

# 公司点评报告

2023 年 04 月 26 日



東亞前海證券有限責任公司  
East Asia Qianhai Securities Co., Ltd.

## 洞藏系列持续高增，品牌势能稳步打造 ——迎驾贡酒（603198.SH）年报及一季报点评

### 事件

2023 年 4 月 25 日，公司披露 2022 年年报及 2023 年一季报，2022 年实现营收 55.05 亿元，同比+19.59%；实现归母净利润 17.05 亿元，同比+22.97%。2023Q1 实现营收 19.16 亿元，同比+21.11%；实现归母净利润 7.00 亿元，同比+26.55%。

### 点评

中高档白酒增长稳健，疫后普通白酒需求回补，省内为主要市场。分产品看，2022 年公司中高档/普通白酒分别实现营收 39.28/12.69 亿元，分别同比+27.59%/+3.55%，2023Q1 分别实现营收 15.14/3.19 亿元，分别同比+22.30%/+20.04%，中高档产品疫情期间稳健增长，线下场景恢复后需求回补，均实现高增。分渠道看，2022 年公司直销（含团购）/批发代理渠道分别实现营收 3.06/48.91 亿元，分别同比+21.28%/+20.71%，2023Q1 分别实现营收 1.50/16.83 亿元，分别同比+34.42%/+20.90%，各渠道呈现齐头并进态势。分区域看，2022 年公司省内/省外分别实现营收 34.35/17.63 亿元，分别同比+25.65%/+12.19%，2023Q1 分别实现营收 13.60/4.73 亿元，分别同比+30.28%/+2.86%，以省内为主要市场。

费用率总体下行，盈利能力有所提升。2022 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 9.17%/3.47%/1.11%/-0.03%，分别同比-0.52pct/-0.91pct/-0.10pct/+0.04pct，2023Q1 费用率分别为 6.41%/2.60%/0.95%/-0.09%，分别同比-1.34pct/-0.60pct/+0.06pct/-0.07pct，费用率降低主因收入高增所致。公司 2022 年毛利率为 68.02%，同比+0.51pct，推测主因中高档产品占比提升所致。2023Q1 毛利率为 71.18%，同比-0.39pct，春节期间普通白酒销量增加，拉低毛利率。公司 2022 年净利率为 31.03%，同比+0.75pct。2023Q1 净利率为 36.71%，同比+1.59pct，公司盈利能力有所提升。

经济与场景复苏推动洞藏系列放量，品牌高势能打造下前景向好。自 2016 年推出后，洞藏系列持续保持高增，当前公司库存处于合理区间，随着疫后消费场景恢复、经济回暖复苏，安徽次高端价格带有望持续扩容，促进洞藏产品系列放量。2023 作为公司“文化战略元年”，迎驾贡酒将聚焦洞藏系列，主推洞 16、洞 20 和大师版，进一步提升洞藏系列占比及品牌势能；同时，公司将继续传播“国人的迎宾酒、中国生态白酒领军品牌”两大定位，通过生态高峰论坛、演唱会、专卖店等方式，不断塑造高势能品牌形象，公司发展前景持续向好。

### 投资建议

公司聚焦生态洞藏系列，产品结构持续升级，预计 2023-2025 年公司 EPS 分别为 2.65/3.36/4.32 元/股，基于 2023 年 4 月 25 日收盘价，对应 PE 分别为 22.94/15.73/12.21X，维持“强烈推荐”评级。

### 风险提示

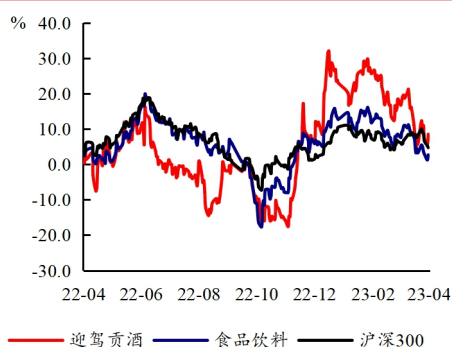
食品安全问题；国内疫情反复；经济出现超预期波动。

评级 强烈推荐

### 报告作者

作者姓名 汪玲  
资格证书 S1710521070001  
电子邮箱 wangl665@easec.com.cn

### 股价走势



### 基础数据

|                 |             |
|-----------------|-------------|
| 总股本(百万股)        | 800.00      |
| 流通 A 股/B 股(百万股) | 800.00/0.00 |
| 资产负债率(%)        | 26.51       |
| 每股净资产(元)        | 9.54        |
| 市净率(倍)          | 6.38        |
| 净资产收益率(加权)      | 9.62        |
| 12 个月内最高/最低价    | 74.07/46.25 |

### 相关研究

《【食品饮料】迎驾贡酒（603198.SH）：业绩稳步增长，产品结构升级顺利\_20221031》2022.10.31  
《产品结构升级延续，公司高景气有望继续延续》2022.04.26  
《多维度发力下，生态白酒龙头进入快车道》2022.04.13

## 盈利预测

| 项目(单位:百万元) | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入       | 5505.30 | 6759.00 | 8177.64 | 9876.66 |
| 增长率 (%)    | 19.59   | 22.77   | 20.99   | 20.78   |
| 归母净利润      | 1705.13 | 2122.82 | 2685.79 | 3459.14 |
| 增长率 (%)    | 22.97   | 24.50   | 26.52   | 28.79   |
| EPS (元/股)  | 2.13    | 2.65    | 3.36    | 4.32    |
| 市盈率 (P/E)  | 29.47   | 22.94   | 15.73   | 12.21   |
| 市净率 (P/B)  | 7.25    | 5.76    | 4.09    | 3.30    |

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所 (注: 以上数据基于 2023 年 4 月 25 日收盘价计算)

利润表 (百万元)

|            | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入       | 5505.30 | 6759.00 | 8177.64 | 9876.66 |
| %同比增速      | 19.59%  | 22.77%  | 20.99%  | 20.78%  |
| 营业成本       | 1760.37 | 2074.56 | 2381.52 | 2718.57 |
| 毛利         | 3744.93 | 4684.44 | 5796.11 | 7158.10 |
| %营业收入      | 68.02%  | 69.31%  | 70.88%  | 72.47%  |
| 税金及附加      | 825.84  | 986.68  | 1189.98 | 1417.76 |
| %营业收入      | 15.00%  | 14.60%  | 14.55%  | 14.35%  |
| 销售费用       | 504.67  | 585.04  | 678.28  | 786.82  |
| %营业收入      | 9.17%   | 8.66%   | 8.29%   | 7.97%   |
| 管理费用       | 190.96  | 253.26  | 291.02  | 339.04  |
| %营业收入      | 3.47%   | 3.75%   | 3.56%   | 3.43%   |
| 研发费用       | 61.18   | 62.32   | 80.55   | 96.19   |
| %营业收入      | 1.11%   | 0.92%   | 0.99%   | 0.97%   |
| 财务费用       | -1.43   | -6.43   | -7.79   | -12.14  |
| %营业收入      | -0.03%  | -0.10%  | -0.10%  | -0.12%  |
| 资产减值损失     | -0.12   | -0.10   | -0.10   | -0.10   |
| 信用减值损失     | -0.30   | 0.30    | 0.30    | 0.30    |
| 其他收益       | 38.65   | 42.52   | 46.77   | 51.45   |
| 投资收益       | 75.77   | 74.19   | 74.08   | 73.74   |
| 净敞口套期收益    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 公允价值变动收益   | 1.64    | -2.24   | -2.96   | -0.72   |
| 资产处置收益     | 1.17    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 营业利润       | 2280.51 | 2918.23 | 3682.17 | 4655.09 |
| %营业收入      | 41.42%  | 43.18%  | 45.03%  | 47.13%  |
| 营业外收支      | -31.15  | -12.41  | -12.33  | -12.15  |
| 利润总额       | 2249.35 | 2905.83 | 3669.84 | 4642.94 |
| %营业收入      | 40.86%  | 42.99%  | 44.88%  | 47.01%  |
| 所得税费用      | 541.03  | 776.60  | 974.79  | 1173.74 |
| 净利润        | 1708.33 | 2129.22 | 2695.05 | 3469.20 |
| %营业收入      | 31.03%  | 31.50%  | 32.96%  | 35.13%  |
| 归属于母公司的净利润 | 1705.13 | 2122.82 | 2685.79 | 3459.14 |
| %同比增速      | 22.97%  | 24.50%  | 26.52%  | 28.79%  |
| 少数股东损益     | 3.20    | 6.40    | 9.25    | 10.06   |
| EPS (元/股)  | 2.13    | 2.65    | 3.36    | 4.32    |

基本指标

|           | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| EPS       | 2.13  | 2.65  | 3.36  | 4.32  |
| BVPS      | 8.66  | 10.56 | 12.92 | 16.00 |
| PE        | 29.47 | 22.94 | 15.73 | 12.21 |
| PEG       | 1.28  | 0.94  | 0.59  | 0.42  |
| PB        | 7.25  | 5.76  | 4.09  | 3.30  |
| EV/EBITDA | 20.32 | 15.74 | 10.47 | 8.00  |
| ROE       | 25%   | 25%   | 26%   | 27%   |
| ROIC      | 24%   | 24%   | 25%   | 26%   |

资产负债表 (百万元)

|              | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金         | 1137  | 1305  | 2369  | 4049  |
| 交易性金融资产      | 2197  | 2900  | 3458  | 3623  |
| 应收账款及应收票据    | 45    | 80    | 85    | 100   |
| 存货           | 4010  | 5684  | 6525  | 7448  |
| 预付账款         | 7     | 13    | 11    | 13    |
| 其他流动资产       | 374   | 410   | 177   | 204   |
| 流动资产合计       | 7771  | 10392 | 12625 | 15438 |
| 长期股权投资       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资性房地产       | 11    | 11    | 8     | 6     |
| 固定资产合计       | 1746  | 1940  | 2198  | 2555  |
| 无形资产         | 174   | 192   | 221   | 277   |
| 商誉           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 递延所得税资产      | 80    | 72    | 74    | 67    |
| 其他非流动资产      | 280   | 339   | 441   | 530   |
| 资产总计         | 10060 | 12945 | 15566 | 18873 |
| 短期借款         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付票据及应付账款    | 901   | 1426  | 1617  | 1867  |
| 预收账款         | 0     | 676   | 818   | 988   |
| 应付职工薪酬       | 89    | 113   | 126   | 143   |
| 应交税费         | 1143  | 1014  | 1227  | 1481  |
| 其他流动负债       | 832   | 1103  | 1256  | 1417  |
| 流动负债合计       | 2964  | 4332  | 5043  | 5896  |
| 长期借款         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付债券         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 递延所得税负债      | 75    | 64    | 72    | 65    |
| 其他非流动负债      | 54    | 54    | 60    | 52    |
| 负债合计         | 3094  | 4450  | 5175  | 6013  |
| 归属于母公司的所有者权益 | 6929  | 8452  | 10338 | 12797 |
| 少数股东权益       | 37    | 44    | 53    | 63    |
| 股东权益         | 6966  | 8495  | 10391 | 12860 |
|              | 10060 | 12945 | 15566 | 18873 |

负债及股东权益

现金流量表 (百万元)

|            | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流净额  | 1840  | 1898  | 2995  | 3546  |
| 投资         | -442  | -707  | -559  | -169  |
| 资本性支出      | -405  | -483  | -618  | -769  |
| 其他         | 80    | 61    | 41    | 79    |
| 投资活动现金流净额  | -767  | -1129 | -1137 | -859  |
| 债权融资       | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 股权融资       | 4     | 0     | 0     | 0     |
| 银行贷款增加(减少) | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 筹资成本       | -728  | -600  | -800  | -1000 |
| 其他         | 0     | 0     | 6     | -7    |
| 筹资活动现金流净额  | -724  | -600  | -794  | -1007 |
| 现金净流量      | 348   | 168   | 1064  | 1680  |

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**汪玲**，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

## 投资评级说明

### 东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

| 地区   | 联系人 | 联系电话        | 邮箱                    |
|------|-----|-------------|-----------------------|
| 北京地区 | 林泽娜 | 15622207263 | linzn716@easec.com.cn |
| 上海地区 | 朱虹  | 15201727233 | zhuh731@easec.com.cn  |
| 广深地区 | 刘海华 | 13710051355 | liuhh717@easec.com.cn |

## 联系我们

### 东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>