

受益白酒消费价格带下移，业绩有望延续高增

——迎驾贡酒中秋跟踪点评

核心观点

- **中秋白酒消费整体平淡，预计迎驾贡酒有望延续上半年强势业绩表现。**今年中秋白酒由于团购需求下降、终端对压货接受度低、送礼需求减少等原因，整体销售平淡。酒企普遍正视市场现状，积极支持商家动销出货，提供更优惠的金融政策支持、配套更有力的奖励政策。部分酒企在打款要求上亦相对柔性，会考虑商家回款意愿和现实经营表现进行回款，尽量保证渠道的良性运转。当前时点，建议优先关注业绩确定性更强的酒企。24H1 迎驾贡酒实现营业收入 37.9 亿元，同比增长 20.4%，实现归母净利润 13.79 亿元，同比增长 29.6%。其中，以洞藏系列和迎驾金银星系列为主的中高档白酒实现收入 29.5 亿元（yoy+24.5%），保持强劲增长。我们预计迎驾贡酒在中秋、国庆将延续上半年强势表现。
- **100-300 元价格带洞 619 势能突出，受益安徽白酒消费价格带下移。**在今年中秋白酒的消费中，100-300 元价格带销售最好，且 200 元价格带表现突出。具体到迎驾贡酒所在的安徽白酒市场，安徽今年白酒消费价格带呈现下滑趋势，原来选择 300-500 元价格带的消费者转向 200-300 元价格带消费，价格下移利好在 100-300 元具备本土竞争优势的徽酒。迎驾贡酒主力大单品洞 6、洞 9 稳扎 100-300 元价格带，在消费者中口碑良好，有望成为安徽白酒消费价格带下移的主要受益标的。
- **营销组织下沉精耕市场，渠道利润率提高竞争力。**当前白酒消费背景下，经销商也更加看重现金流、周转率、利润率三个关键指标，迎驾贡酒重视经销商与终端利润维护。洞藏系列的经销商和终端利润率高，且迎驾贡酒相关返利费用如扫码红包、再来一瓶等投入较大，因此渠道推力和终端动销拉力强。同时，疫情以来，农村居民可支配收入增速高于城镇居民的差额拉大，下沉市场白酒消费更具韧性。迎驾贡酒的洞藏系列采取小商制经销模式，得益于渠道的扁平化，公司在下沉市场具备优势，尤其是对县及乡镇渠道的覆盖力强。我们预计后续迎驾贡酒将持续受益下沉市场精耕，其收入将更具韧性。

盈利预测与投资建议

- 我们维持预测公司 24-26 年每股收益为 3.69、4.65、5.46 元。结合可比公司，我们认为目前公司的合理估值水平为 24 年 15 倍市盈率，对应目标价为 55.35 元，维持买入评级。

风险提示：白酒消费不及预期、市场竞争加剧、食品安全事件风险。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,505	6,720	8,216	10,081	11,614
同比增长(%)	19.6%	22.1%	22.3%	22.7%	15.2%
营业利润(百万元)	2,281	3,014	3,874	4,882	5,728
同比增长(%)	25.3%	32.2%	28.5%	26.0%	17.3%
归属母公司净利润(百万元)	1,705	2,288	2,956	3,722	4,372
同比增长(%)	23.0%	34.2%	29.2%	25.9%	17.5%
每股收益(元)	2.13	2.86	3.69	4.65	5.46
毛利率(%)	68.0%	71.4%	73.2%	74.8%	75.8%
净利率(%)	31.0%	34.0%	36.0%	36.9%	37.6%
净资产收益率(%)	26.3%	30.0%	30.1%	30.3%	30.5%
市盈率	23.0	17.1	13.3	10.5	9.0
市净率	5.7	4.7	3.5	3.0	2.5

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

买入（维持）

股价（2024年09月18日）	49元
目标价格	55.35元
52周最高价/最低价	79.4/46.6元
总股本/流通A股（万股）	80,000/80,000
A股市值（百万元）	39,200
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2024年09月19日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-1.9	-3.39	-19.04	-33.43
相对表现%	-1.43	1.83	-8.48	-18.5
沪深300%	-0.47	-5.22	-10.56	-14.93



证券分析师

叶书怀	yeshuhuai@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517090002
燕斯娴	yansixian1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524080004

联系人

姚晔	yaoye@orientsec.com.cn
----	------------------------

投资建议

我们维持预测公司 24-26 年每股收益为 3.69、4.65、5.46 元。结合可比公司，我们认为目前公司的合理估值水平为 24 年 15 倍市盈率，对应目标价为 55.35 元，维持买入评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元) 2024/9/18	每股收益 (元)				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
古井贡酒	000596	140.60	8.68	11.08	13.62	16.41	16	13	10	9
今世缘	603369	36.06	2.50	3.03	3.66	4.36	14	12	10	8
洋河股份	002304	72.16	6.65	6.82	7.23	7.80	11	11	10	9
伊力特	600197	13.76	0.72	0.83	0.98	1.14	19	17	14	12
金徽酒	603919	15.59	0.65	0.79	0.97	1.17	24	20	16	13
老白干酒	600559	16.35	0.73	0.95	1.19	1.44	22	17	14	11
	调整后 平均						18	15	12	10

数据来源：WIND、东方证券研究所

风险提示

- **白酒消费不及预期风险。**若宏观经济疲软等原因导致白酒行业整体消费不及预期，则可能导致公司收入不及预期，渠道及价盘管理出现风险。
- **市场竞争加剧的风险。**安徽省内不同价位带白酒品牌增多，加剧市场竞争，可能挤压公司产品市场份额。
- **食品安全事件风险。**若行业内发生食品安全黑天鹅事件，可能对公司业绩、估值带来不利影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,137	2,239	4,418	5,364	6,619	营业收入	5,505	6,720	8,216	10,081	11,614
应收票据、账款及款项融资	90	44	78	101	100	营业成本	1,760	1,924	2,203	2,540	2,808
预付账款	7	12	15	18	21	营业税金及附加	826	1,035	1,216	1,512	1,742
存货	4,010	4,451	5,099	5,881	6,500	营业费用	505	581	708	869	1,001
其他	2,526	2,276	2,278	2,281	2,284	管理费用及研发费用	252	286	344	422	486
流动资产合计	7,771	9,022	11,889	13,646	15,524	财务费用	(1)	(8)	(23)	(35)	(43)
长期股权投资	0	22	22	22	22	资产、信用减值损失	0	(1)	0	0	0
固定资产	1,746	1,768	2,361	2,938	3,470	公允价值变动收益	2	2	5	3	3
在建工程	175	409	244	177	151	投资净收益	76	74	70	73	72
无形资产	174	244	285	325	363	其他	40	35	30	34	31
其他	195	224	128	120	127	营业利润	2,281	3,014	3,874	4,882	5,728
非流动资产合计	2,290	2,667	3,040	3,582	4,133	营业外收入	2	4	3	3	3
资产总计	10,060	11,689	14,928	17,228	19,657	营业外支出	33	19	15	23	19
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	2,249	2,999	3,862	4,863	5,712
应付票据及应付账款	901	805	921	1,063	1,175	所得税	541	706	900	1,133	1,331
其他	2,064	2,341	2,504	2,708	2,875	净利润	1,708	2,293	2,962	3,730	4,381
流动负债合计	2,964	3,146	3,426	3,771	4,050	少数股东损益	3	5	6	8	10
长期借款	0	25	25	25	25	归属于母公司净利润	1,705	2,288	2,956	3,722	4,372
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	2.13	2.86	3.69	4.65	5.46
其他	130	140	137	136	137	主要财务比率					
非流动负债合计	130	165	162	161	163		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
负债合计	3,094	3,311	3,588	3,931	4,213	成长能力					
少数股东权益	37	41	48	56	66	营业收入	19.6%	22.1%	22.3%	22.7%	15.2%
股本	800	800	800	800	800	营业利润	25.3%	32.2%	28.5%	26.0%	17.3%
资本公积	1,261	1,261	1,261	1,261	1,261	归属于母公司净利润	23.0%	34.2%	29.2%	25.9%	17.5%
留存收益	4,867	6,275	9,231	11,179	13,318	获利能力					
其他	0	0	0	0	0	毛利率	68.0%	71.4%	73.2%	74.8%	75.8%
股东权益合计	6,966	8,378	11,340	13,297	15,445	净利率	31.0%	34.0%	36.0%	36.9%	37.6%
负债和股东权益总计	10,060	11,689	14,928	17,228	19,657	ROE	26.3%	30.0%	30.1%	30.3%	30.5%
现金流量表						ROIC	26.5%	29.9%	29.9%	30.1%	30.3%
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	偿债能力					
净利润	1,708	2,293	2,962	3,730	4,381	资产负债率	30.8%	28.3%	24.0%	22.8%	21.4%
折旧摊销	156	166	204	257	328	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(1)	(8)	(23)	(35)	(43)	流动比率	2.62	2.87	3.47	3.62	3.83
投资损失	(76)	(74)	(70)	(73)	(72)	速动比率	1.27	1.45	1.98	2.06	2.23
营运资金变动	410	(585)	(408)	(466)	(345)	营运能力					
其它	(357)	407	73	2	(8)	应收账款周转率	115.1	160.9	190.6	190.9	185.5
经营活动现金流	1,840	2,198	2,738	3,415	4,240	存货周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
资本支出	(343)	(467)	(657)	(807)	(871)	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
长期投资	1	(21)	0	0	0	每股指标（元）					
其他	(425)	240	75	76	76	每股收益	2.13	2.86	3.69	4.65	5.46
投资活动现金流	(767)	(247)	(582)	(731)	(796)	每股经营现金流	2.30	2.75	3.42	4.27	5.30
债权融资	0	25	(0)	0	0	每股净资产	8.66	10.42	14.12	16.55	19.22
股权融资	(81)	0	0	0	0	估值比率					
其他	(644)	(882)	23	(1,738)	(2,190)	市盈率	23.0	17.1	13.3	10.5	9.0
筹资活动现金流	(724)	(857)	23	(1,738)	(2,190)	市净率	5.7	4.7	3.5	3.0	2.5
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBITDA	14.8	11.3	8.9	7.0	6.0
现金净增加额	348	1,094	2,179	946	1,254	EV/EBIT	15.8	12.0	9.3	7.4	6.3

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。