

2023年08月20日

Q2 业绩超预期增长，洞藏系列势能有望延续

迎驾贡酒(603198)

评级:	买入	股票代码:	603198
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价 (元):	73.76/46.25
目标价格 (元):		总市值(亿元)	545.36
最新收盘价 (元):	68.17	自由流通市值(亿元)	545.36
		自由流通股数(百万)	800.00

事件概述

公司发布中报，23H1 实现营业收入 31.4 亿元，同比+24.2%；归母净利润 10.6 亿元，同比+36.5%。23Q2 实现营业收入 12.3 亿元，同比+28.6%；归母净利润 3.6 亿元，同比+59.0%。Q2 业绩增速超过市场预期。

分析判断:

▶ 预计洞藏系列维持高速增长，享受省内结构升级红利

分区域来看，23Q2 省内外分别实现收入 7.5/4.0 亿元，分别同比+39.3%/+19.1%；分产品来看，23Q2 中高档/低档白酒分别实现收入 8.6/2.9 亿元，分别同比+39.6%/+12.5%。公司省内收入仍然维持高速增长，我们认为一方面公司仍然享受省内消费升级红利，中高档大众酒价格带消费趋势从地级市向县市一级城市发展（23Q2 省内经销商净+25 家），另一方面公司长期在洞藏系列的品牌渠道投入在中高档价格带持续收割市场份额（判断洞藏系列有望实现超过整体收入增速的增长，其中洞 9 和洞 16 增速尤其领先）。

23H1 合同负债 5.1 亿元，同比+33.5%，结合公司历史单季度合同负债我们认为公司预收款已经逐渐恢复。

▶ 结构升级+费用率优化业绩超预期增长

23Q2 毛利率 70.6%，同比+7.4pct，我们认为一方面中高档酒收入高增拉动产品结构升级（23Q2 中高档收入占比 74.4%，同比+4.3pct），另一方面规模效应拉动盈利能力提升。23Q2 销售/管理费用分别 12.0%/4.0%，分别同比+0.1/-0.9pct，我们认为在结构升级和洞藏系列起势阶段公司仍维持相对较高的品牌费用投入（23H1 广告宣传费同比+17.2%），管理费用率在规模效应下持续优化。23Q2 净利率 29.7%，同比+5.7pct，我们认为主要为洞藏系列高增带来的产品结构升级贡献。

▶ 看好洞藏系列省内势能延续

首先，我们认为安徽省内消费升级趋势仍在延续，百元左右向中高档白酒升级增量空间庞大，洞藏系列作为中高档价格带的主要进攻性产品有望享受品牌份额集中优势。

其次，我们认为洞藏系列享受龙头结构升级和价格带重心上移后的消费者需求填补，并且在公司大本营市场六安形成的品牌和消费需求认知有望向省内其他城市延续。

最后，我们判断省内洞藏系列势能有望延续，同时在洞 6 基本盘稳固后，展望未来洞 9 和洞 16 的结构向上。

投资建议

根据半年报上调盈利预测，23-25 年营业总收入由 67/80/94 亿元上调至 68/82/97 亿元，归母净利润由 21/26/31 亿元上调至 23/28/34 亿元，EPS 由 2.65/3.24/3.90 元上调至 2.81/3.49/4.25 元，2023 年 8 月 18 日收盘价 68.17 元对应 23-25 年 PE24/20/16 倍，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济下行影响消费需求；旺季需求不及预期；食品安全问题；行业内竞争加剧等。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,604	5,505	6,796	8,150	9,682
YoY (%)	33.4%	19.6%	23.4%	19.9%	18.8%
归母净利润(百万元)	1,387	1,705	2,250	2,788	3,403
YoY (%)	45.4%	23.0%	32.0%	23.9%	22.1%
毛利率 (%)	67.5%	68.0%	69.5%	70.5%	71.4%
每股收益 (元)	1.73	2.13	2.81	3.49	4.25
ROE (%)	23.0%	24.6%	27.4%	28.4%	28.9%
市盈率	39.40	32.00	24.23	19.56	16.03

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,505	6,796	8,150	9,682	净利润	1,708	2,258	2,797	3,413
YoY (%)	19.6%	23.4%	19.9%	18.8%	折旧和摊销	215	226	236	260
营业成本	1,760	2,076	2,401	2,766	营运资金变动	-41	-268	-25	-527
营业税金及附加	826	1,013	1,206	1,423	经营活动现金流	1,840	2,123	2,901	3,018
销售费用	505	598	701	823	资本开支	-405	-633	-415	-458
管理费用	191	217	253	290	投资	-442	-200	-200	-200
财务费用	-1	-2	-3	-6	投资活动现金流	-767	-726	-493	-513
研发费用	61	68	82	97	股权募资	4	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	76	106	122	145	筹资活动现金流	-724	-960	-1,200	-1,440
营业利润	2,281	2,978	3,688	4,498	现金净流量	348	437	1,209	1,065
营业外收支	-31	-15	-17	-19	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	2,249	2,963	3,671	4,479	成长能力				
所得税	541	705	874	1,066	营业收入增长率	19.6%	23.4%	19.9%	18.8%
净利润	1,708	2,258	2,797	3,413	净利润增长率	23.0%	32.0%	23.9%	22.1%
归属于母公司净利润	1,705	2,250	2,788	3,403	盈利能力				
YoY (%)	23.0%	32.0%	23.9%	22.1%	毛利率	68.0%	69.5%	70.5%	71.4%
每股收益(元)	2.13	2.81	3.49	4.25	净利率	31.0%	33.1%	34.2%	35.1%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	16.9%	19.4%	20.6%	21.6%
货币资金	1,137	1,573	2,782	3,847	净资产收益率 ROE	24.6%	27.4%	28.4%	28.9%
预付款项	7	11	11	13	偿债能力				
存货	4,010	4,638	5,100	5,964	流动比率	2.62	2.77	3.00	3.34
其他流动资产	2,616	2,718	2,823	2,937	速动比率	1.16	1.26	1.54	1.77
流动资产合计	7,771	8,940	10,716	12,762	现金比率	0.38	0.49	0.78	1.01
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	30.8%	28.9%	27.3%	25.0%
固定资产	1,746	2,226	2,434	2,637	经营效率				
无形资产	174	174	174	174	总资产周转率	0.59	0.63	0.65	0.66
非流动资产合计	2,290	2,683	2,846	3,028	每股指标 (元)				
资产合计	10,060	11,623	13,563	15,789	每股收益	2.13	2.81	3.49	4.25
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	8.66	10.27	12.26	14.71
应付账款及票据	901	889	1,063	1,076	每股经营现金流	2.30	2.65	3.63	3.77
其他流动负债	2,064	2,340	2,509	2,749	每股股利	1.10	1.20	1.50	1.80
流动负债合计	2,964	3,229	3,572	3,825	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	32.00	24.23	19.56	16.03
其他长期负债	130	130	130	130	PB	7.25	6.64	5.56	4.63
非流动负债合计	130	130	130	130					
负债合计	3,094	3,359	3,702	3,955					
股本	800	800	800	800					
少数股东权益	37	45	54	64					
股东权益合计	6,966	8,264	9,861	11,834					
负债和股东权益合计	10,060	11,623	13,563	15,789					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：华西证券研究所执行所助、食品饮料行业首席分析师，2021年新浪金麒麟新锐分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

郭辉：10余年白酒产业经验，8年行业知名咨询公司从业经验，历任某基金公司白酒研究员，现任华西证券食品饮料研究员。

任从尧：11年白酒行业营销及咨询从业经验，曾服务于汾酒、古井、舍得等多家上市酒企，并曾就职于国窖公司负责渠道管理相关业务工作，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

卢周伟：华西证券食品饮料行业研究员，主要覆盖调味品、啤酒、休闲食品板块；华南理工大学硕士，食品科学+企业管理专业背景，2020年7月加入华西证券食品饮料组。

王厚：华西证券食品饮料行业研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

吴越：华西证券食品饮料行业研究助理，伊利诺伊大学香槟分校硕士研究生，2年苏酒渠道公司销售工作经历，2022年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。