

迎驾贡酒 (603198)

春节动销积极，结构仍旧上行

买入 (维持)

2024年03月11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 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 (百万元) | 4,604 | 5,505 | 6,796 | 8,308 | 10,008 |
| 同比 | 33.36% | 19.59% | 23.44% | 22.26% | 20.46% |
| 归母净利润 (百万元) | 1,387 | 1,705 | 2,245 | 2,808 | 3,502 |
| 同比 | 45.44% | 22.97% | 31.65% | 25.07% | 24.74% |
| EPS-最新摊薄 (元/股) | 1.73 | 2.13 | 2.81 | 3.51 | 4.38 |
| P/E (现价&最新摊薄) | 35.78 | 29.10 | 22.10 | 17.67 | 14.17 |

股价走势



投资要点

- 春节回款和动销兑现好，品牌势能向好叠加返乡热烈。**2024年自元旦以来，安徽区域除了送礼需求相对偏淡，年会、宴席等场景均同比实现较好改善，居民消费在核心价位表现坚挺。受益渠道势能持续增强（参考江苏今世缘）和走亲访友场景活跃，迎驾贡酒春节期间整体回款进度超过20%，其中合肥渠道提前于节前完成回款任务。考虑节后库存消化较快（平均回落至约2个月+），我们估算迎驾整体春节动销同比增长约20%，在同业当中居前列，省内重点城市如合肥、淮南、淮北及省外如江苏、上海等表现较好，核心单品价盘基本保持稳定。
- 洞藏放量乘风破浪，产品结构持续提升。**2023年公司持续夯实发展基础，重点围绕稳定产品价格、优化产品结构、终端门店扩张、渠道多元化建设发力（比如与1万多家酒店合作、宴席举办接近15万场等），推动洞藏系列保持快速增长。我们合理测算2023年洞藏系列销量占总销量达40%+，销售额占总营收比重约50%；全年洞藏系列营收增速超过30%，其中洞9/16增速较快，产品结构稳步提升。2024年春节旺季大众宴席依然表现突出，100-300元价位段保持快速扩容，古井/迎驾对应价位段产品均快速动销；洞6目前保持较高自点率，洞9持续宴席渗透，春节延续良性增长和结构提升。
- 24年营销重点清晰，高端酒建设加码。**24年预计老品维持稳定增长，公司收入增长仍由洞藏引领。1) 区域拓展：公司洞藏系列市场渗透路径清晰，省内沿着合六淮→皖北→皖南路线依次开拓。目前，合肥等起量市场核心终端数量还有上升空间，同时也在通过加强营销绑定提升单店店效；皖南薄弱市场着手推进经销商布局调整，目前安庆、马鞍山等地已有积极反馈。2) 营销管理：24年将重点推进优化布局、稳定价格、高端酒建设等工作。渠道端，规划增加大商数量、升级终端数字化管理体系、增加洞16/20品鉴店数量、旨在精细化渠道管理，进一步提升主导产品销量；品牌端，坚定文化迎驾的战略推进，全方位拉升洞藏势能。
- 营收盈利并重，费率有望保持稳定。**1) 2024春节期间，公司地面端费用投放相对正常，主要加投部分扫码红包，以鼓励消费者开瓶。2) 全年来看，公司一如既往执行严格的费用预算，品牌费用规划继续做结构调整，一方面调减广告支出，另一方面加大相关论坛/演唱会/国宾盛宴品鉴会/生态体验之旅等活动投入，费率总体有望保持相对稳定。
- 盈利预测与投资评级：**迎驾春节动销表现良好，洞藏已在合肥/淮南/淮北等市场明显起势，经销商推力仍强（高周转&单瓶利润略高于古井），规模仍有较大提升空间。我们预计公司2023-2025年归母净利润22.5/28.1/35.0亿元（前值22.3/28.0/34.6亿），同比+32%/25%/25%，当前对应PE为22/18/14X，维持“买入”评级。
- 风险提示：**经济向好若不达预期则影响产品结构升级；竞争有持续加剧风险；食品安全问题。

市场数据

| | |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元) | 62.02 |
| 一年最低/最高价 | 48.26/82.99 |
| 市净率(倍) | 6.44 |
| 流通A股市值(百万元) | 49,616.00 |
| 总市值(百万元) | 49,616.00 |

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): 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(603198): 2023年半年报点评: Q2业绩超预期, 洞藏势能持续向上》

2023-08-21

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) | | | | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 7,771 | 9,771 | 12,392 | 15,597 | 营业总收入 | 5,505 | 6,795 | 8,308 | 10,008 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 3,334 | 4,592 | 6,239 | 8,521 | 营业成本(含金融类) | 1,760 | 2,032 | 2,383 | 2,726 |
| 经营性应收款项 | 97 | 119 | 145 | 173 | 税金及附加 | 826 | 1,033 | 1,266 | 1,521 |
| 存货 | 4,010 | 4,733 | 5,680 | 6,572 | 销售费用 | 505 | 591 | 735 | 881 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 管理费用 | 191 | 217 | 266 | 310 |
| 其他流动资产 | 329 | 327 | 329 | 331 | 研发费用 | 61 | 78 | 96 | 115 |
| 非流动资产 | 2,290 | 2,435 | 2,534 | 2,606 | 财务费用 | (1) | (9) | (16) | (25) |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 加:其他收益 | 39 | 48 | 58 | 70 |
| 固定资产及使用权资产 | 1,746 | 1,719 | 1,667 | 1,590 | 投资净收益 | 76 | 68 | 83 | 89 |
| 在建工程 | 175 | 294 | 392 | 489 | 公允价值变动 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 174 | 228 | 281 | 335 | 减值损失 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产处置收益 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 长期待摊费用 | 20 | 20 | 20 | 20 | 营业利润 | 2,281 | 2,969 | 3,721 | 4,640 |
| 其他非流动资产 | 175 | 175 | 174 | 173 | 营业外净收支 | (31) | (6) | (6) | (6) |
| 资产总计 | 10,060 | 12,205 | 14,926 | 18,203 | 利润总额 | 2,249 | 2,963 | 3,715 | 4,634 |
| 流动负债 | 2,964 | 3,458 | 4,112 | 4,797 | 减:所得税 | 541 | 711 | 899 | 1,121 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 1,708 | 2,252 | 2,816 | 3,513 |
| 经营性应付款项 | 901 | 974 | 1,142 | 1,307 | 减:少数股东损益 | 3 | 7 | 8 | 11 |
| 合同负债 | 661 | 833 | 977 | 1,118 | 归属母公司净利润 | 1,705 | 2,245 | 2,808 | 3,502 |
| 其他流动负债 | 1,403 | 1,650 | 1,993 | 2,372 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 2.13 | 2.81 | 3.51 | 4.38 |
| 非流动负债 | 130 | 130 | 130 | 130 | EBIT | 2,200 | 2,843 | 3,563 | 4,455 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 2,415 | 3,031 | 3,776 | 4,695 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 68.02 | 70.09 | 71.32 | 72.76 |
| 租赁负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归母净利率(%) | 30.97 | 33.03 | 33.79 | 34.99 |
| 其他非流动负债 | 130 | 130 | 130 | 130 | 收入增长率(%) | 19.59 | 23.44 | 22.26 | 20.46 |
| 负债合计 | 3,094 | 3,588 | 4,242 | 4,927 | 归母净利润增长率(%) | 22.97 | 31.65 | 25.07 | 24.74 |
| 归属母公司股东权益 | 6,929 | 8,574 | 10,631 | 13,213 | | | | | |
| 少数股东权益 | 37 | 44 | 53 | 63 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 6,966 | 8,618 | 10,684 | 13,276 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 10,060 | 12,205 | 14,926 | 18,203 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|-------------|-------|-------|-------|-------|----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流 | 1,840 | 2,128 | 2,632 | 3,430 | 每股净资产(元) | 8.66 | 10.72 | 13.29 | 16.52 |
| 投资活动现金流 | (767) | (570) | (684) | (828) | 最新发行在外股份(百万股) | 800 | 800 | 800 | 800 |
| 筹资活动现金流 | (724) | (600) | (750) | (920) | ROIC(%) | 25.63 | 27.73 | 27.98 | 28.19 |
| 现金净增加额 | 348 | 958 | 1,198 | 1,682 | ROE-摊薄(%) | 24.61 | 26.18 | 26.41 | 26.51 |
| 折旧和摊销 | 215 | 188 | 214 | 240 | 资产负债率(%) | 30.76 | 29.39 | 28.42 | 27.07 |
| 资本开支 | (405) | (335) | (315) | (315) | P/E(现价&最新股本摊薄) | 29.10 | 22.10 | 17.67 | 14.17 |
| 营运资本变动 | (41) | (249) | (320) | (238) | P/B(现价) | 7.16 | 5.79 | 4.67 | 3.75 |

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>