

2021年09月25日

证券研究报告·公司动态跟踪报告

迎驾贡酒(603198) 食品饮料

买入(维持)

当前价: 53.98元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

洞藏放量超预期, 中长期空间打开

投资要点

- **事件:** 近期公司承办以“绿色低碳·循环发展”为主题的第三届中国生态白酒高峰论坛, 国内知名酒类研究学者、酿酒行业专家、企业技术负责人等参会并进行主题报告。
- **推荐逻辑:** 1、徽酒主流价格带已升至 200 元左右, 且省内消费升级势头依旧强劲, 公司主销的洞 6、洞 9 契合此价格带, 将充分享受徽酒消费升级红利。2、洞藏系列具有品质突出、渠道推力强的竞争优势, 聚焦培育下 2019 年起展露锋芒, 20 年疫情冲击下增速 40% 左右, 21H1 上半年超预期放量, 占比提升至 30% 以上, 产品结构加速升级。3、短期来看, 受益于 22 年春节提前和洞藏爆发式增长, 预计 21H2 利润增速 30% 以上, 业绩爆发力十足; 中长期来看, 洞藏内部结构升级链条足够长, 重点培育的洞 16、洞 20 有望接棒发力, 受益于大单品的成功培育, 公司增长速度、质量和可持续性实质提升, 中长期空间打开。
- **品质突出&渠道推力足, 具备较强竞争优势。** 1、依托天然水源和独特的山区气候环境, 洞藏系列品质口感突出, 性价比优势明显。公司五位一体的生态酿酒理念获得市场和消费者的高度好评, 充分顺应当前健康消费潮流。2、生态洞藏推出时间稍晚于竞品, 产品生命周期还处在较早阶段, 消费者新鲜感更强; 此外, 洞藏系列终端铺货尚不充分, 渠道价格体系尚不透明, 渠道利润显著领先于同价位竞品。3、迎驾在安徽、江苏等市场深耕多年, 具有较好的品牌、经销商和消费者基础, 自 2015 年底推出生态洞藏系列以来, 公司将营销和渠道资源向洞藏系列大力倾斜, 在优秀的管理团队的聚焦培育下, 洞藏系列实现连续高增长。
- **四大变化边际向好, 洞藏持续高增长可期。** **变化一:** 徽酒市场容量大且格局分散, 省内消费升级势不可挡, 公司将尽享市场扩容和份额集中红利; 此外, 伴随着古井将重心放至古 20 与全国化扩张, 口子窖仍处在调整之中, 较好的外部环境有利于公司快速发展。 **变化二:** 上半年洞 9 体量快速提升, 洞 16、洞 20 亦实现高速放量, 产品结构加速升级; 当前公司将高空宣传和地面推广资源向洞 16、洞 20 倾斜, 内部独立出高端酒事业部, 坚定不移发力次高端产品, 不断提升品牌高度。 **变化三:** 经过几年的高空宣传和终端推广, 洞藏系列铺市率和消费者认可度稳步提升, 当前在六安、合肥等市场, 洞藏系列已普遍走进婚宴、家宴等主流消费场景, 消费者自点率和复购率稳步提升; 此外, 伴随着洞藏系列的放量, 公司在阜阳、铜陵、安庆等市场有序导入洞藏系列产品, 招商的质量和节奏明显加快, 渠道经营正循环已然确立。 **变化四:** 公司致力于打造进攻学习型营销团队, 一方面强化销售团队业务培训、加大后备销售干部培养力度; 另一方面加大对业务团队的激励力度, 21 年公司开始重视过程考核, 将实际销量作为绩效考核的重要指标, 且提高超额完成指标的激励力度, 一线业务员积极性和战斗力提升明显。
- **短期看洞藏高速放量, 21H2 业绩爆发力十足。** 1、上莞奔雅剧和二季度疫情扰动的背景下, 公司依旧实现靓丽增长, 高速放量势不可挡。2、二季度疫情对宴席市场有所抑制, 叠加 22 年春节相对较早, 返乡人员较去年或将大幅增

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
 执业证号: S1250513110001
 电话: 023-63786049
 邮箱: zhz@swsc.com.cn

联系人: 王书龙
 电话: 023-63786049
 邮箱: wsl@swsc.com.cn

联系人: 夏霖
 电话: 021-58351959
 邮箱: xialj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	8.00
流通 A 股(亿股)	8.00
52 周内股价区间(元)	20.24-57.17
总市值(亿元)	438.96
总资产(亿元)	70.27
每股净资产(元)	6.47

相关研究

1. 迎驾贡酒(603198):洞藏放量升级提速, 21Q2 业绩大超预期 (2021-08-25)
2. 迎驾贡酒(603198):产品结构加速升级, 看好全年高弹性 (2021-04-25)
3. 迎驾贡酒(603198):结构优化洞藏放量, 业绩超预期 (2021-01-27)
4. 迎驾贡酒(603198):品牌、产品、渠道齐发力, 生态洞藏锋芒初现 (2020-11-25)



加，下半年婚宴、家宴等主流消费补办较多，业绩爆发力十足。3、当前洞藏系列正处在品牌势能加速释放阶段，洞 9 及以上产品有望延续高增长，占比亦将快速提升，带动毛利率大幅提升，预计公司 21H2 利润增速 30%以上，业绩爆发力十足。

- **中长期看次高端接棒发力，打开未来发展空间。**1、整体来看，洞藏系列还处于产品生命周期较早阶段，上半年洞 9 体量和占比快速提升，增速显著领先洞 6，洞 16、洞 20 体量虽小但增速较快；在公司重点培育下，洞 16、洞 20 有望接棒发力，未来产品结构升级链条足较长。2、即便在消费升级领先的合肥市场，公司仍有相当比例的终端网点尚未开拓深耕；在淮北、宿州、皖北、盐城、南京等市场，洞藏系列还处在市场培育和渠道导入的早期阶段，未来洞藏系列在省内、省外招商布局和渠道下沉空间足够广阔。3、从中长期维度看，参照苏酒市场，徽酒消费升级是长期趋势，在行业挤压式增长的大背景下，能够站稳更高价格带的品牌数量将单调递减。得益于洞藏系列大单品的成功培育，公司未来增长速度、质量和可持续性实质提升，中长期发展空间打开。
- **盈利预测与投资建议。**预计未来三年归母净利润复合增速 29%左右，预计 2021-2023 年 EPS 分别为 1.75 元、2.15 元、2.57 元，对应动态 PE 分别为 31 倍、25 倍、21 倍。徽酒升级是长期趋势，洞藏放量趋势已成，业绩弹性将持续释放，维持“买入”评级。
- **风险提示：**经济大幅下滑风险、市场开拓或不及预期。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3452.05	4314.22	4908.71	5543.31
增长率	-8.60%	24.98%	13.78%	12.93%
归属母公司净利润(百万元)	953.39	1401.48	1719.73	2059.87
增长率	2.47%	47.00%	22.71%	19.78%
每股收益 EPS(元)	1.19	1.75	2.15	2.57
净资产收益率 ROE	18.54%	23.81%	25.96%	27.53%
PE	45	31	25	21
PB	8.40	7.35	6.53	5.78

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3452.05	4314.22	4908.71	5543.31	净利润	957.02	1404.88	1724.34	2065.60
营业成本	1134.53	1266.87	1315.97	1370.85	折旧与摊销	174.73	149.59	154.83	160.41
营业税金及附加	520.49	647.13	736.31	831.50	财务费用	-4.30	-6.28	-8.71	-12.83
销售费用	420.19	427.11	456.51	487.81	资产减值损失	-0.11	0.00	0.00	0.00
管理费用	171.56	189.83	196.35	205.10	经营营运资本变动	-639.08	-581.56	-32.58	-39.32
财务费用	-4.30	-6.28	-8.71	-12.83	其他	240.51	-73.28	-73.54	-74.20
资产减值损失	-0.11	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	728.76	893.35	1764.33	2099.65
投资收益	75.46	75.00	75.00	75.00	资本支出	22.53	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	3.03	-1.72	-1.46	-0.80	其他	126.12	73.28	73.54	74.20
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	148.65	-26.72	-26.46	-25.80
营业利润	1272.37	1862.84	2285.82	2735.09	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-13.04	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1259.34	1862.84	2285.82	2735.09	股权融资	1.00	0.00	0.00	0.00
所得税	302.32	457.96	561.48	669.48	支付股利	-560.00	-667.37	-981.03	-1203.81
净利润	957.02	1404.88	1724.34	2065.60	其他	-1.76	6.28	8.71	12.83
少数股东损益	3.63	3.40	4.61	5.73	筹资活动现金流净额	-560.76	-661.09	-972.32	-1190.98
归属母公司股东净利润	953.39	1401.48	1719.73	2059.87	现金流量净额	316.65	205.54	765.55	882.88
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1153.88	1359.43	2124.98	3007.85	成长能力				
应收和预付款项	73.67	90.53	101.72	113.70	销售收入增长率	-8.60%	24.98%	13.78%	12.93%
存货	3019.53	3371.78	3502.46	3648.52	营业利润增长率	0.57%	46.41%	22.71%	19.65%
其他流动资产	1101.92	1125.74	1172.50	1222.42	净利润增长率	2.73%	46.80%	22.74%	19.79%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	1.61%	39.05%	21.22%	18.53%
投资性房地产	7.06	7.06	7.06	7.06	获利能力				
固定资产和在建工程	1762.66	1733.65	1702.24	1668.11	毛利率	67.13%	70.63%	73.19%	75.27%
无形资产和开发支出	115.50	98.13	77.91	54.84	三费率	17.02%	14.15%	13.12%	12.27%
其他非流动资产	147.07	143.87	140.66	137.46	净利率	27.72%	32.56%	35.13%	37.26%
资产总计	7381.29	7930.17	8829.53	9859.95	ROE	18.54%	23.81%	25.96%	27.53%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	12.97%	17.72%	19.53%	20.95%
应付和预收款项	1483.92	1746.11	1896.63	2059.08	ROIC	30.31%	37.29%	42.04%	49.79%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	41.80%	46.50%	49.54%	52.00%
其他负债	735.72	284.89	290.42	296.61	营运能力				
负债合计	2219.63	2031.00	2187.06	2355.69	总资产周转率	0.48	0.56	0.59	0.59
股本	800.00	800.00	800.00	800.00	固定资产周转率	2.15	2.55	3.04	3.59
资本公积	1303.53	1303.53	1303.53	1303.53	应收账款周转率	66.26	67.72	64.89	64.66
留存收益	3038.59	3772.70	4511.39	5367.45	存货周转率	0.40	0.40	0.38	0.38
归属母公司股东权益	5142.12	5876.23	6614.93	7470.98	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.65%	—	—	—
少数股东权益	19.53	22.93	27.54	33.28	资本结构				
股东权益合计	5161.65	5899.16	6642.47	7504.26	资产负债率	30.07%	25.61%	24.77%	23.89%
负债和股东权益合计	7381.29	7930.17	8829.53	9859.95	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.57	3.15	3.38	3.61
					速动比率	1.12	1.36	1.66	1.96
					股利支付率	58.74%	47.62%	57.05%	58.44%
					每股指标				
					每股收益	1.19	1.75	2.15	2.57
					每股净资产	6.43	7.35	8.27	9.34
					每股经营现金	0.91	1.12	2.21	2.62
					每股股利	0.70	0.83	1.23	1.50
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	1442.80	2006.15	2431.94	2882.66					
PE	45.30	30.81	25.11	20.96					
PB	8.40	7.35	6.53	5.78					
PS	12.51	10.01	8.80	7.79					
EV/EBITDA	28.49	20.39	16.50	13.62					
股息率	1.30%	1.55%	2.27%	2.79%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	朱晓玲	高级销售经理	18516182077	18516182077	zxl@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn