

2024 年 10 月 30 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩不及预期，产品结构保持上升

—迎驾贡酒（603198.SH）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

2024 年 10 月 29 日，迎驾贡酒发布 2024 年三季报。

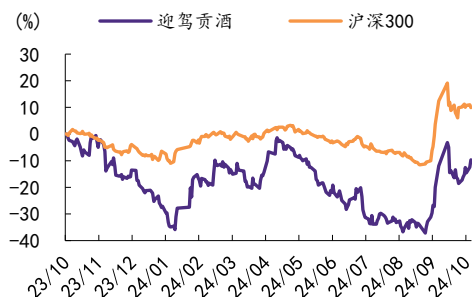
投资要点

基本数据

2024-10-29

当前股价（元）	63.53
总市值（亿元）	508
总股本（百万股）	800
流通股本（百万股）	800
52 周价格范围（元）	47.3-76.7
日均成交额（百万元）	259.01

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《迎驾贡酒（603198）：收入高增态势延续，费用管控得当释放利润弹性》2024-08-18
- 2、《迎驾贡酒（603198）：洞藏势能持续向上，迎驾起势未来可期》2024-06-28
- 3、《迎驾贡酒（603198）：一季度开门红，洞藏系列再创佳绩》2024-04-26

■ 业绩不及预期，适应行业调整

收入表现承压，业绩不及预期。2024Q1-3 营收 55.13 亿元（同增 13.81%），归母净利润 20.06 亿元（同增 20.19%），扣非净利润 19.97 亿元（同增 23.94%）。2024Q3 营收 17.11 亿元（同增 2.32%），归母净利润 6.25 亿元（同增 2.86%），扣非净利润 6.31 亿元（同增 8.52%）。产品结构提升致毛利率同比增加，费投基本保持稳定。2024Q1-3 毛利率/净利率分别为 74.28%/36.48%，分别同比 +2.65/+1.93pcts；2024Q3 分别为 75.84%/36.37%，分别同比 +2.88/+0.75pcts。2024Q1-3 销售/管理费用率分别为 8.30%/2.96%，分别同比 -0.12/-0.26pcts；2024Q3 销售/管理费用率分别为 8.98%/3.39%，分别同比 +0.73/+0.32pcts。现金流净额表现略承压，销售回款保持稳定。2024Q1-3/2024Q3 经营性现金流净额分别为 12.75/6.91 亿元，分别同比 +22.34%/-8.60%；销售回款分别为 57.41/18.65 亿元，分别同比 +10.38%/+0.83%。截至 2024Q3 末，公司合同负债 4.03 亿元，环比减少 0.59 亿元。

■ 产品结构持续提升，省内增长稳健

分产品看，2024Q3 中高档酒/普通酒营收分别为 12.96/3.36 亿元，分别同比 +7.12%/-9.16%，分别占主营收入 79.41%/20.59%，中高档酒保持稳定增长，产品结构持续提升。分区域看，2024Q3 省内/省外营收分别为 11.16/5.16 亿元，分别同比 +6.85%/-3.62%，分别占主营收入 68.41%/31.59%，省内大本营市场表现稳健，省外业绩承压。分渠道看，2024Q3 直销（含团购）/批发代理营收分别为 1.01/15.31 亿元，分别同比 +11.87%/+2.78%。截至 2024Q3 末，总经销商 1442 家，较 Q2 减少 1 家。

■ 盈利预测

公司在产品力、品牌力与渠道端的竞争优势明显，未来我们判断公司核心系列产品洞藏系列销量增长与结构升级的势头有望延续，推动盈利水平持续提升。短期受到行业调整影响，我们调整公司 2024-2026 年 EPS 分别为 3.35/3.91/4.67

（前值为 3.57/4.40/5.30）元，当前股价对应 PE 分别为 19/16/14 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、洞藏系列增长不及预期、重点区域扩张不及预期等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	6,720	7,390	8,533	9,997
增长率（%）	22.1%	10.0%	15.5%	17.2%
归母净利润（百万元）	2,288	2,683	3,128	3,738
增长率（%）	34.2%	17.3%	16.6%	19.5%
摊薄每股收益（元）	2.86	3.35	3.91	4.67
ROE（%）	27.3%	26.0%	24.6%	23.9%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产：				
现金及现金等价物	2,239	4,938	7,282	10,239
应收款	50	65	70	77
存货	4,451	4,206	4,357	4,462
其他流动资产	2,282	2,102	2,178	2,239
流动资产合计	9,022	11,310	13,888	17,017
非流动资产：				
金融类资产	1,579	1,659	1,709	1,739
固定资产	1,768	1,896	1,867	1,782
在建工程	409	164	65	26
无形资产	244	232	220	208
长期股权投资	22	22	22	22
其他非流动资产	224	224	224	224
非流动资产合计	2,667	2,536	2,398	2,262
资产总计	11,689	13,847	16,285	19,278
流动负债：				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	805	1,009	1,065	1,116
其他流动负债	1,608	1,608	1,608	1,608
流动负债合计	3,146	3,367	3,421	3,491
非流动负债：				
长期借款	25	25	25	25
其他非流动负债	140	140	140	140
非流动负债合计	165	165	165	165
负债合计	3,311	3,531	3,586	3,655
所有者权益				
股本	800	800	800	800
股东权益	8,378	10,316	12,699	15,623
负债和所有者权益	11,689	13,847	16,285	19,278

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	2293	2689	3134	3746
少数股东权益	5	6	7	8
折旧摊销	204	130	138	135
公允价值变动	2	-8	-5	-1
营运资金变动	-306	711	-128	-73
经营活动现金净流量	2198	3528	3146	3816
投资活动现金净流量	-247	38	76	94
筹资活动现金净流量	748	-751	-751	-822
现金流量净额	2,698	2,814	2,472	3,088

资料来源：Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6,720	7,390	8,533	9,997
营业成本	1,924	2,035	2,262	2,592
营业税金及附加	1,035	1,035	1,271	1,480
销售费用	581	621	725	850
管理费用	209	222	256	300
财务费用	-8	-137	-203	-286
研发费用	77	85	98	115
费用合计	859	790	877	979
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动	2	-8	-5	-1
投资收益	74	60	50	30
营业利润	3,014	3,612	4,193	4,995
加：营业外收入	4	2	3	4
减：营业外支出	19	28	22	18
利润总额	2,999	3,586	4,174	4,981
所得税费用	706	896	1,039	1,235
净利润	2,293	2,689	3,134	3,746
少数股东损益	5	6	7	8
归母净利润	2,288	2,683	3,128	3,738

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	22.1%	10.0%	15.5%	17.2%
归母净利润增长率	34.2%	17.3%	16.6%	19.5%
盈利能力				
毛利率	71.4%	72.5%	73.5%	74.1%
四项费用/营收	12.8%	10.7%	10.3%	9.8%
净利率	34.1%	36.4%	36.7%	37.5%
ROE	27.3%	26.0%	24.6%	23.9%
偿债能力				
资产负债率	28.3%	25.5%	22.0%	19.0%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	135.6	114.1	121.7	130.4
存货周转率	0.4	0.7	0.8	0.9
每股数据(元/股)				
EPS	2.86	3.35	3.91	4.67
P/E	22.2	18.9	16.3	13.6
P/S	7.6	6.9	6.0	5.1
P/B	6.1	4.9	4.0	3.3

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于 2023 年 6 月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3 年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

张倩：厦门大学金融学硕士，于 2024 年 7 月加入华鑫证券研究所，研究方向是调味品、速冻品以及除徽酒外的地产酒板块。

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数

的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。