

食品饮料

2023年04月04日

迎驾贡酒 (603198)

——洞藏放量，乘势而上

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据：2023年04月03日

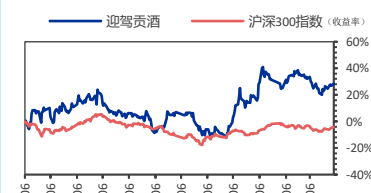
收盘价(元)	67.5
一年内最高/最低(元)	74.48/44.89
市净率	8.4
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	54000
上证指数/深证成指	3296.40/11889.42

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2022年09月30日

每股净资产(元)	8.04
资产负债率%	27.26
总股本/流通A股(百万)	800/800
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

周缘 A0230519090004
zhouyuan@swsresearch.com
吕昌 A0230516010001
lvchang@swsresearch.com

研究支持

任钰泉 A0230122070002
renyx@swsresearch.com

联系人

任钰泉
(8621)23297818x
renyx@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **行业：预计徽酒 2025 年规模约 500 亿，次高端增速最快。1) 空间：**徽酒主要靠价增驱动，安徽经济发展是核心，预计政府主导的新兴产业投资驱动经济保持较高速增长。区域白酒规模提升的关键在于消费升级，人均可支配收入是区域白酒主流价格带提升关键，每提升 1 万元对应白酒主流价格带提升约 100 元。安徽新一轮的消费升级有望将白酒主流价格带提升至 400 元以上，预计徽酒 2021-2025 年白酒吨价 CAGR 为 15%。考虑到安徽人口数量较稳定，白酒人均消费量长期呈下降趋势，预计安徽白酒规模从 2021 年 298 亿元提升至 2025 年 503 亿元，CAGR 为 14%，其中 300-800 元价格带收入规模从 2021 年 37.5 亿提升至 2025 年 101 亿，CAGR 为 28%。**2) 格局：**复盘徽酒发展，每轮主流价格带提升均可能导致格局变化。格局变化的本质原因是消费升级，但并非产品提前卡位更高价格带即可实现份额的提升，产品迭代及适配的品牌定位、渠道模式、营销手法均是竞争的关键，而正确的战略及优秀的管理层、机制是胜出的前提。
- **公司：产品持续升级，渠道利润丰厚。**2015 年后徽酒面临新一轮主流价格带提升，产品迭代窗口下迎驾贡推出洞藏系列成功升级，成功背后实质上是源于优秀且稳定的管理层、产品的正确定位、丰厚的渠道利润等竞争优势。
- **盈利预测：预计公司 2025 年收入/归母净利润为 106/35 亿元，2022-2025 年 CAGR 为 24%/26%。**产品维度，洞藏系列未来发展路径，可对标古井年份原浆系列、洋河蓝色经典系列培育周期，预计 2025 年洞 16 及以上产品收入占比提升至 15%，洞 6+洞 9 收入占比提升至 50%。预计 2022-2025 年洞藏系列收入 CAGR 约 40%，中高档白酒收入 CAGR 约 30%，普通白酒收入 CAGR 约 6%。区域维度，迎驾贡省内竞争力较强，洞藏势能强劲，预计 2025 年省内市占率提升至 13%，省内收入占比维持在 63.5%。中性假设下，预计公司 2025 年收入约 106 亿元，2022-2025 年 CAGR 为 24%。随着洞 6、洞 9 放量，洞 16 及以上产品重点培育，产品结构继续提升，预计公司 2025 年毛利率提升至约 73%，销售费用率提升至约 10%，管理费用率维持在 4%左右，净利率提升至 33-34%。预计公司 2025 年归母净利润为 35.48 亿元，2022-2025 年 CAGR 为 26%。
- **估值：2024 年市值空间 737 亿，首次覆盖给予“买入”评级。**预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 17.77、22.56、28.6 亿元，同比增长 28.6%、26.9%、26.7%，当前股价对应 2022-2024 年 PE 分别为 30x、24x、19x。采用 PE 估值，可比公司 2024 年 PE 均值为 26，给与公司 2024 年 26 倍 PE，对应目标市值 737 亿，首次覆盖给予“买入”评级。
- **股价表现的催化剂：**安徽经济发展超预期；核心单品增速超预期；净利润增速超预期。
- **核心假设风险：**经济下行影响白酒需求；疫情反复可能导致白酒消费场景缺失；食品安全事件。

财务数据及盈利预测

	2021	22Q1-Q 3	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	4,577	3,892	5,566	7,020	8,740
同比增长率(%)	32.6	21.4	21.6	26.1	24.5
归母净利润(百万元)	1,382	1,203	1,777	2,256	2,860
同比增长率(%)	45.0	24.9	28.6	26.9	26.7
每股收益(元/股)	1.73	1.50	2.22	2.82	3.57
毛利率(%)	67.5	68.6	68.9	70.1	72.1
ROE(%)
市盈率	39		30	24	19

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 17.77、22.56、28.6 亿元，同比增长 28.6%、26.9%、26.7%，当前股价对应 2022-2024 年 PE 分别为 30x、24x、19x。我们采用 PE 估值，可比公司 2024 年 PE 均值为 26，给与公司 2024 年 26 倍 PE，对应目标市值 737 亿，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设点

假设 2021-2025 年安徽人口 CAGR 为 0.1%，人均消费量 CAGR 为 -1%。假设 2021-2025 年安徽白酒吨价 CAGR 为 15%。假设 2025 年安徽白酒 300-800 元占比 20%。乐观/中性/悲观情况下假设 2025 年迎驾贡省内市占率为 17%/13%/9%，乐观/中性/悲观情况下假设迎驾贡省内收入占比为 60%/63.5%/67%，假设公司其他收入不变。假设公司 2025 年毛利率提升至 73-74%，销售费用率提升至约 10%，管理费用率维持在 4%左右，税率、研发费用率、财务费用率维持稳定，则 2025 年净利率约 33-34%。

有别于大众的认识

市场对安徽白酒行业空间测算不够清晰，对次高端价格带增速认知不足。参考苏酒、徽酒发展，区域白酒规模提升的关键在于消费升级，人均可支配收入是区域白酒主流价格带提升关键。安徽新一轮的消费升级有望将白酒主流价格带提升至 400 元以上，预计徽酒 2021-2025 年白酒吨价 CAGR 为 15%，预计安徽白酒规模从 2021 年 298 亿元提升至 2025 年 503 亿元，CAGR 为 14%，其中 300-800 元价格带收入规模从 2021 年 37.5 亿提升至 2025 年 101 亿，CAGR 为 28%。

市场对徽酒格局变化的本质及周期认知不足。复盘徽酒发展，每轮主流价格带提升均可能导致格局变化。格局变化的本质原因是消费升级，但并非产品提前卡位更高价格带即可实现份额的提升，产品迭代及适配的品牌定位、渠道模式、营销手法均是竞争的关键，而正确的战略及优秀的管理层、机制是胜出的前提。当前徽酒向 400 元以上升级，格局将再度发生较大变化，迎驾贡洞藏势能强劲，洞 6+洞 9 基本盘稳健增长，洞 16 及以上重点培育，公司将乘势而上，市占率有望提高。

市场对公司产品培育周期、势能认知不足。洞藏系列未来发展路径，可对标古井年份原浆系列、洋河蓝色经典系列培育周期，预计 2025 年洞 16 及以上产品收入占比提升至 15%，洞 6+洞 9 收入占比提升至 50%。预计 2021-2025 年洞藏系列收入 CAGR 约 40%。预计公司 2025 年收入约 106 亿元，2022-2025 年 CAGR 为 24%。随着洞 6、洞 9 放量，洞 16 及以上产品重点培育，产品结构继续提升，预计公司 2025 年毛利率提升至 73-74%，净利率提升至约 33-34%，归母净利润为 35.48 亿元。

股价表现的催化剂

安徽经济发展超预期；核心单品增速超预期；净利润增速超预期。

核心假设风险

经济下行影响白酒需求；疫情反复可能导致白酒消费场景缺失；食品安全事件。

目录

1. 行业：徽酒扩容，持续升级	6
1.1 徽酒主要靠价增驱动，安徽经济发展是核心.....	6
1.2 复盘徽酒发展，每轮主流价格带提升均可能导致格局变化.....	7
1.3 预计徽酒 2025 年规模约 500 亿，次高端增速最快.....	12
2. 公司：产品持续升级，渠道利润丰厚	15
2.1 公司曾为徽酒前二，调整期下滑后再次腾飞.....	15
2.2 产品结构升级趋势强劲，洞藏错位竞争.....	18
2.3 渠道利润丰厚，渠道强推力助力产品升级放量.....	19
3. 盈利预测与估值：预计 25 年收入约 106 亿，净利润 35 亿， 给予买入评级	21
3.1 产品维度，洞藏持续升级放量，中性假设下预计 25 年收入约 106 亿.....	21
3.2 区域维度，预计省内市占率持续提升，中性假设下预计 25 年收入约 106 亿.....	24
3.3 预计公司 2025 年归母净利润 35 亿元，给予买入评级.....	25

图表目录

图 1: 安徽白酒产量.....	6
图 2: 安徽白酒吨价.....	6
图 3: 安徽常住人口数量 (万人)	6
图 4: 安徽白酒人均消费量 (kg)	6
图 5: 安徽人均 GDP (元)	7
图 6: 安徽城镇居民人均可支配收入 (元)	7
图 7: 安徽白酒企业区域分布.....	7
图 8: 安徽各区域 2021 年白酒销售收入 (亿元)	7
图 9: 徽酒省内收入市占率变化	7
图 10: 徽酒 2021 年省内收入市占率	7
图 11: 徽酒主要公司 2000-2004 年收入 (亿元)	8
图 12: 徽酒主要公司 2005-2011 年收入 (亿元)	9
图 13: 徽酒主要公司 2012-2016 年收入 (亿元)	9
图 14: 徽酒主要公司 2017-2021 年收入 (亿元)	10
图 15: 古井贡、口子窖、迎驾贡主要单品推出时间及终端价 (元)	11
图 16: 安徽 GDP 增长拉动归因: 第三产业贡献提升.....	12
图 17: 安徽战略性新兴产业产值增速及占比均提升	12
图 18: 安徽、江苏白酒规模及增速.....	13
图 19: 安徽、江苏固定资产投资完成额及增速	13
图 20: 安徽、江苏 GDP 及增速	13
图 21: 安徽、江苏人均可支配收入及白酒主流价格带变化.....	14
图 22: 徽酒 2021 年分价格带收入占比: 300-800 元占 12%.....	15
图 23: 苏酒 2021 年分价格带收入占比: 300-800 元占 25%.....	15
图 24: 迎驾贡酒营业收入及归母净利润变化.....	16
图 25: 迎驾贡酒股权穿透图	17
图 26: 迎驾贡酒主要产品 2022 年收入占比.....	18
图 27: 销售人员数量 (人): 迎驾贡酒稳步增长.....	19
图 28: 销售人员占比: 迎驾贡酒持续增长	19
图: 前五大经销商收入占比: 迎驾较低	

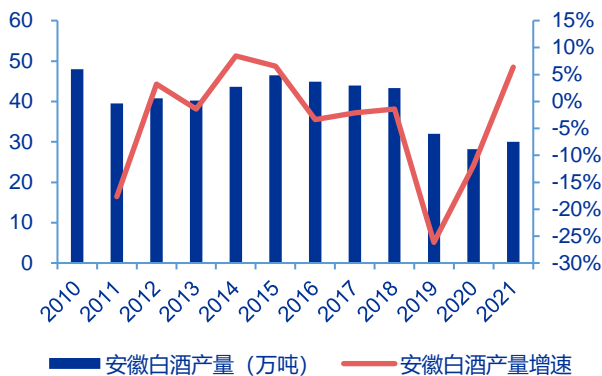
图 30: 古井贡产品收入占比变化	21
图 31: 洋河产品收入占比变化.....	21
图 32: 洞藏收入占比预测.....	22
图 33: 迎驾贡酒分产品收入及增速.....	23
图 34: 迎驾贡酒产品结构.....	23
图 35: 洞藏系列收入及增速	23
图 36: 苏酒省内市占率.....	24
图 37: 迎驾贡酒省内收入占比.....	24
表 1: 徽酒消费趋势及渠道营销模式变化: 渠道营销模式需顺应消费趋势变化, 未来趋势是扁平化、精细化	11
表 2: 徽酒格局变化关键节点主要公司战略成效、机制及管理对比	11
表 3: 安徽白酒行业空间测算.....	14
表 4: 迎驾贡酒发展历史.....	16
表 5: 迎驾贡酒核心高管.....	17
表 6: 迎驾贡酒定位生态酒	18
表 7: 徽酒价格体系对比: 洞藏系列全价格带布局但错位竞争	18
表 8: 迎驾贡酒渠道及营销策略变化: 逐步提升管理精细度.....	19
表 9: 徽酒渠道模式差异.....	20
表 10: 主要单品终端利润率: 洞藏显著较高.....	21
表 11: 迎驾贡提价时间表.....	21
表 12: 迎驾贡酒分产品收入预测表.....	23
表 13: 迎驾贡酒收入预测 (从市占率及省内收入占比角度预测)	25
表 14: 迎驾贡酒净利率预测表.....	26
表 15: 徽酒销售费用率拆分: 主要项目占营业总收入比例	26
表 16: 徽酒管理费用率拆分: 主要项目占营业总收入比例	26
表 17: 可比公司估值表	27

1. 行业：徽酒扩容，持续升级

1.1 徽酒主要靠价增驱动，安徽经济发展是核心

徽酒产量增速放缓，历年吨价增速则大多在 10% 以上，价增是规模增长的主因。安徽白酒产量长期在 30-40 万吨波动，近年来产量缩减，增速下降到 5% 以下。若假设安徽白酒销量与产量一致计算安徽白酒吨价，剔除 2020 年疫情影响，则 2016 年以来，安徽白酒吨价增速均在 10% 以上，是徽酒规模增长的主要原因。

图 1：安徽白酒产量



资料来源：wind，申万宏源研究

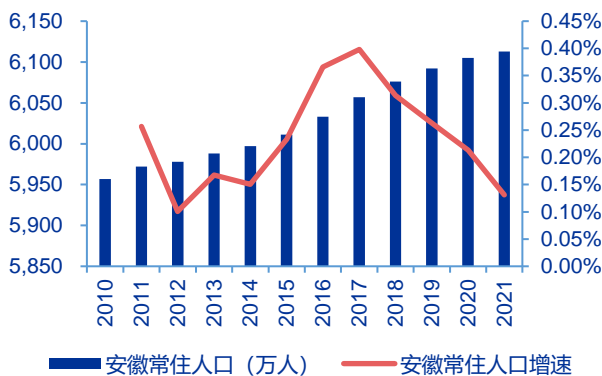
图 2：安徽白酒吨价



资料来源：wind，申万宏源研究（注：吨价计算过程中，假设销量与产量一致。）

徽酒吨价增速较快，源于安徽过去快速的经济增长。从量增驱动因素来看，近年来安徽常住人口数量稳定，增速在 0.1-0.3%，人均消费量在 2019 年下降后也保持稳定。从价增驱动因素来看，剔除 2020 年疫情影响，则 2016 年以来安徽人均 GDP 增速大多在 10% 以上，而安徽城镇居民人均可支配收入增速大多在 8% 以上，与安徽白酒吨价增速一致，经济发展是价增的主因。

图 3：安徽常住人口数量（万人）

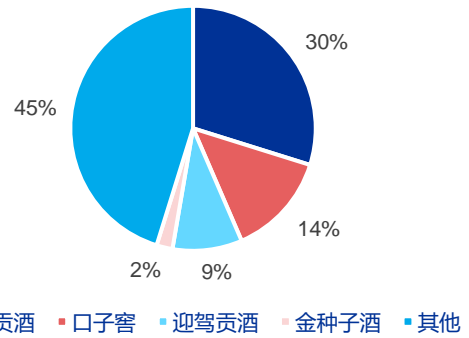
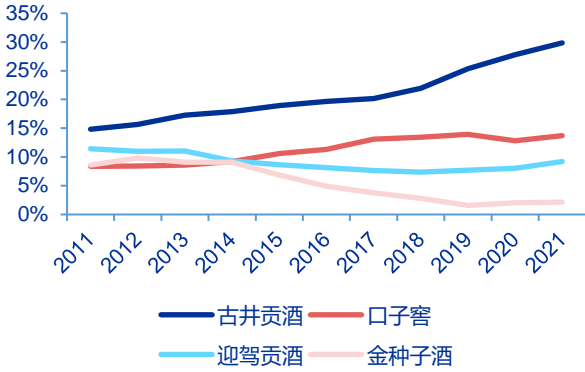


资料来源：wind，申万宏源研究

图 4：安徽白酒人均消费量（kg）



资料来源：wind，申万宏源研究（注：假设销量与产量一致。）



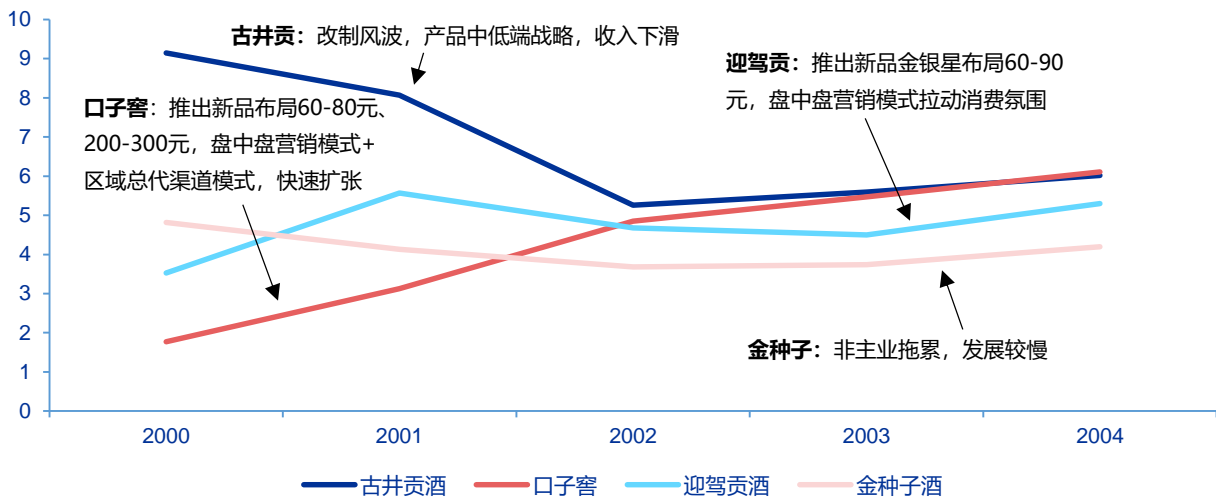
资料来源：公司公告，微酒，申万宏源研究（注：安徽白酒规模为估算数据。古井贡假设省内收入占比 67%。金种子酒假设省内收入为全国白酒收入*85%。）

资料来源：公司公告，微酒，申万宏源研究（注：安徽白酒规模为估算数据。古井贡假设省内收入占比 67%。金种子酒假设省内收入为全国白酒收入*85%。）

徽酒竞争激烈，过去每轮主流价格带提升都出现竞争格局的变化，我们复盘过去每轮格局变化，分析徽酒的关键竞争要素，以对未来格局变化进行判断。

2001-2004 年徽酒主流价格带在 60 元以下，此阶段亚洲金融危机、山西假酒事件刚结束，行业处于调整期。高炉家、口子窖、迎驾贡推出 60-90 元产品，主攻酒店等重点终端，成为徽酒前三。1) 高炉家 2001 年定位徽派家文化推出高炉家酒，在合肥设立销售公司进行直销，资源聚焦宾馆、酒楼、商超等终端，成功抢占 60 元价格带，2001-2004 年安徽销售额连续第一。2) 口子窖 1998 年推出口子 5 年切入 60-80 元价格带，2000 年推出口子 10 年、20 年布局 200-300 元价格带。口子窖 1998 年提出盘中盘营销模式，资源聚焦酒店等核心终端，从中高端酒店渗透到低端，通过重度消费者带动消费潮流实现品牌扩散，结合区域总代渠道模式高毛利，销售额快速增长。3) 迎驾贡酒 2003 年推出迎驾金星、银星，定位 60-90 元，采用盘中盘营销模式通过高档酒店等终端拉动整体消费氛围，在安徽多地实现较高占有率。

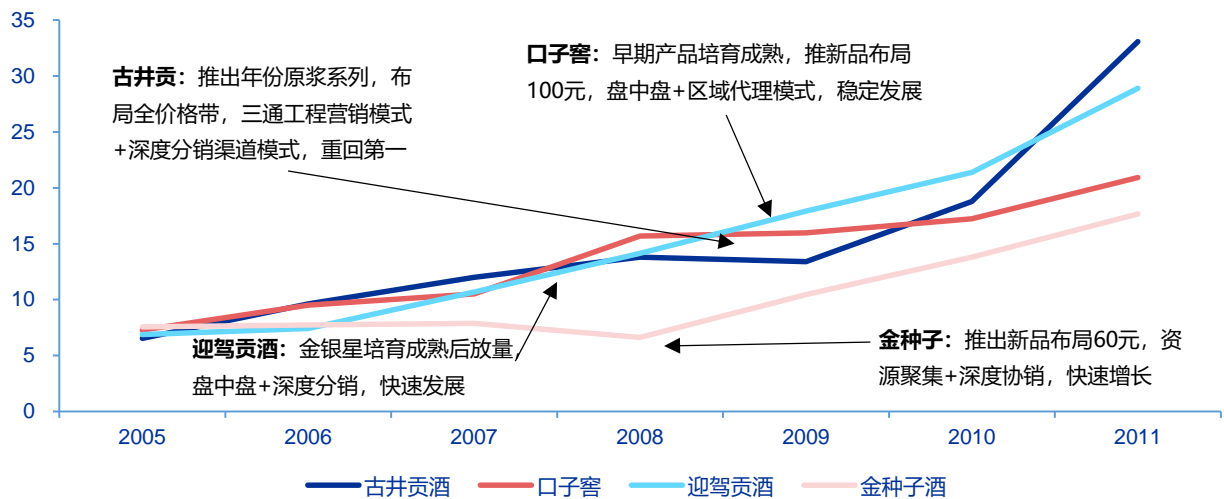
图 11：徽酒主要公司 2000-2004 年收入 (亿元)



资料来源：公司公告，微酒，申万宏源研究

2005-2011 年徽酒主流价格带提升至 60-80 元，此阶段白酒处于黄金时期，行业快速发展。口子窖、迎驾贡前期产品势能依旧强劲，金种子亦推出 60 元新产品实现增长，古井贡酒推出年份原浆系列全价格带布局，结合三通工程+深度分销，成为徽酒第一。1) 口子窖 60-80 元产品口子 5 年逐步培育成熟，2008 年进一步推出口子 6 年切入 100 元价格带，凭借盘中盘+区域总代渠道模式快速扩张。2) 金种子酒 2005 年推出柔和种子，定位 60 元，通过深度协销渠道模式主攻乡镇市场，资源聚焦酒店、餐饮，实现快速增长。3) 迎驾贡酒 60-90 元产品金银星逐步放量，2009 年推出迎驾生态年份酒布局 100 元价格带，凭借盘中盘营销模式快速增长。4) 古井贡酒 2008 年推出年份原浆系列，古 5、古 8、古 16 布局 100-400 元价格带，古 26 布局 800 元以上价格带。2008 年提出三通工程营销模式，先集中资源做好核心区域，通过提升区域覆盖率、渠道占有率、消费者购买率实现深度分销，再成功复制到其他地区，板块相连后全面打开市场，结合深度分销渠道模式，古井省内市占率提升至第一。

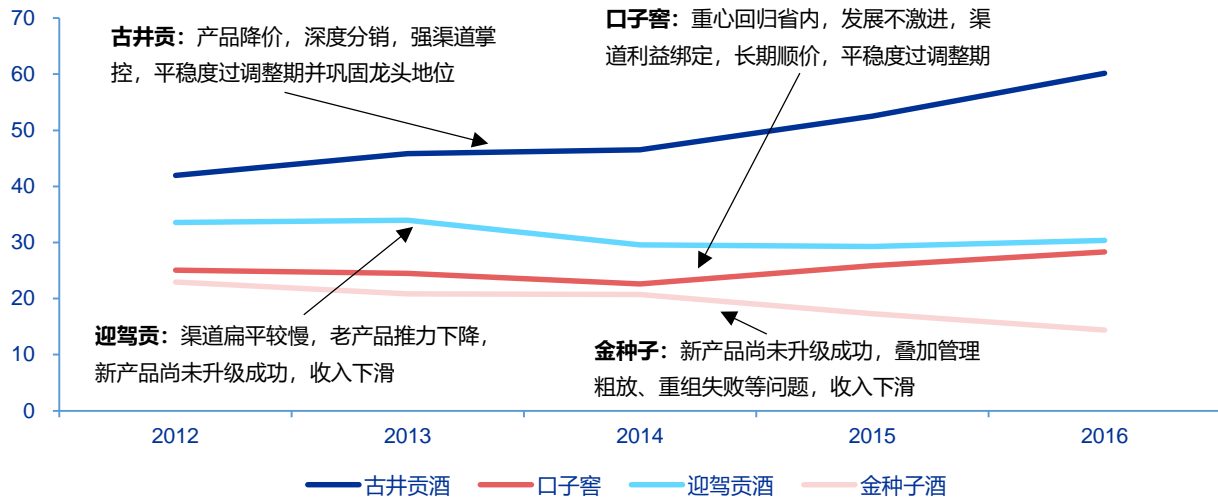
图 12：徽酒主要公司 2005-2011 年收入 (亿元)



资料来源：公司公告，微酒，申万宏源研究

2012-2016 年徽酒主流价格带提升至 80-120 元。此阶段受三公消费限制、塑化剂事件影响，行业调整。古井贡、口子窖战略正确，渠道及品牌力稳固，维持在徽酒前二。迎驾贡、金种子落后。1) 古井贡酒聚焦省内，深度分销对渠道掌控力强，古 5、献礼降价稳量，稳定度过调整期，并进一步巩固龙头地位。2) 口子窖省外份额被严重侵蚀，重心回归省内，公司发展目标稳定不激进、不压货，大商利益绑定、渠道利润高，使得口子 5 年、6 年长期顺价，公司成功度过调整期。3) 迎驾贡酒省内聚焦较慢，且金银星产品老化，渠道利润下降，而渠道扁平化较晚，掌控力不够。同时，新产品生态年份系列尚未培育成功即面临行业调整，产品升级失败。4) 金种子酒在 2010 年推出新产品地蕴醉三秋系列、徽蕴金种子系列布局百元到千元价格带，并在 2013 年升级老产品，但因行业调整，以及公司管理与机制问题、渠道体系不够成熟等原因，产品升级失败，发展逐渐落后。

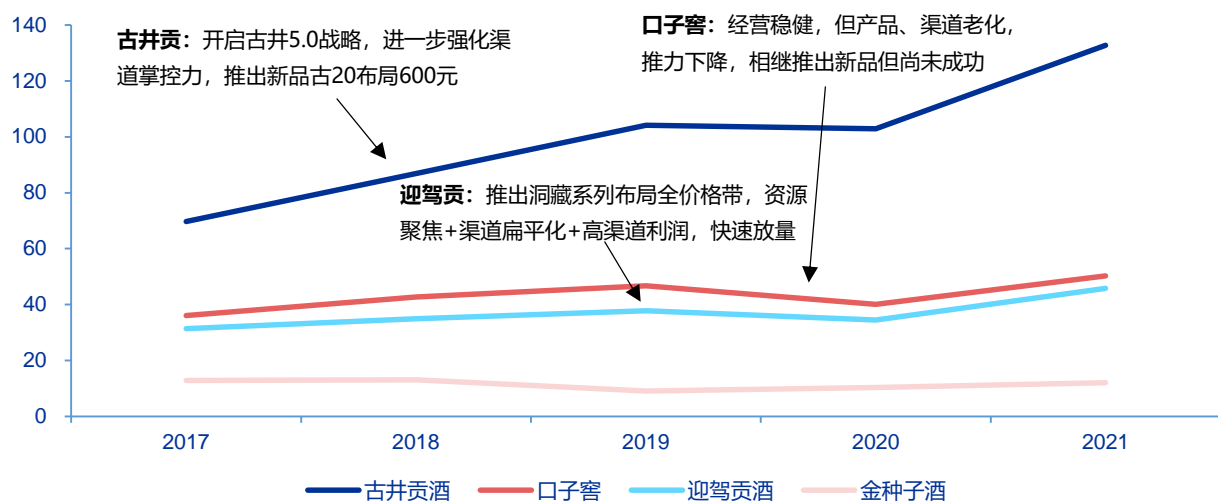
图 13：徽酒主要公司 2012-2016 年收入 (亿元)



资料来源：公司公告，微酒，申万宏源研究

2017-2022 年徽酒主流价格带提升至 200-300 元。2017 年后行业恢复高速增长，2020-2022 年疫情反复，行业波动。古井贡继续强化渠道力，维持龙头地位；口子窖产品逐渐老化，渠道推力减弱，进入调整阶段；迎驾贡洞藏放量，势能强劲。1) 古井贡酒 2016 年开启古井 5.0 战略，不断强调以终端用户为中心，推进数字化，不断强化渠道管理能力。2018 年推出古 20，定位 600 元。古井贡渠道、品牌力不断强化，龙头地位更加稳固。2) 口子窖 2019 年推出初夏、仲秋布局 200-300 元价格带，2019 年起结束大商的全品系代理，改为分产品签约，将部分单品代理权拿出另行招商。2021 年推出口子 518 定位 500 元。口子窖整体经营稳健，但面临产品、渠道老化等问题，新产品亦尚未成功。3) 迎驾贡酒 2015 年推出洞藏系列，洞 6、洞 9、洞 16 布局 100-400 元，洞 20 布局 600 元以上，2018 年推出洞 30 布局 800 元以上。迎驾贡酒聚焦洞藏，渠道不断扁平化，优化营销管理，针对重点市场投放资源，渠道推力强，2019 年后快速放量。

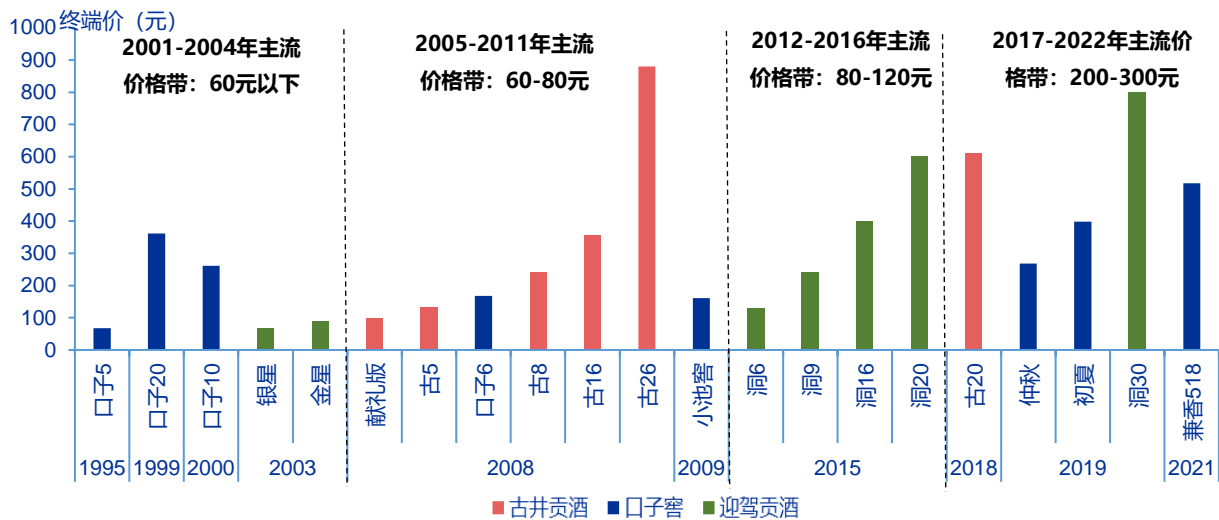
图 14: 徽酒主要公司 2017-2021 年收入 (亿元)



资料来源：公司公告，微酒，申万宏源研究

徽酒格局变化的本质原因是消费升级，但并非产品提前卡位更高价格带即可实现份额的提升，产品迭代及适配的品牌定位、渠道模式、营销手法均是竞争的关键，而正确的战略及优秀的管理层、机制是胜出的前提。每一轮徽酒主流价格带的提升，都带来产业链利润的重新分配，渠道推力、消费者接受度都可能重塑，而徽酒竞争激烈，故每一轮徽酒主流价格带的提升都可能带来格局的变化。消费升级的载体是产品，所以厂家需要迭代新产品。复盘历史，不乏品牌进行产品迭代升级，但成功者寥寥，新产品的推出及生命周期的延续需要适配行业新阶段的品牌定位、渠道模式、营销手法，这背后更需要正确的战略及优秀的管理层、机制。

图 15：古井贡、口子窖、迎驾贡主要单品推出时间及终端价（元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究（注：终端价为产品推出时点价格。）

表 1：徽酒消费趋势及渠道营销模式变化：渠道营销模式需顺应消费趋势变化，未来趋势是扁平化、精细化

	2000 年以前	2000-2007 年	2008-2015 年	2016 年至今
徽酒消费趋势	由卖方市场向买方市场过渡，消费者话语权增强	聚饮、政商需求提升，餐饮酒店成为主要购买场景	消费者对价格趋于理性且自带酒水占比提升，零售终端成为主要购买场景	渠道复杂化，厂商和经销商均无法单独垄断整个渠道，渠道的选择权逐步向消费者转移。
徽酒主流渠道营销模式	广告、促销	酒店盘中盘	深度分销、渠道下沉	深度分销、圈层营销、复合渠道模式

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 2：徽酒格局变化关键节点主要公司战略成效、机制及管理对比

公司	时间	战略及成效	机制	管理
古井贡	2000-2007 年	多元化、民酒战略，发展较慢	改制缓慢，税务纠纷	高管变动
	2008 年后	剥离非白酒业务，新产品布局成功，三通工程强化渠道，快速发展	完成改制	新管理层上任
口子窖	2000 年左右	新产品布局成功，盘中盘快速推广	较早开启改制	高管话语权强化，管理层持股提升，核心员工积极性提高
	- 年	重心回归省内，发展稳定	利益长期绑定大商	管理层稳定，激励充分

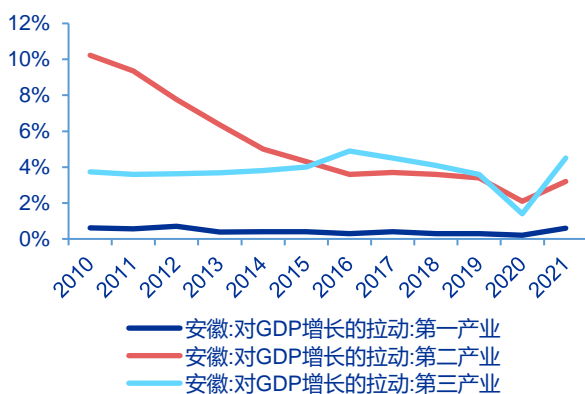
迎驾贡	2003年后	新产品布局成功，盘中盘快速推广	改制为民企	管理层稳定
	2013-2015年	产品升级失败，聚焦省内较晚，渠道扁平化较晚，份额下降		管理层稳定
金种子	2000-2004年	受非主业拖累发展慢于竞品		
	2005年后	成功剥离非主业，新产品布局成功，快速发展		
	2012-2015年	产品升级失败，渠道不够成熟，行业调整期丢失份额	销售组织僵化，管理机制粗放，筹划重组失败	
高炉家	2000-2005年	新产品布局成功，快速发展		
	2006年后	产品升级失败，长期以中低端产品为主，未能在消费升级后保住份额		高管变动

资料来源：公司公告，微酒，酒业家，申万宏源研究

1.3 预计徽酒 2025 年规模约 500 亿，次高端增速最快

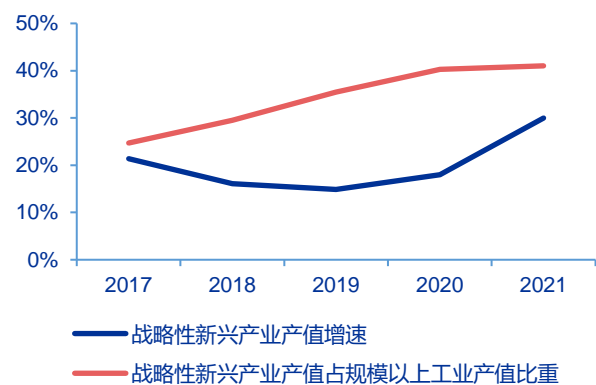
安徽具有科创基因，预计政府主导的新兴产业投资驱动经济保持较高速增长。2021 年安徽 GDP 为 4.3 万亿元，全国排名 11 名。安徽 GDP 增速全国领先，2016-2021 年 cagr 为 11.97%，全国排名第三。安徽具有科创基因，“合肥模式”是全国少有的通过政府引导资金带动科创产业发展的成功案例，已成功投资新型显示、集成电路、新能源汽车等产业。2022 年 11 月安徽省国资委出台《推动省属企业布局新兴产业行动计划》，提出到 2025 年力争省属企业新兴产业投资累计达到 2000 亿元，培育形成产值规模达 3000 亿元级别的新兴产业（2021 年战新产业产值约 7000 亿元），打造 10 个左右具有重要影响力和竞争力的新兴产业基地。我们预计 2023-2025 年安徽经济仍能保持较高速增长。

图 16：安徽 GDP 增长拉动归因：第三产业贡献提升



资料来源：wind，申万宏源研究

图 17：安徽战略性新兴产业产值增速及占比均提升

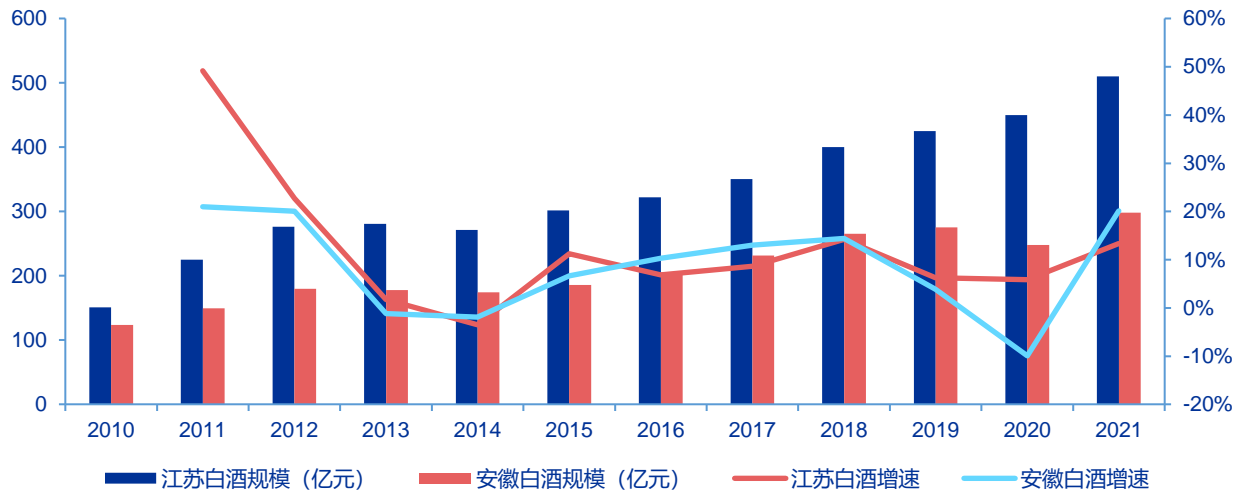


资料来源：wind，申万宏源研究

不同区域白酒规模差异主要由当地经济发展决定，规模提升的关键在于消费升级。区域酒规模提升背后逻辑是随着政策制定，招商、投资增多，政商务白酒消费增多，而政策执行到位后带来当地居民收入提升，宴席、自饮等白酒消费增多。江苏、安徽地处长三角，经济发展较好、政策支持多是当地白酒发展的主要驱动力，从固定资产投资、GDP 的规模、增速差异可以理解两个地区白酒消费的差异。江苏、安徽 - 年白酒规模 CAGR

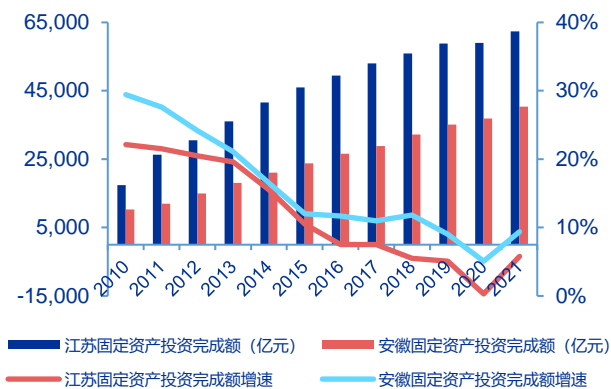
约为 9%、8%，固定资产投资 CAGR 约为 5%、9%，GDP CAGR 约为 9%、12%，固定资产投资、GDP 增速与白酒规模增速大致相符。

图 18: 安徽、江苏白酒规模及增速



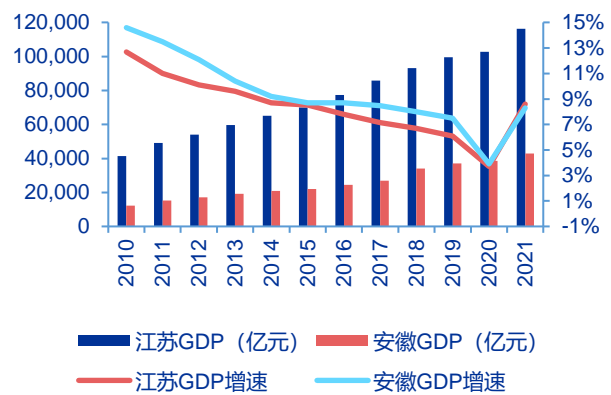
资料来源：微酒，酒业家，申万宏源研究

图 19: 安徽、江苏固定资产投资完成额及增速



资料来源：wind，申万宏源研究

图 20: 安徽、江苏 GDP 及增速



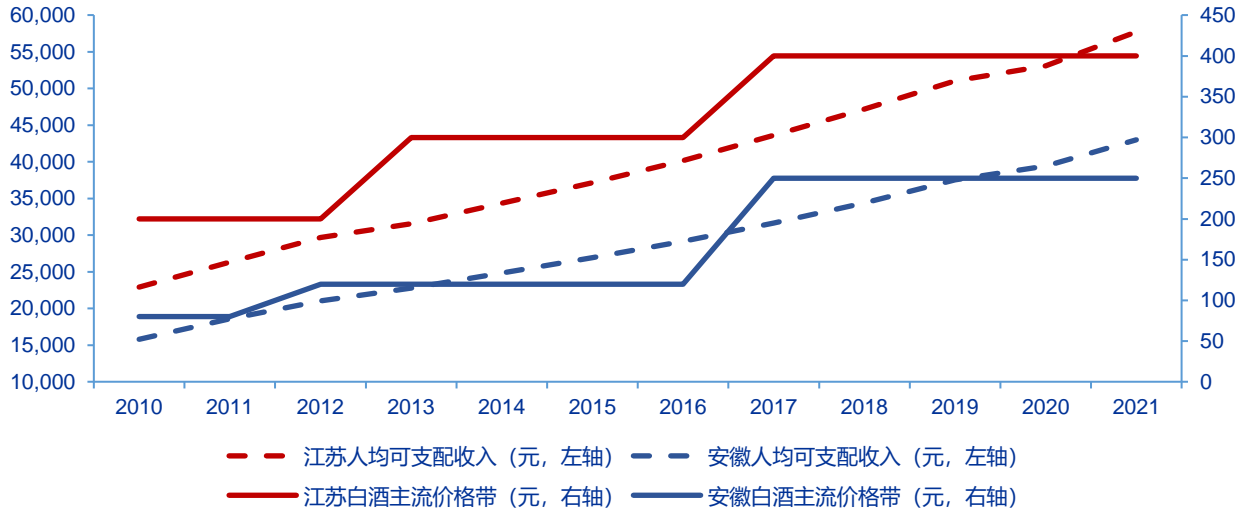
资料来源：wind，申万宏源研究

从江苏白酒发展来看，过去十年白酒主流价格带有两轮提升，在 2013 年从 200 元提升至 300 元，人均可支配收入达到约 3 万元，在 2017 年进一步提升至 400 元，人均可支配收入达到约 4 万元。从安徽白酒发展来看，过去十年白酒主流价格带同样有两轮提升，在 2012 年从 80 元提升至 120 元，人均可支配收入达到约 2 万元，在 2017 年进一步提升至 200-300 元，人均可支配收入达到约 3 万元。综上，**人均可支配收入是区域白酒主流价格带提升关键，每提升 1 万元对应白酒主流价格带提升约 100 元。目前安徽人均可支配收入超过 4 万元，部分城市主流价格带正在向 400 元以上提升，这和江苏过去经验相符。**

我们认为安徽新一轮的消费升级有望将白酒主流价格带提升至 400 元以上，参考江苏
- 年第二轮价格带提升期间，白酒吨价从 元提升至 元，CAGR 约

15-20%，考虑到当前经济环境弱于 2015-2018 年，且安徽经济发展弱于江苏，预计安徽白酒主流价格带提升速度略慢于江苏，预计 2021-2025 年安徽白酒吨价 CAGR 为 15%。

图 21：安徽、江苏人均可支配收入及白酒主流价格带变化



资料来源：微酒，酒业家，申万宏源研究

预计安徽白酒规模从 2021 年 298 亿元提升至 2025 年 503 亿元，CAGR 为 14%。

考虑到 2025 年是十四五规划收官之年，较多白酒公司均制定了十四五期间的战略及目标，故我们选取 2025 年作为行业及公司发展的重要预测时间节点。考虑到安徽人口数量较稳定，白酒人均消费量长期呈下降趋势，假设 2021-2025 年安徽人口 CAGR 为 0.1%，人均消费类 CAGR 为 -1%。我们预计 2025 年安徽白酒规模为 503 亿元，2021-2025 年 CAGR 为 14%。

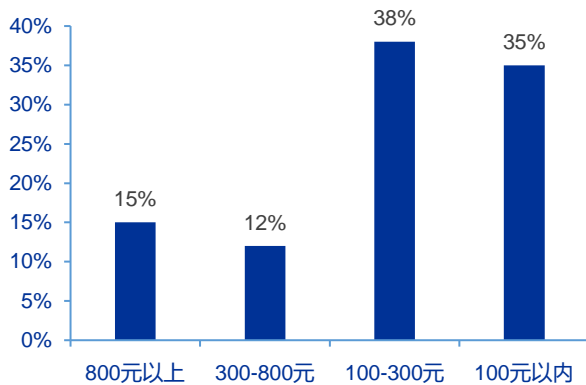
表 3：安徽白酒行业空间测算

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2025E
安徽人口 (万人)	6,011	6,033	6,057	6,076	6,092	6,105	6,113	6,137
yoy/cagr		0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%
人均消费量 (kg)	7.73	7.44	7.25	7.13	5.25	4.62	4.91	4.71
yoy/cagr		-3.7%	-2.5%	-1.7%	-26.3%	-12.0%	6.2%	-1.0%
白酒销量 (万吨)	46.5	44.9	43.9	43.3	32.0	28.2	30.0	28.9
yoy/cagr		-3.4%	-2.1%	-1.4%	-26.1%	-11.8%	6.3%	-0.9%
吨酒价格 (万元)	4.0	4.6	5.3	6.1	8.6	8.8	9.9	17.4
yoy/cagr		14.1%	15.5%	16.1%	40.6%	2.2%	12.9%	15.0%
白酒规模 (亿元)	186	205	232	265	275	248	298	503
yoy/cagr		10.3%	13.0%	14.5%	3.9%	-9.9%	20.1%	14.0%

资料来源：微酒，酒业家，申万宏源研究（注：1、假设白酒销量等于当地白酒产量。2、行业规模采用财报口径规模，通过微酒、酒业家、各公司市占率等数据估算。3、2025 年对应的增速为 21-25 年的复合增速。）

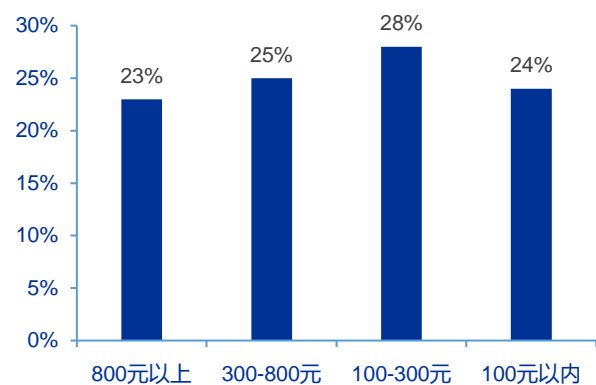
从区域白酒主流价格带提升看对应各价格带占比的提升，安徽 2015-2018 年白酒主流价格带从 120 元提升至 200-300 元，2021 年后逐渐向 300 元以上提升，预计 300-800 元占比将向江苏靠拢。江苏 2015-2018 年白酒主流价格带从 300 元提升至 400 元，预计安徽本轮价格带提升类似江苏 2016-2021 年，参考 2021 年江苏白酒 300-800 元占比为 25%，预计安徽白酒 300-800 元占比从 2021 年 12% 提升至 2025 年 20%，对应 300-800 元价格带收入规模从 2021 年 37.5 亿提升至 2025 年 101 亿，CAGR 为 28%。

图 22：徽酒 2021 年分价格带收入占比：300-800 元占 12%



资料来源：公司公告，徽酒，申万宏源研究

图 23：苏酒 2021 年分价格带收入占比：300-800 元占 25%



资料来源：公司公告，徽酒，申万宏源研究

综上，我们认为安徽市场白酒消费升级的势能仍然强劲且将延续，3-5 年规模增长的空间仍然主要来源于价格增长，主流价格带将继续向 300-400 元以上升级，次高端价格带将成为增速最快的价格带。而随着安徽白酒市场规模的变化以及价格带的提升，徽酒格局可能会再次发生变化，谁能把握住升级机遇，谁将占领更多市场份额。

2. 公司：产品持续升级，渠道利润丰厚

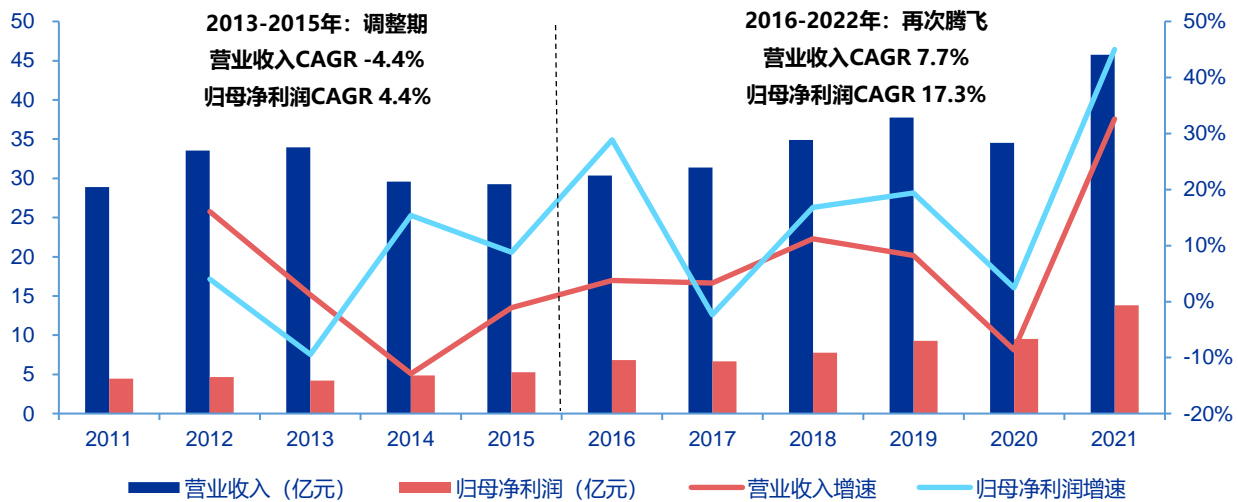
迎驾贡再次腾飞的原因在于，2015 年后徽酒面临新一轮主流价格带提升，产品迭代窗口下迎驾贡推出洞藏系列成功升级，这背后实质上是源于：1) 优秀且稳定的管理层：长期战略具有持续性，调整期公司下滑后汲取教训，为后期渠道扁平化、产品升级打下基础；2) 差异化定位：生态酒定位不同，且价格错位；3) 坚实的产品及品牌基础：既有先天优势，又有后期培育。4) 丰厚的渠道利润：产品长期顺价销售，渠道利润丰厚。

2.1 公司曾为徽酒前二，调整期下滑后再次腾飞

2005 年左右公司曾和口子窖并列为徽酒双龙头，后经调整份额下滑，2015 年后推出洞藏系列新产品升级成功，再次腾飞。公司发展大致分为以下几个阶段：1) 起步探索期（1955-2001 年）：前身佛子岭工厂初步完成白酒制造工艺及品牌的塑造，推出金银星两大单品。2) 快速发展期（2002-2012 年）：白酒黄金十年，迎驾贡凭借盘中盘营销模式取得高速增长，市占率安徽第二。3) 调整期（- 年）：三公消费限制，行业调

整，迎驾贡战略未及时聚焦省内，渠道扁平化较晚，产品升级失败，份额下滑。4) 再次腾飞 (2016-2022 年)：2015 年推出洞藏系列，渠道持续扁平化，资源聚焦核心区域，成功完成品牌及产品结构升级。2019 年后洞藏系列快速放量，公司迎来高速发展。

图 24：迎驾贡酒营业收入及归母净利润变化



资料来源：公司公告，申万宏源研究（注：2013-2015 年快速发展阶段采取 2012-2015 年 CAGR，2016-2022 年再次腾飞阶段采取 2015-2021 年 CAGR。）

表 4：迎驾贡酒发展历史

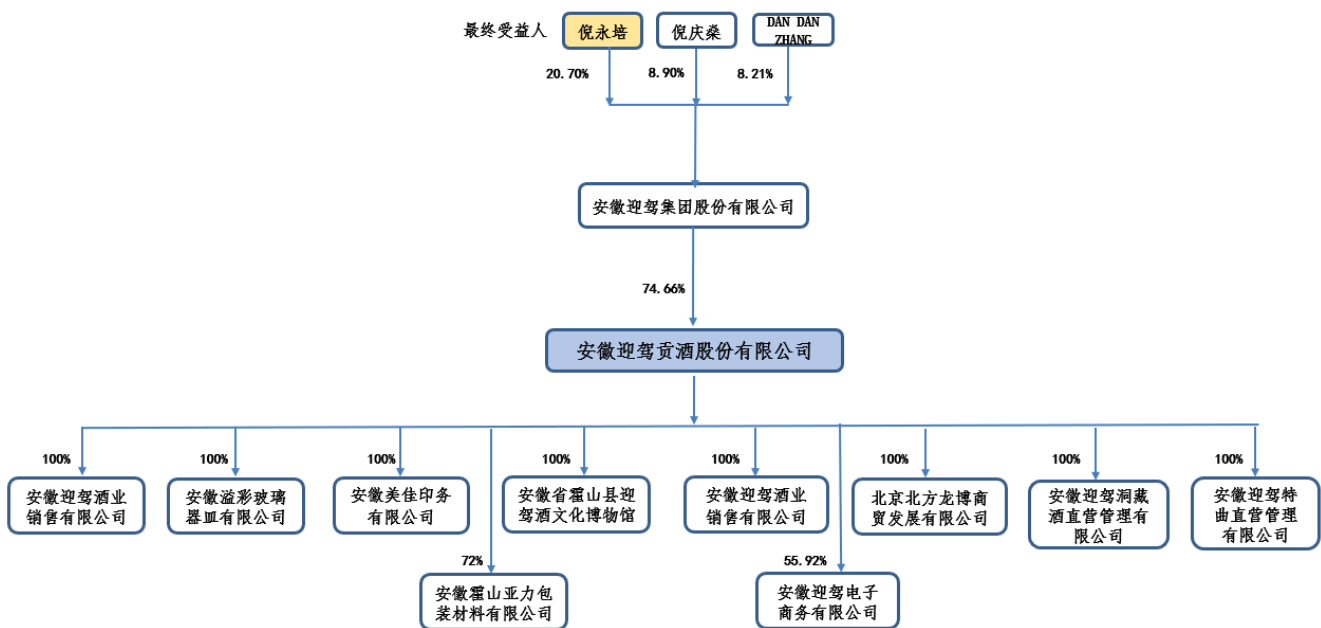
阶段	核心高管	主要战略	产品	品牌	渠道
1955-1991 年：起步期		公司前身成立，发展初期致力于实现手工向机械工艺的转变。		注册商标“佛子岭大曲”，并打出“买得起，喝得惯”广告语。	
1992-2001 年：探索期	倪永培	国有企业改制，转变为混合所有制企业。	更新生产线以及产品开发等系列技术改造，形成年产 2 万吨白酒的生产规模，形成了以星级贡酒和迎驾特曲两大产品为核心的产品结构。		
2002-2012 年：快速发展	倪永培、秦海	国有股权退出，完成民营企业改制。健全产品体系，推出生态年份系列尝试升级，渠道模式逐渐扁平化。	树立糟坊、迎驾之星系列、生态年份酒的产品体系。	借助独特自然环境，打造独有的“生态酿造”品牌理念。提出做“国人的迎宾酒”、“中国生态白酒第一品牌”，以“生态、健康、迎宾”作为宣传点。	早期盘中盘营销模式主攻酒店等终端，后期渠道逐渐扁平化，转变为深度分销。
2013-2015 年：调整期	倪永培、秦海	白酒行业调整，产品升级失败，仍以中低端为主，费用加强预算管理，进行渠道优化。	产品结构以中低端为主，通过技改及自动化强化产能储备，为提升产品结构做准备。	继续主打“生态、健康、迎宾”。	深度分销模式，持续优化经销商结构。

2016-2022年：再次腾飞	倪永培、杨照兵	产品升级，推出洞藏系列，持续进行品牌建设和渠道改革。	生态洞藏系列抢占品类和文化新高地，构建生态洞藏+迎驾之星的产品矩阵逐步打开次高端市场。	持续重视消费者培育，针对洞藏系列开展品牌建设，如“三大行动”等。	强化深度分销，1+1+N营销模式加强终端掌控力，3+N组织结构加速扁平化，“233”营销战略强化洞藏销售布局。
-----------------	---------	----------------------------	---	----------------------------------	---

资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司为民企，实控人为董事长倪永培，股权长期集中、稳定，长期经营战略具有持续性。母公司迎驾集团股权集中在董事长倪永培，其持股 20.7%，其他股东持股均不超过 10%。倪永培曾任公司前身佛子岭酒厂厂长，自 2003 年改制后一直担任集团董事长，公司经营战略稳定、具有持续性。**从公司发展历史来看，正是因为公司的民营体制及优秀管理层，其制定目标不激进，经营稳健，长期战略具有持续性，在行业调整期公司下滑后汲取教训，后期渠道扁平化、产品升级才能顺利开展。**

图 25：迎驾贡酒股权穿透图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 5：迎驾贡酒核心高管

姓名	现任职务	主要履历及业绩	持股 (万股)
倪永培	集团董事长兼总裁、公司董事长	曾于公司前身佛子岭酒厂从工人做到班长、车间主任、厂长，公司改制后一直担任迎驾集团董事长兼总裁、公司董事长。顺应时代潮流，坚持生态化的发展战略，坚持六位一体的生态酿造体系。	158.4
杨照兵	董事、总经理、销售公司总经理	曾任公司前身佛子岭酒厂车间职工，曾任销售公司多地办事处主任、区域经理、业务部经理、拓展部经理、安徽大区经理、执行总经理、总经理等。提出“3+N”组织架构、“233”营销战略等营销策略，提出六位一体的生态体系。	0

资料来源：公司公告，申万宏源研究 (注：持股数量为 年年报数据)

2.2 产品结构升级趋势强劲，洞藏错位竞争

洞藏系列产品优势在于定位差异化、品质好及价格错位竞争。1) 定位方面，洞藏系列定位生态酒，和其他浓香白酒具有差异化，且符合健康化、年轻化消费趋势。2) 产品品质方面，公司酿造用水采用大别山源头活水，成就了其窖香幽雅、浓中带酱、绵甜爽口的特点，洞藏系列酒质好，不上头，消费者认可度高。3) 价格带方面，洞藏系列全价格带布局，但价格低于同规格竞品，错位竞争。

表 6：迎驾贡酒定位生态酒

生态定位	生态体系六位一体
生态产区	公司地处北纬 30 度大别山腹地的霍山县，被称为“中国白酒黄金纬度带”，未受污染的生态环境、独特的山川气候以及丰富的微生物群落形成了一个“纯天然的窖池”。
生态别水	迎驾贡酒酿造和勾调用水全部使用产自“中国好水”水源地——佛子岭水库的生态别水，经过地下竹根层层过滤，水质清澈且略带甜味，为酿造白酒的优质用水。
生态原粮	精选长城以南优质高粱、沿淮两岸的大米、糯米、小麦和玉米，所有购买的粮食都具备绿色产品质量认证。
生态工艺	迎驾贡酒独特的酿造技艺被收录进“非物质文化遗产名录”，将传统的黄淮“迎驾糟坊”酿造技艺与四川五粮酿造方法进行创意性地结合，采用“包包曲”为糖化发酵剂，需要在泥地老窖中历经 90 天以上的长周期发酵，从碎粮到成品酒出场需 69 道传统酿造工序。
生态循环	公司率先实现了白酒生产中的“闭路循环体系”，利用酿造过程中产生的废水和沼气作为生产燃料，锅炉蒸汽用于发电，发电后的余热用于酿酒，全面实现了整个生产过程的生态循环，创造了低碳、节能、环保的生态循环经济模式。
生态消费	迎驾贡酒酿出的生态好酒，迎合了现代消费者“少喝酒、喝好酒”的消费习惯，健康好喝的形象已逐渐深入人心。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

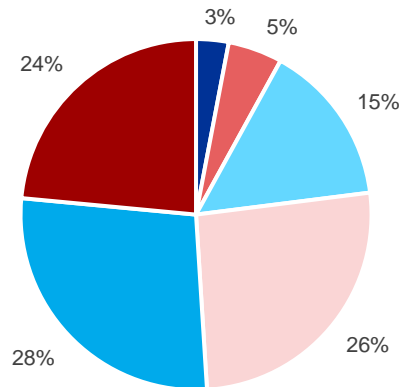
表 7：徽酒价格体系对比：洞藏系列全价格带布局但错位竞争

价格带	古井贡酒	终端价 (元/瓶)	迎驾贡酒	终端价 (元/瓶)	口子窖	终端价 (元/瓶)
高端酒	古 26 (52 度)	880	洞藏大师版 (52 度)	800 以上	口 30 (50 度)	800 以上
次高端酒	古 20 (52 度)	610	洞 20 (52 度)	500-600	兼香 518 (51.8 度)	518
	古 16 (50 度)	350	洞 16 (52 度)	350	口 20 (50 度)	360
中端酒	古 8 (50 度)	240	洞 9 (52 度)	200-250	口 10 (50 度)	260
	古 5 (50 度)	130	洞 6 (52 度)	120-130	口 6 (52 度)	130

资料来源：徽酒，酒业家，申万宏源研究（注：终端价换算成 500ml 标准，以 300-800 元、100-300 元、100 元以下划分次高端酒、中端酒、低端酒。）

从产品结构来看，迎驾贡以 300 元以下中低端酒为主。预计 2022 年迎驾贡洞藏系列收入约占 50%左右，其中，预计 2022 年洞 6 收入占比 25-30%，目前基本培育成熟；洞 9 收入占比约 15%，逐步培育，开始进入放量期；洞 16 及以上收入占比 10%以内，预计将重点培育，中长期放量空间较大。整体来看，公司产品价格带布局齐全，目前以中低端产品为主，产品结构升级趋势明确。

图 26：迎驾贡酒主要产品 2022 年收入占比



■ 洞20 ■ 洞16 ■ 洞9 ■ 洞6 ■ 迎驾之星 ■ 其他 (百年迎驾、迎驾古坊、迎驾糟坊等)

资料来源：公司公告，微酒，申万宏源研究

2.3 渠道利润丰厚，渠道强推力助力产品升级放量

渠道及营销：1) 2012 年前迎驾贡通过盘中盘模式聚焦核心终端，稳居徽酒前三。2012-2015 年行业调整，迎驾因产品老化、渠道利润下降、掌控力较弱，丢失份额。2) 2015 年推出洞藏，次高端产品需要适配的渠道及营销模式。

迎驾贡成功实现了适配洞藏系列的渠道营销模式：渠道扁平化、高渠道利润、分区域营销聚焦。1) 迎驾贡渠道持续扁平化增强渠道掌控力，维系价盘稳固。销售人员数量也不断增长，匹配更精细化的渠道结构。2) 新产品本就利润高，且持续提价，高渠道利润提升渠道推力。3) 分区域营销，先聚焦重点市场、渠道，再渗透到下一级市场，顺利实现产品及品牌升级。

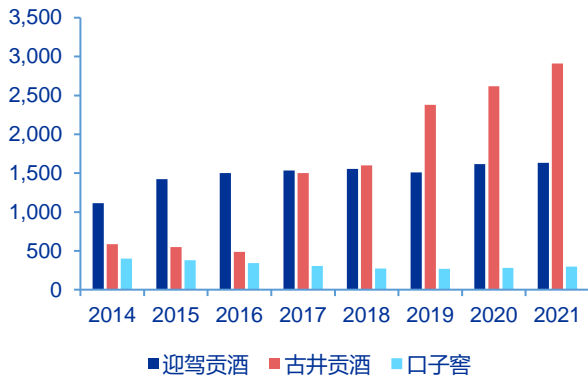
表 8：迎驾贡酒渠道及营销策略变化：逐步提升管理精细度

渠道及营销策略	具体内容
2017 年提出“1+1+N”营销模式	1 个区域经理+1 个业务经理+N 个经销商业务人员服务，资源和服务直达终端，销售人员持续增长，强化终端掌控力。
2017 年提出“3+N”组织架构	针对高档产品、中高档产品、电商产品分别成立迎驾洞藏酒销售公司、迎驾酒业销售公司、迎驾电子商务公司，并针对散酒、普酒、定制酒等其他系列成立多个事业部，分工明确，加强运营效率。
2021 年提出“233”营销战略	“两个打造、两大提升、三大完善”，包括“打造进攻学习型团队、打造洞藏重点市场”；“提升品牌美誉度、提升信息化管理水平”；“完善产品管理、完善市场布局、完善渠道建设”，特别提出打造洞藏重点市场，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。

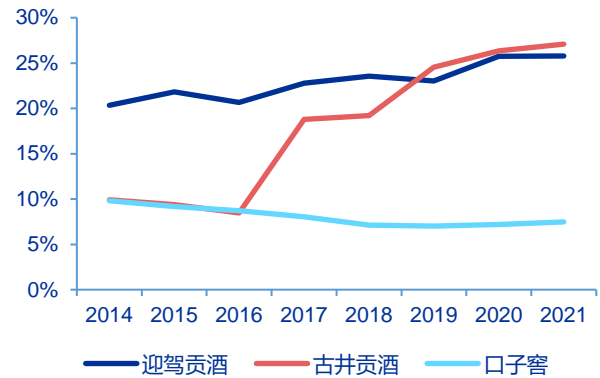
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 27：销售人员数量 (人)：迎驾贡酒稳步增长

图 28：销售人员占比：迎驾贡酒持续增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

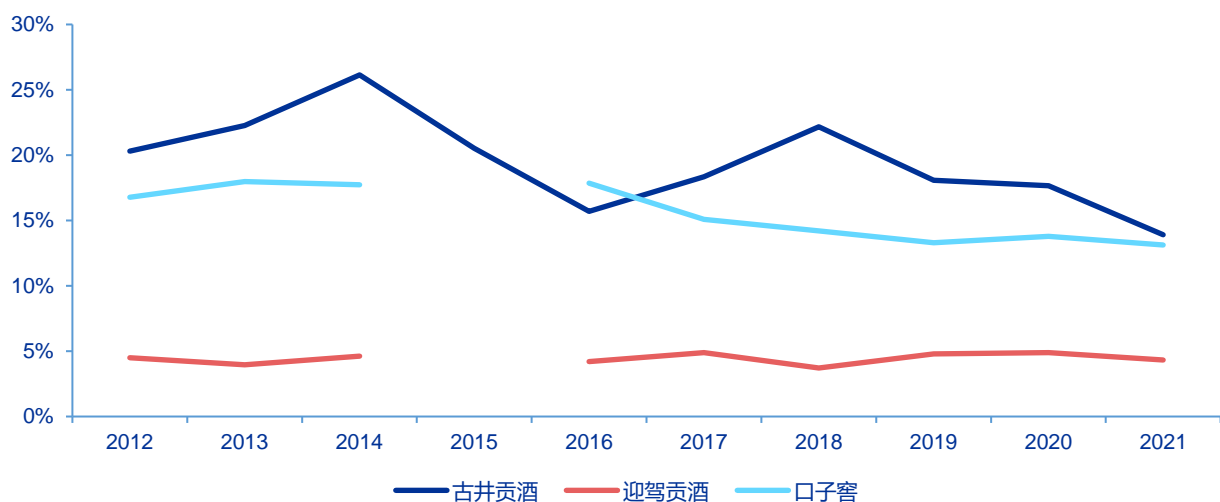
迎驾贡渠道的最大优势在于长期维持了高利润率。迎驾贡厂商 1+1 模式，渠道掌控力度介于竞品之间，高渠道利润、适中的管理和费用是当前阶段最优选择。迎驾贡过去的高渠道利润，主要因为洞藏是新推产品且持续提价，厂家不压货，渠道库存不高，动销较好能实现顺价销售。

表 9：徽酒渠道模式差异

	古井贡酒	迎驾贡酒	口子窖
渠道模式	深度分销	厂商 1+1	区域代理
经销商规模	省内小商+省外大商	小商制	大商制
市场操作	厂家主导，经销商配送	厂家协助经销商运作市场	经销商主导
销售人员	厂家为主	经销商为主，厂家为辅	经销商为主
价格体系	半控价	半控价	裸价
费用投放	厂家投放	业务员申请后经销商投放	经销商投放
渠道利润	较低	高	中

资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 29：前五大经销商收入占比：迎驾较低



资料来源：公司公告，申万宏源研究

洞藏渠道利润率明显高于竞品，周转率逐步提升。渠道利润实际上由利润率及周转率两方面构成，随着洞藏产品逐渐培育成熟，洞 6、洞 9 周转率提升能继续维持渠道较高利润，而洞 16 及以上产品将重点培育，公司费用投放仍将较大。与竞品相比，当前洞藏的渠道利润明显更高，渠道推力更强，经销商普遍看好，未来随着规模的增长和产品成熟，预计渠道利润率会有所下降，但周转率提升，且洞藏仍然在升级过程中，预计经销商能在较长时间内维持较高利润。

表 10：主要单品终端利润率：洞藏显著较高

价格带	古井贡酒	终端利润率	迎驾贡酒	终端利润率	口子窖	终端利润率
次高端酒	古 20 (52 度)	10%左右	洞 20 (52 度)	20%左右	兼香 518	10%以内
	古 16 (50 度)	10%左右	洞 16 (52 度)	20+%	口 20 (50 度)	10%左右
中端酒	古 8 (50 度)	15%左右	洞 9 (52 度)	20%左右	口 10 (50 度)	10-15%
	古 5 (50 度)	15%左右	洞 6 (52 度)	20+%	口 6 (52 度)	10%以内

资料来源：公司公告，微酒，酒业家，申万宏源研究（注：终端价换算成 500ml 标准，以 300-800 元、100-300 元、100 元以下划分次高端酒、中端酒、低端酒。）

表 11：迎驾贡提价时间表

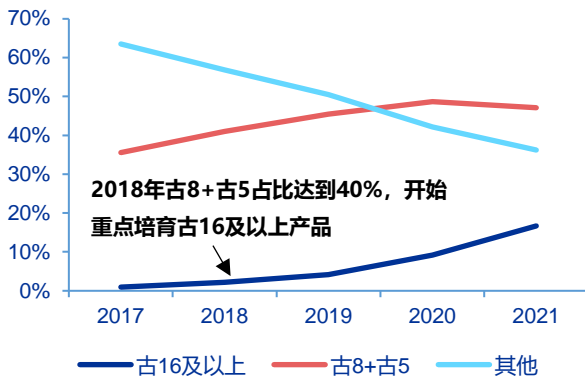
时间	调价情况
2017 年 5 月	42 度洞 16 终端价上调 40 元/瓶；52 度洞 16 终端价上调 30 元/瓶；上述两款产品经销商供货价上调 20 元/瓶
2018 年 1 月	终端供货价：洞 6 上调 5 元/瓶；洞 9 上调 12 元/瓶；洞 16 上调 15 元/瓶。
2018 年 6 月	洞藏系列上调 10-20 元/瓶不等，金星上调 30 元/箱，银星上调 20 元/箱。
2019 年 3 月	金银星系列上调 20-30 元/箱。
2019 年 7 月	洞 6、洞 9、洞 16 上调 5-20 元/瓶，洞 20、洞 30 提价幅度较大，其中洞 30 上调 95 元/瓶
2021 年 6 月	洞 20 售价上涨 80 元/瓶。
2022 年 10 月	42 度洞 20 供货价上调 50 元/瓶；52 度洞 20 供货价上调 50 元/瓶。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

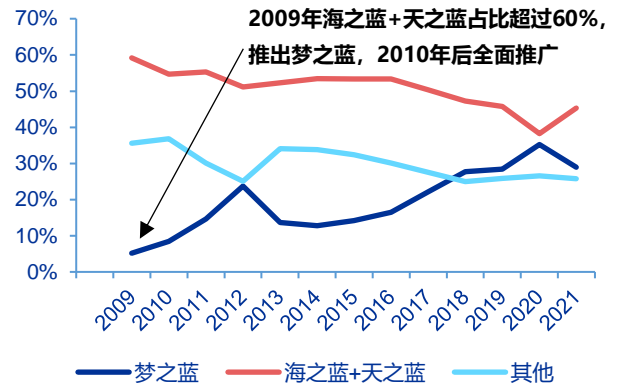
3. 盈利预测与估值：预计 25 年收入约 106 亿，净利润 35 亿，给予买入评级

3.1 产品维度，洞藏持续升级放量，中性假设下预计 25 年收入约 106 亿

展望未来，徽酒新一轮主流价格带向 400 元以上提升，300-800 元次高端价格带增速最快。迎驾贡洞藏品牌塑造上以系列为整体，中端价格带产品洞 6、洞 9 培育成熟后可自然向升级，进入次高端价格带洞 16、洞 20 的重点培育阶段。**迎驾贡洞藏系列未来发展路径，可对标古井年份原浆系列、洋河蓝色经典系列。参考古井贡年份原浆、洋河蓝色经典，次高端系列大单品收入占比超过 10%后，消费氛围初步形成，规模将快速扩大，占比将显著提升。**



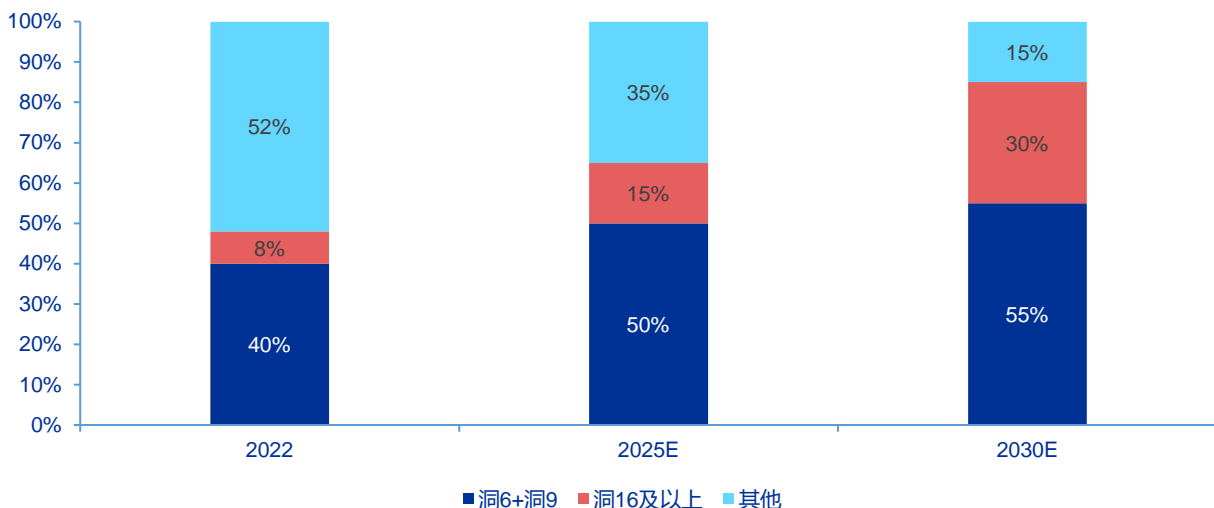
资料来源：公司公告，酒业家，申万宏源研究



资料来源：公司公告，酒业家，申万宏源研究

当前洞 6 收入占比约 25-30%，洞 9 收入占比约 15%，洞 16 及以上收入占比约 8%。当前迎驾贡洞藏系列产品结构类似 2018 年古井贡年份原浆系列产品结构，洞 16 及以上产品结构类似 2009 年洋河梦之蓝产品结构。参考古井贡年份原浆系列产品培育周期，2018-2021 年，古 16 及以上产品经过 3 年培育，收入占比从约 2%提升到约 17%，而古 8+古 5 收入占比从约 40%提升到约 50%。参考洋河梦之蓝培育周期，2009-2020 年，梦之蓝经过 11 年培育（剔除 3 年行业调整期则为 8 年），收入占比从约 5%提升到约 35%。我们认为洞 16 及以上产品中期培育周期类似古 16 及以上产品，长期培育周期类似梦之蓝，预计 2025 年（3 年培育）收入占比提升至 15%左右，2030 年（8 年培育）收入占比提升至 30%。洞 6+洞 9 产品培育周期类似古 8+古 5，预计 2025 年（3 年培育）收入占比提升至 50%，2030 年（8 年培育）收入占比提升至 55%。

图 32：洞藏收入占比预测

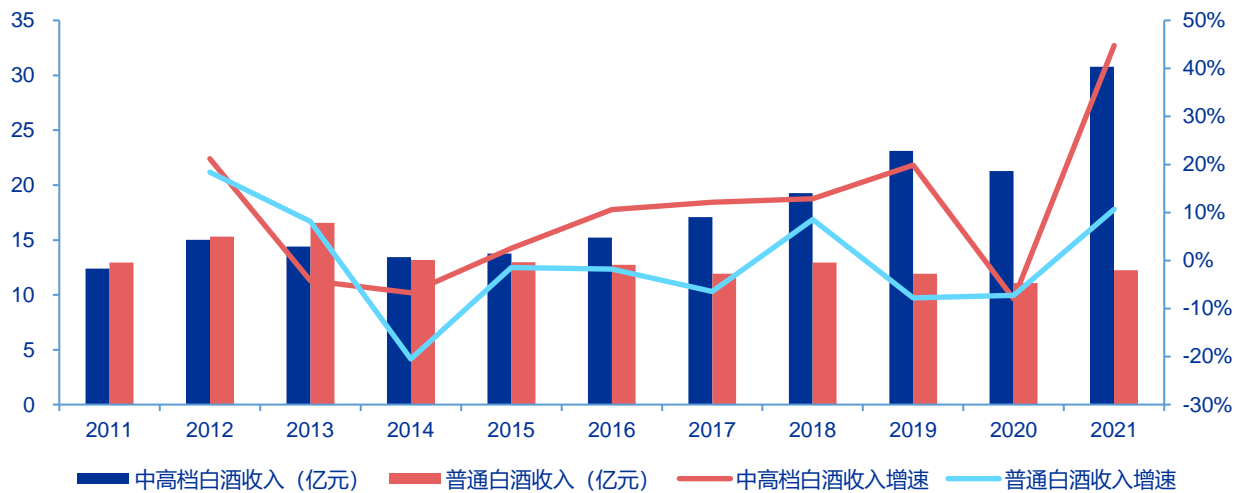


资料来源：公司公告，微酒，申万宏源研究

洞藏势能已经形成，公司适配的品牌定位、渠道模式、营销手法等将使产品生命周期不断延长、向上升级，未来仍有望持续放量。洞 培育成熟，预计 - 年收入 CAGR

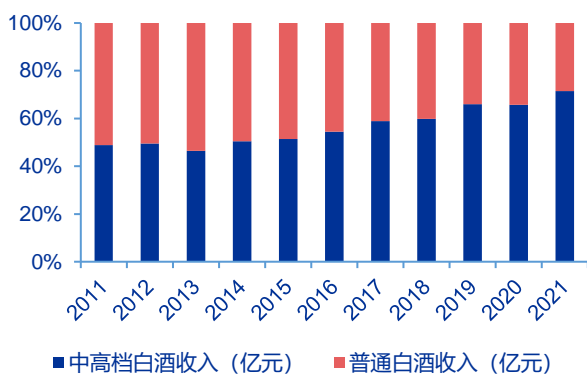
约 30%。洞 9 逐渐培育成熟，进入放量期，预计 2022-2025 年收入 CAGR 约 40-45%。洞 16 及以上产品预计将重点培育，前文预测安徽 300-800 元价格带 2021-2025 年收入 CAGR 为 28%，目前洞 16 及以上产品体量较小，未来增速较快，预计 2022-2025 年收入 CAGR 约 50%。综合分产品预测，预计洞藏系列收入 2022-2025 年 CAGR 约 40%，预计中高档白酒收入 2022-2025 年 CAGR 约 30%，则 2025 年收入约 89 亿元，占比从 2021 年 72% 提升至 2025 年 86%。预计普通白酒低速增长，2022-2025 年 CAGR 约 6%，则 2025 年收入 15 亿元。预计公司其他收入维持在 2-3 亿元。综上，从产品角度，预计 2025 年公司收入 106 亿元左右，2022-2025 年 CAGR 为 24%。

图 33：迎驾贡酒分产品收入及增速



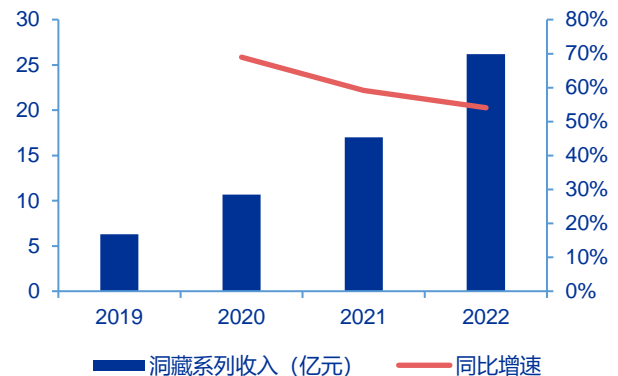
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 34：迎驾贡酒产品结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 35：洞藏系列收入及增速



资料来源：公司公告，微酒，申万宏源研究

表 12：迎驾贡酒分产品收入预测表

收入	2022E	2025E	2022-2025 年 CAGR
洞藏系列	约 25 亿	65-70 亿	35-40%
酒类占比	约 50%	60-70%	
洞	- 亿	约 亿	约 %

洞藏占比	50-55%	约 45%	
酒类占比	约 25%	接近 30%	
洞 9	7-8 亿	20-25 亿	
洞藏占比	约 30%	30-35%	40-45%
酒类占比	约 15%	20-25%	
洞 16 及以上	3-5 亿	约 15 亿	
洞藏占比	15-20%	20-25%	约 50%
酒类占比	5-10%	约 15%	
迎驾之星系列	13-15 亿	18-20 亿	
酒类占比	25-30%	约 20%	约 10%

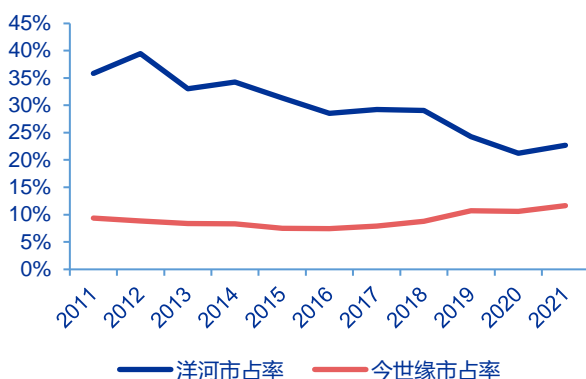
资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.2 区域维度，预计省内市占率继续提升，中性假设下预计 25 年收入约 106 亿

2021 年迎驾贡省内收入 27 亿元，省内市占率约 9%。从区域收入来看，迎驾贡合六淮市场较成熟，皖北、皖西南、皖南等市场建设逐步推进，尚有较大增长空间。从区域酒市占率对比来看，苏酒龙头洋河历史最高省内市占率接近 40%，当前省内市占率约 23%，苏酒第二今世缘当前省内市占率约 12%。徽酒龙头古井贡当前省内市占率约 30%，徽酒第二口子窖当前省内市占率约 14%。从苏酒、徽酒竞争格局来看，区域酒第二大品牌省内市占率能达到 12-15%。我们认为迎驾贡具备较强竞争力，省内市占率有望继续提升，中性假设下，预计 2025 年省内市占率提升至 13%。

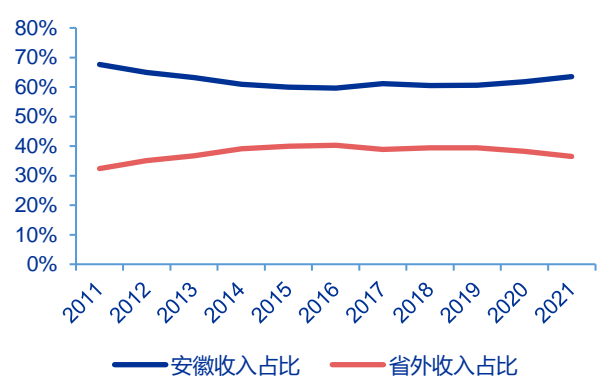
2021 年迎驾贡省内收入占比为 63.5%，古井贡省内收入占比约为 67%，口子窖省内收入占比为 82.1%。迎驾贡省外占比较高的原因在于省外布局较早，从 1990 年代即开始，早期盘中盘模式在江苏、上海等地成功抢占中低端市场。2013 年后行业调整，迎驾贡聚焦省内，行业重新复苏后重新布局省外。迎驾贡当前省外产品以中低端产品百年迎驾、迎驾之星为主，洞藏从 2021 年开始省外布局，目前逐步起量，预计省外洞藏收入占比提升。中性假设下，预计 2025 年迎驾贡省内收入占比不变，维持在 63.5%。

图 36：苏酒省内市占率



资料来源：公司公告，徽酒，申万宏源研究（注：江苏白酒规模为估算数据。）

图 37：迎驾贡酒省内收入占比



资料来源：公司公告，申万宏源研究

中性假设下，预计公司 2025 年收入 106 亿元，2021-2025 年 CAGR 为 23%。我们预计 2025 年安徽白酒行业规模 503 亿元，乐观/中性/悲观情况下假设 2025 年迎驾贡省内市占率为 17%/13%/9%，对应迎驾贡省内收入 86/65/45 亿元，2021-2025 年 CAGR 为 33%/24%/13%。乐观/中性/悲观情况下假设迎驾贡省内收入占比为 60%/63.5%/67%，假设公司其他收入不变，对应公司 2025 年收入为 145/106/70 亿元，2021-2025 年 CAGR 为 33%/23%/11%。

表 13：迎驾贡酒收入预测（从市占率及省内收入占比角度预测）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2025E		
								乐观	中性	悲观
安徽白酒规模（亿元）	186	205	232	265	275	248	298	503	503	503
yoy/cagr		10.3%	13.0%	14.5%	3.9%	-9.9%	20.1%	14.0%	14.0%	14.0%
迎驾贡酒省内收入（亿元）	16	17	18	20	21	20	27	86	65	45
yoy/cagr		4.0%	6.2%	10.1%	8.8%	-5.9%	36.8%	33.0%	24.4%	13.4%
市占率	8.6%	8.1%	7.7%	7.4%	7.7%	8.1%	9.2%	17.0%	13.0%	9.0%
迎驾贡酒省内收入占比	60.0%	59.6%	61.1%	60.6%	60.6%	61.8%	63.5%	60.0%	63.5%	67.0%
迎驾贡酒白酒收入（亿元）	27	28	29	32	35	32	43	143	103	68
迎驾贡酒其他收入（亿元）	2.5	2.4	2.4	2.7	2.7	2.2	2.7	2.7	2.7	2.7
迎驾贡酒总收入（亿元）	29	30	31	35	38	35	46	145	106	70
yoy/cagr		3.8%	3.3%	11.2%	8.3%	-8.6%	32.6%	33.5%	23.3%	11.3%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.3 预计公司 2025 年归母净利润 35 亿元，给予买入评级

收入：综合前文对产品、区域两个角度测算，中性假设下，预计 2022-2024 年中高档白酒收入增速分别为 32%/34%/30%，普通白酒收入增速分别为 0%/7%/6%。**中性假设下，我们预计 2022-2024 年公司营业收入 55.66/70.2/87.4 亿元，增速 21.61%/26.13%/24.5%。**

利润：迎驾贡虽然以中低端产品为主，但 21 年净利率高达 30%，接近口子窖，高于古井贡，且净利率近年来持续提升，提升速度快于古井贡、口子窖，主要靠毛利率提升及费用控制。

1) 毛利率。受益于洞藏放量，迎驾贡产品结构持续提升，毛利率从 2018 年 60.9% 提升至 2022 前三季度 68.6%。未来随着洞 9 放量，洞 16 及以上产品开始重点培育，产品结构继续提升，**预计公司 2025 年毛利率提升至约 73-74%。**

2) 费用率。迎驾贡具备较强的费用控制能力，其销售费用率和管理费用率显著低于古井贡、口子窖。迎驾贡销售费用中最大的两项为广告宣传费、职工薪酬，2021/2022H1 广告宣传费占营业总收入比例为 4.9%/4.7%，职工薪酬占营业总收入比例为 3.8%/3.7%。迎驾贡广告宣传费占比低于同期的古井贡、口子窖，主因迎驾贡品牌培育相对灵活，不高举高打。迎驾贡、古井贡、口子窖/H 广告宣传费占比相比 年均下降约 -pct，

主因疫情导致投放减少，预计 2023 年逐步恢复正常投放节奏。迎驾贡职工薪酬占比低于同期的古井贡，主因渠道模式差异，随着未来迎驾贡渠道继续加强管控制，预计销售人员将增多，且要求更高，预计职工薪酬占比小幅提升。**预计公司 2023-2025 年销售费用率提升至约 10%**。迎驾贡管理费用中最大的两项为职工薪酬及折旧费，近年来占比基本维持稳定，**预计公司 2023-2025 年管理费用率维持在 4% 左右**。迎驾贡职工薪酬占比低于古井贡，主因民营体制控费能力更强。假设税率、研发费用率、财务费用率维持稳定。

预计公司 2025 年净利率约 33-34%，归母净利润为 35.48 亿元，2021-2025 年 CAGR 为 27%。预计公司 2022/2023/2024 年归母净利润为 17.77/22.56/28.6 亿元，同比增长 28.6%/26.9%/26.7%。

表 14：迎驾贡酒净利率预测表

	毛利率	税率	销售费用率	管理费用率	研发费用率	净利率
2021	67.5%	15.3%	9.7%	4.3%	1.2%	30.3%
2022Q1-Q3	68.6%	14.6%	9.1%	3.6%	1.1%	31.1%
2025E	73.4%	15.5%	10.0%	4.0%	0.5%	33.5%

资料来源：公司公告，申万宏源研究（注：税率指税金及附加/营业总收入。）

表 15：徽酒销售费用率拆分：主要项目占营业总收入比例

年份	古井贡酒		迎驾贡酒		口子窖		
	广告费	职工薪酬	广告宣传费	职工薪酬	广告宣传费	促销费	职工薪酬
2018	7.4%	5.1%	7.6%	3.0%	5.0%	1.6%	0.4%
2019	8.4%	5.2%	6.8%	3.3%	6.2%	0.9%	0.5%
2020	8.2%	7.0%	6.8%	4.1%	9.5%	2.3%	1.5%
2021	6.8%	6.5%	4.9%	3.8%	7.2%	4.0%	1.2%
2022H1	6.2%	5.5%	4.7%	3.7%	8.1%	5.8%	0.6%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 16：徽酒管理费用率拆分：主要项目占营业总收入比例

年份	古井贡酒		迎驾贡酒		口子窖	
	职工薪酬	折旧及摊销	职工薪酬	折旧费	职工薪酬	折旧及摊销
2018	4.4%	0.9%	2.0%	1.0%	1.4%	1.7%
2019	4.0%	0.9%	1.9%	0.9%	1.5%	1.8%
2020	4.9%	1.0%	1.7%	1.2%	1.7%	2.0%
2021	4.9%	0.8%	1.6%	1.0%	1.6%	1.8%
2022H1	3.7%	0.6%	1.6%	1.0%	1.8%	2.1%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

估值：我们选取类似的区域白酒公司作为可比公司，其中今世缘为江苏区域白酒，古井贡酒、口子窖为安徽区域白酒，老白干酒为河北区域白酒，金徽酒为甘肃区域白酒。考虑到公司洞 16 及以上产品至少需要 2-3 年时间培育至放量期，估值采用 2024-2025 年节点较为合理，我们选取 2024 年作为估值节点。可比公司 2024 年 PE 均值为 26 倍，故给

与公司 2024 年 26 倍 PE，对应目标市值 737 亿，较 2023 年 4 月 3 日收盘市值仍有 36% 的上涨空间，首次覆盖给予买入评级。

表 17: 可比公司估值表

代码	公司	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿)				PE		
			2021	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
603369.SH	今世缘	818	20.29	24.75	31.17	39.21	33	26	21
000596.SZ	古井贡酒	1346	22.98	30.56	37.61	45.15	44	36	30
603589.SH	口子窖	417	17.27	17.22	20.03	23.14	24	21	18
600559.SH	老白干酒	340	3.89	6.90	7.31	9.73	49	46	35
603919.SH	金徽酒	139	3.25	2.80	4.20	5.54	50	33	25
	平均						40	32	26
603198.SH	迎驾贡酒	540	13.82	17.77	22.56	28.60	30	24	19

资料来源: Wind, 公司公告, 申万宏源研究 (注: 口子窖、老白干酒、金徽酒数据为万得一致预测, 其他公司为申万预测; 数据截至 2023 年 4 月 3 日。)

风险提示:

- 1、经济下行影响白酒需求。**区域白酒消费和当地经济发展水平高度相关，虽然安徽近年来经济发展较快，但未来仍可能经济下行，则安徽白酒行业增速可能不及预期；
- 2、疫情反复可能导致白酒消费场景缺失。**2022 年底防疫政策放开，但疫情仍影响消费心理，若大规模疫情反复，仍可能会影响宴席、聚饮等白酒消费场景；
- 3、食品安全事件。**历史上白酒行业曾受到山西假酒案、塑化剂事件影响，若邻近地区发生影响较为恶劣的食品安全事件，可能导致公司业绩受到影响。

财务摘要

合并损益表

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3,452	4,577	5,566	7,020	8,740
营业收入	3,452	4,577	5,566	7,020	8,740
中高档白酒	2,127	3,079	4,068	5,437	7,078
普通白酒	1,108	1,226	1,226	1,312	1,390
其他	217	272	272	272	272
营业总成本	2,282	2,878	3,319	4,135	5,051
营业成本	1,135	1,486	1,733	2,099	2,440
中高档白酒	499	735	939	1,257	1,553
普通白酒	471	537	581	628	673
其他	164	214	214	214	214
税金及附加	520	701	818	1,053	1,355
销售费用	420	445	512	674	857
管理费用	172	196	206	260	350
研发费用	39	53	50	50	50
财务费用	-4	-3	0	0	0
其他收益	24	27	27	27	27
投资收益	75	71	71	71	71
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	3	14	0	0	0
信用减值损失	-1	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	1	1	1	1
营业利润	1,272	1,812	2,346	2,985	3,789
营业外收支	-13	7	0	0	0
利润总额	1,259	1,819	2,346	2,985	3,789
所得税	302	433	563	721	920
净利润	957	1,387	1,783	2,264	2,869
少数股东损益	4	5	6	7	9
归母净利润	953	1,382	1,777	2,256	2,860

资料来源：wind，申万宏源研究

合并现金流量表

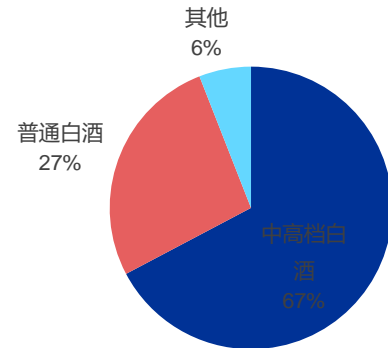
百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	957	1,387	1,783	2,264	2,869
加：折旧摊销减值	175	208	112	112	112
财务费用	-4	0	0	0	0
非经营损失	-30	-106	-72	-72	-72
营运资本变动	-371	28	404	-144	-74
其它	2	1	0	0	0
经营活动现金流	729	1,517	2,227	2,159	2,834
资本开支	207	251	-1	-1	-1
其它投资现金流	355	-1,081	-533	-533	-533
投资活动现金流	149	-1,332	-532	-532	-532
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0	0
支付股利、利息	561	562	0	0	0
其它融资现金流	0	0	0	0	0
融资活动现金流	-561	-562	0	0	0
净现金流	317	-376	1,695	1,627	2,302

资料来源：wind，申万宏源研究

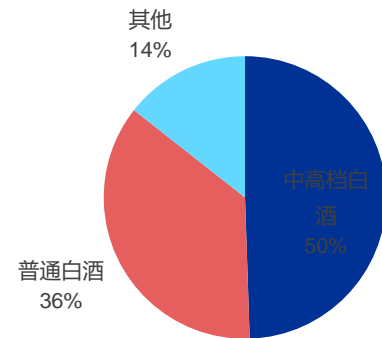
合并资产负债表

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产					

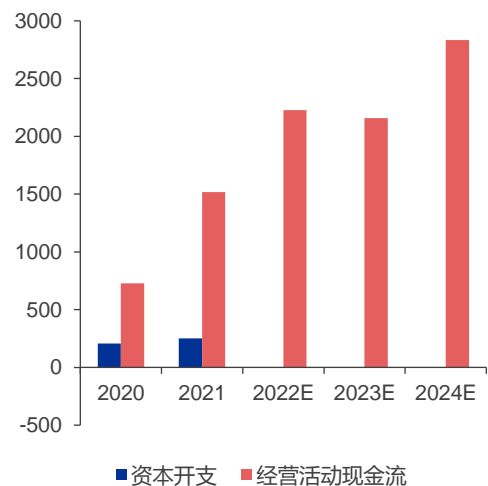
收入结构



成本结构



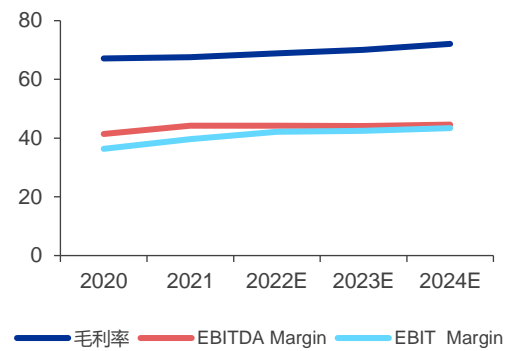
资本开支与经营活动现金流



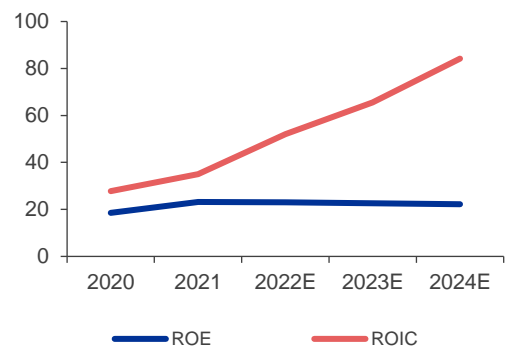
现金及等价物	1,940	2,147	4,447	6,678	9,584
应收款项	118	72	94	114	129
存货净额	3,020	3,499	3,072	3,197	3,256
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	272	793	793	793	793
长期投资	0	75	75	75	75
固定资产	1,763	1,749	1,638	1,526	1,415
无形资产及其他资产	270	293	293	292	292
资产总计	7,381	8,628	10,411	12,675	15,544
流动负债	2,077	2,502	2,502	2,502	2,502
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	1,484	1,763	1,763	1,763	1,763
其它流动负债	594	739	739	739	739
非流动负债	142	139	139	139	139
负债合计	2,220	2,641	2,641	2,641	2,641
股本	800	800	800	800	800
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	1,304	1,304	1,304	1,304	1,304
其他综合收益	0	0	0	0	0
盈余公积	400	400	400	400	400
未分配利润	2,639	3,461	5,238	7,494	10,354
少数股东权益	20	23	28	36	45
股东权益	5,162	5,987	7,770	10,034	12,903
负债和股东权益合计	7,381	8,628	10,411	12,675	15,544

资料来源: wind, 申万宏源研究

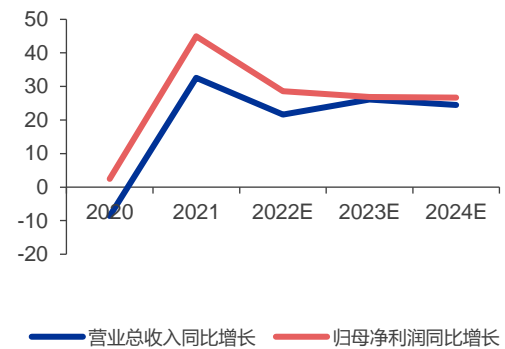
经营利润率(%)



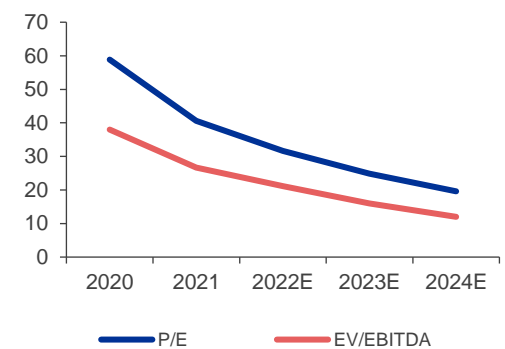
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysc.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhysc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。