

2024年03月06日

# 迎驾贡酒 (603198.SH)

## 公司快报

### 核心产品高增延续，结构升级继续可期

#### 投资要点

- 23年回顾：省内消费拾级而上，洞藏增长势能延续。**1) 产品上，2023年公司聚焦洞藏系列加大费用投入，主推洞16、洞20和大师版，主销洞6、洞9；核心单品洞6、洞9高毛利优势仍存，省内市场继续放量；次高端产品洞16、洞20在合肥等市场收归直营，单独考核，市场运作和消费者培育进一步深入。2) 区域上，公司“合六淮”核心市场地位稳固，省内积极突破皖北皖南等潜力市场，目前在蚌埠、淮南、安庆等区域保持快速增长；省外加速环安徽市场突破，江苏和上海洞藏系列导入顺利。3) 全年来看，2023年省内返乡潮带动+全年宴席回补，我们预计营收达成年初制定66亿目标难度不大；而洞藏系列符合消费趋势，全年预估超过30亿体量。
- 24年展望：蓄势跃升攻坚之年，加速迈进百亿征程。**2月17日迎驾酒业销售公司举行了2023年度总结表彰暨2024年誓师动员大会，销售公司总经理杨照兵强调2024年是销售公司冲击百亿至关重要的一年，将从“强化制度内控，提升管理水平；优化人力资源，提高运行效率；规划产品序列，提升主导产品销量；产商共建共赢，增强发展动力；强化终端建设，优化渠道管理模式；坚定文化迎驾战略引领，提升市场竞争力；深化数字化建设，拓展智慧营销新格局”七个层面多措并举，百亿进程行稳致远底气足。渠道调研显示，春节期间迎驾贡酒在安徽市场动销反馈积极，核心单品洞6、洞9保持高增态势，结构升级速度亮眼，随着品牌力持续提升，预计全年洞藏增长势能有望延续。
- 中期来看，省内洞藏放量路径清晰，区域拓展有望加速。**徽酒呈现“一超两强”格局，龙头企业在次高及以下价格带具备竞争优势，总结迎驾贡酒的发展历程可以发现，洞藏系列自推出以来，采取对古井的跟随策略，乘消费升级之势取得了快速发展，目前已经进入了企业全面发展聚势而强的关键阶段。公司主销产品洞6、洞9渠道利润较竞品仍有优势，未来将受益于100-200元价格带扩容红利，增长确定性较强。从省内市场发展来看，公司通过“1+1+N”渠道模式扁平化深耕市场，网点覆盖率还有进一步提升空间；目前迎驾在“合六淮”核心市场具备消费基础，随着品牌势能提升，未来将持续向皖南皖北弱势市场渗透。
- 长期来看，省外市场导入洞藏破局，洞16/洞20加快消费者培育。**分区域来看，迎驾在省外市场占比接近35%，其中以江苏市场为主，目前主销产品包括迎驾之星以及洞藏系列等，当地市场全部布局到地级市，未来公司有望在中低档产品基础上持续导入洞藏系列，带动省外市场收入份额有望进一步提升。同时，公司在合肥等省内市场已经顺势将洞16/20收回公司运作，未来将凭借已有消费者基础，持续推动市场培育，有望接棒成长。
- 行业分析：行业调整过半，期待行业复苏。**我们将本轮白酒调整周期跟上轮调整周期类比，思考如下：1) 周期判断：按照上一轮调整经验（12Q4-16年初/持续三年多），本轮调整21Q4开始预计调整至24年结束，此外上轮调整股价见底是15Q3，

食品饮料 | 白酒III

投资评级

**增持-A(首次)**

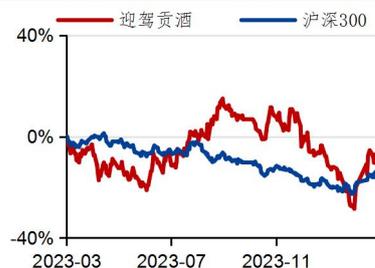
股价(2024-03-05)

62.94元

#### 交易数据

总市值(百万元)	50,352.00
流通市值(百万元)	50,352.00
总股本(百万股)	800.00
流通股本(百万股)	800.00
12个月价格区间	77.93/50.99

#### 一年股价表现



资料来源：聚源

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	16.47	-9.85	6.17
绝对收益	27.87	-4.81	-7.51

分析师

李鑫鑫

 SAC执业证书编号：S0910523120001  
 lixinxin@huajinsec.com

#### 相关报告



本轮预计现在处于 15 年初曙光乍现阶段，不宜过度悲观；**2) 预期节奏：**终端销售变差/库存积压（已实现）—酒企调整战略方向及人事变动（已出现）—战略执行/终端改善（半年时间）—报表改善（预期 25 年）；**3) 当下时点及关注：**当下处于战略执行情况，白酒子赛道关注高端及地产酒，股票关注稳定性、确定性两类，稳定性选高端（贵州茅台）、确定性优选地产酒（苏酒、徽酒等）。

◆ **投资建议：**短期来看，春节期间迎驾贡酒省内市场动销表现亮眼，为全年增长奠定良好基础。中期来看，受益于消费升级，安徽省内 100-300 元价格带持续扩容，在高渠道利润支持下，省内洞 6/洞 9 放量确定性强，终端网点数和弱势市场份额有望加速突破，25 年营收破百亿可以期待。长期来看，公司持续推进洞 16/洞 20 培育，未来有望接棒成长，贡献更多增量；而省外市场公司布局多年，已经通过金银星等中低档产品完成市场培育，目前正顺势导入洞藏系列，未来有望打造第二增长极。综合来看，我们预计 23-25 年分别实现营收 68/82/100 亿元，同比增长 23%/22%/21%，归母净利润 22/28/36 亿元，同比增长 29%/28%/26%，对应 EPS 分别为 2.76/3.53/4.46 元/股，对应 PE 分别为 23/18/14x，考虑到目前股价，首次覆盖，给予“增持-A 建议”。

◆ **风险提示：**省内市场不及预期风险；市场开拓程风险；行业竞争加剧等；产业调研、草根调研数据或因调研样本不足或数据获取方法存在缺陷等问题导致结果与行业实际情况存在偏差的风险。

#### 财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,577	5,505	6,765	8,249	9,978
YoY(%)	32.6	20.3	22.9	21.9	21.0
归母净利润(百万元)	1,382	1,705	2,207	2,820	3,565
YoY(%)	45.0	23.4	29.4	27.8	26.4
毛利率(%)	67.5	68.0	70.0	71.7	73.2
EPS(摊薄/元)	1.73	2.13	2.76	3.53	4.46
ROE(%)	23.2	24.5	26.7	27.1	26.9
P/E(倍)	36.4	29.5	22.8	17.9	14.1
P/B(倍)	8.4	7.3	6.1	4.8	3.8
净利率(%)	30.2	31.0	32.6	34.2	35.7

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 一、盈利预测

分业务来看：

- (1) **中高档产品：**公司布局洞 16/20 为次高端产品系列，长期来看，随着消费者培育和产品结构升级，以及生态洞藏品牌认知度的持续提升，未来有望实现快速增长。目前洞 6、洞 9 等中高档产品为公司主推产品，其价格带处于安徽省主流价格带。公司拟通过差异化竞争，利用竞品调整期扩容等手段加速实现短期内持续的销售规模扩大。我们预计 2023-2025 年公司中高档类产品营收增速分别为 29.32%、27.20%、25.08%。
- (2) **普通产品：**目前安徽省内，随着消费升级，中低价格带产品呈现萎缩趋势。基本以地产酒为主，竞争较为激烈，呈现一县一酒的格局。我们预计 2023-2025 年公司普通产品营收增速分别为 6.09%、5.06%、5.06%。
- (3) **其他业务：**其他业务收入占比小，我们预计 2023-2025 年公司营收增速均为 10%。

表 1：公司业务拆分（单位：百万元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>1) 中高档酒（百万元）</b>	<b>2127.39</b>	<b>3078.81</b>	<b>3928.12</b>	<b>5079.84</b>	<b>6461.56</b>	<b>8082.12</b>
YoY	-7.94%	44.72%	27.59%	29.32%	27.20%	25.08%
销量（万吨）	14931.33	21791.71	26156.24	31910.61	38292.74	45185.43
YoY	-20.52%	45.95%	20.03%	22.0%	20.0%	18.0%
出厂单价（万元/吨）	14.25	14.13	15.02	15.92	16.87	17.89
YoY	15.81%	-0.82%	6.30%	6.0%	6.0%	6.0%
销售成本（百万元）	498.99	734.94	916.36	1140.31	1395.75	1679.92
YoY	-15.36%	47.28%	24.69%	24.44%	22.40%	20.36%
吨成本（元/吨）	3.34	3.37	3.50	3.57	3.64	3.72
YoY	6.49%	0.92%	3.88%	2.0%	2.0%	2.0%
毛利率	76.54%	76.13%	76.67%	77.55%	78.40%	79.21%
<b>2) 普通酒（百万元）</b>	<b>1107.58</b>	<b>1225.94</b>	<b>1269.44</b>	<b>1346.75</b>	<b>1414.89</b>	<b>1486.48</b>
YoY	-7.28%	10.64%	3.55%	6.09%	5.06%	5.06%
销量（万吨）	25794.02	26034.15	26612.18	27410.55	28232.86	29079.85
YoY	-8.85%	0.93%	2.22%	3.0%	3.0%	3.0%
出厂单价（元/吨）	4.30	4.71	4.77	4.91	5.01	5.11
YoY	1.76%	9.62%	1.30%	3.0%	2.0%	2.0%
销售成本（百万元）	471.12	536.87	592.47	616.35	641.19	667.03
YoY	-13.66%	13.96%	10.36%	4.03%	4.03%	4.03%
吨成本（元/吨）	1.83	2.06	2.23	2.25	2.27	2.29
YoY	-5.28%	12.90%	7.96%	1%	1%	1%
毛利率	57.48%	56.21%	53.33%	54.23%	54.68%	55.13%
<b>3) 其他业务（百万元）</b>	<b>217.08</b>	<b>272.09</b>	<b>307.75</b>	<b>338.52</b>	<b>372.38</b>	<b>409.61</b>
YoY	-20.25%	25.36%	13.10%	10.0%	10.0%	10.0%
其他业务成本	164.44	213.85	251.54	270.82	297.90	327.69

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
YoY	-22.09%	30.05%	17.62%	7.66%	10.00%	10.00%
毛利率	24.24%	21.40%	18.26%	20.0%	20.0%	20.0%
<b>总计</b>	<b>3,452.05</b>	<b>4,576.85</b>	<b>5,505.30</b>	<b>6,765.11</b>	<b>8,248.82</b>	<b>9,978.21</b>
YoY	-8.62%	32.58%	20.29%	22.88%	21.93%	20.97%
总成本	1134.55	1485.66	1760.37	2027.48	2334.83	2674.63
YoY	-15.73%	30.95%	18.49%	15.17%	15.16%	14.55%
毛利率	67.13%	67.54%	68.02%	70.03%	71.69%	73.20%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 二、可比公司估值

迎驾贡酒作为安徽省地产白酒龙头企业,享受省内升级和省外扩张红利,因此我们选取白酒龙头及地产酒企作为可比公司进行分析。

估值来看,1) 横向对比:七家地产酒 2023-2025 年估值平均为 22x、18x 和 15x,迎驾贡酒对应估值分别为 23x、18x 和 14x,相较于七家地产酒,公司估值处于中间位置,但考虑到公司基本面短期坚挺,估值相对具有性价比。2) 纵向对比:截至 24/3/5 迎驾贡酒 PE-ttm 为 23x,为 2016 年 1 月(价值发现)以来的 42%分位,估值处于中部位置。

表 2: 可比公司估值

公司代码	公司简称	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE		
			2022A	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600519.SH	贵州茅台	21294	627	740	880	1,025	28.8	24.2	20.8
000858.SZ	五粮液	5496	267	303	343	389	18.2	16.0	14.1
000568.SZ	泸州老窖	2539	104	132	163	197	19.2	15.6	12.9
600809.SH	山西汾酒	2952	81	105	131	160	28.1	22.6	18.4
002304.SZ	洋河股份	1516	94	107	124	144	14.2	12.2	10.6
603369.SH	今世缘	679	25	32	39	48	21.5	17.4	14.2
000596.SZ	古井贡酒	1065	31	44	57	72	24.0	18.6	14.9
	平均		<b>176</b>	<b>209</b>	<b>248</b>	<b>291</b>	<b>22.0</b>	<b>18.1</b>	<b>15.1</b>
603198.SH	迎驾贡酒	504	17	22	28	36	22.8	17.9	14.1

资料来源: Wind 一致预期,迎驾贡酒盈利预测来自华金证券研究所,股价为 2024 年 3 月 5 日收盘价

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	6511	7771	9465	12121	15410	<b>营业收入</b>	4577	5505	6765	8249	9978
现金	757	1137	2175	4142	6631	营业成本	1486	1760	2027	2335	2675
应收票据及应收账款	50	45	72	70	101	营业税金及附加	701	826	1015	1237	1497
预付账款	6	7	9	11	13	营业费用	445	505	609	734	878
存货	3499	4010	4638	5321	6087	管理费用	196	191	223	264	309
其他流动资产	2199	2572	2572	2576	2577	研发费用	53	61	68	82	100
<b>非流动资产</b>	2117	2290	2128	1958	1790	财务费用	-3	-1	-10	-46	-102
长期投资	5	0	-5	-10	-15	资产减值损失	-0	-0	-1	-1	-1
固定资产	1669	1746	1622	1488	1346	公允价值变动收益	14	2	0	0	0
无形资产	118	174	177	182	189	投资净收益	71	76	74	74	74
其他非流动资产	325	370	334	299	270	<b>营业利润</b>	1812	2281	2906	3715	4695
<b>资产总计</b>	8628	10060	11593	14079	17200	营业外收入	8	2	8	10	12
<b>流动负债</b>	2502	2964	3164	3502	3759	营业外支出	1	33	1	1	1
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	1819	2249	2913	3724	4706
应付票据及应付账款	713	901	958	1182	1270	所得税	433	541	701	896	1132
其他流动负债	1789	2064	2206	2320	2490	<b>税后利润</b>	1387	1708	2213	2828	3574
<b>非流动负债</b>	139	130	130	130	130	少数股东损益	5	3	6	8	9
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	1382	1705	2207	2820	3565
其他非流动负债	139	130	130	130	130	EBITDA	2004	2430	3035	3804	4722
<b>负债合计</b>	2641	3094	3294	3632	3889	<b>主要财务比率</b>					
少数股东权益	23	37	43	51	61	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
股本	800	800	800	800	800	<b>成长能力</b>					
资本公积	1304	1261	1261	1261	1261	营业收入(%)	32.6	20.3	22.9	21.9	21.0
留存收益	3861	4867	5938	7307	9036	营业利润(%)	42.4	25.9	27.4	27.8	26.4
归属母公司股东权益	5964	6929	8256	10396	13251	归属于母公司净利润(%)	45.0	23.4	29.4	27.8	26.4
<b>负债和股东权益</b>	8628	10060	11593	14079	17200	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	67.5	68.0	70.0	71.7	73.2
						净利率(%)	30.2	31.0	32.6	34.2	35.7
						ROE(%)	23.2	24.5	26.7	27.1	26.9
						ROIC(%)	22.7	24.1	26.2	26.4	25.9
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	30.6	30.8	28.4	25.8	22.6
						流动比率	2.6	2.6	3.0	3.5	4.1
						速动比率	0.9	1.1	1.4	1.8	2.4
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
						应收账款周转率	85.9	116.3	116.3	116.3	116.3
						应付账款周转率	2.0	2.2	2.2	2.2	2.2
						<b>估值比率</b>					
						P/E	36.4	29.5	22.8	17.9	14.1
						P/B	8.4	7.3	6.1	4.8	3.8
						EV/EBITDA	24.1	19.4	15.2	11.6	8.8

资料来源: 聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

李鑫鑫声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)