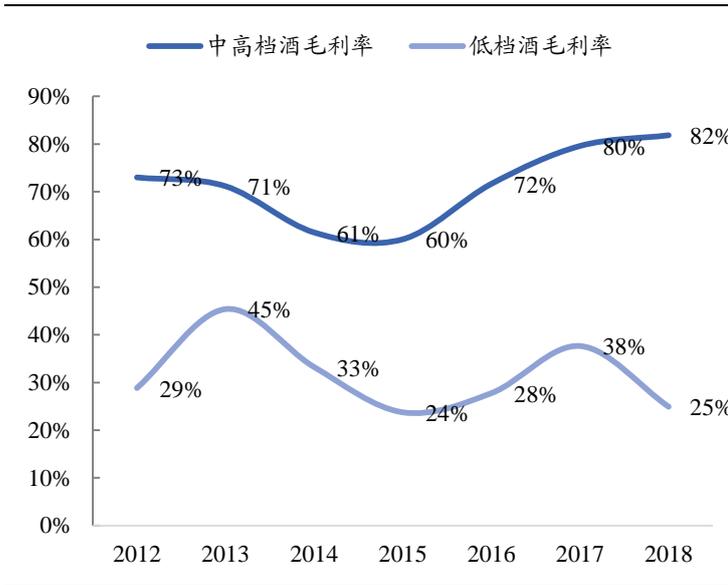
公司早期产品以沱牌为主, 在 20 世纪 80 年代末以“民众价格战略”快速拓展农村市场, 但对盈利能力较强的高档白酒市场布局不足导致公司销售与盈利下滑, 2003 年起公司进入产品结构调整期, 重点打造高档品牌舍得系列, 同时制定市场逐步拓展计划, 有步骤地培养几个不同档次的品牌, 集中发力舍得系列、沱牌金酒、金沱牌和珍品沱牌等中高档品牌, 2010 年形成了舍得+沱牌双品牌战略。

2011 年、2012 年中高档白酒收入占比分别为 66%、72%, 随着中高档白酒收入逐步放量, 2010-2012 年公司收入、利润快速增长, 销售质量明显提升。随着产品结构优化, 从 2007 年公司毛利率稳步提升, 2012 年毛利率由过去的 40% 左右水平提升至 60%, 净利率提升至历史高位 19%,

盈利能力改善显著。

图 11: 中高档白酒毛利率稳步提升

图 12: 2011、2012 年中高档白酒产品持续提升



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

表 4: 中高档白酒占比提升带动盈利能力改善, 销售质量提升明显

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
毛利率	28%	32%	41%	50%	46%	44%	54%	60%	60%	51%
毛利率增长 (pct)	-1.59	4.25	9.15	8.35	-3.59	-1.94	9.51	6.72	0.08	-9.75
净利率	2%	2%	5%	5%	7%	9%	15%	19%	1%	1%
净利率增长 (pct)	0.14	0.46	2.27	0.17	2.67	1.11	6.84	3.50	-18.05	0.10
毛利率增长 (pct)	-1.59	4.25	9.15	8.35	-3.59	-1.94	9.51	6.72	0.08	-9.75
营业收入增速	1%	8%	3%	-3%	-17%	24%	42%	54%	-28%	2%
归母净利润增速	7%	36%	107%	0%	30%	42%	155%	89%	-97%	14%

数据来源: Wind、国泰君安证券研究

#### 1.4. 洞藏引领产品升级换挡, 释放盈利弹性

提价彰显升级信心。2017 年来洞藏系列多次较大幅度提价, 同时带动大单品迎驾之星系列提价, 展现出公司发力中高档白酒的信心与决心。2019 年 7 月 1 日公司生态洞藏系列全面提价, 提价幅度为 5-95 元/瓶, 其中生态洞 6、洞 9、洞 16 三款产品有 5-20 元的小幅提升, 而锁定 600-800 元价格带次高端产品生态洞 20、洞 30 提价幅度较大, 其中洞 30 提价

95 元/瓶。

**表 5: 核心产品多次提价, 彰显品牌战略决心**

时间	提价产品	提价措施
2017.5	生态洞藏 16	终端供货价格上调 20 元/瓶, 42 度终端零售价由 358/瓶调整为 398 元/瓶, 52 度终端零售价由 398 元/瓶调整为 428 元/瓶
	生态洞藏 6	终端供货价格上调 5 元/瓶, 终端零售价没有变化, 42 度终端零售价 198 元/瓶, 52 度终端零售价 218 元/瓶
2018.1	生态洞藏 9	终端供货价格上调 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	终端供货价格上调 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
	迎驾金星	终端零售价上调 30 元/箱, 1X4 零售价不低于 90 元/瓶、350 元/箱
2018.6	迎驾银星	终端零售价上调 20 元/箱, 1X4 零售价不低于 70 元/瓶、260 元/箱
	生态洞藏 6	终端零售价上调 10-20 元/瓶, 1X4 零售价不低于 135 元/瓶、520 元/箱
	生态洞藏 9	终端零售价上调 10-20 元/瓶, 1X4 零售价不低于 230 元/瓶、880 元/箱
	生态洞藏 16	终端零售价上调 10-20 元/瓶, 1X4 零售价不低于 335 元/瓶、1280 元/箱
2019.7	生态洞藏 6	
	生态洞藏 9	5-20 元小幅提升
	生态洞藏 16	
	生态洞藏 20	
	生态洞藏 30	提价幅度较大, 其中洞 30 提价 95 元/瓶

数据来源: 公司公告、公司新闻、国泰君安证券研究

**产品结构优化, 带动毛利率上升。**随着洞藏系列营收快速增长, 公司产品升级趋势明显, 产品实现升级换挡, 2019 年中高档白酒占收入比重提升 2pct 至 63.3%, 其中洞藏系列预计占比 15-20%, 未来洞藏系列放量有望带动公司中高档产品占比持续提升, 结构优化空间大。公司中高档白酒毛利率达到 70% 以上, 远高于普通白酒的 50% 左右, 产品结构升级显著改善公司毛利率, 加上公司毛利率对比其他上市酒企仍有提升空间, 预计未来业绩弹性有望逐步释放。

**图 13: 公司中高档白酒占比持续提升, 结构升级趋势明显**

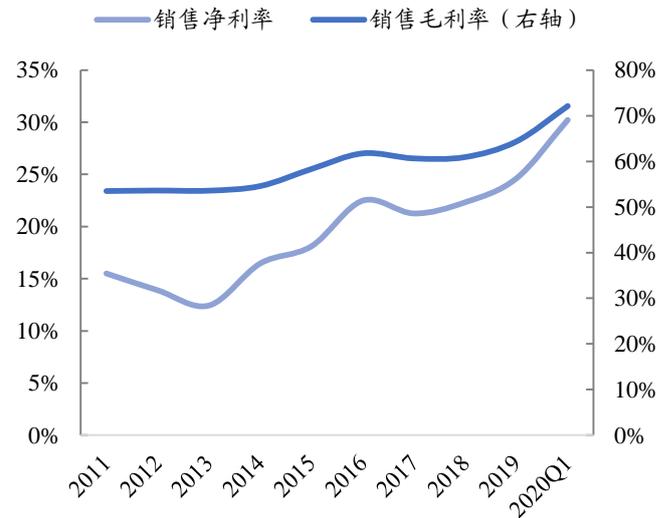
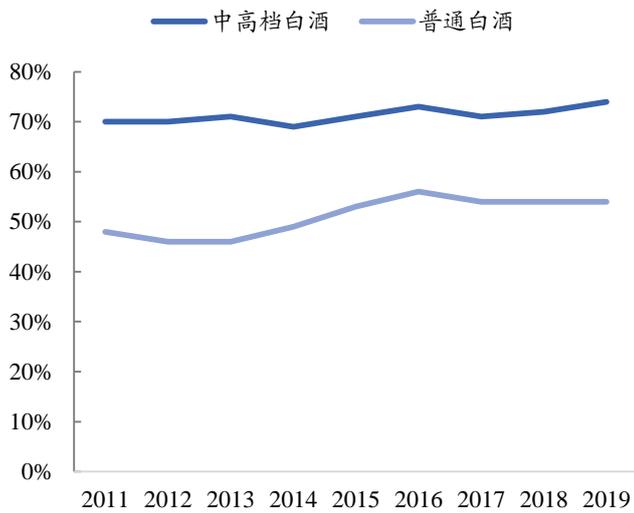


● **中高档白酒:**  
生态洞藏系列、迎驾金星系列、迎驾银星系列

● **普通白酒:**  
百年迎驾贡系列、迎驾古坊系列、迎驾糟坊系列

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 14: 中高档白酒毛利率 70%以上, 普通白酒为 50%左右 图 15: 产品结构升级带动盈利能力提升



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

**产品结构升级, 持续释放利润弹性。**随着洞藏系列销售占比持续提升, 产品结构优化带动毛利率稳步提升, 洞藏系列对利润贡献愈发明显。我们对洞藏系列不同销售增速对公司营收、净利增速的影响做了敏感性测试, 洞藏系列销售增速每提升 5%, 公司营业收入增速将提升 0.9pct, 净利润增速将提升 1.3pct 左右, 产品结构升级持续释放利润弹性。

表 6: 洞藏系列贡献收入增长加速度, 产品结构升级持续释放利润弹性

洞藏系列销售增速对迎驾收入、净利润影响的敏感性分析

洞藏系列销售增速	35%	40%	45%	50%	55%
洞藏系列销售占比	24.4%	24.8%	25.5%	26.1%	26.8%
营业收入增速	7.8%	8.7%	9.6%	10.5%	11.4%

净利润增速                      14.6%                      15.9%                      17.3%                      18.6%                      20.0%

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

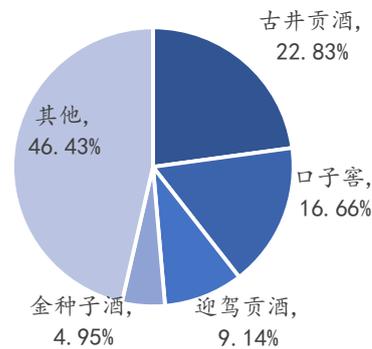
## 2. 竞争格局：省内空间大，主力市场正处上升期

### 2.1. 整体来看：安徽省白酒规模大、竞争激烈、价格带密度高

安徽白酒产销大省，预计市场规模约 250 亿元。2018 年安徽白酒产量达到 43.13 万吨，在全国 31 个省市中排名第五。根据 2018 年全国规模以上白酒销售收入 5363.8 亿元，全国人口 13.95 亿人，人均白酒消费 385 元左右，根据安徽省常住人口 6323 万人，预计安徽省白酒规模约 250 亿元。

徽酒市场竞争激烈。安徽省内白酒上市及非上市企业众多，主要覆盖次高端、中档和低档酒，价格带覆盖密集。具体来看，古井贡酒和口子窖掌控了 120 元以上的中高端价格带，并与迎驾贡酒瓜分 80-120 元的市场，高炉家酒、宣酒等品牌则在 80 元以下的价格带竞争。预计 2018 年古井贡酒省内市占率达到 22.83%，位居龙头地位，口子窖省内市占率约 16.66%，迎驾贡酒省内市占率约 9.14%

图 16：安徽省内竞争格局



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

表 7：安徽省内白酒企业竞争激烈

品牌	是否上市	产地	营业收入 (2019 年, 亿元)	主要竞争产品	主销区域
古井贡酒	是	亳州市	104.17	年份原浆献礼版 (119 元)、古 5 (195 元)、古 8 (399 元)、古 16 (578 元)	安徽、河南、江苏、湖北
口子窖	是	淮北市	46.72	5 年型 (148 元)、6 年型 (128 元)、10 年型 (388 元)、小池窖特酿 (228 元)	安徽、江苏、山东、河南
迎驾贡酒	是	六安市	37.77	银星 (75 元)、金星 (100 元)、洞藏 9 (288 元)、洞藏 16 (389 元)	安徽、江苏、上海
金种子酒	是	阜阳市	9.14	柔和 (85 元)、徽蕴 6 (92 元)	安徽
宣酒	否	宣城市	4.7 (2018)	小窖酿造 (88 元)	安徽
双轮集团	否	亳州市	10 (2018)	高炉家酒普家白酒 (88 元)、高炉家酒	安徽

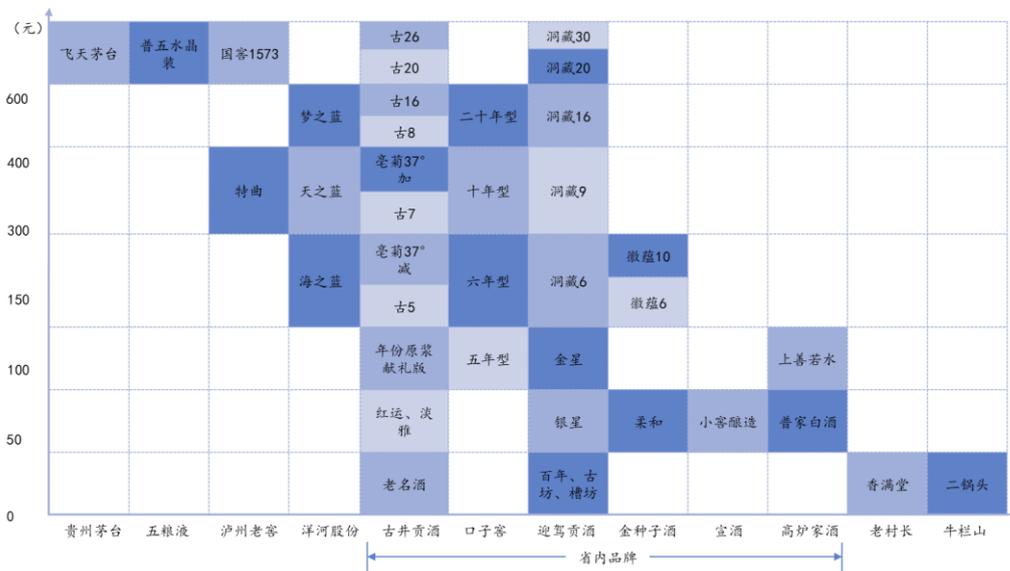
上善若水 10 (168 元)

文王贡酒	2017 年被上市酒企老白干酒收购	阜阳市	2.54 (2018)	正一品系列 (60-68 元)、专家级系列 (98-318 元)、经典系列 (228-428 元)	安徽
临水集团	否	六安市	2 (2018)	临水六年坛 (85 元)、八年坛 (98 元)	安徽

数据来源: Wind、各公司公告、京东商城、各公司官网、酒业家、国泰君安证券研究

**徽酒价格带密度高。**从产品价格带分布来看，徽酒在 50-150 元的中档价格带表现最为活跃，产品众多，密集覆盖，省外品牌难以进入。150-600 元的次高端价格带的主力品牌则包括古井贡酒、口子窖和省外品牌洋河股份、五粮液低度酒，迎驾近年来依靠洞藏系列成功切入该价格带，600 元以上的高端酒市场和 50 元以下的低档酒市场则主要被外来品牌把控。

图 17: 迎驾布局重点发力中高档洞藏系列，积极参与 200-300 元价位带竞争



数据来源: 天猫旗舰店、国泰君安证券研究

## 2.2. 分价位带来看：洞藏系列在 200-300 竞争优势逐步凸显

**积极参与 200-400 元价位带竞争，经销商信心足。**生态洞藏系列目前主推洞 6、洞 9、洞 16，覆盖 200-400 元价格带，徽酒在 200-400 元价位带主打产品不多，竞争对手主要以古井的古 5、古 8 和口子窖的六年、十年为主，其他酒企产品还在培育过程中。目前古井、口子窖等高端化升级战略明确，发力重心聚焦高价位产品，例如古井重点发力打造古 20，价格带上移后为 200-400 元留下发展空间。洞藏系列产品体系较新，目前能够实现顺价销售，根据草根调研情况，不考虑返点情况下，洞 6 渠道毛利 13%左右，洞 9 渠道毛利 16%左右，洞 16 渠道毛利 19-20%左右，与竞争对手相比，顺价销售加上返点利润丰厚，很大程度上强化了经销商的信心。

表 8: 洞藏系列能够实现顺价销售，渠道利润丰厚

	出厂价 (元/瓶)	终端价 (元/瓶)	渠道毛利 (不考虑返点)
洞 6	96	110	13%
洞 9	155	185	16%

洞 16

235

290

19%-20%

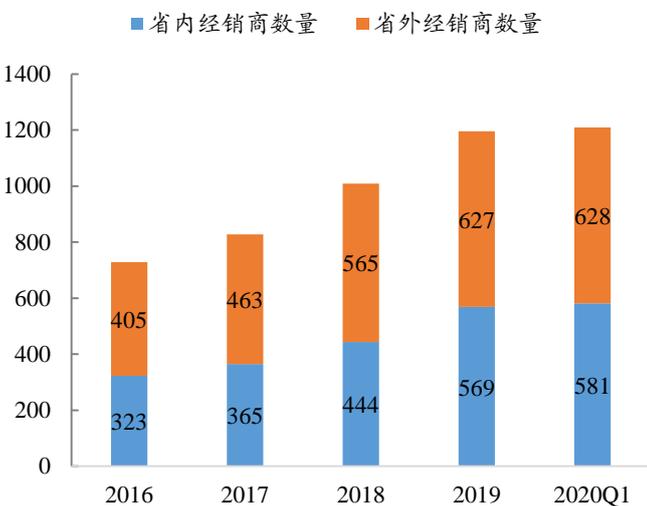
数据来源：草根调研、国泰君安证券研究

### 2.3. 分区域来看：省内深化处于明显上升期，省外继续扩张

从区域到全国，从市级到乡镇，全面布局，精耕细作。公司将全国市场划分为安徽、江苏、山东、浙江、湖北、江西、河北、河南、华南九大销售区域，按区域设立营销中心，为区域性白酒向全国性名酒转变奠定基础。同时为实现安徽等核心市场渠道下沉目标，公司在销售上又进行组织区隔，成立基础事业部专门针对乡镇市场，在安徽等核心市场推进组织下沉。根据公司强化生态品类战略，未来在执行运营层面将逐步细化，预计将升级销售任务目标逐步分解、客户分级管理、强化激励手段等精细化运营方式。

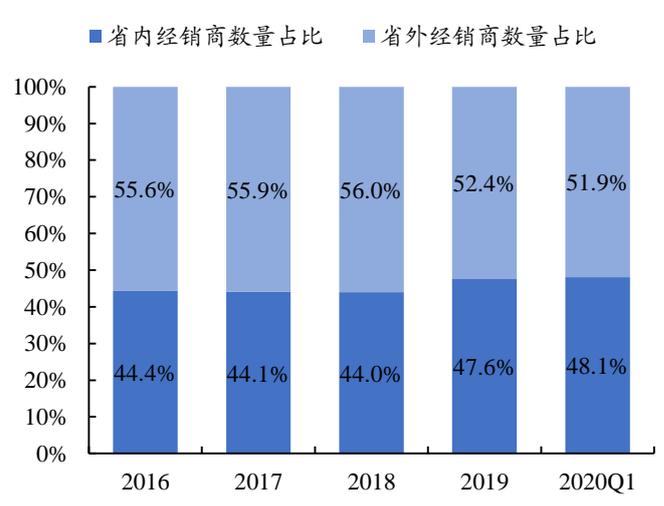
省内外经销商持续扩容，渠道持续优化。公司近年来省内省外经销商同步扩容，目前省内外经销商占比接近。经销商采用分品项、分区域运营，同时考虑区域消费价位带与经销商自身实力进行产品匹配。战略产品洞藏系列在独立运行销售公司的基础上，省内外经销商洗牌换血，省外拓展过程中与百川、金兴源等区域大商合作，不断深入当地市场，同时做到区域渠道深耕，截止 2020 年一季度末，省内经销商达到 587 个/占比 48.1%、省外 628 个/51.9%，渠道建设与拓展效果显著。

图 18：省内省外经销商持续扩容



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 19：省内外经销商占比接近，渠道建设与区域拓展显著



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

省内仍有较大发展空间，合肥等重点市场处于明显上升期。梳理安徽省内白酒销售前十大市场，迎驾在主战场六安以及淮北、铜陵等市场均有不错表现，目前省内仍有众多市场待开发，发展空间较大。近年来随着公司持续主推生态洞藏系列，合肥等重点市场处于明显上升期，根据草根调研，预计 2019 年洞藏系列在合肥市场同比增长 30%+。

表 9：安徽省内白酒销售前十大市场中，迎驾仍有较大发展空间

城市	市场规模(亿元)	销售额居前列的品牌
合肥	25	古井、口子、洋河
芜湖	10	古井、口子、洋河
蚌埠	10	古井、口子
淮南	6	古井、口子、宣酒
淮北	10	口子、古井、迎驾
铜陵	6	口子、古井、迎驾
安庆	10	古井、口子、金种子
阜阳	15	古井、金种子
六安	14	迎驾、古井、口子
池州	8	古井、口子

数据来源：产业信息网、国泰君安证券研究

### 3. 投资建议

**投资建议：**终端动销恢复超预期，洞藏发力贡献业绩弹性，估值修复空间较大，上调 2020-2022 年 EPS 至 1.18 (+0.09)、1.45 (+0.20)、1.67 (+0.26)，维持目标价 27 元，对应 2020 年 23XPE。

### 4. 风险提示

#### 1、新冠疫情影响白酒消费

白酒具有明显社交属性，受新冠疫情影响下白酒消费可能会低于预期。

#### 2、行业竞争加剧

白酒行业竞争激烈，竞争对手发力可能会对公司的销售带来压力，或市场费用投入可能会影响企业阶段性盈利能力。

#### 3、省外拓展不及预期

不同区域白酒消费偏好、品牌偏好等差异较大，如果在跨省发展的过程中不符合省外消费者的偏好或者销售手段不合适，可能会导致省外扩张不及预期。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

#### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		