

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

迎驾贡酒 (603198)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料首席分析师

执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

满静雅 食品饮料分析师

执业编号: S1500523080004

邮箱: manjingya@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 洞藏引领省内高增，产品结构持续优化

2024年04月28日

**事件:** 公司发布23年年报及一季报。公司23年营收67.2亿(+22%，同比数据，下同)，归母净利润22.88亿(+34%)。23Q4营收19.16亿(+19%)，归母净利润6.33亿(+26%)。24Q1营收23.25亿(+21%)，归母净利润为9.13亿(+30%)。

**点评:**

- **24Q1净利率39.3%盈利能力显著提升，费用投放相对稳定。** 1) 23年毛利率71%(+3pct)，净利率34%(+3pct)。24Q1毛利率75.1%(+3.9pct)；净利率39.3%(+2.7pct)。2) 24Q1销售费用1.56亿(+27%)占比6.7%，管理费用0.54亿(+9%)占比2.3%，税金及附加3.3亿(+19%)。毛销差68.4%(+3.6pct)显著提升。3) 24Q1销售收现23.19亿(+19%)，销售收现率100%。合同负债5.15亿(环比-2.19亿)。
- **洞藏引领省内营收高增，产品结构持续升级。** 1) 分产品，23年中高档白酒营收50.22亿(+28%)，占比78%，毛利率79.23%(+2.6pct)，销量/吨价为+21%/+6%。普通白酒13.8亿(+9%)，毛利率55.33%(+2pct)，销量/吨价为+12%/-3%。2) 分区域，省内营收45.17亿(+32%)，占比71%(+5pct)；省外18.84亿(+7%)。24Q1省内经销商750(环比+18)，单经销商收入同增20%；省外经销商640(环比-13)。
- **强化渠道管理，优化产品结构。** 1) 公司聚焦洞藏系列，主推洞20/大师版，主销洞6/9/16，优化产品结构，聚焦安徽/江苏/上海市场。强化渠道管理，实现网点化布局；加大网点开发力度，开展网点普查与分析，助推存量网点提质升级。2) 我们认为公司卡位大众酒价位带，省内市场份额仍具提升空间；洞9在合肥市场较高增速对全省具备辐射作用，产品结构升级势头有望延续。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到公司费用投放较为克制，产品结构升级潜力仍大，我们小幅上调预测24/25年EPS至3.62/4.54元，预测26年EPS为5.44元。维持“买入”评级。
- **风险因素:** 食品安全风险、行业竞争加剧

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	5,505	6,720	8,145	10,016	11,916
增长率 YoY %	19.6%	22.1%	21.2%	23.0%	19.0%
归属母公司净利润(百万元)	1,705	2,288	2,898	3,629	4,350
增长率 YoY%	23.0%	34.2%	26.7%	25.2%	19.9%
毛利率%	68.0%	71.4%	73.3%	74.8%	76.0%
净资产收益率ROE%	24.6%	27.4%	28.1%	28.3%	27.6%
EPS(摊薄)(元)	2.13	2.86	3.62	4.54	5.44
市盈率 P/E(倍)	32.34	24.11	19.03	15.20	12.68
市净率 P/B(倍)	7.96	6.62	5.36	4.30	3.50

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为2024年4月26日收盘价

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	7,771	9,022	11,476	14,654	18,379
货币资金	1,137	2,239	3,518	4,797	6,971
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	45	39	48	59	70
预付账款	7	12	14	16	18
存货	4,010	4,451	5,312	6,244	6,828
其他	2,572	2,281	2,584	3,539	4,493
<b>非流动资产</b>	2,290	2,667	2,759	2,887	2,891
长期股权投资	0	22	22	22	22
固定资产(合计)	1,746	1,768	1,715	1,681	1,447
无形资产	174	244	260	304	348
其他	370	633	762	881	1,074
<b>资产总计</b>	10,060	11,689	14,235	17,541	21,270
<b>流动负债</b>	2,964	3,146	3,739	4,505	5,271
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	257	249	286	332	376
应付账款	644	555	637	739	837
其他	2,064	2,341	2,816	3,434	4,059
<b>非流动负债</b>	130	165	149	149	149
长期借款	0	25	0	0	0
其他	130	140	149	149	149
<b>负债合计</b>	3,094	3,311	3,888	4,654	5,420
少数股东权益	37	41	50	61	74
归属母公司股东权益	6,929	8,337	10,297	12,826	15,776
<b>负债和股东权益</b>	10,060	11,689	14,235	17,541	21,270

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5,505	6,720	8,145	10,016	11,916
同比(%)	19.6%	22.1%	21.2%	23.0%	19.0%
归属母公司净利润	1,705	2,288	2,898	3,629	4,350
同比(%)	23.0%	34.2%	26.7%	25.2%	19.9%
毛利率(%)	68.0%	71.4%	73.3%	74.8%	76.0%
ROE%	24.6%	27.4%	28.1%	28.3%	27.6%
EPS(摊薄)(元)	2.13	2.86	3.62	4.54	5.44
P/E	32.34	24.11	19.03	15.20	12.68
P/B	7.96	6.62	5.36	4.30	3.50
EV/EBITDA	20.32	16.12	12.86	10.11	8.10

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	5,505	6,720	8,145	10,016	11,916
营业成本	1,760	1,924	2,176	2,525	2,858
营业税金及附加	826	1,035	1,222	1,522	1,811
销售费用	505	581	717	901	1,108
管理费用	191	209	261	351	453
研发费用	61	77	98	120	143
财务费用	-1	-8	-22	-35	-48
减值损失	0	0	0	0	0
投资净收益	76	74	98	120	143
其他	41	38	57	70	83
<b>营业利润</b>	2,281	3,014	3,849	4,821	5,817
营业外收支	-31	-15	0	0	0
<b>利润总额</b>	2,249	2,999	3,849	4,821	5,817
所得税	541	706	943	1,181	1,454
<b>净利润</b>	1,708	2,293	2,906	3,640	4,363
少数股东损益	3	5	9	11	13
<b>归属母公司净利润</b>	1,705	2,288	2,898	3,629	4,350
EBITDA	2,415	3,152	4,014	4,980	5,951
EPS(元)	2.13	2.86	3.62	4.54	5.44

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	1,840	2,198	3,232	3,481	4,516
净利润	1,708	2,293	2,906	3,640	4,363
折旧摊销	215	220	187	194	181
财务费用	0	0	0	0	0
投资损失	-10	-76	-74	-98	-120
营运资金变	-41	-204	218	-233	114
其它	33	-37	19	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-767	-247	-1,008	-1,102	-942
资本支出	-405	-570	-222	-322	-185
长期投资	-442	249	-805	-900	-900
其他	80	75	19	120	143
<b>筹资活动现金流</b>	-724	-857	-946	-1,100	-1,400
吸收投资	4	2	-37	0	0
借款	0	25	-25	0	0
支付利息或股息	-728	-884	-900	-1,100	-1,400
<b>现金流净增加额</b>	348	1,094	1,279	1,279	2,174

## 研究团队简介

**马铮**，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020 年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。

**张伟敬**，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

**赵雷**，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后 2 年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营。覆盖乳制品（深入研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、天润乳业）和食品添加剂（深入研究百龙创园、嘉必优）。

**程丽丽**，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院。覆盖休闲食品和连锁业态（深入研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深入研究零食量贩业态。

**赵丹晨**，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院。覆盖白酒（深入研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

**满静雅**，英国华威商学院管理学硕士，海外留学及工作经验获得国际化开阔视野。具备三年头部房企战略投资的从业经验，擅长从产业的视角挖掘上下游发展机会。2021 年加入国泰君安证券研究所，2021/2022 年新财富团队核心成员。2023 年加入信达证券食品饮料团队，主要覆盖白酒板块。

**王雪骄**，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深入研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）和饮料（深入研究农夫山泉）行业。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。