

迎驾贡酒(603198)

报告日期: 2023年08月02日

洞藏带动结构上行, Q2 业绩弹性可期

——迎驾贡酒更新点评报告

投资要点

- **结构稳步上行, Q2 业绩弹性可期。**公司产品结构持续升级, 洞藏系列完成中高端价位带布局, 顺应次高端市场扩容趋势, 主流产品充分受益省内大众消费表现优异。公司全年目标营收 66 亿元(+20%), 其中白酒目标营收/净利润 62.89/20.84 亿元(+21%/+22%), 我们认为在洞藏持续发力下全年目标可达度较高, 预计公司 23Q2 整体营收/净利润增速为 28%/30%, 业绩弹性可期。
- **产品战略: 聚焦洞藏系列, 推动销售额增长**
公司重点发力洞藏系列(我们预计全年 30 亿目标下收入占比>45%), 主销中端洞 6/9(定位 300 元以下中低端价格带, 我们预计今年销量占比 80-85%), 主推次高端洞 16/洞 20(定位 300 元以上价格带, 承接中档酒消费升级, 我们预计今年销量占比 15-20%), 在销售团队、经销商、网点和考核方面都进行独立运营, 并推出高端产品大师版, 形成中高端价位带递进式布局, 内部制定年销售额目标 30 亿元。
- **营销战略: 文化赋能提升品牌, C 端战略拉动销量**
①品牌方面, 公司将 23 年设立为文化迎驾元年, 提出文化迎驾战略并设立三大中心, 助力实现高端化目标。公司今年重点聚焦洞 16/洞 20, 我们预计目标增速高于洞藏平均水平。同时, 公司坚持打造生态白酒文化, 强调生态健康优势, 利用文化提升品牌势能成效显著, 今年 7 月在首届生态品牌论坛中以《#醉美酒乡生态溯源#营销项目》入选“品牌营销案例 Top50”。②销售方面, 公司持续发力团购/宴席/烟酒等核心终端, 针对婚宴/升学宴/消费者红包扫码进行费用投放。公司于今年开启买酒赠票的演唱会模式, 5 月和 7 月分别于合肥和六安成功举办“迎驾洞藏巨星演唱会”, 在强调品牌提升的同时实现区域市场的销量拉动, 并推动开瓶率提升。
- **渠道战略: 渠道持续下沉, 市场向省外拓展**
公司通过“1+1+N”的深度分销模式深耕省内县区以下市场, 23 年增加对成熟市场空白网点铺货率, 在省内已基本实现对终端门店的全覆盖。市场布局方面, 公司整体上从省内向省外拓展, 聚焦核心市场, 开发弱势市场, 省内以合六淮为中心辐射全省; 省外分板块深耕并建立样板市场, 积极导入洞藏系列。目前, 公司省内收入占比近 70%, 省外市场稳步推进, 我们预计南京、盐城等地表现较好。
- **后续超预期点: 产品结构优化升级或带动 Q2 及全年业绩超预期, C 端运营或提高动销水平, 市场开拓或进展顺利。**基于洞藏系列量价表现良好+安徽省内主流价位带提升+促销活动拉动销量+终端网点覆盖率提升+省内市场增速较快, 我们预计公司 Q2 业绩弹性可期, 23 年利润端或有弹性表现。全年看, 公司或有两大超预期点:
 - **→超预期点一: “洞藏”系列持续放量, 或带动公司 Q2 业绩超预期。**
市场认为:受商务消费及中产消费恢复缓慢影响, 今年市场担忧高库存低批价, 且徽酒内部竞争激烈, 洞藏高增可能无法持续。
我们认为:安徽作为白酒产销大省, 宴席市场恢复表现优于全国水平, 行业扩容及结构升级趋势延续。①公司主销的洞 6、洞 9 定位 300 元以下价位带, 为安徽目前主流价格带, 在今年次高端相对承压的背景下充分受益大众消费升级。且凭借前两年的消费者培育, 洞 6/洞 9 的消费心智领先于同价位带新品, 增长势能仍延续; ②公司主推的洞 16、洞 20 定价 300 元以上价格带, 瞄准安徽白酒消费潜力价格带, 承接商务宴请需求, 自点率得到逐步提升。尽管短期该价位带增速放缓, 但随着安徽加速融入长三角, 省内经济环境优化, 行业消费升级趋势仍将延续。中长期来看, 我们认为次高端仍将是增速最快的价格带, 300-800 元作为安徽省内升级变迁的价格带, 有较大发展空间; ③整体来看, 洞藏系列产品在价位带上呈现递进关系, 多价位带布局实现协同增长。公司营收主体为中高端产品

投资评级: 买入(维持)

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

研究助理: 潘俊汝
panjunru@stocke.com.cn

研究助理: 张家祯
zhangjiazhen@stocke.com.cn

基本数据

| | |
|----------|-----------|
| 收盘价 | ¥ 69.10 |
| 总市值(百万元) | 55,280.00 |
| 总股本(百万股) | 800.00 |

股票走势图



相关报告

- 1 《省内收入占比提升, 结构向上趋势不改》 2023.04.28
- 2 《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
- 3 《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

(22年销售占比超75%)，随着中高端市场持续扩容，洞藏系列占比提升将驱动业绩持续增长。

□ → 超预期点二：省内皖北皖南双向拓展，省外区域加速扩张

市场认为：安徽省内竞争激烈市场增量有限，省外市场拓展阻力较大。

我们认为：公司作为徽酒代表企业之一，在省内深耕多年，形成了以合肥、六安为核心的大本营市场。①省内市场：在安徽省白酒消费扩容的背景之下，公司从大本营区域不断向皖北、皖南区域扩展。皖北地区已经形成一定的市场优势，皖南地区发展空间广阔。我们认为，省内渠道仍有增量空间，随着公司的品牌力与知名度不断提升，渠道布局日益精进，省内有望实现全面布局，带动市占率进一步提升。②省外市场：公司省外市场拓展顺利，通过主推洞藏系列+完成省外区域布局，并新建项目提高产能支撑市场拓展需求。公司设有安徽&江苏直营中心以及普酒分公司/电商公司，目前省外销售仍以金星、银星百年迎驾等老品为主，主推的洞藏系列占比不大，未来随着洞藏系列的导入，看好后续省外市场成为第二增长极。

□ 盈利预测与估值

我们看好迎驾贡酒利润超预期释放逻辑：在洞藏系列持续放量+省内持续深耕+省外区域拓展加速+C端营销力度加大带动动销的背景下，预计2023-2025年公司收入增速分别为22.17%、18.87%、18.65%；归母净利润增速分别为24.25%、22.19%、20.58%；对应23年PE 26X，维持买入评级。

□ 催化剂：洞藏系列动销表现超预期；省内中高端市场扩容超预期；省外市场扩张超预期；营销活动促销效果超预期。

□ 风险提示：1、白酒整体动销恢复不及预期；2、洞藏推广不及预期；3、市场拓展不及预期；4、消费升级不及预期。

财务摘要

| (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 5505.3 | 6725.7 | 7994.9 | 9485.9 |
| (+/-) (%) | 20.29% | 22.17% | 18.87% | 18.65% |
| 归母净利润 | 1705.1 | 2118.7 | 2588.8 | 3121.5 |
| (+/-) (%) | 24.25% | 24.25% | 22.19% | 20.58% |
| 每股收益(元) | 2.13 | 2.65 | 3.24 | 3.90 |
| P/E | 32.42 | 26.09 | 21.35 | 17.71 |

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 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 7771 | 9361 | 12004 | 15422 |
| 现金 | 1137 | 2943 | 4662 | 7507 |
| 交易性金融资产 | 2197 | 1794 | 1995 | 1895 |
| 应收账款 | 45 | 85 | 93 | 110 |
| 其它应收款 | 11 | 11 | 14 | 17 |
| 预付账款 | 7 | 11 | 10 | 12 |
| 存货 | 4010 | 4024 | 4677 | 5411 |
| 其他 | 364 | 494 | 553 | 470 |
| 非流动资产 | 2290 | 2668 | 2906 | 2947 |
| 金融资产类 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 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 | 185 | 195 | 179 |
| 资产总计 | 10060 | 12029 | 14910 | 18369 |
| 流动负债 | 2964 | 2768 | 3010 | 3272 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 901 | 972 | 1055 | 1247 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 2064 | 1797 | 1954 | 2024 |
| 非流动负债 | 130 | 137 | 135 | 134 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 130 | 137 | 135 | 134 |
| 负债合计 | 3094 | 2905 | 3145 | 3406 |
| 少数股东权益 | 37 | 76 | 129 | 206 |
| 归属母公司股东权益 | 6929 | 9047 | 11636 | 14758 |
| 负债和股东权益 | 10060 | 12029 | 14910 | 18369 |

现金流量表

| (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 1840 | 1818 | 2165 | 2795 |
| 净利润 | 1708 | 2158 | 2642 | 3198 |
| 折旧摊销 | 215 | 133 | 146 | 158 |
| 财务费用 | (1) | (30) | (56) | (91) |
| 投资损失 | (76) | (74) | (74) | (74) |
| 营运资金变动 | 893 | (357) | 175 | 326 |
| 其它 | (899) | (12) | (667) | (722) |
| 投资活动现金流 | (767) | (42) | (502) | (40) |
| 资本支出 | (172) | (491) | (335) | (167) |
| 长期投资 | 1 | 2 | (0) | (1) |
| 其他 | (596) | 446 | (167) | 128 |
| 筹资活动现金流 | (724) | 30 | 56 | 91 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | (724) | 30 | 56 | 91 |
| 现金净增加额 | 348 | 1806 | 1720 | 2845 |

利润表

| (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 5505 | 6726 | 7995 | 9486 |
| 营业成本 | 1760 | 1766 | 2053 | 2375 |
| 营业税金及附加 | 826 | 1009 | 1199 | 1423 |
| 营业费用 | 505 | 861 | 991 | 1176 |
| 管理费用 | 191 | 282 | 320 | 365 |
| 研发费用 | 61 | 75 | 89 | 105 |
| 财务费用 | (1) | (30) | (56) | (91) |
| 资产减值损失 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 公允价值变动损益 | 2 | 6 | 6 | 5 |
| 投资净收益 | 76 | 74 | 74 | 74 |
| 其他经营收益 | 40 | 31 | 33 | 35 |
| 营业利润 | 2281 | 2873 | 3511 | 4245 |
| 营业外收支 | (31) | (32) | (33) | (34) |
| 利润总额 | 2249 | 2841 | 3478 | 4211 |
| 所得税 | 541 | 683 | 837 | 1013 |
| 净利润 | 1708 | 2158 | 2642 | 3198 |
| 少数股东损益 | 3 | 39 | 53 | 77 |
| 归属母公司净利润 | 1705 | 2119 | 2589 | 3122 |
| EBITDA | 2447 | 2944 | 3567 | 4278 |
| EPS (最新摊薄) | 2.13 | 2.65 | 3.24 | 3.90 |

主要财务比率

| | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 20.29% | 22.17% | 18.87% | 18.65% |
| 营业利润 | 25.83% | 25.98% | 22.22% | 20.90% |
| 归属母公司净利润 | 24.25% | 24.25% | 22.19% | 20.58% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 68.02% | 73.74% | 74.32% | 74.96% |
| 净利率 | 31.03% | 32.08% | 33.04% | 33.72% |
| ROE | 26.33% | 26.34% | 24.79% | 23.36% |
| ROIC | 24.47% | 23.59% | 22.33% | 21.20% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 30.76% | 24.15% | 21.09% | 18.54% |
| 净负债比率 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 流动比率 | 2.62 | 3.38 | 3.99 | 4.71 |
| 速动比率 | 1.27 | 1.93 | 2.43 | 3.06 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.59 | 0.61 | 0.59 | 0.57 |
| 应收账款周转率 | 116.31 | 108.30 | 98.91 | 106.72 |
| 应付账款周转率 | 2.94 | 2.58 | 2.72 | 2.79 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 2.13 | 2.65 | 3.24 | 3.90 |
| 每股经营现金 | 2.30 | 2.27 | 2.71 | 3.49 |
| 每股净资产 | 8.66 | 11.31 | 14.55 | 18.45 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 32.47 | 26.13 | 21.38 | 17.73 |
| P/B | 7.99 | 6.12 | 4.76 | 3.75 |
| EV/EBITDA | 19.18 | 17.22 | 13.69 | 10.79 |

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>