

迎驾贡酒 (603198)

2023 年报&2024 年一季报点评: 毛销差持续扩大, Q1 业绩超预期

买入 (维持)

2024 年 04 月 26 日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

证券分析师 王颖洁

执业证书: S0600522030001

wangyj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	5,505	6,720	8,203	10,008	11,808
同比 (%)	19.59	22.07	22.07	22.00	17.99
归母净利润 (百万元)	1,705	2,288	2,878	3,573	4,263
同比 (%)	22.97	34.17	25.78	24.16	19.31
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.13	2.86	3.60	4.47	5.33
P/E (现价&最新摊薄)	30.85	22.99	18.28	14.72	12.34

投资要点

- **事件:** 公司 23 年营收 67.2 亿元, 同比+22%, 归母净利润 22.9 亿元, 同比+34%; 24Q1 营收 23.2 亿元, 同比+21%, 归母净利润 9.1 亿元, 同比+30%。
- **23 年洞藏系列持续放量, 省内实现高增。** 酒类收入 64 亿元, 同比+23%。分产品看, 中高档酒收入 50 亿, 同比+28%, 其中销量同比+21%/吨价同比+6%, 根据公司反馈, 洞藏系列占比提升至 50%左右, 同比约 35% 增长, 全年增速洞 9>50%>洞 16>洞 6>20%, 公司着重增加洞 9 在宴席销售, 洞 9 表现亮眼; 普酒收入 14 亿元, 同比+9%, 其中销量同比+12%/吨价同比-3%, 产品全年有在做精简调整。分区域看, 省内 45 亿元, 同比+32%, 除合六准外洞藏陆续在皖北、皖南建立支点市场, 以点促面推动省内扩张, 省外 18.8 亿元, 同比+7%, 盐城/徐州等地反馈表现较好。
- **毛销差扩大, 23 年净利率持续提升。** 23 年公司毛利率 71.4%, 同比+3.4pct, 主系产品结构持续提升带动。费用端, 销售费用率 8.7%, 同比-0.5pct, 营销费用持续投入, 势能带来的规模效应持续放大, 毛销差从 2022 年 58.9%继续扩大到 62.7%, 推动净利率 34%, 同比+3pct。
- **24Q1 省内大本营市场稳固, 净利润继续大幅提升。** 酒类收入 22 亿元, 同比+22%。分产品看, 中高档酒 18.8 亿元, 同比+24%, 我们预计洞藏系列 Q1 收入同比约+30%, 洞 6/9 受益于春节期间返乡宴席动销良好, 银星预期增长; 普酒收入 3.6 亿元, 同比+12%。分区域看, 省内贡献主要增长, 收入 17.7 亿元, 同比+30%。盈利端来看, 24Q1 毛利率 75.1%, 同比+3.9pct, 我们预计系公司 Q1 提价 (洞 6/9 出厂价提 2 元) 及渠道数字化管理效率提升所致, 销售费用率 6.7%, 同比+0.3pct, 毛销差同比提升 3.6pct, 推动净利率 39%, 同比+2.7pct。
- **展望全年积极应对挑战, 全要素精进。** 4 月 20 日公司经销商大会, 倪总详细阐述“1233 工程”, 要求坚持文化引领的战略, 提升洞藏占比, 重点推进次高端的建设; 升级各渠道建设, 实现业务的数字化转型, 同时 23 年对经销商开始实行优胜劣汰, 24 年对过亿经销商数量要求同比往年有增加; 尤其强调终端核心网点的数量和质量提升, 有预算有针对性地投放市场费用, 实现公司全要素精细化推进。
- **盈利预测:** 安徽基础消费强劲, 洞藏持续消费者培育, 产品结构持续升级, 势能持续释放。我们上调 24-25 年归母净利润至 28.8/35.7 亿元 (前值 28/35 亿元), 增加 26 年归母净利润预测 42.6 亿元, 当前对应 24-26 年 PE 为 18/15/12x, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 经济恢复不及预期、洞藏产品升级不及预期、食品安全问题

股价走势



市场数据

收盘价(元)	65.75
一年最低/最高价	48.26/82.99
市净率(倍)	6.83
流通 A 股市值(百万元)	52,600.00
总市值(百万元)	52,600.00

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.63
资产负债率(%,LF)	25.58
总股本(百万股)	800.00
流通 A 股(百万股)	800.00

相关研究

《迎驾贡酒(603198): 春节动销积极, 结构仍旧上行》

2024-03-11

《迎驾贡酒(603198): 2023 年前三季度业绩点评: 业绩超预期, 洞藏红利持续释放》

2023-10-30

迎驾贡酒三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	9,022	11,758	15,064	18,915	营业总收入	6,720	8,203	10,008	11,808
货币资金及交易性金融资产	3,818	5,764	7,965	10,721	营业成本(含金融类)	1,924	2,213	2,612	3,023
经营性应收款项	56	142	173	204	税金及附加	1,035	1,263	1,551	1,830
存货	4,451	5,154	6,227	7,289	销售费用	581	705	856	1,004
合同资产	0	0	0	0	管理费用	209	254	310	366
其他流动资产	697	697	699	701	研发费用	77	94	115	136
非流动资产	2,667	2,986	3,275	3,553	财务费用	(8)	(17)	(29)	(42)
长期股权投资	22	22	22	22	加:其他收益	37	41	50	59
固定资产及使用权资产	1,769	1,918	2,057	2,187	投资净收益	74	82	100	105
在建工程	409	526	623	719	公允价值变动	2	0	0	0
无形资产	244	298	352	405	减值损失	1	1	1	1
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(2)	0	0	0
长期待摊费用	16	16	16	16	营业利润	3,014	3,813	4,743	5,656
其他非流动资产	207	206	205	204	营业外净收支	(15)	(15)	(15)	(15)
资产总计	11,689	14,744	18,339	22,468	利润总额	2,999	3,798	4,728	5,641
流动负债	3,146	3,915	4,677	5,450	减:所得税	706	911	1,144	1,365
短期借款及一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	净利润	2,293	2,886	3,584	4,276
经营性应付款项	805	1,061	1,252	1,450	减:少数股东损益	5	9	11	13
合同负债	733	907	1,071	1,240	归属母公司净利润	2,288	2,878	3,573	4,263
其他流动负债	1,608	1,946	2,353	2,760	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.86	3.60	4.47	5.33
非流动负债	165	165	165	165	EBIT	2,894	3,672	4,563	5,449
长期借款	25	25	25	25	EBITDA	3,114	3,686	4,587	5,483
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	71.37	73.02	73.90	74.39
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	34.04	35.08	35.70	36.10
其他非流动负债	139	139	139	139	收入增长率(%)	22.07	22.07	22.00	17.99
负债合计	3,311	4,080	4,841	5,614	归母净利润增长率(%)	34.17	25.78	24.16	19.31
归属母公司股东权益	8,337	10,614	13,437	16,780					
少数股东权益	41	50	61	74					
所有者权益合计	8,378	10,664	13,498	16,853					
负债和股东权益	11,689	14,744	18,339	22,468					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,198	2,811	3,178	3,897	每股净资产(元)	10.42	13.27	16.80	20.97
投资活动现金流	(247)	(566)	(677)	(822)	最新发行在外股份(百万股)	800	800	800	800
筹资活动现金流	(857)	(600)	(750)	(920)	ROIC(%)	28.79	29.24	28.57	27.17
现金净增加额	1,094	1,646	1,751	2,155	ROE-摊薄(%)	27.44	27.11	26.59	25.40
折旧和摊销	220	14	24	34	资产负债率(%)	28.33	27.67	26.40	24.99
资本开支	(570)	(345)	(325)	(325)	P/E(现价&最新股本摊薄)	22.99	18.28	14.72	12.34
营运资本变动	(204)	(21)	(343)	(322)	P/B(现价)	6.31	4.96	3.91	3.13

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>