

食品饮料

报告日期：2023年11月14日

洞藏系列势能渐起，高速发展未来可期

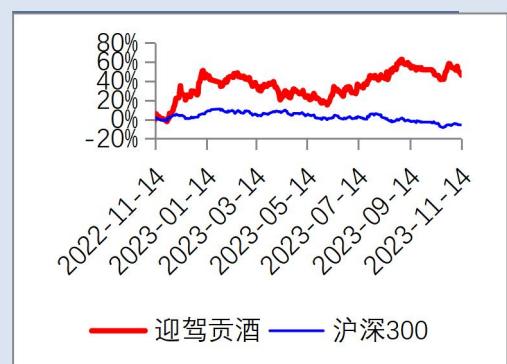
——迎驾贡酒（603198.SH）深度报告

华龙证券研究所

投资评级：

买入（首次覆盖）

行业走势图



市场数据（2023年11月14日）

当前价格：70元/股（收盘价）

总市值：564亿元

流通市值：564亿元

研究员

研究员：王芳

执业证书编号：S0230520050001

邮箱：wangf@hlzqgs.com

请认真阅读文后免责条款

摘要（核心观点）：

迎驾贡酒是安徽省白酒龙头。2023年1-3季度，公司实现营收48.0亿元，同比增长23.4%；归母净利润16.5亿元，同比增长37.6%。毛利率71.6%，同比提升3.1%，净利率34.6%，同比提升3.5%。

安徽省白酒行业规模和竞争格局：安徽省白酒规模380亿元，是白酒产销大省，经济快速发展、人口增加、人均消费水平提升和省内浓厚的饮酒氛围驱动安徽省白酒消费水平结构优化和行业扩容。安徽省内白酒市场呈一超两强竞争格局，未来产品结构持续改善驱动安徽省内白酒行业扩容。

公司核心竞争力：产品力方面，洞藏系列放量，公司产品结构优化，中高端白酒占比提升。三季报显示公司中高档酒占比达到78%。公司毛利率由2015年的58%提升至2022年的68%。洞16/20布局次高端价格带，提升产品形象，结构升级路径明确。渠道力方面，小商制+深度分销助力公司渠道实现“小区域、高占有”的精细化运作。品牌力方面，公司持续开展生态白酒新文化、媒体平台、消费者互动体验“三大行动”，提升品牌形象。2023年中国白酒品牌价值评价结果发布，迎驾贡酒品牌价值145.5亿元，全国排名12位。

估值与投资建议：预计公司2023-2025年营业收入为68亿/82亿/98亿，同比增长23%/21%/19%；营业成本为21亿/25亿/29亿，同比增长18%/18%/17%；毛利率为69%/70%/71%；归母净利润为22亿/27亿/32亿，同比增长27%/23%/21%；EPS为2.70元/3.32元/4.01元；ROE为27%/29%/30%；PE为26X/21X/18X。首次覆盖，给予“买入”评级。

财务预测与估值简表

| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（亿元） | 34.52 | 45.77 | 55.05 | 67.75 | 82.01 | 97.87 |
| 增长率 | 32.58% | 20.29% | 23.06% | 21.05% | 19.34% | |
| 归母净利润（亿元） | 9.53 | 13.82 | 17.05 | 21.58 | 26.56 | 32.11 |
| 增长率 | 44.96% | 23.38% | 26.57% | 23.07% | 20.88% | |
| 每股收益EPS（元） | 1.19 | 1.73 | 2.13 | 2.70 | 3.32 | 4.01 |
| 销售毛利率（%） | 67.67 | 68.68 | 68.68 | 69.23% | 69.97% | 70.55% |
| 净资产收益率（ROE） | 18.54% | 22.92% | 24.61% | 27.07% | 28.69% | 29.70% |
| 市盈率（P/E） | 59.15 | 40.80 | 33.07 | 26.13 | 21.23 | 17.56 |

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

风险提示：宏观经济增速不及预期、食品安全风险、省内竞争加剧风险、原材料价格上升风险、省外市场开拓不及预期风险。

目 录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 1. 基本情况：安徽省白酒龙头，盈利能力持续提升 | 3 |
| 1.1 中国生态白酒第一品牌 | 3 |
| 1.2 股权结构清晰，管理层持股 | 3 |
| 1.3 财务指标：收入利润增速亮眼 | 4 |
| 2. 安徽省是白酒产销大省，竞争激烈 | 5 |
| 2.1 安徽白酒市场规模 380 亿元，产品结构优化空间广阔 .. | 5 |
| 2.2 一超两强竞争格局，集中度高 | 6 |
| 2.3 省内主流价格带持续上行，龙头有望充分收益 | 7 |
| 3. 洞藏系列乘势而起，核心竞争力突出 | 8 |
| 3.1 产品力：价格带全覆盖，洞藏系列势能向上 | 8 |
| 3.2 渠道力：省内渠道下沉省外扩张加速 | 10 |
| 3.3 品牌力：知名度和影响力不断提高 | 12 |
| 4. 估值与投资建议 | 13 |
| 4.1 核心假设 | 13 |
| 4.2 PE 估值 | 14 |
| 5. 风险提示 | 14 |

图表目录

| | |
|-------------------------------|----|
| 图表 1: 公司“六位一体”大生态品质理念 | 3 |
| 图表 2: 公司股权结构清晰 | 4 |
| 图表 3: 收入及同比变化 | 4 |
| 图表 4: 归母净利润及同比变化 | 4 |
| 图表 5: 毛利率和净利率提升 | 5 |
| 图表 6: 销售费用率显著低于竞品 | 5 |
| 图表 7: 安徽省白酒产量及增速（万千升） | 6 |
| 图表 8: 安徽省白酒市场规模（亿元） | 6 |
| 图表 9: 安徽省内分价格带行业规模 | 6 |
| 图表 10: 安徽省内各个价格带竞品一览 | 7 |
| 图表 11: 中高档白酒占比持续提升 | 8 |
| 图表 12: 迎驾贡酒销售人员数量众多 | 10 |
| 图表 13: 公司批发代理收入远高于直销 | 10 |
| 图表 14: 省内省外经销商数量增长情况（家） | 12 |
| 图表 15: 省内省外各区域营收（万元） | 12 |
| 图表 16: 公司品牌形象持续提升 | 13 |

表格目录

| | |
|--------------------------|----|
| 表格 1: 公司产品梳理 | 9 |
| 表格 2: 迎驾贡酒历年提价情况 | 11 |
| 表格 3: 营业收入预测简表（亿元） | 13 |
| 表格 4: 盈利预测表（亿元） | 16 |

1. 基本情况：安徽省白酒龙头，盈利能力持续提升

1.1 中国生态白酒第一品牌

迎驾贡酒是安徽省白酒龙头，公司产地位于北纬 30 度附近的大别山腹地，东淠河上游的霍山县，气候温暖湿润，霍山县是“中国竹子之乡”，发源于大别山主峰白马尖的山泉水，流经茫茫竹海，经地下竹根层层过滤，水质纯净，在当地被称为“剐水”。迎驾贡酒酿造和勾调用水全部使用原生态的山泉剐水，好山好水酿造出具有“窖香幽雅、绵甜爽口”鲜明风格的美酒。公司坚持“生态产区、生态剐水、生态酿艺、生态循环、生态洞藏、生态消费”六位一体的大生态品质理念，争做“中国生态白酒第一品牌”。

图表 1：公司“六位一体”大生态品质理念

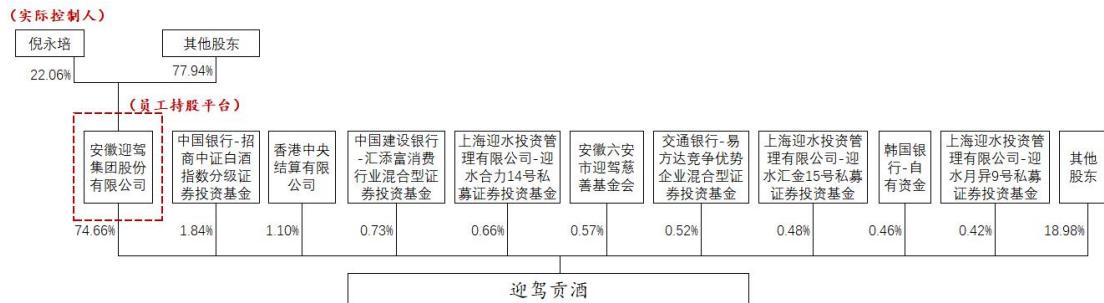


数据来源：公司官网、华龙证券研究所

1.2 股权结构清晰，管理层持股

股权结构清晰，管理层持股。迎驾贡酒是一家民营酒企，安徽迎驾集团股份有限公司（以下简称“迎驾集团”）系公司的第一大股东，持股比例 74.66%，倪永培先生系公司的实际控制人，直接持有公司 0.20%的股份，通过迎驾集团间接持有 16.47%的股份。大部分高管通过迎驾集团间接持有上市公司股份，总经理杨照兵持有迎驾集团 0.26%股权，副总经理沈守强/叶玉琼/广家权持有迎驾集团 0.76%/0.81%/0.31%股权，高管团队与股东利益高度绑定，激励到位。

图表 2：公司股权结构清晰



数据来源：iFinD、华龙证券研究所

1.3 财务指标：收入利润增速亮眼

收入利润增速亮眼，洞藏系列产品引领。2023年1-3季度，公司实现营业收入48.0亿元，同比增长23.42%，单三季度营业收入16.6亿元，同比增长21.9%。分区域看，单三季度省内收入10.4亿元，同比增长29.5%，省外收入5.4亿元，同比增长11.9%，省内基地市场明显提速。分价格带看，三季度公司中高档白酒收入12.10亿元，同比增长29.6%，省内中高档白酒表现较好。未来，公司洞藏系列持续放量高增长，动销延续景气趋势。

图表 3：收入及同比变化



图表 4：归母净利润及同比变化



数据来源：iFinD、华龙证券研究所

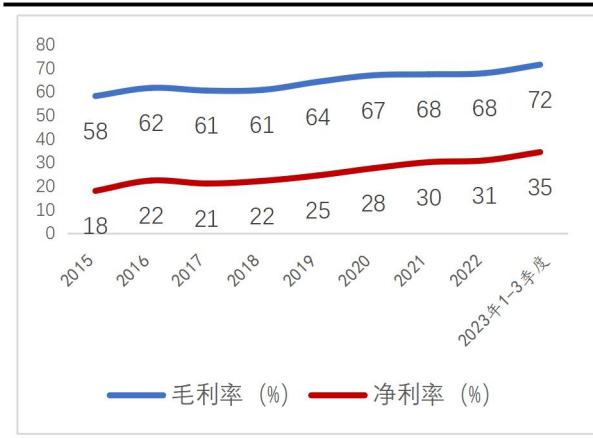
数据来源：iFinD、华龙证券研究所

利润高双位数增长，毛利率明显改善。2023年1-3季度公司实现归母净利润16.5亿元，同比增长37.6%。毛利率71.6%，同比提升3.1%，净利率34.6%，同比提升3.5%，销售费用率和管理费

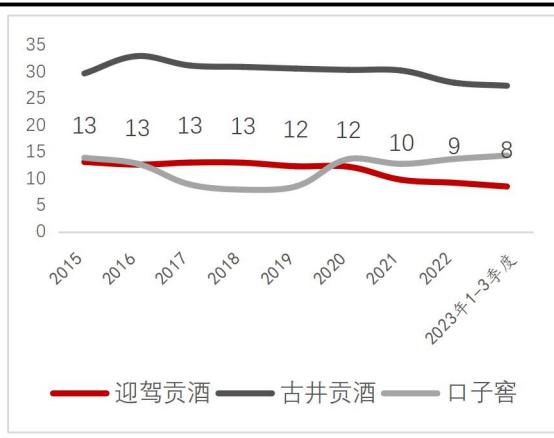
用率分别为 8.5% 和 3.1%，同比变化 -0.65% 和 -0.49%，主因公司产品结构升级带动营业收入高增速，叠加费用投放更精准，规模效应凸显。未来我们预计洞藏系列的持续升级趋势和公司相对稳定的费用率水平下，公司毛利率有望继续改善。

销售费用率低于省内竞品公司。当前公司洞藏系列产品放量起势，处于规模的上升期，公司销售费用投放的规模效应逐步凸显，销售费用率持续优化，呈下降趋势。公司的销售费用率从 2019 年的 12% 下降至 2022 年 9%。2023 年 1-3 季度，公司销售费用率进一步下行，为 8%，同期，古井贡酒销售费用率为 27%，口子窖为 14%，远高于迎驾贡酒。

图表 5：毛利率和净利率提升



图表 6：销售费用率显著低于竞品 (%)



数据来源：iFinD、华龙证券研究所

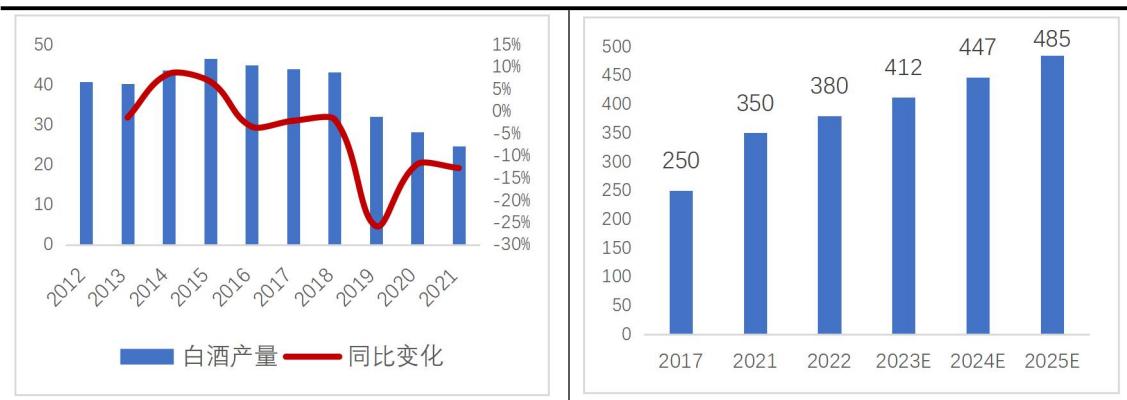
数据来源：iFinD、华龙证券研究所

2. 安徽省是白酒产销大省，竞争激烈

2.1 安徽白酒市场规模约 380 亿元，产品结构优化空间广阔

安徽省白酒规模约 380 亿元，是白酒产销大省。供给方面，2021 年全国白酒总产量为 715.6 万千升，安徽省产量约为 24.6 万千升，占全国白酒产量的 3.4%，居全国白酒产量省份前十。需求方面，根据华经产业研究院数据，2022 年安徽省白酒规模 380 亿元，预计 2025 年超过 480 亿元水平。经济的快速发展、人口的持续增加、人均消费水平提升和省内浓厚的饮酒氛围驱动安徽省白酒消费水平结构优化和行业扩容。

图表 7：安徽省白酒产量及增速（万千升）



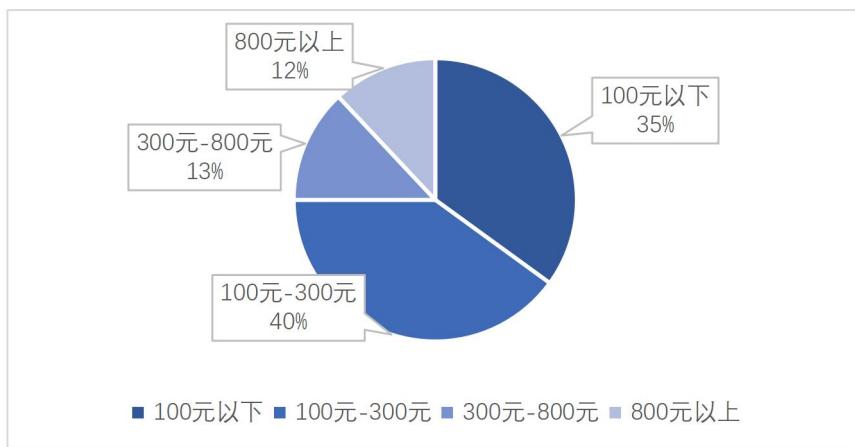
数据来源：安徽省统计局、华经产业研究院、华龙证券研究所

图表 8：安徽省白酒市场规模（亿元）

数据来源：酒业家、华经产业研究院、华龙证券研究所

安徽白酒中低端市场占比大，省内产品结构优化空间广阔。安徽省内 300 元以下白酒规模占比超过 70%，其中，100 元以下价格带占比 35%，100-300 元价格带占比 40%。未来，伴随省内经济高速发展和人均消费水平的提升，省内产品结构优化升级潜力巨大，空间广阔。

图表 9：安徽省内分价格带行业规模



数据来源：酒食新消费、前瞻产业研究院

注：数据更新至 2021 年。

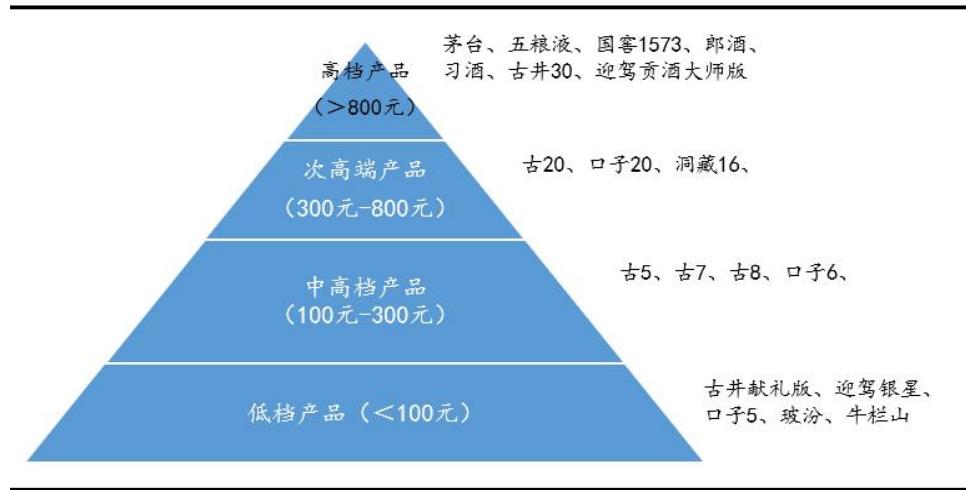
2.2 一超两强竞争格局，集中度高

安徽省内白酒市场呈一超两强竞争格局，古井贡酒、迎驾贡酒、口子窖三家公司合计市场份额超过全省一半以上。最新三季报来看，三家公司营收端均有双位数增速。2022 年古井贡酒营收规模 167

亿元，是省内白酒行业的绝对龙头，迎驾贡酒和口子窖营收规模分别为 55 亿和 51 亿，位列第二梯队。2023 年 1-3 季度古井贡酒/迎驾贡酒/口子窖营收分别为 160 亿元/48 亿元/44 亿元，同比增长 25%/23%/18%，归母净利润为 38 亿元/17 亿元/13 亿元，同比增长 45%/38%/12%。

安徽省内品牌在中档和低档价格带具备绝对优势。低档酒竞争品牌有迎驾金银星、古井献礼、口子 5 年、玻汾、牛栏山等，伴随省内消费升级趋势，这一价格带份额逐渐萎缩；中档价格带是省内主流价格带，本土品牌主要在这一价格带竞争，品牌有古 5、古 7、洞 6、洞 9，口子窖 6、口子窖 10；300-800 元次高端价格带主要竞品包括剑南春、洞藏 16、洞藏 20、古 16、口子 20、古 20 等，其中，古 20 表现强劲，省外品牌梦 6+ 渗透。千元价格带则主要是茅五泸等外来高端品牌的竞争，省内品牌古井 30、迎驾贡酒大师版和口子 30 做了产品布局，仍处于品牌培育阶段。

图表 10：安徽省内各个价格带竞品一览



数据来源：华龙证券研究所制作

2.3 省内主流价格带持续上行，龙头有望充分收益

省内白酒消费主流价格带上行，龙头充分受益产品结构优化带来的行业扩容，集中度提升。2023 年省内 100-300 元价格带产品迎驾洞 6，300-800 元价格带古 20 持续放量，表现超预期，带动迎驾和古井业绩高增长，同时，100 元以下白酒市场规模下滑，省内

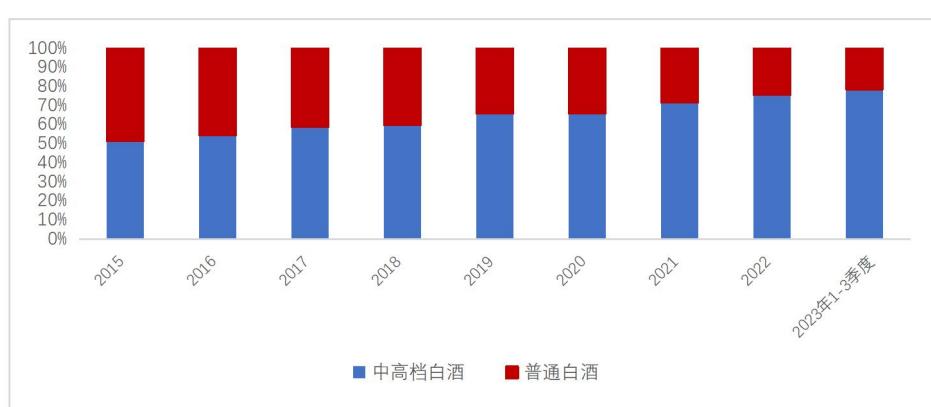
主流消费价格带上移趋势明显，未来，产品结构持续改善驱动安徽省内白酒行业扩容。根据安徽省印发的《促进安徽白酒产业高质量发展的若干意见》文件，到 2025 年，安徽白酒企业实现营业收入 500 亿元，酿酒总产量 50 万千升，培育年营业收入超过 200 亿元的白酒企业 1 家，超过 100 亿元的企业 2 家，伴随竞争的加剧和分化，省内龙头酒企有望充分享受产品结构升级趋势下行业扩容的红利，市占率进一步提升。

3. 洞藏系列乘势而起，核心竞争力突出

3.1 产品力：价格带全覆盖，洞藏系列势能向上

洞藏系列放量，公司产品结构优化，中高端白酒占比提升。2015 年公司推出洞藏系列，其中，迎驾洞藏 6 和迎驾洞藏 9 定位 100-300 元价格带，契合省内主流消费水平。2015 年-2022 年公司中高档白酒销售收入提升较快，七年的 CAGR 为 16%，占销售收入的比例从 51% 提升至 76%，2023 年三季报数据显示公司中高档酒占比达到 78%。中高档酒占比的提升带动公司毛利率稳步上行，公司的毛利率由 2015 年的 58% 提升至 2022 年的 68%，提升 10pcts，2023 年 1-3 季度公司毛利率 72%，较年初上行 4pcts。

图表 11：中高档白酒占比持续提升



数据来源：公司公告、华龙证券研究所

洞 6、洞 9 与竞品错位竞争，动销持续放量超预期。安徽省内 100-300 元价格带的主要竞品有迎驾贡酒洞 6、洞 9；古井贡酒古 5、

古 7、古 8；口子窖六年、口子窖十年。古井贡酒作为安徽省内绝对龙头，公司产品升级走在省内最前沿，古井贡酒 2008 年推出古 5 产品，推出时间比迎驾贡酒洞 6 产品早七年时间，当前古井贡酒的重心和资源投放布局在价格更高的次高端价格带（300-800 元价格带）古 16、古 20 产品上，而迎驾贡酒主要布局在 100-300 元价格带，与之形成了鲜明的错位竞争，洞 6、洞 9 保持快速增长态势。

洞 16/20 布局次高端价格带，提升产品形象，结构升级路径明确。公司紧抓安徽省内价格带升级的机遇，推出迎驾洞藏 16 和迎驾洞藏 20，定位 300-800 元次高端价格带，当前处于培育期，体量较小。但公司通过各项活动主推该产品，持续进行消费者培育，叠加迎驾洞藏 6/9 在省内放量，消费者对洞藏系列的品牌认知度和认可度提升，后续伴随徽酒价格带的整体扩容，公司洞 16/20 有望复制洞 6/9 成功的路径，带动公司业绩高增长。

表格 1：公司产品梳理

| 品牌 | 产品 | 规格 | 终端价位 (元/瓶) | 定位 | 图片 |
|-----------|-------------|------------|---------------|-----------|---|
| 迎驾 | 迎驾贡酒 大师版 | 52 度/500ml | 1150 | 高档 白酒 |  |
| | 迎驾洞藏 20 | 52 度/500ml | 600.3 | | |
| | 迎驾洞藏 16 | 52 度/520ml | 379.8 | |  |
| | 迎驾洞藏 9 | 52 度/520ml | 278.2 | 中高档 白酒 | |
| 迎驾金 银星 | 迎驾洞藏 6 | 52 度/520ml | 168.0 | |  |
| | 迎驾金星 | 52 度/520ml | 98.0 | | |
| | 迎驾银星 | 52 度/520ml | 75.0 | 白酒 |  |
| 百年迎 驾贡 | 三星百年 迎驾贡 | 42 度/500ml | 28 | | |
| | 四星百年 迎驾贡 | 42 度/450ml | 71.1 | 普通 白酒 |  |

| | | | | | |
|----------|--------|------------|----|----------|---|
| 迎驾 普酒 | 小迎驾*乐淘 | 45 度/175ml | 25 | 普通 白酒 |  |
| | 小迎驾*乐醉 | 45 度/175ml | 20 | | |
| | 小迎驾 | 42 度/125ml | 59 | | |
| 糟坊 系列 | 迎驾糟坊 | 42 度/500ml | 40 | 普通 白酒 |  |

数据来源：公司官网、公司公告、天猫旗舰店、京东旗舰店、华龙证券研究所

3.2 渠道力：省内渠道下沉省外扩张加速

小商制+深度分销，公司渠道实现“小区域、高占有”的精细化运作。公司的主销产品系100-300元价格带的洞6、洞9，主要销售模式以小商制的批发代理为主，直销和团购占比不大。2022年公司批发代理收入48.9亿元，占比94%，直销（含团购）收入3.1亿元，占比6%。公司采用扁平化的模式管理批发代理渠道商，实行“1+1+N”的营销模式，即1个办事处经理+1个业务经理+N个业务员，该模式的优点在于深度分销助力公司在区县及更下沉的市场吸引经销商加入，推动核心市场渠道持续深耕。当前，迎驾贡酒销售人员数量位居安徽省第二，仅次于古井贡酒，远超口子窖，数量众多的销售人员组成了一只战斗力很强的地推队伍。

图表 12: 迎驾贡酒销售人员数量众多(人)



图表 13: 公司批发代理收入远高于直销(万元)



数据来源：iFinD、华龙证券研究所

数据来源：公司公告、华龙证券研究所

较高渠道利润下，终端推广具备积极性。迎驾洞藏系列于2015年推出，推出时间较古井贡酒年份原浆系列晚7年，较口子窖窖藏系列晚17年，产品推出时间越长，渠道利润越透明，相较于竞品，迎驾贡酒推出时间最晚，渠道利润更丰厚，渠道推广的积极性也更

高。2017 年-2022 年五年里，公司对洞藏系列产品的终端供货价和零售价分多次进行小幅上调，维持一定的渠道价差，保障渠道利润。

表格 2：迎驾贡酒历年提价情况

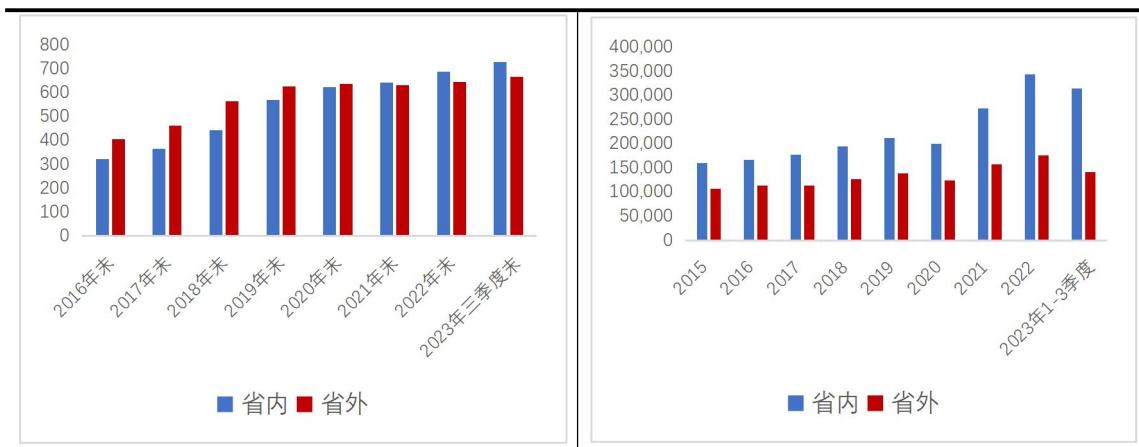
| 提价时间 | 产品 | 具体情况 |
|------------|--------------|-------------------------------|
| 2017 年 | 洞 16 | 52 度洞 16 终端价格上调 20 元/瓶 |
| | | 42 度洞 16 终端价上调 40 元/瓶 |
| 2018 年 1 月 | 洞 6/洞 9/洞 16 | 每瓶终端供货价和零售价分别上调 5 元/12 元/15 元 |
| 2018 年 6 月 | 生态洞藏系列 | 每瓶上调 10-20 元 |
| | 银星/金星 | 每箱上调 20 元/30 元 |
| 2019 年 | 洞 6/9/16 | 提价 5-20 元 |
| | 洞 30 | 每瓶提价 95 元 |
| 2021 年 | 洞 20 | 每瓶售价提价 80 元 |
| 2022 年 | 洞 20 | 52 度/42 度每瓶供货价均提价 50 元 |

数据来源：酒食汇、名酒网、中国酒业新闻网、名酒观察、华龙证券整理

省内基础市场稳固，产品结构升级和渠道下沉齐发力。迎驾贡酒在省内对渠道有很强的掌控力，基本实现对终端门店的全覆盖，根据地市场渠道力突出，叠加产品结构升级的发展机遇，六安和淮北是公司的优势市场，已经形成较好的销售氛围，业绩迎来爆发期。

省外以江苏市场为核心，辐射周边，加快打造和复制样板市场。公司主要在江苏、山东、河南、湖南、湖北、江西等地布局，当前公司省内省外的销售占比是 6:4。2015 年-2022 年省外销售收入由 10.7 亿元增长到 17.6 亿元，2022 年同比增长 12%，占整体销售收入的 34%；2022 年末公司省外经销商人数 645 名，占整体的 48%。

图表 14: 省内省外经销商数量增长情况 (家) 图表 15: 省内省外各区域营收 (万元)



数据来源: iFinD、华龙证券研究所

数据来源: iFinD、华龙证券研究所

3.3 品牌力: 知名度和影响力不断提高

公司持续开展生态白酒新文化、媒体平台、消费者互动体验“三大行动”，不断提升品牌形象。公司主推洞 16/20 和迎驾贡酒大师版，提升洞藏系列占比，扩大品牌势能。与凤凰网联合出品《大驾光临》节目；策划了“世界美酒特色产区—中国生态白酒之乡迎驾体验之旅”、“2022 年迎驾洞藏寻找掼蛋王”、“‘好酒之源·生态为本’闭门交流会”、“‘情满中秋日，迎驾贡此时’中秋诗会”、“好酒中国行——走进迎驾贡酒”等活动，录制发布短视频，提升了消费者对产品和品牌的认同感，“中国生态白酒领军品牌”的知名度和影响力不断提高。

2023 年中国白酒品牌价值评价结果发布，迎驾贡酒品牌价值 1,454,715.99 万元，全国排名 12 位。2023 年世界蒸馏酒品牌榜中，迎驾贡酒位列第 25 名，品牌价值达到新高度。

图表 16: 公司品牌形象持续提升



数据来源：公司官方公众号

4. 估值与投资建议

4.1 核心假设

营业收入：公司洞藏系列势能向上，持续放量，公司主销的洞6/9契合省内主流消费价格带，与竞品形成错位竞争，动销速度明显加快，主推产品洞16/20定位300-800元价格带，布局产品结构升级，后续有望复制洞6/9的成功路径，带动公司中高档白酒产品高增长。2022年公司中高档白酒增速为28%，预计未来将延续高速增长趋势，假设公司2023-2025年中高档白酒增速为30%/26%/23%，普通白酒2022年增速为4%，假设公司2023-2025年维持4%增速。预计2023-2025年白酒营业收入分别为68亿元/82亿元/98亿元，同比增长23%/21%/19%。

表格 3: 营业收入预测简表（亿元）

| | 2020A | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 34.52 | 45.77 | 55.05 | 67.75 | 82.01 | 97.87 |
| yoy | | 32.58% | 20.29% | 23.06% | 21.05% | 19.34% |
| 毛利率 | 67.13% | 67.54% | 68.02% | 69.23% | 69.97% | 70.55% |
| 其中： | | | | | | |
| 中高档白酒 (>100元) | 21.27 | 30.79 | 39.28 | 51.07 | 64.34 | 79.14 |
| yoy | | 44.72% | 27.59% | 30.00% | 26.00% | 23.00% |
| 普通白酒 (30-100元) | 11.08 | 12.26 | 12.69 | 13.20 | 13.73 | 14.28 |
| yoy | | 10.69% | 3.55% | 4.00% | 4.00% | 4.00% |

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

营业成本和毛利率：受益于公司产品结构的持续优化，中高档白酒占比提升，公司毛利率稳步上行。预计 2023–2025 年营业成本分别为 21 亿元/25 亿元/29 亿元，2022 年公司毛利率 68%，预计 2023–2025 年毛利率为 69%/70%/71%。

费用：假设公司 2023–2025 年销售费用率与去年持平为 9.17%，管理费用率与去年持平 3.47%，财务费用分别为 -0.06 亿元/-0.11 亿元/-0.16 亿元。

4.2 PE 估值

公司 2023–2025 年归母净利润分别为 22 亿/27 亿/32 亿，同比增长 27%/23%/21%；2023–2025 年 EPS 分别为 2.70 元/3.32 元/4.01 元；ROE 分别为 27%/29%/30%；对应 PE 为 26X/21X/18X。首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险提示

宏观经济增速不及预期。白酒消费与经济发展正相关，经济活动活跃的时期，白酒消费量价均有较好的消费升级趋势，若经济增速不及预期，对白酒行业的快速发展有一定影响。

食品安全风险。食品安全事件对公司和行业发展影响深远，若出现较大的食品安全问题，将对消费者需求产生不利影响。

省内竞争加剧风险。安徽省内白酒市场规模 380 亿元左右，本地品牌竞争激烈，若省内市场竞争进一步加剧，或对公司产生不利影响。

原材料价格上升风险。白酒行业上游是农产品、包材等原材料，受到大宗商品价格波动影响，若未来原材料成本上行，对公司成本和利润产生不利影响。

省外市场开拓不及预期的风险。迎驾贡酒在安徽省内具有较高的知名度，积极布局省外市场，但是公司在省外的知名度和消费者

的接受度较省内均存在一定差距，同时，省外市场的开拓需要较高的费用投入，存在不确定性。

表格 4：盈利预测表（亿元）

| 资产负债表 | | | | | | | 利润表 | | | | | | |
|------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 会计年度 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 会计年度 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 货币资金 | 11.54 | 7.57 | 11.37 | 22.60 | 37.56 | 54.76 | 营业收入 | 34.52 | 45.77 | 55.05 | 67.75 | 82.01 | 97.87 |
| 应收票据及账款 | 1.01 | 0.61 | 0.90 | 1.33 | 1.61 | 1.92 | 营业成本 | 11.35 | 14.86 | 17.60 | 20.85 | 24.63 | 28.83 |
| 预付款项 | 0.12 | 0.06 | 0.07 | 0.13 | 0.16 | 0.19 | 税金及附加 | 5.20 | 7.01 | 8.26 | 10.25 | 12.41 | 14.81 |
| 其他应收款 | 0.05 | 0.17 | 0.11 | 0.16 | 0.20 | 0.24 | 销售费用 | 4.20 | 4.45 | 5.05 | 6.21 | 7.52 | 8.97 |
| 存货 | 30.20 | 35.20 | 40.10 | 47.49 | 56.10 | 65.67 | 管理费用 | 1.72 | 1.96 | 1.91 | 2.35 | 2.84 | 3.39 |
| 其他流动资产 | 10.58 | 22.03 | 25.15 | 28.98 | 30.45 | 32.09 | 研发费用 | 0.39 | 0.53 | 0.61 | 0.61 | 0.61 | 0.61 |
| 流动资产总计 | 53.49 | 65.63 | 77.71 | 100.70 | 126.08 | 154.88 | 财务费用 | (0.04) | (0.03) | (0.01) | (0.06) | (0.11) | (0.16) |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.05 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资产减值损失 | (0.00) | (0.00) | (0.00) | (0.00) | (0.00) | (0.00) |
| 固定资产 | 17.31 | 17.16 | 17.46 | 12.74 | 7.97 | 3.16 | 信用减值损失 | (0.01) | (0.00) | (0.00) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 在建工程 | 0.32 | 0.80 | 1.75 | 1.46 | 1.17 | 0.87 | 其他经营损益 | (0.00) | (0.00) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 无形资产 | 1.15 | 1.24 | 1.74 | 1.37 | 1.00 | 0.63 | 投资收益 | 0.75 | 0.71 | 0.76 | 0.74 | 0.74 | 0.74 |
| 长期待摊费用 | 0.32 | 0.33 | 0.20 | 0.10 | 0.00 | 0.00 | 公允价值变动损益 | 0.03 | 0.14 | 0.02 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动资产 | 1.22 | 2.13 | 1.75 | 1.73 | 1.71 | 1.68 | 资产处置收益 | 0.00 | 0.01 | 0.01 | 0.01 | 0.01 | 0.01 |
| 非流动资产合计 | 20.32 | 21.72 | 22.90 | 17.39 | 11.84 | 6.35 | 其他收益 | 0.24 | 0.27 | 0.39 | 0.30 | 0.30 | 0.30 |
| 资产总计 | 73.81 | 87.35 | 100.60 | 118.10 | 137.93 | 161.23 | 营业利润 | 12.72 | 18.12 | 22.81 | 28.58 | 35.15 | 42.46 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业外收入 | 0.06 | 0.08 | 0.02 | 0.06 | 0.06 | 0.06 |
| 应付票据及账款 | 7.48 | 7.24 | 9.01 | 11.52 | 13.61 | 15.93 | 营业外支出 | 0.19 | 0.01 | 0.33 | 0.18 | 0.18 | 0.18 |
| 其他流动负债 | 13.30 | 17.93 | 20.64 | 25.11 | 29.92 | 35.26 | 其他非经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 流动负债合计 | 20.77 | 25.17 | 29.64 | 36.63 | 43.53 | 51.19 | 利润总额 | 12.59 | 18.19 | 22.49 | 28.46 | 35.03 | 42.34 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 所得税 | 3.02 | 4.33 | 5.41 | 6.82 | 8.39 | 10.14 |
| 其他非流动负债 | 1.42 | 1.42 | 1.30 | 1.30 | 1.30 | 1.30 | 净利润 | 9.57 | 13.87 | 17.08 | 21.65 | 26.64 | 32.20 |
| 非流动负债合计 | 1.42 | 1.42 | 1.30 | 1.30 | 1.30 | 1.30 | 少数股东损益 | 0.04 | 0.05 | 0.03 | 0.06 | 0.08 | 0.10 |
| 负债合计 | 22.20 | 26.58 | 30.94 | 37.93 | 44.82 | 52.49 | 归属母公司股东净利润 | 9.53 | 13.82 | 17.05 | 21.58 | 26.56 | 32.11 |
| 股本 | 8.00 | 8.00 | 8.00 | 8.00 | 8.00 | 8.00 | EBITDA | 14.30 | 20.24 | 24.63 | 33.91 | 40.47 | 47.68 |
| 资本公积 | 13.04 | 13.42 | 12.61 | 12.61 | 12.61 | 12.61 | NOPLAT | 9.02 | 13.15 | 16.59 | 21.72 | 26.68 | 32.19 |
| 留存收益 | 30.39 | 38.87 | 48.67 | 59.12 | 71.97 | 87.51 | EPS(元) | 1.19 | 1.73 | 2.13 | 2.70 | 3.32 | 4.01 |
| 归属于母公司权益 | 51.42 | 60.29 | 69.29 | 79.73 | 92.58 | 108.12 | | | | | | | |
| 少数股东权益 | 0.20 | 0.48 | 0.37 | 0.44 | 0.52 | 0.61 | | | | | | | |
| 股东权益合计 | 51.62 | 60.77 | 69.66 | 80.17 | 93.10 | 108.73 | | | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 73.81 | 87.35 | 100.60 | 118.10 | 137.93 | 161.23 | | | | | | | |
| 现金流量表 | | | | | | | 主要财务比率 | | | | | | |
| 会计年度 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 会计年度 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| | | | | | | | 成长能力 | | | | | | |
| | | | | | | | 营收增长率 | (0.09) | 0.33 | 0.20 | 23.06% | 21.05% | 19.34% |
| | | | | | | | 营业利润增长率 | 0.01 | 0.42 | 0.26 | 25.34% | 22.97% | 20.81% |
| | | | | | | | EBIT增长率 | 0.01 | 0.45 | 0.24 | 26.35% | 22.96% | 20.78% |
| | | | | | | | EBITDA增长率 | 0.02 | 0.42 | 0.22 | 37.68% | 19.37% | 17.80% |
| | | | | | | | 归属母公司净利润增长率 | 0.02 | 0.45 | 0.23 | 26.57% | 23.07% | 20.88% |
| | | | | | | | 经营现金流增长率 | (0.21) | 1.08 | 0.21 | 18.42% | 28.63% | 18.05% |
| | | | | | | | 盈利能力 | | | | | | |
| | | | | | | | 毛利率 | 0.67 | 0.68 | 0.68 | 69.23% | 69.97% | 70.55% |
| | | | | | | | 净利率 | 27.72% | 30.30% | 31.03% | 31.95% | 32.48% | 32.90% |
| | | | | | | | 营业利润率 | 36.86% | 39.59% | 41.42% | 42.19% | 42.86% | 43.39% |
| | | | | | | | ROE | 18.54% | 22.92% | 24.61% | 27.07% | 28.69% | 29.70% |
| | | | | | | | ROA | 12.92% | 15.82% | 16.95% | 18.27% | 19.26% | 19.91% |
| | | | | | | | ROIC | 29.89% | 36.88% | 38.58% | 52.88% | 64.11% | 78.50% |
| | | | | | | | 估值倍数 | | | | | | |
| | | | | | | | P/E | 59.15 | 40.80 | 33.07 | 26.13 | 21.23 | 17.56 |
| | | | | | | | P/S | 16.34 | 12.32 | 10.24 | 8.32 | 6.88 | 5.76 |
| | | | | | | | P/B | 10.97 | 9.35 | 8.14 | 7.07 | 6.09 | 5.22 |
| | | | | | | | 股息率 | 0.99% | 1.28% | 1.56% | 1.98% | 2.43% | 2.94% |
| | | | | | | | EV/EBIT | 20.99 | 29.64 | 21.09 | 18.51 | 14.67 | 11.78 |
| | | | | | | | EV/EBITDA | 18.43 | 26.60 | 19.25 | 15.51 | 12.66 | 10.42 |
| | | | | | | | EV/NOPLAT | 29.19 | 40.92 | 28.57 | 24.21 | 19.21 | 15.43 |
| | | | | | | | | | | | | | |

数据来源：iFinD、华龙证券研究所

分析师声明：

本人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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人士、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

公司声明：

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。编制及撰写本报告的所有分析师或研究人员在此保证，本研究报告中任何关于宏观经济、产业行业、上市公司投资价值等研究对象的观点均如实反映研究分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的价格的建议或询价。我公司及分析研究人员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失及其他影响概不负责。

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。引用本报告必须注明出处“华龙证券”，且不能对本报告作出有悖本意的删除或修改。

投资评级说明：

| 投资建议的评级标准 | 类别 | 评级 | 说明 |
|---|------|----|-----------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 股价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上 |
| | | 增持 | 股价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间 |
| | | 中性 | 股价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间 |
| | | 减持 | 股价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间 |
| | | 卖出 | 股价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上 |
| | 行业评级 | 推荐 | 基本面向好，行业指数领先沪深300指数 |
| | | 中性 | 基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数 |
| | | 回避 | 基本面向淡，行业指数落后沪深300指数 |

兰州

地址：兰州市城关区东岗西路638号甘肃文化大厦21楼
邮编：730030
电话：0931-4635761
邮箱：h1zqyjs2021@163.com

北京

地址：北京市东城区天鸿宝景大厦F1层华龙证券
邮编：100033

上海

地址：上海市普陀区大渡河路168弄31号703室
邮编：200000