

2021年12月21日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

迎驾贡酒 (603198) : 洞藏势能已起，业绩释放有望持续

推荐 (首次)

投资要点

分析师：孙山山
执业证书编号：S1050521110005
邮箱：sunss@cfsc.com.cn

基本数据 2021-12-21

当前股价 (元)	73.26
总市值 (亿元)	586.1
总股本 (百万股)	800.0
流通股本 (百万股)	800.0
52周价格范围 (元)	26.53-77.5
日均成交额 (百万元)	635.9

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

■ 三季度业绩高增，洞藏势能已起

公司2021Q1-Q3营收31.80亿元，同增43%；归母净利润9.62亿元，同增81%；扣非9.12亿元，同增88%。其中2021Q3营收10.95亿元，同增27%；归母净利润3.70亿元，同增86%，扣非3.53亿元，同增97%，三季度继续超预期。经过今年第一、二季度检验，我们认为洞藏系列势能已经形成，公司进入业绩释放期。2021Q1-Q3末合同负债为3.87亿元，环比下降0.12亿元，同增0.47亿元，蓄水池效应初步显现。

■ 泛区域化效果初现，月底有望开启回款

公司毛利率2021Q1-Q3为68.47%，同增3.1pct；其中2021Q3为73.37%，同增10.5pct，系公司产品持续优化所致。产品方面，2021Q3中高档酒营收7.37亿元，同增44%；普通白酒营收2.94亿元，同减1%，我们预计洞藏系列前三季度增速翻倍，占比35%-40%，预计全年洞藏系列销售额超25亿。区域方面，2021Q3省内营收6.14亿元，同增36%；省外营收4.18亿元，同增17%。目前公司省内外营收占比6:4，省外扩张有明显进展，泛区域化效果初现。目前进入12月中旬，我们预计本月中下旬有望开启春节回款，预计回款比例55%以上。

■ 聚焦“223”营销战略，期待公司加快改革进度

当前公司以白酒为主业，全力打造百亿迎驾、百年品牌，努力建成美丽迎驾、智慧迎驾、文化迎驾、快乐迎驾，以“进入白酒行业第一方阵，成为全国知名品牌”为目标。

公司聚焦“223”营销战略：

第一，团队打造上，优化组织架构，加强对储备干部的筛选、培养、考核及管理；优化薪酬方案、激励机制，提升工作效率和管理能力，打造一支进攻学习型团队。

第二，产品管理上，聚焦生态洞藏系列，打造洞藏产品重点市场，洞藏产品市场份额快速提升；稳步提升系列产品价格，有效促进老产品销售回暖；完善经销商产品组合，产品结构得到进一步优化。目前洞藏系列中洞6和洞9占比预计80%左右，洞16和洞20未来3-5年有望快速放量。2020年底推出的迎驾贡酒·大师版，引领洞藏系列，开拓徽酒超高端价格带。

第三，渠道建设上，重点推进渠道重心转移，落实核心网点规划并签约，提高渠道掌控力；针对性匹配烟酒行、宴席、酒店、团购等渠道操作方案；加强经销商各渠道精耕细作，

增加渠道的广度和深度，协调市场均衡发展；提升单店业绩贡献，深挖渠道网点下线资源，重点培育品鉴顾问和消费带头人。公司通过整合资源加速开拓，省内市场基本下沉到区县，江苏市场全面布局到地级市，巩固六安、合肥、南京、上海等市场战略地位。合肥作为安徽省会，公司重点精耕细作，未来有望对全省形成辐射。

■ 盈利预测

当前安徽省内白酒市场呈现出一超多强的格局，市场份额不断向头部品牌集中。我们看好公司洞藏系列高增长带来的产品结构持续优化，预计2021-2023年EPS为1.91/2.39/2.89元，当前股价对应PE分别为38/31/25倍，首次覆盖，给予“推荐”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、疫情拖累消费、洞藏系列增长不及预期、重点区域扩张不及预期等。

预测指标	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入（百万元）	3,452	4,849	5,896	6,947
增长率（%）	15.5%	40.5%	21.6%	17.8%
归母净利润（百万元）	953	1,529	1,914	2,308
增长率（%）	2.5%	60.4%	25.1%	20.6%
摊薄每股收益（元）	1.19	1.91	2.39	2.89
ROE（%）	18.5%	26.3%	28.8%	30.2%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产:					营业收入	3,452	4,849	5,896	6,947
现金及现金等价物	1,154	2,657	3,551	4,370	营业成本	1,135	1,485	1,743	1,993
应收款	62	80	89	95	营业税金及附加	520	718	867	1,014
存货	3,020	3,138	3,217	3,543	销售费用	420	446	548	653
其他流动资产	1,113	1,126	1,170	1,203	管理费用	172	170	200	229
流动资产合计	5,349	6,214	7,240	8,424	财务费用	-4	-8	-11	-13
非流动资产:					研发费用	39	48	59	69
金融类资产	786	786	786	786	费用合计	627	656	797	939
固定资产	1,731	1,635	1,533	1,434	资产减值损失	0	-8	-5	-3
在建工程	32	13	5	2	公允价值变动	3	0	0	0
无形资产	115	110	105	99	投资收益	75	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	1,272	1,998	2,495	3,004
其他非流动资产	154	154	154	154	加: 营业外收入	6	8	10	11
非流动资产合计	2,032	1,912	1,797	1,689	减: 营业外支出	19	1	2	3
资产总计	7,381	8,126	9,037	10,114	利润总额	1,259	2,005	2,503	3,012
流动负债:					所得税费用	302	471	586	702
短期借款	0	0	0	0	净利润	957	1,534	1,917	2,310
应付账款、票据	748	845	929	989	少数股东损益	4	5	4	2
其他流动负债	1,330	1,330	1,330	1,330	归母净利润	953	1,529	1,914	2,308
流动负债合计	2,077	2,175	2,259	2,319					
非流动负债:					主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	142	142	142	142	营业收入增长率	15.5%	40.5%	21.6%	17.8%
非流动负债合计	142	142	142	142	归母净利润增长率	2.5%	60.4%	25.1%	20.6%
负债合计	2,220	2,317	2,401	2,461	盈利能力				
所有者权益					毛利率	67.1%	69.4%	70.4%	71.3%
股本	800	800	800	800	四项费用/营收	18.2%	13.5%	13.5%	13.5%
股东权益	5,162	5,809	6,635	7,653	净利率	27.7%	31.6%	32.5%	33.3%
负债和所有者权益	7,381	8,126	9,037	10,114	ROE	18.5%	26.3%	28.8%	30.2%
现金流量表	2020E	2021E	2022E	2023E	偿债能力				
净利润	957	1534	1917	2310	资产负债率	30.1%	28.5%	26.6%	24.3%
少数股东权益	4	5	4	2	营运能力				
折旧摊销	164	121	115	107	总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7
公允价值变动	3	0	0	0	应收账款周转率	55.6	60.8	66.4	73.0
营运资金变动	-399	-246	-216	-425	存货周转率	0.4	0.7	0.8	0.8
经营活动现金净流量	729	1609	1988	2114	每股数据 (元/股)				
投资活动现金净流量	149	115	109	102	EPS	1.19	1.91	2.39	2.89
筹资活动现金净流量	625	-887	-1091	-1293	P/E	61.5	38.3	30.6	25.4
现金流量净额	1,503	837	1,007	924	P/S	17.0	12.1	9.9	8.4
					P/B	11.4	10.1	8.9	7.7

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 食品饮料组简介

孙山山：经济学硕士，4年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

■ 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

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。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。