

迎驾贡酒

603198

审慎增持 (维持)

洞藏系列恢复高增，省内表现强势

2022年10月29日

市场数据

市场数据日期	2022/10/28
收盘价(元)	50.59
总股本(百万股)	800.00
流通股本(百万股)	800.00
总市值(百万元)	40472.00
流通市值(百万元)	40472.00
净资产(百万元)	6431.91
总资产(百万元)	8911.31
每股净资产(元)	8.04

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《迎驾贡酒中报点评: 上半年增长稳健, 省内表现更佳》
20220828

《迎驾贡酒点评: 洞藏驱动成长, 盈利继续提升》
20220426

《迎驾贡酒业绩快报点评: 业绩符合预期, 洞藏势能向上》
20220315

《迎驾贡酒: 生态洞藏飘香, 势能向上露锋芒》
20220130

分析师:

苏敏

sucheng21@xyzq.com.cn
S0190521120003

郭晓东

guoxiaodong@xyzq.com.cn
S0190521080002

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4577	5634	6781	8143
同比增长	32.6%	23.1%	20.4%	20.1%
归母净利润(百万元)	1382	1772	2178	2657
同比增长	45.0%	28.2%	22.9%	22.0%
毛利率	67.5%	70.1%	71.6%	72.9%
净利率	30.3%	31.8%	32.3%	32.8%
净资产收益率	23.2%	25.3%	26.5%	27.5%
每股收益(元)	1.73	2.22	2.72	3.32
每股经营现金流(元)	1.90	0.74	1.12	1.25

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

事件

迎驾贡酒发布 2022 年三季报, 22Q1-Q3 实现营收 38.92 亿元, 同比+21.42%, 归母净利润 12.03 亿元, 同比+24.92%, 扣非后归母净利润 11.72 亿元, 同比+28.60%; 22Q3 实现营收 13.63 亿元, 同比+23.39%, 归母净利润 4.24 亿元, 同比+13.30%, 扣非后归母净利润 4.25 亿元, 同比+20.38%。

投资要点

- **洞藏系列恢复高增，省内表现强势。**分品牌来看，Q3 中高档营收同增 26.63%，预计洞藏系列恢复高增，其中洞 9、洞 16 增速更快，卡位大众价格带的金银星系列亦有双位数增长；此外，百年迎驾、槽坊系列等普通白酒 Q3 营收同增 19.36%，对比此前 Q1、Q2 的下滑恢复明显。分区域来看，省内营收高增 31.44%表现强势，预计合肥、六安等延续高增，皖北新兴地市快速成长；省外受疫情扰动营收同增 14.51%，环比持续改善。
- **扣非后净利率仍稳健，现金流稳中向好。**22Q3 毛利率同比-4.12pct 至 69.10%，主要系去年同期洞藏爆发式增长基数较高、今年疫后加大货折支持抢抓延续等复苏机会所致。22Q3 税金及附加率同比+0.13pct 至 14.78%，销售费用率同比-1.96pct 至 8.73%，管理费用率同比-0.93pct 至 3.27%，与季度间波动相关。22Q3 扣非后净利率同比-0.78pct 至 31.18%仍稳健。
- **盈利预测与投资建议:** Q3 如期恢复较好增长, Q4 以来疫情虽有一定反复, 但安徽整体疫情防控能力较强, 当前库存低位、价盘平稳, 预计势能仍足, 全年业绩高确定性。中长期徽酒次高端加速扩容, 预计洞 6、洞 9 延续放量趋势, 洞 16、洞 20 有望依托“生态洞藏”理念实现差异化突破, 引领品牌势能持续向上。根据公告我们调整盈利预测, 预计公司 2022-2024 年营收分别为 56.34/67.81/81.43 亿元, 分别同比+23.1%/+20.4%/+20.1%, 归母净利润分别为 17.72/21.78/26.57 亿元, 分别同比+28.2%/+22.9%/+22.0%, 对应 2022/10/28 收盘价, PE 分别为 22.8/18.6/15.2 倍, 维持“审慎增持”评级。

风险提示: 宏观经济不及预期风险; 消费场景恢复不达预期风险。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

洞藏系列恢复高增，省内表现强势

22Q1/22Q2/22Q3 营收分别同比+35.36%/+1.78%/+23.39%，三季度收入恢复，洞藏系列高增、省内表现强势。

- 分品牌来看，单 Q3 中高档营收同增 26.63%，预计洞藏系列恢复高增，其中洞 9、洞 16 增速更快，卡位大众价格带的金银星系列亦有双位数增长；此外，百年迎驾、槽坊系列等普通白酒 Q3 营收同增 19.36%，对比此前 Q1、Q2 的下滑恢复明显。
- 分区域来看，单 Q3 省内营收高增 31.44%表现强势，预计合肥、六安等强势市场延续高增，皖北新兴地市快速成长；省外受疫情扰动，Q3 营收同增 14.51%相对稳健，环比持续改善。
- 从区域招商来看，22Q3 末省内经销商净增 25 家至 673 家，省外经销商净增 22 家 665 家，场景恢复后招商进度有所加快。

扣非后净利率仍稳健，现金流稳中向好

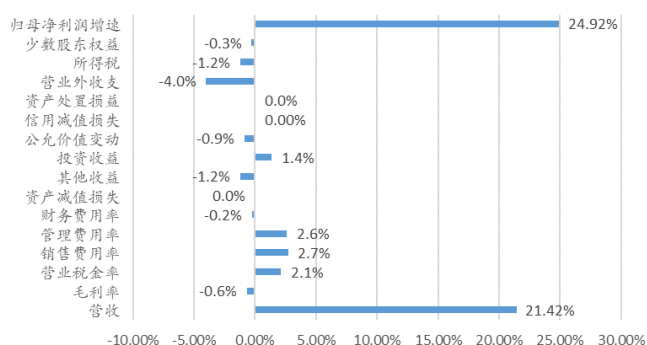
- 22Q3 毛利率同比-4.12pct 至 69.10%，主要系：1) 去年同期洞藏系列爆发式增长，21Q3 毛利率大幅提升致基数偏高；2) 疫情抢抓场景复苏机会，加大货折等支持下洞 9/洞 16 等宴席市场表现亮眼。费用率方面，22Q3 税金及附加率同比+0.13pct 至 14.78%，销售费用率同比-1.96pct 至 8.73%，管理费用率同比-0.93pct 至 3.27%，与季度间波动相关，预计全年将保持相对平稳。此外，22Q3 营业外支出为 0.26 亿元，为部分酿酒车间拆除投入。综合来看，22Q3 净利率同比-2.77pct 至 31.28%，扣非后净利率同比-0.78pct 至 31.18%，扣非后净利率仍稳健。
- 22Q3 末合同负债 4.19 亿元，环增 0.41 亿元/同增 0.32 亿元；22Q3 销售回款 15.62 亿元，同增 28.89%，经营净现金流 6.51 亿元，同增 55.67%，现金流稳中向好。

洞藏势能仍在强化，全年业绩高确定性

- 短期来看，洞藏发力、省内强势下 Q3 恢复较好增长，虽国庆以来疫情有一定反复，但安徽整体疫情防控能力较强，库存低位、价盘平稳，预计 Q4 势能延续，全年业绩高确定性。当前省内六安/合肥/淮南/宿州等发展势头好、并将重点突破皖北，省外江苏重点发力、期待点状突破带动整体省外市场开拓。
- 中长期来看，徽酒次高端加速扩容，迎驾洞藏系列成功起势，预计洞 6、洞 9 延续放量趋势，洞 16、洞 20 有望依托“生态洞藏”理念实现差异化突破，引领品牌势能持续向上。

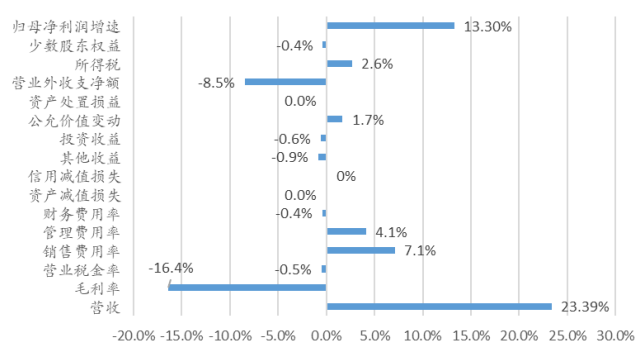
盈利预测与投资建议: Q3 如期恢复较好增长, Q4 以来疫情虽有一定反复, 但安徽整体疫情防控能力较强, 当前库存低位、价盘平稳, 预计势能仍足, 全年业绩高确定性。中长期徽酒次高端加速扩容, 预计洞 6、洞 9 延续放量趋势, 洞 16、洞 20 有望依托“生态洞藏”理念实现差异化突破, 引领品牌势能持续向上。根据公告我们调整盈利预测, 预计公司 2022-2024 年营收分别为 56.34/67.81/81.43 亿元, 分别同比+23.1%/+20.4%/+20.1%, 归母净利润分别为 17.72/21.78/26.57 亿元, 分别同比+28.2%/+22.9%/+22.0%, 对应 2022/10/28 收盘价, PE 分别为 22.8/18.6/15.2 倍, 维持“审慎增持”评级。

图 1、22Q1-Q3 归母净利润增速贡献拆分



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、22Q3 归母净利润增速贡献拆分



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

风险提示: 宏观经济不及预期风险; 消费场景恢复不达预期风险。

附表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	6511	8557	10224	12537
货币资金	757	1408	1356	1629
交易性金融资产	1390	1446	1504	1579
应收票据及应收账款	50	62	78	97
预付款项	6	8	9	12
存货	3499	4828	6469	8410
其他	809	805	807	810
非流动资产	2117	1938	1833	1686
长期股权投资	5	5	5	5
固定资产	1669	1605	1525	1416
在建工程	80	52	44	22
无形资产	118	110	104	98
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	33	23	12	1
其他	213	143	143	143
资产总计	8628	10495	12057	14223
流动负债	2502	3298	3642	4332
短期借款	0	768	902	1476
应付票据及应付账款	713	892	1025	1179
其他	1789	1639	1714	1677
非流动负债	139	139	139	139
长期借款	0	0	0	0
其他	139	139	139	139
负债合计	2641	3437	3781	4471
股本	800	800	800	800
资本公积	1304	1304	1304	1304
未分配利润	3461	4513	5717	7175
少数股东权益	23	41	56	73
股东权益合计	5987	7058	8276	9752
负债及权益合计	8628	10495	12057	14223

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	1382	1772	2178	2657
折旧和摊销	208	194	206	216
资产减值准备	0	1	1	1
资产处置损失	-1	-1	-1	-1
公允价值变动损失	-14	-2	-6	-7
财务费用	0	-16	5	27
投资损失	-71	-65	-59	-66
少数股东损益	5	19	14	18
营运资金的变动	28	-1311	-1443	-1840
经营活动产生现金流量	1517	590	896	1004
投资活动产生现金流量	-1332	-12	-103	-80
融资活动产生现金流量	-562	73	-845	-651
现金净变动	-376	651	-52	273
现金的期初余额	1101	757	1408	1356
现金的期末余额	725	1408	1356	1629

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	4577	5634	6781	8143
营业成本	1486	1687	1928	2207
税金及附加	701	862	1037	1246
销售费用	445	546	658	790
管理费用	196	237	312	407
研发费用	53	46	49	48
财务费用	-3	-16	5	27
其他收益	27	26	27	26
投资收益	71	65	59	66
公允价值变动收益	14	2	6	7
信用减值损失	-0	-0	-0	-0
资产减值损失	-0	0	0	0
资产处置收益	1	1	1	1
营业利润	1812	2366	2883	3519
营业外收入	8	7	8	8
营业外支出	1	10	6	8
利润总额	1819	2363	2885	3519
所得税	433	572	692	844
净利润	1387	1791	2193	2675
少数股东损益	5	19	14	18
归属母公司净利润	1382	1772	2178	2657
EPS(元)	1.73	2.22	2.72	3.32

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	32.6%	23.1%	20.4%	20.1%
营业利润增长率	42.4%	30.6%	21.8%	22.1%
归母净利润增长率	45.0%	28.2%	22.9%	22.0%
盈利能力				
毛利率	67.5%	70.1%	71.6%	72.9%
净利率	30.3%	31.8%	32.3%	32.8%
ROE	23.2%	25.3%	26.5%	27.5%
偿债能力				
资产负债率	30.6%	32.8%	31.4%	31.4%
流动比率	2.60	2.59	2.81	2.89
速动比率	1.20	1.13	1.03	0.95
营运能力				
资产周转率	57.2%	58.9%	60.1%	62.0%
应收帐款周转率	8149.0%	9507.2%	9153.6%	8794.6%
存货周转率	45.6%	40.5%	34.1%	29.7%
每股资料(元)				
每股收益	1.73	2.22	2.72	3.32
每股经营现金	1.90	0.74	1.12	1.25
每股净资产	7.46	8.77	10.28	12.10
估值比率(倍)				
PE	29.3	22.8	18.6	15.2
PB	6.8	5.8	4.9	4.2

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn