



2021 年 08 月 25 日

产品升级次高端放量，收入业绩超预期

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:	49.31/20.03
目标价格:		总市值(亿)	316.88
最新收盘价:	39.61	自由流通市值(亿)	316.88
		自由流通股数(百万)	800.00

事件概述

2021H1 实现收入 20.86 亿元，同比+52.46%；归母净利 5.91 亿元，同比+77.63%；扣非归母净利 5.59 亿元，同比+82.33%；合同负债 3.99 亿元，同比+23.56%。其中，2021Q2 实现收入 9.37 亿元，同比+57.07%；归母净利 2.22 亿元，同比+122.30%；扣非归母净利 2.01 亿元，同比+162.16%；合同负债-0.12 亿元，去年同期 0.23 亿元，超过预期。

分析判断:

► 白酒业务收入大幅上涨。

2021H1 公司白酒业务实现收入 19.48 亿元，同比+53.58%。分产品来看，2021H1 中高档/普通白酒分别实现收入 13.84/5.64 亿元，分别同比+70.79%/+23.11%；其中，2021Q2 中高档/普通白酒分别实现收入 5.91/2.79 亿元，分别同比+104.01%/+10.61%。公司营业收入大幅增长主要来源于中高档白酒提速，上半年中高档白酒收入占比达到 71.06%，同比+7.16pct。分区域来看，2021H1 省内外分别实现收入 12.10/7.38 亿元，分别同比+49.43%/+60.90%，省内外收入占比分别为 62.12%/37.88%，省外收入占比+1.72pct；其中，Q2 省内外分别实现收入 4.83/8.69 亿元，分别同比+77.58%/+43.34%。省内外经销商数量分别净+17/-4 家，省内持续精耕，省外渠道优化。

► 公司盈利能力大幅提升，现金流大幅改善。

2021H1 毛利率 65.90%，同比-0.99pct，白酒业务毛利率 68.92%，同比-1.31pct；其中 2021Q2 为 61.27%，同比+1.08pct。会计准则变动运输费用计入营业成本导致毛利率下降，但同时销量提升规模效应显现，因此整体毛利率微降。由于运输费用计入营业成本并且公司广告宣传费用下降（H1 同比-18.27%）因此 H1 销售费用率 9.41%，同比-6.19pct；其中 Q2 销售费用率 10.81%，同比-8.17pct。虽然职工薪酬（H1 同比+19.55%）和折旧费用（H1 同比+15.37%）增加，但是 H1 公司营业收入大幅增长，因此管理费用率 4.41%，同比-1.41pct；其中 Q2 管理费用率 4.91%，同比-2.07pct。营业收入大幅提升同时广告宣传费用下降，因此盈利能力提升，H1 公司净利率 28.46%，同比+4.04pct；其中 Q2 净利率 23.75%，同比+6.94pct。

合同负债 3.99 亿元，同比+23.56%，主因公司产品动销良好经销商积极备货导致的预收款项增加。销售收现 22.49 亿元，同比+81.47%，主要来源于营业收入和预收款项的增长。经营活动现金流量净额 2.46 亿元，去年同期-4.47 亿元，主要来源于销售收现的增长。

► 产品升级次高端，洞藏系列发力。

近两年公司积极进行产品升级，在深耕百年迎驾贡系列的基础上，主推定位次高端价位段洞藏系列。目前，生态洞藏 6 年和 9 年已经处于公司核心市场合肥市和六安市的核心价位段。首先，通过事件营销、品酒会和大力发展省内宴席市场增加生态洞藏系列在核心市场的知名度和铺市率。其次，增加洞藏系列产品包装的吸引力，叠加迎驾贡酒自身在合肥市以及六安市的品牌知名度和产品所处价位段的性价比吸引，洞藏系列在安徽省省内持续发力，使得公司在次高端价位段逐渐站稳脚跟。另外，公司仍在积极布局升级产品生态洞藏 16 年和 20 年，希望能在次高端更高价位段拥有更好的发展。

投资建议

维持盈利预测不变，我们预计公司 2021-2023 年实现营业收入 41.2/49.1/58.5 亿元，同比+19.4%/+19.2%/+19.0%；实现归母净利润 11.7/14.2/17.3 亿元，同比+22.5%/+21.8%/+21.4%；EPS 分别为 1.46/1.78/2.16 元，当前股价对应估值分别为 27/22/18 倍。维持“买入”评级。

风险提示

经济复苏情况不及预期；酱香型白酒挤占浓香型白酒市场份额；市场竞争加剧；食品安全问题等。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,777	3,452	4,123	4,914	5,848
YoY (%)	8.3%	-8.6%	19.4%	19.2%	19.0%
归母净利润(百万元)	930	953	1,168	1,422	1,726
YoY (%)	19.5%	2.5%	22.5%	21.8%	21.4%
毛利率 (%)	64.4%	67.1%	68.0%	69.2%	70.5%
每股收益 (元)	1.16	1.19	1.46	1.78	2.16
ROE	19.6%	18.5%	21.8%	24.8%	27.2%
市盈率	34.06	33.24	27.13	22.28	18.35

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）	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	3,452	4,123	4,914	5,848	净利润	957	1,171	1,426	1,731
YoY (%)	-8.6%	19.4%	19.2%	19.0%	折旧和摊销	175	126	125	125
营业成本	1,135	1,319	1,513	1,723	营运资金变动	-371	-87	-127	-340
营业税金及附加	520	639	767	924	经营活动现金流	729	1,113	1,313	1,386
销售费用	420	499	599	725	资本开支	-207	-383	-376	-372
管理费用	172	206	246	292	投资	275	262	262	262
财务费用	-4	-6	-3	-3	投资活动现金流	149	-39	-16	7
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	75	82	98	117	债务募资	0	0	0	0
营业利润	1,272	1,534	1,875	2,286	筹资活动现金流	-561	-960	-1,040	-1,120
营业外收支	-13	14	13	14	现金净流量	317	115	258	273
利润总额	1,259	1,549	1,889	2,299	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	302	378	463	568	成长能力				
净利润	957	1,171	1,426	1,731	营业收入增长率	-8.6%	19.4%	19.2%	19.0%
归属于母公司净利润	953	1,168	1,422	1,726	净利润增长率	2.5%	22.5%	21.8%	21.4%
YoY (%)	2.5%	22.5%	21.8%	21.4%	盈利能力				
每股收益	1.19	1.46	1.78	2.16	毛利率	67.1%	68.0%	69.2%	70.5%
资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率	27.7%	28.4%	29.0%	29.6%
货币资金	1,154	1,269	1,526	1,799	总资产收益率 ROA	12.9%	15.8%	18.5%	21.3%
预付款项	12	13	15	17	净资产收益率 ROE	18.5%	21.8%	24.8%	27.2%
存货	3,020	3,108	3,150	3,163	偿债能力				
其他流动资产	1,164	692	427	284	流动比率	2.57	2.72	2.87	3.33
流动资产合计	5,349	5,083	5,118	5,264	速动比率	1.12	1.05	1.09	1.32
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.56	0.68	0.86	1.14
固定资产	1,731	1,935	2,157	2,373	资产负债率	30.1%	27.3%	25.1%	21.3%
无形资产	115	132	138	146	经营效率				
非流动资产合计	2,032	2,303	2,567	2,826	总资产周转率	0.47	0.56	0.64	0.72
资产合计	7,381	7,386	7,685	8,090	每股指标（元）				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	1.19	1.46	1.78	2.16
应付账款及票据	748	633	580	519	每股净资产	6.43	6.69	7.17	7.92
其他流动负债	1,330	1,239	1,204	1,059	每股经营现金流	0.91	1.39	1.64	1.73
流动负债合计	2,077	1,871	1,785	1,578	每股股利	0.00	1.20	1.30	1.40
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	142	142	142	142	PE	33.24	27.13	22.28	18.35
非流动负债合计	142	142	142	142	PB	5.43	5.38	5.03	4.54
负债合计	2,220	2,014	1,927	1,721					
股本	800	800	800	800					
少数股东权益	20	22	26	31					
股东权益合计	5,162	5,372	5,758	6,370					
负债和股东权益合计	7,381	7,386	7,685	8,090					

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：华西证券食品饮料首席分析师，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。

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年加入华西证券食品饮料组。

刘来珍：华西证券食品饮料行业分析师，主要覆盖乳制品、肉制品板块；上海交通大学金融学硕士，2020年9月加入华西证券研究所。

王厚：华西证券食品饮料研究助理，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。

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。