

迎驾贡酒(603198)

报告日期: 2023年04月28日

## 省内收入占比提升, 结构向上趋势不改

### ——迎驾贡酒 2022 年年报&2023Q1 业绩点评

#### 投资要点

##### □ 事件

公司发布 2022&2023Q1 业绩: 2022 年公司营业收入/归母净利润分别为 55.05/17.05 亿元 (+19.59%/22.97%); 2022Q4 公司营业收入/归母净利润分别为 16.13/5.02 亿元 (+15.39%/+18.53%)。2023Q1 公司营业收入/归母净利润分别为 19.16/7.00 亿元 (+21.11%/+26.55%)。

##### □ 中高档酒收入占比持续提升, 升级趋势延续

① 22 年中高档酒/普通酒分别收入 39.28 亿元/12.69 亿元, 分别同比+27.58%/+3.55% (毛利率亦分别提升 0.18/3.23 个百分点), 其中中高档酒收入占比分别较去年同期变化+4.05 个百分点至 75.58%。

② 23Q1 中高档酒/普通酒收入分别为 15.14 亿元 (+22.30%) /3.19 亿元 (+20.04%), 其中中高档酒收入占比同比提升 0.27 个百分点至 82.61%。当前省公司洞藏系列收入占比持续提升的同时, 洞藏内部结构亦在稳步向上, 库存处于健康水平。

##### □ 省内表现亮眼, 基地市场渠道保持高质量增长

① 22 年公司进一步深耕省内, 加速开拓省外。22 年省内/省外收入分别同比变动 +25.65%/+12.19% 至 34.35 亿元/17.63 亿元, 其中省内收入占比变动+2.58% 至 66.09%。2022 年省内/外经销商平均规模同比增长 17.26%/9.93%。

② 23Q1 受益于省内大众消费表现优异, 业绩亮眼。23Q1 公司省内/省外收入分别为 13.60 亿元 (+30.28%) /4.73 亿元 (+2.86%), 其中省内收入占比提升 4.77 个百分点至 74.2%; 省内/外经销商平均规模同比变动+21.42%/-0.31%。

##### □ 公司结构持续上移, 叠加费用管控良好推动盈利能力稳步提升

① 22 年公司盈利能力稳步提升, 公司毛利率/净利率分别同比变动+0.48/+0.73 个百分点至 68.02%/31.03%, 原因之一为费用管控良好: 销售费用率/管理费用率分别同比变动-0.56/-0.86 个百分点至 9.17%/4.58%。22 年公司经营性现金流表现优异, 同比增长 20.66% 至 18.49 亿元; 22Q4 合同负债同比/环比变动+0.64/+2.42 亿元至 6.61 亿元。

② 23Q1 公司延续盈利向好趋势, 公司毛利率/净利率分别同比变动-0.19/+1.66 个百分点至 71.18%/36.71%, 主因: 1) 结构稳步小幅提升; 2) 费用管控良好。22Q1 公司销售费用率/管理费用率分别同比变动-1.36/-0.37 个百分点至 6.41%/3.56%。23Q1 公司经营性现金流同比增长-10.6% 至 4.89 亿元; 合同负债同比/环比变动+0.33/-1.60 亿元至 5.01 亿元。

##### □ 徽酒消费升级持续, 中长期洞藏势能将持续释放

短期看, 徽酒消费升级持续, 且大众消费价位表现优异, 扎根安徽大本营的迎驾贡酒有望在价盘基本稳定、渠道保持强推力、库存健康背景下, 洞藏系列占比实现稳步提升, 从而赋予公司业绩弹性; 中长期看, 强品牌力+高渠道利润+卡位主流价位带且消费者忠诚度低+强渠道实力赋能洞藏系列, 当前收入占比已接近过半, 预计洞藏系列高增将引领公司全年业绩超预期, 未来洞藏系列或将实现超预期发展。

##### □ 盈利预测及估值

预计 23-35 年公司营业收入增速分别为 19.94%/17.72%/16.32%, 归母净利润增速分别为 22.41%/21.32%/18.08%, 对应 23 年 PE 25X, 具备性价比。

□ 催化剂: 消费升级持续; 高价位产品导入顺利;

□ 风险提示: 消费恢复不及预期; 食品质量安全风险。

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 杨骥

执业证书号: S1230522030003  
yangji@stocke.com.cn

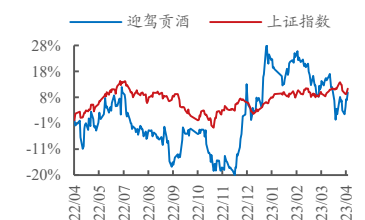
分析师: 张潇倩

执业证书号: S1230520090001  
zhangxiaolian@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 64.01
总市值(百万元)	51,208.00
总股本(百万股)	800.00

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《业绩平稳背后预收表现优秀, 强劲销下潜力尽显——迎驾贡酒 22Q3 业绩点评》 2022.10.29
- 《业绩符合预期, 动销强劲趋势不改——迎驾贡酒 22H1 业绩点评》 2022.08.28
- 《【浙商食饮】迎驾贡酒 2021&2022Q1 业绩点评: 洞藏系列结构持续提升, 渠道质量稳步增长 (20220426)》 2022.04.26

## 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5505	6603	7773	9041
(+/-) (%)	19.59%	19.94%	17.72%	16.32%
归母净利润	1706	2088	2533	2991
(+/-) (%)	22.97%	22.41%	21.32%	18.08%
每股收益(元)	2.13	2.61	3.17	3.74
P/E	30.03	24.53	20.22	17.12

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	7771	8921	11012	13688
现金	1137	2550	3748	5924
交易性金融资产	2197	1794	1995	1895
应收账款	45	80	84	97
其它应收款	11	11	13	16
预付账款	7	11	10	11
存货	4010	3982	4609	5275
其他	364	494	553	470
<b>非流动资产</b>	2290	2669	2907	2946
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	2	2	1
固定资产	1746	1836	1896	1966
无形资产	174	187	207	236
在建工程	175	460	608	566
其他	195	184	193	177
<b>资产总计</b>	10060	11589	13919	16634
<b>流动负债</b>	2964	2754	2988	3227
短期借款	0	0	0	0
应付款项	901	962	1040	1216
预收账款	0	0	0	0
其他	2064	1793	1948	2011
<b>非流动负债</b>	130	137	135	134
长期借款	0	0	0	0
其他	130	137	135	134
<b>负债合计</b>	3094	2891	3123	3361
少数股东权益	37	41	46	52
归属母公司股东权益	6929	8657	10749	13220
<b>负债和股东权益</b>	10060	11589	13919	16634

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	1840	1793	2099	2667
净利润	1709	2092	2538	2997
折旧摊销	215	133	146	158
财务费用	(1)	(23)	(43)	(68)
投资损失	(76)	(74)	(74)	(74)
营运资金变动	893	(369)	168	306
其它	(899)	35	(637)	(651)
<b>投资活动现金流</b>	(767)	(43)	(503)	(39)
资本支出	(172)	(491)	(335)	(167)
长期投资	1	1	(1)	0
其他	(596)	446	(167)	128
<b>筹资活动现金流</b>	(724)	(337)	(397)	(452)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(724)	(337)	(397)	(452)
<b>现金净增加额</b>	348	1413	1198	2176

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	5505	6603	7773	9041
营业成本	1760	1748	2023	2315
营业税金及附加	826	990	1166	1356
营业费用	505	858	964	1121
管理费用	191	277	311	348
研发费用	61	73	86	100
财务费用	(1)	(23)	(43)	(68)
资产减值损失	(0)	(0)	(0)	(0)
公允价值变动损益	2	2	2	2
投资净收益	76	74	74	74
其他经营收益	40	31	33	35
<b>营业利润</b>	2281	2786	3374	3979
营业外收支	(31)	(32)	(33)	(34)
<b>利润总额</b>	2250	2754	3341	3945
所得税	541	662	803	949
<b>净利润</b>	1709	2092	2538	2997
少数股东损益	3	4	5	6
<b>归属母公司净利润</b>	1706	2088	2533	2991
EBITDA	2447	2860	3440	4031
EPS (最新摊薄)	2.13	2.61	3.17	3.74

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	19.59%	19.94%	17.72%	16.32%
营业利润	25.87%	22.14%	21.11%	17.93%
归属母公司净利润	22.97%	22.44%	21.32%	18.08%
<b>获利能力</b>				
毛利率	68.02%	73.53%	73.97%	74.39%
净利率	31.03%	31.68%	32.65%	33.14%
ROE	26.33%	26.66%	25.99%	24.85%
ROIC	24.47%	23.92%	23.27%	22.25%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	30.76%	24.95%	22.44%	20.21%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.62	3.24	3.69	4.24
速动比率	1.27	1.79	2.14	2.61
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.59	0.61	0.61	0.59
应收账款周转率	116.31	107.58	98.44	105.74
应付账款周转率	2.94	2.57	2.71	2.78
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	2.13	2.61	3.17	3.74
每股经营现金	2.30	2.24	2.62	3.33
每股净资产	8.66	10.82	13.44	16.53
<b>估值比率</b>				
P/E	30.03	24.53	20.22	17.12
P/B	7.39	5.92	4.76	3.87
EV/EBITDA	19.18	16.40	13.23	10.78

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>