

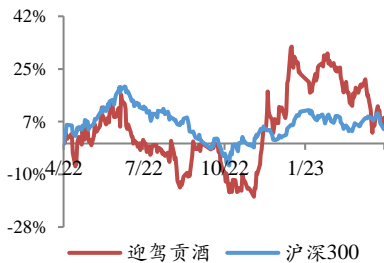
洞藏系列势能明显，渠道推力优势充足

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-26

收盘价(元)	60.88
近12个月最高/最低(元)	74.07/46.25
总股本(百万股)	800
流通股本(百万股)	800
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	487
流通市值(亿元)	487

公司价格与沪深300走势比较



分析师：刘略天

执业证书号：S0010522100001

邮箱：liult@hazq.com

主要观点：

● 事件描述

4月25日，迎驾贡酒发布2022年年报及2023年一季报。经公司核算，2022年/23Q1公司实现营业收入55.05亿元/19.16亿元，同比变动+19.6%/+21.1%；2022年/23Q1实现归母净利润17.08亿元/7.00亿元，同比变动23.0%/+26.6%。业绩表现基本符合市场预期。

● 洞藏系列势能不减，销量增长明显

分产品来看，中高档酒（代表：洞藏系列、金银星系列）22全年/23Q1分别实现收入39.28亿元/15.14亿元，同比+27.59%/+22.30%；普通白酒（代表：百年迎驾贡系列、古坊系列、糟坊系列）22全年/23Q1分别实现收入12.69亿元/3.19亿元，同比+3.55%/+20.04%。洞藏系列势能明显，带动中高档酒收入高速增长；而23Q1大众白酒消费旺盛，普通白酒增长明显。产品结构持续改善，22/23Q1中高档酒占比分别较去年提升0.27pct/4.06pct。

量价角度拆分，2022年中高档酒（销量+20.03%、吨价+6.30%）、普通白酒（销量+2.22%、吨价+1.30%）均呈现量价齐升的趋势。洞藏系列依靠合肥等重点市场快速发展，自然动销拉动销量增长，其中洞9/洞16等销量逐步起势，带动价格整体上移。

其他方面，批发代理收入22/23Q1分别增长20.71%/20.90%，渠道端维持较高增势，渠道利润相对优势保证了品牌的渠道推力；省内/省外市场2022年分别增长25.65%/12.19%，23Q1分别增长30.28%/2.86%，公司优先聚焦省内市场发展，同时在上海、江苏等华东市场取得较高的市场地位。

截至3月底，省内外经销商数量共计1339家，报告期内净增加5家。

● 盈利能力持续提升，渠道回款保持通畅

盈利能力部分，公司2022年/23Q1毛利率分别为68.02%/71.18%，同比分别变化0.48pct/-0.19pct，洞藏系列高速增长对去年毛利率提升贡献较大。费用方面，公司2022年/23Q1期间费用率均有较大改善，主要系销售费用率和管理费用率同步降低。综合来看，公司2022年/23Q1归母净利率分别为31.0%/36.5%，同比提升0.68pct/1.43pct。盈利能力持续改善。

其他方面，公司2022年/23Q1经营活动净现金流分别为18.40亿元/4.89亿元，其中销售收现分别增长23.1%/20.5%，渠道回款保持通畅。3月末合同负债5.01亿元，环比去年底减少1.60亿元，同比去年3月末小幅增加。

● 投资建议

安徽次高端价格带正在持续扩容中，伴随疫后经济修复动能逐渐旺盛，省内地产酒有望继续接力增长周期。同时迎驾洞藏尚处起势放量过程中，洞 6/9 未来较长时间有望逐步向 16/20 过渡，成长空间明显。我们预计公司 2023 年-2025 年营业收入增速分别 22.0%、19.7%、19.1%，归母净利润增速分别为 25.8%、21.3%、20.9%，对应 EPS 预测为 2.68、3.25、3.93 元，对应 PE 分别 23、19、15 倍。维持公司“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 宏观经济不确定性风险；
- (2) 安徽省内竞争加剧；
- (3) 洞藏系列势能不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5505	6715	8038	9575
收入同比 (%)	19.6%	22.0%	19.7%	19.1%
归属母公司净利润	1705	2145	2601	3145
净利润同比 (%)	23.0%	25.8%	21.3%	20.9%
毛利率 (%)	68.0%	67.6%	68.1%	68.9%
ROE (%)	24.6%	23.6%	24.6%	25.5%
每股收益 (元)	2.13	2.68	3.25	3.93
P/E	29.47	22.71	18.73	15.49
P/B	7.25	5.37	4.61	3.95
EV/EBITDA	20.32	15.60	12.55	10.33

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测 (单位: 百万元)

资产负债表		单位: 百万元			
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	
流动资产	7771	11137	12783	15945	
现金	1137	1958	3821	4169	
应收账款	45	107	89	128	
其他应收款	11	16	18	24	
预付账款	7	14	17	20	
存货	4010	6377	6003	8545	
其他流动资产	2561	2665	2835	3059	
非流动资产	2290	2294	2367	2436	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	1746	1829	1892	1956	
无形资产	174	172	170	169	
其他非流动资产	370	294	304	310	
资产总计	10060	13432	15150	18380	
流动负债	2964	4183	4409	5841	
短期借款	0	0	0	0	
应付账款	644	1168	895	1419	
其他流动负债	2321	3015	3513	4421	
非流动负债	130	130	130	130	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	130	130	130	130	
负债合计	3094	4313	4538	5971	
少数股东权益	37	46	55	66	
股本	800	800	800	800	
资本公积	1261	1261	1261	1261	
留存收益	4867	7012	8495	10283	
归属母公司股东权益	6929	9073	10557	12344	
负债和股东权益	10060	13432	15150	18380	

现金流量表		单位: 百万元			
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	1840	960	3163	1890	
净利润	1708	2153	2610	3156	
折旧摊销	215	182	191	200	
财务费用	0	0	0	0	
投资损失	-76	-87	-88	-96	
营运资金变动	-41	-1324	446	-1379	
其他经营现金流	1782	3514	2169	4544	
投资活动现金流	-767	-139	-182	-185	
资本支出	-405	-219	-266	-277	
长期投资	-442	-4	-5	-4	
其他投资现金流	80	84	88	97	
筹资活动现金流	-724	0	-1117	-1357	
短期借款	0	0	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	-81	0	0	0	
其他筹资现金流	-644	0	-1117	-1357	
现金净增加额	348	821	1863	348	

利润表		单位: 百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业收入	5505	6715	8038	9575	
营业成本	1760	2174	2561	2976	
营业税金及附加	826	967	1158	1379	
销售费用	505	470	563	670	
管理费用	191	255	330	388	
财务费用	-1	-6	-7	-10	
资产减值损失	0	0	0	0	
公允价值变动收益	2	1	2	2	
投资净收益	76	87	88	96	
营业利润	2281	2908	3482	4220	
营业外收入	2	2	7	8	
营业外支出	33	40	14	20	
利润总额	2249	2870	3475	4208	
所得税	541	718	865	1052	
净利润	1708	2153	2610	3156	
少数股东损益	3	8	9	11	
归属母公司净利润	1705	2145	2601	3145	
EBITDA	2415	2996	3576	4312	
EPS (元)	2.13	2.68	3.25	3.93	

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
成长能力					
营业收入	19.6%	22.0%	19.7%	19.1%	
营业利润	25.3%	27.5%	19.7%	21.2%	
归属于母公司净利	23.0%	25.8%	21.3%	20.9%	
获利能力					
毛利率 (%)	68.0%	67.6%	68.1%	68.9%	
净利率 (%)	31.0%	31.9%	32.4%	32.8%	
ROE (%)	24.6%	23.6%	24.6%	25.5%	
ROIC (%)	24.0%	23.1%	24.0%	24.8%	
偿债能力					
资产负债率 (%)	30.8%	32.1%	30.0%	32.5%	
净负债比率 (%)	44.4%	47.3%	42.8%	48.1%	
流动比率	2.62	2.66	2.90	2.73	
速动比率	1.16	1.03	1.41	1.13	
营运能力					
总资产周转率	0.59	0.57	0.56	0.57	
应收账款周转率	115.08	88.24	81.63	88.24	
应付账款周转率	2.92	2.40	2.48	2.57	
每股指标 (元)					
每股收益	2.13	2.68	3.25	3.93	
每股经营现金流 (摊)	2.30	1.20	3.95	2.36	
每股净资产	8.66	11.34	13.20	15.43	
估值比率					
P/E	29.47	22.71	18.73	15.49	
P/B	7.25	5.37	4.61	3.95	
EV/EBITDA	20.32	15.60	12.55	10.33	

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。