



维护好“洞藏”价值链稳定是增长势能的重要基础

2022 年 08 月 31 日



分析师：王言海

执业证号：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

➤ **事件：**公司发布 2022 年半年报，22H1 实现营收 25.30 亿元，同比+20.38%；实现归母净利润 7.79 亿元，同比+32.30%；期末合同负债余额 3.78 亿元，环比减少 0.90 亿元。单季度看，22Q2 实现营收/归母净利润 9.54/2.31 亿元，同比+1.78%/+3.57%。

➤ **对标苏酒，徽酒结构性扩容阶段刚起步，省内外区域扩张红利可期待。**公司采用直分销相结合模式，一手抓区域扩张，一手抓圈层培育与渠道下沉。**分地区看**，22H1 省内市场实现营收 15.79 亿元，占比 66.41%，同比+30.47%；省外市场实现营收 7.98 亿元，占比 33.59%，同比+8.20%；省内基本盘稳固，伴随新能源汽车、人工智能、芯片半导体等新兴产业发展，省内经济总量与居民消费能力具备良好增长基础，白酒市场结构性扩容可期；省外尤其江苏、上海等安徽省劳务目的地省份具备良好品牌消费基础，报告期内增速短期受到疫情等客观压制比较明显。**分渠道看**，22H1 批发代理渠道实现营收 22.16 亿元，占比 93.03%，同比+20.92%；直销渠道营收 1.66 亿元，占比 6.97%，同比+39.06%，公司围绕“双核工程”，完善多渠道建设，加速运行数字营销平台。22H1 期末公司在全国经销商数量达 1291 家，比年初增加 16 家，单个经销商贡献收入 196 万元左右，同比+19.51%。

➤ **产品结构升级趋势不改，洞藏系列品牌势能较好，未来关键在于以合适的产品价格模式与渠道模式匹配企业发展阶段，以保障洞藏产品价值链稳定性。**在华东地区疫情反复的背景下，公司中高产品占比稳步提升，**分产品看**，22H1 中高档白酒（洞藏系列、金星系列、银星系列）实现营收 18.51 亿元，占比 77.85%，同比+6.79pcts；普通白酒（百年迎驾贡系列、糟坊系列）实现营收 5.27 亿元，占比 22.15%，同比-6.79pcts。22Q2 中高档/普通白酒收入分别+3.76%/-6.29%，疫情冲击下中高档白酒韧性凸显。我们预期未来洞藏系列收入贡献有望突破 50%。

➤ **结构上行推升毛利率，公司盈利能力增强。**洞藏系列代表的中高档白酒产品收入增长，结构上行趋势不改，推动公司 22H1 毛利率提升 2.37pcts 至 68.27%，22Q2 毛利率 63.10%，同比+1.80%。公司费用投放维持稳健，22H1 销售费用率为 9.34%，同比-0.08pcts，管理费用率 3.80%，同比-0.61pcts，Q2 销售费用率上涨主要系广告宣传费和职工薪酬增加所致。公司 2022H1 净利率为 30.95%，同比+2.49pcts，公司盈利能力持续提升。现金流方面，2022H1 销售收现为 25.85 亿元，同比+14.90%。

推荐

维持评级

当前价格：

53.20 元

相关研究

1.迎驾贡酒 (603198) 2021 年业绩快报点评
_全年业绩符合预期，洞藏系列高增促成长-2022/03/17

2.迎驾贡酒(603198):三季度业绩靓丽，“量价”复合增长逻辑显现-2021/10/28

➤ **投资建议：**“势能不减、空间仍广阔”，我们看好公司作为徽酒品牌代表的高发展势能，“量价”增长动能主要来自以华东为代表的区域板块扩张+洞藏品牌结构升级。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润 18/22/26 亿元，EPS 分别为 2.27/2.75/3.26 元，当前股价对应 PE 分别为 23/19/16 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**疫情反复影响动销情况；安徽省内白酒行业竞争加剧；洞藏培育低于预期导致结构升级不畅。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	4577	5619	6577	7553
增长率（%）	32.6	22.8	17.0	14.8
归属母公司股东净利润（百万元）	1382	1815	2203	2609
增长率（%）	45.0	31.3	21.4	18.4
每股收益（元）	1.73	2.27	2.75	3.26
PE	31	23	19	16
PB	7.1	6.0	4.6	3.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 08 月 30 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4577	5619	6577	7553
营业成本	1486	1705	1881	2056
营业税金及附加	701	843	987	1133
销售费用	445	506	592	680
管理费用	196	242	283	325
研发费用	53	65	76	87
EBIT	1723	2293	2798	3318
财务费用	-3	-8	-6	-7
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	71	87	102	117
营业利润	1812	2389	2908	3444
营业外收支	7	7	0	0
利润总额	1819	2396	2908	3444
所得税	433	575	698	827
净利润	1387	1821	2210	2618
归属于母公司净利润	1382	1815	2203	2609
EBITDA	1931	2524	3070	3630

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	757	2091	3316	6203
应收账款及票据	50	51	58	50
预付款项	6	11	10	9
存货	3499	3190	3856	3617
其他流动资产	2199	2573	2926	3278
流动资产合计	6511	7916	10166	13155
长期股权投资	5	5	5	5
固定资产	1669	1944	2179	2374
无形资产	118	117	115	113
非流动资产合计	2117	2394	2629	2824
资产合计	8628	10310	12795	15980
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	713	991	949	1193
其他流动负债	1789	2093	2410	2732
流动负债合计	2502	3084	3358	3925
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	139	139	139	139
非流动负债合计	139	139	139	139
负债合计	2641	3223	3497	4064
股本	800	800	800	800
少数股东权益	23	29	36	44
股东权益合计	5987	7088	9298	11916
负债和股东权益合计	8628	10310	12795	15980

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	32.58	22.77	17.05	14.84
EBIT 增长率	44.85	33.06	22.06	18.59
净利润增长率	44.96	31.33	21.38	18.43
盈利能力 (%)				
毛利率	67.54	69.65	71.40	72.79
净利率	30.20	32.30	33.50	34.54
总资产收益率 ROA	16.02	17.60	17.22	16.33
净资产收益率 ROE	23.17	25.71	23.79	21.98
偿债能力				
流动比率	2.60	2.57	3.03	3.35
速动比率	0.88	1.16	1.43	1.96
现金比率	0.30	0.68	0.99	1.58
资产负债率 (%)	30.61	31.26	27.33	25.43
经营效率				
应收账款周转天数	4.19	3.24	2.98	2.56
存货周转天数	789.71	705.98	674.21	654.38
总资产周转率	0.57	0.59	0.57	0.52
每股指标 (元)				
每股收益	1.73	2.27	2.75	3.26
每股净资产	7.46	8.82	11.58	14.84
每股经营现金流	1.90	3.08	2.04	4.09
每股股利	0.90	0.90	0.90	0.90
估值分析				
PE	31	23	19	16
PB	7.1	6.0	4.6	3.6
EV/EBITDA	21.65	16.04	12.78	10.02
股息收益率 (%)	1.69	1.69	1.69	1.69

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1387	1821	2210	2618
折旧和摊销	208	231	272	312
营运资金变动	28	510	-750	464
经营活动现金流	1517	2466	1628	3274
资本开支	-251	-494	-501	-501
投资	-1146	-3	-2	-2
投资活动现金流	-1332	-412	-403	-387
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-562	-720	0	0
现金净流量	-376	1334	1225	2887

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。	公司评级	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