

Q1 盈利水平创新高 产品结构持续优化

2024 年 04 月 26 日

事件: 公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报, 23 年全年公司实现营收/归母净利润 67.20/22.88 亿元, 同比+22.07%/+34.17%; 其中 23Q4 实现营收/归母净利润 19.16/6.33 亿元, 同比+18.80%/+26.03%; 24Q1 实现营收/归母净利润 23.25/9.13 亿元, 同比+21.33%/+30.43%。24Q1 末合同负债 5.15 亿元, 23 年全年/23Q4/24Q1 期间合同负债变化分别为+0.72/+2.27/-2.19 亿元, 或因公司部分区域为“开门红”提前回款所致, 符合酒企销售节奏。公司 23 年利润分配显示分红率达 51.61%, 分红率较 22 年 52.10%基本持平。

产品结构持续升级, 省内势能快速释放。分产品看, 23 年高档酒(洞藏及金银星)/普通酒(百年及糟坊)分别实现营收 50.22/13.80 亿元, 同比+27.84%/+8.68%, 高档酒占比提升+2.87pcts 至 78.45%, 24Q1 高档/普通酒分别同比+24.27%/+11.9%。公司聚焦洞藏系列, 强化中高档产品布局, 规范中低档产品管理, 高档酒增速快于公司整体, 营收占比持续提升, 拉升产品结构。**分区域看,** 23 年省内/省外分别实现营收 45.17/18.84 亿元, 同比+31.51%/+6.9%, 省内占比提升+4.48pcts 至 70.57%, 24Q1 省内/省外同比+30.15%/-0.98%。公司地产酒属地优势明显, 省内市场持续保持快于整体的增速。**分渠道看,** 23 年直销(含团购)/批发代理分别实现营收 3.30/60.70 亿元, 同比+7.96%/+24.12%, 24Q1 直销/批发代理分别同比+17.72%/+22.51%。**经销商数量上:** 截至 24Q1 期末经销商共计 1390 家, 省内/省外分别 750/640 家, 23 年全年/23Q4/24Q1 分别净增加+51/-11/+5 家, 对应省内分别净增加 43/4/18 家, 省外分别净增加 8/-15/-13 家。公司坚持大商打造、优商扶持、多商协同战略, 省内外同步招商。

Q1 单季度归母净利率创新高, 费用投放延续稳定基调。毛利率方面, 公司 23 全年/23Q4/24Q1 分别为 71.37%/70.71%/75.09%, 同比+3.35/+3.98/+3.91pcts。23 年全年高档/普通酒毛利率分别为 79.23%/55.33%, 同比+2.56/+2.00pcts, 收入增长带动规模效应, 助力不同价位带产品毛利均有抬升。**费用端:** 公司 23 年销售/管理费用率分别为 8.65%/3.11%, 同比-0.51pcts/-0.36pcts, 24Q1 分别为 6.72%/2.34%, 同比+0.31/-0.26pcts; 公司延续费率稳定的主基调。**归母净利率方面,** 公司 23 全年/23Q4/24Q1 分别为 34.04%/33.03%/39.27%, 同比+3.07/+1.09/+2.74pcts。公司盈利水平持续攀升。

投资建议: 公司品牌势能不断向上, 资源聚焦洞藏系列持续放量, 省内合六淮基本盘稳固, 皖北已形成连势, 未来向皖南辐射, 25 年百亿可期。预计公司 24-26 年归母净利润同比 27%/24%/22%, 当前股价对应 PE 分别为 19X/15X/12X, 维持“推荐”评级。

风险提示: 省内市场竞争加剧; 洞藏培育低于预期导致结构升级不畅; 宏观经济承压致消费场景冲击超预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,720	8,237	10,085	12,219
增长率(%)	22.1	22.6	22.4	21.2
归属母公司股东净利润(百万元)	2,288	2,908	3,613	4,419
增长率(%)	34.2	27.1	24.2	22.3
每股收益(元)	2.86	3.63	4.52	5.52
PE	24	19	15	12
PB	6.6	5.4	4.4	3.6

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 4 月 26 日收盘价)

推荐
维持评级
当前价格:
68.94 元

分析师 王言海

执业证书: S0100521090002

邮箱: wangyanhai@mszq.com

分析师 孙冉

执业证书: S0100522110004

邮箱: sunran@mszq.com

相关研究

- 迎驾贡酒 (603198.SH) 2023 年三季报点评: 洞藏拉动结构优化, 品牌势能持续上行-2023/10/28
- 迎驾贡酒 (603198.SH) 2023 年半年报点评: 洞藏梯次升级, 品牌势能风起-2023/08/20
- 迎驾贡酒 (603198.SH) 2022 年年报及 2023 一季报点评: 结构持续向好, 盈利稳定提升-2023/04/28
- 迎驾贡酒 (603198.SH) 2022 年三季报点评: 产品结构优化升级, 品牌势能持续向上-2022/11/03
- 迎驾贡酒 (603198.SH) 2022 年中报点评: 维护好“洞藏”价值链稳定是增长势能的重要基础-2022/08/31

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	6,720	8,237	10,085	12,219
营业成本	1,924	2,256	2,677	3,189
营业税金及附加	1,035	1,268	1,543	1,870
销售费用	581	717	888	1,081
管理费用	209	255	343	428
研发费用	77	99	121	147
EBIT	2,932	3,699	4,585	5,590
财务费用	-8	-26	-53	-79
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	74	114	136	161
营业利润	3,014	3,840	4,775	5,831
营业外收支	-15	-13	-20	-16
利润总额	2,999	3,827	4,755	5,816
所得税	706	911	1,132	1,384
净利润	2,293	2,916	3,623	4,431
归属于母公司净利润	2,288	2,908	3,613	4,419
EBITDA	3,152	3,934	4,827	5,842

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,239	4,424	6,571	9,141
应收账款及票据	39	69	84	102
预付款项	12	11	13	15
存货	4,451	5,222	6,197	7,383
其他流动资产	2,281	2,021	2,032	2,045
流动资产合计	9,022	11,747	14,897	18,686
长期股权投资	22	22	22	22
固定资产	1,768	1,905	1,995	2,056
无形资产	244	244	244	244
非流动资产合计	2,667	2,711	2,714	2,713
资产合计	11,689	14,458	17,612	21,399
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	805	1,063	1,262	1,503
其他流动负债	2,341	2,992	3,646	4,403
流动负债合计	3,146	4,055	4,908	5,906
长期借款	25	0	0	0
其他长期负债	140	149	149	149
非流动负债合计	165	149	149	149
负债合计	3,311	4,204	5,056	6,055
股本	800	800	800	800
少数股东权益	41	50	60	72
股东权益合计	8,378	10,254	12,555	15,344
负债和股东权益合计	11,689	14,458	17,612	21,399

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	22.07	22.57	22.45	21.16
EBIT 增长率	33.24	26.17	23.93	21.94
净利润增长率	34.17	27.11	24.25	22.31
盈利能力 (%)				
毛利率	71.37	72.61	73.46	73.90
净利润率	34.04	35.31	35.82	36.16
总资产收益率 ROA	19.57	20.11	20.52	20.65
净资产收益率 ROE	27.44	28.50	28.91	28.94
偿债能力				
流动比率	2.87	2.90	3.04	3.16
速动比率	1.23	1.50	1.68	1.84
现金比率	0.71	1.09	1.34	1.55
资产负债率 (%)	28.33	29.08	28.71	28.29
经营效率				
应收账款周转天数	2.24	2.35	2.72	2.73
存货周转天数	791.69	771.91	767.89	766.49
总资产周转率	0.62	0.63	0.63	0.63
每股指标 (元)				
每股收益	2.86	3.63	4.52	5.52
每股净资产	10.42	12.76	15.62	19.09
每股经营现金流	2.75	4.30	4.50	5.39
每股股利	1.30	1.65	2.05	2.51
估值分析				
PE	24	19	15	12
PB	6.6	5.4	4.4	3.6
EV/EBITDA	16.56	13.27	10.81	8.93
股息收益率 (%)	1.89	2.40	2.98	3.64

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	2,293	2,916	3,623	4,431
折旧和摊销	220	234	242	252
营运资金变动	-204	374	-151	-221
经营活动现金流	2,198	3,443	3,598	4,316
资本开支	-570	-239	-264	-265
投资	249	-5	0	0
投资活动现金流	-247	-208	-128	-104
股权募资	2	0	0	0
债务募资	25	-25	0	0
筹资活动现金流	-857	-1,050	-1,322	-1,643
现金净流量	1,094	2,185	2,147	2,569

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026