

迎驾贡酒（603198）

增持（维持）

洞藏延续高增，省内表现强势

2023年4月26日

市场数据

日期	2023/3/25
收盘价(元)	60.88
总股本(百万股)	800.00
流通股本(百万股)	800.00
净资产(百万元)	7628.63
总资产(百万元)	10435.32
每股净资产(元)	9.54

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《迎驾贡酒三季报点评: 洞藏系列恢复高增, 省内表现强势》
20221029

《迎驾贡酒中报点评: 上半年增长稳健, 省内表现更佳》
20220828

《迎驾贡酒点评: 洞藏驱动成长, 盈利继续提升》20220426

《迎驾贡酒业绩快报点评: 业绩符合预期, 洞藏势能向上》
20220315

《迎驾贡酒: 生态洞藏飘酒香, 势能向上露锋芒》20220130

分析师:

郭晓东

guoxiaodong@xyzq.com.cn

S0190521080002

投资要点

事件: 公司 2022 年实现营收 55.05 亿元, 同比+19.59%, 归母净利润 17.05 亿元, 同比+22.97%, 扣非后归母净利润 16.42 亿元, 同比+27.11%; 23Q1 实现营收 19.16 亿元, 同比+21.11%, 归母净利润 7.00 亿元, 同比+26.55%, 扣非后归母净利润 6.79 亿元, 同比+26.17%。

洞藏系列高增态势延续，省内表现强势

- 2022 全年营收同比+19.59%、归母净利润同比+22.97%，业绩增长符合预期。报告期内公司深化销售管理改革：1) 团队建设上，调整安徽、江苏、直营管理中心布局，分板块深耕省内外市场，改革薪酬激励机制调动一线人员积极性；2) 产品管理上，聚焦洞藏系列、加强价格管理、完善巡查机制；3) 客户管理上，坚持大商打造、优商扶持、多商协同，推进千商千万工程；4) 渠道建设上，加快核心渠道建设，提高有效网点覆盖率；5) 信息化建设上，启用数字化营销平台赋能消费者、终端。
- 分产品来看，2022 年中高档白酒（洞藏/金星/银星等）营收 39.28 亿元，同比+27.59%，普通白酒（百年迎驾/古坊/糟坊等）营收 12.69 亿元，同比+3.55%，洞藏系列高增态势延续，带动中高档白酒营收占比提升 4.05pct 至 75.58%。分区域来看，2022 年省内营收 34.35 亿元，同比+25.65%，省外营收 17.63 亿元，同比+12.19%，省内渠道基础更好、消费场景更优，带动省内营收占比提升 2.58pct 至 66.09%，省外重点聚焦江苏、上海等长三角片区，仍处于洞藏系列培育阶段。2022 年末省内经销商数量净增 46 家至 689 家，省外经销商数量净增 13 家至 645 家。
- 2022 年净利率同比+0.75pct 至 31.03%，主要系毛利率小幅提升、费用率持续优化所致。毛利率方面，洞藏系列高增态势延续，结构持续升级带动毛利率同比+0.51pct 至 68.02%。费用率方面，销售费用率同比-0.52pct 至 9.17%，主要系疫情影响部分线下费用投放、同时规模效应亦有一定影响，管理费用率同比-0.91pct 至 3.47%，主要系修理费减少所致。此外，2022 年末合同负债余额 6.61 亿元，环增 2.42 亿元、同增 0.64 亿元，主要系春节提前经销商打款意愿较强；2022 年销售回款 64.80 亿元，同比+23.14%，2022 年经营净现金流 18.40 亿元，同比+20.66%。
- 22Q4 净利率同比+0.41pct 至 30.95%，其中 22Q4 毛利率同比+0.86pct 至 66.72%，其中销售费用率同比-0.13pct 至 9.27%，管理费用率同比-1.23pct 至 3.12%，预计四季度疫情扰动加大对费用投放节奏有所影响。

23Q1 年升级态势延续，单季利润率创新高

- 23Q1 营收同比+21.11%，归母净利润同比+26.55%，利润增速略高于市场预期。23Q1 中高档白酒营收 15.14 亿元，同比+22.30%，普通白酒营收 3.19 亿元，同比+20.04%，洞藏系列高增态势延续，普通白酒低基数下恢复性增长。同时 23Q1 省内、省外营收增速分别为+30.28%、+2.86%，省内延续更佳表现。
- 23Q1 毛利率同比-0.39pct 至 71.18%，销售费用率同比-1.34pct 至 6.41%，管理费用率同比-0.60pct 至 2.60%，费用率显著优化带动净利率水平同比+1.59pct 至 36.71%。此外，23Q1 末合同负债 5.01 亿元，环比减少 1.60 亿元，仍处于相对高位；23Q1 销售回款 19.46 亿元，同比+20.21%，23Q1 经营净现金流 4.89 亿元，同比-10.60%。

23 年业绩确定性仍高，洞藏系列势能仍在强化

- 徽酒春节旺销明显，省内大本营高增顺利实现一季度开门红，虽二季度为白酒淡季，但消费场景恢复将确保库存保持动态健康，以便接力旺季表现；全年来看，省内六安/合肥/淮南/宿州等发展势头好、并将重点突破皖北，省外江苏重点发力、期待点状突破带动整体省外市场开拓，业绩确定性仍高。
- 中长期来看，徽酒次高端加速扩容，迎驾洞藏系列成功起势，预计洞 6、洞 9 延续放量趋势，洞 16、洞 20 有望依托“生态洞藏”理念实现差异化突破，引领品牌势能持续向上。

盈利预测：省内大本营高增顺利实现一季度开门红，预计二季度宴席回补将确保库存维持合理水平，平稳过渡迎接旺季；全年来看，省内六安/合肥/淮南/宿州等发展势头好、并将重点突破皖北，省外江苏重点发力，业绩确定性仍高。根据最新公告调整盈利预测，预计 2023-2025 年营收分别为 66.56/80.16/94.59 亿元，归母净利润分别为 21.25/26.34/31.45 亿元，以 2023/4/25 收盘价计算，对应 PE 为 22.9/18.5/15.5 倍，维持“增持”评级。

风险提示：宏观经济不及预期；食品安全风险；省外拓展不达预期。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5505	6656	8016	9459
同比增长	19.6%	20.9%	20.4%	18.0%
归母净利润(百万元)	1705	2125	2634	3145
同比增长	23.0%	24.6%	24.0%	19.4%
毛利率	68.0%	69.6%	70.7%	71.4%
ROE	24.6%	23.5%	24.8%	25.3%
每股收益(元)	2.13	2.66	3.29	3.93
市盈率	28.6	22.9	18.5	15.5

来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	7771	9989	11978	14174
货币资金	1137	2875	4056	5439
交易性金融资产	2197	1934	2022	1992
应收票据及应收账款	45	54	65	77
预付款项	7	8	9	11
存货	4010	4787	5492	6319
其他	374	331	334	336
非流动资产	2290	2115	1953	1779
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1746	1656	1516	1351
在建工程	175	90	47	26
无形资产	174	218	262	306
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	20	-9	-39	-68
其他	175	161	166	164
资产总计	10060	12104	13931	15953
流动负债	2964	2883	3138	3333
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	901	1034	1203	1384
其他	2064	1849	1935	1949
非流动负债	130	130	130	130
长期借款	0	0	0	0
其他	130	130	130	130
负债合计	3094	3013	3268	3463
股本	800	800	800	800
资本公积	1261	1261	1261	1261
未分配利润	4467	6592	8164	9992
少数股东权益	37	37	37	37
股东权益合计	6966	9091	10663	12491
负债及权益合计	10060	12104	13931	15953

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	1705	2125	2634	3145
折旧和摊销	215	207	215	219
资产减值准备	0	0	-0	0
资产处置损失	-1	0	0	0
公允价值变动损失	-2	-6	-7	-5
财务费用	0	-36	-62	-85
投资损失	-76	-76	-76	-76
少数股东损益	3	0	0	0
营运资金的变动	-41	-841	-436	-619
经营活动产生现金流量	1840	1377	2262	2581
投资活动产生现金流量	-767	280	-81	34
融资活动产生现金流量	-724	82	-1000	-1232
现金净变动	348	1738	1181	1383
现金的期初余额	725	1137	2875	4056
现金的期末余额	1074	2875	4056	5439

利润表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	5505	6656	8016	9459
营业成本	1760	2022	2352	2705
税金及附加	826	1018	1226	1447
销售费用	505	639	762	899
管理费用	191	280	337	416
研发费用	61	52	56	57
财务费用	-1	-36	-62	-85
其他收益	39	30	32	34
投资收益	76	76	76	76
公允价值变动收益	2	6	7	5
信用减值损失	-0	0	0	0
资产减值损失	-0	0	0	0
资产处置收益	1	0	0	0
营业利润	2281	2793	3461	4136
营业外收入	2	0	0	0
营业外支出	33	0	0	0
利润总额	2249	2793	3461	4136
所得税	541	668	827	991
净利润	1708	2125	2634	3145
少数股东损益	3	0	0	0
归属母公司净利润	1705	2125	2634	3145
EPS(元)	2.13	2.66	3.29	3.93

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	19.6%	20.9%	20.4%	18.0%
营业利润增长率	25.3%	22.5%	23.9%	19.5%
归母净利润增长率	23.0%	24.6%	24.0%	19.4%
盈利能力				
毛利率	68.0%	69.6%	70.7%	71.4%
归母净利率	31.0%	31.9%	32.9%	33.2%
ROE	24.6%	23.5%	24.8%	25.3%
偿债能力				
资产负债率	30.8%	24.9%	23.5%	21.7%
流动比率	2.62	3.46	3.82	4.25
速动比率	1.27	1.80	2.07	2.36
营运能力				
资产周转率	58.6%	60.1%	61.6%	63.3%
应收账款周转率	11183.8%	13463.9%	13440.3%	13315.7%
存货周转率	46.8%	46.0%	45.8%	45.8%
每股资料(元)				
每股收益	2.13	2.66	3.29	3.93
每股经营现金	2.30	1.72	2.83	3.23
每股净资产	8.66	11.32	13.28	15.57
估值比率(倍)				
PE	28.6	22.9	18.5	15.5
PB	7.0	5.4	4.6	3.9

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%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
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn