

2024年05月06日

# 迎驾贡酒 (603198.SH)

## 公司快报

食品饮料 | 白酒III

投资评级

**买入-B(上调)**

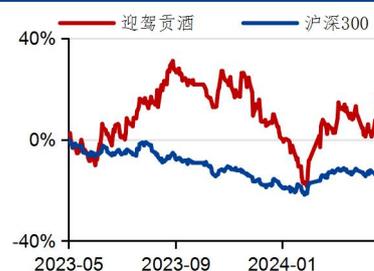
股价(2024-04-30)

71.00 元

### 交易数据

总市值(百万元)	56,800.00
流通市值(百万元)	56,800.00
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

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.44	31.63	28.04
绝对收益	7.46	44.25	17.77

分析师

李鑫鑫

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

### 相关报告

迎驾贡酒: 核心产品高增延续, 结构升级继续可期-华金证券-食品饮料-公司快报-迎驾贡酒 2024.3.6

## 24Q1 开局表现靓丽, 产品升级结构延续

### 事件:

公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报, 2023 全年公司实现营业收入 67.20 亿元, 同比+22.07%, 实现归母净利润 22.88 亿元, 同比+34.17%, 实现扣非归母净利润 22.33 亿元, 同比+35.97%。单季度来看, 23Q4 公司实现营业收入 19.16 亿元, 同比+18.80%, 实现归母净利润 6.33 亿元, 同比+26.03%, 实现扣非归母净利润 6.22 亿元, 同比+32.41%。

24Q1 公司实现营收 23.25 亿元, 同比+21.33%, 实现归母净利润 9.13 亿元, 同比+30.43%, 实现扣非归母净利润 9.01 亿元, 同比+32.70%。

2024 年目标: 实现经营业绩双位数增长。

**报表分析:** 23 年年报表现较好, 24Q1 合同负债环比略有提升。23 年现金回款 76.27 亿元, 同比+17.69%, 低于营收增速(+22.07%), 销售收现率 113%, 其中 23Q4 现金回款 24.49 亿元, 同比+4.94%, 低于营收增速(+18.80%); 23 年合同负债为 7.33 亿元, 同比+0.72 亿元/环比+2.27 亿元。24Q1 现金收现约 23.19 亿元, 同比 +19.17%, 低于营收增速(21.33%), 销售收现率 99.8%。合同负债约 5.15 亿元, 同比+0.14 亿元/环比-2.18 亿元。

### 投资要点

◆ **收入分析:** 洞藏系列维持高增, 产品结构升级延续。23 年公司实现营收 67.20 亿元, 同比+22.07% (Q1: +21.11%、Q2: +29.48%、Q3: +21.89%、Q4: +18.80%)。

1) **产品上, 结构升级延续。**2023 年公司中高档白酒(洞藏系列、金星系列、银星系列等)、普通酒(百年迎驾贡系列、糟坊系列等)分别实现营收 50.22 亿元、13.8 亿元, 同比分别+27.84%、+8.68%。中高档白酒实现较快增速, 我们认为主要系洞 9、洞 16 实现快速放量。结构上看, 产品持续升级, 中高端白酒占比进一步提升, 占比同比提升 2.87pct 至 78.45%。量价拆分来看, 公司中高档白酒、普通酒销量同比增速分别为+20.51%、+12%; 对应吨价同比增速分别为+6.09%、-2.96%。

2) **区域上, 省内增势强劲。**2023 年公司省内、省外分别实现营收 45.17、18.84 亿元, 同比分别+31.51%、+6.9%。公司持续巩固安徽省内核心市场, 23 年省内收入占比进一步提升, 占比同比提升 4.48% 至 70.57%。截止 2023 年年底, 公司省内、省外经销商数量分别为 732、653 家, 分别净增长 43、8 家。

3) **渠道上, 2023 年经销、直销(含团购)分别实现营收 60.7、3.3 亿元, 同比分别+24%、+8%。**

◆ **利润分析:** 产品结构升级, 带动盈利能力提升。2023 年公司实现归母净利润 22.88 亿元, 同比增长 34.17% (其中 Q1: +26.55%; Q2: +60.94%; Q3: +39.48%; Q4: +26.03%)。



1) 23年公司毛利率为71.4%，同比提升3.4pct，其中Q4毛利率为70.71%，同比提升3.99pct，我们认为主要系产品结构升级。

2) 23年公司期间费用率为12.79%，同比下降0.93pct。其中销售费用率为8.7%，同比下降0.5pct；管理费用率为3.1%，同比下降0.4pct。综合来看，23年公司净利率为34.12%，同比提升3.09pct，单Q4净利率为33.03%，同比提升2.08pct。

◆ **24Q1 经营分析：** 24Q1 公司实现营收 23.25 亿元，同比+21.33%，其中中高档白酒、普通白酒分别实现营收 18.81、3.57 亿元，同比分别+24.3%、+11.9%。24Q1 完成开门红，我们认为主要系春节期间返乡潮下宴席景气度较高带动。省内、省外分别实现营收 17.7、4.7 亿元，同比分别+30.2%、-1.0%。截止 24Q1，公司省内、省外经销商数量分别为 750、640 家，分别净增长 18、-13 家。24Q1 公司毛利率为 75.1%，同比提升 3.9pct，我们认为主要系公司对洞藏 6 和 9 进行提价 2 元，以及洞藏系列放量驱动产品结构升级。24Q1 公司销售、管理、研发费用率分别为 6.72%、2.34%、0.77%，分别同比+0.31pct、-0.26pct、-0.18pct。综合来看，24Q1 公司净利率为 39.41%，同比提升 2.7pct。

◆ **24 年展望：蓄势跃升攻坚之年，加速迈进百亿征程：**

1) 产品方面，公司持续优化产品结构，打造大单品矩阵，主推洞 20、大师版，主销洞 6、洞 9、洞 16，进一步扩大洞藏系列市场份额，不断优化洞藏系列内部产品结构；

2) 渠道方面，公司在省内持续强化渠道管理，聚焦“双核”工程践行见效，围绕核心渠道、核心场景，推动渠道结构进一步改善，提高核心终端、核心消费者的质量和梳理；

3) 数字化变革，推进生产制造的数字化转型，持续提升设备自动化和数字化管理水平。优化数字化营销平台、运营平台，提升数字化营销服务能力；

4) 24 年目标：推进大单品培育和智慧工厂建设，实现经营业绩双位数增长。

◆ **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 放量确定性高，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 24-26 年分别实现营收 82.44/100.07/117.26 亿元，同比增长 22.7%/21.4%/17.2%，归母净利润 28.89/35.84/43.09 亿元，同比增长 26.3%/24.0%/20.2%，对应 EPS 分别为 3.61/4.48/5.39 元/股，对应 PE 分别为 20/16/13x，考虑到公司 24Q1 开局表现靓丽，以及目前公司 PE-ttm 处于 2016 年 1 月（价值发现）以来的 36%分位水平，因此将公司的评级由之前的“增持-A”上调至“买入-B”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。

## 财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,505	6,720	8,244	10,007	11,726
YoY(%)	20.3	22.1	22.7	21.4	17.2
归母净利润(百万元)	1,705	2,288	2,889	3,584	4,309
YoY(%)	23.4	34.2	26.3	24.0	20.2
毛利率(%)	68.0	71.4	73.0	74.2	75.3
EPS(摊薄/元)	2.13	2.86	3.61	4.48	5.39
ROE(%)	24.5	27.4	25.7	25.1	23.8
P/E(倍)	33.3	24.8	19.7	15.8	13.2
P/B(倍)	8.2	6.8	5.1	4.0	3.1
净利率(%)	31.0	34.0	35.1	35.8	36.8

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	7771	9022	12596	15859	20256	<b>营业收入</b>	5505	6720	8244	10007	11726
现金	1137	2239	4891	7494	11105	营业成本	1760	1924	2227	2579	2901
应收票据及应收账款	45	39	64	61	85	营业税金及附加	826	1035	1269	1541	1806
预付账款	7	12	11	17	16	营业费用	505	581	709	861	985
存货	4010	4451	5344	6001	6758	管理费用	191	209	247	300	340
其他流动资产	2572	2281	2286	2286	2291	研发费用	61	77	91	115	141
<b>非流动资产</b>	2290	2667	2527	2386	2252	财务费用	-1	-8	-7	-5	-9
长期投资	0	22	43	65	86	资产减值损失	-0	1	1	1	1
固定资产	1746	1768	1685	1578	1453	公允价值变动收益	2	2	0	0	0
无形资产	174	244	258	278	303	投资净收益	76	74	74	74	75
其他非流动资产	370	633	541	466	410	<b>营业利润</b>	2281	3014	3783	4691	5639
<b>资产总计</b>	10060	11689	15123	18245	22508	营业外收入	2	4	8	10	12
<b>流动负债</b>	2964	3146	3688	3763	4246	营业外支出	33	19	1	1	1
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	2249	2999	3790	4700	5650
应付票据及应付账款	901	805	1169	1117	1454	所得税	541	706	893	1107	1331
其他流动负债	2064	2341	2519	2645	2792	<b>税后利润</b>	1708	2293	2897	3593	4319
<b>非流动负债</b>	130	165	159	154	148	少数股东损益	3	5	8	9	10
长期借款	0	25	20	14	9	<b>归属母公司净利润</b>	1705	2288	2889	3584	4309
其他非流动负债	130	140	140	140	140	EBITDA	2430	3153	3866	4705	5559
<b>负债合计</b>	3094	3311	3848	3917	4395						
少数股东权益	37	41	49	58	69	<b>主要财务比率</b>					
股本	800	800	800	800	800	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	1261	1261	1261	1261	1261	<b>成长能力</b>					
留存收益	4867	6275	9173	12766	17085	营业收入(%)	20.3	22.1	22.7	21.4	17.2
归属母公司股东权益	6929	8337	11226	14270	18044	营业利润(%)	25.9	32.2	25.5	24.0	20.2
<b>负债和股东权益</b>	10060	11689	15123	18245	22508	归属于母公司净利润(%)	23.4	34.2	26.3	24.0	20.2
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	68.0	71.4	73.0	74.2	75.3
						净利率(%)	31.0	34.0	35.1	35.8	36.8
						ROE(%)	24.5	27.4	25.7	25.1	23.8
						ROIC(%)	24.1	26.6	24.9	24.0	22.6
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	30.8	28.3	25.4	21.5	19.5
						流动比率	2.6	2.9	3.4	4.2	4.8
						速动比率	1.1	1.2	1.8	2.4	3.0
						<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	116.3	160.9	160.9	160.9	160.9
						应付账款周转率	2.2	2.3	2.3	2.3	2.3
						<b>估值比率</b>					
						P/E	33.3	24.8	19.7	15.8	13.2
						P/B	8.2	6.8	5.1	4.0	3.1
						EV/EBITDA	22.0	16.8	13.1	10.2	8.0

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)