

洞藏高增引领结构升级

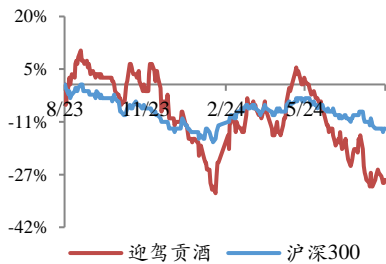
——迎驾贡酒 2024Q2 点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-08-17

收盘价（元）	50.72
近 12 个月最高/最低（元）	81.38/47.33
总股本（百万股）	800
流通股本（百万股）	800
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	406
流通市值（亿元）	406

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

联系人：郑少轩

执业证书号：S0010124040001

主要观点：

公司发布 2024H1 业绩：

- 24Q2：营业总收入 14.61 亿元(+19.0%)，归母 4.66 亿元(+28.0%)，扣非 4.64 亿元(+32.5%)。
- 24H1：营业总收入 37.85 亿元(+20.4%)，归母 13.79 亿元(+29.6%)，扣非 13.66 亿元(+32.7%)。
- 24Q2 业绩超市场预期。**

收入端：洞藏高增

- 分品类看，24Q2 公司中高档/普通白酒分别同比增长 24.9%/6.5%，中高档酒占比白酒业务营收同比提升 2.9pct 至 77.4%。我们预计洞藏系列同比增速超 30%，贡献主要增量。其中，洞 6 预计同比增长 30%~40%，延续高增趋势；洞 9 预计增速超过 40%，主要系公司持续加大费用投放力度。
- 分区域看，24Q2 公司省内/外分别同比增长 22.9%/15.3%。公司短期仍以省内为主要增长来源，在稳固基地市场同时，持续进行省内网点扩张，市占率上行预计仍有空间；省外市场以江苏为主攻方向，仍处于蓄势阶段。
- 从报表质量看，公司 24Q2 收入+Δ 合同负债同比增长 14.4%，24Q2 公司销售收现同比增长 12.7%，与营收增速基本吻合。

盈利端：产品结构升级与费率优化共振

- 24Q2 公司毛利率同比上升 0.59pct 至 71.15%，主因洞藏高增引领产品结构升级。同期销售/管理费率分别同比下降 1.98/0.6pct，公司费用投放更为精准。综上，公司净利率同比上升 2.22pct 至 31.95%，带动业绩表现超市场预期。

投资建议：维持“买入”

我们的观点：

公司连续两个季度超市场预期，充分显示省内洞藏势能充足。洞 6 已形成省内消费风潮，自点率持续提升；洞 9 认可度持续向上，未来有望接力洞 6。我们预计洞藏系列仍能延续放量增长趋势。

盈利预测：我们维持前期盈利预测，预计公司 2024-2026 年分别实现营业总收入 81.94/98.85/117.68 亿元，分别同比增长 21.9%/20.6%/19.0%；实现归母净利润 28.93/35.95/43.58 亿元，分别同比增长 26.4%/24.3%/21.3%；当前股价对应 PE 分别为 14.03/11.29/9.31 倍，维持“买入”评级。

➤ **风险提示:**

产品推广不及预期, 渠道景气不及预期, 市场竞争加剧, 食品安全事件。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	6720	8194	9885	11768
收入同比 (%)	22.1%	21.9%	20.6%	19.0%
归属母公司净利润	2288	2893	3595	4358
净利润同比 (%)	34.2%	26.4%	24.3%	21.3%
毛利率 (%)	71.4%	74.2%	75.5%	76.5%
ROE (%)	27.4%	28.4%	28.4%	27.8%
每股收益 (元)	2.86	3.62	4.49	5.45
P/E	23.18	14.03	11.29	9.31
P/B	6.36	3.98	3.20	2.59
EV/EBITDA	16.12	9.22	7.09	5.39

资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 数据截至 2024 年 8 月 16 日

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	9022	12175	14624	19173	营业收入	6720	8194	9885	11768
现金	2239	3902	5850	8652	营业成本	1924	2117	2422	2764
应收账款	39	147	95	171	营业税金及附加	1035	1229	1483	1765
其他应收款	11	22	20	32	销售费用	581	697	840	1000
预付账款	12	14	16	18	管理费用	209	328	395	471
存货	4451	5665	6042	7470	财务费用	-8	-10	-13	-14
其他流动资产	2270	2425	2600	2829	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	2667	2663	2728	2789	公允价值变动收益	2	1	2	2
长期投资	22	22	22	22	投资净收益	74	82	99	118
固定资产	1768	1843	1899	1955	营业利润	3014	3885	4817	5851
无形资产	244	242	241	240	营业外收入	4	2	2	1
其他非流动资产	633	556	567	573	营业外支出	19	15	16	20
资产总计	11689	14838	17351	21963	利润总额	2999	3872	4803	5832
流动负债	3146	4432	4455	6050	所得税	706	968	1196	1458
短期借款	0	0	0	0	净利润	2293	2904	3607	4374
应付账款	555	1209	742	1408	少数股东损益	5	11	13	15
其他流动负债	2591	3223	3713	4643	归属母公司净利润	2288	2893	3595	4358
非流动负债	165	165	165	165	EBITDA	3152	3981	4902	5924
长期借款	25	25	25	25	EPS (元)	2.86	3.62	4.49	5.45
其他非流动负债	140	140	140	140					
负债合计	3311	4597	4620	6215					
少数股东权益	41	52	65	80					
股本	800	800	800	800					
资本公积	1261	1261	1261	1261					
留存收益	6275	8128	10605	13606					
归属母公司股东权益	8337	10189	12666	15668					
负债和股东权益	11689	14838	17351	21963					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	2198	2823	3245	4330	成长能力				
净利润	2293	2904	3607	4374	营业收入	22.1%	21.9%	20.6%	19.0%
折旧摊销	220	190	199	208	营业利润	32.2%	28.9%	24.0%	21.5%
财务费用	0	1	1	1	归属于母公司净利	34.2%	26.4%	24.3%	21.3%
投资损失	-74	-82	-99	-118	获利能力				
营运资金变动	-204	-202	-474	-151	毛利率 (%)	71.4%	74.2%	75.5%	76.5%
其他经营现金流	2460	3117	4093	4540	净利率 (%)	34.0%	35.3%	36.4%	37.0%
投资活动现金流	-247	-119	-179	-170	ROE (%)	27.4%	28.4%	28.4%	27.8%
资本支出	-570	-194	-273	-284	ROIC (%)	26.7%	27.7%	27.7%	27.2%
长期投资	249	-4	-5	-4	偿债能力				
其他投资现金流	75	79	99	119	资产负债率 (%)	28.3%	31.0%	26.6%	28.3%
筹资活动现金流	-857	-1041	-1118	-1358	净负债比率 (%)	39.5%	44.9%	36.3%	39.5%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	2.87	2.75	3.28	3.17
长期借款	25	0	0	0	速动比率	1.23	1.29	1.71	1.74
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.62	0.62	0.61	0.60
其他筹资现金流	-882	-1041	-1118	-1358	应收账款周转率	160.85	88.24	81.63	88.24
现金净增加额	1094	1663	1948	2802	应付账款周转率	3.21	2.40	2.48	2.57

资料来源: wind, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

联系人：郑少轩，上海财经大学金融学博士，曾任职于广银理财。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。