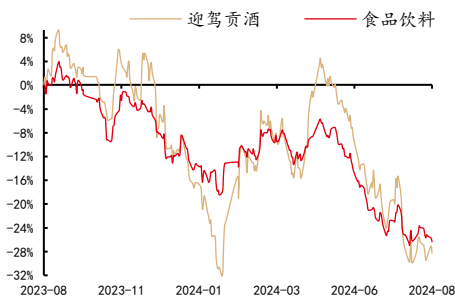


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	50.93
总股本/流通股本(亿股)	8.00 / 8.00
总市值/流通市值(亿元)	407 / 407
52周内最高/最低价	79.15 / 49.22
资产负债率(%)	28.3%
市盈率	17.81
第一大股东	安徽迎驾集团股份有限公司

研究所

分析师：蔡雪昱
SAC 登记编号：S1340522070001
Email: caixueyu@cnpsec.com

迎驾贡酒(603198)

费效比提升显著，Q2 利润超预期

● 事件

公司发布 2024 年半年报，2024 年上半年分别实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 37.85/37.85/13.79/13.66 亿元，同比+20.44%/+20.44%/+29.59%/+32.65%。整体营收表现基本符合预期，利润表现超预期。

● 核心要点

公司 2024 年上半年营收、利润延续强劲表现，同时毛利率、净利率伴随洞藏系列占比提高以及规模效应带动同步增长。2024 上半年，公司毛利率/归母净利率为 73.57%/36.42%，分别同比+2.63/+2.57pct；税金/销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.74%/7.99%/2.76%/0.93%/-0.42%，分别同比-0.37/-0.6/-0.4/-0.29/-0.28pct。2024 年上半年实现销售收现 38.76 亿元，同比+16.48%；经现净额 5.83 亿元，同比增长 2.91 亿元；Q2 末合同负债 4.62 亿元，同比减少 0.43 亿元，环比减少 0.53 亿元（去年同口径环比增加 0.04 亿元），合同负债基本维持平稳，下半年业绩稳健增长预期较高。

公司单 Q2 利润增速超预期。公司单 Q2 分别实现营业总收入/营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 14.61/14.61/4.66/4.64 亿元，同比+19.04%/+19.04%/+27.96%/+32.53%。24Q2 公司毛利率/归母净利率为 71.15%/31.88%，分别同比+0.58/+2.22pct；税金/销售/管理/研发/财务费用率分别为 15.61%/10%/3.42%/1.18%/-0.56%，分别同比-0.56/-1.99/-0.6/-0.44/-0.34pct。公司单 Q2 费控较强，营收高增背景下销售费用中广告投入绝对值基本维持稳定，公司洞藏系列经过多年培育，已形成较强品牌影响力，对广告投入需求相对减少。公司单二季度实现销售收现 15.56 亿元，同比+12.69%，经现净额-0.36 亿元，同比增长 1.61 亿元。

省内市场保持高增，洞 6、洞 9 预计延续较高增长。分品类看，中高档白酒/普通白酒分别实现营收 29.5/6.69 亿元，同比+24.52%/+9.31%，我们预计公司洞 6、洞 9 省内自点率持续提升，仍然延续较高增速，是公司核心增长动能，而洞 16、洞 20 低基数下增速更高。分区域看，省内/省外分别实现营收 26.86/9.34 亿元，同比+27.58%/+6.54%，预计省内市场份额继续提升。分渠道看，直销（含团购）/批发代理分别实现营收 2.57/33.62 亿元，同比+3.28%/+23.04%。分区域看经销商，截止到 2024 年 6 月 30 日，省内/省外经销商个数分别为 779/644 个。

展望后续，公司 2024 年在“1233 工程”指引下，继续在品牌、渠道、产品上三重发力，在行业整体调整背景下延续良好增长势头。

产品端，洞 6/9 系列长期培育后，品牌力和消费氛围持续提升，在合六淮核心市场保持高增长，同时核心市场的消费氛围外延也带动了周边市场起势，为公司持续布局洞 16/20 产品升级提供时间窗口。品牌端，公司继续推进文化引领，品鉴会、演唱会等活动持续推进，继续提升核心终端/消费群体中的品牌影响力。此外，公司在江苏、上海等地区加大广告投放，提升品牌省外曝光度，未来省外市场有望形成突破。渠道端，公司继续提升核心终端占比，深化数字化能力建设，并持续通过调节渠道利润空间维持洞藏系列渠道竞争力。综合来看，公司短期增长势头较好，洞藏系列通过长期培育，省内消费氛围持续起势，中期维度品牌势能预计延续，助力迎驾冲击 2025 年突破百亿营收大关。

● 盈利预测与投资建议

公司洞藏维持高增态势，产品结构升级趋势较好，但基于今年整体消费需求偏弱等客观因素影响，我们小幅调整公司营收预期，预计公司 2024-2026 年实现营收 80.75/96.87/113.75 亿元（前值为 82.48/100.31/117.88 亿元），同比增长 20.16%/19.97%/17.43%；实现归母净利润 28.90/35.90/43.49 亿元（前值为 29.16/36.74/44.47 亿元），同比增长 26.34%/24.20%/21.15%，对应 EPS 为 3.61/4.49/5.44 元，对应当前股价 PE 为 14x/11x/9x。我们认为公司短期业绩维持稳健增长的确定性较高，近期大幅回调后估值相对偏低，维持“买入”评级。

● 风险提示：

经济复苏不及预期的风险；食品安全的风险；行业竞争加剧的风险；产品结构升级不及预期的风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	6720	8075	9687	11375
增长率(%)	22.07	20.16	19.97	17.43
EBITDA（百万元）	3210.24	3927.28	4842.17	5826.43
归属母公司净利润（百万元）	2287.81	2890.32	3589.68	4348.75
增长率(%)	34.17	26.34	24.20	21.15
EPS（元/股）	2.86	3.61	4.49	5.44
市盈率（P/E）	17.81	14.10	11.35	9.37
市净率（P/B）	4.89	4.16	3.51	2.96
EV/EBITDA	15.54	9.26	7.21	5.67

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	6720	8075	9687	11375	营业收入	22.1%	20.2%	20.0%	17.4%
营业成本	1924	2172	2453	2721	营业利润	32.2%	26.6%	24.1%	21.1%
税金及附加	1035	1228	1474	1731	归属于母公司净利润	34.2%	26.3%	24.2%	21.1%
销售费用	581	646	765	887	获利能力				
管理费用	209	242	281	319	毛利率	71.4%	73.1%	74.7%	76.1%
研发费用	77	89	102	114	净利率	34.1%	35.9%	37.2%	38.4%
财务费用	-8	-9	-15	-21	ROE	27.4%	29.5%	31.0%	31.5%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	56.0%	56.0%	66.3%	75.7%
营业利润	3014	3817	4737	5736	偿债能力				
营业外收入	4	5	5	5	资产负债率	28.3%	28.4%	27.7%	26.5%
营业外支出	19	18	18	18	流动比率	2.87	2.99	3.19	3.42
利润总额	2999	3804	4724	5723	营运能力				
所得税	706	904	1123	1361	应收账款周转率	154.25	83.20	83.20	83.20
净利润	2293	2899	3601	4362	存货周转率	0.43	0.43	0.43	0.43
归母净利润	2288	2890	3590	4349	总资产周转率	0.57	0.59	0.60	0.60
每股收益(元)	2.86	3.61	4.49	5.44	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	2.86	3.61	4.49	5.44
货币资金	2239	3587	5232	7267	每股净资产	10.42	12.24	14.50	17.23
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	44	97	116	137	PE	17.81	14.10	11.35	9.37
预付款项	12	12	14	17	PB	4.89	4.16	3.51	2.96
存货	4451	5028	5680	6299	现金流量表				
流动资产合计	9022	11219	13719	16588	净利润	2293	2825	3527	4288
固定资产	1769	2095	2012	1930	折旧和摊销	220	133	133	125
在建工程	409	0	0	0	营运资本变动	-204	-244	-301	-287
无形资产	244	203	163	122	其他	-111	13	7	0
非流动资产合计	2667	2533	2400	2274	经营活动现金流净额	2197	2726	3365	4126
资产总计	11689	13752	16119	18862	资本开支	-566	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	319	53	53	53
应付票据及应付账款	805	1024	1157	1283	投资活动现金流净额	-247	53	53	53
其他流动负债	2341	2727	3149	3569	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	3146	3751	4305	4851	债务融资	25	-6	-5	-5
其他	165	159	154	148	其他	-882	-1426	-1768	-2138
非流动负债合计	165	159	154	148	筹资活动现金流净额	-857	-1432	-1774	-2144
负债合计	3311	3910	4459	5000	现金及现金等价物净增加额	1094	1348	1645	2035
股本	800	800	800	800					
资本公积金	1261	1261	1261	1261					
未分配利润	6275	7730	9537	11726					
少数股东权益	41	50	62	75					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	8378	9842	11660	13863					
负债和所有者权益总计	11689	13752	16119	18862					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦副楼3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048