

研究所:

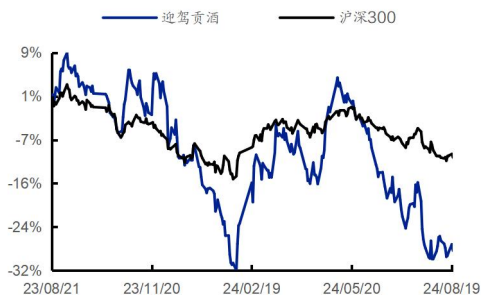
证券分析师: 刘浩铭 S0350521110006
liujm@ghzq.com.cn

证券分析师: 秦一方 S0350523120001
qinyf@ghzq.com.cn

淡季保持高增，洞藏引领产品升级

——迎驾贡酒（603198）2024年中报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

2024/08/20

表现	1M	3M	12M
迎驾贡酒	-15.3%	-28.0%	-23.8%
沪深300	-5.8%	-9.7%	-11.9%

市场数据

2024/08/20

当前价格(元)	50.93
52周价格区间(元)	48.26-82.99
总市值(百万)	40,744.00
流通市值(百万)	40,744.00
总股本(万股)	80,000.00
流通股本(万股)	80,000.00
日均成交额(百万)	168.21
近一月换手(%)	0.59

事件:

2024年8月16日，迎驾贡酒发布2024年中报。2024H1公司实现营业收入37.85亿元，同比+20.44%；归母净利润13.79亿元，同比+29.59%；扣非归母净利润13.66亿元，同比+32.65%。2024Q2公司实现营业收入14.61亿元，同比+19.04%；归母净利润4.66亿元，同比+27.96%；扣非归母净利润4.64亿元，同比+32.53%。

投资要点:

- 洞藏系列引领产品结构升级，安徽省内市场延续高增。1) 分产品:** 2024Q2 中高档白酒/普通白酒分别实现营收10.69/3.13亿元，同比分别+24.95%/+6.50%。我们预计中高端产品维持高增主要系洞藏系列引领，公司聚焦洞藏系列，总结和推广中高端白酒销售模式，加强价格管理，进一步优化价格体系，洞藏系列份额持续提升，2024Q2 中高档白酒占比同比+2.92pct至77.35%。**2) 分区域:** 2024Q2 安徽省内/省外分别实现营收9.16/4.65亿元，同比分别+22.88%/+15.34%。安徽省内延续高速增长，营收占比同比+1.43pct至66.31%，公司站稳六安、合肥两大样板市场和淮北，同时向皖北、皖南突破，目前洞藏系列在蚌埠、淮南、安庆等地导入顺利。安徽省外通过开展系列品宣营销活动，持续推动洞藏系列在江苏、上海等市场的破局放量。渠道建设方面，公司深耕核心市场，深化“双核工程”建设，加强终端、消费者互动，推动消费场景创新，不断提升网点数量与质量。截至2024Q2，公司安徽省内/省外经销商数量分别为779/644个，环比分别净增加29/4个。
- 费用率有所下降，盈利能力进一步提升。** 2024Q2 公司净利率同比+2.23pct至31.95%，毛利率同比+0.59pct至71.15%，预计系公司产品结构升级拉动。公司费用结构进一步优化，税金及附加费用率同比-0.56pct至15.61%，销售/管理费用率同比分别-1.99pct/-0.60pct。现金流方面，2024Q2 公司实现销售收现15.56亿元，同比+12.69%，经营活动产生的现金流量净额为-0.36亿元(上年同期为-1.97亿元)。截至2024Q2末，公司合同负债为4.62亿元，环比/同比分别-0.53/-0.43亿元，在逆势中表现坚挺。
- 盈利预测和投资评级:** 公司洞藏系列产品在安徽省内仍处于高能扩张阶段，并从前期的高渠道利润驱动切换至消费者自点率提升驱

动。我们认为在宏观经济承压的背景下，公司百元左右价格带的产品布局将持续受益，洞 6、洞 9 延续放量增长，洞 16、洞 20 有望推动公司产品结构和品牌势能进一步升级。我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 81.55/97.38/114.84 亿元，归母净利润分别为 29.41/36.83/45.41 亿元，EPS 分别为 3.68/4.60/5.68 元，对应 PE 分别为 14/11/9 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

- **风险提示：** 1) 消费复苏节奏受抑制； 2) 市场竞争加剧导致费用提升； 3) 经济大幅波动致白酒价格下滑； 4) 产品升级节奏不及预期； 5) 食品安全风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	6720	8155	9738	11484
增长率(%)	22	21	19	18
归母净利润（百万元）	2288	2941	3683	4541
增长率(%)	34	29	25	23
摊薄每股收益（元）	2.86	3.68	4.60	5.68
ROE(%)	27	29	30	30
P/E	23.18	13.85	11.06	8.97
P/B	6.36	4.05	3.30	2.66
P/S	7.89	5.00	4.18	3.55
EV/EBITDA	16.12	9.21	7.02	5.29

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：迎驾贡酒盈利预测表

证券代码:	603198				股价:	50.93				投资评级:	买入				日期:	2024/08/20			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
盈利能力					每股指标														
ROE	27%	29%	30%	30%	EPS	2.86	3.68	4.60	5.68										
毛利率	71%	73%	75%	76%	BVPS	10.42	12.59	15.46	19.16										
期间费率	12%	11%	10%	10%	估值														
销售净利率	34%	36%	38%	40%	P/E	23.18	13.85	11.06	8.97										
成长能力					P/B	6.36	4.05	3.30	2.66										
收入增长率	22%	21%	19%	18%	P/S	7.89	5.00	4.18	3.55										
利润增长率	34%	29%	25%	23%															
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	0.62	0.63	0.62	0.60	营业收入	6720	8155	9738	11484										
应收账款周转率	160.85	163.96	151.17	155.31	营业成本	1924	2184	2446	2727										
存货周转率	0.45	0.46	0.46	0.46	营业税金及附加	1035	1243	1485	1754										
偿债能力					销售费用	581	670	774	844										
资产负债率	28%	29%	28%	26%	管理费用	209	241	249	265										
流动比	2.87	2.86	3.06	3.31	财务费用	-8	-6	-9	-14										
速动比	1.23	1.37	1.62	1.91	其他费用/(-收入)	77	94	111	132										
					营业利润	3014	3883	4859	5984										
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	-15	-17	-19	-17										
现金及现金等价物	3818	5249	7224	9834	利润总额	2999	3867	4841	5967										
应收款项	39	61	68	80	所得税费用	706	918	1149	1415										
存货净额	4451	5041	5637	6293	净利润	2293	2949	3692	4552										
其他流动资产	714	855	962	1117	少数股东损益	5	8	9	11										
流动资产合计	9022	11205	13892	17323	归属于母公司净利润	2288	2941	3683	4541										
固定资产	1768	1804	1848	1894															
在建工程	409	537	674	809	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
无形资产及其他	468	643	702	759	经营活动现金流	2198	3060	3674	4483										
长期股权投资	22	31	43	55	净利润	2288	2941	3683	4541										
资产总计	11689	14221	17158	20840	少数股东损益	5	8	9	11										
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	220	174	177	178										
应付款项	805	1005	1113	1229	公允价值变动	-2	0	0	0										
合同负债	733	948	1115	1311	营运资金变动	-204	22	-94	-126										
其他流动负债	1608	1967	2310	2693	投资活动现金流	-247	-511	-281	-201										
流动负债合计	3146	3920	4537	5233	资本支出	-570	-408	-435	-436										
长期借款及应付债券	25	38	52	68	长期投资	249	-70	31	92										
其他长期负债	140	146	146	147	其他	75	-33	123	143										
长期负债合计	165	184	199	214	筹资活动现金流	-857	-1176	-1373	-1566										
负债合计	3311	4104	4736	5447	债务融资	25	13	15	16										
股本	800	800	800	800	权益融资	2	-3	0	0										
股东权益	8378	10117	12422	15393	其它	-884	-1186	-1387	-1582										
负债和股东权益总计	11689	14221	17158	20840	现金净增加额	1094	1373	2021	2716										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

景皓，食品饮料组研究助理，四川大学经济学学士，意大利博科尼大学金融学全奖硕士，主要覆盖调味品、速冻预制、烘焙等板块。

【分析师承诺】

刘洁铭，秦一方，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。