

业绩超市场预期 比较优势持续确立

——迎驾贡酒 (603198.SH)

食品饮料/饮料制造

申港证券
SHENGANG SECURITIES

事件：公司发布半年度报告，21H1 实现营收 20.86 亿元、同比增长 52.5%，归母净利润 5.91 亿元、同比增长 77.6%。单 Q2 实现营收 9.37 亿元、同比增长 57.1%，净利润 2.22 亿元、同比增长 122.3%，超市场预期。

投资摘要：

Q2 增长环比大幅提速，销售费用率降低、预收款和现金流指标稳健良性。21Q2 营收、归母净利润同比增速 (+57.1%、+122.3%) 环比 21Q1 提高 8.2pct、63.9pct。排除基数影响看，21H1 营收、净利润分别较 19 年同期增长 10.8%、33.0%，其中 Q2 分别增长 29.9%、143.2%，营收加速、同时净利润大幅度改善。21H1 净利率同比提高 4.0pct 至 28.4%，毛利率 65.90%，剔除运费影响同比略有下降 (-0.13pct)；销售费用率同口径下降 5.33pct，预计主要为公司削减全国性面上广告投放至广宣费用较同期下降有关。预收款同比增加 0.76 亿元至 3.99 亿元。21H1 销售回款 22.50 亿元、其中 Q2 10.6 亿元，同比分别增长 81.5%、45.9%。经营净现金流 2.46 亿元，较同期的-4.47 亿元改善明显。

中高档产品强劲带动结构进一步提升，洞藏系列持续高增占比进一步提高。21H1 中高档酒及普通酒同比增长 70.8%、23.1%，其中中高档酒 Q2 同比增长 104.0%，中高档及普通酒分别较 19 年同期增 22.2%、-8.0%。中高档酒占比同比提升 7.16pct 至 71.1%，其中 Q2 占比 67.9%，较 20 年同期提高 14.4pct。预计二季度洞藏系列增长强劲、同时迎驾之星系列亦持续恢复，带动整体中高档酒增长显著提速。预计 21H1 洞藏系列占比提升到 35%左右、增速超过 60%。同时，公司持续提升洞藏品牌势能、已自 6 月 20 日上调生态洞藏 20 售价 80 元/瓶，当前公司库存良性、批价稳定上行。公司产品结构与竞品错位竞争，已形成洞 6、9 为业绩基础、次高端洞 16、20 年持续培育及高端洞 30、大师版拔高形象的产品格局。

省内增长优于省外、省外市场加速修复，优势市场凸显。21H1 省内外增速分别为 49.4%、60.9%，其中 Q2 省内增长好于省外分别为 77.6%、43.3%。排除基数影响看，21H1 较 19 年同期省内外增长 13.6%、8.5%。21H1 省外占比 37.9%，与 20、19 年同期基本持平。公司省外扩张实行洞藏和迎驾系列双产品驱动，形成聚焦布局长三角（江浙沪及周边）、京津冀、公司 300 公里半径市场（豫东南、鄂东南、江西等）的格局。省内市场已形成六安和合肥双基地市场的局面，洞藏系列在合肥及周边市场 300 元价位已形成基础和畅销氛围。

渠道深耕、营销 223 战略夯实基础，竞争格局持续转好。21H1 经销商 1272 个，省内外分别净增 17、5 家。公司渠道模式为厂家掌控下的小商制扁平化，终端掌控与经销商管理、渠道针对性操作、县区以下市场下沉等基础工作扎实，近年市场份额稳步提升、相对竞品比较优势逐步扩大。21 年营销 223 战略聚焦核心终端、核心消费者，打造洞藏重点市场。产品顺价销售下经销商利润高渠道推力强，渠道广度和深度持续优化。

投资策略：公司渠道与产品兼修，品质和渠道力比较优势明显、省内格局持续转好，略上调营收预期，预计 21-23 年营收 42.28/50.81/60.25 亿元，同比增长 22.49%/20.17%/18.57%。归母净利润 12.88/15.82/19.11 亿元，同比增长 35.14%、22.81%、20.75%。每股收益 1.61/1.98/2.39 元，对应 PE 为 22.36/18.21/15.08 倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情影响白酒消费；洞藏系列推广不及预期；营销推进不及预期

评级

买入（首次）

2021 年 08 月 24 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

交易数据

时间 2021.08.24

总市值/流通市值（亿元）	288.08/288.08
总股本（万股）	80,000.0
资产负债率（%）	26.09
每股净资产（元）	6.47
收盘价（元）	36.01
一年内最低价/最高价（元）	19.71/48.53

公司股价表现走势图

资料来源：申港证券研究所

1、《迎驾贡酒公司深度研究：产品和营销兼修 增长确定性显著》2021-05-31

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	3,776.98	3,452.05	4,228.39	5,081.15	6,024.87
增长率 (%)	8.26%	-8.60%	22.49%	20.17%	18.57%
归母净利润 (百万元)	930.45	953.39	1,288.40	1,582.32	1,910.71
增长率 (%)	19.49%	2.47%	35.14%	22.81%	20.75%
净资产收益率 (%)	19.60%	18.54%	24.03%	26.34%	28.16%
每股收益(元)	1.16	1.19	1.61	1.98	2.39
PE	31.04	30.26	22.36	18.21	15.08
PB	6.07	5.60	5.37	4.79	4.25

资料来源：公司财报、申港证券研究所

表1: 公司盈利预测表

利润表		单位:百万元					资产负债表					单位:百万元					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3777	3452	4228	5081	6025	流动资产合计	4938	5349	5876	6635	7672						
营业成本	1346	1135	1244	1387	1597	货币资金	835	1154	1969	2472	2918						
营业税金及附加	584	520	646	771	917	应收账款	48	57	61	79	90						
营业费用	463	420	469	610	714	其他应收款	6	5	7	8	10						
管理费用	188	172	233	274	325	预付款项	8	12	10	11	13						
研发费用	26	39	39	47	49	存货	2698	3020	2863	3041	3588						
财务费用	-9	-4	-7	-5	-6	其他流动资产	24	272	180	216	256						
资产减值损失	0	0	0	0	0	非流动资产合计	2031	2032	1908	1932	1853						
公允价值变动收益	-10	3	-3	0	-2	长期股权投资	0	0	0	0	0						
投资净收益	75	75	75	75	75	固定资产	1474	1731	1617	1587	1502						
营业利润	1265	1272	1699	2095	2525	无形资产	119	115	111	106	102						
营业外收入	5	6	5	6	5	商誉	0	0	0	0	0						
营业外支出	18	19	2	11	6	其他非流动资产	31	54	50	61	72						
利润总额	1252	1259	1702	2090	2524	资产总计	6969	7381	7784	8567	9525						
所得税	321	302	408	502	606	流动负债合计	2117	2077	2256	2386	2559						
净利润	932	957	1293	1588	1918	短期借款	0	0	0	0	0						
少数股东损益	1	4	5	6	7	应付账款	499	561	531	592	682						
归属母公司净利润	930	953	1288	1582	1911	预收款项	406	0	227	273	324						
EBITDA	1525	1543	1861	2274	2708	一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0						
EPS (元)	1.16	1.19	1.61	1.98	2.39	非流动负债合计	87	142	142	142	142						
主要财务比率						长期借款	0	0	0	0	0						
						应付债券	0	0	0	0	0						
成长能力						负债合计	2204	2220	2398	2529	2702						
营业收入增长	8.26%	-8.60%	22.49%	20.17%	18.57%	少数股东权益	17	20	24	30	38						
营业利润增长	20.97%	0.57%	33.52%	23.32%	20.51%	实收资本 (或股本)	800	800	800	800	800						
归属于母公司净利润增长	19.49%	2.47%	35.14%	22.81%	20.75%	资本公积	1303	1304	1000	1000	1000						
获利能力						未分配利润	2245	2639	3137	3770	4521						
毛利率(%)	64.36%	67.13%	70.58%	72.70%	73.49%	归属母公司股东权益合计	4748	5142	5361	6008	6786						
净利率(%)	24.66%	27.72%	30.59%	31.26%	31.83%	负债和所有者权益	6969	7381	7784	8567	9525						
总资产净利润(%)	13.35%	12.92%	16.55%	18.47%	20.06%	现金流量表						单位:百万元					
ROE(%)	19.60%	18.54%	24.03%	26.34%	28.16%	经营活动现金流	925	729	1853	1568	1610						
偿债能力						净利润	932	957	1293	1588	1918						
资产负债率(%)	32%	30%	31%	30%	28%	折旧摊销	154	164	169	184	189						
流动比率						财务费用	-9	-4	-7	-5	-6						
速动比率						应付账款减少	8	-9	-5	-17	-12						
营运能力						预收账款增加	-77	-406	227	46	51						
总资产周转率	0.56	0.48	0.56	0.62	0.67	投资活动现金流	-244	149	26	-135	-38						
应收账款周转率	74	66	72	73	71	公允价值变动收益	-10	3	-3	0	-2						
应付账款周转率	7.50	6.51	7.74	9.05	9.46	长期股权投资减少	0	0	0	0	0						
每股指标 (元)						投资收益	75	75	75	75	75						
每股收益(最新摊薄)	1.16	1.19	1.61	1.98	2.39	筹资活动现金流	-552	-561	-1063	-930	-1127						
每股净现金流(最新摊薄)	0.16	0.40	1.02	0.63	0.56	应付债券增加	0	0	0	0	0						
每股净资产(最新摊薄)	5.93	6.43	6.70	7.51	8.48	长期借款增加	0	0	0	0	0						
估值比率						普通股增加	0	0	0	0	0						
P/E	31.04	30.26	22.36	18.21	15.08	资本公积增加	40	1	-304	0	0						
P/B	6.07	5.60	5.37	4.79	4.25	现金净增加额	128	317	815	503	446						
EV/EBITDA	18.35	17.92	14.42	11.58	9.56												

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上