

迎驾贡酒（603198.SH）

经营节奏稳健，洞9或接棒增长

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师：张向伟
证券分析师：李文华
联系人：张未艾

021-60375461
021-61761031

◆ 食品饮料 · 白酒 II

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

◆ 投资评级：优于大市（维持）

执证编码：S0980523090001
执证编码：S0980523070002

事项：

事件：日前，我们前往安徽六安线下参与迎驾贡酒投资者交流会。

国信食品饮料观点：1) 短期婚喜宴需求受到基数扰动，安徽用酒价位仍处于升级区间。2) 洞9或接棒洞6持续增长，迎驾贡酒在合肥开始渠道扁平化。3) 公司仍处于费投周期中段，整体经营规划较为稳健。4) 投资建议：洞藏系列仍处于高势能增长阶段，维持此前盈利预测，预计公司2024-2026年实现营收81.25/95.30/109.26亿元，同比增长20.9%/17.3%/14.7%；实现归母净利润28.72/34.98/41.37亿元，同比增长25.5%/21.8%/18.3%，对应PE 19.4/15.9/13.5X，维持“优于大市”评级。

评论：

◆ 短期婚喜宴需求受到基数扰动，安徽用酒仍处于升级区间

5月属于白酒传统淡季，主要以市场秩序管控等为主，市场或担心婚喜宴需求问题，我们认为：1) 2024年是婚喜宴需求正常化的一年，短期或受到上年基数扰动。2) 白酒需求“脉冲式”特征间接放大了淡季需求的波动，旺季到来需求的表现或更具代表性。3) 必选场景优于可选场景，在消费者追求“性价比”的趋势下，部分淡季可选场景或有影响。但是，我们从用酒价位来看，安徽白酒需求仍处于升级区间，合肥市区用酒价位普遍200-300元，郊县市场由100元有序升级至200元左右。

◆ 洞9或接棒洞6持续增长，迎驾贡酒在合肥开始渠道扁平化

从产品生命周期看，洞藏系列仍处于高势能扩张阶段，并从前期的高渠道利润驱动切换至消费者自点率驱动。从产品线看，前期洞藏系列的发展更多依靠洞6的放量，2024年我们在合肥等市场发现洞9开始出现明显起势，预计显著受益于200元价位带景气度和品牌美誉度。从渠道操作看，2024年公司或在合肥市场进行扁平化运作，缩减渠道层级，强化对核心终端的掌控力。

◆ 公司仍处于费投周期中段，整体经营规划较为稳健

2024年，我们发现不少酒企均增加渠道、消费者费投力度，但同时亦会出现价盘平稳等稳定。我们发现，迎驾贡酒2024年仍处于费投周期的中段，且可以通过产品多元化和渠道加密等方式平滑对价格的冲击。从费投规划上看，预计2024年费用投向更加集中在洞9和洞16，有序引导自身产品结构升级。从全年规划看，我们预计全年按照年报披露的20%目标稳步推进，经营约束相对较少，能平衡好短期增长和长期发展的矛盾。

◆ 投资建议：洞藏系列仍处于高势能增长阶段，维持“优于大市”评级

维持此前盈利预测，预计公司2024-2026年实现营收81.25/95.30/109.26亿元，同比增长20.9%/17.3%/14.7%；实现归母净利润28.72/34.98/41.37亿元，同比增长25.5%/21.8%/18.3%，对应PE 19.4/15.9/13.5X，维持“优于大市”评级。

◆ 风险提示

需求复苏不及预期；竞争加剧；改革不及预期等。

表1: 可比公司盈利预测及估值（更新至 2024 年 05 月 31 日）

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	250.7	1,325.2	7.1	8.7	17.0	35.4	28.8	14.8
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	69.6	556.6	2.9	3.6	4.4	24.3	19.4	15.9
603589.SH	口子窖	优于大市	42.0	252.0	3.0	3.5	4.0	14.2	12.1	10.4

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

相关研究报告：

- 《迎驾贡酒（603198.SH）——一季度收入增长 21%，洞藏系列延续增长》——2024-04-29
- 《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》——2023-10-29
- 《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

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1137	2239	3335	4699	6398	营业收入	5505	6720	8125	9530	10926
应收款项	55	50	81	87	96	营业成本	1760	1924	2149	2412	2659
存货净额	4010	4451	5293	6036	6767	营业税金及附加	826	1035	1235	1449	1661
其他流动资产	371	703	813	953	1093	销售费用	505	581	676	737	794
流动资产合计	7771	9022	11101	13354	15933	管理费用	191	209	262	306	349
固定资产	1921	2177	2179	2185	2186	研发费用	61	77	78	78	78
无形资产及其他	174	244	234	225	215	财务费用	(1)	(8)	(27)	(39)	(54)
投资性房地产	195	224	224	224	224	投资收益	76	74	74	74	74
长期股权投资	0	22	22	22	22	资产减值及公允价值变动	2	2	6	3	4
资产总计	10060	11689	13759	16009	18579	其他收入	(22)	(41)	(78)	(78)	(78)
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	0	营业利润	2281	3014	3830	4665	5517
应付款项	901	805	957	1091	1224	营业外净收支	(31)	(15)	(18)	(21)	(24)
其他流动负债	2064	2341	2821	3183	3548	利润总额	2249	2999	3812	4644	5492
流动负债合计	2964	3146	3778	4275	4771	所得税费用	541	706	934	1138	1346
长期借款及应付债券	0	25	25	25	25	少数股东损益	3	5	6	8	9
其他长期负债	130	140	140	140	140	归属于母公司净利润	1705	2288	2872	3498	4137
长期负债合计	130	165	165	165	165	现金流量表 (百万元)					
负债合计	3094	3311	3942	4439	4936	净利润	1705	2288	2872	3498	4137
少数股东权益	37	41	45	48	53	资产减值准备	(0)	(0)	0	0	0
股东权益	6929	8337	9772	11522	13590	折旧摊销	199	204	111	126	132
负债和股东权益总计	10060	11689	13759	16009	18579	公允价值变动损失	(2)	(2)	(6)	(3)	(4)
关键财务与估值指标						财务费用	(1)	(8)	(27)	(39)	(54)
每股收益	2.13	2.86	3.59	4.37	5.17	营运资本变动	430	(604)	(351)	(392)	(384)
每股红利	0.91	1.10	1.79	2.19	2.59	其它	2	3	3	4	5
每股净资产	8.66	10.42	12.22	14.40	16.99	经营活动现金流	2334	1889	2629	3233	3887
ROIC	35.20%	38.43%	43%	51%	55%	资本开支	0	(456)	(97)	(120)	(120)
ROE	24.61%	27.44%	29%	30%	30%	其它投资现金流	(807)	618	0	0	0
毛利率	68%	71%	74%	75%	76%	投资活动现金流	(802)	141	(97)	(120)	(120)
EBIT Margin	39%	43%	46%	48%	49%	权益性融资	0	2	0	0	0
EBITDA Margin	43%	46%	47%	49%	50%	负债净变化	0	25	0	0	0
收入增长	20%	22%	21%	17%	15%	支付股利、利息	(728)	(884)	(1436)	(1749)	(2069)
净利润增长率	23%	34%	26%	22%	18%	其它融资现金流	304	788	(0)	0	0
资产负债率	31%	29%	29%	28%	27%	融资活动现金流	(1152)	(927)	(1436)	(1749)	(2069)
股息率	1.3%	1.6%	2.6%	3.1%	3.7%	现金净变动	380	1103	1096	1364	1698
P/E	32.6	24.3	19.4	15.9	13.5	货币资金的期初余额	757	1137	2239	3335	4699
P/B	8.0	6.7	5.7	4.8	4.1	货币资金的期末余额	1137	2239	3335	4699	6398
EV/EBITDA	24.9	19.0	15.5	12.9	11.0	企业自由现金流	0	1356	2475	3049	3694
						权益自由现金流	0	2169	2494	3078	3735

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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
		弱于大市	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提及的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