

迎驾贡酒 (603198.SH)

第二季度净利润同比增长 28%，洞 9 延续较快增长

优于大市

核心观点

2024 年第二季度公司收入同比+19.0%，净利润同比+28.0%。公司发布中报，2024 上半年公司实现营业总收入 37.85 亿元，同比+20.4%；实现归母净利润 13.79 亿元，同比+29.6%。其中 2024 年第二季度实现营业总收入 14.61 亿元，同比+19.0%；实现归母净利润 4.66 亿元，同比+28.0%。

产品结构延续一季度升级趋势，洞藏系列自点率持续提升。分产品看，2024Q2 中高档/普通白酒实现收入 10.69/3.13 亿元，同比+25.0%/+6.5%，预计洞藏系列增速高于平均，收入占比超过 50%，其中洞 9 在合肥区域接棒增长，洞 6 全省范围内增势延续。分区域看，2024Q2 省内/省外收入同比+22.9%/+15.3%，洞藏系列在省内合肥、六安等区域自点率持续提升，品牌势能辐射下皖北、皖南等区域突破顺利。报告期内，公司省内经销商数量净增加 29 个，平均单经销商收入体量同比+13.9%，经销商数量和质量均实现高质量增长。

2024Q2 净利率同比提升 2.2pcts，费用端下降幅度较大。产品结构升级下，2024Q2 公司毛利率同比+0.58pcts 至 71.1%。费用端看，2024Q2 税金及附加率同比-0.56pcts，销售费用率同比-1.99pcts，管理费用率同比-0.6pcts，其中销售费用同比下降较多主因公司二季度淡季中费用投放保持理性、克制，以保证产品价盘稳定性。长期维度看，今年 2 年公司费用投放力度仍可以适当积极，洞藏系列产品生命周期和市场渗透率处于上升阶段，可以通过产品多元化和渠道加密的方式平滑费投对价盘的冲击，推动市场份额进一步提升。

省内宴席场景下滑，2024Q2 预收端有所承压。2024Q2 公司经营性现金流量净额-0.36 亿元，同比-81.6%；销售收现 15.6 亿元，同比+12.7%；截至 2024Q2 末公司合同负债 4.62 亿元，环比下降 0.53 亿元，主因二季度为白酒行业传统淡季，安徽省内宴席高基数下下滑较多，渠道及终端资金压力较大，公司给予渠道一定回款支持，截至 2024Q2 末应收账款同比+42%。7 月以来伴随省内升学宴带动的宴席场景边际修复，渠道库存得到一定去化，预计双节前公司回款进度加快，全年任务量完成的确定性较高。

盈利预测与投资建议：未来 1-2 年看，洞藏产品升级、渠道加密及费用投放均有空间，短期行业需求弱复苏阶段仍可通过品牌自点率的提升攫取份额；长期的发展或将更取决于省内白酒市场扩容速度和与龙头的竞争态势。维持此前盈利预测，预计 2024-2025 年收入 81.25/95.30 亿元，同比+20.9%/+17.3%；归母净利润 28.72/34.98 亿元，同比+25.5%/+21.8%，当前股价对应 2024 年 14.1xPE，维持“优于大市”评级。

风险提示：行业竞争加剧，行业需求恢复不及预期，供给增加下批价大幅下跌，食品安全问题等。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,505	6,720	8,125	9,530	10,926
(+/-%)	20.3%	22.1%	20.9%	17.3%	14.7%
净利润(百万元)	1705	2288	2872	3498	4137
(+/-%)	23.4%	34.2%	25.5%	21.8%	18.3%
每股收益(元)	2.13	2.86	3.59	4.37	5.17
EBIT Margin	39.3%	43.1%	45.8%	47.7%	49.3%
净资产收益率 (ROE)	24.6%	27.4%	29.4%	30.4%	30.4%
市盈率 (PE)	23.8	17.7	14.1	11.6	9.8
EV/EBITDA	18.5	14.2	11.6	9.6	8.2
市净率 (PB)	5.86	4.87	4.15	3.52	2.99

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

联系人：张未艾

021-61761031

zhangxiangwei@guosen.com.cn zhangweiai@guosen.com.cn
S0980523090001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	50.72 元
总市值/流通市值	40576/40576 百万元
52 周最高价/最低价	82.99/48.26 元
近 3 个月日均成交额	227.41 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) - 经营节奏稳健，洞 9 或接棒增长》——2024-06-02
- 《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

2024 年第二季度公司收入同比+19.0%，净利润同比+28.0%。公司发布中报，2024 上半年公司实现营业总收入 37.85 亿元，同比+20.4%；实现归母净利润 13.79 亿元，同比+29.6%。其中 2024 年第二季度实现营业总收入 14.61 亿元，同比+19.0%；实现归母净利润 4.66 亿元，同比+28.0%。

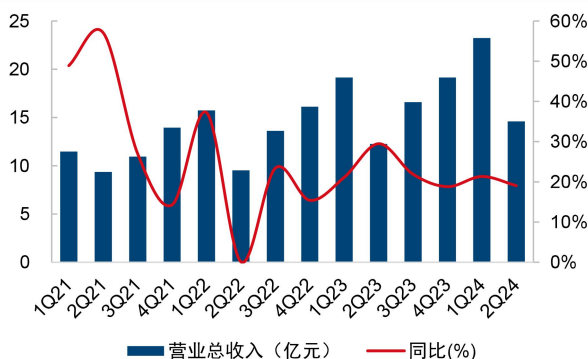
产品结构延续一季度升级趋势，洞藏系列自点率持续提升。分产品看，2024Q2 中高档/普通白酒实现收入 10.69/3.13 亿元，同比+25.0%/+6.5%，预计洞藏系列增速高于平均，收入占比超过 50%，其中洞 9 在合肥区域接棒增长，洞 6 全省范围内增势延续。分区域看，2024Q2 省内/省外收入同比+22.9%/+15.3%，洞藏系列在省内合肥、六安等区域自点率持续提升，品牌势能辐射下皖北、皖南等区域突破顺利。报告期内，公司省内经销商数量净增加 29 个，平均单经销商收入体量同比+13.9%，经销商数量和质量均实现高质量增长。

2024Q2 净利率同比提升 2.2pcts，费用端下降幅度较大。产品结构升级下，2024Q2 公司毛利率同比+0.58pcts 至 71.1%。费用端看，2024Q2 税金及附加率同比-0.56pcts，销售费用率同比-1.99pcts，管理费用率同比-0.6pcts，其中销售费用同比下降较多主因公司二季度淡季中费用投放保持理性、克制，以保证产品价盘稳定性。长期维度看，今年 2 年公司费用投放力度仍可以适当积极，洞藏系列产品生命周期和市场渗透率处于上升阶段，可以通过产品多元化和渠道加密的方式平滑费投对价盘的冲击，推动市场份额进一步提升。

省内宴席场景下滑，2024Q2 预收端有所承压。2024Q2 公司经营性现金流量净额-0.36 亿元，同比-81.6%；销售收现 15.6 亿元，同比+12.7%；截至 2024Q2 末公司合同负债 4.62 亿元，环比下降 0.53 亿元，主因二季度为白酒行业传统淡季，安徽省内宴席高基数下下滑较多，渠道及终端资金压力较大，公司给予渠道一定回款支持，截至 2024Q2 末应收账款同比+42%。7 月以来伴随省内升学宴带动的宴席场景边际修复，渠道库存得到一定去化，预计双节前公司回款进度加快，全年任务量完成的确定性较高。

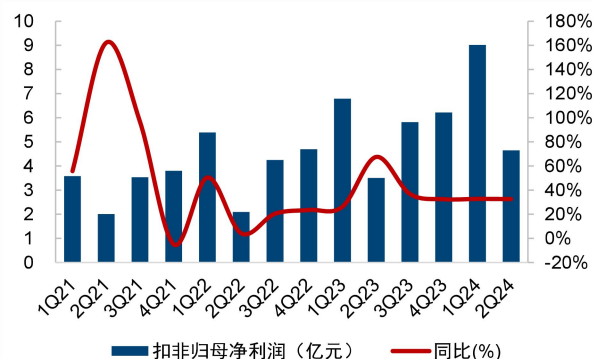
盈利预测与投资建议：未来 1-2 年看，洞藏产品升级、渠道加密及费用投放均有空间，短期行业需求弱复苏阶段仍可通过品牌自点率的提升攫取份额；长期的发展或将更取决于省内白酒市场扩容速度与与龙头的竞争态势。维持此前盈利预测，预计 2024-2025 年收入 81.25/95.30 亿元，同比+20.9%/+17.3%；归母净利润 28.72/34.98 亿元，同比+25.5%/+21.8%，当前股价对应 2024 年 14.1xPE，维持“优于大市”评级。

图1: 2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速



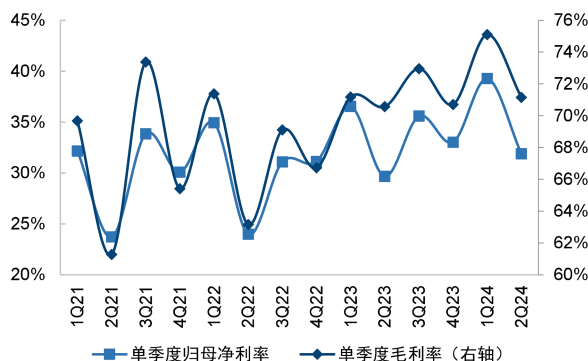
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 2021Q1 至今公司单季度归母净利润及同比增速



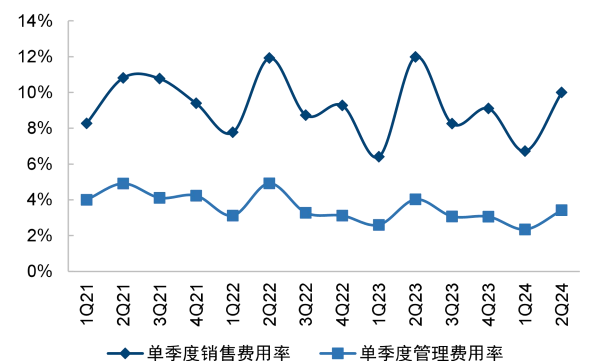
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 2021Q1 至今公司单季度毛利率及净利率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 2021Q1 至今公司单季度销售费用率及管理费用率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)		总市值 (亿元)		归母净利润 (亿元)		PE	
			2024/8/16	2024/8/16	2024E	2025E	2024E	2025E		
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,431	17,979	869.9	995.5	20.7	18.1		
000858.SZ	五粮液	优于大市	125	4,852	339.1	379.6	14.3	12.8		
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	125	1,844	161.5	194.4	11.4	9.5		
600809.SH	山西汾酒	优于大市	184	2,242	131.5	160.8	17.1	13.9		
002304.SZ	洋河股份	优于大市	78	1,180	107.9	118.8	10.9	9.9		
000799.SZ	酒鬼酒	优于大市	39	128	4.9	5.8	26.0	22.0		
600702.SH	舍得酒业	优于大市	52	174	20.0	23.2	8.7	7.5		
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	181	957	59.1	73.8	16.2	13.0		
603589.SH	口子窖	优于大市	38	225	19.8	22.5	11.4	10.0		
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	51	406	28.7	35.0	14.1	11.6		
603369.SH	今世缘	优于大市	43	539	38.3	46.6	14.1	11.6		

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理; 除迎驾贡酒以外其他公司采用 Wind 一致预期

风险提示

行业竞争加剧, 行业需求恢复不及预期, 供给增加下批价大幅下跌, 食品安全问题等。

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)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
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)
						财务费用	(1)	(8)	(27)	(39)	(54)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	430	(604)	(351)	(392)	(384)
每股收益	2.13	2.86	3.59	4.37	5.17	其它	2	3	3	4	5
每股红利	0.91	1.10	1.79	2.19	2.59	经营活动现金流	2334	1889	2629	3233	3887
每股净资产	8.66	10.42	12.22	14.40	16.99	资本开支	0	(456)	(97)	(120)	(120)
ROIC	35.20%	38.43%	43%	51%	55%	其它投资现金流	(807)	618	0	0	0
ROE	24.61%	27.44%	29%	30%	30%	投资活动现金流	(802)	141	(97)	(120)	(120)
毛利率	68%	71%	74%	75%	76%	权益性融资	0	2	0	0	0
EBIT Margin	39%	43%	46%	48%	49%	负债净变化	0	25	0	0	0
EBITDA Margin	43%	46%	47%	49%	50%	支付股利、利息	(728)	(884)	(1436)	(1749)	(2069)
收入增长	20%	22%	21%	17%	15%	其它融资现金流	304	788	(0)	0	0
净利润增长率	23%	34%	26%	22%	18%	融资活动现金流	(1152)	(927)	(1436)	(1749)	(2069)
资产负债率	31%	29%	29%	28%	27%	现金净变动	380	1103	1096	1364	1698
股息率	1.8%	2.2%	3.5%	4.3%	5.1%	货币资金的期初余额	757	1137	2239	3335	4699
P/E	23.8	17.7	14.1	11.6	9.8	货币资金的期末余额	1137	2239	3335	4699	6398
P/B	5.9	4.9	4.2	3.5	3.0	企业自由现金流	0	1356	2475	3049	3694
EV/EBITDA	18.5	14.2	11.6	9.6	8.2	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