

迎驾贡酒 (603198)

2024H1 业绩点评: 长风破浪, 踏波稳进

买入 (维持)

2024 年 08 月 17 日

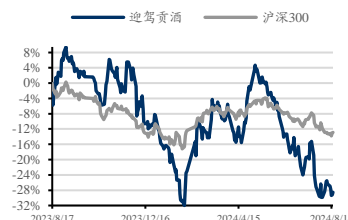
证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	5505	6720	8080	9517	11104
同比 (%)	19.59	22.07	20.23	17.79	16.67
归母净利润 (百万元)	1705	2288	2901	3575	4329
同比 (%)	22.97	34.17	26.81	23.22	21.08
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.13	2.86	3.63	4.47	5.41
P/E (现价&最新摊薄)	23.80	17.74	13.99	11.35	9.37

股价走势



投资要点

- **事件:** 24H1 公司收入、归母净利润分别同比+20.4%、29.6%; 对应 24Q2 收入、归母净利润同比+19.0%、28.0%。Q2 收入稳定兑现, 费用回落推动利润超预期兑现。
- **强抓网点及营销质量, 洞藏系列聚势而强。** 24Q2 公司酒类收入同增 20.2%, 年内公司通过“1233”工程强化 C 端势能, 推动洞藏系列持续放量, 增速兑现稳定性强。1) 分产品看: Q2 中高档酒收入同增 24.9%, 其中估算洞藏保持 30%+增速, 金银星兑现个位数增长。伴随“双核工程”深化推进, 公司包量店签约力度加大、终端客情维护持续加强, 推动核心市场份额不断扩大。2) 分区域看: Q2 省内、省外收入分别同增 22.9%、15.3%, 省内受益挖掘宴席增量、强化营销服务, 淡季动销韧性仍强; 省外在消费承压背景下, 低价位产品销售增长相对稳健。
- **收现基本保持稳定, 费用回落拉升盈利。** 1) 收现端: Q2 公司收现比达 107%, 同比-6.0pct, 主系预收小幅回落——Q2 季末合同负债同比/环比分别回落 0.4、0.5 亿元, 与渠道回款更趋谨慎有关。2) 利润端: Q2 公司净利率同比+2.2pct 至 32.0%, 主因: ①Q2 毛利率同比+0.6pct。受益结构提升及成本优化, H1 公司整体毛利率同增 2.6pct, 其中中高档酒、普酒毛利率分别同增 1.6、2.9pct, 预估全年毛利率增幅有望对标 H1 水平。②Q2 销售、管理 (含研发) 费率同比显著回落 2.0/1.0pct。由于费用投入规划及结算节奏差异, Q2 单季销售、管理费用 (含研发) 分别同比下降 0.7%、3.0%, 预计全年费用增速保持双位数增长, 据此估计 24H2 利润弹性环比略有回落。
- **大众消费韧性凸显, 核心市场乘势而进。** 从价格带空间来看, 安徽大众主流消费价位拾级而上, 受益疫后大众白酒消费呈现“少而精”特点 (消费频次/数量收缩, 但价格端有明显升级), 合肥及周边地区居民用酒加快向百元以上价位切换。参考古 5、古 8 规模, 看好洞 6、洞 9 仍有较大施展空间。从区域扩张来看, 公司省内区域发展沿合六淮→皖北→皖南进行开拓, 1 则强化通过销售绑定及营销赋能持续拉升终端卖力, 2 则通过数字化手段加强库存及价盘管控, 推动合肥等起量市场结构与规模并进。
- **盈利预测与投资评级:** 看好安徽 100~300 元价位稳步扩容, 龙头份额更趋集中。我们上调公司 2024-26 年归母净利润 29.0/35.8/43.3 亿元 (前值分别为 28.8/35.7/42.6 亿元), 同比+27%/23%/21%, 当前股价对应 PE 为 14/11/9X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 省内消费升级不及预期、省外竞争加剧、食品安全问题

市场数据

收盘价(元)	50.72
一年最低/最高价	48.26/82.99
市净率(倍)	4.68
流通 A 股市值(百万元)	40,576.00
总市值(百万元)	40,576.00

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.84
资产负债率(% ,LF)	23.00
总股本(百万股)	800.00
流通 A 股(百万股)	800.00

相关研究

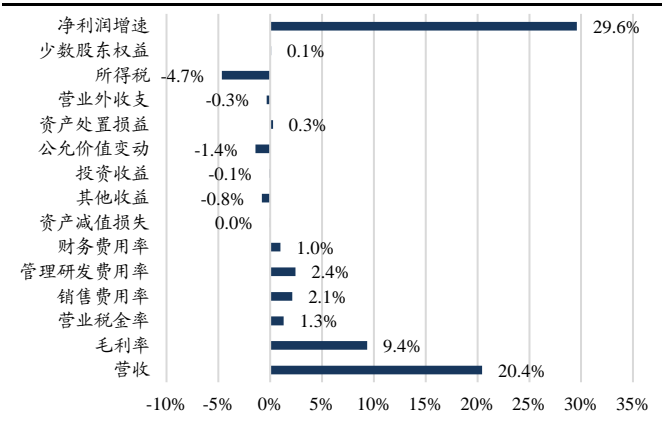
《迎驾贡酒(603198): 2023 年报&2024 年一季报点评: 毛销差持续扩大, Q1 业绩超预期》

2024-04-26

《迎驾贡酒(603198): 春节动销积极, 结构仍旧上行》

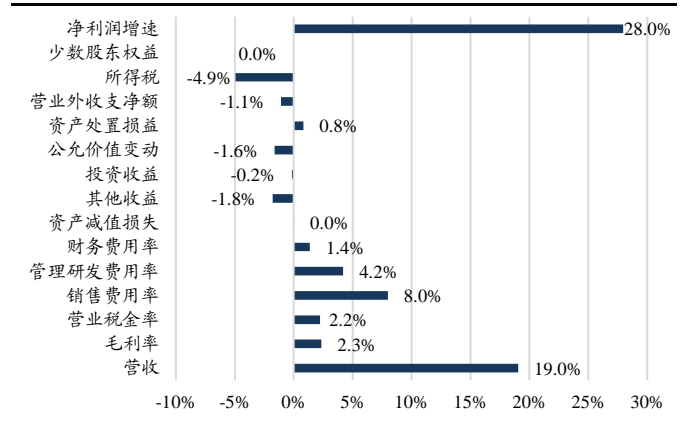
2024-03-11

图1: 24H1 公司利润增速贡献拆分



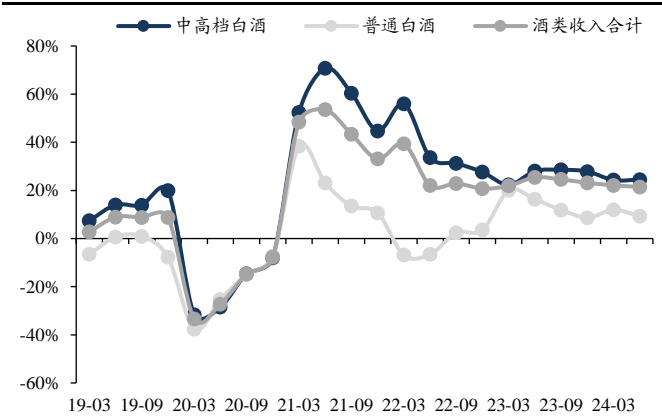
数据来源: wind、东吴证券研究所

图2: 24Q2 公司利润增速贡献拆分



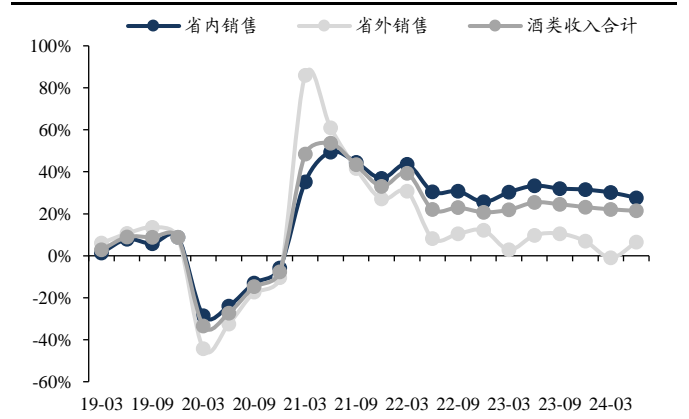
数据来源: wind、东吴证券研究所

图3: 公司分产品季度累计收入增速



数据来源: wind、东吴证券研究所

图4: 公司分产品季度累计收入增速



数据来源: wind、东吴证券研究所

迎驾贡酒三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	9,022	11,836	15,134	19,057	营业总收入	6,720	8,080	9,517	11,104
货币资金及交易性金融资产	3,818	6,087	8,618	11,858	营业成本(含金融类)	1,924	2,109	2,372	2,617
经营性应收款项	56	139	164	190	税金及附加	1,035	1,244	1,456	1,699
存货	4,451	4,912	5,653	6,309	销售费用	581	680	776	877
合同资产	0	0	0	0	管理费用	209	238	262	283
其他流动资产	697	697	699	700	研发费用	77	77	81	87
非流动资产	2,667	2,802	2,891	2,953	财务费用	(8)	(17)	(32)	(47)
长期股权投资	22	22	22	22	加:其他收益	37	40	48	56
固定资产及使用权资产	1,769	1,734	1,674	1,586	投资净收益	74	81	95	99
在建工程	409	526	623	719	公允价值变动	2	0	0	0
无形资产	244	298	352	405	减值损失	1	1	1	1
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(2)	1	0	0
长期待摊费用	16	16	16	16	营业利润	3,014	3,870	4,746	5,743
其他非流动资产	207	206	205	204	营业外净收支	(15)	(16)	(16)	(16)
资产总计	11,689	14,638	18,025	22,010	利润总额	2,999	3,854	4,730	5,728
流动负债	3,146	3,786	4,337	4,900	减:所得税	706	944	1,145	1,386
短期借款及一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	净利润	2,293	2,910	3,586	4,342
经营性应付款项	805	1,011	1,137	1,255	减:少数股东损益	5	9	11	13
合同负债	733	865	972	1,073	归属母公司净利润	2,288	2,901	3,575	4,329
其他流动负债	1,608	1,909	2,227	2,572	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.86	3.63	4.47	5.41
非流动负债	165	165	165	165	EBIT	2,932	3,731	4,571	5,541
长期借款	25	25	25	25	EBITDA	3,152	3,928	4,795	5,792
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	71.37	73.89	75.08	76.43
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	34.04	35.91	37.56	38.98
其他非流动负债	139	139	139	139	收入增长率(%)	22.07	20.23	17.79	16.67
负债合计	3,311	3,951	4,501	5,065	归母净利润增长率(%)	34.17	26.81	23.22	21.08
归属母公司股东权益	8,337	10,638	13,462	16,871					
少数股东权益	41	50	61	74					
所有者权益合计	8,378	10,688	13,523	16,945					
负债和股东权益	11,689	14,638	18,025	22,010					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,198	3,135	3,513	4,389	每股净资产(元)	10.42	13.30	16.83	21.09
投资活动现金流	(247)	(567)	(682)	(829)	最新发行在外股份(百万股)	800	800	800	800
筹资活动现金流	(857)	(600)	(750)	(920)	ROIC(%)	29.17	29.47	28.56	27.52
现金净增加额	1,094	1,968	2,081	2,640	ROE-摊薄(%)	27.44	27.27	26.55	25.66
折旧和摊销	220	197	224	251	资产负债率(%)	28.33	26.99	24.97	23.01
资本开支	(570)	(345)	(325)	(326)	P/E (现价&最新股本摊薄)	17.74	13.99	11.35	9.37
营运资本变动	(204)	94	(216)	(120)	P/B (现价)	4.87	3.81	3.01	2.41

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>