

2023年04月25日

洞藏系列维持高增，看好中长期结构升级

迎驾贡酒(603198)

评级:	买入	股票代码:	603198
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	74.48/44.89
目标价格:		总市值(亿)	487.04
最新收盘价:	60.88	自由流通市值(亿)	487.04
		自由流通股数(百万)	800.00

事件概述

公司发布2022年年报及2023年一季报，22年公司实现营业总收入55.05亿元，同比+19.6%；归母净利润17.05亿元，同比+23.0%。其中，22Q4公司实现营业总收入16.13亿元，同比+15.4%；归母净利润5.02亿元，同比+18.5%。23Q1公司实现营业总收入19.16亿元，同比+21.1%；归母净利润7.00亿元，同比+26.6%。符合市场预期。

分析判断:

► 中高档酒维持高增速，普通白酒在疫情影响褪去后增速环比修复

分产品来看，22FY/22Q4/23Q1中高档白酒分别实现收入39.28/11.44/15.14亿元，同比+27.6%/+19.5%/+22.3%，我们预计洞藏系列有望以超过中高档整体的增速增长，在100-300元价格带势能凸显。22年中高档白酒吨价同比+6.3%，我们认为主要为洞藏系列占比提高拉动产品结构上升。22FY/22Q4/23Q1普通白酒分别实现收入12.69/3.91/3.19亿元，分别同比+3.5%/+6.3%/+20.0%，22年普通白酒吨价同比+1.3%，我们认为在疫情影响褪去后，大众消费价格带动销和批价均有恢复，带动普通白酒增速环比修复。

分区域来看，22FY/22Q4/23Q1省内分别同比+25.7%/15.3%/30.3%，省外分别同比+12.2%/+17.0%/+2.9%，我们判断春节期间徽酒动销恢复速度超过省外其他地区，23Q1高增长主要为省内动销拉动。22年省内/省外吨价分别同比+12.3%/+3.7%，我们认为洞藏系列在省内放量，产品结构提升为吨价主要拉力。

22Q4/23Q1合同负债分别2.42/4.68亿元，同比+15.0%/+13.9%，公司合同负债增速稳定，与春节白酒淡季交替行业波动相仿；销售收现分别24.45/19.46亿元，同比+16.8%/20.5%，与收入增速基本保持一致；经营活动现金流净额分别6.04/4.89亿元，同比-8.7%/-8.0%，主因购买商品、接受劳务支付的现金和各项税费支出增加，公司整体现金流基本保持平稳。

► 结构支撑整体毛利率提升，规模效应提高整体盈利能力

22FY/22Q4毛利率分别68.0%/66.7%，分别同比+0.5%/+1.4%；其中22FY中高档酒/普通白酒毛利率分别同比+0.2/-3.2pct，我们认为产品结构升级支撑公司全年毛利率上行。23Q1毛利率71.2%，同比-0.2pct，我们认为主因普通白酒动销恢复占比提升导致。22FY/22Q4/23Q1销售费用率分别9.2%/9.3%/6.4%，分别同比-0.5/-0.0/-1.4pct；管理费用率分别3.5%/3.1%/3.6%，分别同比0.9/-1.4/-0.5pct。公司销售费用支出同比+13.2%略有增加，管理费用率稳中有降，费用率下滑主因规模效应下费用率的优化。综合来看，22FY/22Q4/23Q1净利率分别31.0%/30.9%/36.7%，分别同比+0.7/+0.8/+1.7pct。

► 深耕省内渠道，开始文化迎驾元年，我们认为洞藏系列有望维持高增长

22年省内/省外经销商数量分别689/645家，分别同比+46/+13家，我们认为安徽省内经济支撑+白酒消费升级需求有望支撑中高档白酒发展空间，公司以大本营六安市为中心，向皖北、皖西、淮南等其他地区深耕渠道。以文化迎驾的“美丽迎驾、智慧迎驾、文化迎驾、幸福迎驾”开启迎驾文化元年，构建高端文化礼仪品牌地位，提升品牌形象。中长期持续看好以安徽省大本营为基础的泛全国化品牌文化输出和安徽务工人员带动的泛安徽省渠道布局，看好以“生态洞藏”为核心的洞藏系列产品的持续放量增长，并带动公司整体结构升级、量价齐升。

投资建议

根据公司年报调整盈利预测，预计 23-24 年营业收入由 67.6/81.5 亿元调整至 67.1/79.9 亿元，新增 25 年营业收入 93.6 亿元；归母净利润由 21.7/26.9 亿元下调至 21.2/25.9 亿元，新增 25 年归母净利润 31.2 亿元；23-24 年 EPS 由 2.71/3.36 元下调至 2.65/3.24 元，新增 25 年 EPS 3.90 元，2023 年 4 月 25 日收盘价 60.88 元对应 PE 分别 23/19/16 倍，维持买入评级。

风险提示

经济复苏情况不及预期，市场竞争加剧，食品安全问题等

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,604	5,505	6,706	7,987	9,355
YoY (%)	33.4%	19.6%	21.8%	19.1%	17.1%
归母净利润(百万元)	1,387	1,705	2,122	2,593	3,117
YoY (%)	45.4%	23.0%	24.4%	22.2%	20.2%
毛利率 (%)	67.5%	68.0%	69.0%	69.9%	70.6%
每股收益 (元)	1.73	2.13	2.65	3.24	3.90
ROE	23.0%	24.6%	26.2%	27.3%	27.9%
市盈率	35.19	28.58	22.95	18.79	15.63

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

联系人：王厚

邮箱：wanghou@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	5,505	6,706	7,987	9,355	净利润	1,708	2,129	2,601	3,126
YoY (%)	19.6%	21.8%	19.1%	17.1%	折旧和摊销	215	226	236	260
营业成本	1,760	2,077	2,404	2,751	营运资金变动	-41	-287	-34	-499
营业税金及附加	826	1,006	1,198	1,403	经营活动现金流	1,840	1,977	2,698	2,764
销售费用	505	614	727	842	资本开支	-405	-633	-415	-458
管理费用	191	268	304	327	投资	-442	-200	-200	-200
财务费用	-1	-2	-3	-5	投资活动现金流	-767	-728	-495	-518
研发费用	61	77	92	108	股权募资	4	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	76	105	120	140	筹资活动现金流	-724	-960	-1,200	-1,440
营业利润	2,281	2,817	3,439	4,132	现金净流量	348	289	1,003	806
营业外收支	-31	-15	-17	-19	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
利润总额	2,249	2,801	3,422	4,113	成长能力				
所得税	541	672	821	987	营业收入增长率	19.6%	21.8%	19.1%	17.1%
净利润	1,708	2,129	2,601	3,126	净利润增长率	23.0%	24.4%	22.2%	20.2%
归属于母公司净利润	1,705	2,122	2,593	3,117	盈利能力				
YoY (%)	23.0%	24.4%	22.2%	20.2%	毛利率	68.0%	69.0%	69.9%	70.6%
每股收益	2.13	2.65	3.24	3.90	净利率	31.0%	31.6%	32.5%	33.3%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率 ROA	16.9%	18.5%	19.6%	20.6%
货币资金	1,137	1,426	2,429	3,235	净资产收益率 ROE	24.6%	26.2%	27.3%	27.9%
预付款项	7	11	11	13	偿债能力				
存货	4,010	4,644	5,104	5,898	流动比率	2.62	2.74	2.92	3.22
其他流动资产	2,616	2,716	2,821	2,932	速动比率	1.16	1.22	1.45	1.64
流动资产合计	7,771	8,796	10,365	12,078	现金比率	0.38	0.44	0.68	0.86
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	30.8%	29.1%	27.8%	25.7%
固定资产	1,746	2,226	2,434	2,637	经营效率				
无形资产	174	174	174	174	总资产周转率	0.59	0.62	0.65	0.66
非流动资产合计	2,290	2,683	2,846	3,028	每股指标 (元)				
资产合计	10,060	11,479	13,212	15,106	每股收益	2.13	2.65	3.24	3.90
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	8.66	10.11	11.85	13.95
应付账款及票据	901	891	1,063	1,064	每股经营现金流	2.30	2.47	3.37	3.45
其他流动负债	2,064	2,324	2,482	2,690	每股股利	1.10	1.20	1.50	1.80
流动负债合计	2,964	3,214	3,546	3,753	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	28.58	22.95	18.79	15.63
其他长期负债	130	130	130	130	PB	7.25	6.02	5.14	4.36
非流动负债合计	130	130	130	130					
负债合计	3,094	3,344	3,676	3,883					
股本	800	800	800	800					
少数股东权益	37	45	53	62					
股东权益合计	6,966	8,135	9,536	11,222					
负债和股东权益合计	10,060	11,479	13,212	15,106					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券研究所执行所助、食品饮料行业首席分析师，2021 年新浪金麒麟新锐分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团 7 年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

任从尧：11 年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020 年 7 月加入华西证券食品饮料组。

王厚：华西证券食品饮料行业研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020 年加入华西证券研究所。

吴越：华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2 年苏酒渠道公司销售工作经历，2022 年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。