

2024年06月28日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

洞藏势能持续向上，迎驾起势未来可期

—迎驾贡酒（603198.SH）公司深度报告 投资要点

买入（维持）

分析师：孙山山 S1050521110005

sunss@cfsc.com.cn

分析师：廖望州 S1050523100001

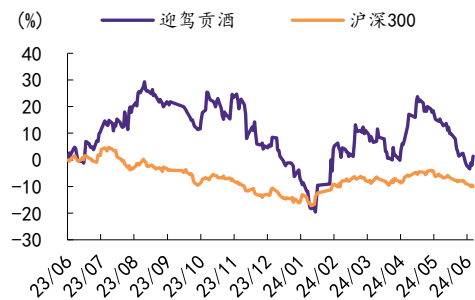
liaowz@cfsc.com.cn

基本数据

2024-06-27

当前股价（元）	58.72
总市值（亿元）	470
总股本（百万股）	800
流通股本（百万股）	800
52周价格范围（元）	49.22-79.15
日均成交额（百万元）	226.9

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《迎驾贡酒（603198）：一季度开门红，洞藏系列再创佳绩》2024-04-26
- 2、《迎驾贡酒（603198）：利润超预期，中高端增长环比提速》2023-10-28
- 3、《迎驾贡酒（603198）：业绩超预期，洞藏势能高增》2023-08-19

历史底蕴深厚，洞藏系列升级放量助力成长

公司为徽酒的四家上市白酒企业之一，于2015年上市后，借助产区的区位优势推出“生态洞藏”系列，成功切入100-300省内核心价格带，展现出较强的市场竞争力和成长性：2023年公司收入实现67.20亿元，同比增长22.07%；2020-2023年收入CAGR达约25%。

徽酒市场空间有望达500亿元，呈一超双强格局

安徽白酒市场持续扩容，未来安徽白酒市场按销售额计有望保持8%的复合增速，2025年市场规模达约500亿元。分价格带看，0-100元价格带市场规模约120+亿元占34%，100-300元价格带规模约140+亿元占40%。目前省内主流价格带向200元左右上移趋势明显，300元以上市占率超25%，其中高端酒茅五泸的品牌优势明显高档占比较高。分地区规模来看，合肥阜阳合计约占全省30%左右份额为第一梯队；六安、亳州分别为迎驾与古井大本营，与安庆、宿州构成第二梯队；以淮北为主的其他地市为第三梯队。省内目前呈现一超双强格局，按总收入排位公司省内第二，占安徽白酒市场略超10%的市场份额。

品牌建设、产能扩张与渠道变革共同赋能增长

品牌端，公司坚持生态酿酒理念和“国人迎宾酒+生态酿造”的品牌定位，成功打造差异化的品牌形象。**产品端**，公司提前对徽酒100-300元核心价格带进行卡位，抓住徽酒消费升级的机遇；产能稳步扩张，2016-2023年成品酒/半成品酒库存量的复合增长率分别约为5%/11%，充足的产能与基酒库存为产品持续放量奠定基础。**渠道端**，公司推行组织架构裂变，推行扁平化管理和小商制，提高终端掌控力与区域扩张效率；并借助高渠道利润获得较强的渠道推力，100-300元核心价格带产品的渠道利润与省内龙头竞品比具明显优势。

省内量价成长空间仍大，省外市场稳步拓展

以江苏白酒市场现状作为徽酒市场中期发展参考看，苏酒市场2022年已达560亿规模，相比之下，徽酒2022年约350亿的市场规模仍有较大增长空间。分价格带结构来看，未来徽酒百元以下产品需求有望随经济的快速发展进一步向更高价格带产品进行升级，徽酒百元以上价格带市场按绝对值看约230亿元，未来仍有翻倍左右提升空间。今世缘作为江苏白酒领军企业，其发展路径对公司同样具参考意义，公司相比于今世缘来看，提效降费的优化效果明显，凭借相对更低的费率实现了更强的盈利能力，2023年利润率34.12%实现对今世缘的超越。公司省外围绕江苏和上海等核心市场布局，2024年的重点任务之一是快速突破江苏、上海洞藏产品销售，强力打造外围洞藏样板市场，市场稳步拓展。

■ 盈利预测

公司在产品力、品牌力与渠道端的竞争优势明显，未来我们判断公司核心系列产品洞藏系列销量增长与结构升级的势头有望延续，推动盈利水平持续提升。预计 2024-2026 年 EPS 分别为 3.57/4.40/5.30 元，当前股价对应 PE 分别为 17/13/11 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、洞藏系列增长不及预期、重点区域扩张不及预期等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入（百万元）	6,720	8,115	9,704	11,392
增长率（%）	22.1%	20.8%	19.6%	17.4%
归母净利润（百万元）	2,288	2,854	3,519	4,238
增长率（%）	34.2%	24.7%	23.3%	20.4%
摊薄每股收益（元）	2.86	3.57	4.40	5.30
ROE（%）	27.3%	27.3%	26.8%	25.8%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

正文目录

1、迎驾贡酒：公司历史底蕴深厚，管理团队经验丰富	6
1.1、历史沿革：底蕴深厚根基稳固，产品升级蹄疾步稳	6
1.2、股权结构：股权结构清晰稳定，股权激励激发活力	8
1.3、产品结构：产品矩阵完整，价格带布局清晰	9
2、白酒产销大省，消费升级趋势明显	10
2.1、安徽白酒市场持续增长，市场空间广阔	10
2.2、经济发展助力消费升级，次高端市场扩容动力足	12
2.3、省内一超多强格局显著，省会合肥是战略要地	15
3、核心竞争力：未雨绸缪布局洞藏系列，渠道变革与品牌建设赋能产品结构可持续性升级	16
3.1、品牌：生态酿造概念打造品牌差异化，持续发力品牌建设	16
3.2、产品：洞藏精准卡位，增长势能强劲	19
3.3、区域扩张：深度分销与新兴渠道激发销售潜能，渠道利润丰厚增强渠道推力	22
4、成长性：市场空间广阔，产品结构升级驱动成长	26
4.1、对标江苏市场，安徽白酒市场增长空间可期	26
4.2、比较今世缘，看好公司量价齐升的增长潜力	30
4.3、省外空间：省外市场有序拓展，催生新增长点	36
5、盈利预测评级	37
6、风险提示	38

图表目录

图表 1：1988 年瓷瓶装迎驾贡酒产品	7
图表 2：20 世纪 90 年代初迎驾贡酒获得荣誉	7
图表 3：公司 2011-2024Q1 营收和归母净利润	8
图表 4：公司股权结构（截至 2024Q1）	8
图表 5：公司部分高管履历情况	9
图表 6：公司主要产品推出时间及价格	10
图表 7：2017-2025 年安徽省白酒市场规模及预测情况	11
图表 8：安徽白酒分价格带市场规模	11
图表 9：安徽省各地区市场规模情况	11
图表 10：安徽各地级市白酒容量按梯队划分	12
图表 11：2012-2021 年安徽省白酒产量及增速	12
图表 12：2022 年安徽省人均白酒年消费全国第五（单位：元）	12
图表 13：2015-2021 年安徽省 GDP 及增速	13
图表 14：2016-2022 年安徽省人均可支配收入	13
图表 15：2016-2022 年安徽省常住人口稳定上升	14

图表 16: 2018-2022 年安徽省人口净流入	14
图表 17: 《促进安徽白酒产业高质量发展的若干意见》主要内容归纳	14
图表 18: 省内四家上市酒企 2019-2023Q3 营收 (亿元)	15
图表 19: 省内白酒市场份额粗略测算	15
图表 20: 2022 年各市 GDP 总量排名 (单位: 亿元)	16
图表 21: 合肥白酒市场份额	16
图表 22: 迎驾贡酒“六位一体”生态体系	17
图表 23: 产区一面靠山、三面环水的地形特征	17
图表 24: 2016-2023 年迎驾贡酒品牌宣传事件	18
图表 25: 部分迎驾贡酒品牌获奖荣誉	18
图表 26: 公司举办多届的消费者体验活动“寻找搅蛋王”	18
图表 27: “文化战略”元年 2023 年进行跨平台整合营销	19
图表 28: “文化迎驾”战略的“三大提升”工作	19
图表 29: 迎驾贡酒自 2021 年来加大广告宣传费投放力度	19
图表 30: 公司品宣营销策略见效驱动销售费用率下降	19
图表 31: 公司 2016-2023 年成品酒产能	20
图表 32: 公司 2016-2023 年成品酒和半成品酒库存	20
图表 33: 2015-2023 年中高档白酒营收占比持续提升	21
图表 34: 2015-2023 年公司整体及分产品的销售毛利率	21
图表 35: 2016-2023 年中高档白酒销量占比持续提升	22
图表 36: 公司中高档白酒带动产品整体吨价稳步提升	22
图表 37: 销售模式以经销为主	23
图表 38: 经销商平均收入增速于 2021 年反超经销商数量增速	23
图表 39: 近年经销商数量增长放缓	23
图表 40: 扩充销售人员以适应扁平化管理的需求	23
图表 41: 迎驾贡酒抖音运营平台	24
图表 42: 迎驾贡酒箱码物流追溯系统	24
图表 43: 迎驾贡酒管理费用率季度间的波动幅度减弱且呈下降趋势	24
图表 44: 迎驾贡酒渠道利润及提价情况	25
图表 45: 2023 年安徽人均 GDP 与 2013 年江苏人均 GDP 相近	26
图表 46: 2023 年安徽居民人均可支配收入近似 2017 年江苏居民人均可支配收入	26
图表 47: 安徽与江苏两两省居民人均食品烟酒消费支出	27
图表 48: 安徽与江苏两省城镇化率	27
图表 49: 安徽省白酒产业政策归纳	27
图表 50: 政策端核心产区建设推动白酒产业高质量发展	27
图表 51: 全国各省市 2022 年白酒产值占比	28

图表 52: 全国各省市人均白酒年消费水平	28
图表 53: 2016-2022 年安徽、江苏两省产量呈下降趋势	28
图表 54: 安徽白酒市场次高端以上价位带占比提升	28
图表 55: 安徽/江苏分价格带市场份额占比	29
图表 56: 安徽/江苏分价格带市场份额绝对值	29
图表 57: 2022 年安徽白酒市场结构	29
图表 58: 2022 年江苏白酒市场结构	29
图表 59: 迎驾贡酒和今世缘概况对比	31
图表 60: 2021 年迎驾贡酒总营收增速超过今世缘	32
图表 61: 2021 年迎驾贡酒归母净利润增速超过今世缘	32
图表 62: 迎驾贡酒销售费用率优化效果明显	32
图表 63: 迎驾贡酒和今世缘管理费用率均有优化趋势	32
图表 64: 迎驾贡酒研发投入相对更大	33
图表 65: 2015-2023 年迎驾贡酒和今世缘毛利率	33
图表 66: 2021 年迎驾贡酒净利率超过今世缘	33
图表 67: 2023 年迎驾贡酒销售费用明细占比和 2014-2023 年明细金额 CAGR	34
图表 68: 2023 年今世缘销售费用明细占比和 2014-2023 年明细金额 CAGR	34
图表 69: 今世缘/迎驾贡酒品牌策略与渠道模式变革相辅相成	35
图表 70: 迎驾贡酒/今世缘 2021-2023 年直销渠道毛利率	35
图表 71: 迎驾贡酒/今世缘 2021-2023 年代销渠道毛利率	35
图表 72: 迎驾贡酒普通白酒/今世缘 100 元以下白酒的营收及毛利率	36
图表 73: 迎驾贡酒中高挡白酒/今世缘 100 元以上白酒的营收及毛利率	36
图表 74: 迎驾贡酒/今世缘 2021-2023 年直销渠道毛利率	37
图表 75: 迎驾贡酒省外营业收入变化 (单位: 亿元)	37

1、迎驾贡酒：公司历史底蕴深厚，管理团队经验丰富

1.1、历史沿革：底蕴深厚根基稳固，产品升级蹄疾步稳

迎驾贡酒以环境优势打造“生态酿造”体系，以历史底蕴讲好品牌故事。迎驾贡酒是徽酒的主要代表之一，主要从事白酒的研发、生产和销售，主要白酒产品为浓香型白酒。公司坐落于国家级生态县安徽省霍山县，拥有适合酿酒的自然环境，具备生态品类优势，公司基于此打造“生态”属性和标识。公司名称典故可追溯自公元前 106 年，汉武帝南巡霍山，当地官民献酒迎驾，武帝饮后御封为贡酒，“迎驾贡酒”由此得名，与中国传统文化的迎宾待客之道一脉相承。自然环境优势和历史文化底蕴，是推动公司增长的重要基础。

回顾公司的发展历程，我们将其分为以下 4 个阶段：

1) 1955-1993 年蛰伏蓄力期：由手工生产向机械工艺转变，逐渐成为初具规模的现代化酒厂。迎驾贡酒的前身佛子岭酒厂成立于 1955 年，并于 1958 年完成公私合营改造，成为全民所有制企业。

在生产效率上，酒厂致力于以机械自动化替代传统手工生产：1959-1977 年，通过扩建厂房、安装机械化液体生产设备、自行设计安装机械化生产线，劳动生产率与手工生产阶段相比提升 4 倍，初步实现生产机械化、管道化；到 80 年代改革开放初期，酒厂自造一台自动化搅拌机，新建曲酒车间厂房 1365 平方米，水泥发酵池 45 个，到 1985 年，厂区面积达 6.29 万平方米，职工 116 人，固定资产 205.7 万元，逐渐成为初具规模的现代化酒厂。

针对白酒口感，酒厂在改革开放初期增设白酒脱臭设备，年产白酒 996 吨，地区同行评比名列第一。

针对产品品类，酒厂在 1985 年左右开始致力于产品多样化和提高产品附加值：1985 年产品品种达 10 多个；1987 年通过加大瓶装酒的开发力度，使产品逐步从附加值低的散装酒向附加值高的瓶装酒转移，同年成功开发出佛子岭特酿；引进块曲生产大曲酒，注册商标“佛子岭大曲”；1988 年，瓷瓶装迎驾贡酒诞生。

图表 1：1988 年瓷瓶装迎驾贡酒产品



资料来源：新浪财经，华鑫证券研究

图表 2：20 世纪 90 年代初迎驾贡酒获得荣誉



资料来源：新浪财经，华鑫证券研究

2) 1994-2012 年改革重生期：进行全方面改革，为公司后续高速发展奠定坚实基础。1994 年，霍山县政府决定开启企业经营体制改革，在佛子岭酒厂已有多年工作经验、暂被调离的倪永培先生主动请缨重回酒厂，并从多方面进行改革。

在工艺改造上，酒厂引进五粮酿造工艺，并与五粮液酒厂科研所达成技术合作，最终形成“徽派五粮浓香”的风格。

在品牌宣传上，倪永培主导酒厂将佛子岭品牌更名为“迎驾”，结合当地迎接圣驾的历史传说进行品牌宣传。

在企业组织形式上，1997 年佛子岭酒厂从“国有性质”改为“股份制企业”，同年“安徽迎驾酒业股份有限公司”正式挂牌成立，改制后第二年迎驾营收突破 2.25 亿元，利润达 4000 多万元，是改制前的三倍；2003 年，酒业公司联合迎驾投资、华夏公司、大同丝绸参股设立迎驾集团有限公司，控股迎驾贡酒有限公司，注册资本为 1500 万元，并于 2011 年变更为股份有限公司。

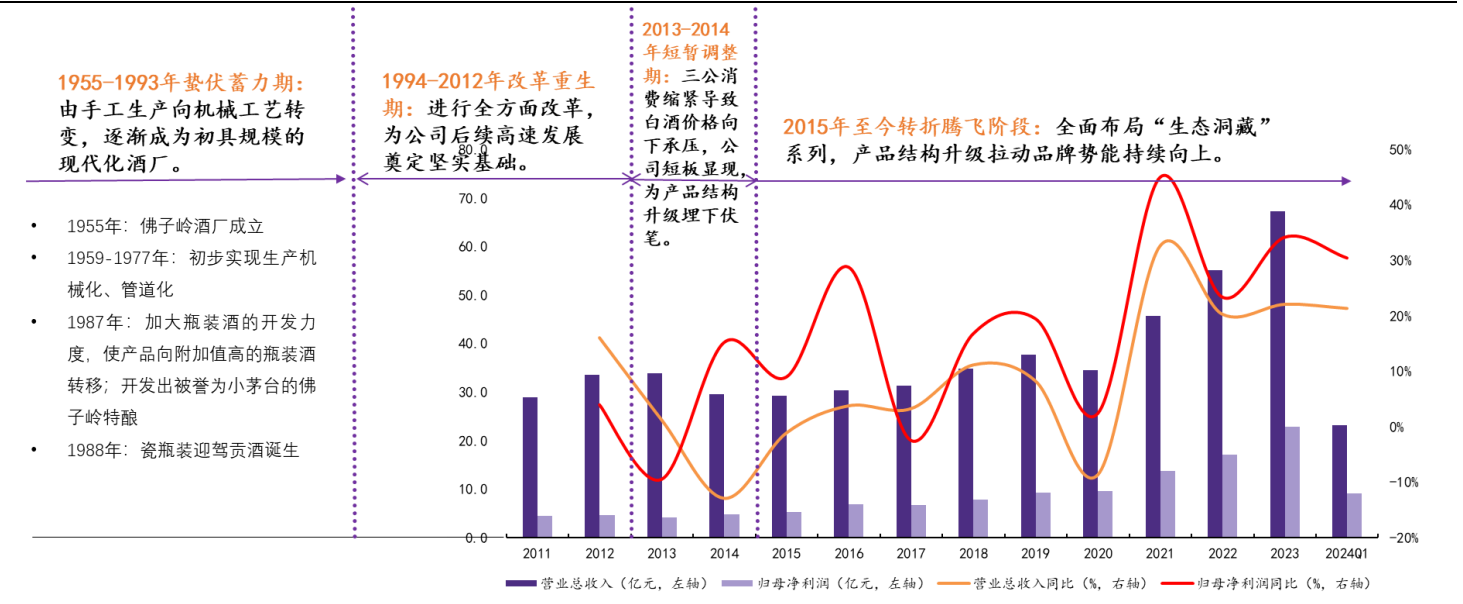
在产品品类上，2000 年前后，公司把握酒业黄金十年的机遇，打造“星级贡酒”系列产品；2008 年，迎驾推出重点系列产品迎驾之星，并确定市场主打产品“银星”，顺应第一轮消费升级，抓住省内消费升级的机遇。

3) 2013-2014 年短暂调整阶段：三公消费收紧导致白酒主流价格带向下挤压，公司其时产品定位大众消费，经营承压。2013 年，受限制“三公消费”政策影响，高端消费和政务消费出现明显下滑。2014 年，随着茅台、五粮液等高端白酒企业实施腰部产品发展战略，为抢占大众消费市场而力推中低价位产品，白酒价格向下挤压，产品主要定位为大众消费品的迎驾贡酒 2014 年的营收为 29.59 亿元，同比下滑 12.84%，在经营层面受到直接冲击。

4) 2015 年至今转折腾飞阶段：全面布局“生态洞藏”系列，产品结构升级拉动品牌势能持续向上。公司于 2015 年 5 月在上交所主板挂牌上市，并逐步从行业调整期中逐步恢复。2015 年公司推出在 150-400 元价格带的“生态洞藏”系列，积极布局中高端产品，顺应徽酒结构升级的趋势。2016 年前后安徽省内第二轮消费升级来，主流价格带由 80-120 元逐步升至 90-150 元，随着“生态洞藏”系列的放量，公司成功部分承接下徽酒主流价格带上移后新增的市场。从 2016-2023 年营收情况来看，2020 年受疫情影响业绩短暂下滑，但 2016-2023 年营收复合增长率为 12%，整体而言公司产品结构升级的持续性强，营收增长较为稳定。2024 年 Q1 实现营收 23.25 亿元，同增 21%；实现归母净利润 9.13 亿元，同增 30%，

可见公司业绩增长势能强劲，盈利弹性有望持续释放。

图表 3：公司 2011-2024Q1 营收和归母净利润

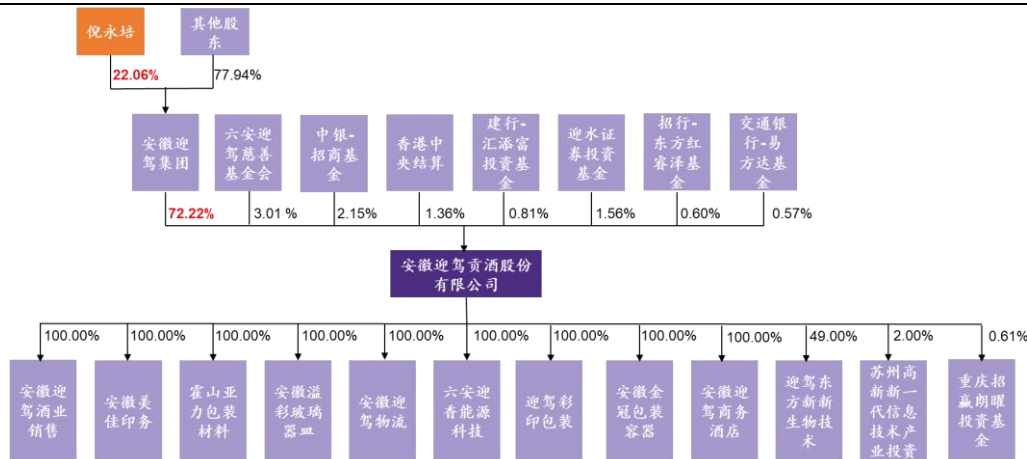


资料来源：WIND，公司官网，华鑫证券研究

1.2、股权结构：股权结构清晰稳定，股权激励激发活力

迎驾贡酒股权结构清晰稳定，民营体制灵活度高。截至 2024 年一季报，迎驾贡酒的控股股东为安徽迎驾集团股份有限公司，持股比例为 72.22%。董事长倪永培先生是中国酿酒大师，于 20 世纪 70 年代进入佛子岭酒厂，为酿酒工人出身，先后担任车间主任、副厂长、厂长，具有丰富的基层经验和较强的实业基础，倪永培先生目前持有迎驾集团 22.06%股份，为公司的实际控制人。迎驾贡酒是白酒行业第一家民营上市企业，机制使然，迎驾贡酒在机制、激励等方面更加灵活且市场化。管理层多通过持有安徽迎驾集团的股份间接持有公司股份，管理团队重要人员多为公司内部培养，任职稳定且积极性高。截至 2023 年末，公司拥有中国酿酒大师 2 名，享受国务院特殊津贴专家 1 名，国家级白酒评委 8 名。

图表 4：公司股权结构（截至 2024Q1）



资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 5：公司部分高管履历情况

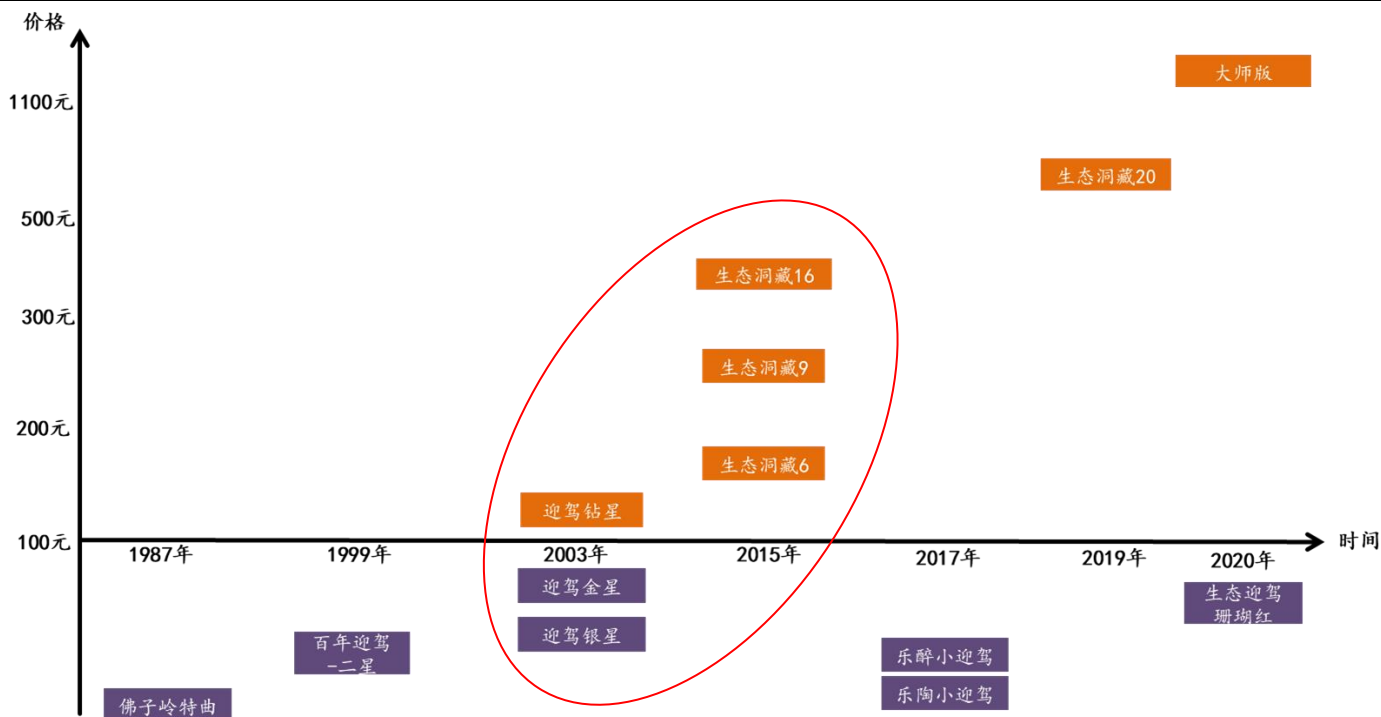
姓名	职务	个人简历
倪永培	董事长, 董事	全国劳动模范, 中国酿酒大师, 1985-2015 年中国白酒历史杰出贡献人物, 安徽省优秀民营企业 家。曾任佛子岭酒厂副厂长, 厂长和党支部书记, 霍山县经济委员会主任, 党委书记, 酒业公司董 事长, 总经理, 迎驾有限董事长, 总经理。 2003.11 至今: 任迎驾集团董事长, 总裁; 2011.9 至今: 任本公司董事长。
秦海	总经理, 董事	曾任佛子岭酒厂车间职工, 主任, 酒业公司芜湖办事处主任, 合肥办事处主任, 商贸部经理, 野岭 饮料副总经理, 销售公司总经理, 公司副总经理, 公司总经理, 迎驾集团副总裁兼安徽迎驾山泉股 份有限公司总经理。 2014.1 至今: 任本公司董事; 2023.9 至今: 任本公司总经理。
杨照兵	董事	曾任佛子岭酒厂车间职工, 销售公司铜陵办事处主任, 合肥办事处主任, 销售公司西安办事处经 理, 安庆区域经理, 销售公司业务部经理, 拓展部经理, 销售公司安徽大区经理, 执行总经理, 销售 公司总经理助理、副总经理、总经理, 公司副总经理, 总经理。 2014.3 至今: 任迎驾贡酒董事; 2020.12 至今: 任销售公司总经理; 2023.9 至今: 任公司副总经理。
丁保忠	监事会主 席, 监事	曾任销售公司副总经理, 合肥美佳, 安徽美佳副总经理, 合肥整牌, 安徽整牌副总经理, 迎驾有限 酒业分公司副总经理, 酒业分公司总经理, 公司副总经理。 2014.5 至今: 任迎驾集团董事; 2017.2 至今: 任迎驾集团副总裁, 纪委书记; 2020.3 至今: 任迎驾集团党委副书记。 2023.9 至今: 任本公司监事会主席和监事。
广家权	副总经理	全国劳动模范, 国务院特殊津贴专家, 高级技师, 高级酿酒师, 国家级白酒评委, 中国酒业协会白 酒分会技术委员会委员, 国家级技能大师工作室带头人, 安徽省技术领军人才, 江淮杰出工匠。 曾任佛子岭酒厂品酒员, 酒业公司技术员, 迎驾有限技术员, 科技处副处长, 处长, 副总工程师, 公 司技术中心主任, 公司董事, 总工程师, 曲酒分公司副总经理, 酒业分公司副总经理, 石斛酒事业 部总监, 技术中心总监。 2020.9 至今: 任本公司副总经理; 2023.4 至今: 兼任公司文化, 品牌, 技术事业部总经理。
叶玉琼	董事, 副总 经理	曾任佛子岭酒厂车间主任, 酒业公司副总经理, 野岭饮料副总经理, 迎驾有限副总经理。 2003.11-2011.09: 任迎驾有限董事; 2006.2-2011.9: 任迎驾有限副总经理; 2011.09: 任本公司董事、副总经理、曲酒分公司总经理。
倪杨	董事	曾任容器分公司供应处采购员, 安徽美佳供应处处长, 迎驾贡酒采购中心总经理助理, 销售公 司洞藏酒事业部总监, 洞藏销售公司副总经理、洞藏直营公司总经理。 2020.9 至今: 任迎驾贡酒董事; 2020.12 至今: 任销售公司副总经理; 2021.12 至今: 任销售公司普酒分公司总经理。

资料来源: WIND, 华鑫证券研究

1.3、产品结构：产品矩阵完整，价格带布局清晰

迎驾贡酒产品矩阵完善，差异化布局卡位消费者不同场景下的产品需求。公司产品分
为普通白酒和中高档白酒两大品类，其中普通白酒主要包括有百年迎驾贡系列、糟坊系列
等，中高档白酒的代表品牌有洞藏系列、迎驾之星系列等。从价格带看，迎驾贡酒价格带
覆盖面广，涵盖全价格带。生态洞藏中的洞 6/9/16 主要布局 100-400 元的中高端、次高端
价格带，洞 20、生态霍山布局 500-700 元高线次高端价格带，洞藏大师版定位高端品牌形
象。迎驾之星系列和口粮自饮系列白酒主要布局中低端价格带。

图表 6：公司主要产品推出时间及价格



资料来源：天猫迎驾贡酒官方旗舰店，华鑫证券研究

注：价格为天猫旗舰店 2024 年 3 月单瓶的到手预估价

2、白酒产销大省，消费升级趋势明显

2.1、安徽白酒市场持续增长，市场空间广阔

徽酒扎根本土，省内市场空间广阔持续扩容。据华经产业研究院数据，安徽白酒市场容量从 2017 年约 250 亿元增长至 2021 年约 350 亿元，四年 CAGR 约为 8.8% 保持快速增长态势，预计 2025 年可达 485 亿元。站在当前时点看，省内白酒市场空间仍然广阔。

分价格带看，徽酒市场主要分为 100 元以下大众市场、100-300 主流价格带、300-800 次高端及 800 元以上高端价格带，其中：

1) 0-300 元的大众市场是省内最大的基本盘，亦是目前徽酒竞争最激烈的价格带。2021 年市场规模约 260 亿元约占总规模的 74%，其中 100 元以下规模约 120 亿元占 34%，100-300 元价格带规模约 140 亿元占 40%，主流价格带由百元内逐步提升至 100-300 元；

2) 300-800 元的次高端市场已达 50 亿规模，占比 14%，近年来徽酒各品牌在次高端价位带纷纷推新，以迎合商务宴请等场景对次高端产品的需求；

3) 800 元以上的高端价格带约 40 亿元左右规模，占比 12%，在该价格带中，省外名酒依托更加明显的品牌优势，占比较高。

分地区看，各市级白酒市场大致可分为三大梯队：

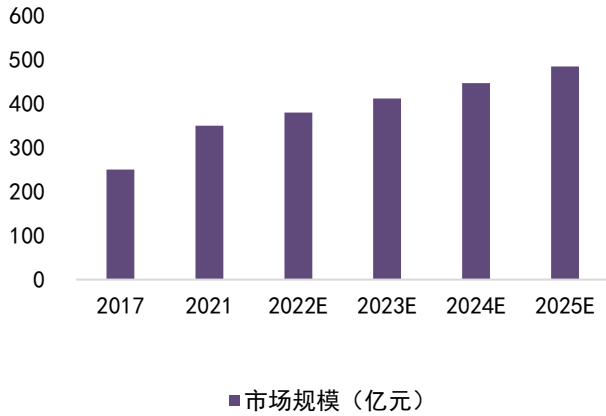
1) 其中合肥、阜阳位列第一梯队，合肥约占 70 亿元，处于绝对领先；阜阳是省内第二

大白酒市场，是金种子的大本营市场，人均饮酒力位居安徽榜首，约占 50 亿规模；

2) 在第二梯队中六安约占 26 亿元，滁州、亳州约为 25 亿元，其中六安、亳州分别是迎驾贡酒和古井贡酒的产地市场；安庆、宿州分别约为 22 亿元和 20 亿元；

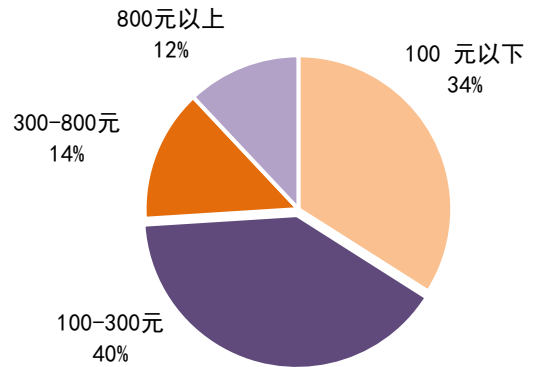
3) 第三梯队中，芜湖、蚌埠市场容量约 18 亿元，淮北、淮南、宣城约占 14-15 亿元，其中淮北是口子窖的原产地，其余地市规模均在 10 亿以下。

图表 7：2017-2025 年安徽省白酒市场规模及预测情况



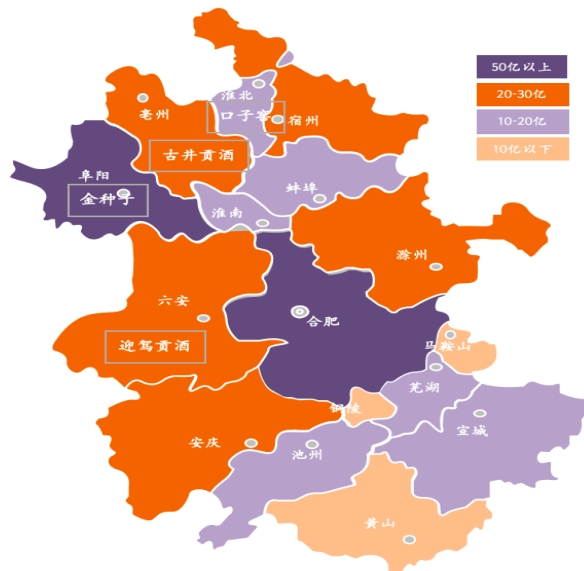
资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

图表 8：安徽白酒分价格带市场规模



资料来源：酒食汇，华鑫证券研究

图表 9：安徽省各地区市场规模情况



资料来源：酒食汇，华鑫证券研究

图表 10：安徽各地级市白酒容量按梯队划分

排序	城市	市场容量 (亿元)
第一梯队	合肥	70
	阜阳	50
第二梯队	六安	26
	滁州、亳州	25
	安庆	22
	宿州	20
第三梯队	芜湖、蚌埠	18
	淮北、淮南、宣城	14-15
	池州	10
	马鞍山、黄山、铜陵	9

资料来源：酒食汇，华鑫证券研究

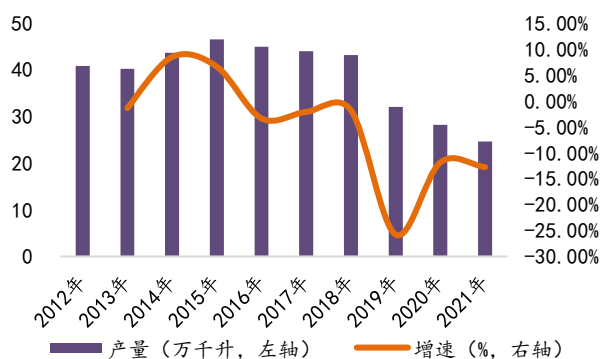
2.2、经济发展助力消费升级，次高端市场扩容动力足

安徽地区白酒产销基础好，2022 年数据看，白酒年产量、省内人均白酒年消费均为全国第五。徽酒文化历史悠久，可追溯至春秋时期，因徽州独特的地理位置和气候条件，孕育了众多风味不同的品质白酒，传承至今，其中古井贡酒与口子窖均名列中国名酒的榜单中。

需求端看，2021 年省内白酒市场规模达 350 亿元，2022 年省内人均白酒年消费额为 571 元位列全国第五，人均饮酒量全国第七，线上白酒消费全国第二。消费主力群体为中青年，该群体占常住总人口 60%以上，消费群体基数大，消费场景覆盖餐饮、商务、宴请和自饮等。

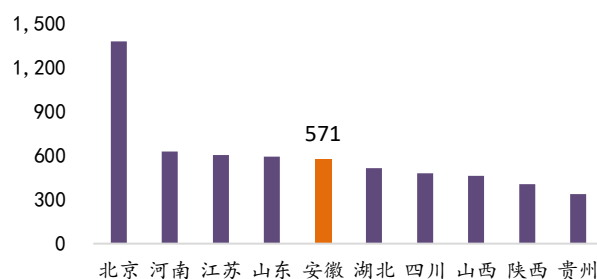
供给端看，安徽是传统产酒量大省，白酒产量按 2022 年数据计位居全国第五，2021 年省内白酒产量为 24.6 万千升，年产量保持稳定增速。省内共有上市酒企古井贡酒、口子窖、迎驾贡酒、金种子四家，合计达规模以上白酒企业共 112 家（截止 2019 年数据），且徽酒品类齐全，覆盖浓香、兼香、酱香等多种香型。

图表 11：2012-2021 年安徽省白酒产量及增速



资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

图表 12：2022 年安徽省人均白酒年消费全国第五 (单位：元)



资料来源：酒教主，华鑫证券研究

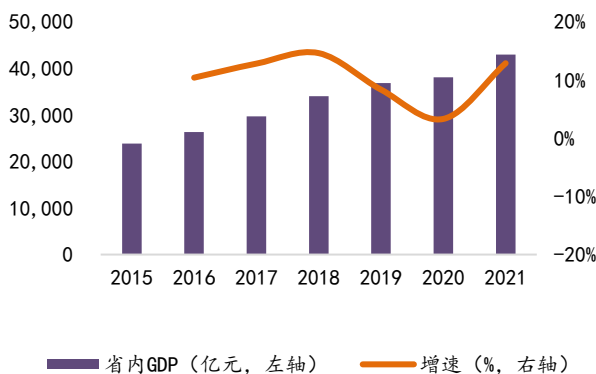
产业+资金+人才政策持续加码，带来人口持续净流入并有效拉动经济快速发展，为徽

酒市场持续扩容的主要推动力。1) **产业政策：**安徽重点发展集成电路、智能终端、生物医药以及智能语音及人工智能等创新型绿色产业，支撑省内经济迅速发展且带来大量就业机会，吸引人才流入；2) **资金政策：**合肥国资成立母基金，通过国资改革带动国企发展，借助投资运营平台进行专业化、市场化、资本化运作。合肥国资累计向战略性新兴产业项目投资超 1200 亿元，带动项目总投资超 4500 亿元，带动上下游产业链总投资近 5000 亿元，在京东方、长鑫存储和蔚来等多个项目的投资上已取得显著回报，拉动全省 GDP 迅速增长。3) **人才政策：**2023 年安徽出台了 4.0 版人才政策及 16 项专项工作方案，借鉴江浙沪经验，旨在吸引和留住人才。“以产聚人”是安徽的发展策略，通过高端制造业提供大量优质就业机会，吸引各类人才。安徽拥有众多高等院校和科研机构，为制造业高质量发展提供人才支撑，安徽产业的兴起使得更多毕业生选择留在安徽就业。

量：人口净流入带来消费主力人数的稳定增长。安徽省常住人口自 2016 年来保持在 6000 万人以上，并保持稳定增长，其中 15-64 岁劳动人口占比在 60%以上，白酒消费群体庞大。尽管安徽省出生率变化走势与全国趋势基本趋同，但由于人口流动使得每年安徽保持人口净流入状态。2018 年安徽省人口净流入 28.23 万人，人口流入总数位列全国第三位，近三年以来总流入人口数保持稳定上升趋势，持续支撑徽酒市场扩容。

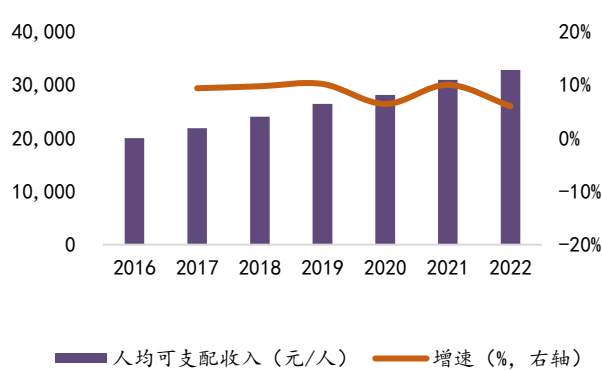
价：消费能力稳步提升推动白酒消费的升级。安徽近年来经济发展速度明显高于全国平均水平，受益于新能源等战略性新兴产业的快速发展，在 2015-2021 年间，安徽省 GDP 从 23831.18 亿元增长至 42959.18 亿元，其中 2021 年增速高达 12.87%，经济持续稳定发展，推动白酒市场持续扩容；人均可支配收入从 2016 年 19998 元增长至 2022 年 32745 元，CAGR 为 8.57%，居民收入水平不断提高，带动省内白酒消费的持续升级，白酒消费价格带不断上移，次高端价格带市场规模持续扩容。

图表 13：2015-2021 年安徽省 GDP 及增速



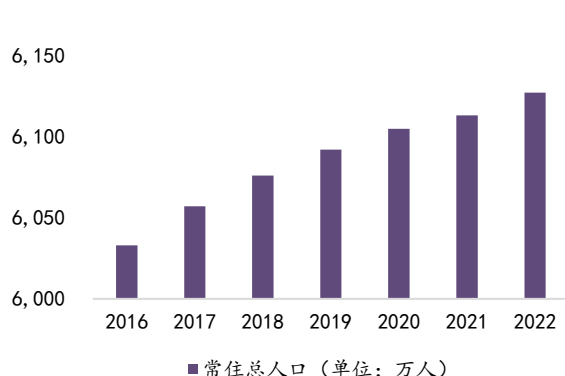
资料来源：安徽省统计局，华鑫证券研究

图表 14：2016-2022 年安徽省人均可支配收入



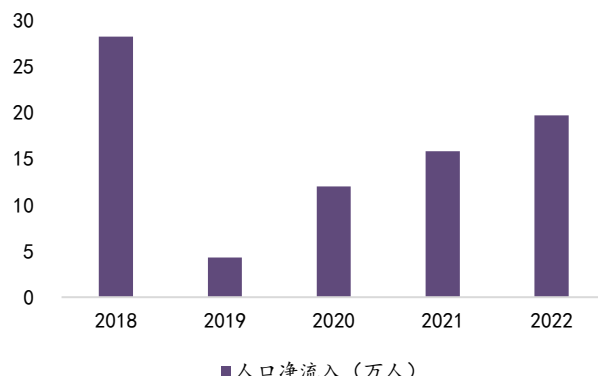
资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

图表 15: 2016-2022 年安徽省常住人口稳定上升



资料来源: 中经数据, 华鑫证券研究

图表 16: 2018-2022 年安徽省人口净流入



资料来源: 澎湃新闻, 环球网, 华鑫证券研究

政策指引白酒产业高质量发展, 高端化升级是趋势。安徽省在 2020 年发布《促进安徽酒产业高质量发展的若干意见》, 确定发展主要目标: 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, 打造一批在国内具有更高知名度和竞争力的企业。建成全国优质酒生产、研发和原料、包装基地, 构建“品牌强、品质优、品种多、集群化”的安徽白酒产业发展体系, 提升安徽白酒在全国的品牌影响力。政策加码, 着力突破酒企发展重难点, 为徽酒升级转型指引方向。

图表 17: 《促进安徽白酒产业高质量发展的若干意见》主要内容归纳

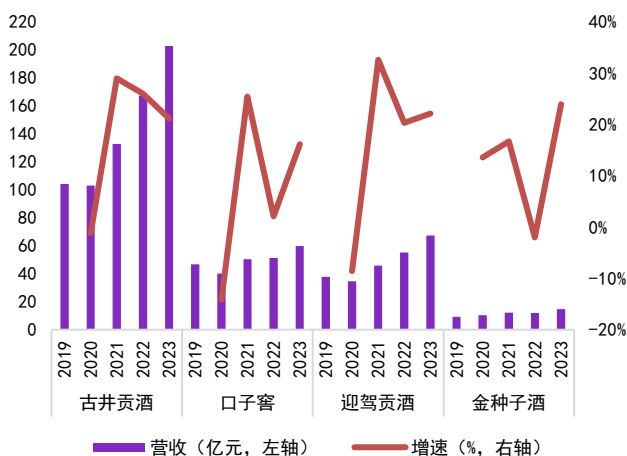
《促进安徽白酒产业高质量发展的若干意见》主要内容归纳	
重点工作	具体内容
“产区+基地”, 优化白酒产业布局	发挥产区优势, 提高产业集中度, 打造产业基地集群。建立优质原料基地, 引导中小企业以产业链为纽带, 向龙头企业集中集聚, 构建协作配套、协同发展的产业体系。
“扶优+扶强”, 培育一批龙头企业	支持企业兼并重组, 优化白酒生产主体; 对白酒企业分类管理, 建立重点企业联系帮扶制度; 实施梯队培养计划, 实现体制机制创新。
“数字+智能”, 促进企业转型升级	支持企业建设数字化车间, 创建智能工厂, 开展“两化”融合对标贯标工作。
“低碳+循环”, 推动实施绿色制造	开发绿色产品, 创建绿色工厂, 创建绿色工业园区, 打造绿色供应链。
“质量+安全”, 持续提升产品品质	建立企业标准体系, 传承传统工艺, 保障水质和生态要求。
“精品+名品”, 重塑安徽白酒品牌	抢占高端市场, 培养单品冠军, 加大对安徽白酒整体形象宣传力度。
“创新+创意”, 不断优化营销模式	织密线下营销网络, 创新新媒体营销, 实现个性化订制。
“领军+工匠”, 加强人才队伍培养	打造一批行业领军人才, 选育一批“工匠”专才, 培养一批应用型人才。

资料来源: 安徽经济和信息化厅, 华鑫证券研究

2.3、省内一超多强格局显著，省会合肥是战略要地

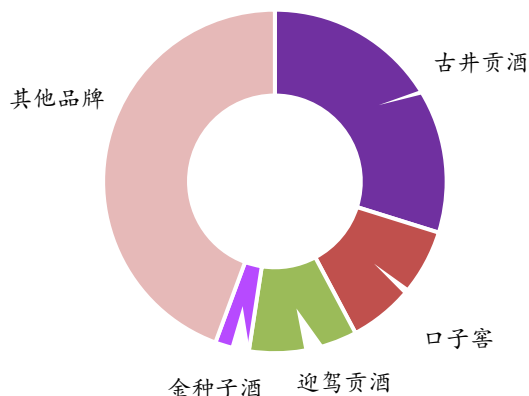
“一超多强”竞争格局显著，徽酒市场竞争壁垒高。省内当前拥有上市酒企 4 家，区域名酒、规模以上酒企 112 家，古井贡酒居于绝对龙头，占据省内约 30% 的市场份额（按 2022 年省内销售额粗略估算，下同）；口子窖、迎驾贡酒、金种子酒等多家酒企群雄争锋，分别占 12%/10%/3% 的市场份额，4 家上市酒企约占省内 56% 的市场份额，“一超多强”的竞争格局显著，且整体省内竞争日趋呈现往头部品牌集中化的趋势。对以茅、五、泸为主的省外名酒品牌而言，布局徽酒竞争主流价格带壁垒依然较高，当前省外名酒品牌竞争优势主要集中在 800 元以上的高端价格带。

图表 18：省内四家上市酒企 2019-2023 营收（亿元）



资料来源：CHOICE，华鑫证券研究

图表 19：省内白酒市场份额粗略测算

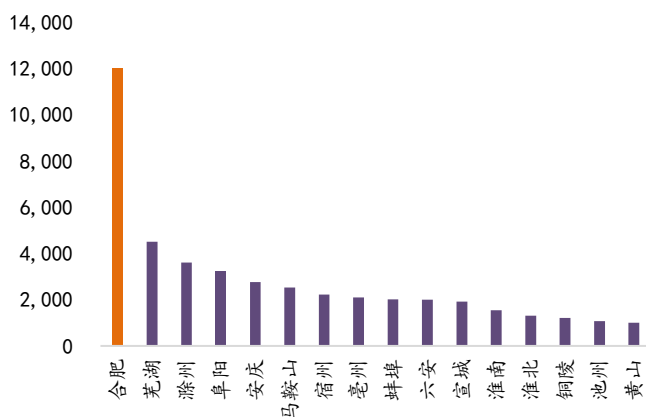


资料来源：WIND，华鑫证券研究

徽酒核心价格带竞争激烈，各酒企在大众端与次高端齐发力创造增量。从具体价格带来看，100-300 元大众市场和 300-800 元次高端价格段是徽酒竞争的核心价格带。古井贡酒在量、质上处于领先，古 5、古 8 在大众端占据较大份额，古 16、古 20 快速放量，成为次高端主力产品；口子窖兼香系列新品搭配口子窖 6 年、10 年以及迎驾洞 6、洞 9 也在大众市场中表现强劲，占据重要地位，洞 16、洞 20、口子窖兼香系列新品也积极布局次高端、抢占市场份额。

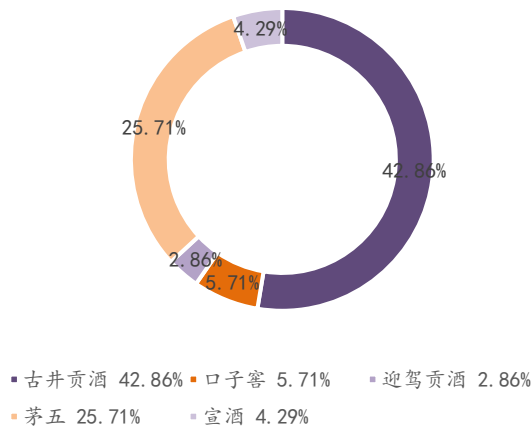
省会合肥作为省内第一大白酒消费市场，消费升级程度亦领先全省，作为样板市场，是徽酒不可忽略的战略要地，当前合肥市内竞争格局与全省基本一致，古井凭借精准卡位、先发布局占约 42.86% 的份额，绝对领先，口子窖和迎驾积极追赶合计约占 9%，区域名品宣酒与省外名酒茅五等不可小觑，合占约 30%。

图表 20：2022 年各市 GDP 总量排名（单位：亿元）



资料来源：安徽网，华鑫证券研究

图表 21：合肥白酒市场份额



资料来源：酒食汇，华鑫证券研究

3、核心竞争力：未雨绸缪布局洞藏系列，渠道变革与品牌建设赋能产品结构可持续性升级

3.1、品牌：生态酿造概念打造品牌差异化，持续发力品牌建设

以长期主义践行生态酿酒理念，品牌理念根基深厚。早在十几年前，迎驾贡酒就开始探索白酒酿造与自然生态的共生之道，先后投入上亿元建成一套生态循环系统。公司在 2011-2015 年推出生态年份酒系列，亦标志着公司借助自然生态酿造的产品理念，开始对中高端市场深入布局。公司展示出较强的品牌战略定力，其独特的生态酿造理念和品质随着时间的沉淀逐步获得市场好评，为 2015 年推出生态洞藏系列及其后公司深化生态酿造理念和拓展高端市场奠定基础。

品牌定位上，打造产业链生态模式，以“国人的迎宾酒+生态酿造”打造差异化品牌定位和营销亮点。回顾公司两次成功挖掘品牌价值，第一次是在 1997 年聚焦当地恭迎汉武帝圣驾的历史传说，将佛子岭酒厂更名为迎驾，通过升华其蕴含的以客为尊、以礼待人的中华传统文化内涵，形成独特的品牌价值表达。第二次成功挖掘品牌价值是在 2015 年以来推出生态洞藏系列产品，区别于古井、口子窖将产品和品牌主要聚焦在年份酒，迎驾依托于自然生产环境的差异优势，以“生态酿造”为宣传主题，打造出独有的六位一体生态体系：

1) 生态产区：产地位于国家级生态县、安徽省唯一一个“中国好水”水源地霍山县，气候温暖湿润，森林覆盖率 76%以上，全年空气质量优良率保持在 97%以上，拥有适合酿酒的生态环境。一面靠山、三面环水的地形特征，造就迎驾贡酒稳定的酿酒生态。

2) 生态刚水：白马尖峰上生长着 60 万亩竹林。发源于大别山主峰白马尖的山泉水流经竹海，经地下竹根层层过滤，被称为“刚水”。迎驾贡酒从原酒酿造到生产勾调都以“刚水”为水源，形成“晶莹剔透、绵甜爽口”的独特品质。

3) **生态酿艺**：秉承已成为“非物质文化遗产”的传统酿造工艺，采用中温包大曲为糖化发酵剂，泥池老窖，90 天长周期发酵，从原粮进厂到成品酒出厂历经 69 道传统工艺。同时，与创新相结合，率先在白酒行业中完成全部机械化改造，促使原酒质量更稳定。

4) **生态循环**：在生产全过程创新“生态循环体系”，被工信部认定为国家级绿色工厂。

5) **生态洞藏**：迎驾的原酒洞藏基地黄岩洞，常年基本保持 20℃ 的温度与 85% 的湿度，冬暖夏凉的微气候环境对酒的老熟生香起到不可替代的促进作用。

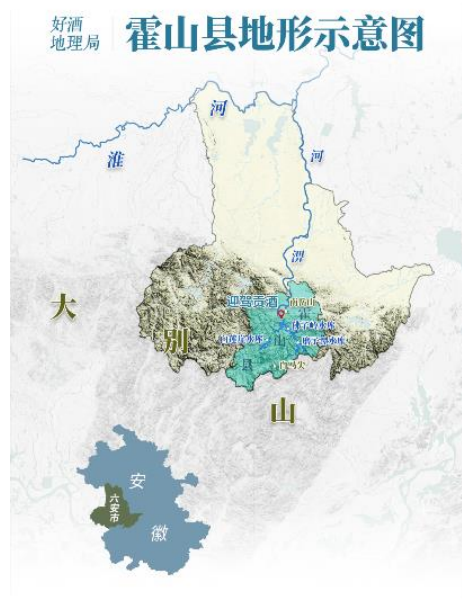
6) **生态消费**：“醉得慢、醒得快、有点甜”的生态好酒，符合现代消费者“少喝酒，喝好酒”的健康消费理念。

图表 22：迎驾贡酒“六位一体”生态体系



资料来源：公司官网，公司公众号，华鑫证券研究

图表 23：产区一面靠山、三面环水的地形特征



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

品牌建设行动上，三大行动赋能公司打好文化和生态基因两张牌。公司通过“三大行动”系统工程，持续增强消费者对迎驾贡酒“国人的迎宾酒、中国生态白酒第一品牌”两大品牌定位的认知，深度挖掘迎驾礼仪文化、汉文化和生态文化，构建品牌核心价值体系 and 高端产品表达体系：

1) **生态白酒文化上**：开展封藏大典、迎驾文学笔会、生态白酒高峰论坛等活动，提升品牌文化价值；

2) **融媒体平台上**：公司创新推广方式，通过开展迎主播挑战赛、迎驾大咖游、“迎驾贡酒·大师版”的全球首发直播等活动紧抓直播风口，加强品牌在全国的曝光度；

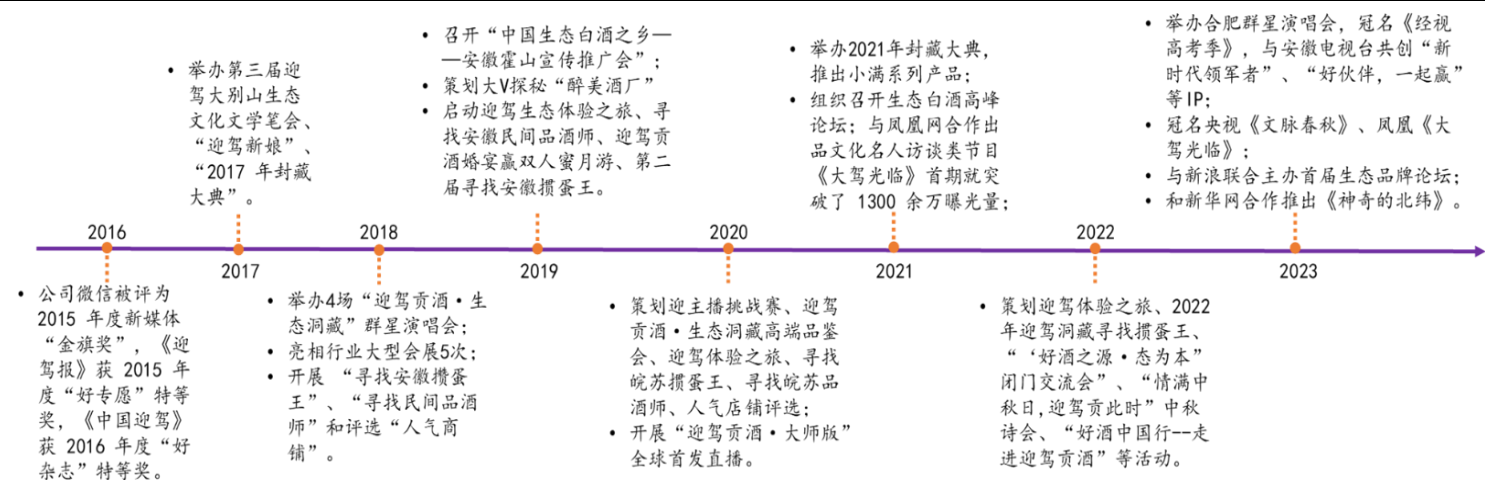
3) **消费者体验上**：针对不同圈层推出其具有针对性的活动，提升品牌美誉度。例如，开展泛区域化活动攒蛋比赛，让迎驾收获更广谱性的知名度和美誉度；融合婚庆文化与酒类文化开展“迎驾新娘”，从而开拓婚宴等市场；通过重点培育 VIP 消费者，增强消费者粘性。

品牌营销策略上，以意见领袖培育和增强厂商粘性为杠杆，提升品牌营销效率。

- 在消费者培育上，专注于意见领袖培育，以“寻找民间品酒师”大赛为例，以国家品酒师比赛规则来执行总决赛，让参赛选手发挥消费者意见领袖作用。
- 在增强厂商粘性上，迎驾贡酒针对经销商、烟酒店进行产品品牌宣传，增强渠道信心，如通过与安徽卫视打造以迎驾贡酒酒业创业者为主题的励志真人秀节目《好伙伴一起赢》增强与经销商内在的情感联系、吸引和留住优质经销商，通过定期举办“国宾盛宴”品鉴会、生态洞藏人气商铺评选活动，让经销商直观地了解迎驾贡酒产品价值及其动销情况，提升经销商的市场信心和对迎驾贡酒产品的认可度。

由于消费者领袖和经销商的有着多样化的导流途径，公司在营销上着重对这两类人群进行发力，从而增加营销触点，提升品牌营销和口碑提升的效率。

图表 24：2016-2023 年迎驾贡酒品牌宣传事件



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 25：部分迎驾贡酒品牌获奖荣誉

年份	品牌荣誉
2010	工商行政管理总局评为“中国驰名商标”
2011	被商务部评为“中华老字号”
2012	中国食品工业协会白酒专业委员会授予“2013 年度中国白酒酒体设计奖”
2013	中国食品工业协会白酒专业委员会授予“2014 年度中国白酒国家评委感官质量奖”、“中国名酒典型酒”
2014	被中国酒业协会等评为“中国传统名酒大众酒·品牌榜样”
2021	荣登 2021 中国品牌价值 500 强、2021 年度全球最具价值烈酒品牌 50 强、2021 胡润中国 501 强榜单
2022	荣登 2022 全球最具价值烈酒品牌 50 强榜单、2022 年《中国最具价值品牌》榜单；入选“苏浙皖赣沪”优秀企业文化 50 例
2023	位列《Brand Finance 2023 年度全球最具价值烈酒品牌 50 强》榜单第 20 名

资料来源：公司公告，公司官网，华鑫证券研究

图表 26：公司举办多届的消费者体验活动“寻找攒蛋王”



资料来源：酒说，华鑫证券研究

品牌战略上，开启“文化迎驾”战略元年彰显品牌势能，打造产区品牌助力迎驾走向全国。公司 2023 年提出“文化迎驾”战略，立足“管理提升、内容提升、传播提升”三大

提升深化品牌文化建设，深度聚焦品牌高度和品牌厚度的提升，显示出公司在进阶强势品牌上积极布局。同年，公司提出未来将深入“一河两岸三地四镇”建设，通过打造产城融合、文旅配套的“迎驾大庄园”来推动产区整体发展，通过打造产区品牌来提升迎驾贡酒的品牌影响力，在品牌影响力上赋能迎驾贡酒的全国化布局。在 2021 年洞藏系列开始稳步放量后，公司配合着增加广告宣传费投放力度，2023 年公司广告宣传费为 3.04 亿元，绝对值同比增长 20%。与此同时费率持续优化，销售费用率从 2014 年末的 12.15% 下降至 2024Q1 的 6.72%，主要系营收增加带来规模优势、营销效率的提升所致。

图表 27：“文化战略”元年 2023 年进行跨平台整合营销



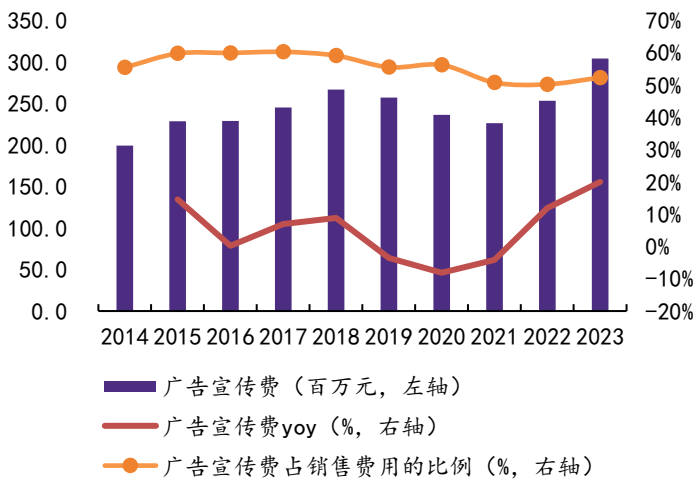
资料来源：酒说，酒业家，央视网，糖酒快讯，华鑫证券研究

图表 28：“文化迎驾”战略的“三大提升”工作

管理提升	成立了“文化迎驾”战略运营办，统领企业文化中心、品牌管理中心、品鉴创新中心三大中心。一方面从组织架构上健全职能、形成合力；另一方面以专业组织联动白酒、饮料、石斛、文旅四大产业，整体提升集团品牌势能。
内容提升	升级文化与品质的融合表达。具体包括构建品牌核心价值体系和高端产品表达体系、推进企业形象标识系统应用、迎驾品牌文化短视频生动化表达、组织大V游和媒体研讨采风及直播等。
传播提升	以礼仪文化、汉文化和生态文化为内核，以洞藏及以上产品为主推，通过打造生态高峰论坛、演唱会、国宾盛宴等IP，创新融合线上与线下、传统与新型媒体传播内容和形式，全面升级品牌形象，走名酒品牌塑造之路。

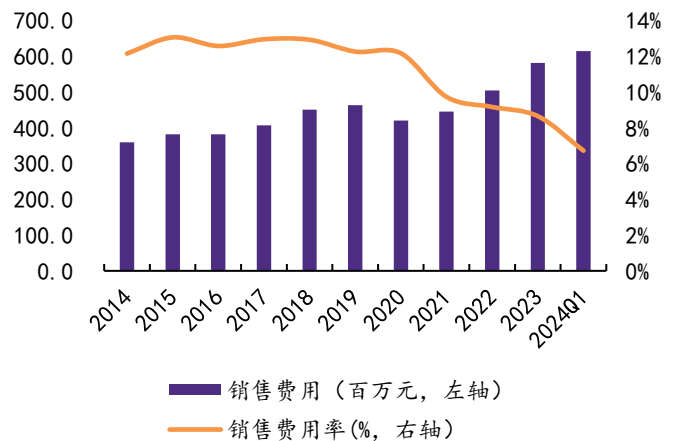
资料来源：云酒头条，华鑫证券研究

图表 29：迎驾贡酒自 2021 年来加大广告宣传费投放力度



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 30：公司品宣营销策略见效驱动销售费用率下降



资料来源：WIND，华鑫证券研究

3.2、产品：洞藏精准卡位，增长势能强劲

迎驾贡酒通过精准推新和市场定位策略，实现从低端至高端市场的全覆盖。通过梳理，可将公司产品布局分为三个阶段：

1) 以大众市场扩大影响力：公司自 1996 年推出星级贡酒系列以来，通过市场细分策略针对中低端市场需求推出相应产品。此后，公司通过迎驾糟坊和迎驾之星系列等百元以

内白酒产品，进一步拓展在大众市场的影响力。

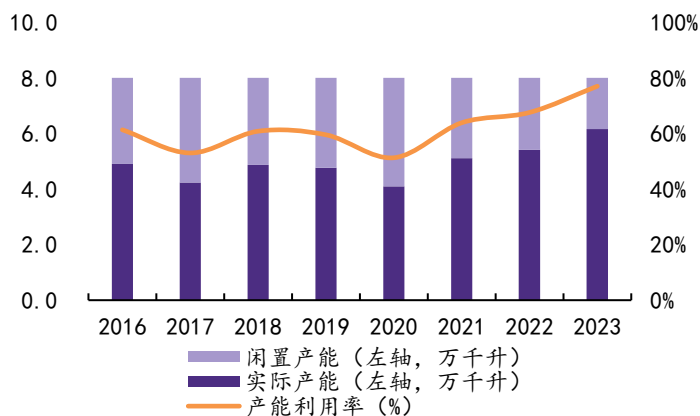
2) 布局中高端市场：随着消费者对高品质白酒需求的提升，迎驾贡酒适时推出生态年份酒系列及 2015 年的战略性产品生态洞藏系列。

3) 以提升品牌形象巩固高端市场：进入 2021 年，为强化公司在高端市场的品牌形象，通过推出超高端产品迎驾贡酒·大师版，为公司长期品牌建设和竞争力提升奠定基础。

从内部因素看，在产品布局上，公司通过前瞻性、主动性的中高端价格带布局 and 推动产品结构升级，顺利承接市场消费升级机遇。2015 年公司上市，同年公司推出价格在 150-300 元之间的洞 6、洞 9，并不断进行消费者培育和品牌孵化；2019 年年初，公司推出加码高端市场的主力单品洞 20、30 升级版，并通过网点升级、品鉴顾问升级、品鉴产品升级，带动产品销售升级，持续打造省内的洞藏样板市场，以点带面连线成片，以样板市场示范引领洞藏系列整体提升，驱动产品结构持续优化。伴随近年来安徽省经济发展动力增强及徽酒市场的升级，徽酒市场容量从 2017 年 250 亿增长至 2021 年 350 亿，从 2018 年开始安徽白酒主流价格带由 100 元提升至 200 元价格带。因此，公司对洞藏系列产品的多年培育和提早布局，使其能够抓住徽酒市场消费升级的机遇，抢占主流价格带变化的市场先机。2020 年，公司推出千元价位的大师版，开拓迎驾贡酒的超高端价格带，完善迎驾贡酒高端产品矩阵，进一步拉升品牌形象。

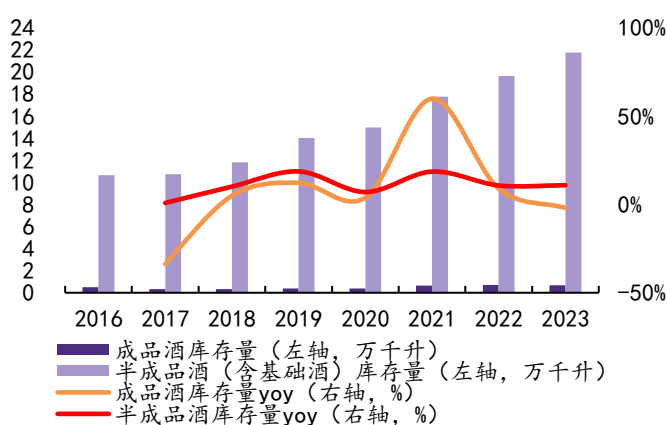
在产能上，产能和库存储备支撑洞藏快速放量。自 2015 年来，公司开展优质陈酿老熟及配套设施技术改造项目，通过新增 5.4 万吨优质基酒贮存能力、建立数字化集成控制管理系统、将 1.5 万吨普通白酒生产能力调整为 1.5 万吨中高档白酒生产能力等措施，满足公司基酒品质提升、产品结构升级的需求。2023 年 11 月，迎驾贡酒数字化循环经济产业园项目开工，项目预计 2027 年全面建成，投产后可年新增 4 万吨原酒产能、20 万吨储酒能力，有望增加老酒储备。截止 2023 年，公司成品酒实际产能 6.16 万千升，产能利用率 77.03%，2016-2023 年实际产能复合增长率 3.31%，整体稳中有升。在库存方面，成品酒与半成品酒库存均稳步提升，2023 年分别为 0.68/21.73 万千升，2016-2023 年成品酒/半成品酒库存量的复合增长率分别为 4.7%/10.7%，充足的半成品酒库存为洞藏放量和产品结构持续升级奠定基础。此外，在酿造和生产流程中成功通过数字化改造提效，通过实施数据实时采集与分析，制曲/成品酒生产效率分别提升 50%/35%，并实现人力成本降 4200 万元。智能灌装与勾兑系统的建设进一步增强生产效率，降本增效显著。

图表 31：公司 2016-2023 年成品酒产能



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 32：公司 2016-2023 年成品酒和半成品酒库存



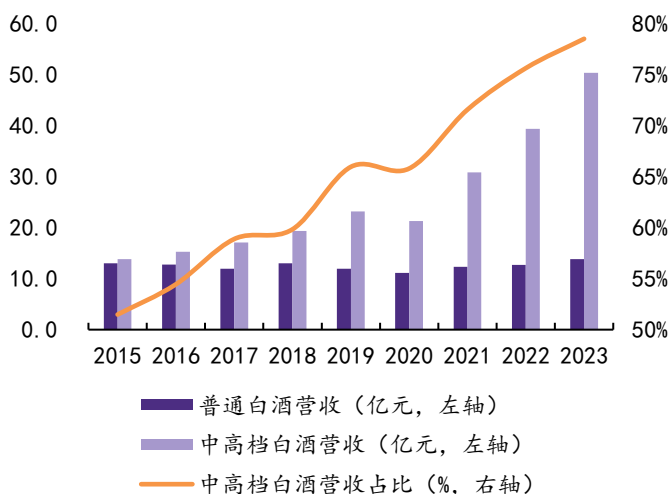
资料来源：公司公告，华鑫证券研究

注：闲置产能=设计产能-实际产能

从外部机遇看，公司把握竞品升级和调整的契机来做大份额。相比起徽酒龙头于 2008 年推出年份原浆系列产品，迎驾贡酒洞藏系列的洞 6、洞 9 等产品于 2015 年推出，推出时间较晚，品牌相对处于弱势；但随着公司的持续发力在消费者层面的曝光度持续提升，且相比较来看渠道利润更加丰厚，因此渠道推力较强，有利于公司通过渠道侧的口碑宣传来扩大品牌影响力、提升销量。为应对安徽主流价格带不断升级上移的升级趋势，2018 年前后古井开始将发展的战略重心转移至抢占省内的次高端市场份额，主推销售产品结构由中高端向次高端的古 16、古 20 品类进行升级，在销售端弱化针对献礼、古 5 及古 8 的费投导流，致使安徽省内 100-300 元价格带市场来自于龙头的竞争压力趋缓。洞 6、洞 9 抓住省内龙头推行消费升级的契机，承接了古井因产品结构升级而被动让出的市场份额，从而推动洞藏系列持续放量。从公司另一竞争对手口子窖来看，口子窖的老系列即口子系列产品处于产品生命周期的尾端，渠道价格体系透明，渠道利润较薄，且品牌缺乏焕新契机，未能完全释放公司的竞争优势，而新推出的兼系列产品的品牌力仍处于爬坡期，在口子窖的大商渠道体系下有待进一步的培育沉淀，因此未能充分抓住行业龙头产品结构升级的契机，亦为迎驾的洞藏系列能够快速放量的另一重要外部因素。

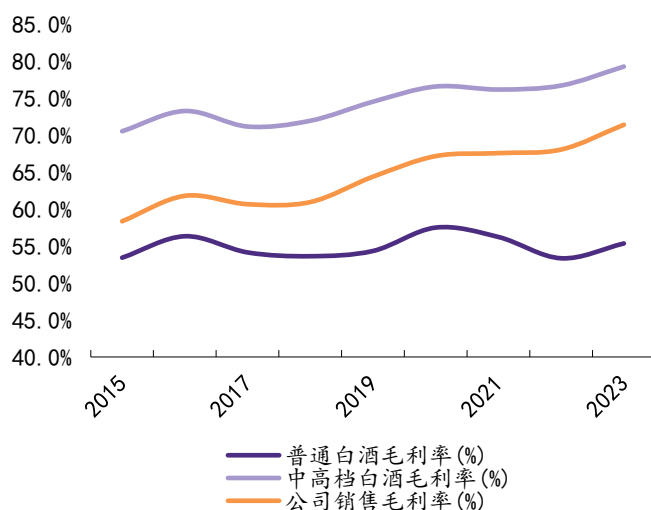
中高档酒营收占比稳步提升，产品结构升级驱动公司整体盈利能力提升。通过上述一系列举措，公司中高档白酒营收所占比例从 2015 年的 51.48% 提升至 2023 年的 78.45%。2023 年公司销售毛利率较 2015 年提升 13pcts，其中，普通白酒/中高档白酒的销售毛利率较 2015 年分别+2/+9pcts。从量价拆分的角度来看，2015-2023 年中高档白酒销量 CAGR 为 10%，吨价 CAGR 为 7%，营收 CAGR 为 18%；2015-2023 年普通白酒销量 CAGR 为 -1%，吨价 CAGR 为 2%，营收 CAGR 为 1%，普通酒营收增长趋势平稳，中高档酒营收占比稳步提升，产品结构升级明显，将总吨价从 2015 年的 5.59 万元/千升拉升至 2023 年的 10.44 万元/千升。未来公司仍将聚焦洞藏系列，主销洞 6、洞 9，主推洞 16、洞 20 和大师版，有望持续实现产品结构升级，进一步享受安徽市场价格带升级红利。

图表 33：2015-2023 年中高档白酒营收占比持续提升



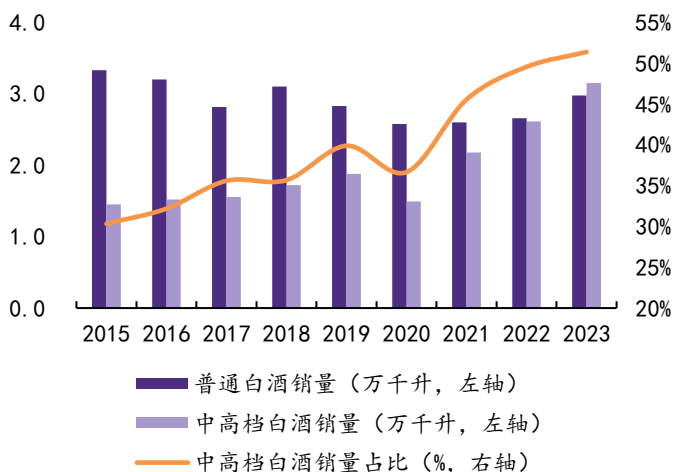
资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 34：2015-2023 年公司整体及分产品的销售毛利率



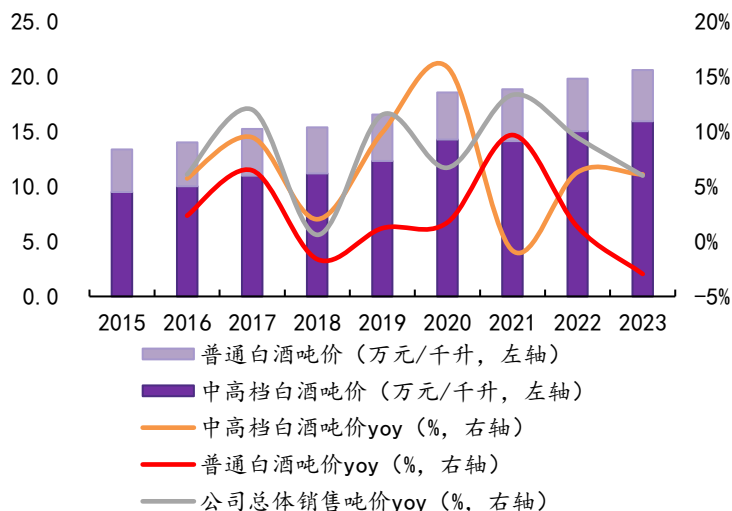
资料来源：公司公告，WIND，华鑫证券研究

图表 35：2016-2023 年中高档白酒销量占比持续提升



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 36：公司中高档白酒带动产品整体吨价稳步提升



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

3.3、区域扩张：深度分销与新兴渠道激发销售潜能， 渠道利润丰厚增强渠道推力

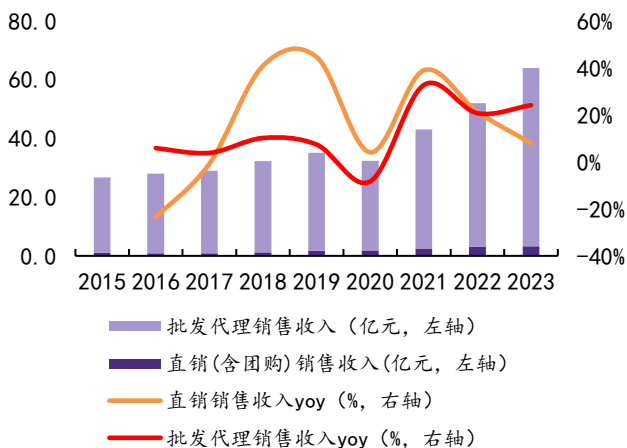
公司将合肥作为标杆市场，结合六安大本营市场，以点带面向全省进行突破扩张。洞藏系列在省内沿“合六淮-皖北-皖南”路线开拓，将六安大本营市场、省会高地合肥市场打造成两大样板市场，分阶段向皖南、皖北扩张并建立支点市场，以点带面推动省内扩张。在稳定六安本埠市场后，公司重点打造合肥市场并将营销中心扎根于此：1) 烟酒店渠道上，借鉴六安核心会员店的营销模式，通过直营烟酒店、经销商掌控烟酒店两条途径，推进网点的抢占和打造工作。组织上成立名烟名酒部，加强核心烟酒店的管理队伍建设；并通过专注小商和终端零售网点，避免与古井贡酒在合肥区域的直接竞争。2) 团购渠道上，于2023年6月成立合肥迎宾美酒公司，专注于团购渠道推广、销售迎驾洞藏16及以上中高端系列产品，旨在抢占省会高端政商务市场。3) 酒店渠道上，主抓洞藏销售核心酒店的开发/宴席标杆类酒店的锁定/普通酒店网点的铺市开发，点面结合，提高洞藏系列的渠道全面呈现。2023年已实现合肥市区烟酒店渠道的基本布局，签约客户与任务完成率均圆满完成。5) 商超渠道推进洞藏系列产品的整改工作，发挥商超渠道的价格和形象标杆的作用。目前，合肥等起量市场核心终端数量还有上升空间，蚌埠、淮南、安庆等区域洞藏系列的导入均符合公司预期，皖江区域也已经消除空白市场，实现该区域全部县级市场的覆盖。

销售架构体系上，通过组织架构的裂变与扁平化激发销售潜能。为适应渠道销售碎片化、消费行为多元化的发展趋势，2017年公司提出构建“3+N”的扁平化营销组织，即成立迎驾洞藏、迎驾酒业、迎驾电子商务三家销售公司，分别对高档产品、中高档产品和电商产品进行针对性销售；针对腰部产品、定制产品、散酒等其他系列产品，公司成立多个事业部制，销售公司和事业部分别独立考核运作，多个独立核算利润中心，导入阿米巴管理模式，实行营销分离，采用“过程与结果”总部双重督查体系，构建“策划+督查+执行”三大营销体系。2019年，进一步成立以散酒和简装酒销售为主的迎驾特曲；成立基层营销事业部，统筹和发展乡镇基础市场；整合直营公司，推进城市中高档白酒销售。综上，公司通过分裂增加营销业务单元、缩减管理层级，使得公司组织架构扁平化、管理链条缩短，

增强了对终端的掌控能力和公司整体销售潜能。

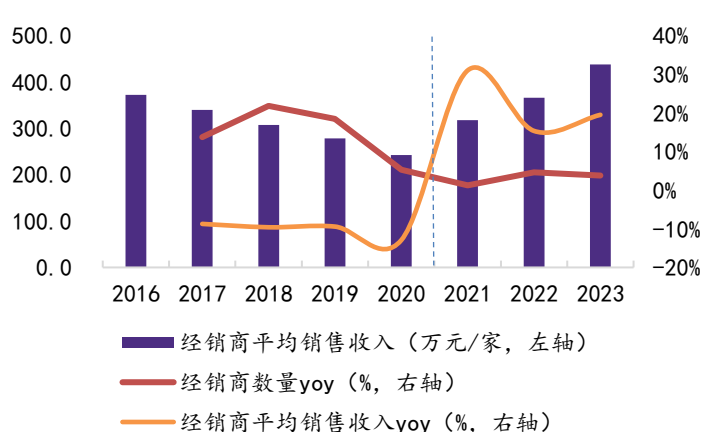
销售渠道布局上，推行网点扁平化、“1+1+N”深度分销模式、小商制实现“小区域、高占有”。在结构上，公司以经销与直销相结合为销售方式，结构上 2023 年经销所占比例为 95%，以经销为主。在经销商管理上，公司通过“1+1+N”的深度分销模式深耕区县以下的渠道市场，即 1 个洞藏酒客户配备 1 个办事处经理、1 个业务经理和多个业务员，由厂商联合经销商共同进行市场的开拓，推动厂商和销售团队利益一致，从而吸引区县及以下的优质经销商加入，加速渠道下沉，加强终端掌控力，提高渠道扁平化程度。此外，公司在部分市场通过单县、单区招大小两个经销商的方式，促使内部竞争，实现经销商之间互相监督促进，加强经销商能力建设。2016-2023 年经销商数量 CAGR 为 10%，2016-2023 年经销商平均销售收入增速 CAGR 约为 2%，但实质的销售增量自 2021 年起由经销商数量增长切换为经销商平均销售收入增长：公司经销商数量从 2020 年开始逐步见顶、增速放缓，经销商平均销售收入自 2020 年以来快速增长。公司未选择激进的经销商扩招推进渠道扩张，而是通过优化经销商结构与质量来深耕市场；自 2021 起省内经销商平均收入增速反超经销商数量增长，营收增长的主要驱动因素从经销商数量增长逐渐转变为经销商质量提升。

图表 37：销售模式以经销为主



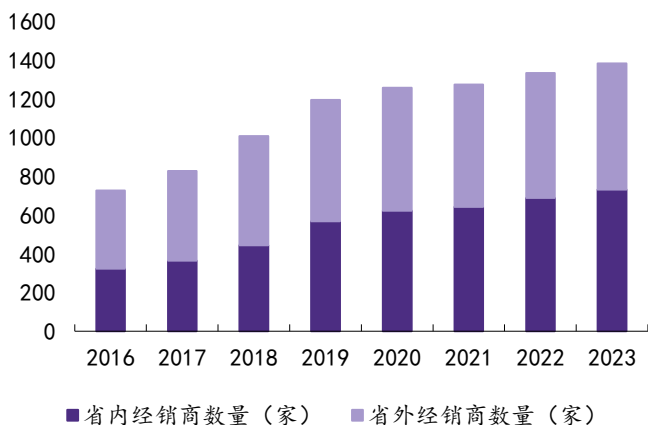
资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 38：经销商平均收入增速于 2021 年反超经销商数量增速



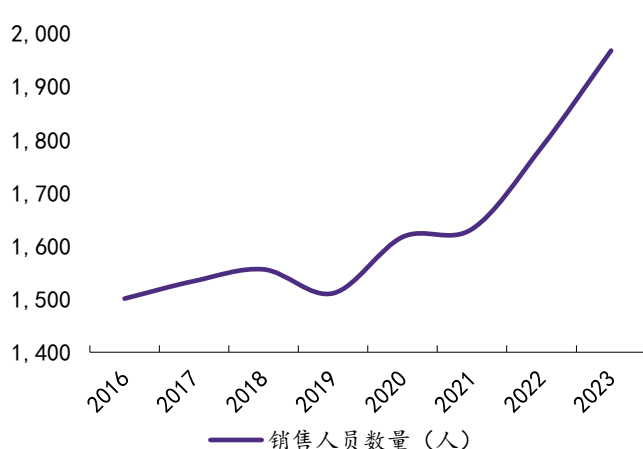
资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 39：近年经销商数量增长放缓



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 40：扩充销售人员以适应扁平化管理的需求



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

积极拓展新兴渠道，布局数字化转型，有望承接新兴场景的市场需求。公司重视线上渠道的布局，于2017年就成立子公司迎驾电商负责线上产品销售，2023年迎驾在线上进行全域营销升级，打造品牌自播、达人分销、传统电商的线上线下一体化营销闭环，进一步盘活和挖掘流量价值。同时公司积极布局销售数字化转型，2016年公司推进数字化营销建设工程，对安徽、江苏等核心市场2万多家终端网点进行普查和建档，为销售数字化转型提供数据支撑；2018年，迎驾贡酒启用箱码物流追溯系统，运用大数据，推进智能营销；2019年公司搭建数字化营销平台，提高营销数据的收集和分析能力；2022年推动数字营销平台上线运行，推进销售数字化的转型落地。销售数字化转型落地使得公司能更好地利用终端网点数据进行产品溯源，产品溯源系统升级使得发货效率提高近30%，同时优化产品库存管理、有效抑制了市场窜货行为，从而提高公司渠道管理效率，帮助公司成功降低管理费用率以及抹平了部分管理费用率的季节性波动；此外，数字化转型能更好地维护价盘和市场秩序的穩定，促进了渠道良性健康发展。

图表 41：迎驾贡酒抖音运营平台



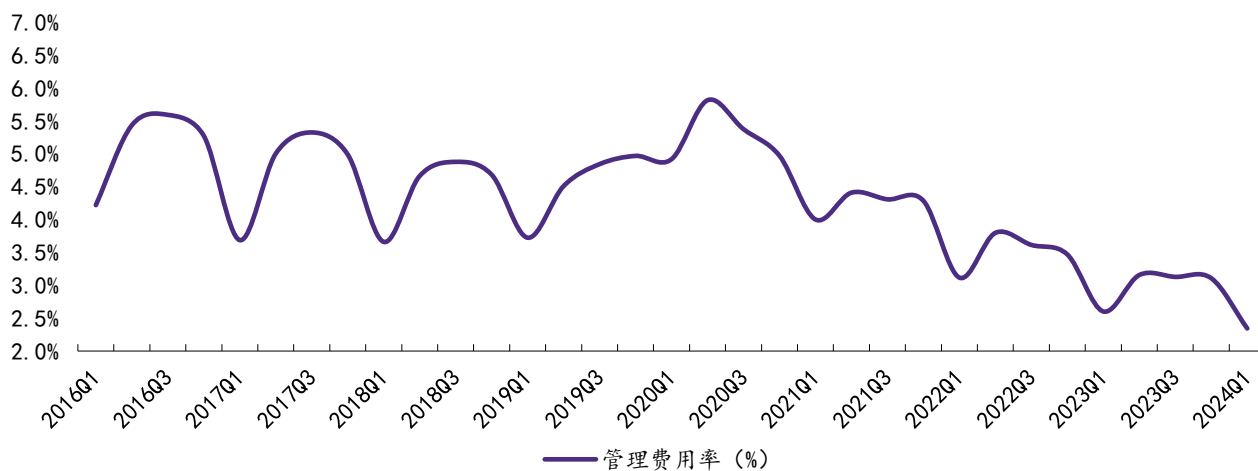
资料来源：抖音，华鑫证券研究

图表 42：迎驾贡酒箱码物流追溯系统



资料来源：数字化星球，华鑫证券研究

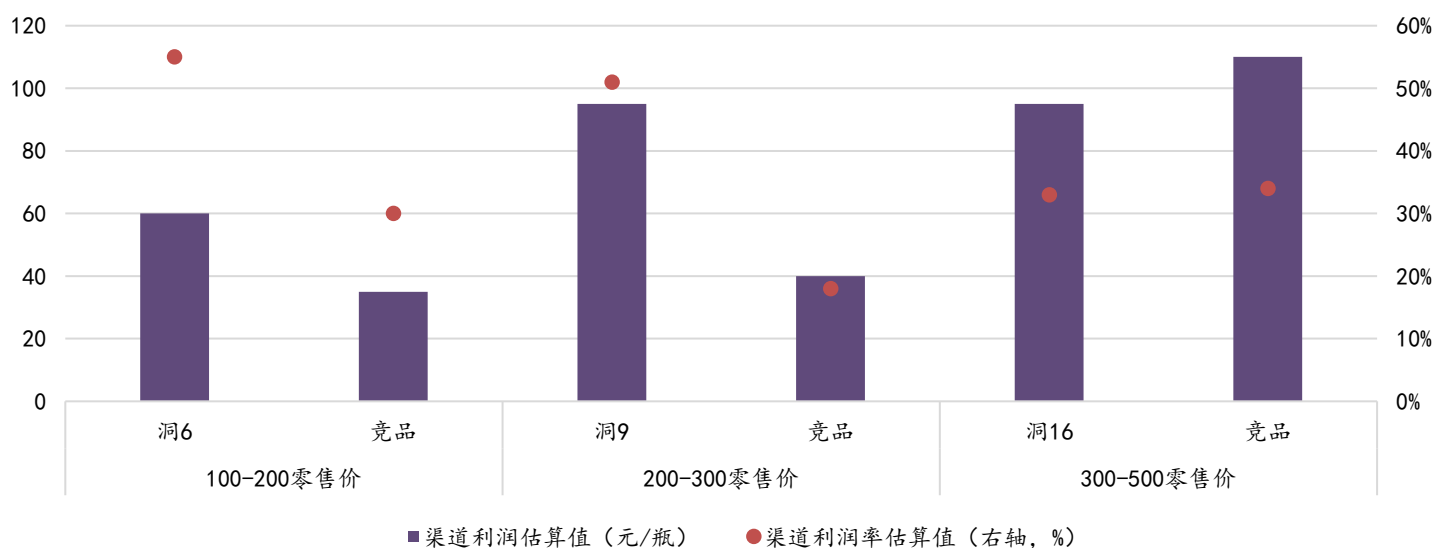
图表 43：迎驾贡酒管理费用率季度间的波动幅度减弱且呈下降趋势



资料来源：WIND，华鑫证券研究

渠道利润可观，提升经销商推广积极性。迎驾的洞藏系列仍处于产品生命周期的成长期，品牌及产品的差异化有效支撑公司的终端售价，为渠道留有充足的利润空间，支撑渠道快速扩张。根据调研反馈，迎驾洞藏系列相较于古井的年份原浆系列来看，同价格带产品的渠道利润率相对更高，且终端售价为100-300元价格带的洞6、洞9产品的渠道利润优势更加明显，是公司抓住古井推动结构升级的特殊时机，获渠道推力支持快速放量的重要因素之一。随后，公司根据渠道库存及终端销售情况等综合考虑，对产品的终端售价进行多次提价，每次提价幅度为10元-50元不等，进一步打开渠道利润空间，较高的渠道利润有利于提振渠道信心，形成来自渠道的强推力。

图表 44：迎驾贡酒渠道利润及提价情况



年份	提价历程
2017年	2017年5月1日起执行，42度洞藏16新/52度洞藏16新的终端价分别定为398/428元/瓶，分别上涨40/30元。同时，42度洞藏16新和52度洞藏16新的经销商供货价格均上调20元/瓶。
2018年	2018年1月1日起执行，生态洞藏6/洞藏9/洞藏16分别上调5/12/15元/瓶。 公司2018年6月10日发布通知，生态洞藏系列单品上调10-20元/瓶不等，迎驾金星/银星分别上调30/20元/箱。
2019年	2019年7月1日起，生态洞藏系列产品全面提价。洞6/洞9/洞16三款走量产品小幅提升5-20元；次高端产品洞20/洞30提价幅度大，洞30提价95元/瓶。
2020年	2020年9月，在部分核心市场对洞16/洞20/洞30提价，提价幅度为20-80元/瓶。
2021年	自2021年6月20日起，由于人工成本、原材料价格上涨等，生态洞藏20（规格52度1*4）售价上涨80元/瓶。
2022年	自2022年10月9日起，对洞藏20产品供货、终端零售价格上调：42度/52度两款生态洞藏20（规格为500ml1*4/6）供货价分别上调50/50元/瓶，建议零售价分别为525/550元/瓶。酒店、商超等渠道价格则参照以上调价幅度执行。
2022年	自2022年10月9日起，对洞藏20产品供货、终端零售价格上调：42度/52度两款生态洞藏20（规格为500ml1*4/6）供货价分别上调50/50元/瓶，建议零售价分别为525/550元/瓶。酒店、商超等渠道价格则参照以上调价幅度执行。

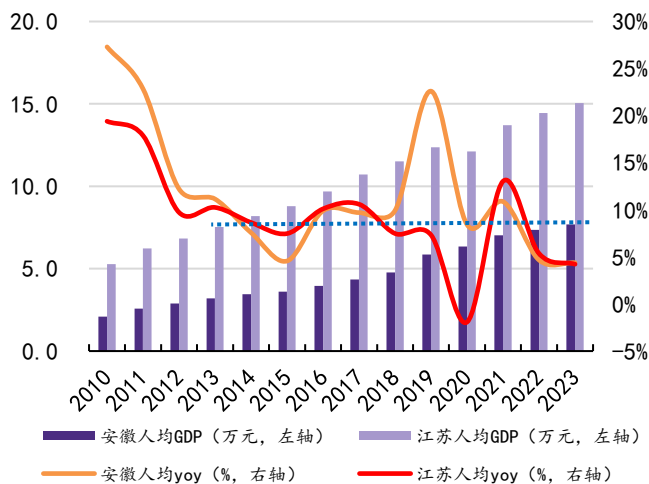
资料来源：酒说，酒食汇，酒业家，名酒观察，华鑫证券研究

4、成长性：市场空间广阔，产品结构升级驱动成长

4.1、对标江苏市场，安徽白酒市场增长空间可期

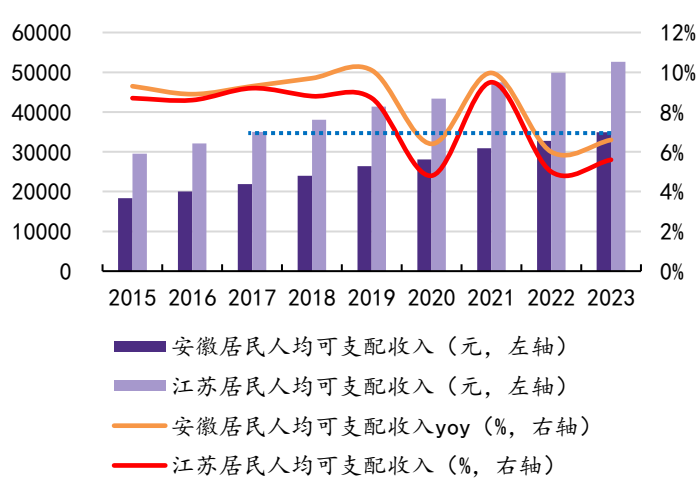
江苏和安徽经济发展启动节奏上的差异，导致江苏市场先于安徽市场更早启动白酒消费的结构升级；我们以江苏白酒市场当前的规模与结构作为参考，对安徽白酒市场未来升级的方向进行指引。从生产端看，从人均 GDP 来看，受益于新能源等战略性新兴产业的快速发展，2010-2023 年安徽人均 GDP 的 CAGR 为 11%，安徽省 2023 年人均 GDP 大致与江苏省 2013 年人均 GDP 相当，且安徽人均 GDP 自 2010 年至 2023 年每年保持增长态势，反映出安徽经济发展具有韧性。从消费端看，安徽省 2023 年居民人均可支配收入与 2017 年江苏省居民人均可支配收入水平相近，而在增速上，安徽和江苏的居民人均可支配收入都呈现逐年上升的趋势，自 2018 年以来安徽省人均可支配收入增速每年均略高于江苏。从政策端看，2020 年安徽省经济和信息化厅、省商务厅、省市场监管局于 2020 年联合印发《关于促进安徽白酒产业高质量发展的若干意见》，针对产区布局、产品品质、白酒品牌、营销模式等薄弱环节进行突破，叠加安徽亳州核心产区的建设，能够通过优化资源配置和提升优质产能比重，地方政府、龙头企业、优质资本共同推动安徽白酒产业高质量发展。综合来看，一方面，安徽省经济发展在当前环境下仍然具有较强韧性，多个经济指标都在近年来呈现稳增长的态势，这为白酒市场持续扩容和消费结构升级提供良好基础；另一方面，江苏发展先于安徽起步，以经济发展情况简单类比，参照 2022 年江苏白酒市场容量 560 亿元的标准，我们预测安徽白酒市场同样有望从 2022 年的 350 亿元扩张到 560 亿元，空间上仍有较大的提升空间。

图表 45：2023 年安徽人均 GDP 与 2013 年江苏人均 GDP 相近



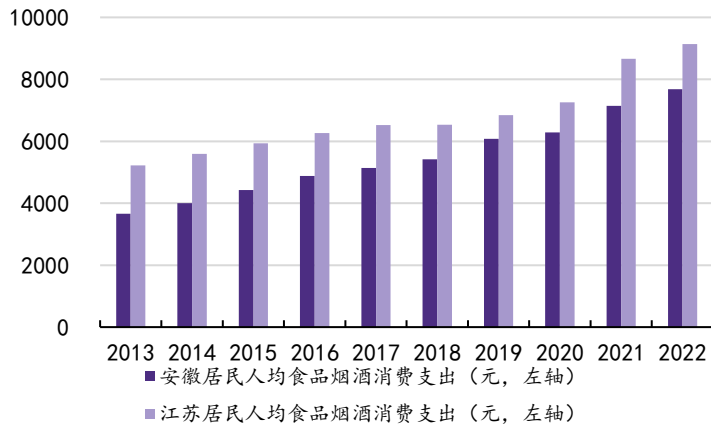
资料来源：国家统计局，WIND，华鑫证券研究

图表 46：2023 年安徽居民人均可支配收入近似 2017 年江苏居民人均可支配收入



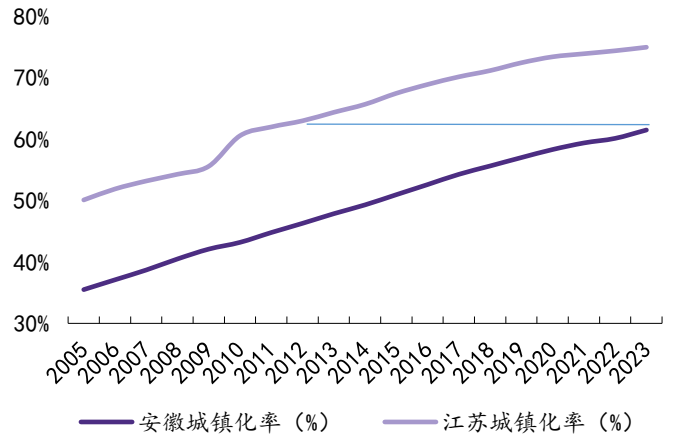
资料来源：国家统计局，安徽省统计局，江苏省统计局，WIND，华鑫证券研究

图表 47：安徽与江苏两省居民人均食品烟酒消费支出



资料来源：国家统计局，WIND，华鑫证券研究

图表 48：安徽与江苏两省城镇化率



资料来源：国家统计局，同花顺金融，华鑫证券研究

图表 49：安徽省白酒产业政策归纳

安徽省白酒产业政策归纳	
重点工作	具体内容
“产区+基地”，优化白酒产业布局	发挥产区优势，提高产业集中度，打造产业基地集群。建立优质原料基地，引导中小企业以产业链为纽带，向龙头企业集中集聚，构建协作配套、协同发展的产业体系。
“扶优+扶强”，培育一批龙头企业	支持企业兼并重组，优化白酒生产主体；对白酒企业分类管理，建立重点企业联系帮扶制度；实施梯队培养计划，实现体制机制创新。
“数字+智能”，促进企业转型升级	支持企业建设数字化车间，创建智能工厂，开展“两化”融合对标贯标工作。
“低碳+循环”，推动实施绿色制造	开发绿色产品，创建绿色工厂，创建绿色工业园区，打造绿色供应链。
“质量+安全”，持续提升产品品质	建立企业标准体系，传承传统工艺，保障水质和生态要求。
“精品+名品”，重塑安徽白酒品牌	抢占高端市场，培养单品冠军，加大对安徽白酒整体形象宣传力度。
“创新+创意”，不断优化营销模式	织密线下营销网络，创新新媒体营销，实现个性化订制。
“领军+工匠”，加强人才队伍培养	打造一批行业领军人才，选育一批“工匠”专才，培养一批应用型人才。

资料来源：华经产业研究院，华鑫证券研究

图表 50：政策端核心产区建设推动白酒产业高质量发展



资料来源：2023年中国白酒行业消费白皮书，华鑫证券研究

从白酒市场量价关系和消费偏好来看，安徽与江苏白酒市场存在共性，江苏白酒市场的发展趋势为安徽白酒市场的消费升级提供参照。

1) 总量上，安徽和江苏都是白酒产销大省，两省白酒产业均具备显著的规模与实力。2022 年安徽和江苏白酒产值占比分别位列全国第 5 与第 9 名，人均白酒年消费水平分别位列全国第 9 和第 6 名，表明两省在中国白酒产业占据重要位置，且均具有较高的白酒消费水平。

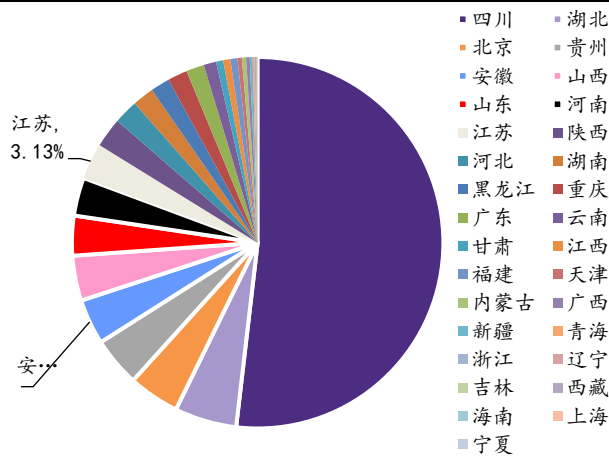
2) 拆分量价来看，安徽和江苏白酒市场均呈现量减价增、消费结构升级的趋势。2015-2022 年安徽、江苏的白酒产量 CAGR 分别为-7%和-17%，而 2018-2023 年安徽白酒市场销售额 CAGR 为 8%，2016-2022 年江苏白酒市场 CAGR 为 14%，反映两省尽管产量在近年来呈下降趋势，在价格上升的推动下市场容量增长趋势仍然显著。

2018-2023 年安徽 300 元以上价格带市场规模增长速度相比于 100 元以下市场规模的增长率更高，300 元以上价格带的市场份额占比从 11% 上涨至 22%；同时，100 元以下市场也在发生结构性变化，10 元及以下的白酒消失，零售价 15、25、50 元三个价位段出现快速增长，60、70、80 元价位段则批量推新。江苏市场核心价位从 2019 年的 300 元升至 2022 年

的 400 元以上，苏南地区商务宴请场景主流价格带甚至从 400 元上涨至 600 元。这反映出在

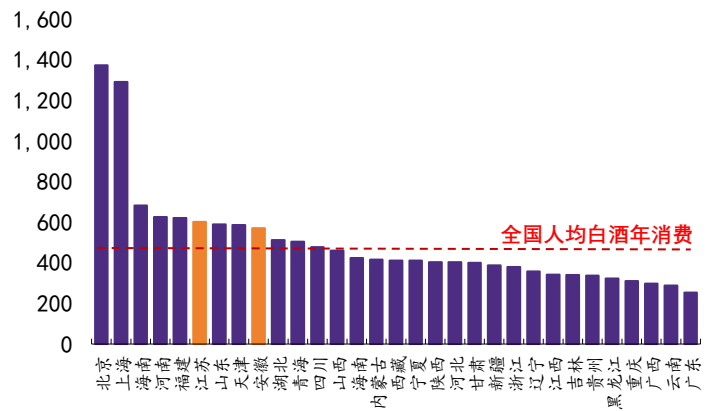
3) 两省地理位置毗邻，在白酒消费文化上有深厚渊源亦存在相似之处。安徽和江苏白酒平均单次饮用量分别为全国第三和第九名，安徽白酒市场整体渗透率为 30%-35% 以上，两省在白酒消费上的活跃度和市场潜力高。同时，从香型消费偏好来看，近年来酱香、清香型均在江苏和安徽起势，市场份额有所提升，但两省仍然以浓香型为主流。江苏浓香型白酒占比相对于 2019 年的 75% 以上有所下降，但总体而言长期稳定在 70% 以上；安徽酱酒占比 10% 以上，清香规模偏小，目前浓香依然占主流。

图表 51：全国各省市 2022 年白酒产值占比



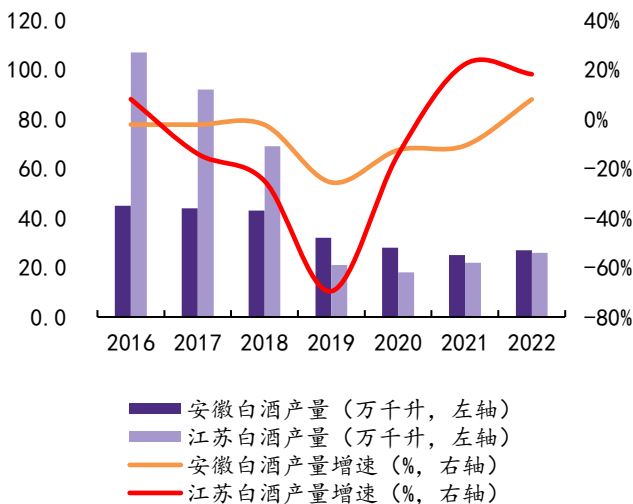
资料来源：酒教主，华鑫证券研究

图表 52：全国各省市人均白酒年消费水平



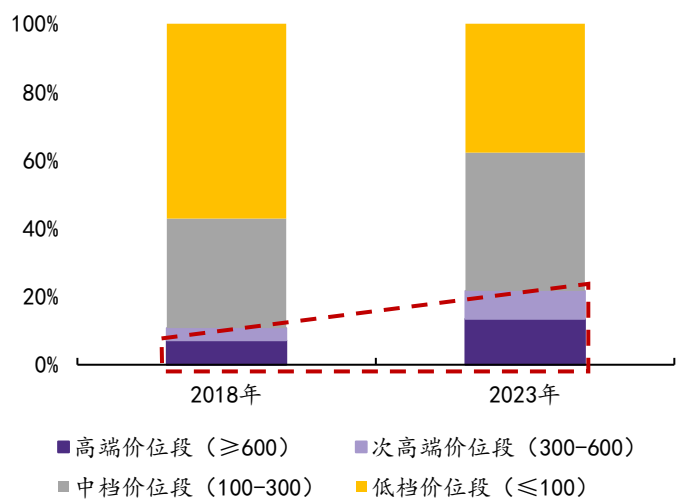
资料来源：酒教主，华鑫证券研究

图表 53：2016-2022 年安徽、江苏两省产量呈下降趋势



资料来源：华夏酒报，华鑫证券研究

图表 54：安徽白酒市场次高端以上价位带占比提升

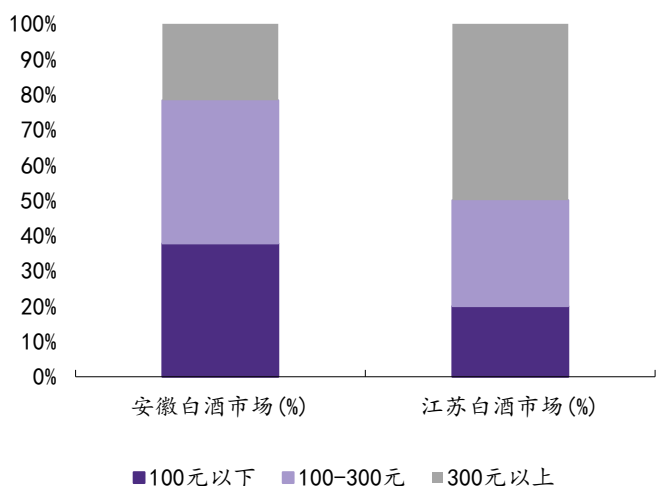


资料来源：糖酒快讯，华鑫证券研究

对标江苏白酒市场当前发展现状，安徽白酒市场仍有较大的增长、升级空间。从低端市场看，安徽/江苏 100 元以下价格带的市场份额分别为 140/112 亿元，安徽白酒低端市场目前占据较大份额，而江苏低端白酒市场份额相对较少，伴随安徽目前消费升级，预计安

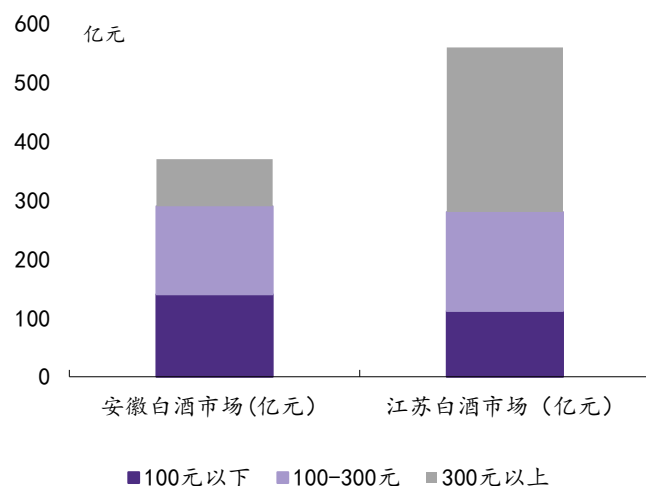
徽低端白酒市场会逐渐萎缩，被中高端市场取代。从中档市场看，安徽/江苏 100-300 元价格带的市场份额分别为 150/168 亿元，安徽中档市场是竞争最激烈的价格带，以各自市场占比来看该价格带在安徽白酒市场的占比已高于江苏，未来随着价格带的进一步向上跃迁，安徽白酒市场仍有进一步升级的空间。从次高端及以上市场看，安徽/江苏 300 元以上价格带的市场份额分别为 80/280 亿元，当前江苏该价格带市场份额为安徽的 3.5 倍，增长空间较大。综合而言，以 100 元为分阶段对安徽白酒市场进行划分，100 元以下产品的需求未来有望逐步向更高价格带进行升级，百元以上以市场仍有接近翻倍的增长空间。

图表 55：安徽/江苏分价格带市场份额占比



资料来源：糖酒快讯，川酒流通，华鑫证券研究

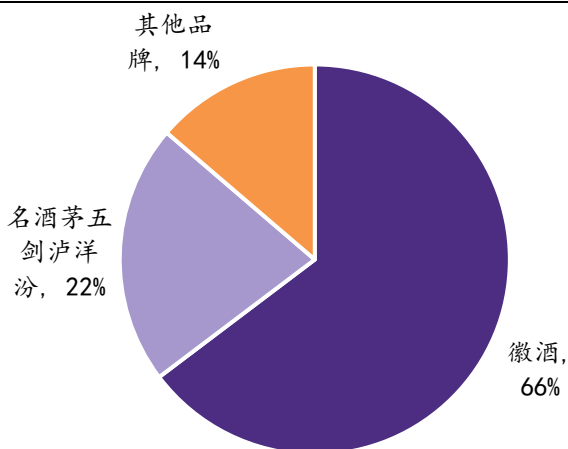
图表 56：安徽/江苏分价格带市场份额绝对值



资料来源：糖酒快讯，川酒流通，华鑫证券研究

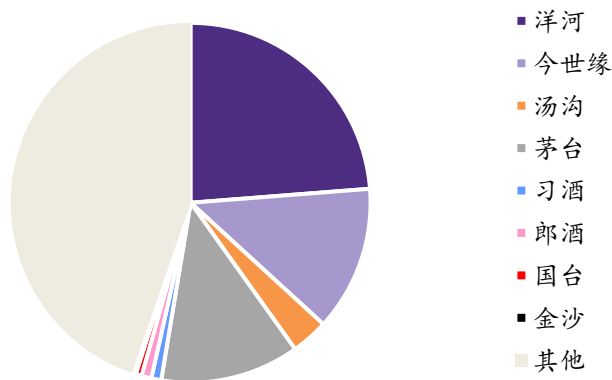
两省区域强势品牌占据当地较大的市场份额，近年来全国性名酒品牌也纷纷布局并取得一定成效，关注安徽白酒市场竞争格局变化。两省的白酒市场均由本地品牌占据主要地位，江苏省由洋河和今世缘占据了主要份额，形成一大一小的双寡头竞争格局。而在安徽，古井贡酒、迎驾贡酒、口子窖等本地品牌占据重要份额，目前呈现“一超多强”的竞争格局，目前古井贡酒的龙头地位较为稳固，迎驾贡酒和口子窖差距较小，关注安徽白酒市场后续是否会向双寡头格局演变。

图表 57：2022 年安徽白酒市场结构



资料来源：酒说，华鑫证券研究

图表 58：2022 年江苏白酒市场结构



资料来源：百酒研究局，酒业家，华鑫证券研究

4.2、比较今世缘，看好公司量价齐升的增长潜力

迎驾贡酒和今世缘分别为安徽、江苏省内白酒领军企业，今世缘的发展现状亦可为迎驾贡酒未来的成长提供指引。

迎驾贡酒和今世缘存在较多共性，二者分别为安徽省和江苏省的白酒产业代表，在各自的区域内具有广泛的市场影响力。近年来两家公司都注重中高端市场的发展和品牌建设，积极适应并推动消费升级趋势，通过提供更高档次的产品推新带动行业的价格带升级。同时二者都均在积极推进其省外市场的扩张计划，为其在新的市场环境中把握增长机遇奠基。

迎驾贡酒省内市场深耕和中高档产品提价升级仍存在空间，未来成长可期。从整体收入和利润体量来看，迎驾贡酒与今世缘仍存在一定差距。盈利端，今世缘的毛利率高于迎驾贡酒，但迎驾贡酒的毛利率提升幅度更大。费用端，迎驾贡酒销售、管理费用率低于今世缘，综上，导致二者的净利率差距不大。从产品端看，今世缘的价格带分布和产品布局相对而言更为完备。

- ① 将迎驾贡酒的普通白酒与今世缘的中低端白酒对标来看，迎驾贡酒普通白酒部分的销售收入、销量占比偏高，但近年来迎驾贡酒出于产品结构升级的需求，公司换挡布局以生态洞藏为主的中高档产品，因此迎驾贡酒普通白酒相比于今世缘中低端产品的增长率相比更低；
- ② 将迎驾贡酒的中高档产品对标今世缘中高端及以上的产品来看，二者在销量和毛利率上差距不大，但迎驾贡酒中高档的销售收入仅为今世缘中高端及以上的 54%，因此迎驾贡酒中高档产品的单价仍有较大的升级空间。整体而言迎驾贡酒白酒销量更高，但平均单价偏低，约为今世缘的 51%，因此，迎驾贡酒在升级产品、提高产品附加值上仍有较大发展空间。

分区域看，迎驾贡酒 71%的营收来自于省内市场，而今世缘 93%的营收来自于省内市场，迎驾贡酒/今世缘 2023 年省内市场营收分别为 45.17/93.11 亿元，迎驾贡酒省内营收约为今世缘的 49%，因此，随着安徽省内经济稳健增长，迎驾贡酒在省内区域和渠道拓展还有较大空间，未来有望伴随安徽市场共同成长。二者省内经销商数量、单个经销商规模差距较大，这主要是因为二者采取不同的渠道策略，今世缘以团购渠道起家，经销商拥有更多团购资源的积累，而迎驾贡酒自渠道扁平化变革后渠道模式逐步转为小商制。

图表 59：迎驾贡酒和今世缘概况对比

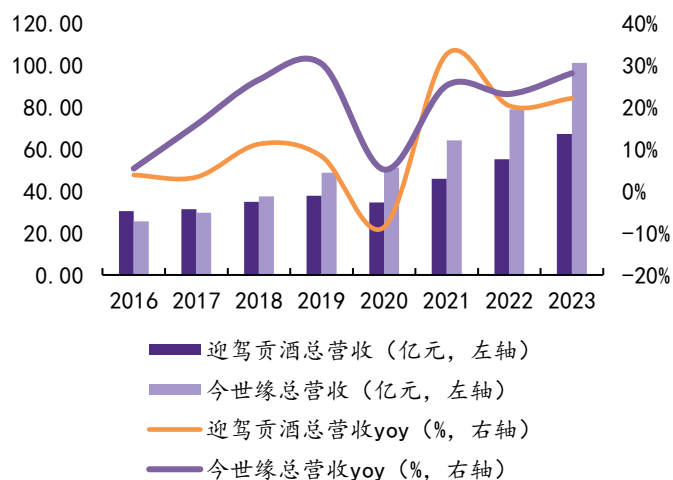
项目		迎驾贡酒	今世缘
一、整体指标	营业总收入（亿元）	2023年 67.20	101.00
		yoy (%) 22.07%	28.05%
	归母净利润（亿元）	2023年 22.88	31.36
		yoy (%) 34.17%	25.30%
	毛利率 (%)	2023年 71.37%	78.34%
		yoy (%) 3.35%	1.75%
	销售费用率 (%)	2023年 8.65%	20.76%
		yoy (%) -0.51%	3.14%
二、量价拆分	管理费率 (%)	2023年 3.11%	4.24%
		yoy (%) -0.36%	0.14%
三、区域结构拆分	研发费用率 (%)	2023年 1.15%	0.43%
		yoy (%) 0.04%	-0.05%
	净利率 (%)	2023年 34.12%	31.06%
		yoy (%) 3.09%	-0.69%
二、量价拆分	销量（万千升）	2023年 6.13	4.67
	单价（万元/千升）	2023年 10.96	21.62
三、区域结构拆分	省内收入（亿元）	2023年 45.17	93.11
	省外收入（亿元）	2023年 18.84	7.27
	省内收入占主营业务比重 (%)	2023年 70.57%	92.76%
四、产品结构拆分	档1：迎驾普通白酒（百年迎驾贡系列、糟坊系列）；今世缘中低端白酒（100元以下）	2023年销售收入（亿元） 13.80	6.58
		yoy (%) 8.68%	18.53%
		2023年销量（千升） 29,804.52	12714.37
		2023年单价（万元/千升） 4.63	5.17
		2023年毛利率 55.33%	43.19%
		2023年销售收入（亿元） 50.22	93.74
		yoy (%) 27.84%	28.57%
		2023年销量（千升） 31520.42	33993.8
档2：迎驾中高档白酒（洞藏系列、金星系列、银星系列；今世缘中高端及以上（100元及以上）	2023年单价（万元/千升） 15.93	27.58	
	2023年毛利率 79.23%	81.09%	
五、代表产品	800元以上价位带	大师版	国缘V9、国缘V6、国缘六开
	300-800元价格带	洞20、洞16	国缘V3、典藏D30/D20、星球大瓶酒、高沟黑标、国缘四开、国缘K5/K3、喜庆家A9
	100-300元价格带	洞6、洞9	国缘雅系、今世缘D10、喜庆家A3/A6、高沟大青花
	100元以下价格带	迎驾银星、迎驾金星、百年迎驾-二星	今世缘D5、高沟精酿、高沟小青花
六、渠道拆分及经销商情况	分销售模式营业收入（亿元）	2023年直销（含团购） 3.31	2.26
		2023年批发代理 60.71	98.13
	经销商数量（家）	2023年省内 732	499
		2023年省外 653	562
	单个经销商规模（万元/家）	2023年省内 617.12	1865.94
		2023年省外 288.54	129.39
前五名客户销售额占年度总额比例 (%)	2023年 8.79%	13.51%	
前五名客户规模（万元）	2023年 56277.49	136376.52	

资料来源：公司公告，WIND，华鑫证券研究

注：单个经销商规模计算公式：省内单个经销商规模=省内收入/省内经销商数量

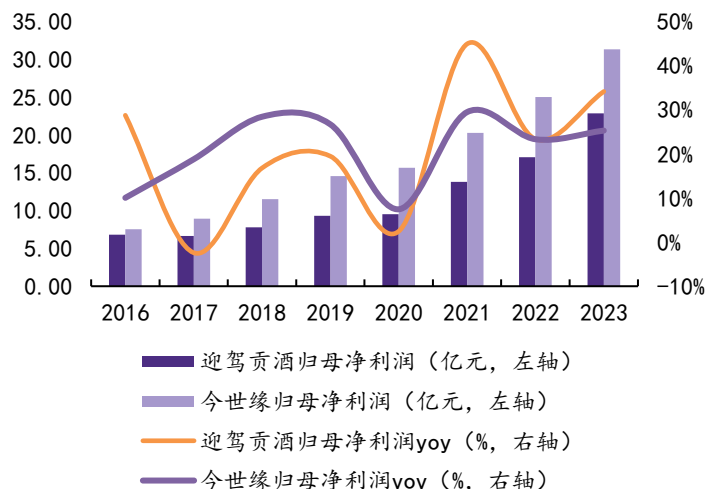
迎驾贡酒与今世缘均保持增长趋势，迎驾贡酒业绩增势强劲。2021-2023年迎驾贡酒总营收分别为45.77/55.05/67.20亿元，分别同增33%/20%/22%，相比2017-2020年，2021-2023年迎驾贡酒和今世缘的营收增速差距整体缩窄。2021-2023年迎驾贡酒归母净利润分别为13.82/17.05/22.88亿元，分别同增45%/23%/34%，2021-2023年迎驾贡酒归母净利润增速均高于今世缘。整体而言，二者业绩的增速从2021年开始缩窄，迎驾贡酒利润端增势相较于今世缘更为强劲。

图表 60：2021 年迎驾贡酒总营收增速超过今世缘



资料来源：WIND，华鑫证券研究

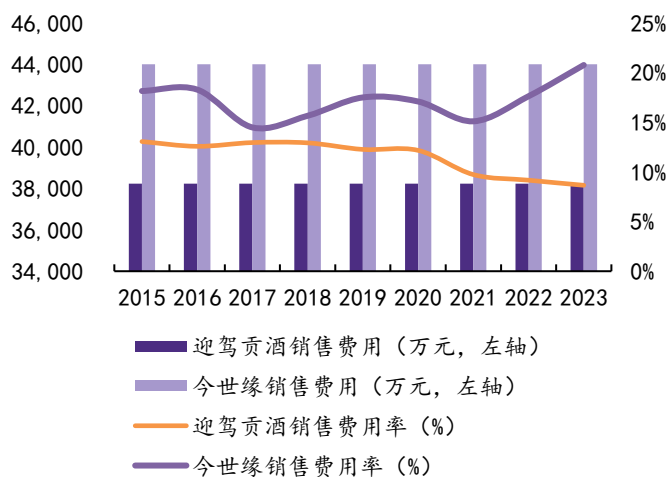
图表 61：2021 年迎驾贡酒归母净利润增速超过今世缘



资料来源：WIND，华鑫证券研究

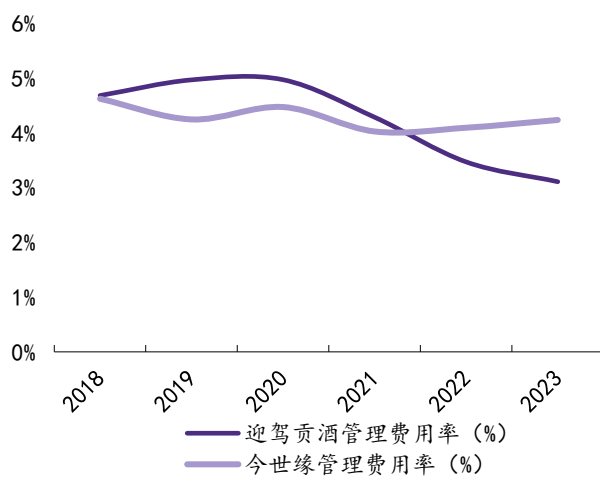
费用端，迎驾贡酒销售费用率优化效果明显，目前迎驾贡酒重视研发费用投入，今世缘重视销售费用投入。近年来迎驾贡酒销售费用率优化效果明显，预计系近年来迎驾贡酒规模效应释放及成本控制优化所致。在管理费用率方面，二者均趋于优化。预计二者品牌定位的差异影响其费用投放上的侧重点，一方面，迎驾贡酒研发费用相比今世缘更高，或与迎驾贡酒强调“自然酿造和传统工艺”的生态白酒定位的品牌定位有关，和今世缘的品牌定位“缘文化”不同，迎驾贡酒的“生态”定位需要通过加大研发力度来推进产品生态化、智能化发展，相应地提升白酒品质。而今世缘在销售费用投入绝对值上相较于迎驾贡酒更高，反映出不同市场竞争环境下的压力不同，且今世缘当前对品牌建设和市场推广的重视程度高。

图表 62：迎驾贡酒销售费用率优化效果明显



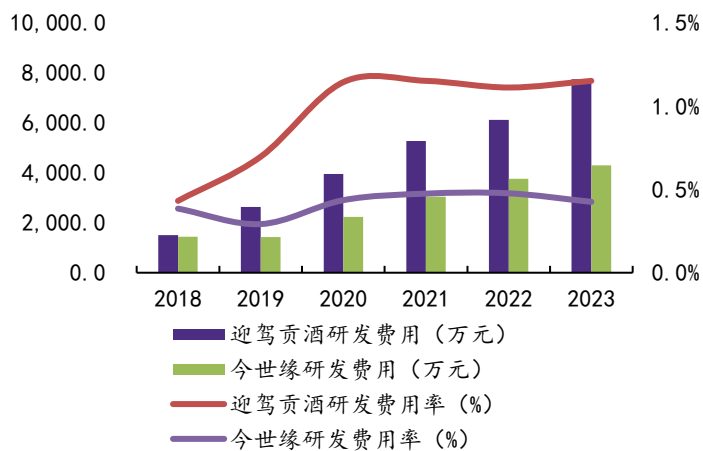
资料来源：WIND，华鑫证券研究

图表 63：迎驾贡酒和今世缘管理费用率均有优化趋势



资料来源：WIND，华鑫证券研究

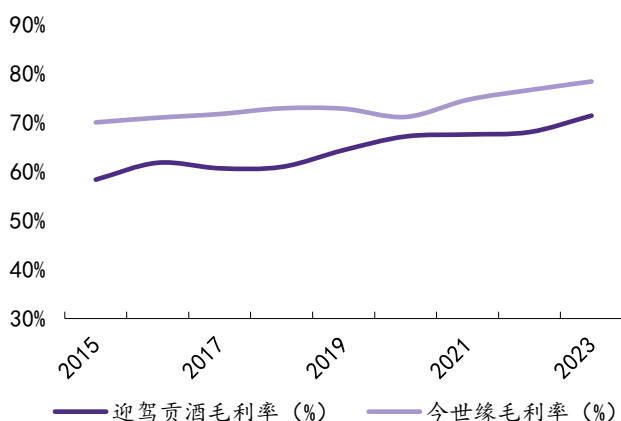
图表 64：迎驾贡酒研发投入相对更大



资料来源：WIND，华鑫证券研究

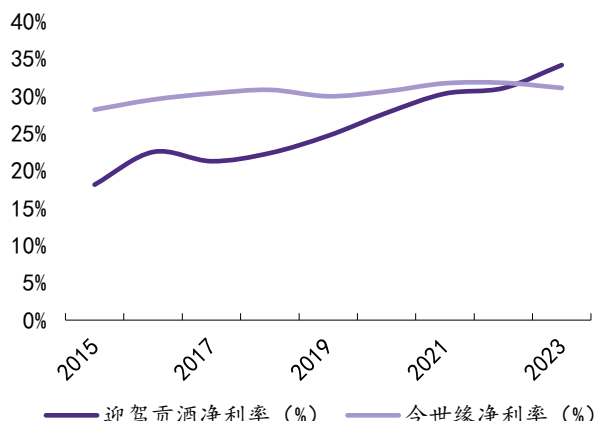
盈利端，迎驾贡酒与今世缘均有较强的盈利能力，且迎驾贡酒盈利端增长趋势明显，其盈利水平向今世缘靠拢。2023 年迎驾贡酒/今世缘的毛利率分别为 71.37%/78.34%，净利率分别为 34.12%/31.06%。迎驾贡酒盈利端向好，主要系公司产品结构升级叠加费投效率持续优化所致。

图表 65：2015-2023 年迎驾贡酒和今世缘毛利率



资料来源：WIND，华鑫证券研究

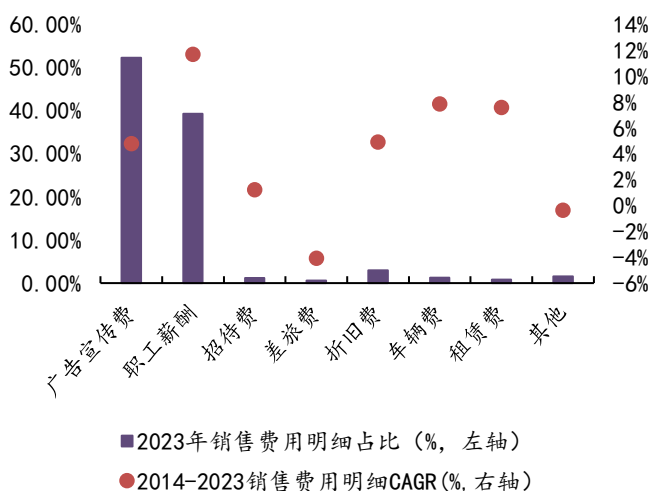
图表 66：2021 年迎驾贡酒净利率超过今世缘



资料来源：WIND，华鑫证券研究

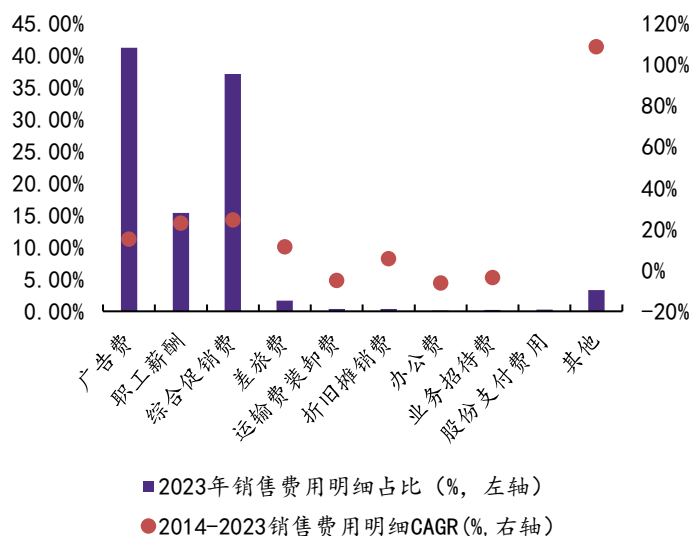
品牌建设来看，迎驾贡酒洞藏系列品牌势能持续累积，未来有望通过提价来兑现，同时在营销上仍存进一步发力的空间，产品生命周期仍处于成长阶段。拆分销售费用明细看，迎驾贡酒/今世缘 2023 年广告宣传费为 3.04/8.64 亿元，2014-2023 年广告宣传费 CAGR 分别为 5%/15%。迎驾贡酒/今世缘 2023 年职工薪酬为 2.29/3.23 亿元，2014-2023 年职工薪酬 CAGR 分别为 12%/23%。今世缘以“缘文化”作为品牌核心，成功塑造独特的品牌个性，并通过高额的广告宣传费用及职工薪酬来加大市场推广力度和服务质量，从而增强品牌影响力和知名度，这是其高端化战略的关键行动。与今世缘相比，迎驾贡酒同样因为以“生态白酒”为核心而具备品牌个性化上的优势，然而在营销费用投放的绝对值和增速上，迎驾贡酒的广告宣传费和职工薪酬仍存在提升空间。基于目前迎驾贡酒的盈利端增势强劲，公司具备加大销售费用投放的基础，通过借鉴今世缘品牌文化建设经验，迎驾贡酒有望实现进一步的品牌高端化升级，从而巩固并进一步扩大其市场份额。

图表 67: 2023 年迎驾贡酒销售费用明细占比和 2014-2023 年明细金额 CAGR



资料来源: 公司公告, 华鑫证券研究

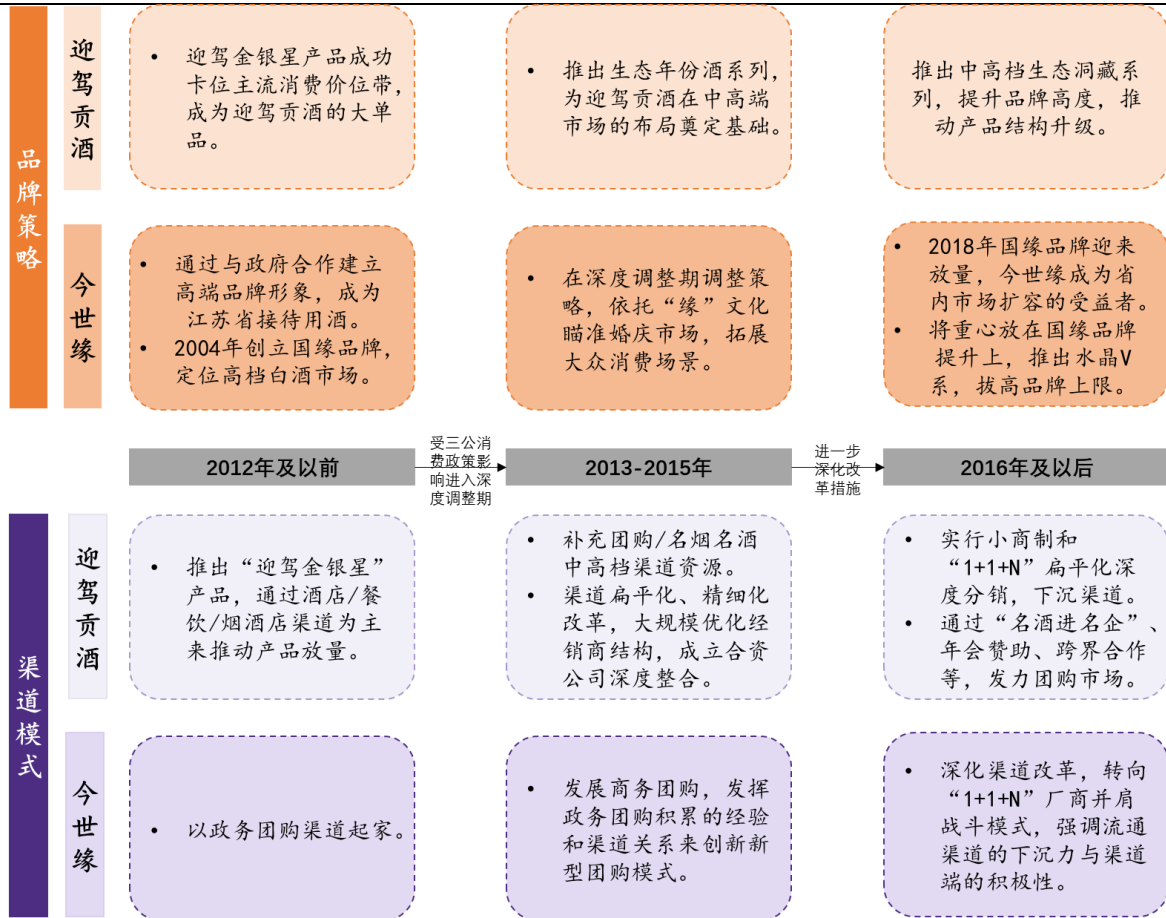
图表 68: 2023 年今世缘销售费用明细占比和 2014-2023 年明细金额 CAGR



资料来源: 公司公告, 华鑫证券研究

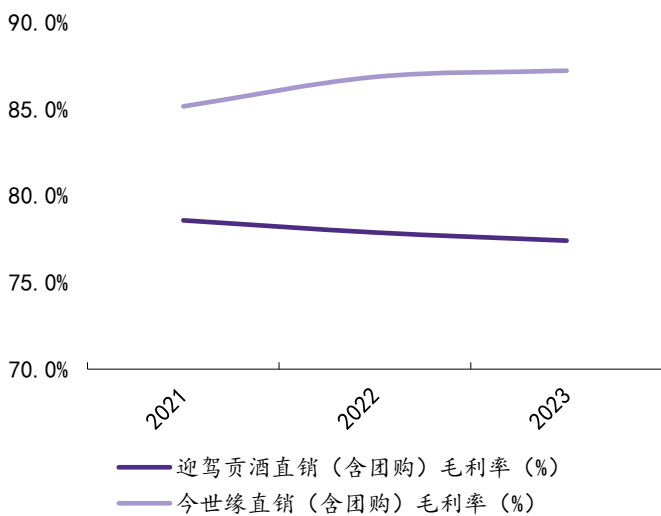
渠道建设来看, 二者的渠道策略均伴随着品牌战略的变化而进行调整。(1) 发展初期: 不同于迎驾贡酒, 今世缘在发展初期以政务团购渠道起家, 在此基础上于 2004 年创立国缘品牌, 定位高档白酒市场; 而迎驾贡酒于 2003 年左右推出“迎驾金银星”产品, 通过酒店/餐饮/烟酒店渠道来推动产品放量, “迎驾金银星”产品成功卡位主流消费价位带, 成为迎驾贡酒的大单品。因此, 在 2011 年及以前, 迎驾贡酒仍在大众市场深耕, 而今世缘更早地布局中高档白酒市场, 通过政务团购场景快速抢占市场。(2) 行业深度调整期: 在 2012 年-2015 年三公消费政策限制的背景下, 今世缘和迎驾贡酒的改革侧重点不同。今世缘发挥政务团购积累的经验 and 渠道关系, 侧重发展商务团购, 同时向新型团购模式和大众消费场景拓展; 而迎驾贡酒在此期间推出生态年份系列白酒, 补充中高档渠道资源, 同时通过推进渠道扁平化、精细化改革, 为安徽白酒市场主流价格带提升进行前瞻性布局。(3) 深化改革期: 2016 年及以后, 今世缘和迎驾贡酒均实施“1+1+N”扁平化分销的模式下沉市场, 以增强市场覆盖, 二者在增速上表现出色。但二者的增长驱动因素和市场表现侧重点不同, 一方面, 江苏和安徽经济发展阶段不同, 此阶段国缘和生态洞藏分别依靠对次高端和中高端市场的提前布局, 承接市场升级红利, 因此二者核心增长品牌的档次有所差异; 另一方面, 二者在渠道下沉上的借力点不同, 今世缘依托团购渠道积累的品牌认可度和消费者习惯来深化渠道下沉, 而迎驾贡酒则得益于其产品的差异化竞争叠加高渠道利润, 从而在渠道下沉过程中获得优势。近年来迎驾贡酒通过举办品鉴会、赞助央视纪录片等方式增强消费者教育, 有望提升品牌价值。

图表 69：今世缘/迎驾贡酒品牌策略与渠道模式变革相辅相成



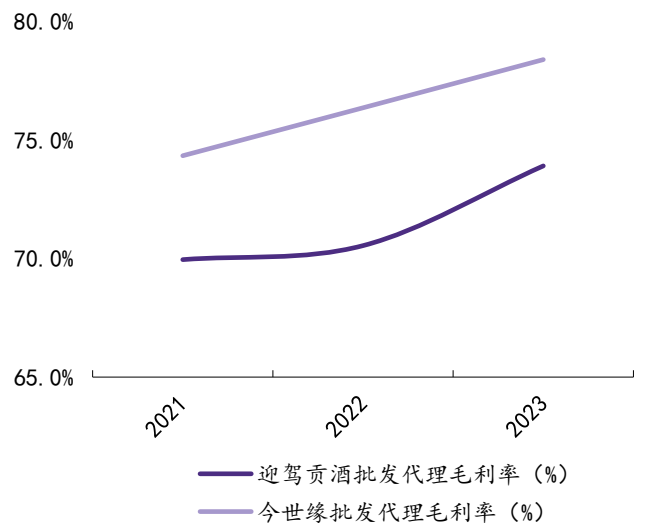
资料来源：华鑫证券研究

图表 70：迎驾贡酒/今世缘 2021-2023 年直销渠道毛利率



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

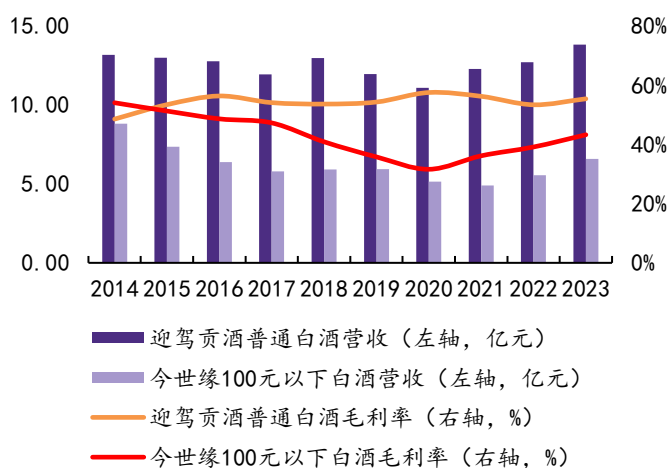
图表 71：迎驾贡酒/今世缘 2021-2023 年代销渠道毛利率



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

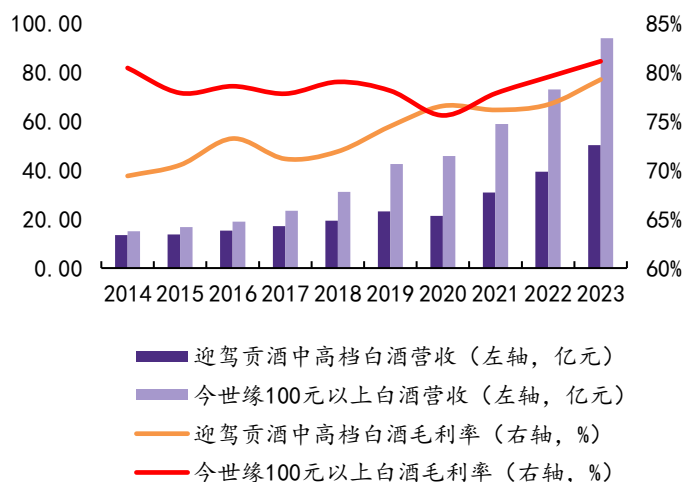
分价格带产品对比，迎驾贡酒中高档白酒在规模效应释放下营收成长性可期。2023 年迎驾贡酒普通白酒/今世缘 100 元以下白酒的营收分别为 13.80/6.57 亿元，毛利率分别为 55.36%/43.23%，迎驾贡酒普通白酒/今世缘 100 元以下白酒的 2014-2023 年营收 CAGR 分别为 0.5%/-3.2%，相比今世缘而言，迎驾贡酒在该档次白酒上营收与毛利率均具备相对优势，而二者在该档次产品上营收的复合增长率波动幅度均较小，今世缘则呈现微降趋势。2023 年迎驾贡酒中高档白酒/今世缘 100 元以上白酒的营收分别为 50.22/93.74 亿元，毛利率分别为 79.23%/81.10%，迎驾贡酒中高档白酒/今世缘 100 元以上白酒的 2014-2023 年营收 CAGR 分别为 15.8%/22.6%，反映二者在近年来均发力于中高档产品，预测今世缘近年来战略性地资源向中高档产品倾斜，导致其 100 元以下白酒毛利率和营收有所下降，而中高档白酒实现毛利率稳定基础上的营收规模快速增长。近年来迎驾贡酒中高档白酒毛利率增长趋势明显，伴随其区域营销活动的精准投放、销售渠道管理精细化及产品品质升级等动作，而实现品牌价值及产品附加值提升，从而促进盈利水平的优化。而与今世缘相比，迎驾贡酒的中高档白酒营收规模仍存在较大增长潜力，当前迎驾贡酒费用端持续优化且业绩增势强劲，随着规模效应的释放，迎驾贡酒中高档白酒营收增长可期。

图表 72：迎驾贡酒普通白酒/今世缘 100 元以下白酒的营收及毛利率



资料来源：WIND，公司公告，华鑫证券研究

图表 73：迎驾贡酒中高档白酒/今世缘 100 元以上白酒的营收及毛利率



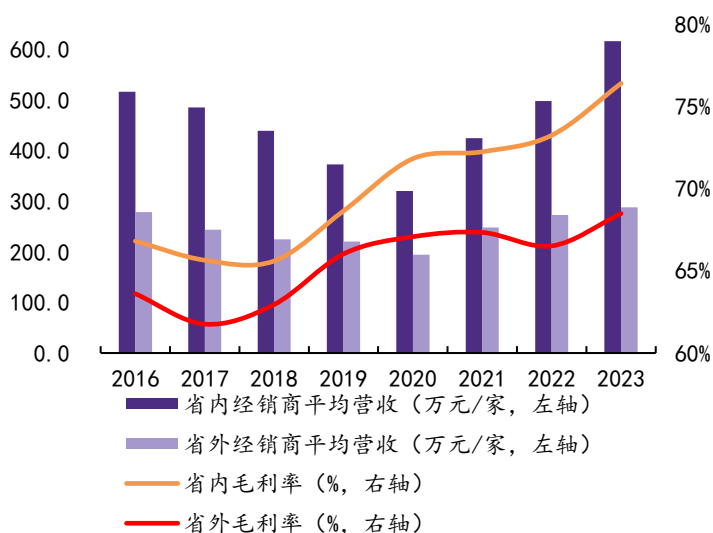
资料来源：WIND，公司公告，华鑫证券研究

4.3、省外空间：省外市场有序拓展，催生新增长点

以江苏、上海为核心进行泛全国化布局，省外市场增长可期。自 90 年代开始，公司在江苏、安徽两地形成一定消费基础。当下，在战略层面，公司在省外市场以“小区域，高占有”模式来平衡渠道掌控力和经销商积极性，以点、线、面、体方式，成功打造“泛全国化”市场版图。具体而言，公司全国化布局的重点发力市场是以公司中心 300 公里半径市场、以苏沪为中心长三角地区、以京津冀为中心华北地区。公司以江苏、上海等城市为核心聚焦洞藏系列的导入工作，拓展华中、华北等重点市场和机会市场。在渠道层面，公司在省外布局生态洞藏的过程中，积极寻求和大商、超商合作，先后和上海天琪、南京金兴源、大丰鑫源、扬州鸿源、常州鹏盈等当地大商合作，通过整合资源加速市场拓展，2019 年公司在江苏市场全面布局到地级市。在产品结构层面，省外产品结构相对省内下沉，目前省外销售仍以金银星、百年迎驾等中低端产品为主，其中百年迎驾三星、四星为江苏

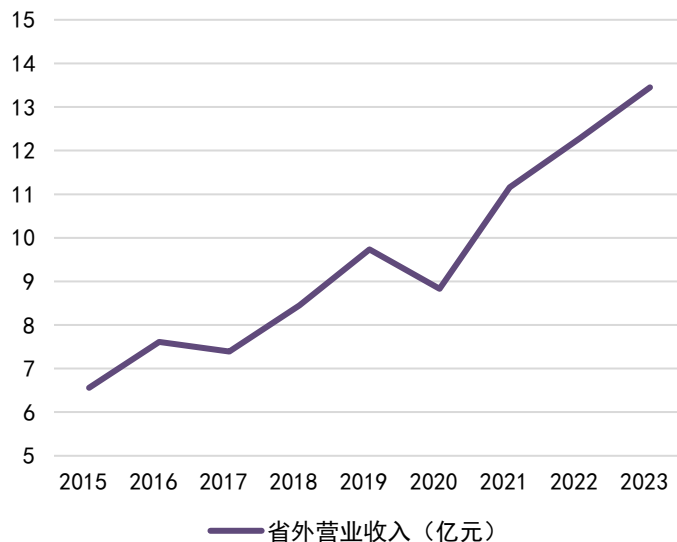
中低端市场的领军产品，2023 年省外市场毛利率为 68.49%，较省内的 76.41% 更低，但省外毛利率近年来呈现稳步提升的趋势。2024Q1 公司省内/省外分别实现营收 17.70/4.68 亿元，分别同比+30%/-1%，截至 2024Q1 末省内/省外经销商数量分别为 750/640 家。尽管省外市场的营收增长率相对放缓，但公司正加强与优质大商的深度捆绑与合作，自 2020 年低点起算，截止 2023 年省外经销平均营收 3 年的 CAGR 为 14% 左右，展现公司在省外市场持续而稳健的扩张策略及增长潜能。

图表 74：迎驾贡酒/今世缘 2021-2023 年直销渠道毛利率



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 75：迎驾贡酒省外营业收入变化 (单位：亿元)



资料来源：WIND，华鑫证券研究

5、盈利预测评级

公司在产品力、品牌力与渠道端的竞争优势明显，未来我们判断公司核心系列产品洞藏系列销量增长与结构升级的势头有望延续，推动盈利水平持续提升。预计 2024-2026 年 EPS 分别为 3.57/4.40/5.30 元，当前股价对应 PE 分别为 17/13/11 倍，维持“买入”投资评级。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入 (百万元)	6,720	8,115	9,704	11,392
增长率 (%)	22.1%	20.8%	19.6%	17.4%
归母净利润 (百万元)	2,288	2,854	3,519	4,238
增长率 (%)	34.2%	24.7%	23.3%	20.4%
摊薄每股收益 (元)	2.86	3.57	4.40	5.30
ROE (%)	27.3%	27.3%	26.8%	25.8%

6、风险提示

宏观经济下行风险、洞藏系列增长不及预期、重点区域扩张不及预期等。

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	2,239	4,670	7,267	10,616
应收款	50	71	80	87
存货	4,451	4,751	4,973	5,078
其他流动资产	2,282	2,146	2,243	2,309
流动资产合计	9,022	11,638	14,562	18,090
非流动资产:				
金融类资产	1,579	1,659	1,709	1,739
固定资产	1,768	1,896	1,867	1,782
在建工程	409	164	65	26
无形资产	244	232	220	208
长期股权投资	22	22	22	22
其他非流动资产	224	224	224	224
非流动资产合计	2,667	2,536	2,398	2,262
资产总计	11,689	14,175	16,960	20,352
流动负债:				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	805	1,140	1,216	1,269
其他流动负债	1,608	1,608	1,608	1,608
流动负债合计	3,146	3,571	3,675	3,752
非流动负债:				
长期借款	25	25	25	25
其他非流动负债	140	140	140	140
非流动负债合计	165	165	165	165
负债合计	3,311	3,736	3,839	3,916
所有者权益				
股本	800	800	800	800
股东权益	8,378	10,439	13,121	16,436
负债和所有者权益	11,689	14,175	16,960	20,352

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	2293	2860	3526	4247
少数股东权益	5	6	8	9
折旧摊销	204	130	138	135
公允价值变动	2	-8	-5	-1
营运资金变动	-306	320	-174	-71
经营活动现金净流量	2198	3308	3493	4320
投资活动现金净流量	-247	38	76	94
筹资活动现金净流量	480	-799	-844	-932
现金流量净额	2,431	2,547	2,725	3,482

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6,720	8,115	9,704	11,392
营业成本	1,924	2,251	2,588	2,948
营业税金及附加	1,035	1,217	1,446	1,686
销售费用	581	682	825	968
管理费用	209	243	291	342
财务费用	-8	-130	-202	-296
研发费用	77	93	112	131
费用合计	859	889	1,025	1,145
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动	2	-8	-5	-1
投资收益	74	60	50	30
营业利润	3,014	3,840	4,715	5,662
加:营业外收入	4	2	3	4
减:营业外支出	19	28	22	18
利润总额	2,999	3,814	4,696	5,648
所得税费用	706	953	1,169	1,401
净利润	2,293	2,860	3,526	4,247
少数股东损益	5	6	8	9
归母净利润	2,288	2,854	3,519	4,238

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	22.1%	20.8%	19.6%	17.4%
归母净利润增长率	34.2%	24.7%	23.3%	20.4%
盈利能力				
毛利率	71.4%	72.3%	73.3%	74.1%
四项费用/营收	12.8%	11.0%	10.6%	10.1%
净利率	34.1%	35.2%	36.3%	37.3%
ROE	27.3%	27.3%	26.8%	25.8%
偿债能力				
资产负债率	28.3%	26.4%	22.6%	19.2%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	135.6	114.1	121.7	130.4
存货周转率	0.4	0.7	0.8	0.9
每股数据(元/股)				
EPS	2.86	3.57	4.40	5.30
P/E	20.5	16.5	13.4	11.1
P/S	7.0	5.8	4.8	4.1
P/B	5.6	4.5	3.6	2.9

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。