

结构升级延续 费效提升显著

2024 年 08 月 18 日

► **事件**: 公司于 8 月 16 日发布 2024 年中报, 24 年上半年公司累计实现营业收入/归母净利润/扣非后归母净利润 37.85/13.79/13.66 亿元, 同比 +20.44%/+29.59%/+32.65%; 其中单 24Q2 实现营业收入/归母净利润/扣非后归母净利润 14.61/4.66/4.64 亿元, 同比 +19.04%/+27.96%/+32.53%, 截至 24Q2 期末合同负债 4.62 亿元, 同比 -8.58%, Q2 期内环比减少 0.53 亿元。用“单季度营收+Δ合同负债”核算“真实营收”, 以抵消公司因订单确认、发货节奏等因素带来的营收扰动, 24Q2 “真实营收” 14.08 亿元, 同比 14.36%, 慢于表端单季度营收增速, 或系当前行业需求疲软、渠道备货积极性不高所致。

► **中高端占比持续提升, 省外市场恢复增长。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 +24.95%/+6.50%。中高档酒占比同比提升 2.92pcts 至 77.35%, 得益于卡位安徽 100-300 元主流价格带的扩容, 资源聚焦的洞藏系列份额持续提升。**分区域看**: 24Q2 安徽省内/省外市场分别实现营收 9.16/4.65 亿元, 同比 +22.88%/+15.34%。公司持续积极推进省外华东 (江苏、上海) 市场开拓, 省外占比较 24Q1 环比提升 +12.77pcts 至 33.69%。**分渠道看**: 直销 (包含团购) /批发代理分别实现营收 0.81/13.01 亿元, 同比 -18.44%/+23.90%, 其中批发代理渠道占比同比提升 +2.78pcts 至 94.13%。渠道策略上深化“双核”工程, 重视传统渠道和核心终端, 通过包量店政策力度笼络优质终端资源, 通过演唱会、品鉴会等形式加强消费者互动, 提升网点数量及单点效率。**经销商数量上**: 24Q2 末共计 1423 家, 较一季度末增加 33 家, 其中省内/外各 779/644 家, 较一季度末净增加 29/4 家。

► **结构提升+费效优化+规模效应三轮驱动下, 盈利能力抬升显著。毛利率方面**: 24H1/24Q2 分别为 73.57%/71.15%, 同比 +2.63/+0.58pcts, 毛利率显著提升一方面来自产品结构提升, 另一方面或与货折确认节奏相关。全年维度毛利率水平同比稳步提升确定性高。**费用率方面**: 公司 24H1 销售/管理费用率分别为 7.99%/2.76%, 同比 -0.60/-0.40pcts, 24Q2 销售/管理费用率分别为 10.00%/3.42%, 同比 -1.99/-0.60pcts。二季度费用投放更加克制, 精细化投放叠加规模效应显著提升费效。**归母净利率**: 24H1/24Q2 分别为 36.42%/31.88%, 同比 +2.57/+2.22pcts。

► **投资建议**: 看好省内白酒在 100-300 元大众价格带的需求韧性, 我们预计 24-26 年归母净利润分别为 29.43/34.71/40.50 亿元, 同增 28.7%/17.9%/16.7%, 当前股价对应 PE 分别 14/12/10 倍, 维持“推荐”评级。

► **风险提示**: 省内核心市场竞争加剧影响市场份额; 洞藏培育低于预期导致结构升级不畅; 税收等产业政策调整的不确定性风险; 食品安全风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	6,720	8,259	9,745	11,380
增长率 (%)	22.1	22.9	18.0	16.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,288	2,943	3,471	4,050
增长率 (%)	34.2	28.7	17.9	16.7
每股收益 (元)	2.86	3.68	4.34	5.06
PE	18	14	12	10
PB	4.9	4.0	3.3	2.7

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 8 月 16 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

50.72 元



分析师 王言海

执业证书: S0100521090002

邮箱: wangyanhai@mszq.com

分析师 孙冉

执业证书: S0100522110004

邮箱: sunran@mszq.com

相关研究

- 迎驾贡酒 (603198.SZ) 2023 年年报及 2024 年一季报点评: Q1 盈利水平创新高 产品结构持续优化-2024/04/26
- 迎驾贡酒 (603198.SH) 2023 年三季报点评: 洞藏拉动结构优化, 品牌势能持续上行-2023/10/28
- 迎驾贡酒 (603198.SH) 2023 年半年报点评: 洞藏梯次升级, 品牌势能风起-2023/08/20
- 迎驾贡酒 (603198.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评: 结构持续向好, 盈利稳定提升-2023/04/28
- 迎驾贡酒 (603198.SH) 2022 年三季报点评: 产品结构优化升级, 品牌势能持续向上-2022/11/03

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	6,720	8,259	9,745	11,380
营业成本	1,924	2,226	2,615	3,059
营业税金及附加	1,035	1,272	1,491	1,741
销售费用	581	719	858	1,007
管理费用	209	256	331	398
研发费用	77	99	117	137
EBIT	2,932	3,746	4,401	5,117
财务费用	-8	-26	-54	-77
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	74	114	132	150
营业利润	3,014	3,886	4,588	5,346
营业外收支	-15	-13	-20	-16
利润总额	2,999	3,873	4,568	5,330
所得税	706	922	1,087	1,268
净利润	2,293	2,952	3,481	4,061
归属于母公司净利润	2,288	2,943	3,471	4,050
EBITDA	3,152	3,980	4,644	5,369

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,239	4,519	6,449	8,674
应收账款及票据	39	69	81	95
预付款项	12	11	13	15
存货	4,451	5,153	6,055	7,082
其他流动资产	2,281	2,021	2,030	2,040
流动资产合计	9,022	11,772	14,627	17,906
长期股权投资	22	22	22	22
固定资产	1,768	1,905	1,995	2,056
无形资产	244	244	244	244
非流动资产合计	2,667	2,711	2,714	2,713
资产合计	11,689	14,483	17,341	20,618
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	805	1,049	1,233	1,442
其他流动负债	2,341	2,996	3,527	4,112
流动负债合计	3,146	4,045	4,760	5,554
长期借款	25	0	0	0
其他长期负债	140	149	149	149
非流动负债合计	165	149	149	149
负债合计	3,311	4,194	4,909	5,703
股本	800	800	800	800
少数股东权益	41	50	59	71
股东权益合计	8,378	10,289	12,432	14,916
负债和股东权益合计	11,689	14,483	17,341	20,618

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	22.07	22.90	18.00	16.77
EBIT 增长率	33.24	27.75	17.51	16.26
净利润增长率	34.17	28.65	17.93	16.67
盈利能力 (%)				
毛利率	71.37	73.05	73.16	73.12
净利润率	34.04	35.64	35.62	35.59
总资产收益率 ROA	19.57	20.32	20.02	19.64
净资产收益率 ROE	27.44	28.74	28.05	27.28
偿债能力				
流动比率	2.87	2.91	3.07	3.22
速动比率	1.23	1.53	1.71	1.87
现金比率	0.71	1.12	1.35	1.56
资产负债率 (%)	28.33	28.96	28.31	27.66
经营效率				
应收账款周转天数	2.24	2.34	2.77	2.78
存货周转天数	791.69	776.70	771.38	772.99
总资产周转率	0.62	0.63	0.61	0.60
每股指标 (元)				
每股收益	2.86	3.68	4.34	5.06
每股净资产	10.42	12.80	15.47	18.56
每股经营现金流	2.75	4.42	4.25	4.90
每股股利	1.30	1.67	1.97	2.30
估值分析				
PE	18	14	12	10
PB	4.9	4.0	3.3	2.7
EV/EBITDA	11.94	9.45	8.10	7.01
股息收益率 (%)	2.56	3.30	3.89	4.54

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	2,293	2,952	3,481	4,061
折旧和摊销	220	234	242	252
营运资金变动	-204	434	-210	-259
经营活动现金流	2,198	3,537	3,400	3,919
资本开支	-570	-239	-264	-265
投资	249	-5	0	0
投资活动现金流	-247	-208	-133	-115
股权募资	2	0	0	0
债务募资	25	-25	0	0
筹资活动现金流	-857	-1,050	-1,338	-1,578
现金净流量	1,094	2,280	1,929	2,226

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026