

迎驾贡酒（603198.SH）

单三季度业绩增长 39%，洞藏成长周期持续向上

买入

核心观点

前三季度收入继续高增长，利润弹性明显。前三季度，公司实现营收 48.04 亿元，同比+23.42%；实现归母净利润 16.55 亿元，同比+37.57%。单三季度，公司实现营收 16.61 亿元，同比+21.89%；实现归母净利润 5.91 亿元，同比+39.48%。

洞藏系列营收持续快速放量，结构升级&费用管控贡献业绩弹性。单 Q3 中高档/普通档白酒实现营收 12.1/3.7 亿元，同比+29.6%/5.3%，洞藏系列在高基数上继续实现快速增长，主要受益于：1) 省内宴席市场明显复苏；2) 洞 6、洞 9 势能持续性较好，合肥、六安等地自点率提升明显；3) 洞 16、洞 20 直营运作开始有序切入团购渠道；4) 古井贡酒在适度收缩省内费用。单 Q3 洞藏系列高增长，产品结构升级明显叠加费投方式转变，带动毛利率提升 3.8pcts。分区域看，单 Q3 省内/省外营收同比+30%/+12%，省外增速慢于省内，主要系省外持续调整。费用端看，单 Q3 销售费用同比-0.5pct，主要受益于规模效应、费用精细化管理、适当收缩渠道费用等。单 Q3 净利率提升 4.3pct，主要产品结构升级、部分费投后置等贡献。

单 Q3 经营质量较为稳健，全年业绩达成无虞。从合同负债看，三季度末合同负债余额 5.06 亿元，环比+0.01 亿，同比+20.8%，回款进度较为顺利，预计全年 20%+增长任务无虞。从收现比看，单 Q3 公司收现同比+18.5%，经营性现金流净额+16.2%，与营收增速基本适配，经营质量较为稳健。

洞藏系列有望迎来流行度向上拐点，费用精细化管理呵护价盘。迎驾贡酒较为优异的业绩折射出三大特征：1) 洞藏系列持续性较好，公司适当收缩渠道费用，消费者自点率提升显著，在合肥高地市场有望迎来流行度拐点；2) 费投精细化管理较好，公司持续推进数字化、强化费投有效性，夯实洞藏价盘的稳定性；3) 省内消费升级较好，在需求分化背景下，洞 9、洞 16 的高速增长验证安徽省内价格带升级趋势。展望 2024 年，在底线思维下，假设宴席需求增速或放缓，迎驾贡酒依然能通过洞藏系列自身产品周期，稳定实现 20%+营收增长。

风险提示：需求复苏不及预期；竞争加剧；政策风险等。

投资建议：上修此前盈利预测，预计公司 2023-2025 年实现营收 67.73/81.28/95.91 亿元（前值为 66.30/79.56/93.88 亿元，均上调 2%），同比增长 23.0%/20.0%/18.0%；实现归母净利润 22.17/27.37/33.18 亿元（前值为 21.21/26.13/31.54 亿元，均上调 5%），同比增长 30.0%/23.5%/21.2%，对应 PE 26.2/21.2/17.5X，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,577	5,505	6,773	8,128	9,591
(+/-%)	32.6%	20.3%	23.0%	20.0%	18.0%
净利润(百万元)	1382	1705	2217	2737	3318
(+/-%)	45.0%	23.4%	30.0%	23.5%	21.2%
每股收益(元)	1.73	2.13	2.77	3.42	4.15
EBIT Margin	37.1%	39.3%	42.6%	44.0%	45.3%
净资产收益率(ROE)	23.2%	24.6%	27.6%	29.1%	30.0%
市盈率(PE)	42.1	34.1	26.2	21.2	17.5
EV/EBITDA	32.2	25.9	20.7	17.0	14.2
市净率(PB)	9.75	8.39	7.24	6.18	5.26

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·白酒 II

证券分析师：张向伟

证券分析师：李文华

021-60375461

zhangxiangwei@guosen.com.cn liwenhua2@guosen.com.cn

S0980523090001

S0980523070002

联系人：张未艾

021-61761031

zhangweiai@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	72.69 元
总市值/流通市值	58152/58152 百万元
52 周最高价/最低价	82.99/44.89 元
近 3 个月日均成交额	214.80 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《迎驾贡酒（603198.SH）-二季度业绩高质量增长，洞藏系列高势能延续》——2023-08-21
 《迎驾贡酒（603198.SH）-安徽消费加速升级，洞藏系列势能崛起》——2022-12-30
 《迎驾贡酒（603198.SH）-2021 年利润增长 45%，洞藏成长势头不减》——2022-03-17
 《迎驾贡酒-603198-2021 年三季度点评：业绩略超预期，洞藏高增引领成长》——2021-10-29

前三季度收入继续高增长，利润端弹性明显。前三季度，公司实现营收 48.04 亿元，同比+23.42%；实现归母净利润 16.55 亿元，同比+37.57%。单三季度，公司实现营收 16.61 亿元，同比+21.89%；实现归母净利润 5.91 亿元，同比+39.48%。

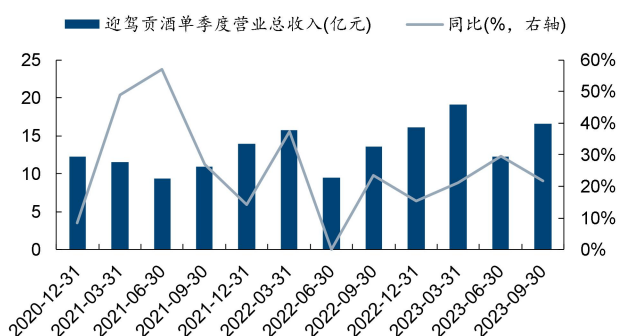
洞藏系列营收持续快速放量，结构升级&费用管控贡献业绩弹性。单 Q3 中高档/普通档白酒实现营收 12.1/3.7 亿元，同比+29.6%/5.3%，洞藏系列在高基数上继续实现快速增长，主要受益于：1) 省内宴席市场明显复苏；2) 洞 6、洞 9 势能持续性较好，合肥、六安等地自点率提升明显；3) 洞 16、洞 20 直营运作开始有序切入团购渠道；4) 古井贡酒在适度收缩省内费用。单 Q3 洞藏系列高增长，产品结构升级明显叠加费投方式转变（部分货折计入费用），带动毛利率提升 3.8pcts。分区域看，单 Q3 省内/省外营收同比+30%/+12%，省外增速慢于省内（省外以低档酒为主，与低档酒增速基本适配），主要系省外持续调整。费用端看，单 Q3 销售费用同比-0.5pct，主要受益于规模效应、费用精细化管理、适当收缩渠道费用等。单 Q3 净利率提升 4.3pct，主要产品结构升级、部分费投后置等贡献。

单 Q3 经营质量较为稳健，全年业绩达成无虞。从合同负债看，三季度末合同负债余额 5.06 亿元，环比+0.01 亿，同比+20.8%，回款进度较为顺利，预计全年 20%+增长任务无虞。从收现比看，单 Q3 公司收现同比+18.5%，经营性现金流净额+16.2%，与营收增速基本适配，经营质量较为稳健。

洞藏系列有望迎来流行度向上拐点，费用精细化管理呵护价盘。迎驾贡酒较为优异的业绩折射出三大特征：1) 洞藏系列持续性较好，公司适当收缩渠道费用，消费者自点率提升显著，在合肥高地市场有望迎来流行度拐点；2) 费投精细化管理较好，公司持续推进数字化、强化费投有效性，夯实洞藏价盘的稳定性（2023 年为数不多价盘提升的酒企）；3) 省内消费升级较好，在需求分化背景下，洞 9、洞 16 的高速增长验证安徽省内价格带升级趋势。展望 2024 年，在底线思维下，假设宴席需求增速或放缓，迎驾贡酒依然能通过洞藏系列自身产品周期，稳定实现 20%+营收增长。

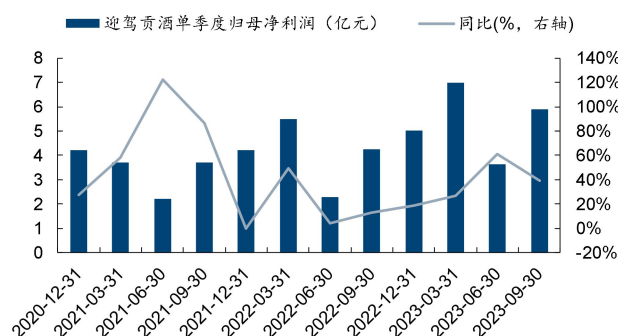
盈利预测：上修此前盈利预测，预计公司 2023-2025 年实现营收 67.73/81.28/95.91 亿元（前值为 66.30/79.56/93.88 亿元，均上调 2%），同比增长 23.0%/20.0%/18.0%；实现归母净利润 22.17/27.37/33.18 亿元（前值为 21.21/26.13/31.54 亿元，均上调 5%），同比增长 30.0%/23.5%/21.2%，对应 PE 26.2/21.2/17.5X。考虑到洞藏系列省内已起势，江苏等省外市场开拓潜力亦值得期待，维持“买入”评级。

图1：迎驾贡酒单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



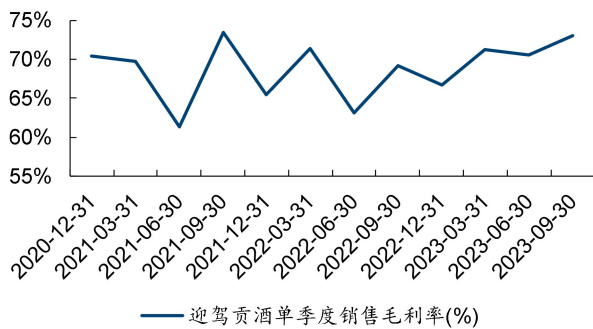
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：迎驾贡酒单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



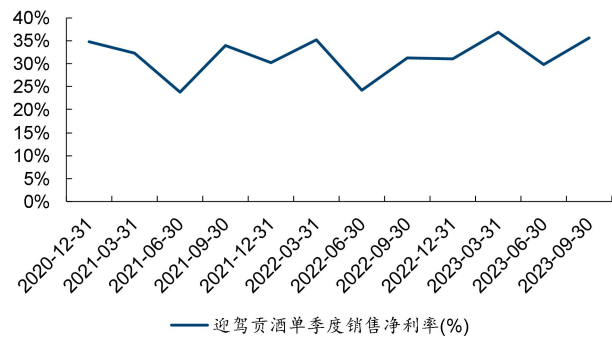
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 迎驾贡酒单季度毛利率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 迎驾贡酒单季度净利率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 可比公司盈利预测及估值 (更新至 2023 年 10 月 27 日)

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
000596.SZ	古井贡酒	买入	270.3	1,428.9	7.1	8.7	13.1	38.1	31.1	20.7
603198.SH	迎驾贡酒	买入	72.7	581.5	2.8	3.4	4.1	26.2	21.2	17.5
603589.SH	口子窖	买入	49.1	294.3	3.0	3.5	4.0	16.6	14.1	12.2

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	757	1137	1583	2577	3762	营业收入	4577	5505	6773	8128	9591
应收款项	57	55	91	97	114	营业成本	1486	1760	2033	2378	2752
存货净额	3499	4010	4953	5855	6841	营业税金及附加	701	826	1016	1219	1439
其他流动资产	808	371	677	813	959	销售费用	445	505	563	634	686
流动资产合计	6511	7771	9502	11540	13872	管理费用	196	191	224	267	314
固定资产	1749	1921	1929	1939	1942	研发费用	53	61	51	53	55
无形资产及其他	118	174	167	160	153	财务费用	(3)	(1)	(14)	(21)	(32)
投资性房地产	246	195	195	195	195	投资收益	71	76	74	74	74
长期股权投资	5	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	14	2	6	7	5
资产总计	8628	10060	11793	13834	16162	其他收入	(24)	(22)	(51)	(53)	(55)
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	0	营业利润	1812	2281	2980	3678	4457
应付款项	713	901	1112	1315	1536	营业外净收支	7	(31)	(38)	(46)	(54)
其他流动负债	1789	2064	2474	2942	3387	利润总额	1819	2249	2941	3632	4402
流动负债合计	2502	2964	3587	4256	4923	所得税费用	433	541	721	890	1079
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	5	3	4	5	6
其他长期负债	139	130	130	130	130	归属于母公司净利润	1382	1705	2217	2737	3318
长期负债合计	139	130	130	130	130	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	2641	3094	3716	4386	5053	净利润	1382	1705	2217	2737	3318
少数股东权益	23	37	39	42	45	资产减值准备	0	(0)	0	0	0
股东权益	5964	6929	8037	9405	11064	折旧摊销	195	199	101	110	116
负债和股东权益总计	8628	10060	11793	13834	16162	公允价值变动损失	(14)	(2)	(6)	(7)	(5)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	(3)	(1)	(14)	(21)	(32)
每股收益	1.73	2.13	2.77	3.42	4.15	营运资本变动	(624)	430	(663)	(374)	(482)
每股红利	0.70	0.91	1.39	1.71	2.07	其它	3	2	2	3	3
每股净资产	7.46	8.66	10.05	11.76	13.83	经营活动现金流	941	2334	1651	2469	2950
ROIC	28.96%	35.20%	42%	46%	50%	资本开支	0	(367)	(96)	(106)	(107)
ROE	23.17%	24.61%	28%	29%	30%	其它投资现金流	(604)	(807)	0	0	0
毛利率	68%	68%	70%	71%	71%	投资活动现金流	(609)	(1169)	(96)	(106)	(107)
EBIT Margin	37%	39%	43%	44%	45%	权益性融资	0	4	0	0	0
EBITDA Margin	41%	43%	44%	45%	47%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	33%	20%	23%	20%	18%	支付股利、利息	(562)	(728)	(1108)	(1368)	(1659)
净利润增长率	45%	23%	30%	23%	21%	其它融资现金流	394	668	(0)	0	0
资产负债率	31%	31%	32%	32%	32%	融资活动现金流	(729)	(785)	(1108)	(1368)	(1659)
股息率	1.0%	1.3%	1.9%	2.4%	2.9%	现金净变动	(397)	380	446	994	1184
P/E	42.1	34.1	26.2	21.2	17.5	货币资金的期初余额	1154	757	1137	1583	2577
P/B	9.8	8.4	7.2	6.2	5.3	货币资金的期末余额	757	1137	1583	2577	3762
EV/EBITDA	32.2	25.9	20.7	17.0	14.2	企业自由现金流	0	1903	1521	2330	2808
						权益自由现金流	0	2571	1531	2346	2832

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032