



增持（维持）

所属行业：食品饮料/饮料制造
当前价格(元)：68.17

证券分析师

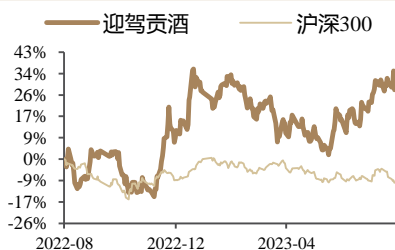
熊鹏

资格编号：S0120522120002

邮箱：xiongpeng@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	6.17	8.72	18.55
相对涨幅(%)	7.90	12.46	22.62

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《迎驾贡酒(603198.SH)：营收业绩符合预期，省内市场洞藏继续高增》，2023.4.27
- 《迎驾贡酒(603198.SH)首次覆盖：洞藏系列蹄疾步稳，高质量发展动能澎湃》，2023.1.5

迎驾贡酒(603198.SH)：洞藏系列产品和区域双增长，盈利能力持续提升

投资要点

- 事件：**公司发布2023年半年报，2023H1实现营业收入31.43亿元，同比增长24.25%；实现归母净利润10.64亿元，同比增长36.53%；实现扣非归母净利润10.3亿元，同比增长37.72%。根据计算，2023Q2实现营业收入12.27亿元，同比增长29.48%；实现归母净利润3.64亿元，同比增长60.94%；实现扣非归母净利润3.5亿元，同比增长67.44%。
- 中高档产品带动毛利率大幅提升，业绩超市场预期。**23Q2中高档白酒/普通白酒营收分别同比增长39.6%/12.5%，洞藏系列继续放量带动产品结构提升。分区域看，23Q2省内/省外收入分别同比增长39.3%/19.1%，省内市场表现依然亮眼。23Q2毛利率同比提升7.41pct至70.56%，预计与洞藏放量下产品结构提升和22Q2疫情影响基数较低有关。公司分板块深耕，更加严格优选大商优商做大做强，报告期内省内/省外经销商数量分别净增加35/21个。
- 费用率保持平稳，盈利能力强化。**23Q2销售费用率/管理费用率分别同比+0.07pct/-0.90pct，销售费用率提升预计与二季度落地大量渠道端和消费者端的营销动作有关。23Q2归母净利率同比提升5.67pct至29.66%，主要是由毛利率提升带动。
- 投资建议：**在安徽整体竞争价位上移的背景下，迎驾大众价位全省化仍有较大空间。下半年大众消费价位仍然有望保持高景气。公司上半年增长势头良好，略上调盈利预测，预计23-25年公司营业收入为67.95/81.59/95.30亿元，同比增速为23.43%/20.06%/16.80%，归母净利润为22.21/27.96/33.75亿元，同比增速为30.24%/25.92%/20.69%，现价对应23-25年PE为24.56x/19.50x/16.16x，维持“增持”评级。
- 风险提示：**疫情反复风险，省内竞争加剧风险，洞藏系列开拓进展不及预期风险

股票数据

总股本(百万股)：	800.00
流通A股(百万股)：	800.00
52周内股价区间(元)：	45.35-72.63
总市值(百万元)：	54,536.00
总资产(百万元)：	9,600.25
每股净资产(元)：	8.89

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,604	5,505	6,795	8,159	9,530
(+/-)YOY(%)	33.4%	19.6%	23.4%	20.1%	16.8%
净利润(百万元)	1,387	1,705	2,221	2,796	3,375
(+/-)YOY(%)	45.4%	23.0%	30.2%	25.9%	20.7%
全面摊薄EPS(元)	1.73	2.13	2.78	3.50	4.22
毛利率(%)	67.5%	68.0%	69.5%	70.7%	71.9%
净资产收益率(%)	23.0%	24.6%	27.6%	29.6%	30.6%

资料来源：公司年报(2021-2022)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	2.13	2.78	3.50	4.22
每股净资产	8.66	10.06	11.81	13.78
每股经营现金流	2.30	2.55	3.70	4.29
每股股利	1.10	1.38	1.75	2.25
价值评估(倍)				
P/E	29.47	24.56	19.50	16.16
P/B	7.25	6.78	5.77	4.95
P/S	9.91	8.03	6.68	5.72
EV/EBITDA	20.32	17.00	13.43	10.96
股息率%	1.8%	2.0%	2.6%	3.3%
盈利能力指标(%)				
毛利率	68.0%	69.5%	70.7%	71.9%
净利润率	31.0%	32.7%	34.3%	35.4%
净资产收益率	24.6%	27.6%	29.6%	30.6%
资产回报率	16.9%	19.0%	20.6%	21.5%
投资回报率	24.0%	27.4%	29.4%	30.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	19.6%	23.4%	20.1%	16.8%
EBIT 增长率	27.1%	32.7%	25.9%	20.8%
净利润增长率	23.0%	30.2%	25.9%	20.7%
偿债能力指标				
资产负债率	30.8%	30.8%	29.9%	29.4%
流动比率	2.6	2.7	2.8	2.9
速动比率	1.3	1.3	1.5	1.6
现金比率	0.4	0.4	0.5	0.7
经营效率指标				
应收帐款周转天数	3.0	3.0	3.0	3.0
存货周转天数	831.5	850.0	800.0	800.0
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6
固定资产周转率	3.2	3.8	4.7	4.6

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,705	2,221	2,796	3,375
少数股东损益	3	4	5	17
非现金支出	215	211	224	249
非经营收益	-43	-59	-88	-106
营运资金变动	-41	-340	23	-106
经营活动现金流	1,840	2,037	2,961	3,429
资产	-405	-362	-338	-248
投资	-442	-502	-502	-502
其他	80	88	106	124
投资活动现金流	-767	-775	-734	-626
债权募资	0	0	0	0
股权募资	4	0	0	0
其他	-728	-1,100	-1,400	-1,800
融资活动现金流	-724	-1,100	-1,400	-1,800
现金净流量	348	162	827	1,003

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 18 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,505	6,795	8,159	9,530
营业成本	1,760	2,075	2,391	2,678
毛利率%	68.0%	69.5%	70.7%	71.9%
营业税金及附加	826	1,019	1,224	1,429
营业税金率%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
营业费用	505	581	653	734
营业费用率%	9.2%	8.6%	8.0%	7.7%
管理费用	191	221	248	279
管理费用率%	3.5%	3.2%	3.0%	2.9%
研发费用	61	75	90	105
研发费用率%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
EBIT	2,200	2,920	3,678	4,442
财务费用	-1	-3	-3	-4
财务费用率%	-0.0%	-0.0%	-0.0%	-0.0%
资产减值损失	-0	0	0	0
投资收益	76	88	106	124
营业利润	2,281	2,958	3,704	4,481
营业外收支	-31	-31	-18	-18
利润总额	2,249	2,927	3,686	4,463
EBITDA	2,415	3,131	3,902	4,691
所得税	541	703	885	1,071
有效所得税率%	24.1%	24.0%	24.0%	24.0%
少数股东损益	3	4	5	17
归属母公司所有者净利润	1,705	2,221	2,796	3,375

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,137	1,298	2,126	3,128
应收账款及应收票据	45	56	67	78
存货	4,010	4,832	5,240	5,869
其它流动资产	2,579	3,095	3,608	4,123
流动资产合计	7,771	9,281	11,040	13,199
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,746	1,769	1,747	2,088
在建工程	175	280	403	50
无形资产	174	168	162	156
非流动资产合计	2,290	2,413	2,510	2,494
资产总计	10,060	11,693	13,551	15,692
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	901	966	1,113	1,247
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	2,064	2,506	2,815	3,231
流动负债合计	2,964	3,473	3,928	4,478
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	130	130	130	130
非流动负债合计	130	130	130	130
负债总计	3,094	3,602	4,058	4,608
实收资本	800	800	800	800
普通股股东权益	6,929	8,049	9,446	11,020
少数股东权益	37	42	47	64
负债和所有者权益合计	10,060	11,693	13,551	15,692

信息披露

分析师与研究助理简介

熊鹏，德邦证券大消费组组长&食品饮料首席分析师，上海交通大学及挪威科技大学双硕士。全面负责食品饮料行业各板块的研究，6年行业研究经验，2022年卖方分析师水晶球奖公募榜单上榜。曾任职于西部证券、国信证券、安信证券等，2022年12月加入德邦证券研究所。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。