

# 迎驾贡酒 (603198.SH)

增持 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 洞藏延续高增，盈利能力提升

### 业绩简评

4月25日，公司公告，22年实现营收55.05亿元，同比+19.59%，归母净利17.05亿元，同比+22.97%；扣非净利16.42亿元，同比+27.11%。22Q4营收16.13亿元，同比+15.39%；归母净利5.02亿元，同比+18.53%；扣非净利4.69亿元，同比+23.52%。23Q1实现营收19.16亿元，同比+21.11%；归母净利7.00亿元，同比+26.55%。

### 经营分析

**22年洞藏保持40%左右高增，升级带动量价齐升。**

1) 分产品，22年中高档(洞藏、金银星)/普通(百年迎驾、糟坊)收入分别为39.28/12.69亿元，同比+28%/4%，量增20%/2%，价升6%/1%，中高档占比同比+4.5pct至71%，Q4中高档/普通同比+20%/+6%，结构升级延续。预计22年洞藏系列增速40%左右(洞9、洞6增速领先)，金银星增长小双位数左右，洞藏系列占比提升约6pct至45%。

2) 分区域，22年省内/省外收入为34.35/17.63亿元，同比+26%/12%，省外占比+3pct至65%，单Q4同比+15%/17%。省内/省外经销商净增46/13家，六安、合肥、淮南等重点市场成长良好。

3) 22年扣非净利率同比+1.8pct，其中毛利率同比+0.5pct(中高档/低档+0.2/-3.2pct)，系结构升级贡献；销售/管理费率同比-0.5/-0.9pct，广宣、薪酬费率都下行。

**Q1基本符合预期，控费改善经营效率。** 1) 分产品，中高档/普通收入分别为15.14/3.19亿元，同比+22%/20%，中高档占比同比+0.8pct至79%(预计洞藏占比继续提升)。2) 分区域，省内/省外Q1收入分别为13.60/4.73亿元，同比+30%/3%，省内充分受益于春节返乡潮，占比同比+5pct至71%；省外节奏偏慢。3) 销售收现同比+20.2%，Q1末合同负债同比+7.15%。4) 净利率同比+1.6pct，其中：毛利率同比-0.4pct，或系成本上涨、货折和产品结构影响；税金占比/销售/管理费率同比+0.3/-1.3/-0.6pct，控费提效。

**我们认为，安徽经济具备支撑，白酒需求复苏韧性强。** 23年洞藏系列占比有望提至50%，省内继续跑赢省外，洞6、洞9占据大众价格带，春节后渠道利润已逐步修复；洞16、洞20部分市场收归公司直营，有望享受次高端扩容β。

### 盈利预测、估值与评级

预计23-25年收入增速为21%/20%/18%，利润增速为26%/23%/20%，对应EPS为2.69/3.30/3.96元，当前股价对应PE为23/18/15X，维持“增持”评级。

### 风险提示

区域市场竞争加剧；洞藏渠道利润下滑过快风险，经济下行风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

联系人：李本媛

libenyuan@gjzq.com.cn

市价(人民币)：60.88元

相关报告：

- 《洞藏延续H1势头，省内韧性彰显-迎驾贡酒三季报点评》，2022.10.30
- 《Q2低于预期，疫情扰动不改洞藏势头-迎驾贡酒中报点评》，2022.8.28
- 《安徽区域优势尽显，生态洞藏起势高增-迎驾贡酒首次覆盖报告》，2022.6.16



### 公司基本情况(人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,577	5,505	6,678	8,022	9,451
营业收入增长率	32.58%	20.29%	21%	20%	18%
归母净利润(百万元)	1,382	1,705	2,154	2,642	3,169
归母净利润增长率	44.96%	23.38%	26%	23%	20%
摊薄每股收益(元)	1.728	2.131	2.69	3.30	3.96
每股经营性现金流净额	1.90	2.30	2.01	2.99	3.60
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.17%	24.61%	26.39%	27.39%	27.86%
P/E	40.20	29.45	23	18	15
P/B	9.32	7.25	5.97	5.05	4.28

来源：公司年报、国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>主营业务收入</b>	<b>3,452</b>	<b>4,577</b>	<b>5,505</b>	<b>6,678</b>	<b>8,022</b>	<b>9,451</b>	货币资金	1,154	757	1,137	1,348	1,937	2,567
增长率		32.6%	20.3%	21.3%	20.1%	17.8%	应收款项	106	66	101	97	117	138
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,135</b>	<b>-1,486</b>	<b>-1,760</b>	<b>-2,031</b>	<b>-2,375</b>	<b>-2,726</b>	存货	3,020	3,499	4,010	4,285	4,946	5,601
%销售收入	32.9%	32.5%	32.0%	30.4%	29.6%	28.8%	其他流动资产	1,069	2,189	2,522	3,299	3,896	4,595
毛利	2,318	3,091	3,745	4,647	5,646	6,726	流动资产	5,349	6,511	7,771	9,030	10,896	12,901
%销售收入	67.1%	67.5%	68.0%	69.6%	70.4%	71.2%	总资产	72.5%	75.5%	77.2%	79.4%	82.3%	84.3%
营业税金及附加	-520	-701	-826	-1,008	-1,211	-1,427	长期投资	7	82	87	87	87	87
%销售收入	15.1%	15.3%	15.0%	15.1%	15.1%	15.1%	固定资产	1,763	1,749	1,921	1,912	1,907	1,908
销售费用	-420	-445	-505	-618	-738	-870	总资产	23.9%	20.3%	19.1%	16.8%	14.4%	12.5%
%销售收入	12.2%	9.7%	9.2%	9.3%	9.2%	9.2%	无形资产	148	150	194	206	218	279
管理费用	-172	-196	-191	-227	-265	-302	非流动资产	2,032	2,117	2,290	2,341	2,348	2,410
%销售收入	5.0%	4.3%	3.5%	3.4%	3.3%	3.2%	总资产	27.5%	24.5%	22.8%	20.6%	17.7%	15.7%
研发费用	-39	-53	-61	-75	-90	-106	<b>资产总计</b>	<b>7,381</b>	<b>8,628</b>	<b>10,060</b>	<b>11,371</b>	<b>13,244</b>	<b>15,312</b>
%销售收入	1.1%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	短期借款	0	0	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	1,166	1,696	2,162	2,719	3,343	4,021	应付款项	835	810	1,014	999	1,085	1,146
%销售收入	33.8%	37.1%	39.3%	40.7%	41.7%	42.5%	其他流动负债	1,242	1,692	1,950	2,037	2,336	2,608
财务费用	4	3	1	19	25	34	流动负债	2,077	2,502	2,964	3,036	3,422	3,754
%销售收入	-0.1%	-0.1%	0.0%	-0.3%	-0.3%	-0.4%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-1	0	0	0	0	0	其他长期负债	142	139	130	129	129	129
公允价值变动收益	3	14	2	-10	-5	-3	负债	2,220	2,641	3,094	3,166	3,551	3,883
投资收益	75	71	76	75	80	85	<b>普通股股东权益</b>	<b>5,142</b>	<b>5,964</b>	<b>6,929</b>	<b>8,163</b>	<b>9,644</b>	<b>11,373</b>
%税前利润	6.0%	3.9%	3.4%	2.6%	2.3%	2.0%	其中：股本	800	800	800	800	800	800
营业利润	1,272	1,812	2,281	2,836	3,478	4,172	未分配利润	2,639	3,461	4,467	5,701	7,183	8,912
%营业收入	36.9%	39.6%	41.4%	42.5%	43.4%	44.1%	少数股东权益	20	23	37	42	48	55
营业外收支	-13	7	-31	7	8	9	<b>负债股东权益合计</b>	<b>7,381</b>	<b>8,628</b>	<b>10,060</b>	<b>11,371</b>	<b>13,244</b>	<b>15,312</b>
税前利润	1,259	1,819	2,249	2,843	3,486	4,181							
利润率	36.5%	39.7%	40.9%	42.6%	43.5%	44.2%							
所得税	-302	-433	-541	-684	-838	-1,006							
所得税率	24.0%	23.8%	24.1%	24.1%	24.1%	24.1%							
净利润	957	1,387	1,708	2,159	2,648	3,176							
少数股东损益	4	5	3	5	6	7							
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>953</b>	<b>1,382</b>	<b>1,705</b>	<b>2,154</b>	<b>2,642</b>	<b>3,169</b>							
净利率	27.6%	30.2%	31.0%	32.3%	32.9%	33.5%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	957	1,387	1,708	2,159	2,648	3,176	<b>每股指标</b>						
少数股东损益	4	5	3	5	6	7	每股收益	1.19	1.73	2.13	2.69	3.30	3.96
非现金支出	175	208	215	217	224	239	每股净资产	6.43	7.46	8.66	10.20	12.06	14.22
非经营收益	-33	-105	-43	-80	-84	-92	每股经营现金净流	0.91	1.90	2.30	2.01	2.99	3.60
营运资金变动	-371	28	-41	-686	-397	-446	每股股利	0.70	0.70	0.90	1.15	1.45	1.80
<b>经营活动现金净流</b>	<b>729</b>	<b>1,517</b>	<b>1,840</b>	<b>1,610</b>	<b>2,390</b>	<b>2,877</b>	<b>回报率</b>						
资本开支	-207	-251	-405	-253	-222	-292	净资产收益率	18.54%	23.17%	24.61%	26.39%	27.39%	27.86%
投资	275	-1,146	-442	-300	-500	-600	总资产收益率	12.92%	16.02%	16.95%	18.94%	19.95%	20.70%
其他	81	65	80	75	80	85	投入资本收益率	16.93%	21.31%	23.32%	24.94%	25.99%	26.55%
<b>投资活动现金净流</b>	<b>149</b>	<b>-1,332</b>	<b>-767</b>	<b>-478</b>	<b>-642</b>	<b>-807</b>	<b>增长率</b>						
股权募资	0	0	4	0	0	0	主营业务收入增长率	-8.60%	32.58%	20.29%	21.30%	20.12%	17.83%
债权募资	0	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	-0.30%	45.46%	27.51%	25.75%	22.93%	20.29%
其他	-561	-562	-728	-920	-1,160	-1,440	净利润增长率	2.47%	44.96%	23.38%	26.33%	22.64%	19.95%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-561</b>	<b>-562</b>	<b>-724</b>	<b>-920</b>	<b>-1,160</b>	<b>-1,440</b>	总资产增长率	5.92%	16.89%	16.60%	13.03%	16.47%	15.61%
<b>现金净流量</b>	<b>317</b>	<b>-376</b>	<b>348</b>	<b>212</b>	<b>588</b>	<b>630</b>	<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	5.5	4.2	3.1	3.0	3.0	3.0
							存货周转天数	919.8	800.7	778.5	770.0	760.0	750.0
							应付账款周转天数	170.6	136.8	124.0	120.0	110.0	100.0
							固定资产周转天数	183.0	133.1	115.7	91.7	72.5	57.7
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-37.59%	-35.87%	-47.86%	-46.75%	-50.75%	-53.78%
							EBIT 利息保障倍数	-270.8	-548.5	-1,508.8	-145.9	-135.7	-119.0
							资产负债率	30.07%	30.61%	30.76%	27.84%	26.81%	25.36%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-06-16	增持	60.88	76.06~76.06
2	2022-08-28	增持	56.64	N/A
3	2022-10-30	增持	50.59	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402