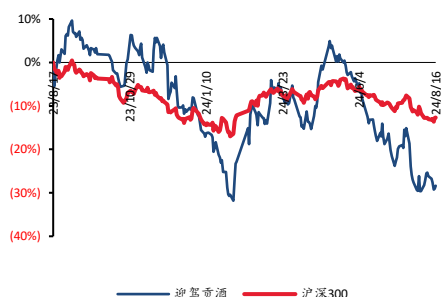


迎驾贡酒：产品周期向上势能正强，利润端弹性持续兑现

走势比较



股票数据

总股本/流通(亿股) 8/8
总市值/流通(亿元) 405.76/405.76
12 个月内最高/最低价 82.99/48.26 (元)

相关研究报告

<<洞藏放量产品结构优化明显，2024Q1 顺利实现开门红>>—2024-04-28

<<迎驾贡酒：春节动销超预期，安徽返乡潮带动大众价格带爆发>>—2024-02-21

<<迎驾贡酒：Q3 净利率创新高，洞藏结构延续提升>>—2023-10-30

证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

研究助理：林叙希

电话：

E-MAIL: linxx@tpyzq.com

一般证券业务登记编号: S1190124030019

事件：迎驾贡酒发布 2024 年半年报，2024H1 实现营收 37.85 亿元，同比+20.44%，归母净利润 13.79 亿元，同比+29.59%，扣非归母净利润 13.66 亿元，同比+32.65%。2024Q2 实现营收 14.61 亿元，同比+19.04%，归母净利润 4.66 亿元，同比+27.96%，扣非归母净利润为 4.64 亿元，同比+32.53%。

洞藏延续高增长，产品结构持续提升。分产品看，2024Q2 中高档白酒/普通白酒分别实现营收 10.69/3.13 亿元，同比+24.9%/+6.5%，中高档酒占比同比提升 2.9pct 至 77.4%。渠道调研反馈，2024 年上半年洞藏完成既定增长目标，目前洞藏占比已超过 50%且持续提升，其中洞藏内部结构不断升级，洞 9、16 增速更快，洞 6 稳健增长，打开洞藏增长天花板，全年洞藏增长 35%+目标信心充足。公司产品价盘稳固，渠道利润仍维持在 10%以上水平，库存 2 个月，动销良性。

基地市场势能扩散，渠道运作更加精细化。分区域看，2024Q2 省内/省外分别实现营收 9.16/4.65 亿元，同比+22.9%/+15.3%，省内占比同比提升 1.4pct 至 66.3%。洞藏系列产品势能周期往上，省内消费流行氛围形成后由点带面向全省扩散，网点和核心门店数量稳步上升。渠道端运作更加细化，分品相运作对终端进行分级管理，洞 16、20 平台公司运作后拓展加快。同时二季度省外表现亮眼，江苏、上海等环安徽周边市场洞藏拓展逐步起色。2024Q2 省内/省外经销商分别达 779/644 个，环比净增+29/+4 个，公司在在大商打造、优商扶持、多商协作策略下，经销商质量不断提升。

2024Q2 净利率同比提升 2.22pct 至 31.95%，创历史二季度新高。2024H1 公司毛利率为 73.57%，同比+2.63pct，其中 2024Q2 毛利率 71.1%，同比+0.59pct，洞藏内部占比持续提升带动毛利率改善。2024Q2 税金及附加/销售/管理/研发/财务费用率分别为 15.61%/10.00%/3.42%/1.18%/-0.56%，同比 -0.56%/-1.99%/-0.60%/+0.01%/-0.44%/-0.34pct，收入快速增长规模效应下以及公司费用投放合理，销售费用率持续优化。2024H1 净利率达 36.53%，同比+2.55pct，其中 2024Q2 净利率达 31.95%，同比+2.22pct。2024Q2 合同负债为 4.62 亿元，同比/环比-0.43/-0.53 亿元，营收+Δ预收款变动合计+14.08 亿元，同比+14.4%。2024 年公司销售目标积极，全年目标收入+20%、利润+25%，目前来看完成确定性较强。

投资建议：考虑到洞藏系列高势能增长，产品结构优化有望延续，预计 2024-2026 年收入增速 22%/20%/17%，归母净利润增速分别为 26%/22%/20%，EPS 分别为 3.61/4.41/5.28 元，对应 PE 分别为 14x/12x/10x，按照 2024 年业绩给予 23 倍，目标价 83.03 元，给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济承压、结构升级不及预期、行业竞争加剧风

险。

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	6,720	8,185	9,798	11,498
营业收入增长率(%)	22.07%	21.80%	19.71%	17.35%
归母净利（百万元）	2,288	2,887	3,530	4,224
净利润增长率(%)	34.17%	26.21%	22.24%	19.69%
摊薄每股收益（元）	2.86	3.61	4.41	5.28
市盈率（PE）	23.18	14.05	11.50	9.61

资料来源：携宁，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）					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,137	2,239	5,446	8,487	12,125
应收和预付款项	52	51	0	0	0
存货	4,010	4,451	0	0	0
其他流动资产	2,572	2,281	2,265	2,265	2,265
流动资产合计	7,771	9,022	7,711	10,753	14,390
长期股权投资	0	22	29	37	49
投资性房地产	11	10	13	15	17
固定资产	1,746	1,768	2,674	2,943	3,287
在建工程	175	409	522	669	834
无形资产开发支出	174	244	325	395	468
长期待摊费用	20	16	16	16	16
其他非流动资产	7,935	9,220	7,910	10,951	14,590
资产总计	10,060	11,689	11,489	15,027	19,261
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	901	805	0	0	0
长期借款	0	25	25	25	25
其他负债	2,194	2,481	191	191	191
负债合计	3,094	3,311	216	216	216
股本	800	800	800	800	800
资本公积	1,261	1,261	1,261	1,261	1,261
留存收益	4,867	6,275	9,163	12,692	16,917
归母公司股东权益	6,929	8,337	11,224	14,754	18,978
少数股东权益	37	41	49	57	67
股东权益合计	6,966	8,378	11,273	14,811	19,045
负债和股东权益	10,060	11,689	11,489	15,027	19,261

现金流量表（百万）					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	1,840	2,198	4,444	3,662	4,361
投资性现金流	-767	-247	-1,238	-621	-723
融资性现金流	-724	-857	0	0	0
现金增加额	348	1,094	3,207	3,041	3,638

利润表（百万）					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5,505	6,720	8,185	9,798	11,498
营业成本	1,760	1,924	2,212	2,541	2,881
营业税金及附加	826	1,035	1,247	1,494	1,756
销售费用	505	581	737	882	1,028
管理费用	191	209	255	311	361
财务费用	-1	-8	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	0
投资收益	76	74	104	120	140
公允价值变动	2	2	0	0	0
营业利润	2,281	3,014	3,796	4,639	5,550
其他非经营损益	-31	-15	0	0	0
利润总额	2,249	2,999	3,796	4,639	5,550
所得税	541	706	901	1,101	1,316
净利润	1,708	2,293	2,895	3,538	4,235
少数股东损益	3	5	8	8	10
归母股东净利润	1,705	2,288	2,887	3,530	4,224

预测指标					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	68.02%	71.37%	72.98%	74.06%	74.94%
销售净利率	30.97%	34.04%	35.28%	36.02%	36.74%
销售收入增长率	19.59%	22.07%	21.80%	19.71%	17.35%
EBIT 增长率	27.13%	33.24%	25.96%	22.37%	19.74%
净利润增长率	22.97%	34.17%	26.21%	22.24%	19.69%
ROE	24.61%	27.44%	25.73%	23.92%	22.26%
ROA	16.95%	19.57%	25.13%	23.49%	21.93%
ROIC	23.99%	26.67%	24.92%	23.23%	21.65%
EPS (X)	2.13	2.86	3.61	4.41	5.28
PE (X)	29.47	23.18	14.05	11.50	9.61
PB (X)	7.25	6.36	3.62	2.75	2.14
PS (X)	9.12	7.89	4.96	4.14	3.53
EV/EBITDA (X)	20.32	16.12	8.96	6.74	5.02

资料来源：携宁，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。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



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证券投资咨询业务资格，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。