

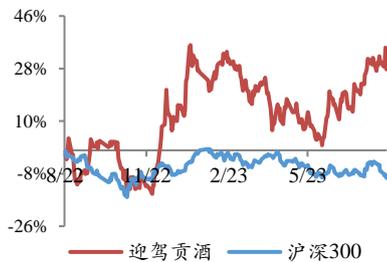
洞藏系列延续强劲势能，Q2 业绩超预期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-08-20

收盘价(元)	68.17
近12个月最高/最低(元)	72.63/45.35
总股本(百万股)	800
流通股本(百万股)	800
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	545
流通市值(亿元)	545

公司价格与沪深300走势比较



分析师：刘略天

执业证书号：S0010522100001

邮箱：liult@hazq.com

分析师：万鹏程

执业证书号：S0010523040002

邮箱：wanpengcheng@hazq.com

主要观点：

● 事件描述

8月18日，迎驾贡酒发布2023年中报。公司23H1/23Q2实现营业收入31.43亿元/12.27亿元，同比变动+24.25%/+29.48%；公司23H1/23Q2实现归母净利润10.64亿元/3.64亿元，同比变动+36.53%/+60.94%。低基数影响下，Q2利润端表现超预期。

● 洞藏系列持续发力，省内延续高增态势

分产品来看，公司中高档酒（代表：洞藏系列、金银星系列）23H1/23Q2分别实现收入23.69亿元/8.55亿元，同比+28.02%/+39.57%；普通白酒（代表：百年迎驾贡系列、糟坊系列）23H1/23Q2分别实现收入6.12亿元/2.94亿元，同比+16.28%/+12.46%。公司进一步加大中高档产品布局力度，洞藏系列充分受益，渠道反馈二季度延续了今年以来的增长势头，洞6/9终端自点率快速提升，产品势能进一步扩大，带动洞16及以上产品同步高速增长。

其他方面，批发代理收入23H1/23Q2分别增长23.55%/28.06%，上半年公司聚焦核心渠道、核心终端，渠道利润相对竞品仍能保持竞争优势；省内市场23H1/23Q2分别增长33.34%/39.32%，公司继续巩固合肥等重点市场，聚焦省内发力，截至6月底省内经销商净增35家；省外市场23H1/23Q2分别增长9.75%/19.08%，Q2实现加速拓展态势，省外经销商报告期内实现净增长21家。

● 产品结构推动毛利率大幅提升，盈利能力持续增强

盈利能力部分，公司23H1/23Q2毛利率分别为70.94%/70.56%，同比分别变化+2.67pct/+7.41pct，二季度洞藏系列高速增长带动产品结构迅速提升。费用方面，公司23H1/23Q2期间费用率同步下降，其中单二季度管理费用率下降0.74pct贡献较大。综合来看，公司23H1/23Q2归母净利率分别为33.85%/29.66%，同比提升3.05pct/5.80pct，盈利能力得到大幅提升。

其他方面，公司23H1/23Q2经营活动净现金流分别为2.92亿元/-1.97亿元，其中销售收现分别增长28.74%/43.05%，渠道回款同步高增。6月末合同负债5.05亿元，环比今年3月末小幅增加0.04亿元，同比去年6月末增加1.27亿元，显示经销商打款依旧积极。

● 投资建议

行业挑战之下，公司洞藏系列实现了逆势高增，巩固了以合肥地区为重点的消费者心智与产品势能，我们预计洞6/9的强势表现有望打开洞16/20的增长通道，释放长期势能。预计公司2023年-2025年营业收入增速分别22.0%、19.7%、19.1%，归母净利润增速分别为28.9%、

24.1%、21.9%，对应 EPS 预测为 2.75、3.41、4.16 元，对应 PE 分别 25、20、16 倍。维持公司“买入”评级。

● **风险提示**

- (1) 宏观经济不确定性风险；
- (2) 安徽省内竞争加剧；
- (3) 洞藏系列势能不及预期。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5505	6715	8038	9575
收入同比 (%)	19.6%	22.0%	19.7%	19.1%
归属母公司净利润	1705	2198	2727	3326
净利润同比 (%)	23.0%	28.9%	24.1%	21.9%
毛利率 (%)	68.0%	69.2%	70.8%	72.0%
ROE (%)	24.6%	26.7%	27.7%	28.1%
每股收益 (元)	2.13	2.75	3.41	4.16
P/E	29.47	24.81	20.00	16.40
P/B	7.25	6.61	5.53	4.61
EV/EBITDA	20.32	17.30	13.65	11.06

资料来源: wind, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。