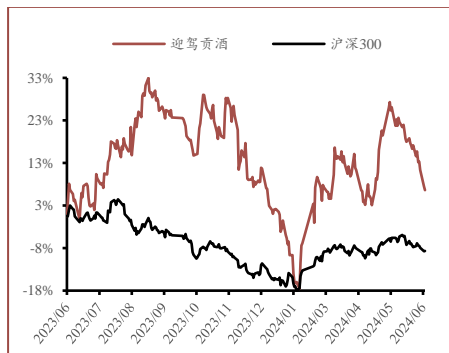


投资评级:增持(维持)

基本数据	2024-06-12
收盘价(元)	61.99
流通股本(亿股)	8.00
每股净资产(元)	11.56
总股本(亿股)	8.00

最近12月市场表现



分析师 吴文德

SAC证书编号: S0160523090004
wuwd01@ctsec.com

相关报告

- 《洞藏势能亮眼，省内表现突出》
2024-04-27
- 《Q3业绩延续高增，洞藏势头不减》
2023-10-30
- 《Q2利润高增，结构景气凸显》
2023-08-20

核心观点

- ❖ **安徽白酒消费稳步升级，徽酒竞争错位竞合。**近年来，安徽产业结构升级卓有成效，经济提升为消费升级带来持续动能。2020-2023年安徽省GDP CAGR为5.4%，固定资产投资增速为9.2%，皆位于全国各省前列。良好的经济动能为安徽省白酒消费升级提供核心动力。一方面安徽省人口基数稳定，另一方面省内消费能力稳步提升。2023年安徽省白酒市场规模约350-400亿元，价格带升级来看，安徽省各价格带白酒市场规模呈现稳定增长趋势。其中，100-300元价位带市场规模增长尤为显著，消费升级趋势明显。省内分地区来看，徽酒呈现出显著的区域性消费特征和价格带分布。从省内品牌区域覆盖来看，地产酒势力割据，一超两强格局明显。
- ❖ **渠道利润优势仍存，充分享受升级红利。**1) 品牌端：迎驾自然条件得天独厚，依托生态酿酒及千年迎驾建立品牌优势。公司金银星及洞藏品牌知名度较高，省内品牌知名度较强。2) 产品端：公司产品矩阵完善，公司持续聚焦主流价格带运营，2015年后公司将资源重点倾斜洞藏系列，洞6、洞9精准聚焦主流大众及中高端价格带升级。3) 渠道端：扁平化的管理模式，丰厚渠道利润推动稳步发展。公司构建“1+1+N”的营销路径，通过下沉+小商加强渠道掌控，实现“小区域、高占有”精细化渠道运作。
- ❖ **产品矩阵阶梯稳固，运筹中端布局次高端。**1) 中高端市场：渠道优势突出，消费者培育别具新意。品牌来看，公司依托“生态洞藏”概念，开展各式差异化活动，不断提升消费者黏性与品牌知名度。渠道来看，公司渠道利润仍有优势，终端网点覆盖尚有提升空间，有望在100-300元价格带进一步提升市占率。2) 次高端市场：稳步布局，小基数下有望高增。洞藏16、洞藏20尚处于培育中，有望成为公司在次高端价格带发力的主要抓手。3) 大众消费景气背景下，中高端提供业绩强劲支撑。疫情冲击后各项投资、收入出现放缓态势，社会消费趋势加速回归理性，大众消费更具空间。
- ❖ **投资建议：**精准把握外部机遇，洞藏系列行稳致远。我们预计2024-2026年公司归母净利润分别为29.1/36.2/43.8亿元，同比增速为27.4%/24.1%/21.0%，EPS分别为3.64/4.52/5.47元。对应PE为17.0X/13.7X/11.3X。我们认为公司将充分受益安徽省内主流价格带升级，维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**消费升级低于预期；市场竞争加剧风险；食品安全问题风险。

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5505	6720	8184	9883	11788
收入增长率(%)	19.59	22.07	21.79	20.75	19.27
归母净利润(百万元)	1705	2288	2914	3617	4376
净利润增长率(%)	22.97	34.17	27.39	24.09	21.01
EPS(元/股)	2.13	2.86	3.64	4.52	5.47
PE	29.47	23.18	17.02	13.71	11.33
ROE(%)	24.61	27.44	29.44	30.76	31.60
PB	7.25	6.36	5.01	4.22	3.58

数据来源：wind数据，财通证券研究所（以2024年06月12日收盘价计算）

内容目录

1	安徽消费升级趋势不改，徽酒竞争错位竞合.....	5
1.1	产业转型推动经济蓬勃发展，宏观的相对领先奠定白酒升级.....	5
1.2	市场规模量减价升，高端化升级坚实有力.....	7
1.3	一超两强格局明朗，迎驾向上势能积聚，向下稳操大众价格带.....	9
2	老牌徽酒底蕴深厚，体制灵活渠道强力.....	11
2.1	老牌徽酒几经沉浮，洞藏起量势能充足.....	11
2.2	民营企业机制灵活，管理团队经验丰富.....	13
2.3	渠道模式扁平化，厂家掌控能力强.....	13
3	产品矩阵错位竞合，运筹中端布局次高端.....	15
3.1	产品体系：洞藏系列引领结构升级.....	15
3.2	中高端市场：渠道优势突出，消费者培育别具新意.....	18
3.3	次高端市场：小基数下有望高增.....	21
3.4	洞藏上可升级，下辖大众消费，进退两全.....	22
4	盈利预测与投资建议.....	25
5	风险提示.....	26

图表目录

图 1. 安徽 2020-2023 年 GDP 增速 CAGR 位居全国前列.....	5
图 2. 安徽 2020-2023 年固定资产投资增速 CAGR 位居全国前列.....	5
图 3. 安徽经济转型成效理想.....	6
图 4. 安徽制造业投资增速维持高位 (%).....	6
图 5. 安徽疫后常住人口保持稳定 (万人).....	6
图 6. 21 年安徽人口净流入趋缓 (万人).....	6
图 7. 安徽人均可支配收入快速提升.....	6
图 8. 安徽 2020-2023 社零 CAGR 位居全国前列.....	6
图 9. 2022 年安徽白酒产量止跌企稳.....	7
图 10. 安徽白酒消费结构升级明显(亿元).....	7
图 11. 安徽省内区域市场主流价格带及主体消费产品.....	7
图 12. 安徽省大众价格带市场占比较(2021 年).....	8

图 13. 徽酒占安徽白酒市场份额近半成(2022 年).....	10
图 14. 安徽白酒市场 100-300 元价格带格局(2022 年).....	10
图 15. 苏皖白酒市场规模持续扩张 (亿元)	10
图 16. 迎驾占安徽白酒上市酒企营收比稳中有升.....	10
图 17. 公司投资逻辑示意图.....	11
图 18. 公司历史悠久, 可追溯至汉武帝时期.....	11
图 19. 公司产区风光.....	11
图 20. 公司发展历程.....	12
图 21. 公司总营收、归母净利稳健增长.....	12
图 22. 公司酒类收入持续提升.....	12
图 23. 公司股权结构图 (截至 2024 年 4 月 26 日)	13
图 24. 公司渠道模式改革.....	14
图 25. 公司营销组织架构.....	14
图 26. 2015 年以来销售人员数量稳步增长.....	15
图 27. 2020 年以来单商创收持续提升.....	15
图 28. 2020 年以来公司中高档白酒增速显著提升.....	16
图 29. 公司中高档白酒占比持续提升.....	16
图 30. 安徽城镇居民人均可支配收入及 GDP 同比变化	19
图 31. 徽酒市场 2 次消费升级.....	19
图 32. “三大系统工程”助力生态美酒文化推广	20
图 33. 公司销售费用增速较为平稳.....	20
图 34. 公司广告宣传费用增速较为平稳.....	20
图 35. 安徽白酒市场规模与人均可支配收入存在错配.....	21
图 36. 2021 年安徽 300 元以下价格带市场占比较大.....	21
图 37. 安徽市场各价格带主流产品(元).....	22
图 38. 2014 年以来收入、投资增速有所降速.....	23
图 39. 2020 年后招行客户资产规模增速有所降速.....	23
图 40. 2022 年以来中国 CPI、PPI 增速弱复苏 (%)	23
图 41. 2023 年以来中国社零总额增速趋于平稳 (%)	23
图 42. 2015-2023 年公司洞藏系列收入变化及预测.....	24
图 43. 洞藏主要产品体量拆分及预测 (亿元)	24
表 1. 安徽白酒各区域竞争格局有所不同.....	8

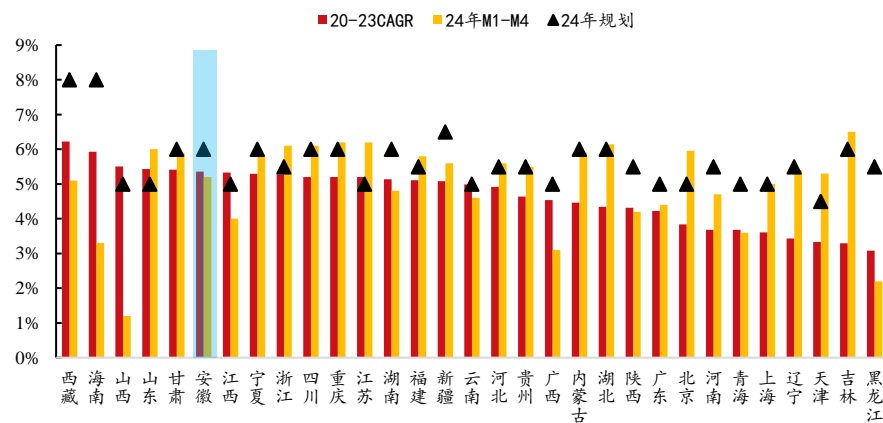
表 2. 安徽省内主流产品迭代历程.....	9
表 3. 公司产品体系（截至 2024 年 6 月 10 日）	17
表 4. 近年来公司主要产品多次提价.....	18
表 5. 公司多元化举措提升品牌价值.....	21
表 6. 公司营业收入拆分(百万元).....	25
表 7. 公司净利润预测.....	25
表 8. 可比公司估值表.....	26

1 安徽消费升级趋势不改，徽酒竞争错位竞合

1.1 产业转型推动经济蓬勃发展，宏观的相对领先奠定白酒升级

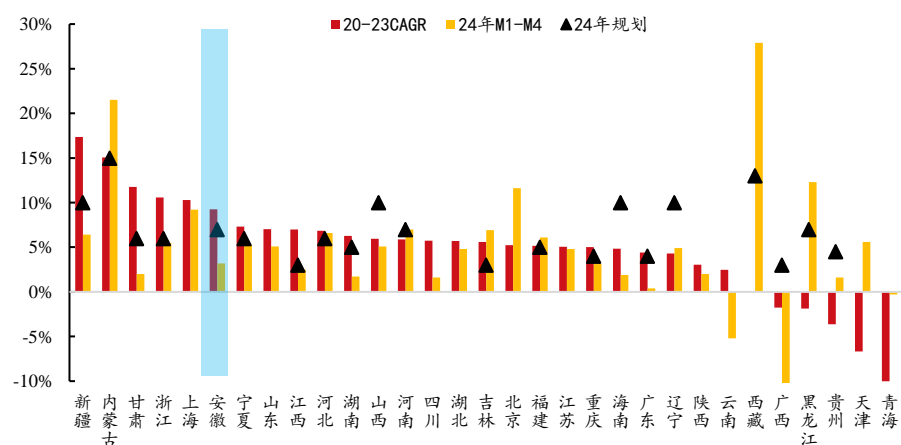
宏观经济基本面向好为徽酒行业的发展奠定基础。近年来，在政府的大力扶持之下，安徽省高新技术产业发展迅速，推动了全省产业结构升级，在打造具有国际竞争力的现代产业体系上成效明显。2020-2023 年安徽省 GDP CAGR 为 5.4%，固定资产投资增速为 9.2%，皆位于全国各省前列。其中汽车及装备制造、新能源、半导体等高新技术主导产业转型工作收效理想，规模进一步扩大，增速及经济效益水平进一步提升。总体来看，安徽经济指标增长好于全国整体，发展势能充足。

图1.安徽 2020-2023 年 GDP 增速 CAGR 位居全国前列



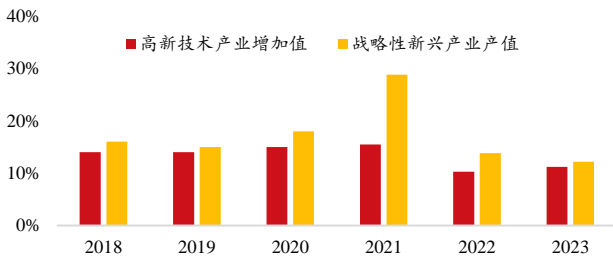
数据来源：Wind、财通证券研究所

图2.安徽 2020-2023 年固定资产投资增速 CAGR 位居全国前列



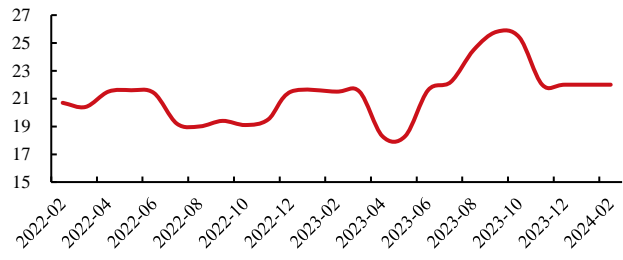
数据来源：Wind、财通证券研究所

图3.安徽经济转型成效理想



数据来源: Wind、财通证券研究所

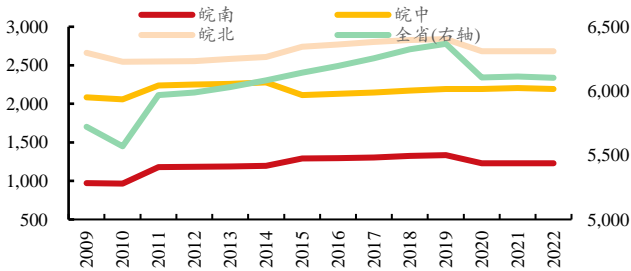
图4.安徽制造业投资增速维持高位 (%)



数据来源: Wind、财通证券研究所

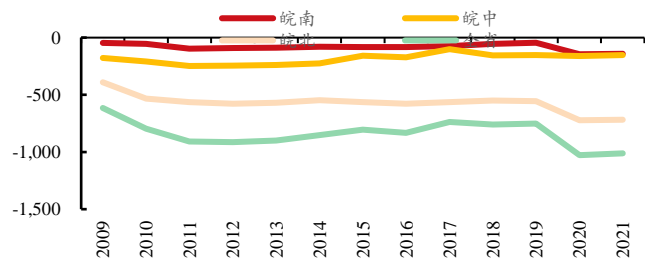
人口及消费能力来看,安徽人口基数稳定,人均消费能力持续提升。安徽省常住人口疫情前持续提升,疫情后整体保持平稳,2023年为6121万人。整体来看安徽省地级市人口变化幅度相对平稳,外出务工人员数量保持稳定,我们认为在安徽省内经济保持强劲背景下外出人口存在一定回流趋势。安徽作为我国劳务输出大省,外出务工人员超千万人。分区域来看,2021全省除合肥外全部地市呈人员流出趋势,皖北人口规模最大且外出比例高,2021年达717.8万人。居民消费来看,近年来安徽人均消费力持续提升,推动区域白酒消费稳健升级。安徽社零总额2020-2023年CAGR分别为6.5%。增速领先,2023年安徽省人均可支配收入为3.49万元,同比增长2%。

图5.安徽疫后常住人口保持稳定(万人)



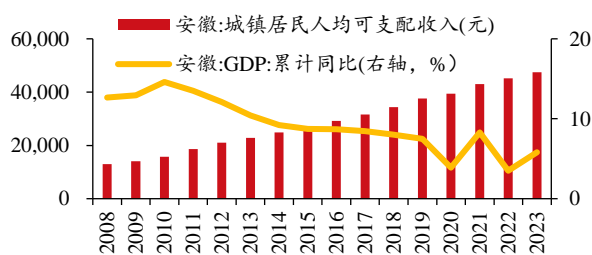
数据来源: 安徽省统计局、财通证券研究所

图6.21年安徽人口净流入趋缓(万人)



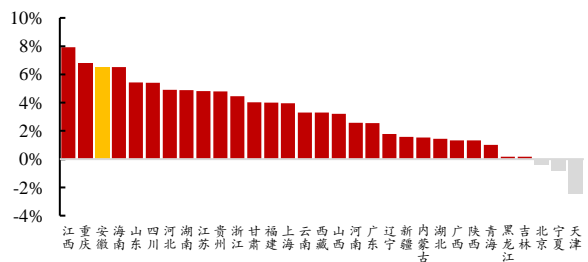
数据来源: 安徽省统计局、财通证券研究所

图7.安徽人均可支配收入快速提升



数据来源: Wind、财通证券研究所

图8.安徽2020-2023社零CAGR位居全国前列

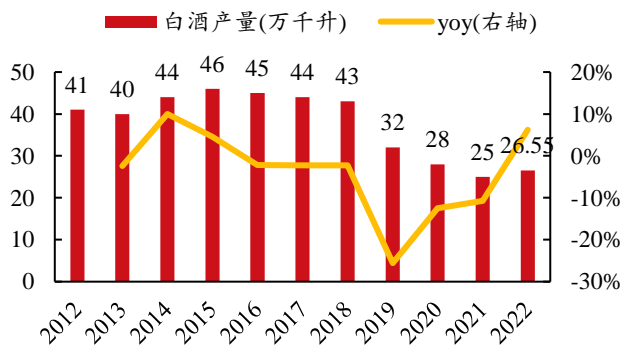


数据来源: 安徽省统计局、财通证券研究所

1.2 市场规模量减价升，高端化升级坚实有力

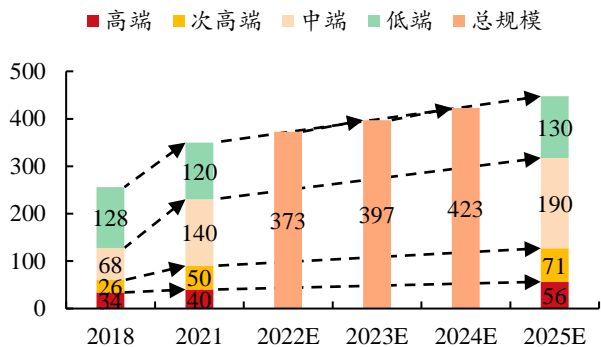
安徽白酒产销大省，伴随结构升级，2021年市场规模达约350亿元。近年来，安徽白酒产量不断收缩，但白酒市场规模不断扩大，结构上呈现升级趋势。消费习惯来看，安徽白酒消费以浓香为主，同时消费注重性价比。价格带来看，白酒消费价格带上移明显，逐步呈现倒金字塔结构。

图9.2022年安徽白酒产量止跌企稳



数据来源：安徽省统计局、财通证券研究所

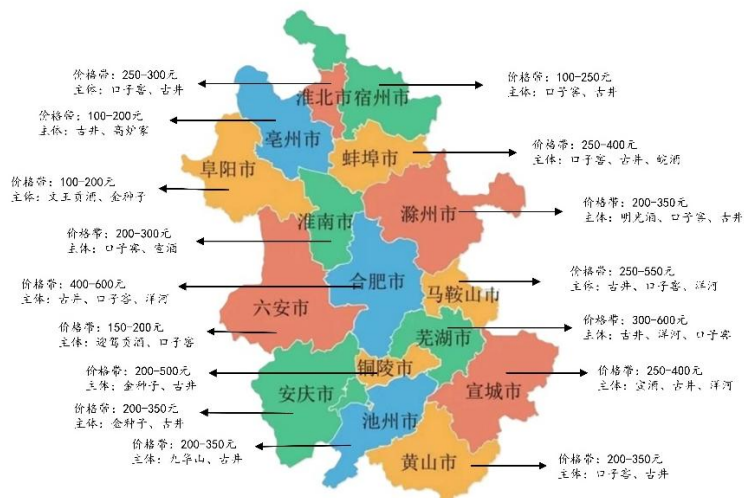
图10.安徽白酒消费结构升级明显(亿元)



数据来源：酒食新消费、财通证券研究所

从省内品牌区域覆盖来看，地产酒势力割据，古井迎驾错位竞合。徽酒龙头古井贡酒出自皖北亳州，在全省特别是皖中合肥区域具备较好的品牌基础；口子窖产地毗邻古井，在皖北淮北及皖南铜陵周边具有一定优势；迎驾贡酒出自六安，毗邻合肥，近2年在皖中六安、合肥、淮南、安庆等地不断强化市场份额；金种子、宣酒、高炉家、文王贡、明光酒等地产酒在自身基地市场及100元以下价格带也有一定体量。

图11.安徽省内区域市场主流价格带及主体消费产品

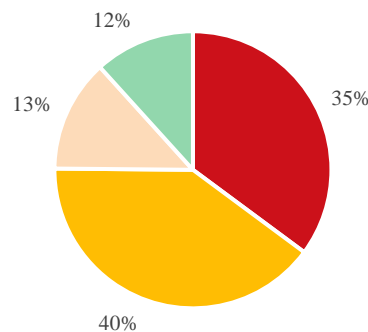


数据来源：公司公告、财通证券研究所

价格带升级来看，安徽省各价格带白酒市场规模呈现稳定增长趋势。其中，据酒食新消费数据，中端（100-300元）价位带市场规模2021年超140亿元，目前中端价格带仍在徽酒市场中占据主导地位，其次是中低端价格带。随着居民生活水平的提高和消费观念的转变，高价位白酒的市场需求有望持续扩张。**地产酒横据中间，全国名酒占据两头。**800元以上高端，份额主要被茅五泸等一线名酒分享；300-800元价格带则是诸强争霸，其中古井凭借两大单品古16和古20的出色表现夺取了将近一半的份额；100-300元价格带的传统大众酒，基本被三大徽酒龙头和宣酒、高炉家等地产龙头垄断。百元以下价格带，地产盒装酒和全国性光瓶酒表现各有所长。

图12.安徽省大众价格带市场占比较(2021年)

■ 100以下中低端 ■ 100-300中高端 ■ 300-800次高端 ■ 800以上超高端



数据来源：酒业报道、财通证券研究所

省内分地区来看，徽酒呈现出显著的区域性消费特征和价格带分布。古井贡酒在全省范围内展示了强大的市场覆盖力，特别是在中高端价格带中的表现尤为突出。口子窖在淮北、淮南和阜阳区域的市场份额相对较大，而迎驾则在六安和合肥地区更具竞争力。徽酒品牌在进行市场细分与渠道管理方面的专业能力较强，不同酒企根据自身品牌定位和市场策略，在省内不同地区精心布局，以符合当地市场的消费需求和偏好。据酒业家，安徽省内市场在价格带上存在分化，其中皖中区域的主流价格带升级至200-400元，相对皖北的100-150元和皖南的150-200元价格带表现出更高的消费层次。

表1.安徽白酒各区域竞争格局有所不同

地区	城市	地域特点
皖北	阜阳、宿州、亳州、淮南、蚌埠、淮北	价格带较低：经济基础较弱； 市场容量大：人口基数大，饮酒量大
皖中	合肥、六安、滁州、安庆	价格带涵盖广：经济基础快速提升，政商消费强； 市场容量空间：人口基数大，饮酒量场景相对丰富
皖南	芜湖、宣城、马鞍山、池州、黄山、铜陵	价格带较高：经济基础较强； 市场容量空间：人口基数小，饮酒量少

数据来源：云酒视界、财通证券研究所

安徽省白酒市场经历了显著的产品迭代与升级历程。消费主流价格带从 2005 年起的 60-80 元跃升至如今的 200-400 元，且市场仍在持续扩容，白酒消费价格重心还将不断上移。作为省内龙头，古井贡酒已成功把握了结构化升级趋势，全面聚焦古井贡酒年份原浆战略大单品，在完成了从“古 5”到“古 8”蜕变后，向“古 16”与“古 20”迈进，形成全价格带覆盖。浓香辈出的江淮地区，口子窖则依靠其独特的创新模式成为了兼香领导者之一，且已通过年份系列实现对省内多个价格带的覆盖。公司经历了从百年迎驾，过渡到金银星，再到全面导入洞藏系列的迭代过程，产品线逐步明晰，目前主要将迎驾洞藏系列作为其品牌的战略重心。相较而言，金种子酒在高端酒的扩张路径上略显乏力。

表2.安徽省内主流产品迭代历程

	2005-2011 年	2012-2015 年	2016-2018 年	2019 至今	2024 年 E
主流价格带	60-80 元	80-120 元	120-200 元	200-400 元	200-400 元
古井贡酒	献礼版 (80-110 元)	献礼版、古 5 (80-150 元)	古 5, 古 8 (110-235 元)	古 8、古 20+ 古 16 (200-600 元)	古 8+古 16
口子窖	口子坊、口子 5 (88 元)	口子 5、口子 6 (80-150 元)	口子 5、口子 10 年+20 年 (200-300 元)	口子 10 年、 初夏/仲秋 (200-500)	口子年份、 兼系列
迎驾贡酒	百年迎驾 (60-80 元)	金银星 (60-90 元)	洞藏 6 年 (90 元)	洞藏 6 年、9 年 (90-200 元)	洞藏 6 年、9 年、16 年
金种子酒	祥和、柔和、 醇三秋 (30-90 元)	祥和、柔和 (30-90 元)	祥和、柔和 (30-90 元)	馥合香、醉三 秋 (50 元以上)	头号种子、 新馥合香

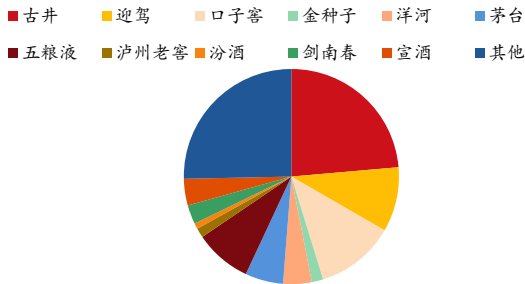
数据来源：徽脸、财通证券研究所

1.3 一超两强格局明朗，迎驾向上势能积聚，向下稳操大众价格带

竞争格局来看：安徽地产白酒表现强势、市场份额领先。据云酒头条，徽酒占安徽白酒市场总销售规模的比例持续提升，从 2018 年的约 60% 提升至 2021 年的约 66%，其中地产白酒品牌拥有渠道的绝对优势以及牢固的消费群体，壁垒高筑，在省内中低端白酒市场具有绝对话语权；次高端份额上，古井/口子窖/迎驾贡酒/金种子酒四者合计占比达 39%。

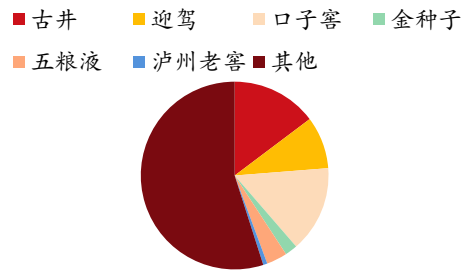
“西不入川，东不入皖”，徽酒壁垒依然坚固。近年来，全国性名酒在各地下沉渠道，攻城略地，但在安徽，徽酒“东不入皖”的壁垒依存。2017 年安徽白酒市场容量 250 亿元，徽酒占比 60%，而现今徽酒占比在名酒频繁进攻、酱酒热兴起等种种不利条件下不降反升，2021 年收获超 230 亿元收入，占安徽整体 350 亿元市场的 66%，茅五泸洋汾剑等为代表的名酒攫取 22% 的份额。具体到品牌上，徽酒三大龙头古井、口子窖和迎驾 2021 年省内收入分别 83 亿元、42 亿元和 34 亿元，合计 158 亿元，占安徽整体市场接近半壁江山。仅五粮液、茅台、洋河和剑南春等酒企规模或超 10 亿元。

图13.徽酒占安徽白酒市场份额近半成(2022年)



数据来源：酒食新消费、酒说、财通证券研究所

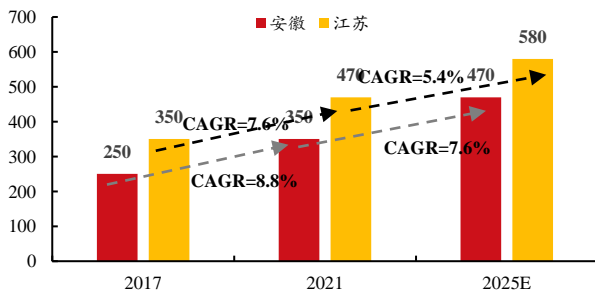
图14.安徽白酒市场 100-300 元价格带格局(2022 年)



数据来源：酒食新消费、酒说、财通证券研究所

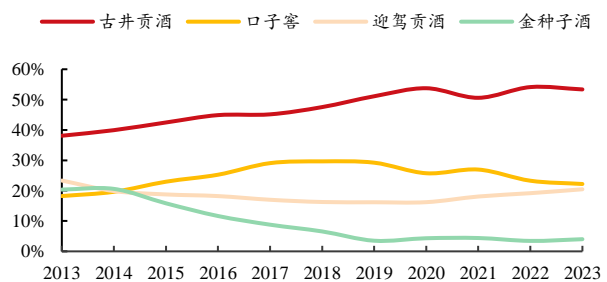
错位竞合，共享区域经济发展红利。我们认为地产酒白酒消费规模与当地经济发展关联性高度相关，一方面伴随经济规模提升，招商投资的持续活跃，政商务白酒消费带动次高端及以上白酒消费量价齐增，另一方面政策落地后，居民收入提升宴席、自饮等大众消费带持续扩容。在此背景下，并且古井、迎驾等徽酒龙头凭借较强渠道壁垒，有望通过对渠道的强掌控充分释放省内消费升级红利，徽酒头部企业的市占率有望持续提升。此外，从徽酒上市酒企占比来看，迎驾省内营收占徽酒上市酒企省内营收比 2018 年以来持续提升，由 16.3%提升至 20.5%，距 2013 年的 23.3%仍有提升空间。我们认为，未来伴随安徽省内居民收入稳步提升，大众消费景气有望延续背景下，迎驾有望凭借较强的渠道打法及品牌红利的进一步释放实现业绩的持续突破。

图15.苏皖白酒市场规模持续扩张(亿元)



数据来源：酒食新消费、财通证券研究所

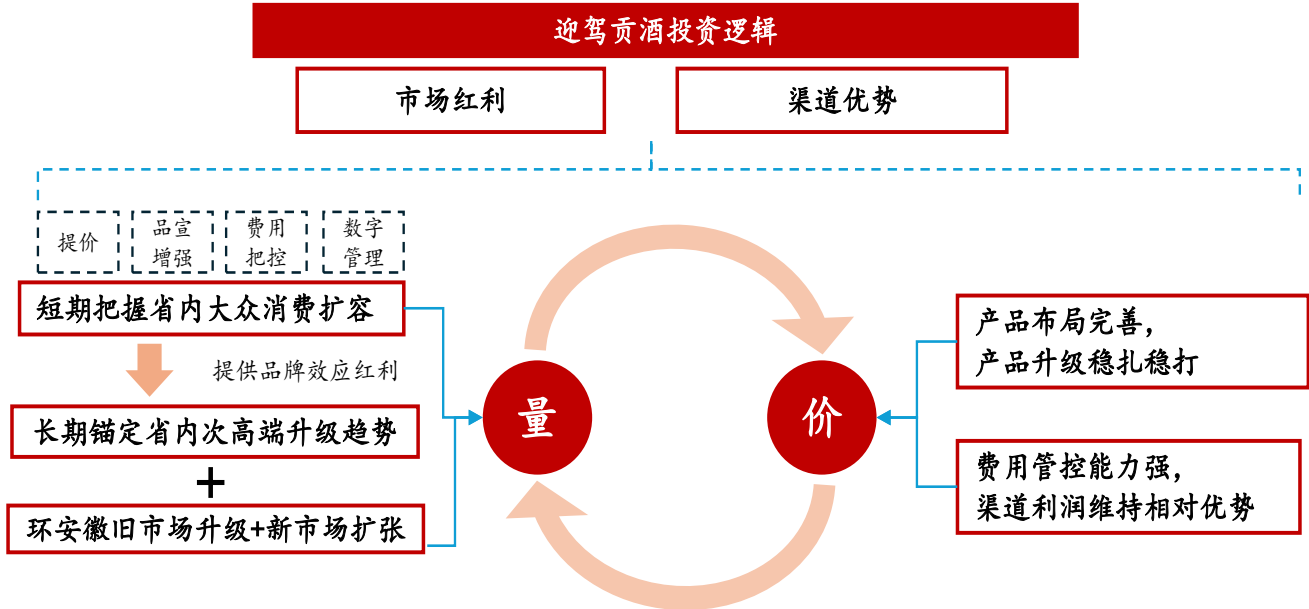
图16.迎驾占安徽白酒上市酒企营收比稳中有升



数据来源：Wind、财通证券研究所
注意：古井贡酒及金种子酒省内营收为估算值

2 老牌徽酒底蕴深厚，体制灵活渠道强力

图17.公司投资逻辑示意图



数据来源：Wind、公司公告、财通证券研究所

2.1 老牌徽酒几经沉浮，洞藏起量势能充足

历经千年文化积淀，公司奠定发力基础。公司坐落于“世界美酒特色产区”——安徽省霍山县，依托当地得天独厚的自然条件和悠久的酿造工艺，成就了迎驾酒体绵柔、窖香幽雅、浓中带酱的独特风味。公元前 106 年，汉武帝南巡至今霍山一代，官民到城西槽坊村附近的水陆码头（今迎驾酒厂）捧美酒迎接圣驾，武帝饮后大悦，“迎驾贡酒”和“迎驾”品牌由此得名。

图18.公司历史悠久，可追溯至汉武帝时期



数据来源：公司官网、财通证券研究所

图19.公司产区风光

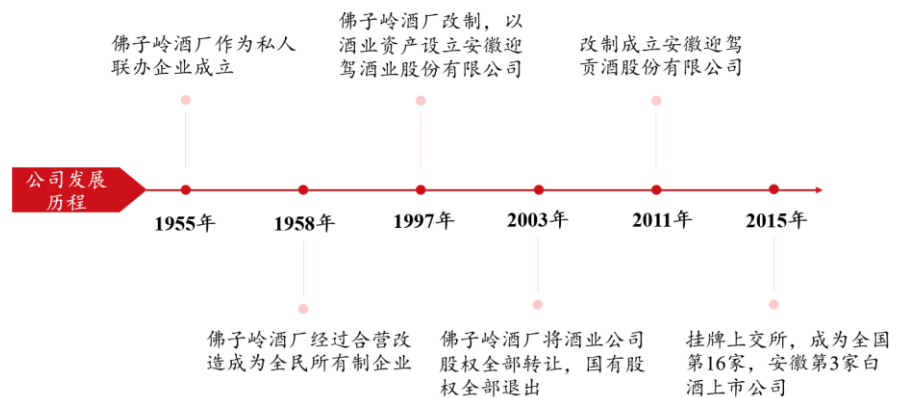


数据来源：央视网、财通证券研究所

公司渊源企业为佛子岭酒厂，几经改制转为民企。1955 年，公司前身佛子岭酒

厂成立，起初为私人联办企业，后于 1958 年经公私合营改造成县属全民所有制企业。1997 年，佛子岭酒厂改制成为安徽迎驾酒业股份有限公司（酒业公司）。2003 年酒业公司 29.52% 的国有股权全部退出，成为民营企业，同年酒业公司与迎驾投资、华夏公司以及大同丝绸联合设立安徽迎驾贡酒有限公司（迎驾有限），注册资本为 1500 万元，并于 2011 年变更为股份有限公司，为 IPO 做准备。2015 年公司成功挂牌上市，成为全国第 16 家、安徽省第 3 家白酒行业上市公司。

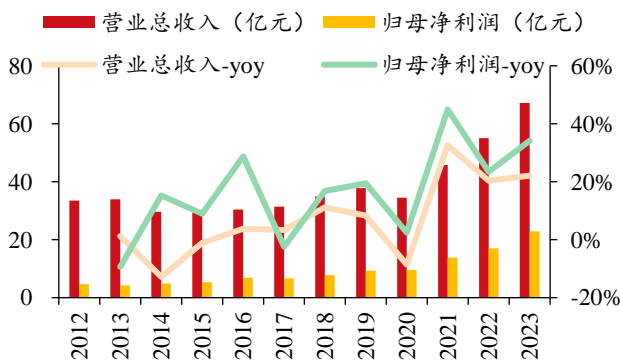
图20.公司发展历程



数据来源：公司招股说明书、财通证券研究所

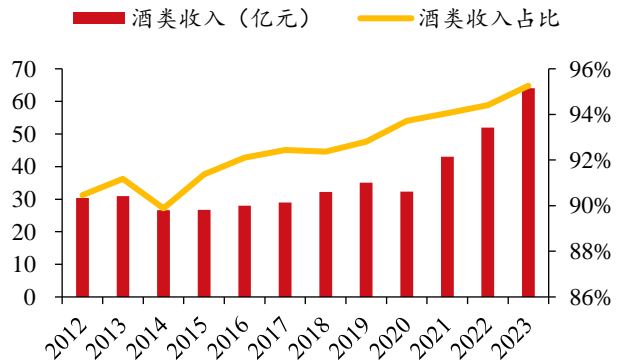
增长稳健，公司已成为徽酒龙头之一。公司于 2015 年在 A 股主板上市，成为继古井贡酒、金种子酒后安徽第三家白酒行业上市公司。同年立足自身“生态酿造”优势，推出中高端产品生态洞藏系列，经过 6 年培育，2021 年开始彰显势能，公司中高档白酒实现量价齐升，全面带动业绩增长，2023 年收入突破 67 亿元，2023 年公司省内/省外分别实现营收 45.2/18.8 亿元，同比增长 31.5%/6.9%，我们预计安徽省内占有率达 13%，持续提升。

图21.公司总营收、归母净利稳健增长



数据来源：公司公告、财通证券研究所

图22.公司酒类收入持续提升

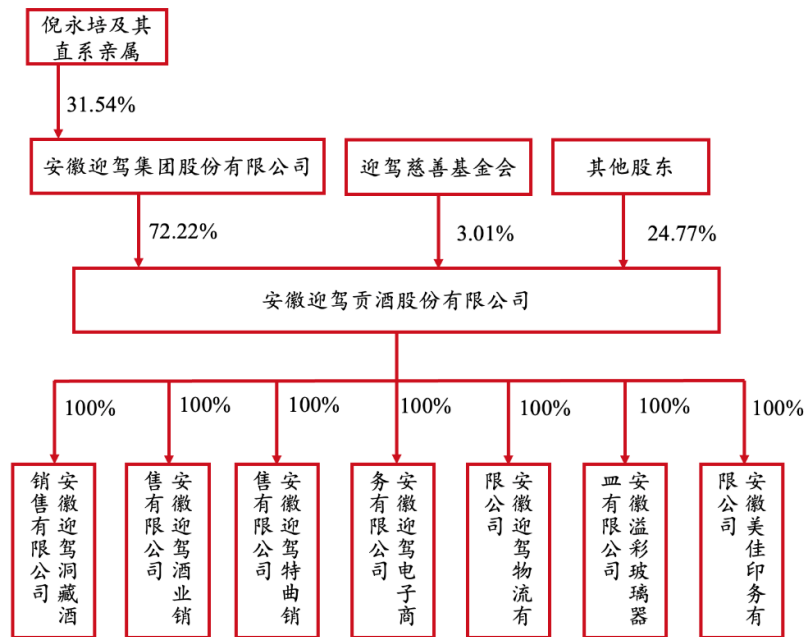


数据来源：公司公告、财通证券研究所

2.2 民营企业机制灵活，管理团队经验丰富

国内为数不多的民营白酒上市企业，治理结构完善。公司是国内 19 家上市白酒企业中的 6 家民营企业之一，相较于国有企业，民企股权机制更为灵活。截至 2024Q1，公司控股股东为迎驾集团，持股比例为 72.22%。董事长倪永培是公司的实际控制人，持有迎驾集团 22.06%的股份；多位核心高管亦通过持股迎驾集团，实现中高层深度绑定，激励机制完善。

图23.公司股权结构图（截至 2024 年 4 月 26 日）



数据来源：公司公告、财通证券研究所

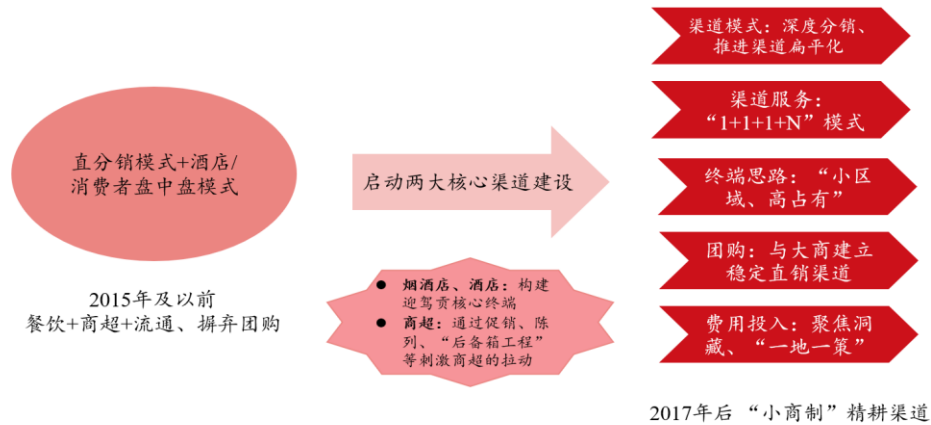
2.3 渠道模式扁平化，厂家掌控能力强

扁平化运作，深度分销缩短渠道层级。2015 年以前，公司采取和口子窖类似的大商模式，通过“酒店盘中盘”，“消费者盘中盘”等模式推广金银星、生态年份等产品，以餐饮+商超+流通为渠道主线、摒弃团购。

2015 年洞藏系列上市以来，为了聚焦资源推广新品、发力中高端价位带，公司开始对渠道进行改革：1) 逐步转变为“1+1+1+N”的深度分销模式，即为每位洞藏酒客户配备 1 个办事处经理、1 个业务经理、N 个业务员，达成精细化的客户服务。2) 终端思路转变为“小区域、高占有”，2017 年开始通过小商制推行洞藏系列产品，缩短渠道层级，并拓展酒店终端、商超、城市直销等多种渠道模式；团购方面积极与大商建立稳定直销渠道。3) 根据实际情况对经销商实行“一地一策”、“利益+服务”双驱动模式，聚焦洞藏系列市场费用投入，加强费

用管控。4) 导入 CRM 客户管理系统, 建立终端数据库, 加强对核心终端掌控力; 启用箱码物流追溯系统, 实现产品流通全过程跟踪。

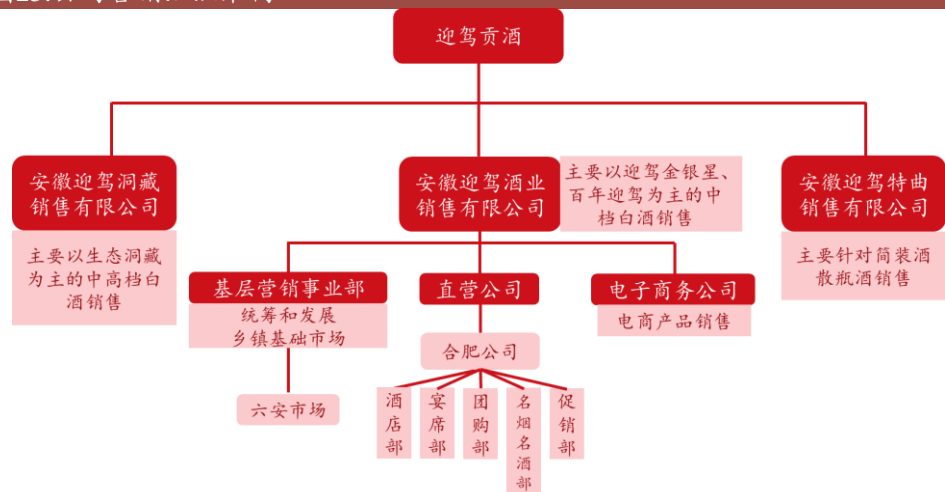
图24.公司渠道模式改革



数据来源: 公司公告、财通证券研究所

组织裂变整合资源, 四大营销公司及多个事业部促进组织扁平化。为适应渠道碎片化以及消费行为多元化趋势, 公司于 2017 年在营销架构方面裂变出了“3+N”个扁平化组织: 即针对高档产品、中高档产品及电商产品公司成立三个销售公司—迎驾洞藏销售公司、迎驾酒业销售公司、迎驾电子商务销售公司。同时针对腰部产品、定制产品、散装酒、裸瓶酒等其他系列产品成立多个事业部, 销售公司和事业部独立考核运作, 并导入阿米巴模式, 实行营销分离的运作模式。2018 年成立名烟名酒店部, 加强核心烟酒店的管理队伍建设。2019 年成立迎驾特曲销售有限公司, 推动散酒和光瓶酒销售, 并设立基层营销事业部, 统筹发展乡镇基础市场。扁平化的组织架构和精细化的营销分工帮助公司有效提升作战效果, 稳步提高市场占有率。

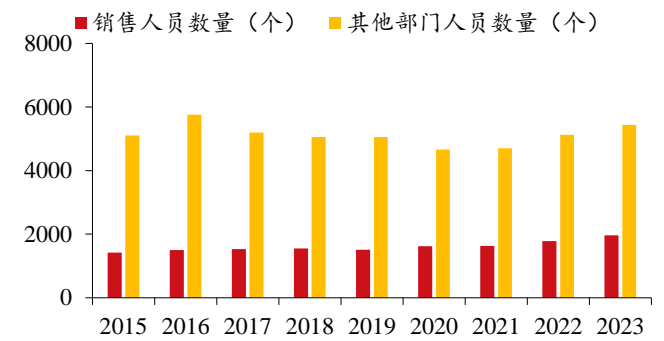
图25.公司营销组织架构



数据来源: 公司公告、财通证券研究所

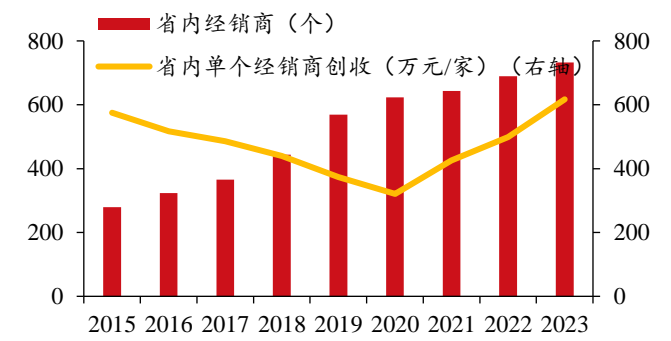
2015 年以来，销售人员数量稳中有升，省内经销商数量稳步提升。公司 2023 年销售人员数量达 1968 人；省内经销商数量从 2015 年 279 家增至 2023 年 732 家，在县、区级市场精耕细作，助力公司渠道下沉。2016 年至 2020 年，公司省内单经销商创收下降，预计主因小商制模式逐步拓展、省内外经销商经历大换血所致；2023 年单经销商创收 617 万元，同比增长 33%，内生性增长的动力开始显现。

图26.2015 年以来销售人员数量稳步增长



数据来源：公司公告、财通证券研究所

图27.2020 年以来单商创收持续提升



数据来源：公司公告、财通证券研究所

3 产品矩阵错位竞争，运筹中端布局次高端

3.1 产品体系：洞藏系列引领结构升级

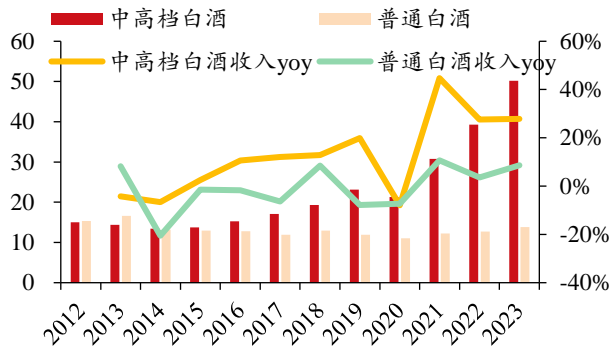
1) 2015 年之前，为了顺应白酒消费升级趋势，公司对产品结构不断进行梳理和调整，受行业调整期影响，生态年份酒未能成功实现突破。

03 年公司推出“迎驾之星”系列——“钻石星、金星、银星”三款产品，终端售价分别为 158 元、88 元和 68 元。其中 68 元/瓶的迎驾银星牢牢抓住安徽省内大众消费主流价格带、顺利放量，金银星在 2007 年至 2011 年间成为省内第二大单品。2010 年主流消费价位段升至 80-120 元，公司为拉升产品结构推出生态年份系列，聚焦 100-400 价位；产品结构上年份酒定位高端市场，迎驾之星定位中高端市场，迎驾烧坊、古坊定位中低端市场，为跑量产品。然而，生态年份酒推出一年多后，行业受政策影响进入深度调整期，以茅台、五粮液为首的高端酒企开始实施腰部产品发展战略以抢占大众消费市场，腰部价格带产品竞争日趋激烈，生态年份酒未能成功实现突破。

2) 深度调整后于 2015 年推出生态洞藏系列，经过市场培育后逐渐激活增长潜力。由于生态年份酒并没有成功放量，2015 年公司只保留生态 8 年年份酒并将其改名叫生态原浆，推出洞藏系列，横跨中高端、次高端两个价位带，成为公司未来布局的核心产品。生态洞藏系列当前主力产品包括洞藏 6、洞藏 9、洞藏 16 和洞藏 20，商超定价 168~468 元，主要面向家庭宴会、商务应酬等中高档消费。洞

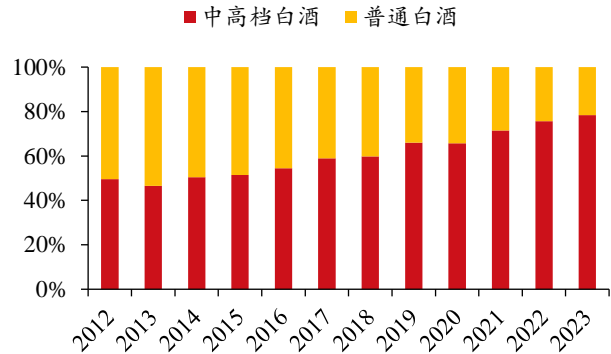
藏系列的推出体现出公司发力中高档白酒的决心，随着其营业收入的大幅增长，公司结构升级趋势明显。

图28.2020年以来公司中高档白酒增速显著提升



数据来源：公司公告、财通证券研究所








图29.公司中高档白酒占比持续提升



数据来源：公司公告、财通证券研究所

产品实现升级换挡，分布由腰部集中逐渐向中高档聚拢。经过多年培育，洞藏系列“醉得慢、醒得快、窖香浓、有点甜”的鲜明风格已经获得市场认可，目前公司产品主要发力中高端，重点培育次高端，同时占位高端、中低端等不同价位带：迎驾贡酒大师版布局高端价位带，拉升品牌势能；洞藏系列覆盖 150-800 元价格带，其中洞藏 16、洞藏 20 定位次高端，是公司的培育重点；洞藏 6、洞藏 9、迎驾金星定位中高端，是目前的主力放量产品；迎驾银星、百年迎驾等定位中低端市场，近年增长趋于平缓；迎驾酒特曲、迎驾酒大曲、精品小迎驾等光瓶酒、小瓶酒价格在 50 元以下，定位大众自饮用酒需求。2024 年，公司进一步注重产品升级建设，1 则推动重点市场洞 9 放量，2 则通过增加品鉴店等多种方式推动洞 16、洞 20 布局，提升品牌站位。

表3.公司产品体系（截至2024年6月10日）

档次	系列	品名	定位	风格	终端价	产品图片
高端	大师版	迎驾贡酒国际大师版 52度 750ml	高端标杆产品	浓香型，经90天发酵、69道工序，浓香爽口	1688元/瓶	
		迎驾贡酒大师版 52度 500ml	高端培育产品		1160元/瓶	
次高端	洞藏系列	生态洞藏 30 52度 500ml	次高端标杆产品	浓香型，酒品细腻，柔和甘甜，余味净长	758元/瓶	
		生态洞藏 20 52度 500ml	次高端培育产品		628元/瓶	
		生态洞藏 16 52度 520ml	次高端培育产品		380元/瓶	
	生态洞藏 16 42度 520ml	次高端培育产品	368元/瓶			
	生态洞藏 9 52度 520ml	中高端放量产品	278元/瓶			
	生态洞藏 9 42度 520ml		275元/瓶			
生态洞藏 6 52度 520ml	168元/瓶					
中高端	迎驾之星系列	生态洞藏 6 42度 520ml	中高端大单品	浓香型，纯粮固态，窖香优雅，绵甜爽口	157.9元/瓶	
		迎驾金星 52度 520ml			98元/瓶	
		迎驾金星 42度 520ml			95元/瓶	
		迎驾银星 52度 520ml			75元/瓶	
中低端	百年迎驾系列	迎驾银星 42度 520ml	布局大众白酒市场核心单品	纯粮固态，口粮佳品，回味甘甜	72元/瓶	
		四星百年迎驾贡 42度 450ml			75元/瓶	
		典藏百年迎驾贡 42度 450ml			68元/瓶	
	迎驾普酒系列	三星百年迎驾贡 42度 450ml	定位大众酒市场的光瓶酒，面向年轻消费群体	窖香浓郁，味香绵甜甘冽，酒体饱满、醇和，香味谐调，风味独特	68元/瓶	
		金三星百年迎驾贡 42度 450ml			58元/瓶	
		迎驾酒特曲 50度 750ml		浓香型，纯粮固态	39元/瓶	
		迎驾酒大曲 42度 200ml		浓香型，古法酿造	12元/瓶	
		精品小迎驾 45度 220ml		浓香型	12元/瓶	

数据来源：，公司官网、京东、淘宝、财通证券研究所

近年来公司主要产品提价动作频繁，洞藏系列带动整体产品价格带上移。2016年行业进入复苏阶段，公司实施了一系列稳价和提价措施，成功上调了迎驾之星、百年迎驾等产品的出厂价和终端价，使得金星渠道利润达到 15%左右。2017年

生态洞藏 16 年从供货价到终端价全面调整。2018 年先后两次对洞藏系列进行调价，同时成立调价组织——价格调整管理委员会，制定执行、检查、违规处罚等一系列调价措施。2019 年 3 月通过品质升级和内包装瓶体微调，对金银星系列进行价格上调，上调幅度为 20-30 元/箱。以金银星打头阵，7 月洞藏系列全面提价，其中洞 6、洞 9、洞 16 三款走量型产品上调幅度较小，洞 20 和洞 30 提价幅度较大；高度产品提价幅度大于低度产品，旨在将高度产品与低度产品进行进一步区隔，精准锁定消费者。2020 年在部分核心市场对洞藏 16/20/30 三款产品进行提价。2021-2022 年对洞藏 20 终端零售价、供货价做出调整。

表4.近年来公司主要产品多次提价

时间	提价产品	提价措施
2016	迎驾之星、百年迎驾	上调了迎驾之星、百年迎驾等产品的出厂价和终端价，使得金星渠道利润达到 15% 左右
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 元/瓶调整为 398 元/瓶，52 度终端零售价由 398 元/瓶调整为 428 元/瓶
2018.1	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，42/52 度终端零售价 198/218 元/瓶
	生态洞藏 9	终端供货价格上调 12 元/瓶，42/52 度终端零售价上调至 368/388 元/瓶
	生态洞藏 16	终端供货价格上调 15 元/瓶，42/52 度终端零售价上调至 468/488 元/瓶
	生态洞藏 6	终端零售价上调 10-20 元/瓶，零售价不低于 135 元/瓶、520 元/箱
2018.6	生态洞藏 9	终端零售价上调 10-20 元/瓶，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，零售价不低于 335 元/瓶、1280 元/箱
	迎驾金星	终端零售价上调 30 元/箱，零售价不低于 90 元/瓶、350 元/箱
2019.3	迎驾银星	终端零售价上调 20 元/箱，零售价不低于 70 元/瓶、260 元/箱
	迎驾金/银星	上调幅度为 20-30 元/箱
2019.7	生态洞藏 6/9/16	5-20 元小幅度提升
2019.7	生态洞藏 20/30	提价幅度较大，其中洞 30 提价 95 元/瓶
2020.9	生态洞藏 16/20/30	部分核心市场提价幅度为 20-80 元/瓶
2021.6	生态洞藏 20	52 度终端零售价上涨 80 元/瓶
2022.10	生态洞藏 20	终端供货价上调 50 元/瓶，42/52 度建议零售价为 525/550 元/瓶
2023.7	生态洞藏	1~5 元小幅度挺价
2024.1	生态洞藏	1~5 元小幅度挺价

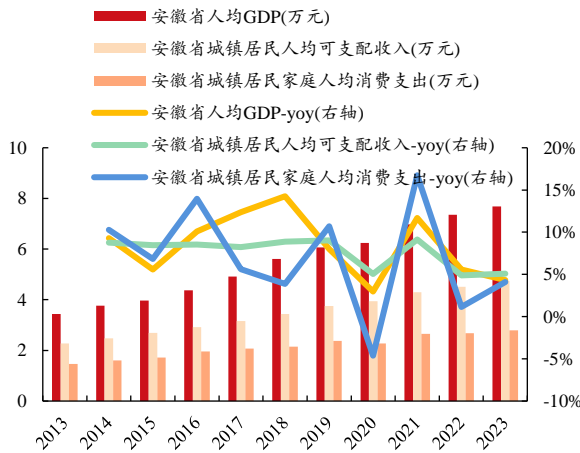
数据来源：酒食汇，酒业家，微酒，酒说，财通证券研究所

3.2 中高端市场：渠道优势突出，消费者培育别具新意

100-300 元为安徽主流刚需价位带，约有 140 亿元规模，也是当下徽酒重点布局的增量市场。安徽白酒市场共经历两轮消费升级，省内龙头企业凭借多年耕耘所形成的渠道壁垒，基本独占了 100-300 元价格带份额：①2011 年第一轮消费升级开启，省内主流价格带由百元以内提升至 100-200 元，目前是省内增量最大的价格带，也占据了市场容量的主要份额，主流产品由金种子、古井献礼版、宣酒、高炉家向古井 5 年、口子 5/6 年迭代，迎驾洞 6 伴随洞藏系列产品培育步入收获期，这两年份额也有明显提升；②2016 年在白酒行业走出深度调整期后，安徽

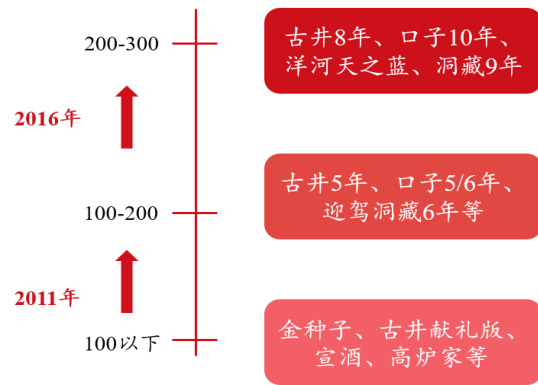
省居民人均可支配收入达到 2 万元，徽酒第二次消费升级形成，200-300 元价位带迅速崛起，成为商务应酬、宴席和节日送礼的重要价位带，该价位带上古 8 表现突出、口子 10 年以及洋河天之蓝等产品迅速增长。

图30.安徽城镇居民人均可支配收入及 GDP 同比变化



数据来源: Wind、财通证券研究所

图31.徽酒市场 2 次消费升级



数据来源: 公司公告、财通证券研究所

1) 从渠道层面来看，公司渠道利润优势仍存，终端网点覆盖尚有提升空间，有望在 100-300 元价格带进一步提升市占率。

渠道利润方面，洞藏系列优势仍存。从省内代表性产品来看，古 5、古 8 较早成长为中高端价位大单品，渠道上采用深度协销模式，产品成熟度提升下渠道利润不断收窄。口子窖处于新老产品交替期，资源聚焦新品兼系列，口 6、口 10 等产品的费用投入有所收缩。随着洞藏系列品牌势能不断提升，洞 6、洞 9 等产品均实现顺价销售，市场份额上升同时渠道利润虽有所收窄，但由于推出时间较晚，价格体系仍有一定优势。同时厂家通过品鉴、宴席等费用投入持续进行客情维护，经销商可获得一定隐形费用回补，带来成本优势，渠道推力相比竞品具有一定竞争力。

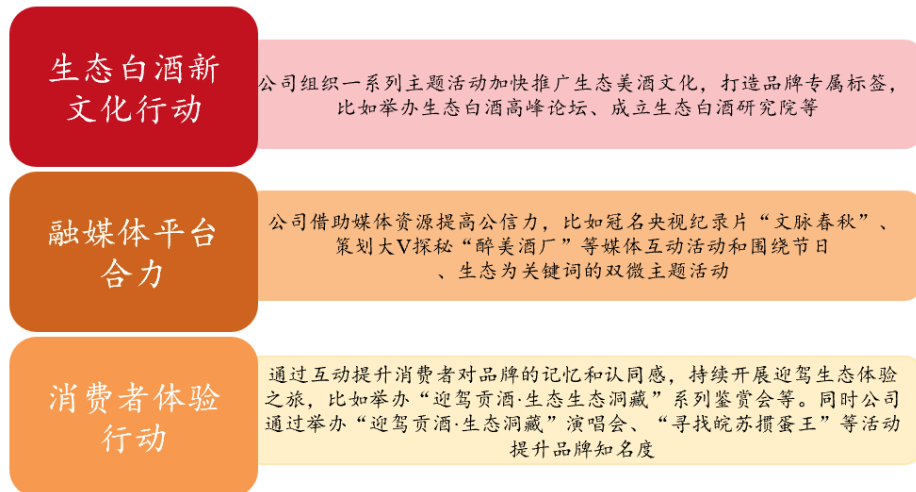
终端网点覆盖方面，对比古井提升空间较大。而迎驾在重点市场的下沉效果较古井还有一定差距，以合肥为例，近年来迎驾针对核心市场持续加强渠道建设、聚焦资源打造“三双工程”，以市场拓展为渠道重心，注重终端细分覆盖，23 年凭借品牌势能提升和渠道利润优势在合肥市场成功突破古井排他政策、切入古井核心店，核心终端覆盖数量不断提升。

2) 从消费者培育层面来看，公司依托“生态洞藏”概念，开展各式差异化活动，不断提升消费者黏性与品牌知名度。

公司以“中国迎驾，礼仪天下”的品牌理念，高举生态大旗，精心打造“国人的

迎宾酒”。2010年9月起，公司广告亮相央视，从“大驾光临，请喝迎驾贡”到“迎驾贡酒，国人的迎宾酒”，经典广告词深入人心，不仅清晰传达了公司的品牌底蕴及产品定位（聚会、宴请用酒），还与中华礼仪文化巧妙融合，体现了我国“以客为尊、以礼相待”的待客之道，为消费者留下深刻品牌记忆。此外，公司亦积极开展“生态白酒新文化行动”，以生态文化、迎宾文化为核心，讲好品牌故事，做好品牌内容输出，开展生态白酒高峰论坛等活动。

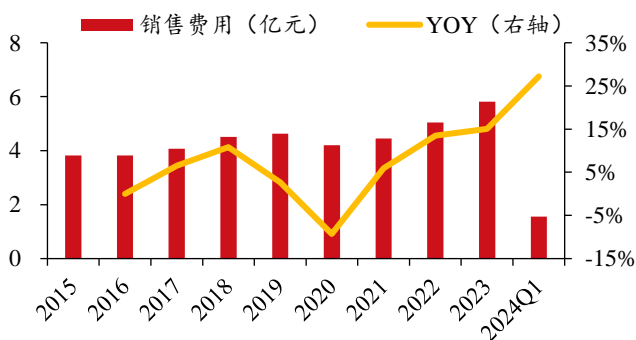
图32.“三大系统工程”助力生态美酒文化推广



数据来源：公司官网，公司官方微信账号，财通证券研究所

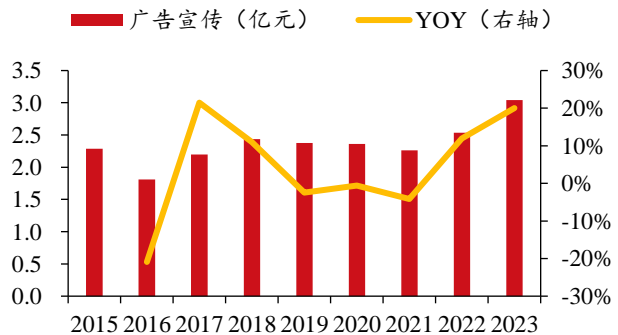
公司注重开展消费者体验活动，多年来深入构建了“生态白酒新文化行动”“融媒体平台合力行动”“消费者体验行动”三大行动系统工程，进一步加深其“中国生态白酒领军品牌”在广大消费者心中的品牌印记。公司通过举办迎驾贡酒·生态洞藏中国生态白酒鉴赏荟、迎驾生态之旅、寻找品酒师、寻找搅蛋王等一系列事件营销活动，打造生态、健康标签，增强与消费者的互动。

图33.公司销售费用增速较为平稳



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图34.公司广告宣传费用增速较为平稳



数据来源：公司公告，财通证券研究所

表5.公司多元化举措提升品牌价值

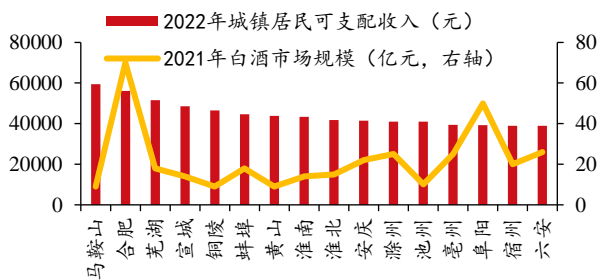
时间	具体内容	地点
2016年12月	迎驾贡酒·生态洞藏上市品鉴会在常州喜来登酒店隆重召开	常州
2017年5月	举办迎驾贡酒·生态洞藏2017封藏大典	六安
2017年8月	迎驾贡酒·生态洞藏上市发布会在徐州隆重举行	徐州
2017年9月	迎驾贡酒“共享中秋明月·品鉴生态洞藏”VIP鉴赏会在合肥隆重举办	合肥
2017年12月	“迎驾贡酒·生态洞藏”中国生态白酒鉴赏荟在深圳隆重举办	深圳
2018年1月	“迎驾贡酒·生态洞藏——中国生态白酒鉴赏荟“百场鉴赏荟正式启动	合肥
2019年2月	多地举办“携手共赢 腾飞远航——迎驾洞藏20、30版升级版上市品鉴会”	六安、合肥、寿县、金寨
2020年6月	举办“把洞藏的爱大声说出来——迎主播挑战赛”	安徽
2020年8月	举办“迎驾洞藏寻找皖苏搅蛋王”	江苏、安徽
2020年9月	“迎驾贡酒·生态洞藏”高端客户品鉴会在徐州举办	徐州
2021年	开展生态体验之旅、生态溯源之旅、生态白酒品鉴会、寻找民间品酒师、寻找搅蛋王、迎驾新娘、蜜月游等一系列活动	全国各地
2023年	开展群星演唱会活动	合肥、六安

数据来源：酒说，财通证券研究所

3.3 次高端市场：小基数下有望高增

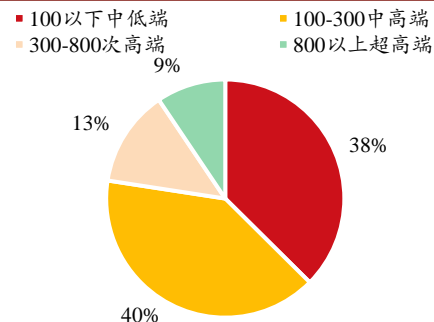
安徽省内白酒市场升级趋势延续，近年来受疫情拖累和经济发展不及预期影响，次高端市场扩容增速有所放缓，但价格带空间未到达天花板。目前安徽市场次高端市场相对较小，占安徽总体市场规模约为13%，而安徽白酒市场规模与城镇人均可支配收入存在错配：除省会合肥外，皖南地区城镇居民可支配收入高于皖中与皖北，但皖南白酒市场规模反而排名靠后，尤其是马鞍山居民可支配收入省内排名第一，但白酒市场规模仅为9亿元，我们认为有几方面原因：（1）从饮酒习惯与文化习俗上，皖北民风豪放、饮酒量大，且节假日走亲访友送礼的氛围更为浓厚；（2）皖中在省会合肥市场的辐射带领下做大了市场体量。因此，人均收入靠前的皖南仍然存在较大的次高端升级空间。

图35.安徽白酒市场规模与人均可支配收入存在错配



数据来源：国家统计局，酒食汇，财通证券研究所

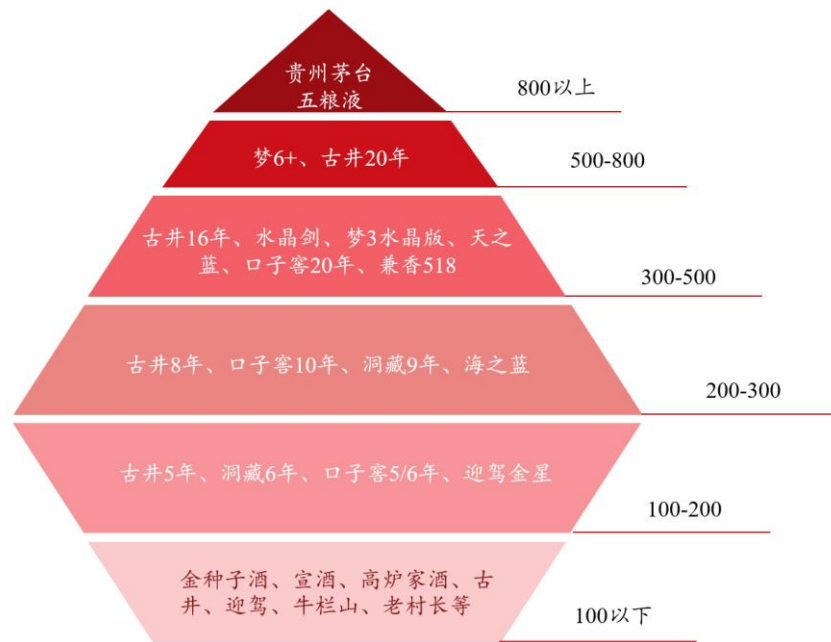
图36.2021年安徽300元以下价格带市场占比较大



数据来源：酒食汇，财通证券研究所

过去安徽次高端市场主要由洋河、剑南春等全国性名酒瓜分，伴随徽酒主流消费价位带的上移，古井、口子窖等省内龙头品牌较早完成次高端价位产品布局，2017年后受益于消费升级迅速放量增长。目前来看，300~400元价位带集中了古16、剑南春、天之蓝、M3水晶版、口子窖20年、兼香518等产品，是次高端的主导价格带区间，一方面受益省内经济发展带动商务消费日趋活跃，另一方面也是省内合肥等核心城市居民消费升级的新兴方向。600~800元价位带产品相对空白，主要是由500+元价位带升级上来的M6+和古20，伴随高端价格拉升，2021年规模显著突破，成为政商务消费新兴价位，古20在这一价格带占据绝对体量。

图37.安徽市场各价格带主流产品(元)



数据来源：公司官网，财通证券研究所

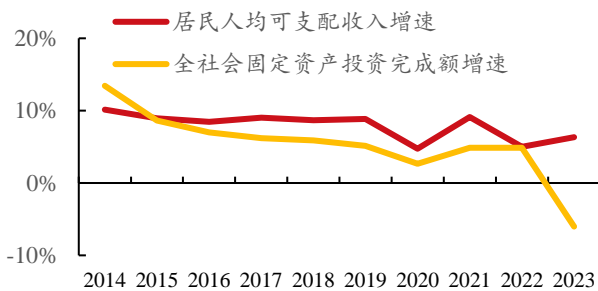
洞藏16、洞藏20尚处于培育中，逐渐显露增长潜力，有望成为公司在次高端价格带发力的主要抓手。洞藏16、洞藏20定价紧跟古井16、古井20，享受安徽次高端价格带扩容红利，公司资源重点倾斜，目前在点状市场（六安、合肥等地）已呈现较好势头，近年来销售额均呈现翻倍以上增长，预计随着公司品牌力提升和招商布局节奏加快，公司在省内次高端份额有望加速提升。

3.4 洞藏上可升级，下辖大众消费，进退两全

疫情冲击后各项投资、收入出现放缓态势，社会消费趋势加速回归理性，大众消费更具空间。2020年以来，受全球经济下行影响，居民人均可支配收入呈现

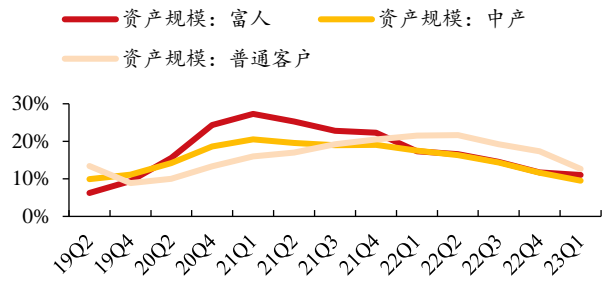
放缓趋势，宏观投资、房地产等数据持续走弱，目前来看疫情冲击虽有所修复，但经济仍处于弱复苏通道中，市场对消费长期趋势的担忧尚未消除，不同特点人群的消费倾向有所分化：①中产群体资产受财富效应影响缩水程度较大，消费面临降频、降档压力；②中低收入群体消费需求偏刚性，较中产群体边际消费倾向更高、消费意愿更强；③年轻消费群体接受高等教育范围更广，在社会消费风尚上具有一定主导性，对促消费政策更为敏感。中低收入、年轻消费群体均以大众消费为主，从这个角度来看，大众消费更具空间。

图38.2014年以来收入、投资增速有所降速



数据来源：国家统计局，财通证券研究所

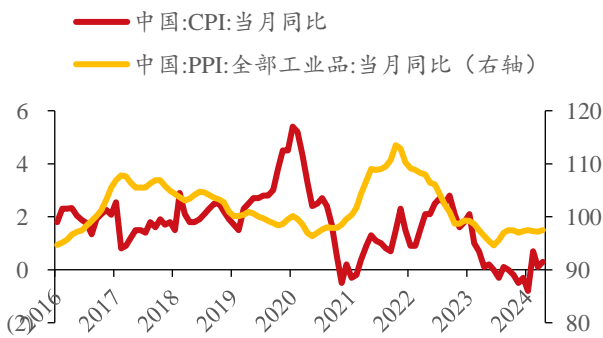
图39.2020年后招行客户资产规模增速有所降速



数据来源：招行财富报告，财通证券研究所

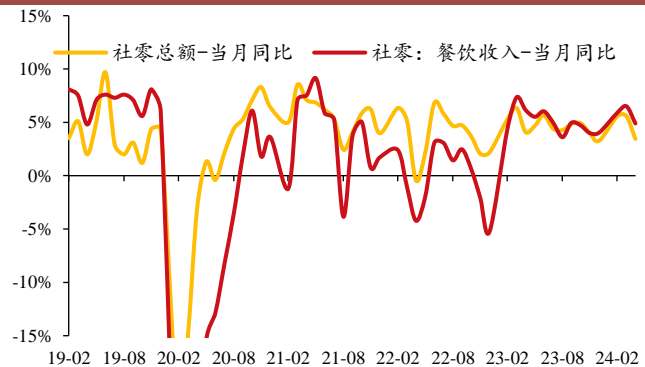
大众消费景气背景下，白酒中高端市场弹性明显。①从消费场景来看，300-800元价位带以商务应酬为主，与社会经济活跃度强关联；100-300元价位带以宴席、家庭聚饮、节日送礼等为主，主要反映大众消费强弱。②从消费者画像来看，300-800元价位带满足了中产群体对于社交圈层文化与品质的双重追求；100-300元价位带则更多体现大众阶级的消费偏好。综合下来，次高端白酒具有更强的顺周期属性，而当前各类宏观经济指标仍处于修复中，弱复苏环境下中高端白酒市场或更具弹性。

图40.2022年以来中国CPI、PPI增速弱复苏 (%)



数据来源：酒业家，酒说，酒商说，财通证券研究所

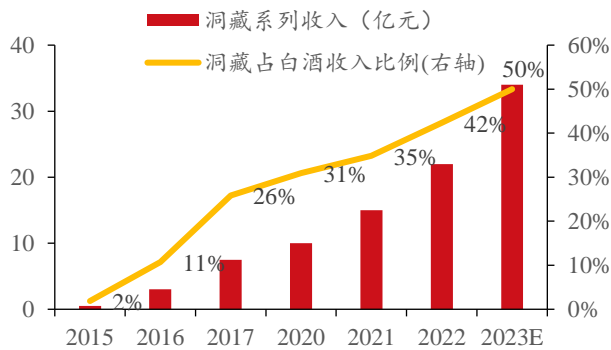
图41.2023年以来中国社零总额增速趋于平稳 (%)



注：19/20年为同比数据，21~24年为较19年CAGR
数据来源：Wind，财通证券研究所

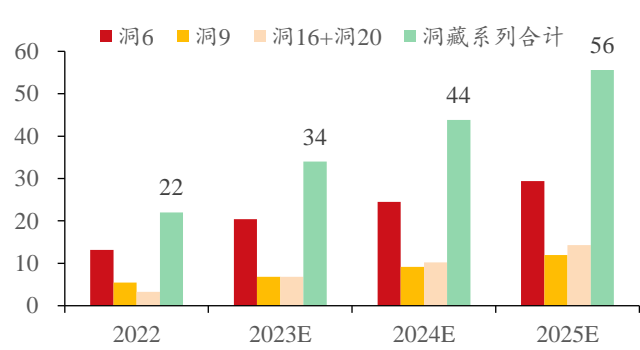
迎驾主力产品洞 6、洞 9 立足大众消费，扩容空间充分；培育产品洞 16、洞 20 低基数下有望实现突破。①近 2 年洞 6 势能持续提升，份额不断逼近古 5，品牌力提升同时培育了大批忠实消费者，参考以往省内价格带迁移规律，在大众消费升级推动下，洞 9 有望承接洞 6 消费群体。100-300 元价位作为份额及增量最大的价格带，伴随古井、口子产品重心上移，迎驾主力产品洞 6、洞 9 预计将乘势扩张市场份额，“高占有”的营销打法也更符合该价格带的大众消费性质。②省内 300-800 元价位作为增长最快的潜力价位，迎驾以洞 16、洞 20 重点布局，并重点进行资源倾斜，目前尚处于培育阶段，预计伴随迎驾围绕“洞藏”“生态”“健康”等标签进行持续宣传，低基数下有望依托差异化品质特色实现份额突破。

图42.2015-2023 年公司洞藏系列收入变化及预测



数据来源：酒业家，酒说，酒商说，财通证券研究所

图43.洞藏主要产品体量拆分及预测（亿元）



数据来源：酒业家，酒说，酒商说，财通证券研究所

4 盈利预测与投资建议

收入预测：1) 中高档白酒业务：我们预计 2024 年中高档酒营收 63.6 亿元，同比+26.6%，伴随外部环境好转、需求复苏，公司核心中高档产品（生态洞藏等）省内渗透加速、泛全国化招商布局节奏恢复，叠加安徽省内白酒消费升级扩容趋势有望延续。我们预计 2025-2026 年中高档酒业务营收 79.4/97.5 亿元，同比+25.0%/+22.7%。

2) 普通白酒业务：我们预计 2024 年普通白酒营收 15.0 亿元，同比 8.5%，我们预计考虑近年返乡潮带动中低端白酒需求复苏更快，后续公司产品重心战略性升级上移，展望来看，未来低档酒预计增长贡献有望保持稳定。

表6.公司营业收入拆分(百万元)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总营业收入	5,505.30	6,720.10	8,184.50	9,882.90	11,787.50
YOY	19.60%	22.10%	21.80%	20.80%	19.30%
综合毛利率	68.02%	71.37%	72.85%	74.04%	74.82%
中高档酒	3,928.10	5,021.80	6,356.20	7,943.20	9,745.00
YOY	27.60%	27.80%	26.60%	25.00%	22.70%
毛利率	76.70%	79.20%	79.50%	79.70%	79.80%
普通白酒	1,269.40	1,379.70	1,497.00	1,601.70	1,697.80
YOY	3.50%	8.70%	8.50%	7.00%	6.00%
毛利率	53.30%	55.30%	56.80%	57.80%	57.80%
其他业务	307.75	318.58	331.32	337.95	344.70
YOY	3.00%	3.50%	4.00%	2.00%	2.00%
毛利率	18.30%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%

数据来源：Wind、财通证券研究所

洞藏起势规模效应凸显，费用率逐年优化。我们预计 2024-2026 年随着收入规模进一步扩大，销售费用率有望保持缓慢的稳步下行趋势，分别为 8.5%/8.4%/8.4%，；我们预计 2024-2026 年管理费用率（含研发费用）分别为 4.2%/4.1%/4.2%，管理费用率（含研发费用率）及税费基本维持平稳。

表7.公司净利润预测

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
综合毛利率	67.51%	68.02%	71.37%	72.85%	74.04%	74.82%
变动		-0.21pct	2.81pct	1.47pct	1.19pct	0.79pct
销售费用率	9.74%	9.17%	8.65%	8.49%	8.41%	8.44%
变动		-2.43pct	-0.58pct	-0.51pct	-0.16pct	-0.08pct
管理费用率	5.44%	4.58%	4.26%	4.19%	4.14%	4.15%
变动		-0.68pct	-0.86pct	-0.32pct	-0.06pct	-0.06pct
所得税率	15.24%	15.00%	15.40%	15.21%	15.20%	15.27%
变动		-0.24%	0.40%	-0.18pct	-0.01pct	0.07pct
净利率	30.1%	30.12%	30.97%	34.04%	35.61%	36.59%
变动			0.85pct	3.07pct	1.56pct	0.99pct
归母净利润	1,386.65	1,705.13	2,287.81	2,914.36	3,616.54	4,376.37
yoy		22.97%	34.17%	27.39%	24.09%	21.01%

数据来源：Wind、财通证券研究所

综合收入和毛利率预测，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 29.1、36.2、43.8 亿元，分别增长 27.4%、24.2%、21.0%；2024-2026 年 EPS 分别为 3.64、4.52、5.47 元/股，公司 2024-2026 年盈利预测对应 PE 分别为 17.0 倍、13.7 倍、11.3 倍。我们认为公司有望凭借以产能释放为基，精细化渠道运营为本，充分受益徽酒行业修复及扩容，维持公司“增持”评级。

表8.可比公司估值表

公司	市值	归母净利润(亿元)					PE				
		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
山西汾酒	2,827.1	81.0	104.4	130.5	160.2	170.4	42.9	27.0	21.7	17.6	16.6
洋河股份	1,361.2	93.8	100.2	108.1	116.5	127.5	25.8	16.5	12.6	11.7	10.7
古井贡酒	1,094.8	31.4	45.9	61.2	75.8	94.1	39.0	23.5	17.9	14.5	11.6
今世缘	632.6	25.0	31.4	38.3	46.7	55.8	25.5	19.5	16.5	13.6	11.3
口子窖	242.6	15.5	17.2	19.8	22.5	25.3	22.3	15.8	12.2	10.8	9.6
老白干酒	192.3	7.1	6.7	8.6	10.8	13.2	35.6	31.0	22.4	17.8	14.6
金徽酒	99.5	2.8	3.3	3.3	4.1	5.1	48.4	38.0	30.3	24.3	19.4
伊力特	92.3	1.7	3.4	4.3	5.5	6.7	70.0	30.2	21.3	16.8	13.9
行业平均							38.7	25.2	19.4	15.9	13.5
迎驾贡酒	495.9	17.1	22.9	29.1	36.2	43.8	29.5	23.2	17.0	13.7	11.3

注：除山西汾酒、洋河股份、古井贡酒、今世缘外其余公司预测数据采用 Wind 一致预期；数据来源：Wind、财通证券研究所(以 2024 年 06 月 12 日收盘价计算)

5 风险提示

消费升级低于预期风险。消费升级是支持公司业绩增长和洞藏扩容的基本动力，若消费升级不及预期，提价、结构升级进度放缓，可能对渠道信心及公司业绩表现带来不利影响。

市场竞争加剧的风险。安徽省内不同价位带白酒品牌增多，加剧市场竞争，可能挤压公司产品的市场份额。

食品安全问题风险。食品安全关乎消费者人身安全，是行业发展的红线，一旦出现食品安全问题，对行业将产生巨大的负面影响，行业恢复或将需要较长时间。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5505.30	6720.09	8184.48	9882.92	11787.51	成长性					
减:营业成本	1760.37	1923.83	2222.41	2566.09	2967.67	营业收入增长率	19.6%	22.1%	21.8%	20.8%	19.3%
营业税费	825.84	1034.75	1245.12	1502.59	1800.15	营业利润增长率	25.3%	32.2%	27.7%	24.1%	20.7%
销售费用	504.67	581.48	694.83	831.05	994.81	净利润增长率	23.0%	34.2%	27.4%	24.1%	21.0%
管理费用	190.96	208.84	242.71	277.94	318.69	EBITDA 增长率	24.3%	30.5%	25.0%	23.6%	20.5%
研发费用	61.18	77.35	100.56	130.72	169.94	EBIT 增长率	27.1%	33.2%	27.2%	24.3%	20.9%
财务费用	-1.43	-8.41	-11.20	-11.05	-13.59	NOPLAT 增长率	26.6%	34.1%	26.8%	24.3%	21.1%
资产减值损失	-0.12	-0.07	-0.07	-0.07	-0.07	投资资本增长率	14.6%	20.6%	18.4%	18.8%	17.8%
加:公允价值变动收益	1.64	1.85	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	14.6%	20.3%	18.8%	18.8%	17.8%
投资和汇兑收益	75.77	73.86	106.40	128.48	145.35	利润率					
营业利润	2280.51	3014.20	3848.32	4776.81	5766.96	毛利率	68.0%	71.4%	72.8%	74.0%	74.8%
加:营业外净收支	-31.15	-15.05	-12.96	-19.72	-15.91	营业利润率	41.4%	44.9%	47.0%	48.3%	48.9%
利润总额	2249.35	2999.14	3835.35	4757.09	5751.05	净利率	31.0%	34.1%	35.7%	36.7%	37.2%
减:所得税	541.02	706.33	911.81	1131.82	1363.32	EBITDA/营业收入	43.9%	46.9%	48.1%	49.3%	49.8%
净利润	1705.13	2287.81	2914.36	3616.57	4376.43	EBIT/营业收入	40.0%	43.6%	45.6%	46.9%	47.6%
资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	运营效率					
货币资金	1136.74	2239.34	2210.95	2718.78	2846.48	固定资产周转天数	116	96	92	86	79
交易性金融资产	2197.11	1578.93	2351.65	3278.92	4298.92	流动营业资本周转天数	243	198	222	224	241
应收帐款	44.76	38.80	75.69	79.67	98.77	流动资产周转天数	515	490	493	491	496
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转天数	3	2	3	3	3
预付帐款	7.06	12.21	11.11	13.14	16.29	存货周转天数	770	792	815	840	865
存货	4010.37	4451.13	5616.77	6356.75	7906.03	总资产周转天数	615	583	564	554	548
其他流动资产	318.19	686.26	748.02	794.41	794.41	投资资本周转天数	462	456	444	436	431
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	24.6%	27.4%	29.4%	30.8%	31.6%
长期股权投资	0.00	21.54	21.54	21.54	21.54	ROA	16.9%	19.6%	20.9%	22.0%	22.5%
投资性房地产	10.52	9.72	9.72	9.72	9.72	ROIC	24.0%	26.7%	28.6%	29.9%	30.7%
固定资产	1745.78	1768.29	2068.00	2317.15	2537.42	费用率					
在建工程	175.00	408.79	321.29	277.55	255.67	销售费用率	9.2%	8.7%	8.5%	8.4%	8.4%
无形资产	173.62	244.11	286.51	342.71	398.98	管理费用率	3.5%	3.1%	3.0%	2.8%	2.7%
其他非流动资产	8.67	8.27	9.10	10.01	11.01	财务费用率	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产总额	10060.23	11688.76	13964.84	16469.77	19449.21	三费/营业收入	12.6%	11.6%	11.3%	11.1%	11.0%
短期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	偿债能力					
应付帐款	643.57	555.41	740.99	827.17	1068.84	资产负债率	30.8%	28.3%	28.8%	28.3%	28.4%
应付票据	256.95	249.41	293.43	343.66	403.93	负债权益比	44.4%	39.5%	40.4%	39.4%	39.7%
其他流动负债	57.18	50.82	50.82	50.82	50.82	流动比率	2.62	2.87	2.85	2.95	2.97
长期借款	0.00	25.06	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.16	1.23	1.21	1.36	1.36
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	—	—	—	—	—
负债总额	3094.16	3310.91	4015.45	4652.71	5529.30	分红指标					
少数股东权益	37.38	41.34	50.52	59.22	70.52	DPS(元)	1.10	1.30	1.69	2.20	2.86
股本	800.00	800.00	800.00	800.00	800.00	分红比率	0.52	0.45	0.46	0.49	0.52
留存收益	4867.31	6275.12	7837.48	9696.45	11787.99	股息收益率	1.8%	2.0%	2.7%	3.5%	4.6%
股东权益	6966.08	8377.85	9949.39	11817.06	13919.90	业绩和估值指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EPS(元)	2.13	2.86	3.64	4.52	5.47
净利润	1705.13	2287.81	2914.36	3616.57	4376.43	BVPS(元)	8.66	10.42	12.37	14.70	17.31
加:折旧和摊销	214.73	219.68	210.76	235.99	263.20	PE(X)	29.5	23.2	17.0	13.7	11.3
资产减值准备	0.42	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75	PB(X)	7.2	6.4	5.0	4.2	3.6
公允价值变动损失	-1.64	-1.85	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/S	9.1	7.9	6.1	5.0	4.2
投资收益	-75.77	-73.86	-106.40	-128.48	-145.35	EV/EBITDA	20.3	16.1	12.0	9.6	8.0
少数股东损益	3.20	5.01	9.18	8.70	11.30	CAGR(%)					
营运资金的变动	-40.54	-203.88	-566.63	-166.14	-692.35	PEG	1.3	0.7	0.6	0.6	0.5
经营活动产生现金流量	1839.97	2197.66	2495.18	3583.20	3822.78	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-767.13	-247.21	-1146.30	-1317.82	-1410.23	REP					
融资活动产生现金流量	-724.41	-856.77	-1377.26	-1757.55	-2284.84						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 06 月 12 日收盘价计算)

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，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，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10% 之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5%~5% 之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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。

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，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而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应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，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，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。