

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	68.94
总股本/流通股本(亿股)	8.00 / 8.00
总市值/流通市值(亿元)	552 / 552
52周内最高/最低价	79.15 / 49.22
资产负债率(%)	28.3%
市盈率	24.10
第一大股东	安徽迎驾集团股份有限 公司

研究所

分析师: 蔡雪昱
SAC 登记编号: S1340522070001
Email: caixueyu@cnpsec.com
分析师: 华夏霖
SAC 登记编号: S1340522090003
Email: huaxialin@cnpsec.com

迎驾贡酒(603198)

洞藏系列延续高增势头，Q1 收入利润均略超预期

● 事件

公司发布 2023 年年报、2024 年一季报。2023 年，公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 67.2/22.88/22.33 亿元，同比+22.07%/+34.17%/+35.97%。2024Q1 公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 23.25/9.13/9.01 亿元，同比+21.33%/+30.43%/+32.7%。2023 年表现符合预期，2024 年 Q1 略超预期。

● 核心要点

2023 年洞藏系列中洞 6、洞 9 省内消费氛围继续起势，同时营销动作聚焦品牌文化打造，整体费用率平稳，公司营收利润稳步高增。公司 2023 年公司毛利率/归母净利率为 71.37%/34.04%，同比+3.35/+3.07pct；税金/销售/管理/研发/财务费用率分别为 15.4%/8.65%/3.11%/1.15%/-0.13%，同比+0.4/-0.51/-0.36/+0.04/-0.1pct。全年实现销售收现 76.27 亿元，同比+17.69%；经现净额 21.98 亿元，同比+3.58 亿元；年末合同负债 7.33 亿元，同比+0.72 亿元，环比+2.27 亿元（去年同口径环比+2.42 亿元）。

洞藏系列营收占比提升，同时系列内产品结构继续升级，带动毛利率持续抬升。分产品看，2023 年公司中高档/普通白酒分别营收 50.22/13.8 亿元，同比+27.84%/+8.68%；其中中高档/普通白酒毛利率分别为 79.23%/55.33%，同比+2.56/+2.0pct。分渠道，2023 年直销（含团购）/批发代理分别营收 3.3/60.71 亿元，同比+7.96%/+24.12%。分区域看，2023 年全年省内/省外分别营收 45.17/18.84 亿元，同比+31.51%/+6.9%，洞藏系列在省内打造合六准高势能市场后，外溢效应向周边城市扩散，带动省内市场保持高增长。2023 年末，省内/省外经销商分别为 732/653 个，同比+43/+8 个。

春节实现开门红、收入利润均略超预期，同时产品结构提升持续带动毛利率增长。24Q1 公司毛利率/归母净利率为 75.09%/39.27%，同比+3.91/+2.74pct。春节费用端整体投放稳定，预计仅小幅加大洞 6、洞 9 渠道端费用，其中税金/销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.19%/6.72%/2.34%/0.77%/-0.33%，同比 -0.24/+0.31/-0.26/-0.19/-0.24pct。24Q1 公司实现销售收现 23.19 亿元，同比+19.17%；经现净额 6.2 亿元，同比+1.31 亿元；24Q1 末合同负债 5.15 亿元，同比+0.14 亿元，环比-2.19 亿元（去年同口径环比-1.6 亿元）。

春节期间，洞 9 及以上产品持续高增带动产品结构提升，24Q1 中高档/普通白酒分别营收 18.81/3.57 亿元，同比+24.27%/+11.9%。分区域看，24Q1 年省内/省外分别营收 17.7/4.68 亿元，同比+30.15%/-0.98%，省内持续高增长，而省外预计由于产品结构相对偏低，百年

迎驾等产品力相对偏弱的低端产品营收有所减少。24Q1 末，省内/省外经销商数量分别为 750/640 个，同比+59/-8 个。

看未来，公司 2024 年在“1233 工程”指引下，预计继续在品牌、渠道、产品上实现三重发力，增长势头不减。产品端，公司后续预计继续通过洞 6/9 系列与竞品错位竞争，在合六淮核心市场保持高增，同时持续提升周边市场份额，为公司布局洞 16/20 产品升级提供时间窗口。品牌端，公司继续文化引领，通过品鉴会、文化活动等，提升在核心终端/消费群体中的品牌影响力，为洞藏系列产品结构升级积攒势能。渠道端，公司继续提升核心终端占比，深化数字化能力建设，并持续通过调节渠道利润空间维持洞藏系列渠道竞争力。综合来看，公司短期增长势头良好，洞藏系列通过长期培育，省内消费氛围持续起势，品牌势能向上，有望助力迎驾冲击 2025 年百亿营收目标。

● 盈利预测与投资建议

公司洞藏持续高增长，产品结构升级趋势强劲，同时十四五冲击百亿目标明确，小幅上调公司盈利预测。预计公司 2024-2026 年实现营收 82.48/100.31/117.88 亿元（2024-25 年前值为 82.13/97.10 亿元），同比增长 22.74%/21.62%/17.51%；实现归母净利润 29.16/36.74/44.47 亿元（2024-25 年前值为 28.05/34.47 亿元），同比增长 27.47%/25.98%/21.04%，对应 EPS 为 3.65/4.59/5.56 元，对应当前股价 PE 为 19x/15x/12x。我们认为公司省内消费氛围起势，营收增长势头良好，同时产品结构升级延续，预计带动公司业绩继续保持较好增速，维持“买入”评级。

● 风险提示：

经济复苏不及预期的风险；食品安全的风险；行业竞争加剧的风险；产品结构升级不及预期的风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	6720	8248	10031	11788
增长率(%)	22.07	22.74	21.62	17.51
EBITDA（百万元）	3210.24	3960.74	4950.56	5950.86
归属母公司净利润（百万元）	2287.81	2916.31	3673.92	4446.86
增长率(%)	34.17	27.47	25.98	21.04
EPS(元/股)	2.86	3.65	4.59	5.56
市盈率 (P/E)	24.11	18.91	15.01	12.40
市净率 (P/B)	6.62	5.38	4.36	3.54
EV/EBITDA	15.54	12.72	9.77	7.70

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	6720	8248	10031	11788	营业收入	22.1%	22.7%	21.6%	17.5%
营业成本	1924	2199	2516	2804	营业利润	32.2%	27.8%	25.9%	21.0%
税金及附加	1035	1255	1526	1793	归属于母公司净利润	34.2%	27.5%	26.0%	21.0%
销售费用	581	726	873	1014	获利能力				
管理费用	209	247	291	330	毛利率	71.4%	73.3%	74.9%	76.2%
研发费用	77	91	105	118	净利率	34.1%	35.5%	36.7%	37.8%
财务费用	-8	-10	-17	-26	ROE	27.4%	28.5%	29.0%	28.6%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	56.0%	56.5%	67.3%	76.0%
营业利润	3014	3851	4848	5865	偿债能力				
营业外收入	4	5	5	5	资产负债率	28.3%	27.8%	26.5%	24.8%
营业外支出	19	18	18	18	流动比率	2.87	3.08	3.36	3.70
利润总额	2999	3838	4835	5852	营运能力				
所得税	706	912	1149	1391	应收账款周转率	154.25	83.20	83.20	83.20
净利润	2293	2926	3685	4461	存货周转率	0.43	0.43	0.43	0.43
归母净利润	2288	2916	3674	4447	总资产周转率	0.57	0.58	0.58	0.57
每股收益(元)	2.86	3.65	4.59	5.56	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	2.86	3.65	4.59	5.56
货币资金	2239	4015	6221	8958	每股净资产	10.42	12.81	15.82	19.46
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	44	99	121	142	PE	24.11	18.91	15.01	12.40
预付款项	12	12	15	17	PB	6.62	5.38	4.36	3.54
存货	4451	5090	5825	6492	现金流量表				
流动资产合计	9022	11730	14897	18525	净利润	2293	2851	3611	4387
固定资产	1769	2095	2012	1930	折旧和摊销	220	133	133	125
在建工程	409	0	0	0	营运资本变动	-204	-271	-339	-309
无形资产	244	203	163	122	其他	-111	12	5	-4
非流动资产合计	2667	2533	2400	2274	经营活动现金流净额	2197	2724	3410	4198
资产总计	11689	14263	17297	20799	资本开支	-566	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	319	53	53	53
应付票据及应付账款	805	1037	1186	1322	投资活动现金流净额	-247	53	53	53
其他流动负债	2341	2771	3243	3688	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	3146	3807	4429	5010	债务融资	25	-6	-5	-5
其他	165	159	154	148	其他	-882	-997	-1251	-1509
非流动负债合计	165	159	154	148	筹资活动现金流净额	-857	-1002	-1256	-1514
负债合计	3311	3967	4582	5158	现金及现金等价物净增加额	1094	1775	2206	2737
股本	800	800	800	800					
资本公积金	1261	1261	1261	1261					
未分配利润	6275	8185	10591	13503					
少数股东权益	41	51	62	76					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	8378	10297	12715	15641					
负债和所有者权益总计	11689	14263	17297	20799					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048