

# 迎驾贡酒 (603198.SH)

## 第三季度主动降速释放渠道压力，蓄力新财年

优于大市

### 核心观点

**2024年第三季度公司收入同比+2.32%，净利润同比+2.86%。**2024年前三季度公司实现营业总收入55.1亿元，同比+13.8%；实现归母净利润20.1亿元，同比+20.2%；其中第三季度营业总收入17.11亿元，同比+2.32%；归母净利润6.25亿元，同比+2.86%。淡季需求承压，收入增速下降较多，利润率较为稳健。注：公司对同一控制下企业合并追溯调整财务数据，今年中报尚未更正口径，或导致报表值与计算值的差异；考虑到涉及企业“物宝光电”主营业务为光电材料，公司酒类经营业务分析仍具有较高置信度。

**第三季度收入增速下降较多，产品结构仍有小幅提振。**分产品看，2024Q3中高档白酒/普通白酒实现收入12.96/3.36亿元，同比+7.12%/-9.16%，中高档白酒收占比79.14%，结构升级带动整体毛利率同比+2.88pcts（粗略计算）；洞藏系列延续稳健增势，洞9、洞6增速较快，中秋期间洞16动销环比升温。分区域看，2024Q3省内/省外实现收入11.16/5.16亿元，同比+6.85%/-3.62%；省内优势区域合肥、六安等签约空白终端，增长相对稳健。

**前三季度费用率小幅下降，单Q3阶段性加大品牌营销费用。**（调整口径下）前三季度公司税金及附加率/销售费用率/管理费用率同比-0.16/-0.13/-0.26pcts，整体费用率端稳中有降。（粗略计算）单Q3销售费用率同比+0.73pcts，预计与结算节奏相关，24Q2部分销售费用后移，同时品牌营销、双节旺季政策力度有所加大。公司在费用投放端相对克制，预计全年费用投入保持稳健、低于收入增速的水平。长期维度看，洞藏系列规模较小，后续在全省范围内仍有费用率的规模效应。

**现金流及预收表现贴近真实动销。**（调整口径下）前三季度公司现金流量净额10.49亿元/同比+0.7%，销售收现57.41亿元/同比+10.4%，截至9月底公司合同负债51.83亿元，环比减少0.59亿元；单Q3销售收现18.65亿元/同比-0.5%。现金流及预收端表现一般，系1)公司销售财年在9月底扎帐，去年超额完成回款任务，三季度基数较高；2)今年省内宴席场次下降较多，7-8月动销下滑幅度超过双位数，中秋、国庆需求延续平淡，渠道回款意愿较弱。10月起步入新财年，公司进入与经销商沟通任务阶段，当前渠道库存处于合理水位，包袱较轻、蓄力春节旺季。

**盈利预测与投资建议：**公司主动调整节奏，释放渠道压力，下调此前盈利预测；长期伴随经济活跃度向好，洞藏系列在省内渗透率逐步提升，费用率受益于规模效应稳步下降，利润率提升趋势不变。我们预计2024-2026年公司收入75.43/85.20/98.19亿元，同比+12.2%/+13.0%/+15.2%（前值为+20.9%/+17.3%/+14.7%）；预计2024-2026年归母净利润27.05/31.47/37.48亿元，同比+18.2%/+16.3%/+19.1%（前值为+25.5%/+21.8%/+18.3%），当前股价对应2024/2025年18.8/16.2xPE，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	7,543	8,520	9,819
(+/-%)	20.3%	22.1%	12.2%	13.0%	15.2%
净利润(百万元)	1705	2288	2705	3147	3748
(+/-%)	23.4%	34.2%	18.2%	16.3%	19.1%
每股收益(元)	2.13	2.86	3.38	3.93	4.68
EBIT Margin	39.3%	43.1%	46.3%	47.7%	49.4%
净资产收益率(ROE)	24.6%	27.4%	27.9%	27.9%	28.5%
市盈率(PE)	29.8	22.2	18.8	16.2	13.6
EV/EBITDA	22.8	17.5	15.1	13.1	11.1
市净率(PB)	7.34	6.10	5.25	4.51	3.87

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

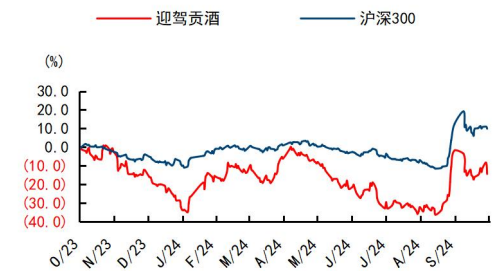
021-61761031

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	63.53元
总市值/流通市值	50824/50824百万元
52周最高价/最低价	80.97/46.60元
近3个月日均成交额	329.60百万元

#### 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)-第二季度净利润同比增长28%，洞9延续较快增长》——2024-08-18
- 《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

**2024年第三季度公司收入同比+2.32%，净利润同比+2.86%。**2024年前三季度公司实现营业总收入55.1亿元，同比+13.8%；实现归母净利润20.1亿元，同比+20.2%；其中第三季度营业总收入17.11亿元，同比+2.32%；归母净利润6.25亿元，同比+2.86%。淡季需求承压，收入增速下降较多，利润率较为稳健。注：公司对同一控制下企业合并追溯调整财务数据，今年中报尚未更正口径，或导致报表值与计算值的差异；考虑到涉及企业“物宝光电”主营业务为光电材料，公司酒类经营业务分析仍具有较高置信度。

**第三季度收入增速下降较多，产品结构仍有小幅提振。**分产品看，2024Q3中高档白酒/普通白酒实现收入12.96/3.36亿元，同比+7.12%/-9.16%，中高档白酒收占比79.14%，结构升级带动整体毛利率同比+2.88pcts（粗略计算）；洞藏系列延续稳健增势，洞9、洞6增速较快，中秋期间合肥地区洞16动销环比升温。分区域看，2024Q3省内/省外实现收入11.16/5.16亿元，同比+6.85%/-3.62%；省内优势区域合肥、六安等签约空白终端，增长相对稳健。

**前三季度费用率小幅下降，单Q3阶段性加大品牌营销费用。**（调整口径下）前三季度公司税金及附加率/销售费用率/管理费用率同比-0.16/-0.13/-0.26pcts，整体费用率端稳中有降。（粗略计算）单Q3销售费用率同比+0.73pcts，预计与结算节奏相关，24Q2部分销售费用后移，同时品牌营销、双节旺季政策力度有所加大。公司在费用投放端相对克制，预计全年费用投入保持稳健、低于收入增速的水平。长期维度看，洞藏系列规模较小，后续在全省范围内仍有费用率的规模效应。

**现金流及预收表现贴近真实动销。**（调整口径下）前三季度公司现金流量净额10.49亿元/同比+0.7%，销售收现57.41亿元/同比+10.4%，截至9月底公司合同负债51.83亿元，环比减少0.59亿元；单Q3销售收现18.65亿元/同比-0.5%。现金流及预收端表现一般，系1）公司销售财年在9月底扎帐，去年超额完成回款任务，三季度基数较高；2）今年省内宴席场次下降较多，7-8月动销下滑幅度超过双位数，中秋、国庆需求延续平淡，渠道回款意愿较弱。10月起步入新财年，公司进入与经销商沟通任务阶段，当前渠道库存处于合理水位，包袱较轻、蓄力春节旺季。

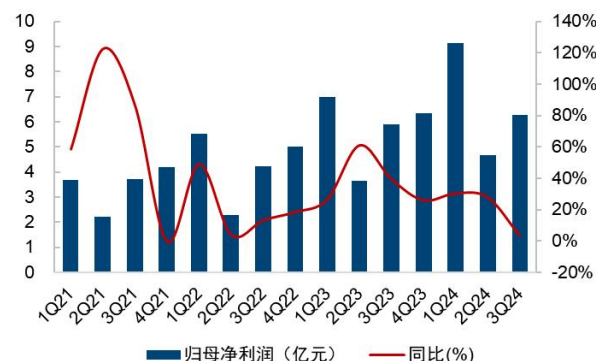
**盈利预测与投资建议：**公司主动调整节奏，释放渠道压力，下调此前盈利预测；长期伴随经济活跃度向好，洞藏系列在省内渗透率逐步提升，费用率受益于规模效应稳步下降，利润率提升趋势不变。我们预计2024-2026年公司收入77.07/86.85/99.12亿元，同比+14.7%/+12.7%/+14.1%（前值为+20.9%/+17.3%/+14.7%）；预计2024-2026年归母净利润27.38/32.07/37.97亿元，同比+19.7%/+17.1%/+18.4%（前值为+25.5%/+21.8%/+18.3%），当前股价对应2024/2025年18.8/16.2xPE，维持“优于大市”评级。

图1: 2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速



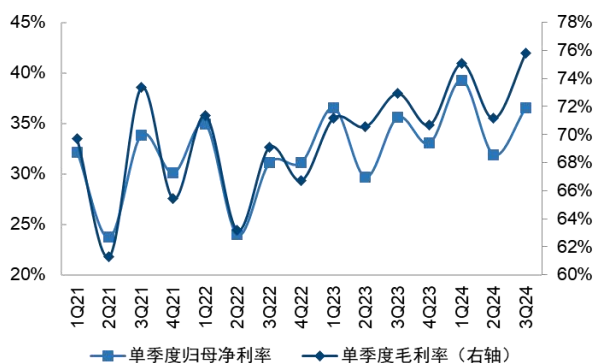
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 2021Q1 至今公司单季度归母净利润及同比增速



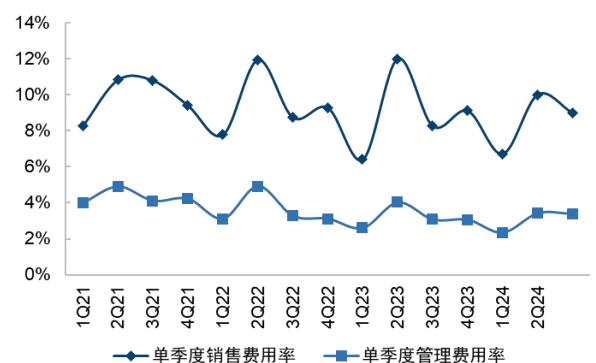
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

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: 盈利预测调整表

项目	原预测 (调整前)			现预测 (调整后)			调整幅度		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	8,125	9,530	10,926	7,543	8,520	9,819	-7.2%	-10.6%	-10.1%
收入同比增速%	20.9%	17.3%	14.7%	12.2%	13.0%	15.2%	-8.67pcts	-4.33pcts	0.59pcts
毛利率%	73.55%	74.69%	75.66%	72.52%	73.36%	74.91%	-1.03pcts	-1.33pcts	-0.75pcts
销售费用率%	8.32%	7.73%	7.27%	8.00%	7.60%	7.50%	-0.32pcts	-0.13pcts	0.23pcts
归母净利润 (百万元)	2,872	3,498	4,137	2,705	3,147	3,748	-5.8%	-10.0%	-9.4%
归母净利润同比增速%	25.5%	21.8%	18.3%	18.2%	16.3%	19.1%	-7.3pcts	-5.48pcts	0.83pcts
归母净利率%	35.35%	36.71%	37.87%	35.86%	36.93%	38.17%	0.52pcts	0.22pcts	0.3pcts
EPS (元)	3.59	4.37	5.17	3.38	3.93	4.68	-5.8%	-10.0%	-9.4%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 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	
			2024/10/29	2024/10/29		2024E	2025E	2024E	2025E
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,531.62	19,240.18	863.0	972.3	22.3	19.8	
000858.SZ	五粮液	优于大市	150.80	5,853.46	337.8	376.9	17.3	15.5	
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	140.00	2,060.75	152.0	174.4	13.6	11.8	
600809.SH	山西汾酒	优于大市	203.34	2,480.68	128.6	153.5	19.3	16.2	
002304.SZ	洋河股份	优于大市	85.38	1,286.20	102.3	108.3	12.6	11.9	
000799.SZ	酒鬼酒	中性	52.50	170.59	3.7	4.3	46.1	39.5	

600702.SH	舍得酒业	中性	65.04	216.69	11.6	12.6	18.6	17.2
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	194.70	927.63	58.5	71.7	15.9	12.9
603589.SH	口子窖	优于大市	45.37	569.17	38.0	45.9	15.0	12.4
<b>603198.SH</b>	<b>迎驾贡酒</b>	<b>优于大市</b>	<b>63.53</b>	<b>508.24</b>	<b>27.0</b>	<b>31.5</b>	<b>18.8</b>	<b>16.2</b>
603369.SH	今世缘	优于大市	40.09	240.54	18.9	21.2	12.7	11.3

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	3411	4718	6304	营业收入	5505	6720	7543	8520	9819
应收款项	55	50	75	78	87	营业成本	1760	1924	2073	2269	2463
存货净额	4010	4451	4893	5394	5990	营业税金及附加	826	1035	1064	1193	1375
其他流动资产	371	703	754	852	982	销售费用	505	581	603	648	736
<b>流动资产合计</b>	<b>7771</b>	<b>9022</b>	<b>10712</b>	<b>12621</b>	<b>14941</b>	管理费用	191	209	236	257	295
固定资产	1921	2177	2179	2185	2186	研发费用	61	77	75	85	98
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
<b>资产总计</b>	<b>10060</b>	<b>11689</b>	<b>13371</b>	<b>15276</b>	<b>17588</b>	其他收入	(22)	(41)	(75)	(85)	(98)
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	0	营业利润	2281	3014	3598	4185	4984
应付款项	901	805	885	975	1083	营业外净收支	(31)	(15)	(17)	(19)	(22)
其他流动负债	2064	2341	2588	2826	3152	<b>利润总额</b>	<b>2249</b>	<b>2999</b>	<b>3581</b>	<b>4166</b>	<b>4962</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2964</b>	<b>3146</b>	<b>3473</b>	<b>3801</b>	<b>4235</b>	所得税费用	541	706	870	1012	1206
长期借款及应付债券	0	25	25	25	25	少数股东损益	3	5	6	7	8
其他长期负债	130	140	140	140	140	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1705</b>	<b>2288</b>	<b>2705</b>	<b>3147</b>	<b>3748</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>130</b>	<b>165</b>	<b>165</b>	<b>165</b>	<b>165</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>3094</b>	<b>3311</b>	<b>3638</b>	<b>3966</b>	<b>4400</b>	净利润	1705	2288	2705	3147	3748
少数股东权益	37	41	44	48	52	资产减值准备	(0)	(0)	0	0	0
股东权益	6929	8337	9689	11262	13136	折旧摊销	199	204	111	126	132
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>10060</b>	<b>11689</b>	<b>13371</b>	<b>15276</b>	<b>17588</b>	公允价值变动损失	(2)	(2)	(6)	(3)	(4)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(1)	(8)	(27)	(39)	(54)
每股收益	2.13	2.86	3.38	3.93	4.68	营运资本变动	430	(604)	(192)	(273)	(301)
每股红利	0.91	1.10	1.69	1.97	2.34	其它	2	3	3	3	4
每股净资产	8.66	10.42	12.11	14.08	16.42	<b>经营活动现金流</b>	<b>2334</b>	<b>1889</b>	<b>2621</b>	<b>3001</b>	<b>3580</b>
ROIC	35.20%	38.43%	41%	48%	53%	资本开支	0	(456)	(97)	(120)	(120)
ROE	24.61%	27.44%	28%	28%	29%	其它投资现金流	(807)	618	0	0	0
毛利率	68%	71%	73%	73%	75%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(802)</b>	<b>141</b>	<b>(97)</b>	<b>(120)</b>	<b>(120)</b>
EBIT Margin	39%	43%	46%	48%	49%	权益性融资	0	2	0	0	0
EBITDA Margin	43%	46%	48%	49%	51%	负债净变化	0	25	0	0	0
收入增长	20%	22%	12%	13%	15%	支付股利、利息	(728)	(884)	(1352)	(1573)	(1874)
净利润增长率	23%	34%	18%	16%	19%	其它融资现金流	304	788	(0)	0	0
资产负债率	31%	29%	28%	26%	25%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(1152)</b>	<b>(927)</b>	<b>(1353)</b>	<b>(1573)</b>	<b>(1874)</b>
股息率	1.4%	1.7%	2.7%	3.1%	3.7%	<b>现金净变动</b>	<b>380</b>	<b>1103</b>	<b>1171</b>	<b>1308</b>	<b>1586</b>
P/E	29.8	22.2	18.8	16.2	13.6	货币资金的期初余额	757	1137	2239	3411	4718
P/B	7.3	6.1	5.2	4.5	3.9	货币资金的期末余额	1137	2239	3411	4718	6304
EV/EBITDA	22.8	17.5	15.1	13.1	11.1	企业自由现金流	0	1356	2465	2814	3385
						权益自由现金流	0	2169	2485	2843	3426

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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