



2023-08-20

公司点评报告

买入/维持

迎驾贡酒(603198)

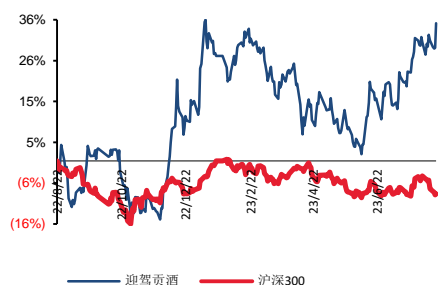
目标价: 82

昨收盘: 72.19

食品饮料 白酒 II

## 迎驾贡酒：产品结构升级明显，利润率进一步改善

## ■ 走势比较



## ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	800/800
总市值/流通(百万元)	57,752/57,752
12 个月最高/最低(元)	74.07/46.25

## 相关研究报告：

迎驾贡酒(603198)《迎驾贡酒：洞藏增长势能延续，产品结构持续提升》—2023/04/27

迎驾贡酒(603198)《迎驾贡酒：生态洞藏差异突围，渠道势能引领增长》—2023/01/06

迎驾贡酒(603198)《迎驾贡酒：环比大幅改善，洞藏持续高增》—2022/11/02

## 证券分析师：李鑫鑫

电话：021-58502206

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519100001

## 证券分析师：伍兆丰

电话：13926194726

E-MAIL: wuzf@tpyzq.com

**事件：**迎驾贡酒发布 2023 年中报，上半年公司实现营收、归母净利润、归母扣非净利润 31.43 亿元、10.64 亿元、10.30 亿元，分别同比+24.25%、+36.53%、+37.72%。Q2 营收、归母净利润、归母扣非净利润为 12.27 亿元、3.64 亿元、3.50 亿元，分别同比+28.62%、+59.04%、+67.44%。

## 点评：

**收入拆分：Q2 收入端符合预期，洞藏进一步放量驱动中高档产品增速加速**

23H1 公司实现营收 31.43 亿元，同比+24.25%（Q1：+21.60%；Q2：+28.62%），Q2 增速环比有所加速。

**1) 分产品：洞藏放量推动结构进一步升级。**23Q2 中高档(生态洞藏/迎驾之星)/实现营收 8.55 亿元，同比+39.6%，结构上，中高档产品占比进一步提升，23Q2 中高档占 74.4%，同比+4.32pct，主要为洞藏占比进一步提升，随着公司洞 6 基本盘稳固，洞 9 产品增速持续加速，预计 Q2 洞藏系列同比增速超 40%，预计上半年洞藏占比有望提升至 50% 左右，整体洞藏库存较为良性。另外受省内消费分层影响，大众消费价格带表现稳定，预计金银星亦有小双位数的稳步增长。Q2 普通白酒(百年迎驾/糟坊系列等)实现营收 2.94 亿元，同比+12.5%，保持稳健增长。

**2) 分市场：**23Q2 省内实现营收 7.46 亿元，同比+39.3%，其中强势市场合六淮区域表现稳定，池州、安庆、宣城等占比较小区域，增速相对较亮眼。上半年经销商数量 1395 家，其中省内/省外较年初净增长 35/21 家，新增经销商以池州、安庆、宣城等相对薄弱市场为主。23Q2 省外市场实现营收 4.04 亿元，同比+19.1%，上海、江苏等省外区域稳步发展。

**3) 合同负债同比提升，增长后劲充足。**2023 年 6 月末合同负债为 5.05 亿元，同比增加 1.27 亿元，其中预收货款为 2.10 亿元，同比增加 0.26 亿元，未结算折扣为 2.95 亿元，同比增加 1 亿元。

**本费利分析：产品结构提升推动 Q2 毛利率优化明显，经营效率稳步改善**

**1) 23H1 毛利率、期间费用率有所改善，推动利润率稳步提升。**23H1 毛利率为 70.94%，同比+1.67pct，归母净利润率为 33.85%，同比

执业资格证书编码：S1190522110002

+3.05pct。23H1 销售/管理/研发/财务费用率为 8.59%/3.16%/1.21%/-0.14%，同比-0.75/-0.64/+0.05/-0.12pct，整体经营效率稳步提升。

**2) 23Q2 洞藏占比提升驱动毛利率优化明显，Q2 加大广宣力度，销售费用率基本持平。**23Q2 毛利率为 70.56%，同比+7.40pct，主要为洞藏放量带动产品结构提升明显，归母净利润率 29.66%，同比+5.67pct。23Q2 公司销售/管理/研发/财务费用率 11.98%/4.02%/1.62%/-0.22%，同比+0.06/-0.90/-0.10/-0.19pct，其中 Q2 销售费用同比+29%，预计为广告宣传费投入增加，Q2 公司发力消费者培育，包括举办合肥群星演唱会、冠名《经视高考季》等活动。

**23 年展望：上半年结构持续改善，洞藏系列持续推进省内、省外市场布局。**1) 产品端，目前淡季公司也加强稳定价格体系，洞 6/洞 9 价盘稳步回升，洞 16 发力宴席场景，自点率持续提升，关注中秋、国庆宴席、商务场景持续恢复。2) 营销端，随着省内主流价格带逐渐向 300+升级，公司推动销售组织结构变革，加大洞 16 以上产品聚焦力度，提出 C 端运营+后端开发，共同作用洞 16/20 发展。3) 区域端，洞藏系列持续完善省内外布局，有望进一步放量，省内皖北市场随着洞藏系列持续导入，22 年逐渐进入释放期，23 年将加大蚌埠、皖南等市场开发，逐步完成省内市场的布局；省外公司将持续推动洞藏系列省外江苏市场的布局，有望带动省外市场产品结构提升。4) 战略端，公司提出 23 年为文化战略元年，加强管理提升、内容提升、传播提升，进一步加强产品的文化品牌形象。

**中长期展望：渠道利润较厚有望推动洞藏系列持续放量，洞 16 以上系列有望受益次高端价格带扩容。**公司洞 6+9 卡位省内主流价格带，形成一定错位优势，有望受益省内更低价格带的升级，同时渠道利润较厚、精细化管理有望推动产品持续放量。安徽作为白酒产销大省，随着经济快速发展，消费升级趋势明显，次高端持续扩容，公司在次高端价格带主推洞 16/20，并逐步加强对消费者培育，未来有望受益安徽地区次高端价格带扩容。

**投资建议：**23 产品结构持续提升推动业绩改善，中长期关注公司高端洞藏系列对消费者培育以及受益安徽省内次高端价格带扩容。预计 23-25 年收入分别为 67.44/80.55/95.76 亿元，增速分别为 23%/19%/19%，归母净利润为 21.91/27.24/33.45 亿元，增速分别为 28%/24%/23%，EPS 分别为 2.74/3.41/4.18 元，对应当前股价 PE 分别为 25x/20x/16x，按照 2023 年业绩给予 30 倍，一年目标价 82 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**省内经济发展不及预期风险，原材料价格上涨风险，渠道拓展不及预期风险，核心产品增长不如预期，疫情反复等。

■ 盈利预测和财务指标：

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5505	6744	8055	9576
(+/-%)	20%	23%	19%	19%
归母净利(百万元)	1705	2191	2724	3345
(+/-%)	23%	28%	24%	23%
摊薄每股收益(元)	2.13	2.74	3.41	4.18
市盈率(PE)	32	25	20	16

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	757	1137	2649	2890	3843	营业收入	4577	5505	6744	8055	9576
应收款项	57	55	76	86	105	营业成本	1486	1760	2044	2322	2637
存货净额	3499	4010	6696	7737	8927	营业税金及附加	701	826	1012	1208	1436
其他流动资产	2198	2568	2651	2740	2842	销售费用	445	505	573	669	785
流动资产合计	6511	7771	9876	11256	13520	管理费用	196	191	297	338	383
固定资产	1669	1746	1744	1743	1742	财务费用	(3)	(1)	(3)	(4)	(5)
在建工程	80	175	175	175	175	其他费用/(-收入)	85	78	66	70	70
无形资产及其他	118	174	169	165	161	营业利润	1812	2281	2888	3592	4410
长期股权投资	5	0	0	0	0	营业外净收支	7	(31)	0	0	0
资产总计	8628	10060	12159	13534	15792	利润总额	1819	2249	2888	3592	4410
短期借款	0	0	0	0	0	所得税费用	433	541	693	862	1058
应付款项	713	901	1681	870	1116	净利润	1387	1708	2195	2730	3352
预收账款	0	0	0	0	0	少数股东损益	5	3	4	5	6
其他流动负债	1789	2064	2064	2064	2064	归属于母公司净利润	1382	1705	2191	2724	3345
流动负债合计	2502	2964	3745	2934	3180	预测指标					
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	ROE	23%	24%	26%	26%	27%
其他长期负债	139	130	130	130	130	毛利率	68%	68%	70%	71%	72%
长期负债合计	139	130	130	130	130	销售净利率	30%	31%	32%	34%	35%
负债合计	2641	3094	3875	3064	3310	收入增长率	33%	20%	23%	19%	19%
股本	800	800	800	800	800	利润增长率	45%	23%	28%	24%	23%
股东权益	5987	6966	8285	10470	12483	总资产周转率	0.53	0.55	0.55	0.60	0.61
负债和股东权益总计	8628	10060	12159	13534	15792	应收账款周转率	80.59	99.22	88.94	93.80	91.31
						存货周转率	0.42	0.44	0.46	0.46	0.46
						资产负债率	31%	31%	32%	23%	21%
						流动比	2.60	2.62	2.64	3.84	4.25
						EPS	1.73	2.13	2.74	3.41	1.73
						BVPS	7.46	8.66	10.30	13.03	7.46
						P/E	39.46	31.98	24.89	20.02	39.46
						P/B	9.14	7.87	6.62	5.23	9.14
						P/S	11.92	9.91	8.09	6.77	11.92

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锬	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	郑丹璇	15099958914	zhengdx@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。