

# 迎驾贡酒 (603198)

## 生态洞藏拾级而上, 连创佳绩百亿在望

买入 (维持)

2024 年 10 月 08 日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

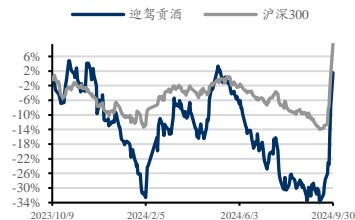
研究助理 于思淼

执业证书: S0600123070030

yusm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	5505	6720	8082	9505	11072
同比 (%)	19.59	22.07	20.27	17.60	16.49
归母净利润 (百万元)	1705	2288	2902	3551	4279
同比 (%)	22.97	34.17	26.85	22.35	20.49
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.13	2.86	3.63	4.44	5.35
P/E (现价&最新摊薄)	34.21	25.50	20.10	16.43	13.63

### 股价走势



### 投资要点

■ **钟灵毓秀生态酿造, 洞藏美酒香飘江淮。**迎驾贡酒品牌来源可追溯至公元前 106 年汉武帝南巡霍山, 公司前身系 1955 年成立的霍山县佛子岭酒厂, 2003 年经过国有股权退出转为民营, 2015 年成为安徽第 3 家白酒上市公司。公司地处大别山自然保护区, 生态环境得天独厚, 在生态白酒文化行动打造下, 生态品质日益成为迎驾独树一帜的品牌标签。

■ **大众化营销操盘独树一帜, 全要素战略优化再迎丰收。**迎驾本轮销售扩张及产品升级起步相比古井、口子窖要晚, 但公司的大众化营销操盘独具特色, 流程化销售管理落地有声, 为迎驾产品厚积薄发打下良好基础。面对过去存在的品牌定位不高、产品结构偏低、营销组织老化等问题, 公司自 2017 年以来, 不断优化营销战略, 明确“品牌引领、全国布局、核心区域高占有”的目标, 任务可分解可执行, 强调从品牌、产品、渠道、组织等多要素共同赋能销售, 洞藏系列作为战略高地聚焦投入。战略优化助推洞藏系列乘省内消费升级之东风, 长期积淀再迎丰收。

■ **加大品牌投入, 迭代渠道管理, 强化价盘管控, 3 大改进助推洞藏起势。**公司持续将洞藏系列作为战略高点进行聚焦投入。1) 持续深化品牌建设: 公司自 2018 年起, 持续开展“三大行动”, 品牌互动不断升级, 生态体验之旅、国宾盛宴、迎驾洞藏群星演唱会、《寻找搅蛋王》等活动不断提升品牌传播度与美誉度。2) 小步快跑稳定价格站位: 自 2017 年起对洞藏系列连续调价, 价格调整按照先调终端价后调出厂价、先调核心市场后推省内全局的方式, 推动洞藏系列站稳价位, 实现渠道高利润、终端高认可度。3) 渠道模式更新优化: 为激发营销组织活力、强化洞藏推广, 公司不断迭代厂商合作模式, 2016 年尝试联营公司模式, 2017 年调整为小商制布局, 2018 年进行客户分级管理, 2019 年推出千商千万工程, 2023 年对洞 16/20 试水终端联盟体模式, 渠道管控渐入佳境。

■ **类年份原浆, 洞藏系列雁乘风飞。**展望后续, 洞藏系列空间开阔: 1) 从价格带看: 2023 年迎驾在 100~300 元价格带市占率约 16%, 对标古井的 37% 仍有充分提升空间。目前迎驾洞 6 自点率上升已成流行之势, 省内 100 元价位销售额增量已与古井不分伯仲; 洞 9 积极抢抓宴席份额, 省内 200 元价位销售额增量紧随古井其后。伴随古井销售主要增量向古 8、古 16 倾斜, 预计迎驾未来与古井仍将保持错位竞争。2) 从区域市场看: 公司洞藏系列扩张路径规划清晰, 省内沿合六淮→皖北→皖南持续渗透, 全国从省内到省外江浙沪逐步扩张, 2023 年合肥洞藏系列市占率超 10%, 古井市占率超 40%, 龙头份额集中度持续提升。迎驾合六淮市场稳固, 皖北市场开拓逐步迎来放量, 未来皖南、省外等市场亦有望见证模式复制效果。

■ **盈利预测与投资评级:** 洞藏系列持续耕耘, 其承担的使命意义已类似 2008~2023 年的年份原浆之于古井, 对标来看, 我们认为后者天花板尚早, 迎驾百亿之路蹄疾步稳。基本维持 2024~26 年营收预期为 81/95/111 亿元, 同比+20%/18%/16%, 调整归母净利润预期至 29.0/35.5/42.8 亿元 (前值 29.0/35.8/43.3 亿元), 同比+27%/22%/20% (前值+27%/23%/21%), 当前市值对应 PE20/16/14X, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 经济恢复不及预期、接班人问题、食品安全问题

### 市场数据

收盘价(元)	72.92
一年最低/最高价	46.60/80.97
市净率(倍)	6.73
流通 A 股市值(百万元)	58,336.00
总市值(百万元)	58,336.00

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	10.84
资产负债率(%,LF)	23.00
总股本(百万股)	800.00
流通 A 股(百万股)	800.00

### 相关研究

《迎驾贡酒(603198): 2024H1 业绩点评: 长风破浪, 踏波稳进》

2024-08-17

《迎驾贡酒(603198): 2023 年报&2024 年一季报点评: 毛销差持续扩大, Q1 业绩超预期》

2024-04-26

## 内容目录

前言 .....	5
<b>1. 钟灵毓秀生态酿造，洞藏美酒香飘江淮 .....</b>	<b>5</b>
1.1. 改制之路勇立潮头，更弦易辙蜕变新生 .....	5
1.2. 依托优越地理环境，打造独特品牌印记 .....	8
1.3. 产品矩阵布局完善，洞藏引领结构提升 .....	9
<b>2. 回顾所来径，苍苍横翠微 .....</b>	<b>10</b>
2.1. 大众化营销操盘独树一帜，全要素战略优化再迎丰收 .....	10
2.1.1. 起步初期：国营酒企转型摸索，星级贡酒初露锋芒 .....	11
2.1.2. 发展前期：迎驾之星再攀销售高峰，生态年份遭遇调整瓶颈 .....	12
2.1.3. 发展中期：全要素优化，夯实洞藏高质量发展之路 .....	13
2.2. 产品错位竞争，洞藏结构升级路径清晰 .....	14
2.2.1. 洞藏系列产品矩阵布局清晰，错位竞争乘势而上 .....	14
2.2.2. 产品口碑提升，离不开品牌建设和价格管控能力 .....	16
2.3. 渠道建设革故鼎新，多维布局管控升级 .....	17
2.3.1. 省内模式持续迭代，多层次精进渠道管理 .....	18
2.3.2. 省外市场逐步开拓，渠道建设不急不徐 .....	20
2.4. “十六字”方针执行有力，流程管理步线行针 .....	21
<b>3. 类年份原浆，洞藏系列雁乘风飞 .....</b>	<b>22</b>
3.1. 力挽狂澜，年份原浆助老八大名酒东山再起 .....	22
3.2. 洞藏系列跟随布局，四项助力打基础 .....	25
3.3. 参考年份原浆，洞藏系列拾级而上 .....	26
<b>4. 盈利预测与估值 .....</b>	<b>28</b>
<b>5. 风险提示 .....</b>	<b>29</b>

## 图表目录

图 1: 迎驾改制之路.....	6
图 2: 2003 年迎驾由混合所有制企业转为民营企业.....	6
图 3: 公司股权结构图 (截至 2024 年中报) .....	7
图 4: 公司自然地理环境.....	8
图 5: 公司六位一体生态酿造体系.....	8
图 6: 主营业务收入分产品占比情况.....	10
图 7: 分产品营业收入及同比增速 (亿元) .....	10
图 8: 2023 年迎驾各产品系列营收占比 (估算) .....	10
图 9: 古井/口子/迎驾销售毛利率对比 .....	10
图 10: 公司主力产品推出时间线.....	11
图 11: 迎驾星级系列产品.....	12
图 12: 徽酒 90 年代~00 年代销售额对比 .....	12
图 13: 迎驾之星系列产品.....	13
图 14: 迎驾销售额变化.....	13
图 15: 2018 年以来迎驾战略变化.....	14
图 16: 迎驾销售公司管理架构.....	18
图 17: 徽酒经销商数量对比 (人) .....	19
图 18: 迎驾贡酒前五大经销商收入占比较低 (%) .....	19
图 19: 迎驾贡酒销售人员数量在徽酒中居前 (个) .....	20
图 20: 迎驾贡酒销售人员人均薪酬及同比增速.....	20
图 21: 迎驾贡酒省外收入及同比增速.....	21
图 22: 迎驾贡酒省外收入毛利率变化.....	21
图 23: 迎驾销售费用的拆分.....	21
图 24: 徽酒毛销差变化对比.....	21
图 25: 古井引领省内消费升级.....	22
图 26: 2008 年房地产助力后续徽酒的表现 (元, %) .....	22
图 27: 2008 年-2010 年各省房地产投资同比增速 .....	22
图 28: 合肥、全国二手住宅价格指数对比 (%) .....	23
图 29: 安徽商品房销售价格.....	23
图 30: 安徽省和江苏省新能源汽车产量对比.....	23
图 31: 安徽省和江苏省汽车产量对比.....	23
图 32: 古井 2008~2023 年收入及 yoy .....	24
图 33: 古井 2008~2023 年归母净利润及 yoy .....	24
图 34: 迎驾普酒营收 (亿元) 及 yoy (%) .....	26
图 35: 迎驾普酒产量及销量变化.....	26
图 36: 安徽省内分品牌收入(亿元).....	26
图 37: 安徽省分价格带白酒销售规模及增速测算.....	26
图 38: 安徽省内品牌份额分布.....	27
图 39: 安徽省 2023 年分价位品牌销售规模分布 (亿元) .....	27
表 1: 公司董监高人员履历.....	7

表 2: 迎驾贡酒近年酒体品质所获荣誉.....	9
表 3: 公司产品矩阵.....	9
表 4: 公司产品矩阵.....	15
表 5: 洞藏系列提价情况.....	17
表 6: 安徽市场 2023 年分价位带白酒销售规模测算.....	26
表 7: 安徽各地白酒市场规模预测.....	28
表 8: 公司盈利预测.....	28
表 9: 可比公司估值表.....	29

## 前言

公司新一代核心产品洞藏系列的崛起，由长期战略坚定、品牌塑造升级、省内消费升级等多因素共同促成。洞藏系列自 2015 年推出以来持续耕耘，2020 年销售额突破 10 亿，此后连续保持 30% 以上同比增速。一方面，洞藏系列放量再度印证公司在大众主流价位打造流行单品的营销操盘能力；另一方面，洞 9、洞 20 等高价位单品持续培育，销售规模拾级而上，公司品牌高度再上台阶，产品升级路径清晰——本轮洞藏系列产品周期之于迎驾，类似 2008-2020 年年份原浆之于古井。古井年份原浆品系自 2008 年推出以来，伴随省内消费升级，先后经历 2010~2018 年 80~120 元价位献礼版+古 5 放量、2016~2024 年 200+元价位古 8 放量、2020 年以来 300~600 价位古 16+古 20 放量，推动公司营收于 2015、2019、2023 年先后成功跨越 50 亿、100 亿、200 亿规模，古井品牌美誉度、知名度持续提升，省内份额集中度不断突破，省外亦实现 2008 年以来最好的开拓局面。从古井年份原浆系列的路径看迎驾洞藏系列，我们认为洞藏系列天花板未及，助力迎驾百亿之路。

## 1. 钟灵毓秀生态酿造，洞藏美酒香飘江淮

迎驾贡酒前身为成立于 1955 年的霍山县佛子岭酒厂，于 2003 年完成民营改制，2015 年正式登陆上交所，成为安徽第 3 家白酒上市公司。自 2015 年高价位产品洞藏系列推出以来，公司价位布局更趋清晰，品牌、渠道全面提升，截至 2023 年洞藏系列收入占比过半，势能持续释放，推动迎驾收入规模百亿在望。

### 1.1. 改制之路勇立潮头，更弦易辙蜕变新生

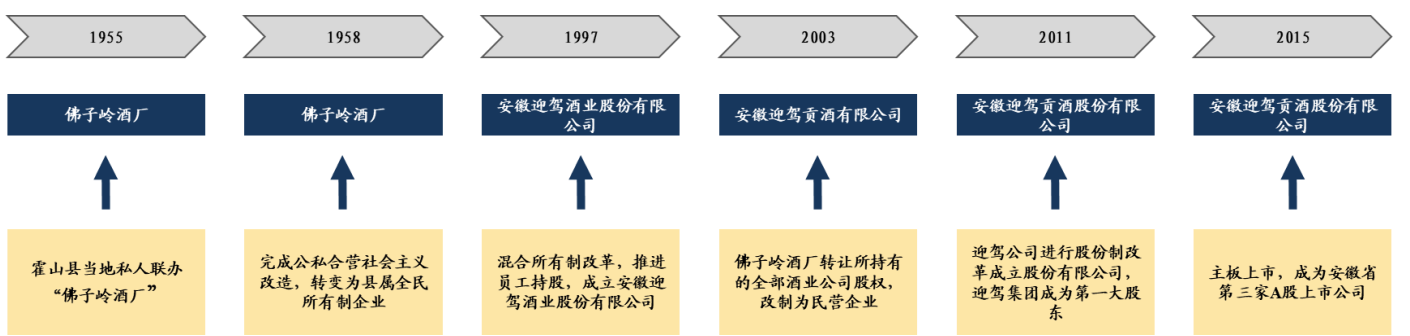
**90 年代率先混改，03 年顺利完成股权私有化。**公司现代企业发展最早可追溯至 1955 年，当时霍山县几家私人糟坊联合成立霍山酿酒厂；随后于 1958 年，酒厂经公私合营改制成为县属全民所有制企业——国营佛子岭酒厂。

1994 年，霍山县政府对佛子岭酒厂，以破除铁工资、铁饭碗、铁交椅为契机，开启企业经营体制改革之路。1997 年，佛子岭酒厂实行国有企业改革，经省政府批准设立安徽迎驾酒业股份有限公司，佛子岭酒厂以酒类生产经营资产全部注入折股，迎驾成为混合所有制企业。

2003 年，在安徽省“国企股权改制、盘活国有资产”的浪潮下，佛子岭酒厂将迎驾酒业公司股权全部转让，实现国有股权退出。迎驾酒业股份公司于同年 11 月联合迎驾投资（迎驾集团前身）等主体合资成立安徽迎驾贡酒有限公司。

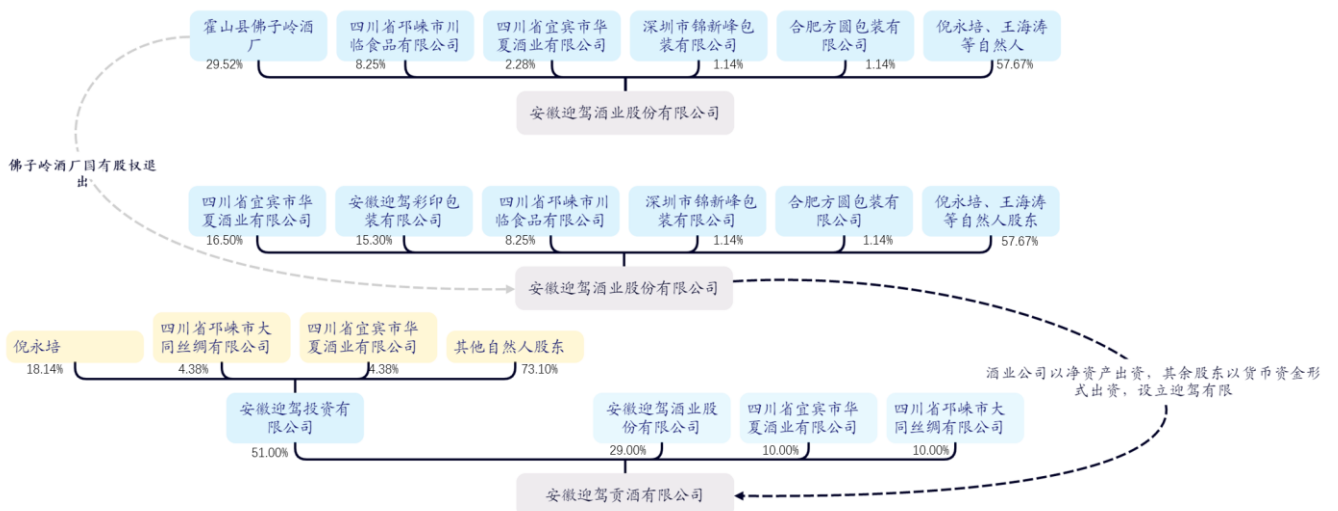
2011 年，迎驾有限进行股份制改制，整体变更为安徽迎驾贡酒股份有限公司，为 IPO 做准备，此后于 2015 年成功挂牌上市，成为全国第 16 家、安徽省第 3 家白酒行业上市公司。

图1: 迎驾改制之路



数据来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

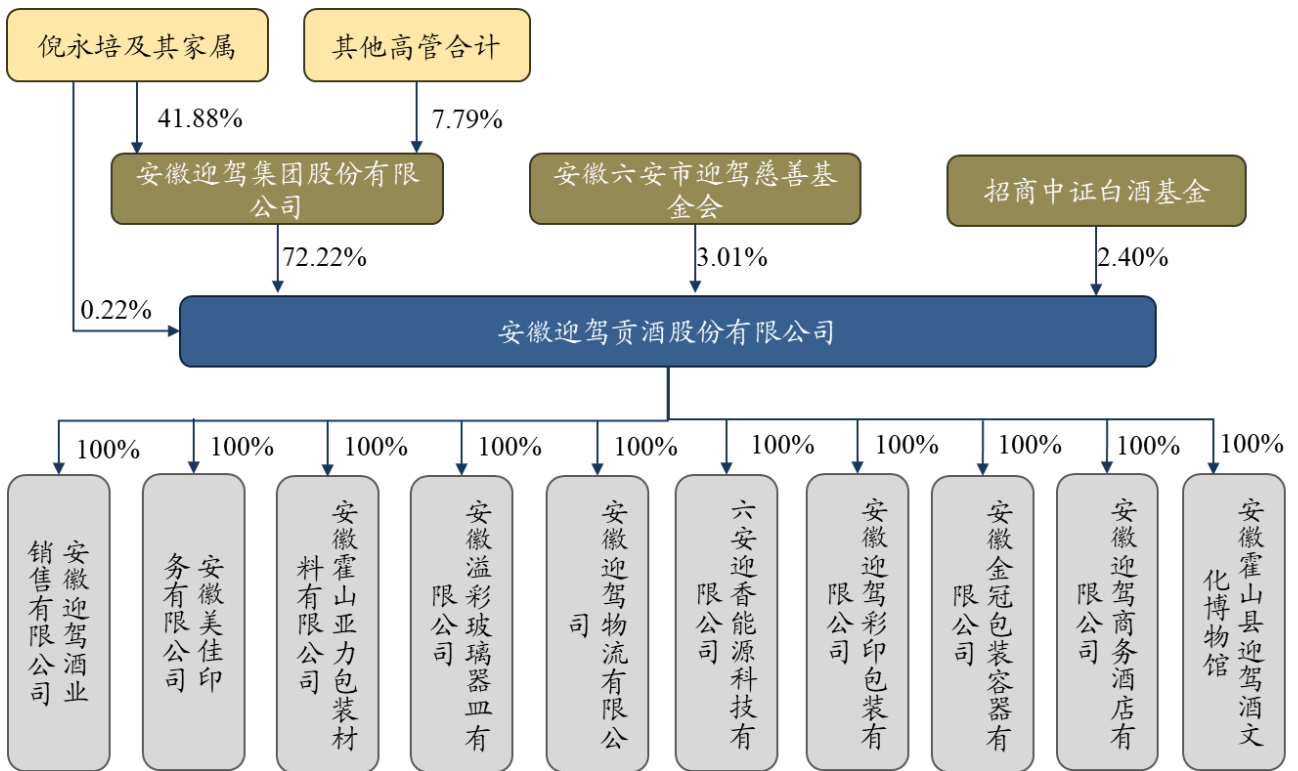
图2: 2003年迎驾由混合所有制企业转为民营企业



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**大股东持股集中, 核心团队间接持股。**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, 公司实控人及多位高管均通过迎驾集团对股份公司实现间接持股。截至 2024 年中报, 1) 公司实控人倪永培及其家属持有迎驾集团股份合计 41.88% (倪永培及其妻子张华、儿子倪庆葵及其妻子张丹丹分别持有集团股份 22.06%、1.59%、9.48%、8.75%), 另外对上市公司直接持股 0.22%, 合计持有上市公司 30.47% 的股份。2) 迎驾贡酒多位高管也持有迎驾集团股份, 公司董监高的集团持股合计 7.79%, 其中总经理秦海持股 0.77%, 副总经理叶玉琼 0.81%, 董事杨照兵 0.23%, 董事倪杨 0.64%, 董秘孙汪胜 0.77%, 总工程师项兴本 0.39%, 相当于间接持有上市公司 5.63% 的股权。

图3: 公司股权结构图 (截至 2024 年中报)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**高管大多出身一线，民营企业作风务实。**公司董事长兼总裁倪永培自 1970 年加入酒厂，从酿酒工做起，历任车间班长、厂部生产调度员等职位，于 1984 年升任副厂长，此后又担任佛子岭酒厂厂长、迎驾酒业公司董事长、总经理等职位，于 2011 年荣获“中国酿酒大师”称号，酿酒生产及经营管理经验丰富。此外，公司高管大多为佛子岭酒厂老员工，从基层做起，任职年限长，团队人员保持稳定，经营管理执行力强。

表1: 公司董监高人员履历

姓名	年龄	职务	职业履历
倪永培	70 岁	董事长	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；2011 年 9 月至今任本公司董事长。 2009 年 9 月至今任迎驾集团董事；曾任迎驾有限董事，销售公司总经理、本公司副总经理，销售公司总经理、本公司总经理；2018 年 1 月至今任迎驾集团副总裁兼安徽迎驾山泉股份有限公司总经理；2014 年 1 月至今，任本公司董事，2023 年 9 月至今任本公司总经理。
秦海	54 岁	董事、总经理	历任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，公司总经理。现任公司董事、副总经理，兼任销售公司总经理。
杨照兵	46 岁	董事、副总经理	历任迎驾有限董事、迎驾有限副总经理；2011 年 9 月至今任本公司董事、副总经理、曲酒分公司总经理，2014 年 5 月至今任迎驾集团董事。
叶玉琼	56 岁	董事、副总经理	历任销售公司财务部副部长、公司人力资源部副部长、迎驾山庄副总经理、董事长助理、证券投资部部长、迎驾集团投融资部部长，2017 年 3 月至今任迎驾集团副总裁；2019 年 1 月至今任安徽迎驾投资管理有限公司总经理；2020 年 12 月至
张丹丹	39 岁	董事	

项兴本 56岁 总工程师

今任迎驾集团副董事长；2017年9月至今任本公司董事，2024年1月至今任安徽迎驾投资管理有限公司执行董事。

曾任佛子岭酒厂化验员、酿造技术员；酒业公司副总工程师。2003年11月至2011年9月，任迎驾有限副总工程师、总工程师；2011年9月至2014年9月任公司总工程师、曲酒分公司副总经理；2014年9月至2017年3月，任本公司曲酒分公司副总经理；2017年3月至2017年9月，任公司副总工程师、技术中心总监；2017年9月至2021年7月任技术中心总监；2021年7月至今任曲酒分公司副总经理，2017年9月至今任公司总工程师。

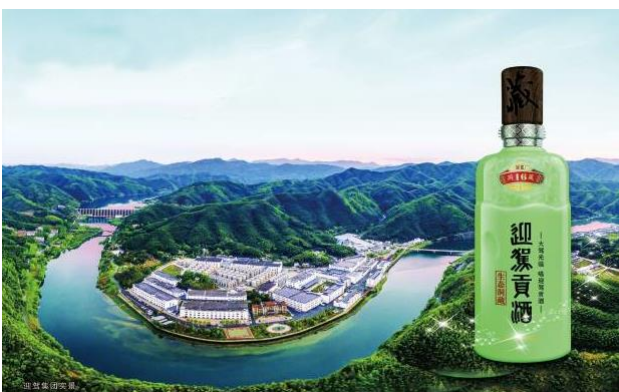
数据来源：公司公告、东吴证券研究所（注：数据截至2023年年报）

## 1.2. 依托优越地理环境，打造独特品牌印记

**千年文化流传，成就迎驾美名。**迎驾贡酒起源于公元前106年汉武帝南巡霍山，当地官民以泔水精酿而成的美酒敬献圣驾，帝饮后大悦，迎驾贡酒由此得名，至今流传已有2100余年历史。迎驾一名，既承袭华夏历史底蕴，又彰显中国传统文化的待客之道，与中国礼仪文化一脉相承，公司“大驾光临，喝迎驾贡酒”、“迎驾酒，国人的迎宾酒”等品牌宣传标语深入人心。

**自然条件得天独厚，环境禀赋独特出众。**迎驾贡酒地处世界酿酒黄金带，安徽省六安市霍山县大别山自然保护区。当地是首批国家级生态保护与建设示范区，全年平均气温15℃，森林覆盖率近80%，生物物种6500余种，是一个生态系统完备的天然宝库。未受污染的生态环境、独特的小山川气候、经竹根过滤的生态副水以及丰富的微生物群落，为迎驾酿酒提供了得天独厚的自然条件；而大别山脚下的黄岩洞内常年保持20℃温度与85%的湿度，则是不可多得的洞藏酒库，使酒体历经时间沉淀更加醇香。

图4：公司自然地理环境



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图5：公司六位一体生态酿造体系



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

**六位一体生态酿酒体系打造卓然品质，助力品牌差异化发展。**公司于1994年引进五粮酿造工艺，结合当地环境，酿造出“窖香幽雅，绵甜爽口”的迎驾贡酒。基于独特地理环境，董事长倪永培提出“大自然是最好的酿酒师，消费者认为健康好喝的酒才是好



酒”的生态法则，进一步形成“生态产区、生态刚水、生态酿艺、生态循环、生态洞藏、生态消费”六位一体的生态酿酒体系。

表2: 迎驾贡酒近年酒体品质所获荣誉

时间	奖项
2012	年度中国白酒酒体设计奖
2013	年度白酒国家评委感官质量奖、“中国名酒典型酒”称号
2014	年度白酒酒体设计奖、年度白酒国家评委感官质量奖
2015	年度中国白酒酒体设计奖
2016	仪狄奖-环境友好奖
2017	年度白酒酒体设计奖
2019	创新白酒大赛金奖、青酌奖
2020	中国酒类产品设计创意大赛优秀奖、年度白酒酒体设计奖
2021	意大利 A'DESIGN 设计奖
2022	中国食品工业协会科学技术奖一等奖
2023	安徽省人民政府质量奖

数据来源：公司官网、公司公告、东吴证券研究所

### 1.3. 产品矩阵布局完善，洞藏引领结构提升

产品陆续推新，差异化布局。1996 年至今，迎驾共经历 5 次主力产品推新，依次推出迎驾星级系列、百年迎驾系列、迎驾之星系列、生态年份系列、生态洞藏系列。其中，百年迎驾系列和迎驾之星系列布局中低端产品，瞄准大众消费群体；2015 年顺应省内消费升级趋势推出洞藏系列，跨越百元价位段，布局中高端及以上的市场，树立产品矩阵。

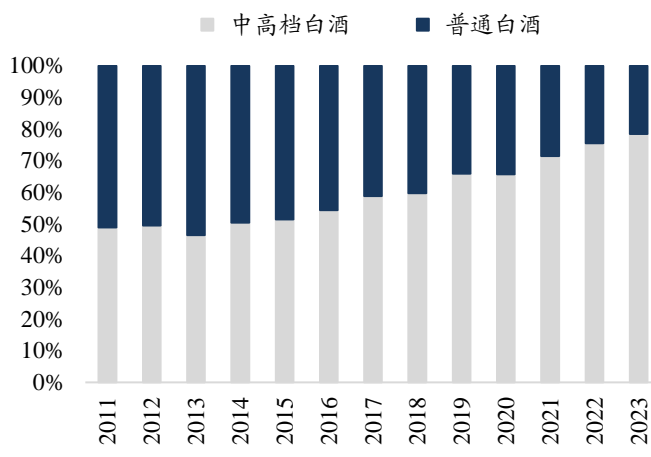
表3: 公司产品矩阵

	价位段 (元/瓶)	产品系列	产品名称	规格	推出时间	零售价 (元/瓶)
高端	800 元以上		大师版	52 度 500ml	2020 年	1160
次高端	300-800 元	洞藏系列	洞 20	52 度 500ml	2019 年	553
			洞 16	52 度 500ml	2015 年	380
中高端	100-300 元		洞 9	52 度 520ml		278
			洞 8	42 度 500ml	2015 年	220
			洞 6	52 度 500ml		168
低端	100 元以下	迎驾之星	金星	52 度 520ml	2003 年	98
			银星	52 度 520ml		75
		百年迎驾	三星	42 度 450ml	1999 年	54
			四星	42 度 450ml		75

数据来源：京东旗舰店、东吴证券研究所

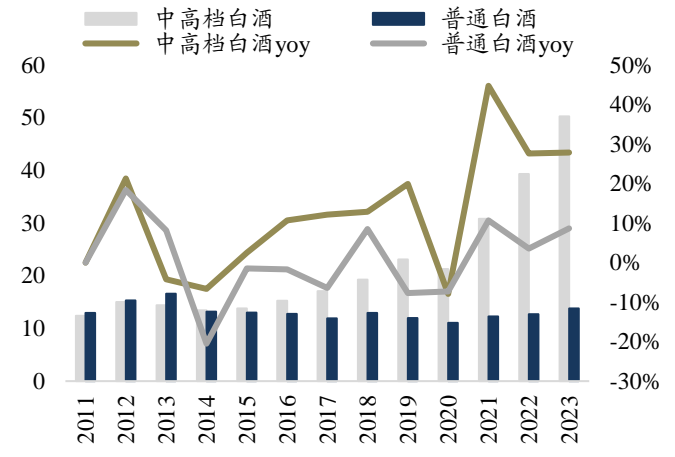
洞藏系列持续增长，推动公司高速发展。2015-2023年，中高端酒收入从13.8亿提升到52亿元，CAGR=18%，普酒收入从13亿到11.4亿元，CAGR=-2%。公司中高端酒产品主要包括洞藏系列和迎驾之星系列，2023年中高档酒收入占比达77%；其中高价位产品洞藏系列占公司酒类收入约50%，是引领收入增长的主力单品。在结构提升带动下，迎驾毛利率与口子窖之间的差距由2015年的13pcts缩减为4pcts。

图6：主营业务收入分产品占比情况



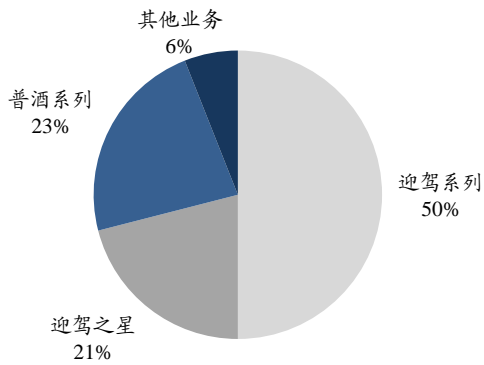
数据来源：iFinD、东吴证券研究所

图7：分产品营业收入及同比增速（亿元）



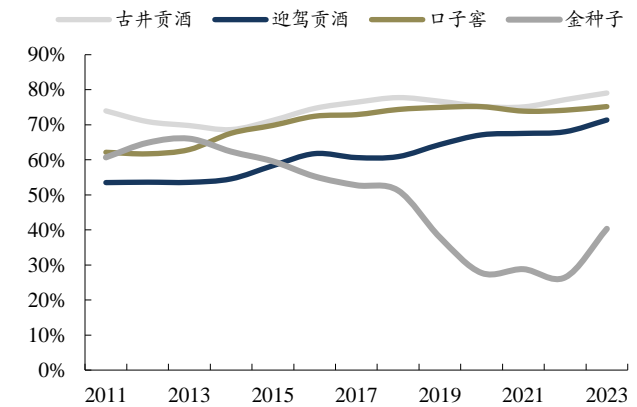
数据来源：iFinD、东吴证券研究所

图8：2023年迎驾各产品系列营收占比（估算）



数据来源：iFinD、东吴证券研究所

图9：古井/口子/迎驾销售毛利率对比



数据来源：iFinD、东吴证券研究所

## 2. 回顾所来径，苍苍横翠微

### 2.1. 大众化营销操盘独树一帜，全要素战略优化再迎丰收

迎驾作为徽酒四朵金花之一，本轮销售扩张及产品升级起步相比古井、口子窖要晚，但公司的大众化营销操盘独具特色，流程化销售管理落地有声，从而助力迎驾产品在大众主流消费价位份额持续位列省内一线梯队，为品牌厚积薄发打下良好基础。经过

2011~2014 年的徘徊调整，迎驾洞藏系列乘 2016 年以来省内消费升级之东风，历经长期投入再度迎来丰收。

图10: 公司主力产品推出时间线



数据来源：公司公告、酒业家、东吴证券研究所

### 2.1.1. 起步初期：国营酒企转型摸索，星级贡酒初露锋芒

**1955~1994 年，建厂起步，计划经济体制下经历摸索徘徊。**1955 年，霍山县几家私人糟坊联合成立霍山酿酒厂；随后于 1958 年改为国营佛子岭酒厂（今迎驾贡酒公司前身）。标准化的管理让本地更多的酒业糟坊陆续加入，酒厂逐渐开始扩大经营，并于 1970 年代陆续扩建厂房，安装白酒机械化生产线。

1980 年代，倪永培被任命为佛子岭酒厂厂长，上任后主导了公司生产设备更新、“佛子岭大曲”商标注册等经营焕新动作，推动公司主营产品从散装酒向附加值高的瓶装酒进行转变，并打出第一句“买得起、喝得惯”的广告语。但受限于计划经济体制，面对改革开放以来省内酒厂的异军突起，公司市场竞争力有限，销售额仍徘徊在千万级别。

**1995~2002 年，混改潮起，创新推出星级贡酒初露锋芒。**1994 年，霍山县政府对佛子岭酒厂，以破除铁工资、铁饭碗、铁交椅为契机，开启企业经营体制改革之路。1997 年，佛子岭酒厂实行国有企业改革，经省政府批准设立安徽迎驾酒业股份有限公司，佛子岭酒厂以酒类生产经营资产全部注入折股，迎驾成为混合所有制企业。

1995 年以来，时任厂长倪永培坚持“变则通、通则兴”，带领全体员工大胆改革，先是学习五粮液酒厂技术，一举结束公司不能生产高档酒的历史；随后又推行“佛子岭”和“迎驾贡酒”双品牌模式来分别运作城市和农村市场。

改制后，迎驾锐意推行产品、渠道及营销创新，成功实现市场突围。1) **产品方面**，公司针对农村市场，佛子岭特曲（6-10 元）在大众消费、婚宴、送礼等不同的场景都相应推出了不同价位产品，成功抓住本埠县乡群众消费。针对城市市场，公司于 1996 年推出星级贡酒系列产品，首创白酒“星级”命名典范，开创徽酒中高端价位布局先例。其中，三星及以下产品（15-40 元）主要通过流通渠道触达城市中低端市场；四星（50

元左右)产品主攻酒店渠道,配合迎驾“大驾光临,请喝迎驾贡”的宣传口号,抢占政商务宴请用酒场景。2)渠道方面,公司采取直分销相结合的方式。一方面,成立办事处配合流通渠道经销商扩大各地市场网点覆盖;另一方面,针对城市市场,公司率先开启酒店渠道直销运作,以撬动中高端政商务销售。3)营销方面,公司创新采用在酒盒内放置打火机、港币等新潮营销策略,开瓶有奖的促销方式和清晰合理的价格划分帮助迎驾培育了一大批忠实消费者。1999年,企业销售收入达到了3.2亿元,位居全省酿酒行业前列。此后伴随星级产品价格区域透明,公司又于1999年针对区域市场推出了百年迎驾(终端价58、78元),以弥补市场份额。至2001年,迎驾已成为坐拥近5亿销售额的省内知名品牌。

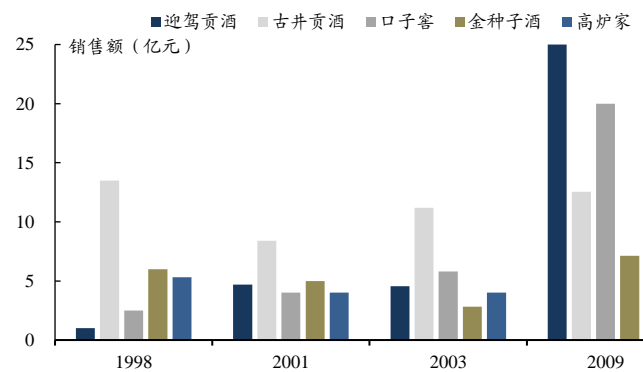
伴随产品策略突破,公司于20世纪90年代中后期开启全国化征程。此时苏酒正处低潮期,迎驾携三星、四星产品填补了南京市场价格带空隙,成绩斐然。紧接着又锐意进军北京、上海,旨在通过高地市场的品牌形象传播以加强对华北、华东地区的辐射。

图11: 迎驾星级系列产品



数据来源: 公司官网、东吴证券研究所

图12: 徽酒90年代~00年代销售额对比



数据来源: 公司公告、糖酒周刊、东吴证券研究所

### 2.1.2. 发展前期: 迎驾之星再攀销售高峰, 生态年份遭遇调整瓶颈

2003~2010年,迎驾之星再创佳绩,省内外双轮驱动。2003年,公司架构重组,成立安徽迎驾集团有限公司,控股设立安徽迎驾贡酒有限公司。此时正逢国内白酒行业发展步入“黄金十年”,白酒需求蓬勃增长。

产品端,公司顺应消费升级趋势,于2003年推出“迎驾之星”系列——“钻石星、金星、银星”三款产品,商超终端售价分别为158元、88元和68元,对老款星级贡酒进行价位升级和迭代。参考口子窖的成功经验,迎驾之星系列产品通过有序提价成功维护金、银星产品价格盘保持稳定,从而相比星级产品,更大程度地延长了产品生命周期。银星高峰时期在合肥地区销售额达6亿元,并成功从合肥向其他县市逐步辐射。

区域端,公司以安徽市场为大本营,向江苏、河南、湖北等周边省份扩张,并对北京、上海、广州等核心城市进行战略布局。渠道管理延续直分销模式,并成立办事处协助经销商做市场。得益于产品升级与渠道扩张,公司省内外销售规模快速扩张,销售额由2003年的4.6亿元跃升至2010年的约30亿元。

2011~2014年，行业调整蛰伏蓄势，生态年份折戟沉沙。2010年，省内大众主流价格带升级至80元左右，面对迎驾之星系列产品发展步入成熟期，增长势能减弱，公司全面导入终端价100~400元的迎驾贡生态年份酒系列，旨在拉升产品结构，以10年、20年年份酒作为核心产品，以迎驾之星系列作为主导产品，以迎驾烧坊、古坊作为跑量产品。

然而，随着2012年“三公消费”禁令下发，白酒行业步入深度调整期，以高端政务需求为主的全国名优白酒受到较大冲击，纷纷向下抢占大众消费市场，100~300元价位竞争加剧。同期迎驾经历金银星产品放量后，面临品牌定位不高、产品结构偏低、营销组织老化等问题，内部管理及渠道管理精细化水平有待再上层楼。期间主推的生态年份酒产品，前期经过产品矩阵及价格定位调整，根基未稳；后期为应对市场形势拓宽销路，加大赠酒及补贴力度，又致渠道乱价、库存积压，未能实现势能突破。

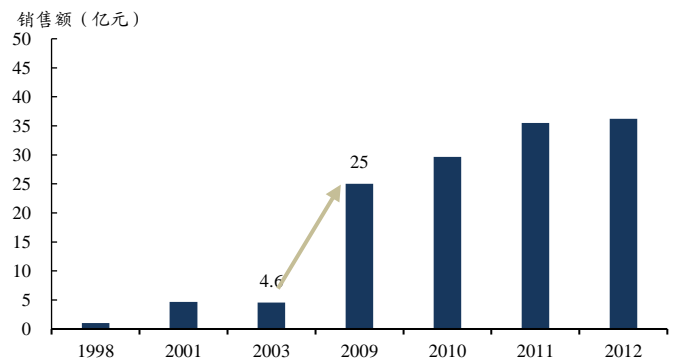
2011~2014年，在金银星产品承托下，公司营收规模基本保持稳定，收入规模在30亿元左右徘徊。期间古井、口子窖则凭借100~300元产品的成功放量，实现份额赶超。

图13: 迎驾之星系列产品



数据来源：中国糖酒网、东吴证券研究所

图14: 迎驾销售额变化



数据来源：糖酒周刊、IPO招股书、东吴证券研究所

### 2.1.3. 发展中期：全要素优化，夯实洞藏高质量发展之路

2015年至今，着力长远厚积薄发，洞藏系列乘势腾飞。2015年5月，公司成为白酒行业第一家民营上市企业，同年推出“生态洞藏”系列产品，资源重点倾斜，产品矩阵看齐古井、口子窖，逐步抢占品类及品牌文化新高地。经过2015~2020年产品培育蓄势，2020年以来，伴随安徽经济发展红利加快兑现，洞藏系列乘势而上。2015-2023年公司收入CAGR达9%，归母净利润CAGR达16%，其中2020~2023年收入/归母净利润CAGR分别为18%/24%。

面对过去存在的品牌定位不高、产品结构偏低、营销组织老化等问题，公司自2017年以来，基于长期发展，不断优化营销战略，明确“品牌引领、全国布局、核心区域高占有”的目标，目标兑现更有抓手，任务可分解可执行。

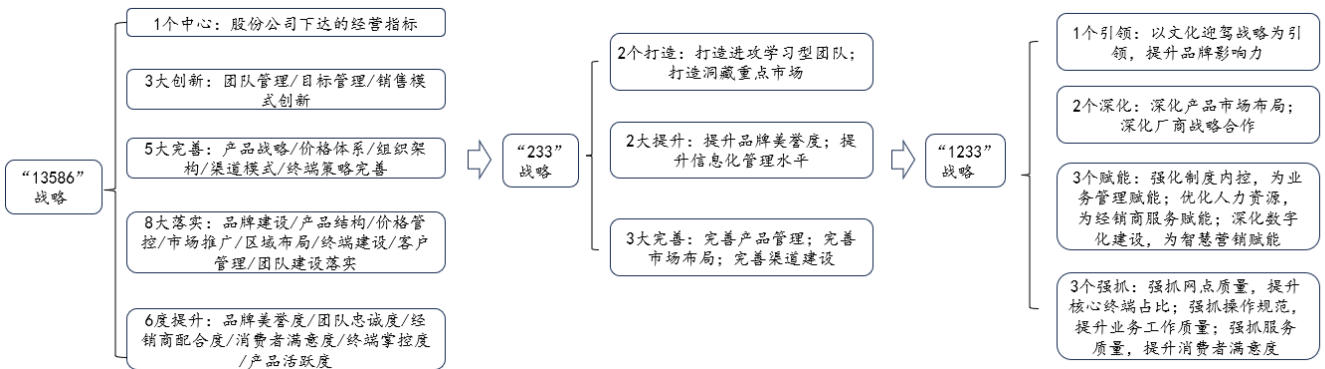
1) 战略与时俱进，不断细化。公司于2018年推进“13586”战略，即“1个中心、

3大创新、5大调整、8大落实、6大提升”，强调较多的是产品矩阵与渠道、品牌、终端及消费者满意度建设的结合。2021年作为销售改革元年，公司发布“223”营销战略，即两个打造、两大提升、三大完善，首次在营销战略里面提出“打造洞藏重点市场”、“打造学习型团队”，突出业务抓手。2024年倪董事长根据新的发展阶段，明确迎驾“1233工程”，在现有积极局面下，进一步要求及时强化组织要素，加强人才团队及数字化管理建设。

2) 洞藏系列作为战略高地，重点突出。2017年公司设立安徽迎驾洞藏酒销售有限公司，着重将渠道资源上向洞藏系列倾斜，推进“1+1+1+N”服务模式落地，即由“1个办事处经理+1个业务经理+多个业务员”为“1个洞藏酒客户”提供精细化服务，打造口碑。2021年“223”营销战略，其中坚定指出要“打造洞藏重点市场”，将业务人员的考核重点转向洞藏系列产品，充分提升销售人员销售洞藏的积极性。2024年提出的“1233工程”，要求重点推进洞藏高端酒产品销售、全面提升安徽市场洞藏产品销量、强力打造洞藏外围样板市场，并继续通过生态体验之旅、迎驾洞藏群星演唱会等活动进一步为品牌声量增势，持续提升产品美誉度和知名度。

我们认为，新的发展阶段，公司摒弃过去通过单一渠道、单一产品做大做强的方式，强调从品牌、产品、渠道多要素共同推进营销，有助于推动洞藏势能持续释放。未来伴随进一步推动公司制度基础完善、管理效率提升、人才梯队建设加强，在稳定的高管团队带领下，公司经营活力和发展后劲有望得到激发。

图15：2018年以来迎驾战略变化



数据来源：酒业家、公司公告、东吴证券研究所

## 2.2. 产品错位竞争，洞藏结构升级路径清晰

### 2.2.1. 洞藏系列产品矩阵布局清晰，错位竞争乘势而上

洞藏系列后起勃发，与强势竞品错期竞争。公司自2015年调整产品战略布局，重点培育洞藏系列以打开市场。彼时市场在80、120、200元价位已分化形成稳定需求，洞藏产品顺应市场形势进行多价位布局，价格梯度清晰，目标场景明确。由于古井和口

子在省内已较早实现产品布局 and 结构升级，2019~2021 年二者已经重点发力 300 元以上次高端产品，而迎驾同期在 100~200 元价位洞 6、洞 9 随大众消费升级乘势而上，与省内较为强劲的竞争对手在价格带上形成了产品错位竞争，目前洞 6 已成为 100~300 元价格带的优势单品。

**中高端产品培育能力提升，结构筑高策略逐步奏效。**伴随着产品周期走向成熟，渠道利润逐渐透明，酒企需要持续推出升级单品接力增长，而洞藏系列吸取行业成功经验，价格布局拾级而上，结构升级路径清晰。公司于 2015 年推出洞藏 6/9/16/20，横跨 100~300 元主流价格带，形成洞藏 6/9 为主要业绩驱动、洞藏 16/20 为次高端价格带提前站位的格局，消费培育向高价位产品倾斜。此后公司又相继于 2019 年推出升级版洞藏 30，于 2020 年 12 月发布迎驾贡酒·大师版（定价 2180 元/瓶），作为继续提升公司品牌高度的产品，彰显公司对洞藏系列产品升级、品牌焕新的信心，反馈后续将加强推进大师版、洞 20 以上高端酒销售，进一步拉升以洞 16 为代表的 300 元价格带销售份额。

并且，公司一改从前，针对洞藏系列在品牌、渠道端共同发力，伴随大众口碑积累、销售操盘精进，中高端产品打造能力不断提升，洞 6→洞 9→洞 16/20 的结构抬升在合肥、六安等高地市场已有验证。随着公司高端产品投入积累、省内消费持续升级，未来洞 16/20 有望接力洞 6/9 放量，进一步推升产品销售结构。

表4: 公司产品矩阵

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	1800 元/瓶		
		迎驾贡酒大师版 52 度 500ml	高端培育产品		1200 元/瓶		
次高端	洞藏系列	生态洞藏 20 52 度 500ml	次高端培育产品	浓香型，酒品细腻，柔和甘甜，余味净长	628 元/瓶		
		生态洞藏 20 42 度 500ml	次高端培育产品		520 元/瓶		
		生态洞藏 16 52 度 520ml	次高端培育产品		378 元/瓶		
		生态洞藏 16 42 度 520ml	次高端培育产品		365 元/瓶		
中高端	洞藏系列	生态洞藏 9 52 度 520ml	中高端放量产品	275 元/瓶			
		生态洞藏 9 42 度 520ml		265 元/瓶			
		生态洞藏 6 52 度 520ml		160 元/瓶			
		生态洞藏 6 42 度 520ml		155 元/瓶			
	迎驾之星系列	迎驾金星 52 度 520ml	中高端大单品	浓香型，纯粮固态，窖香优雅，绵甜爽口	98 元/瓶		
		迎驾金星 42 度 520ml			95 元/瓶		

	迎驾银星 52度 520ml		纯粮固态，口粮佳品，回味甘甜	75 元/瓶	
	迎驾银星 42度 520ml			72 元/瓶	
	四星百年迎驾贡 42度 450ml	布局大众白酒市场核心单品		95 元/瓶	
百年迎驾系列	典藏百年迎驾贡 42度 450ml		窖香浓郁，味香绵甜甘冽，酒体饱满、醇和，香味谐调，风味独特	65 元/瓶	
	三星百年迎驾贡 42度 450ml			53 元/瓶	
	金三星百年迎驾贡 42度 450ml			59 元/瓶	
中低端	迎驾普酒系列	定位大众酒市场的光瓶酒		15 元/瓶	
	迎驾酒蓝醇 42度 500ml			20 元/瓶	
迎驾古坊系列	迎驾古坊（红）50度 450ml	满足大众白酒消费需求			
	迎驾银古坊 50度 450ml		浓香型，纯粮固态		
	精品小迎驾 45度 220ml			18 元/瓶	
小迎驾	小迎驾 42度 125ml	面向年轻消费群体		58 元/瓶	
	小迎驾乐醉 45度 175ml			49 元/瓶	
	小迎驾乐陶 45度 175ml			49 元/瓶	

数据来源：公司官网、京东、淘宝、东吴证券研究所（产品价格更新参考 2024 年 09 月 18 日数据）

### 2.2.2. 产品口碑提升，离不开品牌建设和价格管控能力

**持续打造“生态洞藏”理念，强化品牌拉力。**迎驾自推出洞藏系列以来，始终持续深化品牌建设，注重品牌价值提升。公司针对洞藏系列开展了一系列品牌推广活动，不断加大市场投入进行中高端消费者培育。2018 年起迎驾开展“三大行动”——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；2021 年随着营销战略升级，进一步将三大行动与品牌 IP 活动打造、品牌互动、口碑营销相结合，2024 年将 IP 及品宣活动进一步具象化，持续开展生态体验之旅，并继续举办迎驾洞藏群星演唱会、《寻找搅蛋王》等 IP 活动不断提升美誉度，通过国宾盛宴和团建拓展等活动促进消费者的了解，实现品牌传播与产品销量同步提升。

**价格有序调整，稳定价格站位。**从 2017 年至今公司小步快跑式的调整洞藏系列产品价格，价格调整先调整终端价和经销商供货价，提升渠道拉力和终端推力，持续营造消费氛围和口碑；在消费者端站稳价格站位后，再对出厂价进行调整。并且，围绕省内



重点市场六安、合肥、淮南等，先对部分核心重点市场进行调整，在逐步实现全省一盘棋。价格的有序调整，让洞藏系列在各个价位段实现了渠道高利润、终端高认可度的优势共振，批价保持稳中有升。

**库存管控保持良性，顺价利润提振渠道推力。**为巩固渠道利润，公司自 2016 年起就致力于通过稳价、提价手段稳定价盘，并于 2018、2019 年多次强调强化价格管控，特别针对生态洞藏系列提出“顺价销售、控价管理”的渠道策略，使得洞藏系列渠道利润维持较好，明显高于省内其他成熟产品。公司洞藏系列采用顺价销售模式，我们估算洞藏系列经销商毛利率约 15~20%，终端利润约 8~10%。和同业成熟竞品对比来看，洞藏渠道利润更为丰厚，渠道库存更为良性，占款周转相对更快，在渠道推力方面已具有一定优势。

表5: 洞藏系列提价情况

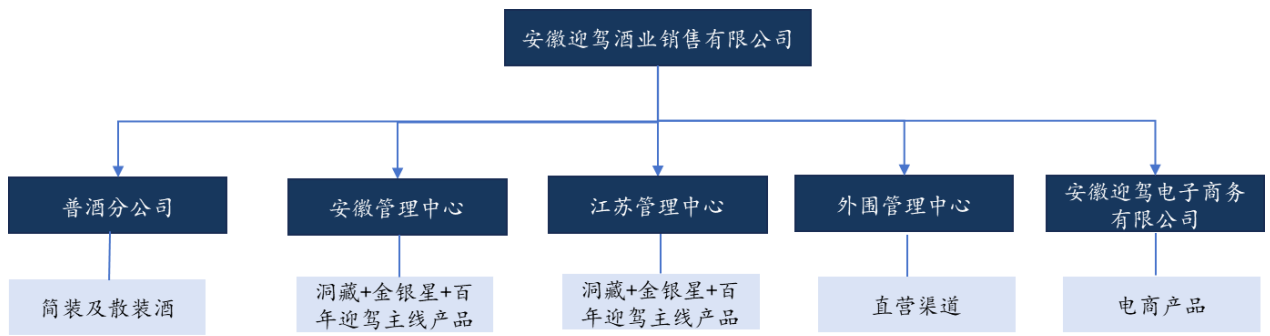
事件	调价情况
2017 年 5 月	2017 年 5 月 1 日起，洞藏 16（42 度）终端价由 358 元/瓶调整为 398 元/瓶；洞 16（52°）终端价由 398 元/瓶调整为 428 元/瓶；两款产品经销商供货价格均上调 20 元/瓶。
2018 年 1 月	洞 6、洞 9、洞 16 终端供货价分别上调 5 元/瓶、12 元/瓶、15 元/瓶；调价后洞 6（42%）终端价 198 元/瓶，52%vol 终端价 218 元/瓶；洞 9（42%）终端价 368 元/瓶，52%终端价 388 元/瓶；洞 16（42%）终端价 468 元/瓶，52%终端价 488 元/瓶。
2018 年 6 月	生态洞藏系列单品上调 10-20 元/瓶；1*4 迎驾洞藏 6 零售价不低于 135 元/瓶、520 元/箱；1*9 迎驾洞藏 9 零售价不低于 230 元/瓶、880 元/箱；1*4 迎驾洞藏 16 零售价不低于 335 元/瓶、1280 元/箱。
2019 年 1 月	推出 20、30 升级版两款战略产品，精准锁定 600-800 元价格带
2019 年 7 月	2019 年 7 月 1 日全面提价，本次生态洞藏系列产品提价幅度为 5-95 元/瓶，其中洞 6、洞 9、洞 16 三款走量产品有 5-20 元的小幅提升，次高端洞 20、洞 30 提价幅度较大，洞 30 提价 95 元/瓶。
2020 年	推出迎驾贡酒·大师版，定价 2180/瓶；2020 年底合肥市场洞藏系列的打款价提升 10%；42 度迎驾生态洞藏 20，供货价上调 50 元/瓶，建议零售价为 525 元/瓶，52 度迎驾生态洞藏 20，供货价上调 50 元/瓶，建议零售价为 550 元/瓶
2020 年 9 月	在部分核心市场对生态洞藏系列中洞 16/20/30 三款产品进行提价，提价幅度为 20-80 元/瓶。
2021 年 6 月	迎驾贡酒再次上调中高端产品售价，生态洞藏 20（52 度，1*4）售价上涨 80 元/瓶。
2022 年 10 月	2022 年 10 月 9 日起，42 度迎驾生态洞藏 20，规格为 500ml1*4/6 产品，供货价上调 50 元/瓶，建议零售为 525 元/瓶；52 度迎驾生态洞藏 20，规格为 500ml1*4/6 产品，供货价上调 50 元/瓶，建议零售为 550 元/瓶。（备注:以上为流通渠道价格，酒店、商超等渠道价格参照以上调价幅度执行。）
2023 年 9 月	9 月 10 日，洞 6、洞 9 产品进行提价，同时又对客户采取了逆向返利，相当于没有涨价；洞 16、洞 20 亦进行价格调整。
2024 年春节前	上调洞 6/9 出厂价，洞 6 出厂价从 100 提升至 102 元/瓶，洞 9 出厂价从 176 提升至 182 元/瓶。

数据来源：酒说、徽酒、名酒观察、百酒堂、百酒研究局、酒食汇、东吴证券研究所

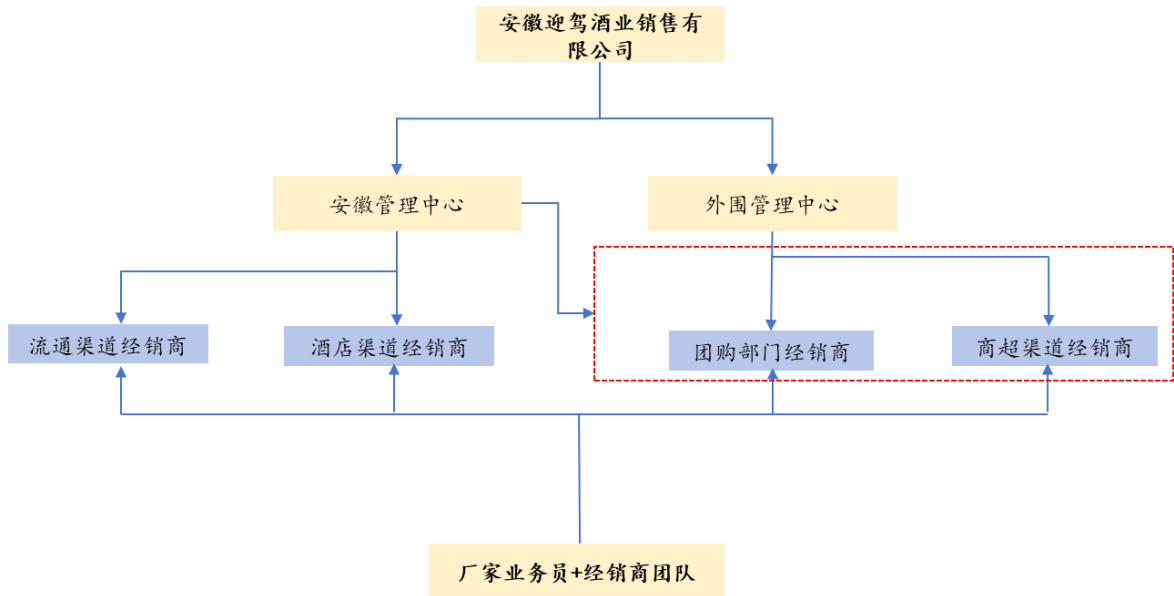
### 2.3. 渠道建设革故鼎新，多维布局管控升级

**内部专设销售公司，对不同产品不同渠道实行分类管理。**公司设立迎驾酒业销售公司作为对外销售主体，组织架构推行扁平化管理。销售公司下设三大管理中心、普酒分公司及电商子公司。其中，普酒分公司主要负责简装及散装酒销售；三大管理中心负责其余盒装酒产品销售，安徽、江苏管理中心主要负责流通及部分酒店渠道，直营、餐饮等渠道则划分至外围管理中心；电商销售公司以线上销售和定制酒销售为主。

图16: 迎驾销售公司管理架构



迎驾省内以安徽营销管理中心作为运作主体



数据来源：企查查、公司年报、东吴证券研究所

2.3.1. 省内模式持续迭代，多层次精进渠道管理

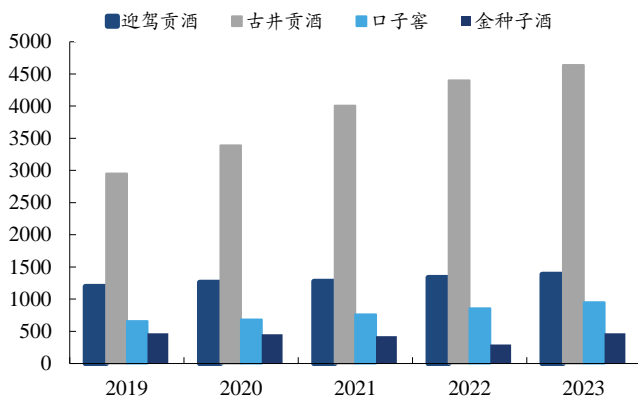
**厂商 1+1 模式，加强厂方渠道掌控。**徽酒企业长期深耕省内市场，因资源禀赋的差异逐渐演化出适合自身的渠道模式。古井渠道是厂商主导，口子窖放权大商，迎驾贡酒的模式介于两者之间，早年公司通过大商推行迎驾金星、银星等大流通产品，但为进一步实现区域的深耕与拓展、推行高价位新品，公司自 2016 年起不断推进渠道模式的更新优化。

2016 年以来，公司围绕厂商一体化，不断尝试多元化的合作模式。2016 年，为集合大小商力量推动洞藏、金银星等产品的销售，公司推出经销商联营公司模式，旨在通过在各区域设立联营公司（商家与下游终端渠道一体化），对区域市场核心终端实施联销化管理、公司化改造、流程化管控，以便大商带动小商实现市场共赢、终端管控更加扁平。2017 年，针对大小商权责利分配及经营积极性问题，公司又逐步回归“厂商 1+1”模式，通过扁平化金银星大商以推进洞藏小商制布局。2018 年，针对公司分品类分渠道

招商体系下，销售团队存在客户对接重复、混乱的问题，公司重新厘清各地客户主体，相应推进客户分级管理。2019年，公司进一步建立经销商交流平台，并推出“千商千万”工程（坚持“大商打造、优商扶持、多商协同”的客户培育工程），协助经销商优化组织架构、薪酬考核、网点建设、物流仓储等环节，以全面提升经销商管理水平。2023年，公司针对高价位产品洞16、洞20，尝试推行类古井的终端联盟体模式，以试水打磨类直营的终端管控操作。

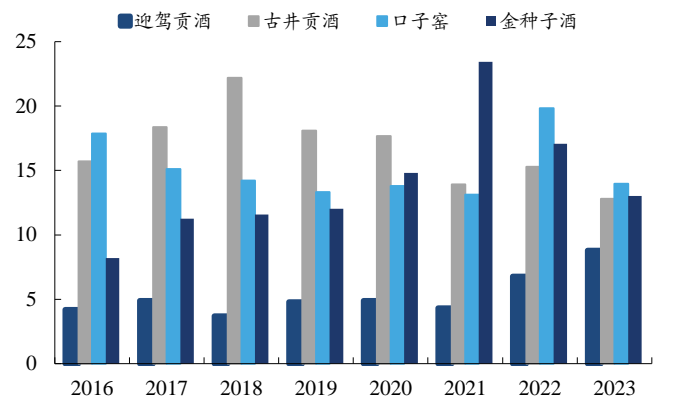
伴随销售规模提升，公司对经销商的管控力度也在逐步加强，过程中兼顾厂方掌控力和渠道积极性。伴随2017年以来的渠道扁平化招商推进，目前公司已完成在安徽市场全面布局到区县，江苏市场全面布局到地级市的渠道渗透。公司经销商总数由2016年底的728个，增加至2023年的1385个，增长90.2%，单商贡献438万元，对大经销商依赖较小。

图17：徽酒经销商数量对比（人）



数据来源：wind、东吴证券研究所

图18：迎驾贡酒前五大经销商收入占比较低（%）



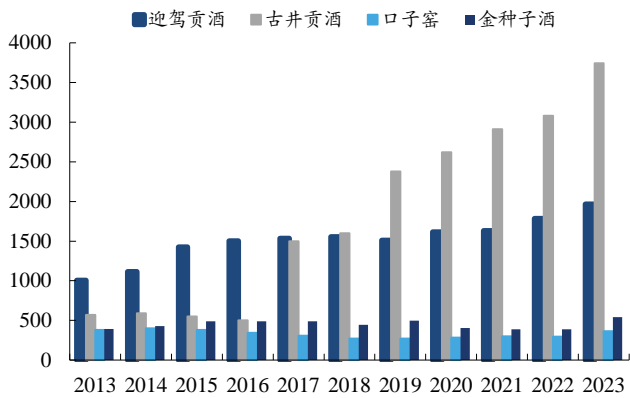
数据来源：wind、东吴证券研究所

通过丰富终端形式、缩减渠道层级，大力推进渠道扁平化。2017年，公司开始建立酒店终端、商超、城市直销、会务品鉴等多样化终端覆盖，同时为了应对碎片化的消费行为，设置了多个独立核算利润中心、阿米巴管理模式、采取总部双督查体系、CRM客户管理系统等。2020年，公司渠道培育重心聚焦，强化对于核心烟酒行的管控，提升核心烟酒行的经营能力；大力拓展宴席平台建设，强化宴席酒店的开发，加强与宴席酒店的合作；团购渠道推广一桌式品鉴、品鉴公关和品鉴会销，通过开展高品质体验活动着力培育消费领袖，打造品牌知名度。2021年，公司围绕双核工程（核心终端、核心消费者），开始做包量终端。同时，为跟进渠道管控精细化步伐，公司逐步扩招销售业务人员，截至2023年共有销售人员数量1968名，在徽酒中仅次于古井；为了激发团队能动性，公司销售人员薪酬激励也有所优化，2016~2023年销售人员总薪酬增长超过50%。

**布局数字化营销，保障渠道高效运作。**公司于2016年提出推进数字化营销工程，同年对安徽、江苏等核心市场2万多家终端网点进行了普查和建档，此后不断完善二维码物流追溯体系建设，推进智能营销，搭建数字化营销平台。数字化营销、信息化智能

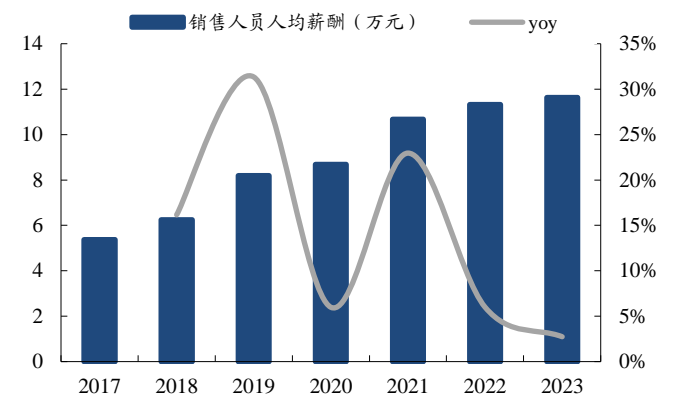
化生产是白酒产业未来的重要方向之一，迎驾贡酒于十三五之初即开始进行布局，数字化体系已逐步搭建完成，能够较好保障渠道扁平化的高效运作。2024年，公司“1233”工程进一步提出要“深化数字化建设，为智慧营销赋能”，要求充分利用数字化手段，规范产品价格体系和利润分配管理；合理配置数字化分析以赋能营销活动，启用团购会员平台，建立团购会员销售模式和C端数据库，形成“用数据对话、决策、服务、管理”的智慧营销模式，推动市场开拓高质量发展。

图19：迎驾贡酒销售人员数量在徽酒中居前（个）



数据来源：wind、东吴证券研究所

图20：迎驾贡酒销售人员人均薪酬及同比增速



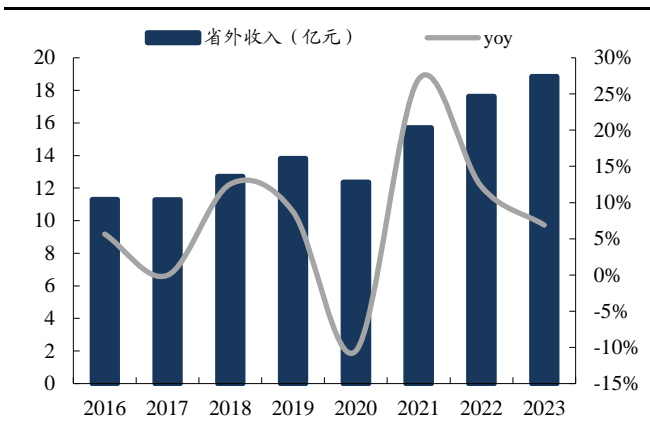
数据来源：wind、东吴证券研究所

### 2.3.2. 省外市场逐步开拓，渠道建设不急不徐

**省外聚焦洞藏打造样板市场，有序推进结构升级。**公司省外市场分为9个销售区域，在每个区域设立营销中心，其中把江苏、上海作为区域重点。相比安徽市场布局到区、县一级，江苏市场渠道基本布局到地市，聚焦生态洞藏系列。面对当地地产酒竞争，迎驾省外产品结构较省内偏低，洞藏系列起步更晚，当前洞藏产品重点寻求与大商、超商合作，如大丰鑫源、扬州鸿源、南京金兴源等大商以及安徽百川等超商。把大商、超商作为渠道建设重点有利于保障经销商利润，提高经销商的积极性，高效完成渠道拓展。公司通过派驻办事处及业务经理加强对经销商的管控，维护产品价格稳定，防止出现窜货乱价情况，以实现渠道健康运转。未来围绕市场拓展，公司针对乡镇市场成立乡村事业部下沉挖潜，针对城市地区重点打造生态洞藏样板市场，城市外围则以普通白酒为主。

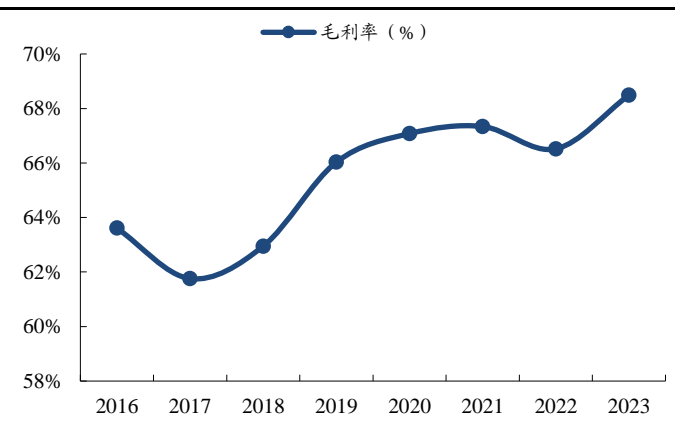
**公司省外布局情况领先多数徽酒企业，盈利能力逐步提升。**公司省外销售收入仅次于古井贡酒，在徽酒中是省外市场开拓较为成熟的领先酒企。2023年公司省外收入达到18.84亿元，2016-2023年收入CAGR达7.6%。同时，省外毛利率也逐渐提升，从2016年的63.61%提升至2023年的68.49%，主要因为省外初期通过中低端系列酒百年迎驾等产品推广，伴随品牌知名度和消费者接受度提升，洞藏系列跟进发力中高端市场，带动毛利率有所提升。

图21: 迎驾贡酒省外收入及同比增速



数据来源: wind、东吴证券研究所

图22: 迎驾贡酒省外收入毛利率变化



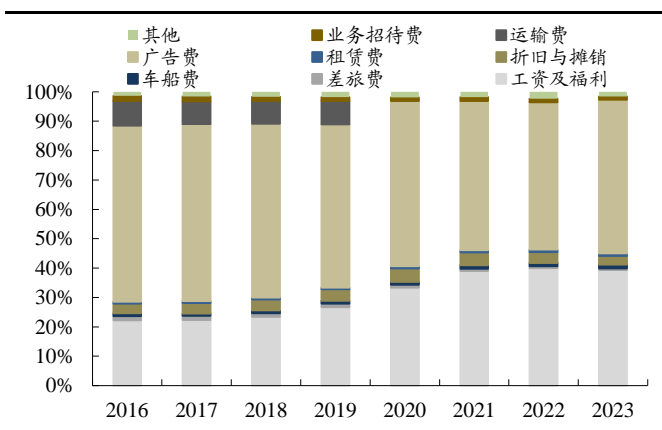
数据来源: wind、东吴证券研究所

## 2.4. “十六字”方针执行有力，流程管理步线行针

**管理实行线上信息化跟进，专项绩效考核保证目标执行高质高效。**公司总结多年管理经验，建立了“制度、标准、流程、卡片、表单、计划、预算、考核”十六字管理方针，作为企业管理的底层逻辑。1) 建立实施ERP、MES、二维码溯源、移动访销等16个管理信息系统，实现管理信息化。2) 每年编制计划大纲和预算方案，制订直属部门、分子公司管理方案，开展绩效考核及技术创新、人力资源、财务等16项专项考核，确保战略落地和经营指标实现。3) 开展季度、半年度、年度绩效分析活动，针对不同的业务单位、职能部门，分类设计分析汇报模板，明确绩效分析的内容（财务状况与分析、基础设施及研发投入情况、主要问题及改进措施、经营环境与竞争对手分析等）和图表形式，提高了管理人员的经营分析和决策能力，促进了企业持续改进。

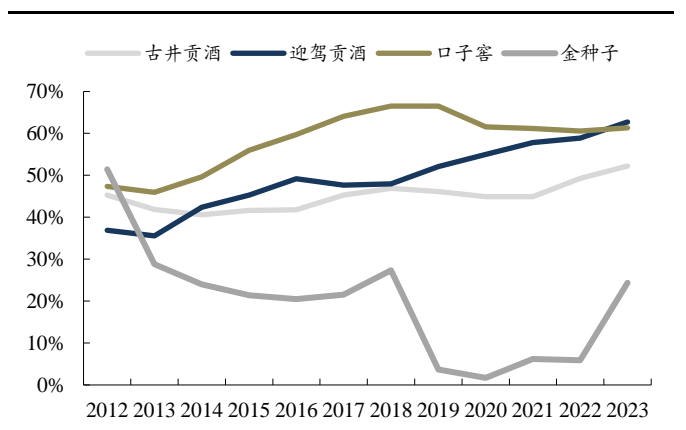
得益于此，公司销售费用保持高效投放，营销活动筹划布局周密，销售动作跟进迅速。在销售费率保持稳中有降的同时，公司费用投放物尽其用，群星演唱会、《寻找攒蛋王》等C端活动收效斐然，大众品牌影响力及认可度不断提升。

图23: 迎驾销售费用的拆分



数据来源: iFinD、东吴证券研究所

图24: 徽酒毛销差变化对比



数据来源: iFinD、东吴证券研究所

### 3. 类年份原浆，洞藏系列雁乘风飞

#### 3.1. 力挽狂澜，年份原浆助老八大名酒东山再起

古井贡酒 2008 年砥砺前行，推出年份原浆系列实现强势崛起，于 2019 年跨过百亿门槛、2023 年迈入双百亿阵营，年份原浆的崛起之路值得借鉴。

2008 年古井年份原浆系列问世，迎合省内消费升级大获成功。2008 年继新管理层上任，公司持续打造营销铁军（高管团队战略远瞩、营销队伍执行力强、人才储备丰富），同年推出年份原浆系列，辅之以“三通工程”的渠道精耕手段，很好地抓住了安徽高地市场合肥十余年来的居民主流消费价位升级趋势，献礼/古 5/古 8/古 16 等产品精准卡位。

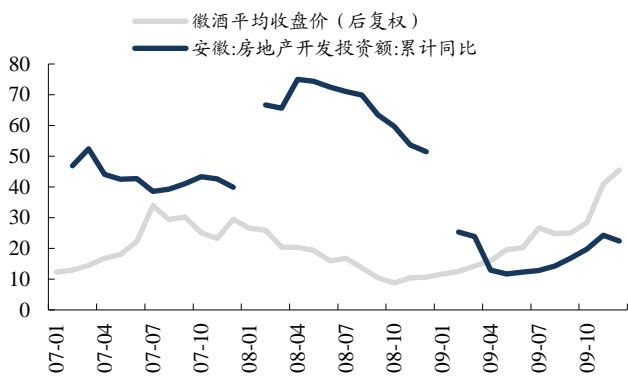
图25：古井引领省内消费升级



数据来源：公司公告、微酒、东吴证券研究所

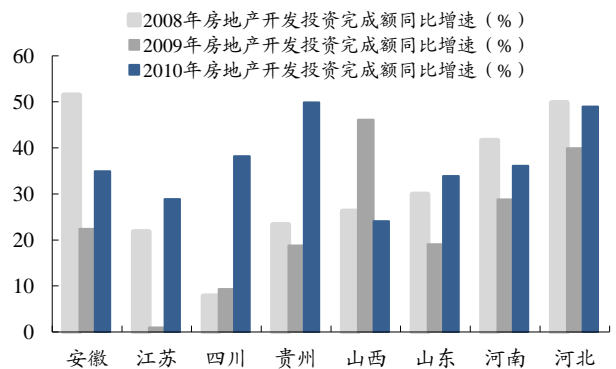
**第一轮消费升级：2008-2012 年房地产驱动。**2008~2010 年安徽房地产业增长表现突出，2008 年全省地产开发投资累计增速达 51.5%，在各白酒大省中位居第一；2009~2010 年地产投资亦保持较快增长——地产繁荣带动政商务及居民白酒消费需求走强，省内白酒大众主流消费价位自 2008 年开始向 80 元升级。同期古井于 2009 年首先推出献礼版，充分迎合需求趋势，很快实现高速放量。随着 2011~2012 年省内主流价位快速迈向百元，古井聚焦发力 120 元的古 5，形成了献礼版+古 5 两大单品齐头并进格局，同期营收占比超过 80%，势能强劲。

图26：2008 年房地产助力后续徽酒的表现（元，%）



数据来源：iFinD、东吴证券研究所

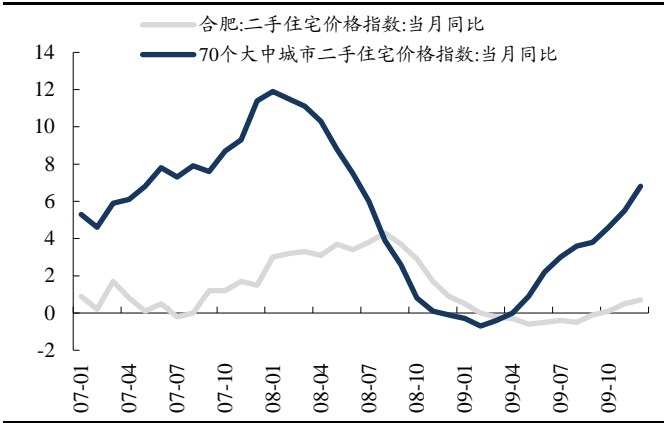
图27：2008 年-2010 年各省房地产投资同比增速



数据来源：iFinD、东吴证券研究所

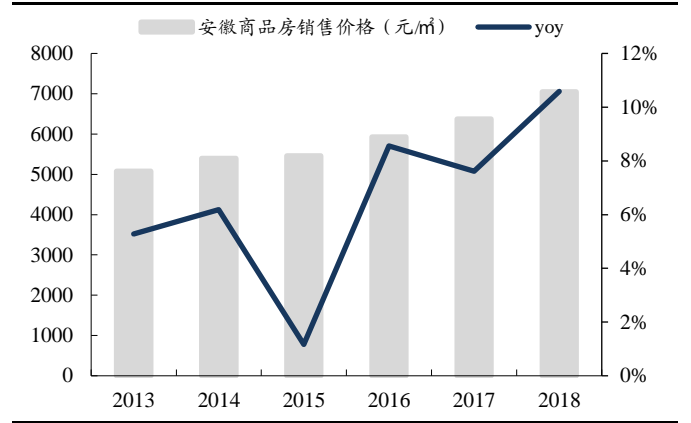
**第二轮消费升级：2016-2018 年房地产驱动。**随着棚户区改造带动房价上涨，财富效应推动居民消费升级。合肥主流价位段逐步从 100 元向 200 元升级，古井着重在商务/宴席渠道推广 200 元的古 8（古 7 仅在部分区域），体量逐步放大，成为合肥市场主流宴席/商务用酒。

图28：合肥、全国二手住宅价格指数对比（%）



数据来源：iFinD、东吴证券研究所

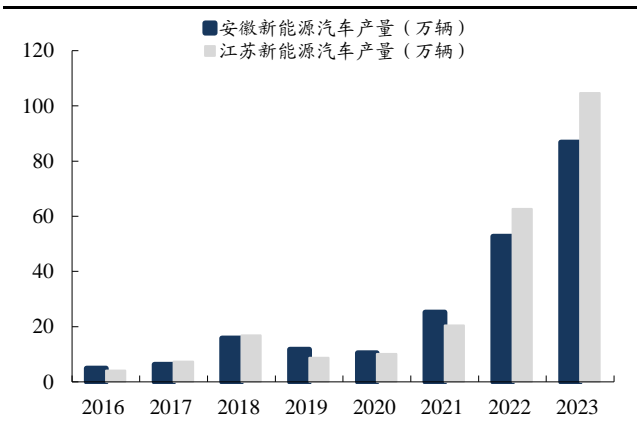
图29：安徽商品房销售价格



数据来源：iFinD、东吴证券研究所

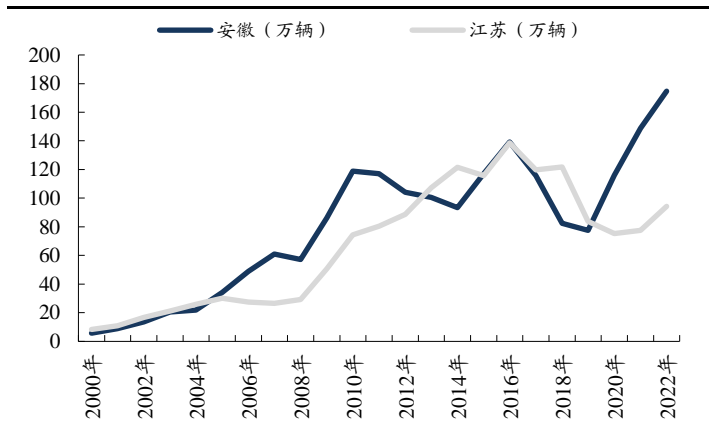
**第三轮消费升级：2019-2022 年新能源汽车产业驱动。**随着国内掀起新能源车浪潮，安徽作为国内重要的新能源车产业基地，2020 年汽车产量突破 116 万辆，同比增长 50%。比亚迪、蔚来等大型车企在皖投资建厂，创造人员就业岗位，并提升居民可支配收入，推动徽酒消费进一步繁荣。2019 年以来古 16 推动合肥大众主流用酒价位逐步升级到 200~300 元，实现古 5→古 8→古 16 的消费升级；同期公司顺势推出古 20，终端价格站位 600-800 元，省内外高举高打，前瞻占据次高端上沿价位。

图30：安徽省和江苏省新能源汽车产量对比



数据来源：iFinD、东吴证券研究所

图31：安徽省和江苏省汽车产量对比



数据来源：iFinD、东吴证券研究所

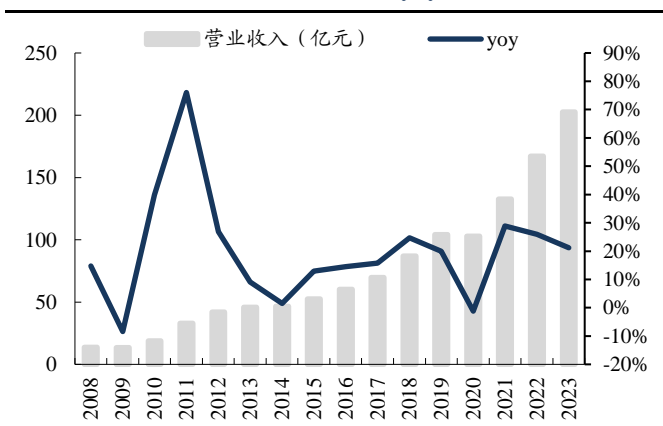
**年份原浆区域布局：省内“小区域，高占有”，省外扩张有序。**古井于省内通过加强品牌建设、渠道精耕下沉、强化终端控制等方式，逐步优化区域竞争格局；省外自 2021 年提出重点打造环安徽省会城市群，加速泛全国化。目前河南/湖北/华东区域实现点状突破，华北、华南陆续呈现快增势头，河北、江西表现反馈较好，全国化扩张稳步蓄力。

**1) 省内:** 古井自 2009 年开启深度分销模式, 提升渠道管控制力, 并加强多元化终端网点(即酒店+烟酒店)及团购布局, 相较当时以酒店盘中盘为主的终端操盘方式, 进一步拓展渠道覆盖及下沉空间。在营销思路上, 古井秉承“三通工程”, 要求实现路路通、店店通、人人通, 精细化终端网点建设和市场培育, 以更好将产品跟渠道、终端、消费者串联, 推动古 5、献礼版下沉到县乡, 古 8 及以上宴席/商务占比提升。

**2) 省外:** 古井全国化扩张梯队业已成形, 规模化市场打造正有序兑现模式复制。公司分批次递进打造规模市场、规模网点, 省区层面, 第一梯队已有 4、5 个市场达 10 亿元上下规模(江苏、河南、河北、山东、河南), 目标未来 3~5 年成长至 20 亿+的根据地市场; 第二梯队已储备多个 3~5 亿市场, 规划通过做好组织架构完善、渠道网点建设、厂商关系磨合, 实现节点突破, 成长为 10 亿+的潜力市场; 第三梯队为边远薄弱区域, 目标全部省区均销售过亿, 并力争培育 1~2 个突破点。其中, 排头兵江苏市场结构拉升见效明显, 2023 年规模接近 20 亿元, 23H2 以来针对古 20 费控、价格问题快速响应, 及时通过人员调整、控货查窜等方式稳定市场秩序; 河南作为起步较早的省外市场, 公司自 2018 年及时调整产品布局战略, 聚焦打造年份原浆的高价位产品, 主推古 7/8 中国香+古 20(此前是幸福版/老玻贡等低价位产品), 以更好发挥公司团购培育及渠道管控优势。其他规模省区如山东、浙江等地通过“大招商、招大商”, 借助大商、大终端客情优势拓宽市场份额。公司华北、华南 2017~2023 年收入 CAGR 分别达 33.20%、23.36%, 渐入佳境。

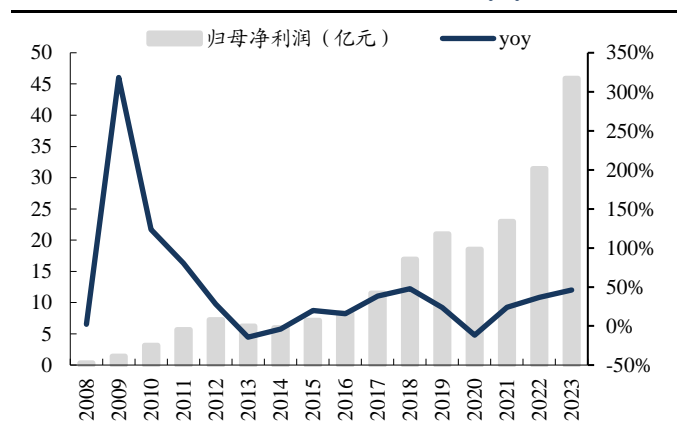
**高速增长, 强者恒强。** 受益产品升级、品牌强化及渠道渗透, 古井于省内稳坐徽酒龙头位置, 省外样本市场点状突破逐步兑现。古井营收相应从 2008 年的 14 亿增长到 2023 年的 202 亿, CAGR 达 19%; 归母净利润从 2008 年的不到 1 亿提升到 2023 年的 46 亿, CAGR 达 38%, 成为老八大名酒的一抹亮眼色彩。

图32: 古井 2008~2023 年收入及 yoy



数据来源: ifind、东吴证券研究所

图33: 古井 2008~2023 年归母净利润及 yoy



数据来源: ifind、东吴证券研究所



### 3.2. 洞藏系列跟随布局，四项助力打基础

洞藏系列在省内推出时间较晚，但及时跟上第二轮消费升级浪潮实现势起。古井2008年推出年份原浆系列、2010年口子窖布局年份窖藏系列，在第一轮消费升级浪潮下逐步站稳脚跟。迎驾在2012年推出的生态年份系列未获成功，在2015年继而正式推出生态洞藏系列。虽错过了省内第一轮消费升级浪潮，但2016~2018年安徽第二轮消费升级如火如荼，100~200元价格带明显扩容，公司聚焦资源对洞藏系列实现大力投入。

展望十五五，安徽地处承东启西的华东要塞，是衔接珠三角与长三角、辐射中西部、促进区域一体化发展的重要交通枢纽，在省内高新产业升级带动下，预计安徽仍然是白酒消费活跃的重要alpha市场。而迎驾洞藏抢抓消费升级机遇，共具有4项良好助力夯实发展基础：

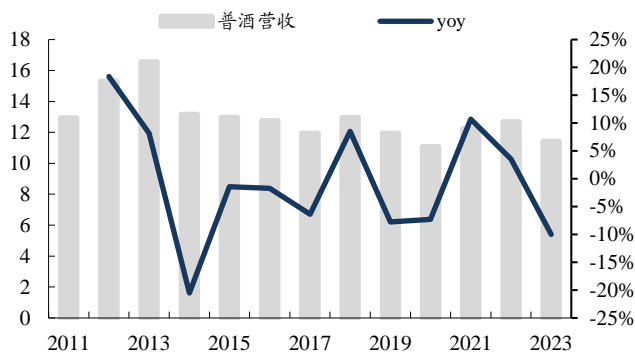
**发展助力一：立足合肥高地市场，发挥省内品牌辐射作用。**安徽是白酒产销大省，我们预计2023年省内白酒市场容量达470亿元，位居各省前列。皖北、皖中、皖南三大区域的消费习惯不尽相同，但省会合肥在白酒消费趋势上对省内其他地市具有较强的带动和辐射作用。迎驾的大本营六安和合肥同属于皖中，区域接壤，其中合肥+六安占据26%的全省市场份额，公司继站稳六安大本营后，持续加大合肥市场的开发力度，在合肥势能渐起。

**发展助力二：古井引领省内消费升级，减少培育成本。**借鉴古井对省内价格带升级的引领，整体主流价格带向着200元稳步迈进，迎驾洞6、洞9充分贴合省内大众主流消费升级价位，减少了市场培育步骤，通过高性价比和强渠道推力先后实现快速放量。洞藏16和洞藏20起到，拔高品牌高度和提前培育消费氛围的作用，近年来公司强化洞藏16/20的培育力度，为承接后续消费升级打下坚实基础。

**发展助力三：低端产品贡献稳定底盘，固有口碑扎实。**2003年迎驾金银星系列，卡准省内主流价格带，在合肥、淮南等市场快速增长。银星通过错位定价竞争，于2010年前后取代高炉家普家酒（成交价约50元）成为合肥大众白酒市占率第一的单品，令迎驾品牌筑牢省内大众知名度基础。百年迎驾系列则逐步打开江苏大众市场的品牌认知，近年营收较为稳定，在苏中苏南的低端市场保持一定份额，对于后续洞藏系列发展贡献稳定底盘。

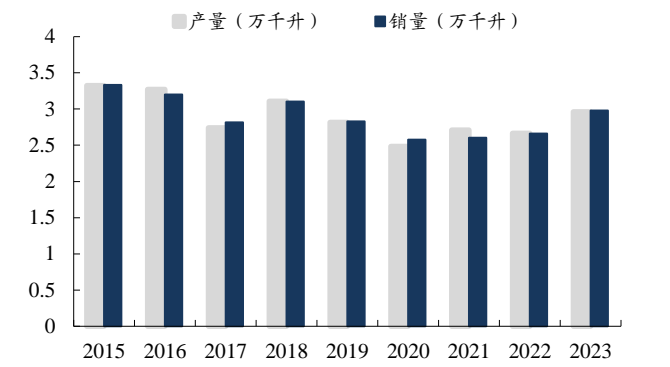
**发展助力四：管理层经验丰富，激励灵活。**公司实控人倪永培早在70年代就进入迎驾贡酒前身的佛子岭酒厂，于1986年出任酒厂厂长，操刀迎驾酒厂改革并取得显著成效，酿酒经验超40年。此外，管理团队成长于一线，大多为酒厂老员工，对公司销售、管理了解深入，多位高管通过迎驾集团间接持有公司股份，经验丰富，稳定务实。

图34: 迎驾普酒营收(亿元)及yoy(%)



数据来源: iFinD、公司年报、东吴证券研究所

图35: 迎驾普酒产量及销量变化

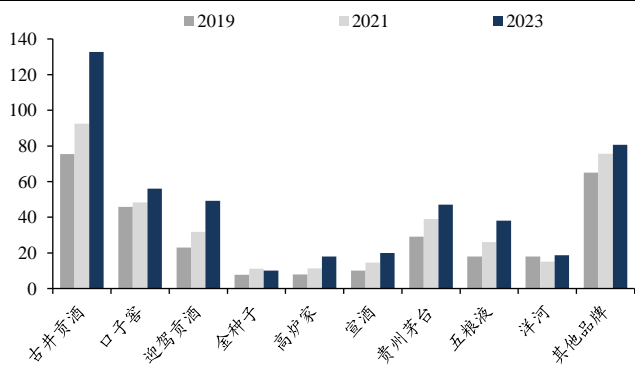


数据来源: 公司年报、东吴证券研究所

### 3.3. 参考年份原浆，洞藏系列拾级而上

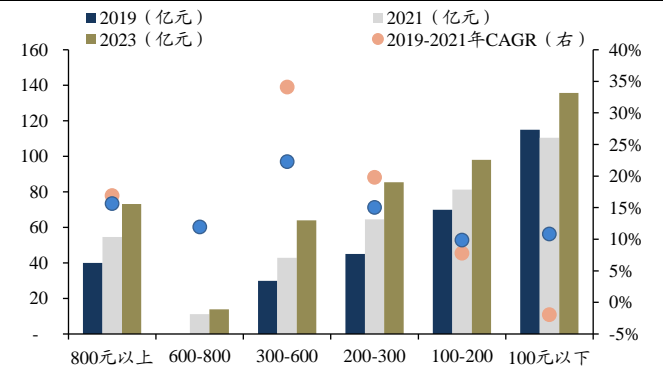
省内中高端价位段保持稳定增长，居民消费量减价增持续推动价位升级。我们测算2023年安徽省内白酒销售规模约470亿元，2021~23年CAGR达14%，保持稳定扩容趋势。分价格带看：1)安徽省内高端价格带由茅五泸占据主要地位，近年保持匀速增长态势。2)300~800元次高端价格带，一方面受益合肥等地市场消费升级带动，另一方面省内商务消费相对保持稳定，低基数下实现弹性扩张，但其中600~800元价位增量放缓。3)100~300元中高端价格带，2023年销售规模预计达到约184亿元，占比稳定在约40%水平。疫后大众饮酒频次、饮酒量有所下降，但白酒消费支出整体稳中有升，大众消费价位加快从50~80元向100~200元持续升级，推动中高端价位保持增长韧性。

图36: 安徽省内分品牌收入(亿元)



数据来源: 酒业家、公司年报, 东吴证券研究所

图37: 安徽省分价格带白酒销售规模及增速测算



数据来源: 酒业家、公司年报, 东吴证券研究所

表6: 安徽市场2023年分价位带白酒销售规模测算

终端价	市场容量(亿元)	2021-2023CAGR	省内品牌及单品	省外品牌及单品
800元以上	73	16%	古30	茅台、普五、国窖1573
600-800	14	12%	古20	梦之蓝M6+
300-600	64	22%	古16、口子20、洞藏16、洞藏20	M3、M6、汾酒、水晶剑
200-300	85	15%	口子10、洞藏9、古8	天之蓝
100-200	98	10%	金种子徽蕴、古井幸福版、古5、口子5、口子6、洞藏6、宣酒6	剑南春K6、海之蓝、五粮液系列酒

100 元以下

136

11%

古井献礼版、迎驾金星/银星、宣酒、柔和/祥和种子酒、文王贡酒、高炉家

牛栏山、老村长等

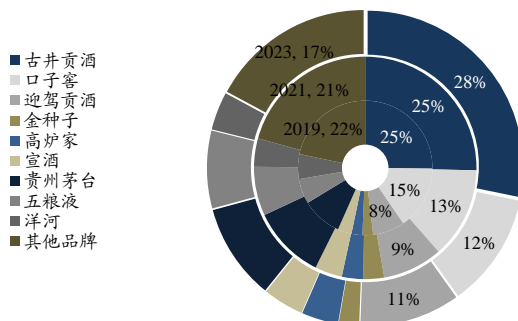
数据来源：酒业家、公司年报、东吴证券研究所

**古井、迎驾省内地位稳定，共享安徽消费升级红利。**2023 年，安徽省内古井、迎驾市占率预计分别达到 28%、11%，其中古井在 100~600 元各价位销售增量齐头并进，迎驾主要在 100~200 价位兑现份额提升。

1) 从价格带空间看，迎驾在主流价位市占率尚低，对标古井仍具备较大空间。迎驾洞藏系列自 2020 年销售额突破 10 亿元，此后连续保持 30%以上同比增速。其中，100 元价位洞 6 初期受益渠道推力实现快速放量，目前自点率上升已形成流行大势，而 200 元价位洞 9 在餐饮渠道优势发挥及政策支持下，陆续在宴席市场获得份额——洞藏产品放量和结构升级具备延续性。

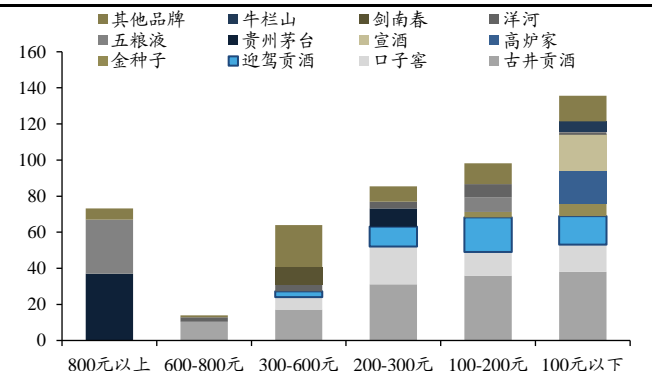
2023 年迎驾在 100~300 元价格带市占率约 16%，对标古井的 37%仍有充分提升空间。古井年份原浆顺应消费趋势，古 5、古 8、古 16 依次引领省内价格带升级，目前迎驾在 100 元价位销售额增量已与古井不分伯仲，在 200 元价位销售额增量紧随古井其后。并且考虑古井产品销售主要增量贡献已经向古 8、古 16 切换，古 20 培育亦已步入领先轨道，预计迎驾未来产品放量与古井仍将保持错位竞争，二者实现竞合共赢。

图38：安徽省内品牌份额分布



数据来源：酒业家，东吴证券研究所

图39：安徽省 2023 年分价位品牌销售规模分布 (亿元)



数据来源：酒业家，东吴证券研究所

2) 从区域市场空间看，省内皖中氛围日盛，皖北培育起量，皖南逐步开拓，市场仍有较大增长空间。公司洞藏投放规划从合六淮→皖北→皖南逐轮渗透，推进思路清晰，且效果逐步呈现。2023 年估算迎驾洞藏系列在合肥市占率超过 10%，古井市占率超过 40%，二者市占率共同提升，进一步挤压省内小品牌份额。

洞藏系列从难到易逐步加大区域渗透，路径清晰。安徽是白酒产销大省，且地产酒众多，价格分布密集，竞争壁垒高。省内区域具有“皖北彪悍、皖中价高、皖南量少”消费特征。从规模角度来看，皖中以合肥为主要市场，消费档次较高，平均主流价位段较省内其他区域领先 100~200 元。迎驾在站稳六安大本营后，通过直分销相结合的模式，

加大合肥市场开发力度，包量终端门店持续增加，餐饮买店数量可观，推动洞藏动销势能渐起，在合肥市占率持续提升。未来洞藏系列扩张路径规划清晰，省内沿合六准→皖北→皖南持续渗透，全国从省内到省外江浙沪逐步扩张。公司直分销相结合的渠道扩张操作日益纯熟，目前皖北市场开拓已逐步迎来放量，未来随着公司持续深耕布局，皖南、省外等市场亦有望见证模式复制效果。

表7: 安徽各地白酒市场规模预测

区域	皖北					皖中					皖南					
	淮北	亳州	宿州	蚌埠	阜阳	淮南	滁州	六安	合肥	安庆	马鞍山	芜湖	宣城	铜陵	池州	黄山
地区	淮北	亳州	宿州	蚌埠	阜阳	淮南	滁州	六安	合肥	安庆	马鞍山	芜湖	宣城	铜陵	池州	黄山
人口(万人)	194	490	526	326	808	302	406	434	985	412	219	376	249	130	132	132
人均可支配收入(万元)	4.4	4.2	4.1	4.7	4.1	4.5	4.3	4.1	6.0	4.4	6.3	5.4	5.1	4.9	4.3	4.6
人均白酒支出(元)	670	670	670	770	680	730	740	690	960	730	910	880	800	770	680	760
2023年市场规模(亿元)	13	33	35	25	55	22	30	30	95	30	20	33	20	10	9	10

数据来源: wind、微酒、东吴证券研究所

#### 4. 盈利预测与估值

**收入端:** 1) 洞藏系列保持势能，实现从洞 6 到洞 9 再到洞 16 的持续升级，我们预计洞藏系列 2024~26 年维持 30%左右的复合增速增长。2) 迎驾之星有较为稳固的口碑，尤其是银星在大众消费人群中具有较高知名度，我们预计 2024~26 年保持中位数增长。3) 普酒系列经历产品优化调整，预计未来规模保持中位数增长。综上，我们预计 2024~2026 年公司收入 81/95/111 亿，同比+20.3%、17.6%、16.5%。

**利润端:** 1) 毛利率方面，随着产品结构的提升和洞藏系列占比继续增加，毛利率有望保持稳步增长。2) 费用方面，公司注重加强预算管控，要求广宣费用和 C 端政策支持更加精准，预计费用增幅不会超出收入增速，费用率保持稳中有降。综上，我们预计 2024~2026 年公司归母净利润 29.0/35.5/42.8 亿元，同比+27%、22%、20%。

表8: 公司盈利预测

单位: 百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5505	6720	8082	9505	11072
yoy	19.59%	22.07%	20.27%	17.60%	16.49%
营业成本	1760	1924	2110	2366	2604
毛利率%	68.02%	71.37%	73.90%	75.11%	76.48%
分行业收入					
酒类收入	5198	6402	7757	9174	10734
中高档白酒收入	3928	5022	6267	7594	9076
其中-洞藏系列	2343	3201	4301	5470	6824
洞 16 及以上	234	320	416	541	730
洞 9	703	1024	1434	1792	2330
洞 6	1406	1856	2450	3137	3764

其中-迎驾之星	1585	1821	1967	2124	2252
普通白酒	1269	1380	1490	1579	1658
yoy					
酒类	21%	23%	21%	18%	17%
中高档白酒	28%	28%	25%	21%	20%
其中-洞藏系列	38%	37%	34%	27%	25%
洞 16 及以上	53%	37%	30%	30%	35%
洞 9	53%	46%	40%	25%	30%
洞 6	29%	32%	32%	28%	20%
其中-迎驾之星	15%	15%	8%	8%	6%
普通白酒	4%	9%	8%	6%	5%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

我们采用可比公司估值法，选取区域性白酒企业作为可比公司，24 年可比公司平均市盈率为 16x，上沿市盈率为 18x。公司省内市场竞争力提升，渠道管控稳扎稳打，洞藏系列在 100~300 元价位带势能稳步向上，因此在本轮白酒上涨行情中率先兑现估值修复。综合考虑以上，维持“买入”评级。

表9：可比公司估值表

股票代码	可比公司	总市值 (亿元)	PE				归母净利润 (亿元)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
000596.SZ	古井贡酒	1073	23	18	15	12	46	59	72	87
603589.SH	口子窖	288	17	15	13	12	17	19	22	24
002304.SZ	洋河股份	1494	15	15	14	13	100	103	109	117
603369.SH	今世缘	647	21	17	14	12	31	38	46	55
	均值		19	16	14	12				
603198.SH	迎驾贡酒	583	25	20	16	14	23	29	36	43

数据来源：wind、东吴证券研究所（除迎驾贡酒外，其余均来自于 wind 一致预期，截至 9 月 30 日收盘价）

## 5. 风险提示

**经济环境疲软。**白酒行业的发展与经济的景气度存在较大的相关性，若宏观经济放缓，行业增速整体也会有负面影响。

**接班人问题。**公司属于民营企业，董事长年过八旬，接班人问题也关乎到公司未来的发展。

**食品安全问题。**食品安全一直是食品饮料企业红线，若食品安全出了问题，对公司会有很大的负面影响。

## 迎驾贡酒三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>9,022</b>	<b>11,838</b>	<b>15,103</b>	<b>18,965</b>	<b>营业总收入</b>	<b>6,720</b>	<b>8,082</b>	<b>9,505</b>	<b>11,072</b>
货币资金及交易性金融资产	3,818	6,088	8,601	11,798	营业成本(含金融类)	1,924	2,110	2,366	2,604
经营性应收款项	56	140	164	190	税金及附加	1,035	1,245	1,454	1,694
存货	4,451	4,913	5,639	6,278	销售费用	581	681	794	908
合同资产	0	0	0	0	管理费用	209	238	271	304
其他流动资产	697	697	699	700	研发费用	77	77	81	86
<b>非流动资产</b>	<b>2,667</b>	<b>2,802</b>	<b>2,891</b>	<b>2,953</b>	财务费用	(8)	(17)	(32)	(47)
长期股权投资	22	22	22	22	加:其他收益	37	40	48	55
固定资产及使用权资产	1,769	1,734	1,674	1,586	投资净收益	74	81	95	99
在建工程	409	526	623	719	公允价值变动	2	0	0	0
无形资产	244	298	352	405	减值损失	1	1	1	1
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(2)	1	0	0
长期待摊费用	16	16	16	16	<b>营业利润</b>	<b>3,014</b>	<b>3,871</b>	<b>4,714</b>	<b>5,677</b>
其他非流动资产	207	206	205	204	营业外净收支	(15)	(16)	(16)	(16)
<b>资产总计</b>	<b>11,689</b>	<b>14,640</b>	<b>17,994</b>	<b>21,918</b>	<b>利润总额</b>	<b>2,999</b>	<b>3,856</b>	<b>4,699</b>	<b>5,662</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,146</b>	<b>3,787</b>	<b>4,329</b>	<b>4,881</b>	减:所得税	706	945	1,137	1,370
短期借款及一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>2,293</b>	<b>2,911</b>	<b>3,562</b>	<b>4,292</b>
经营性应付款项	805	1,012	1,134	1,248	减:少数股东损益	5	9	11	13
合同负债	733	865	970	1,068	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,288</b>	<b>2,902</b>	<b>3,551</b>	<b>4,279</b>
其他流动负债	1,608	1,910	2,224	2,565	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.86	3.63	4.44	5.35
非流动负债	165	165	165	165	EBIT	2,932	3,732	4,539	5,476
长期借款	25	25	25	25	EBITDA	3,152	3,929	4,763	5,727
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	71.37	73.90	75.11	76.48
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	34.04	35.91	37.36	38.64
其他非流动负债	139	139	139	139	收入增长率(%)	22.07	20.27	17.60	16.49
<b>负债合计</b>	<b>3,311</b>	<b>3,952</b>	<b>4,493</b>	<b>5,046</b>	归母净利润增长率(%)	34.17	26.85	22.35	20.49
归属母公司股东权益	8,337	10,639	13,440	16,798					
少数股东权益	41	50	61	74					
<b>所有者权益合计</b>	<b>8,378</b>	<b>10,689</b>	<b>13,500</b>	<b>16,872</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>11,689</b>	<b>14,640</b>	<b>17,994</b>	<b>21,918</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,198	3,136	3,496	4,346	每股净资产(元)	10.42	13.30	16.80	21.00
投资活动现金流	(247)	(567)	(682)	(829)	最新发行在外股份(百万股)	800	800	800	800
筹资活动现金流	(857)	(600)	(750)	(920)	ROIC(%)	29.17	29.48	28.39	27.29
现金净增加额	1,094	1,970	2,063	2,597	ROE-摊薄(%)	27.44	27.28	26.42	25.47
折旧和摊销	220	197	224	251	资产负债率(%)	28.33	26.99	24.97	23.02
资本开支	(570)	(345)	(325)	(326)	P/E(现价&最新股本摊薄)	25.50	20.10	16.43	13.63
营运资本变动	(204)	94	(210)	(113)	P/B(现价)	7.00	5.48	4.34	3.47

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>