

结构持续向好，盈利稳定提升

2023 年 04 月 28 日

➤ **事件：**公司 4 月 25 日发布 2022 年年报及 2023 年一季报，22 年实现营收/归母净利润 55.05/17.05 亿元，同比+19.59%/+22.97%；其中 22Q4 实现营收/归母净利润 16.13/5.02 亿元，同比+15.39%/+18.53%；23Q1 实现营收/归母净利润 19.16/7.00 亿元，同比+21.11%/+26.55%。

➤ **洞藏系列营收占比持续提升，皖北皖江氛围向好。分产品看，**22 年高档酒（洞藏及金银星系列）/普通酒（百年迎驾及糟坊系列）分别占比 75.58%/ 24.42%，同比+27.59%/+3.55%，毛利率 76.67%/53.33%，同比+0.18/-3.23pcts。23Q1 中高档/普通酒分别实现营收 15.14/3.19 亿元，占比 82.6%/ 17.4%，同比+22.3%/+20.04%。高档白酒增速较快，营收占比持续提升，主要受益于洞藏系列的资源聚焦和春节返乡潮，使占据省内主流价格带的洞 6/9 快速放量。

分区域看，22 年省内/省外分别占比 66.09%/33.91%，同比+25.65%/+12.19%，毛利率 73.25%/ 66.52%，同比+0.44/-0.82pcts。23Q1 省内/省外分别实现营收 13.6/4.73 亿元，占比 74.2%/25.8%，同比+30.28%/+2.86%。省内增速快于省外。公司通过调整安徽、江苏、直营管理中心布局，分板块深耕省内外市场，未来省内市场增量来自皖北、皖江区城市占率提升、合肥六安基地市场产品结构拉升及省内大环境带动三方面。**分渠道看，**22 年直销（含团购）/批发代理分别占比 5.89%/94.11%，同比+21.28%/ +20.71%，毛利率 77.88%/70.54%，毛利率同比-0.70/+0.21pct。23Q1 直销/批发代理分别实现营收 1.5/16.83 亿元，占比 8.17%/91.83%，同比+34.42%/ +20.90%。**经销商数量上：**22 年末经销商共计 1334 家，其中省内/省外分别 689/645 家，年内净增加 46 家/13 家；23Q1 期末共计 1339 家，省内/省外分别 691/648 家，净增加 2 家/3 家。省内外同步招商，但省外平均体量小于省内。

➤ **规模效应提升费效，费用管控释放业绩弹性。毛利率方面，**公司 2022/22Q4/23Q1 分别为 68.0%/66.7%/71.2%，同比+0.48/1.31/-0.2pcts。23Q1 毛利下滑或因增加了货折比例所致。**费用端：**公司 22 年销售/管理/研发费用率分别为 9.17%/4.58%/1.11%，同比 -0.56/-0.86/-0.04pcts，23Q1 分别为 6.41%/3.56%/+0.95%，同比-1.36/-0.38/+0.14pcts；销售费用率 23Q1 下降 1.36pct 主因公司品牌力提升带动自点率，春节动销两旺，渠道费用规模效应显著。**净利率方面，**公司 22 年/22Q4/23Q1 分别为 31%/30.9%/36.7%，同比+0.74/+0.75/+1.66pcts。公司净利率水平持续提升。

➤ **投资建议：**公司作为徽酒品牌具备高势能，洞藏系列洞 6、洞 9 卡位主流价格带持续放量，拉升产品结构。省内合肥六安基本盘稳固，未来随着品牌力持续提升带动皖北、皖江大区的快速突破放量。预计公司 2023-2025 年营收分别为 67/80/95 亿元，同比 21%/20%/18%，归母净利润分别为 21/26/33 亿元，同比 26%/23%/24%，当前股价对应 PE 分别为 23/19/15 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**省内市场竞争环境持续恶化；洞藏培育低于预期导致结构升级不畅；宏观经济承压及疫情致消费场景冲击超预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	5505	6665	8002	9461
增长率（%）	19.6	21.1	20.1	18.2
归属母公司股东净利润（百万元）	1705	2142	2642	3270
增长率（%）	23.0	25.6	23.4	23.8
每股收益（元）	2.13	2.68	3.30	4.09
PE	29	23	19	15
PB	7.2	6.1	5.1	4.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 04 月 27 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

62.35 元


分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 孙冉

执业证书：S0100522110004

电话：021-80508452

邮箱：sunran@mszq.com

相关研究

1.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

2.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

3.迎驾贡酒（603198）2021 年业绩快报点评：全年业绩符合预期，洞藏系列高增促成长-2022/03/17

4.迎驾贡酒(603198):三季度业绩靓丽，“量价”复合增长逻辑显现-2021/10/28

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5505	6665	8002	9461
营业成本	1760	2044	2320	2549
营业税金及附加	826	1000	1200	1419
销售费用	505	633	800	946
管理费用	191	231	280	331
研发费用	61	73	88	104
EBIT	2200	2730	3370	4178
财务费用	-1	-2	-3	-2
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	76	100	120	142
营业利润	2281	2832	3492	4322
营业外收支	-31	-6	-6	-6
利润总额	2249	2826	3486	4316
所得税	541	678	837	1036
净利润	1708	2148	2650	3280
归属于母公司净利润	1705	2142	2642	3270
EBITDA	2415	2968	3626	4463

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1137	2002	3385	5229
应收账款及票据	45	79	95	112
预付款项	7	12	14	16
存货	4010	4970	5639	6196
其他流动资产	2572	2589	2602	2617
流动资产合计	7771	9651	11736	14171
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1746	1762	1781	1804
无形资产	174	174	174	174
非流动资产合计	2290	2305	2330	2351
资产合计	10060	11957	14066	16521
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	901	1128	1280	1406
其他流动负债	2064	2462	2882	3302
流动负债合计	2964	3590	4161	4708
长期借款	0	11	11	11
其他长期负债	130	127	127	127
非流动负债合计	130	138	138	138
负债合计	3094	3728	4299	4846
股本	800	800	800	800
少数股东权益	37	44	52	62
股东权益合计	6966	8229	9766	11675
负债和股东权益合计	10060	11957	14066	16521

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	19.59	21.07	20.06	18.23
EBIT 增长率	27.13	24.06	23.44	23.98
净利润增长率	22.97	25.60	23.35	23.80
盈利能力 (%)				
毛利率	68.02	69.33	71.01	73.06
净利率	30.97	32.13	33.01	34.57
总资产收益率 ROA	16.95	17.91	18.78	19.80
净资产收益率 ROE	24.61	26.17	27.19	28.16
偿债能力				
流动比率	2.62	2.69	2.82	3.01
速动比率	1.16	1.21	1.38	1.62
现金比率	0.38	0.56	0.81	1.11
资产负债率 (%)	30.76	31.18	30.56	29.33
经营效率				
应收账款周转天数	2.97	4.33	4.33	4.33
存货周转天数	831.52	887.34	887.34	887.34
总资产周转率	0.59	0.61	0.62	0.62
每股指标 (元)				
每股收益	2.13	2.68	3.30	4.09
每股净资产	8.66	10.23	12.14	14.52
每股经营现金流	2.30	2.39	3.33	4.23
每股股利	1.10	1.39	1.71	2.12
估值分析				
PE	29	23	19	15
PB	7.2	6.1	5.1	4.3
EV/EBITDA	20.18	16.13	12.83	10.01
股息收益率 (%)	1.76	2.23	2.75	3.40

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1708	2148	2650	3280
折旧和摊销	215	238	256	285
营运资金变动	-41	-390	-129	-44
经营活动现金流	1840	1908	2663	3386
资本开支	-405	-249	-286	-312
投资	-442	0	0	0
投资活动现金流	-767	-166	-166	-170
股权募资	4	0	0	0
债务募资	0	11	0	0
筹资活动现金流	-724	-878	-1113	-1372
现金净流量	348	865	1384	1844

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。	公司评级	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