

迎驾贡酒(603198)

报告日期: 2023年08月19日

23Q2 利润超预期, 洞藏放量带动结构提升

——迎驾贡酒 23H1 业绩点评报告

投资要点

- 迎驾贡酒发布业绩公告, 23H1 公司实现营业总收入 31.43 亿元, 同比上涨 24.25%; 实现归母净利润 10.64 亿元, 同比上涨 36.53%。23Q2 公司实现营业总收入 12.27 亿元, 同比增长 29.48%; 23Q2 实现归母净利润 3.64 亿元, 同比增长 60.94%, Q2 利润表现超预期。
- 23Q2 利润超预期, 公司经营规划顺利推进
2023 年上半年, 公司围绕中高档白酒, 全面布局“洞藏”系列产品, 力求通过提升品牌力、渠道力, 扩大中高档市场占有率, 进一步提高大单品销量, 整体经营符合公司战略规划, 营收表现符合预期, 利润表现超市场预期。
- 洞藏系列持续高增, 产品结构优化
23Q2 公司白酒业务实现营业收入 11.49 亿元(+31.47%), 分产品来看, 23Q2 中高档白酒(洞藏系列、金星系列、银星系列)收入 8.55 亿元(+39.57%), 占比提升 4.32pct 至 74.43%, 主要得益于洞藏系列持续放量(我们预计洞藏系列 Q2 增速 40%); 低档酒(百年迎驾贡系列、糟坊系列)营收 2.94 亿元(+12.46%), 占比下滑 4.32pct 至 25.57%。得益于洞藏系列持续放量, 公司产品矩阵得到进一步优化, 未来公司仍将继续重点发力, 全年洞藏展望 30 亿销售目标。“洞藏”系列产品呈阶梯式布局, 洞 6/洞 9 覆盖安徽省内 100-300 元主流价格带, 洞 16/洞 20 布局 300 元+/500 元+次高端价格带。短期来看, 在次高端消费复苏较慢背景下, 洞 6/洞 9 卡位 300 元以下中低端价格带(我们预计销量占洞藏系列 80-85%), 经多年培育正值放量期, 成功延续高增势能(我们预计 Q2 增速约 40%)。中长期来看, 公司加大对于洞 16/洞 20 的培育力度, 随着省内消费升级趋势延续, 洞 16/洞 20 将充分受益次高端价格带扩容。
- 省外市场开拓顺利, 渠道建设持续深耕
①分区域来看, 公司省内营收 7.46 亿元(+39%), 占比提升 3.65pct 至 64.88%; 省外营收为 4.04 亿元(+19%), 占比为 35.12%, 当前销售仍以金银星为主, 未来洞藏放量有望带动占比提升。公司聚焦安徽、江苏、上海核心市场, 逐步拓展华中、华北等重点市场和机会市场。安徽省内以合肥、六安为核心, 南北双向开拓, 逐步挖掘皖南皖北市场消费潜力; 省外率先突围长三角地区, 在江苏省设立直营中心, 推进系列产品省外渗透。
②分渠道来看: 23Q2 直销/批发代理渠道收入分别同比+82.90%/+28.06%至 0.99/10.50 亿元; 批发代理渠道仍为主要收入来源, 收入占比达 91.34%。报告期内, 公司经销商数量较年初增加 61 个至 1395 个, 其中省内经销商增加 37 个至 726 个, 省外经销商增加 24 个至 669 个。
- 费用率维持稳定, 结构优化驱动毛利提升
23Q2 公司毛利率/净利率+7.8pct/+5.7pct 至 70.56%/29.73%, 主要系洞藏放量带动结构及利润率提升。23Q2 公司销售费用率为 11.98%, 与同期基本持平, 管理费用率同比-0.76pct 至 4.02%。23Q2 合同负债 5.05 亿元(同比+34%/环比持平)。23H1 公司经营性现金流净额为 2.92 亿元, 同比+1.09 亿元, 现金流状态健康。
- 盈利预测及估值
公司二季度利润超预期, 结构提升驱动盈利增长, 我们看好迎驾贡酒利润超预期释放逻辑: 洞藏系列持续放量+省内持续深耕+省外区域拓展加速+C 端营销力度加大带动动销。我们预计 2023-2025 年公司收入增速分别为 22.17%/18.87%/18.65%; 归母净利润增速分别为 24.25%/22.19%/20.58%; 对应 23 年 PE 26X, 维持买入评级。
- 催化剂: 洞藏系列动销表现超预期; 省内中高端市场扩容超预期; 省外市场扩张超预期; 营销活动促销效果超预期。
- 风险提示: 1、白酒整体动销恢复不及预期; 2、洞藏推广不及预期; 3、市场拓

投资评级: 买入(维持)

分析师: 杨骥
 执业证书号: S1230522030003
 yangji@stocke.com.cn

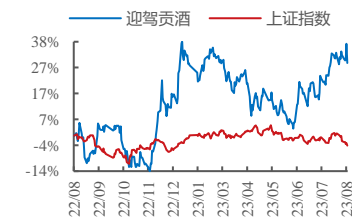
分析师: 张家祯
 执业证书号: S1230523080001
 zhangjiashen@stocke.com.cn

研究助理: 潘俊汝
 panjunru@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 68.17
总市值(百万元)	54,536.00
总股本(百万股)	800.00

股票走势图



相关报告

- 1 《洞藏带动结构上行, Q2 业绩弹性可期》2023.08.02
- 2 《省内收入占比提升, 结构向上趋势不改》2023.04.28
- 3 《业绩平稳背后预收表现优秀, 强动销下潜力尽显——迎驾贡酒 22Q3 业绩点评》2022.10.29

展不及预期；4、消费升级不及预期。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5505.3	6725.7	7994.9	9485.9
(+/-) (%)	20.29%	22.17%	18.87%	18.65%
归母净利润	1705.1	2118.7	2588.8	3121.5
(+/-) (%)	24.25%	24.25%	22.19%	20.58%
每股收益(元)	2.13	2.65	3.24	3.90
P/E	31.98	25.74	21.07	17.47

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	7771	9361	12004	15422
现金	1137	2943	4662	7507
交易性金融资产	2197	1794	1995	1895
应收账款	45	85	93	110
其它应收款	11	11	14	17
预付账款	7	11	10	12
存货	4010	4024	4677	5411
其他	364	494	553	470
非流动资产	2290	2668	2906	2947
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1746	1836	1896	1966
无形资产	174	187	207	236
在建工程	175	460	608	566
其他	195	185	195	179
资产总计	10060	12029	14910	18369
流动负债	2964	2768	3010	3272
短期借款	0	0	0	0
应付款项	901	972	1055	1247
预收账款	0	0	0	0
其他	2064	1797	1954	2024
非流动负债	130	137	135	134
长期借款	0	0	0	0
其他	130	137	135	134
负债合计	3094	2905	3145	3406
少数股东权益	37	76	129	206
归属母公司股东权益	6929	9047	11636	14758
负债和股东权益	10060	12029	14910	18369

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1840	1818	2165	2795
净利润	1708	2158	2642	3198
折旧摊销	215	133	146	158
财务费用	(1)	(30)	(56)	(91)
投资损失	(76)	(74)	(74)	(74)
营运资金变动	893	(357)	175	326
其它	(899)	(12)	(667)	(722)
投资活动现金流	(767)	(42)	(502)	(40)
资本支出	(172)	(491)	(335)	(167)
长期投资	1	2	(0)	(1)
其他	(596)	446	(167)	128
筹资活动现金流	(724)	30	56	91
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(724)	30	56	91
现金净增加额	348	1806	1720	2845

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	5505	6726	7995	9486
营业成本	1760	1766	2053	2375
营业税金及附加	826	1009	1199	1423
营业费用	505	861	991	1176
管理费用	191	282	320	365
研发费用	61	75	89	105
财务费用	(1)	(30)	(56)	(91)
资产减值损失	0	1	1	1
公允价值变动损益	2	6	6	5
投资净收益	76	74	74	74
其他经营收益	40	31	33	35
营业利润	2281	2873	3511	4245
营业外收支	(31)	(32)	(33)	(34)
利润总额	2249	2841	3478	4211
所得税	541	683	837	1013
净利润	1708	2158	2642	3198
少数股东损益	3	39	53	77
归属母公司净利润	1705	2119	2589	3122
EBITDA	2447	2944	3567	4278
EPS (最新摊薄)	2.13	2.65	3.24	3.90

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	20.29%	22.17%	18.87%	18.65%
营业利润	25.83%	25.98%	22.22%	20.90%
归属母公司净利润	24.25%	24.25%	22.19%	20.58%
获利能力				
毛利率	68.02%	73.74%	74.32%	74.96%
净利率	31.03%	32.08%	33.04%	33.72%
ROE	26.33%	26.34%	24.79%	23.36%
ROIC	24.47%	23.59%	22.33%	21.20%
偿债能力				
资产负债率	30.76%	24.15%	21.09%	18.54%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.62	3.38	3.99	4.71
速动比率	1.27	1.93	2.43	3.06
营运能力				
总资产周转率	0.59	0.61	0.59	0.57
应收账款周转率	116.31	108.30	98.91	106.72
应付账款周转率	2.94	2.58	2.72	2.79
每股指标(元)				
每股收益	2.13	2.65	3.24	3.90
每股经营现金	2.30	2.27	2.71	3.49
每股净资产	8.66	11.31	14.55	18.45
估值比率				
P/E	31.98	25.74	21.07	17.47
P/B	7.87	6.03	4.69	3.70
EV/EBITDA	19.18	16.94	13.46	10.60

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>