



增持(维持)

所属行业: 食品饮料/白酒 II
当前价格(元): 50.72

证券分析师

熊鹏

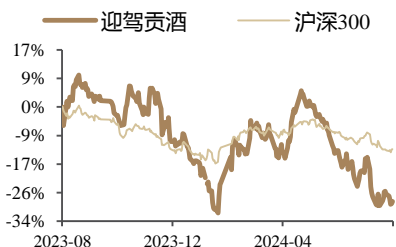
资格编号: S0120522120002
邮箱: xiongpeng@tebon.com.cn

尤诗超

资格编号: S0120524070004
邮箱: yousc3@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-10.80	-17.49	-29.63
相对涨幅(%)	-6.43	-11.96	-21.54

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《迎驾贡酒(603198.SH): 洞藏延续高增, 业绩超预期》, 2024.4.26
- 《迎驾贡酒(603198.SH): 中高档产品放量增长, Q3 业绩超预期》, 2023.10.29
- 《迎驾贡酒(603198.SH): 洞藏系列产品 and 区域双增长, 盈利能力持续提升》, 2023.8.20

股票数据

总股本(百万股):	800.00
流通A股(百万股):	800.00
52周内股价区间(元):	48.27-77.62
总市值(百万元):	40,576.00
总资产(百万元):	11,297.02
每股净资产(元):	10.84

资料来源: 公司公告

迎驾贡酒(603198.SH): 业绩超预期, 洞藏系列引领结构升级

投资要点

- 事件:** 公司发布 2024 年半年报, 2024H1 实现营业收入 37.85 亿元, 同比增长 20.44%; 实现归母净利润 13.79 亿元, 同比增长 29.59%; 实现扣非归母净利润 13.66 亿元, 同比增长 32.65%。根据计算, 2024Q2 实现营业收入 14.61 亿元, 同比增长 19.04%; 实现归母净利润 4.66 亿元, 同比增长 27.96%; 实现扣非归母净利润 4.64 亿元, 同比增长 32.53%。
- 中高档酒增长稳健, 省内外市场齐发展。** 24Q2 公司实现营业收入 14.61 亿元, 同比增长 19.04%。1) 分产品看, 24Q2 中高档白酒(洞藏、金银星系列)/普通白酒(百年迎驾贡、糟坊系列)分别实现营收 10.69/3.13 亿元, 同比+25.03%/+6.46%。公司深化洞藏系列战略核心, 总结和推广中高端白酒销售模式, 强化价格管理, 优化价格体系, 中高档酒营收占比持续提升。2) 分渠道看, 24Q2 直销(含团购)/代理批发渠道分别实现营收 0.81/13.01 亿元, 同比-18.18%/+23.90%, 直销渠道贡献有所下滑, 代理批发渠道增速稳定。经销商数量上, 截至 24Q2 期末经销商共计 1423 家, 省内/省外分别 779/644 家, 24Q2 期间净增加 33 家, 对应省内净增加 29 家, 省外净增加 4 家。公司深耕核心市场, 不断提升网点数量与质量。3) 分区域看, 24Q2 省内/省外市场实现营收 9.16/4.65 亿元, 同比+22.79%/+15.10%, 省内市场表现持续稳健, 省外市场也呈现出良好的发展态势。
- Q2 毛利率和净利率稳步提升, 费用率整体下降。** 24Q2 公司毛利率和净利率分别为 71.15%和 31.95%, 分别同比提升 0.58pct 和 2.23pct, 预计与洞藏系列为代表的中高端白酒产品收入增长有关。税金率同比降低 0.56pct, 销售费用率同比减少 1.99pct, 管理费用率同比减少 0.60pct。截至 24Q2 合同负债 4.62 亿元, 环比减少 0.43 亿元, 主要是由于贷款发货结算所致。
- 投资建议:** 预计 24-26 年公司营业收入为 82.2/99.1/116.9 亿元, 同比增速为 22.3%/20.5%/18.0%, 归母净利润为 29.2/36.5/44.3 亿元, 同比增速为 27.7%/25.0%/21.2%, 维持“增持”评级。
- 风险提示:** 省内竞争加剧风险, 省外增速放缓风险, 洞藏系列开拓进展不及预期风险

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,505	6,720	8,222	9,905	11,685
(+/-)YOY(%)	19.6%	22.1%	22.3%	20.5%	18.0%
净利润(百万元)	1,705	2,288	2,921	3,651	4,426
(+/-)YOY(%)	23.0%	34.2%	27.7%	25.0%	21.2%
全面摊薄 EPS(元)	2.13	2.86	3.65	4.56	5.53
毛利率(%)	68.0%	71.4%	73.4%	74.7%	75.9%
净资产收益率(%)	24.6%	27.4%	28.8%	29.4%	29.2%

资料来源: 公司年报(2022-2023), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	2.86	3.65	4.56	5.53
每股净资产	10.42	12.70	15.51	18.92
每股经营现金流	2.75	3.95	4.80	5.40
每股股利	1.30	1.38	1.75	2.13
价值评估(倍)				
P/E	23.18	13.89	11.11	9.17
P/B	6.36	3.99	3.27	2.68
P/S	6.04	4.94	4.10	3.47
EV/EBITDA	16.12	9.60	7.33	5.71
股息率%	2.0%	2.7%	3.5%	4.2%
盈利能力指标(%)				
毛利率	71.4%	73.4%	74.7%	75.9%
净利润率	34.0%	35.5%	36.9%	37.9%
净资产收益率	27.4%	28.8%	29.4%	29.2%
资产回报率	19.6%	20.5%	21.2%	21.5%
投资回报率	26.7%	28.5%	29.1%	28.9%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	22.1%	22.3%	20.5%	18.0%
EBIT 增长率	33.2%	31.0%	24.9%	21.2%
净利润增长率	34.2%	27.7%	25.0%	21.2%
偿债能力指标				
资产负债率	28.3%	28.4%	27.5%	26.3%
流动比率	2.9	2.9	3.1	3.3
速动比率	1.4	1.6	1.9	2.1
现金比率	0.7	0.9	1.2	1.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	2.1	2.0	2.0	2.0
存货周转天数	844.5	850.0	800.0	800.0
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
固定资产周转率	3.8	4.1	4.6	4.4

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2,288	2,921	3,651	4,426
少数股东损益	5	9	11	13
非现金支出	219	13	13	13
非经营收益	-110	-75	-92	-110
营运资金变动	-204	292	254	-23
经营活动现金流	2,198	3,160	3,837	4,319
资产	-570	-195	-323	-275
投资	249	-500	-500	-500
其他	75	82	99	117
投资活动现金流	-247	-613	-724	-658
债权募资	25	0	0	0
股权募资	2	0	0	0
其他	-884	-1,100	-1,400	-1,700
融资活动现金流	-857	-1,100	-1,400	-1,700
现金净流量	1,094	1,447	1,713	1,961

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 16 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	6,720	8,222	9,905	11,685
营业成本	1,924	2,183	2,504	2,821
毛利率%	71.4%	73.4%	74.7%	75.9%
营业税金及附加	1,035	1,266	1,525	1,800
营业税金率%	15.4%	15.4%	15.4%	15.4%
营业费用	581	681	786	908
营业费用率%	8.7%	8.3%	7.9%	7.8%
管理费用	209	245	288	339
管理费用率%	3.1%	3.0%	2.9%	2.9%
研发费用	77	90	109	129
研发费用率%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%
EBIT	2,932	3,842	4,800	5,818
财务费用	-8	-15	-20	-25
财务费用率%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	-0	-9	-9	-9
投资收益	74	82	99	117
营业利润	3,014	3,873	4,838	5,863
营业外收支	-15	-7	-7	-7
利润总额	2,999	3,866	4,831	5,856
EBITDA	3,152	3,846	4,804	5,822
所得税	706	935	1,169	1,417
有效所得税率%	23.6%	24.2%	24.2%	24.2%
少数股东损益	5	9	11	13
归属母公司所有者净利润	2,288	2,921	3,651	4,426

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,239	3,687	5,399	7,360
应收账款及应收票据	39	45	54	64
存货	4,451	5,083	5,487	6,183
其它流动资产	2,293	2,606	3,111	3,618
流动资产合计	9,022	11,421	14,052	17,225
长期股权投资	22	22	22	22
固定资产	1,768	1,998	2,158	2,628
在建工程	409	352	493	276
无形资产	244	246	248	250
非流动资产合计	2,667	2,841	3,144	3,399
资产总计	11,689	14,262	17,196	20,624
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	805	957	1,097	1,237
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	2,341	2,933	3,464	4,015
流动负债合计	3,146	3,890	4,562	5,251
长期借款	25	25	25	25
其它长期负债	140	140	140	140
非流动负债合计	165	165	165	165
负债总计	3,311	4,054	4,726	5,416
实收资本	800	800	800	800
普通股股东权益	8,337	10,158	12,408	15,134
少数股东权益	41	50	61	74
负债和所有者权益合计	11,689	14,262	17,196	20,624

信息披露

分析师与研究助理简介

熊鹏，德邦证券大消费组组长&食品饮料首席分析师，上海交通大学及挪威科技大学双硕士。全面负责食品饮料行业各板块的研究，6年行业研究经验，2022年卖方分析师水晶球奖公募榜单上榜。曾任职于西部证券、国信证券、安信证券等，2022年12月加入德邦证券研究所。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。