

升级趋势不变 Q3 降速释压

2024 年 10 月 30 日

➤ **事件:** 公司于 10 月 29 日发布 2024 年三季度报, 24 年 Q1-3 公司累计实现营业收入/归母净利润/扣非后归母净利润 55.13/20.06/19.97 亿元, 同比+13.81%/+20.19%/+23.94%; 其中单 24Q3 实现营业收入/归母净利润/扣非后归母净利润 17.11/6.25/6.31 亿元, 同比+2.32%/+2.86%/+8.52%。

➤ **以洞 6、洞 9 为引擎拉动的结构升级趋势放缓, 竞争加剧省内降速、省外下滑。分产品看:** 24Q3 酒类业务 16.32 亿元, 同比+3.30%, 其中中高档白酒(洞藏、金银星系列)/普通白酒(百年迎驾贡、糟坊系列)分别实现营收 12.96/3.36 亿元, 同比+7.12%/-9.16%。中高档酒占比同比提升+2.83pcts 至 79.41%, 主要得益于卡位安徽 100-300 元主流价格带的扩容, 资源聚焦的洞藏系列份额持续提升。**分区域看:** 24Q3 省内/省外市场分别实现营收 11.16/5.16 亿元, 同比+6.85%/-3.62%。公司省外主要以华东(江苏、上海)为主, 根基相对薄弱, 行业竞争加剧后向省内收缩, 占比较 24Q2 环比下滑 2.09pcts 至 31.59%。**分渠道看:** 24Q3 直销(含团购)/批发代理分别实现营收 1.01/15.31 亿元, 同比 11.87%/2.78%。**经销商数量上:** 24Q3 末共计 1422 家, 较二季度末净增加-1 家, 其中省内/外各 782/640 家, 环比净增加 3/-4 家。

➤ **并表导致 Q3 部分可比财务数据缺失, 年内业绩蓄水池持续消耗。** Q3 期内公司全资子公司迎驾彩印收购了安徽物宝光电 100% 股权, 属迎驾集团同一控制下的企业合并, 需做并表处理, 但由于部分可比基期财务数据并未公告追溯值, 下文财务分析中涉及的未追溯数据均为并表前历史数据, 与真实情况或有差异。截至 24Q3 期末合同负债 4.03 亿元, 较 23 年末(调整后)减少 3.30 亿元。Q3 期内环比减少 0.53 亿元, 业绩蓄水池持续消耗, 或与行业需求走弱渠道周转降速、备货意愿低有关。Q1-3 经营性活动现金流净额为 12.75 亿元, 同比 22.34%。

➤ **毛利率抬升、净利率稳定, 旺季增加渠道费用投放, 但全年维度仍保持克制。****毛利率:** 24Q1-3/24Q3 毛利率分别 74.28%/75.60%, 同比+3.10/+4.45pcts, 产品结构优化拉升毛利水平。**费用率:** 公司 24Q1-3 销售/管理费用率分别为 8.30%/2.96%, 同比-0.13/-0.26pcts, 单 24Q3 分别为 9.07%/3.42%, 同比+0.81/+0.04pcts, 预计 Q3 旺季广宣等市场费用投放有所增加, 但全年维度费用投放较克制。**归母净利率:** 24Q1-3/24Q3 归母净利率分别为 36.39%/36.51%, 同比+1.93/+0.19pcts;

➤ **投资建议:** 看好省内白酒 100-300 元大众价格带的需求韧性, 下行期降速释压为新财年蓄力。预计 24-26 年归母净利润为 27.03/29.92/33.22 亿元, 同增 18.2%/10.7%/11.0%, 当前股价对应 PE 为 18/16/15 倍, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 省内核心市场竞争加剧影响市场份额; 洞藏培育低于预期导致结构升级不畅; 税收等产业政策调整的不确定性风险; 食品安全风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,720	7,500	8,349	9,331
增长率(%)	22.1	11.6	11.3	11.8
归属母公司股东净利润(百万元)	2,288	2,703	2,992	3,322
增长率(%)	34.2	18.2	10.7	11.0
每股收益(元)	2.86	3.38	3.74	4.15
PE	21	18	16	15
PB	5.9	4.9	4.1	3.6

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 10 月 30 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

60.97 元



分析师 王言海

执业证书: S0100521090002

邮箱: wangyanhai@mszq.com

分析师 孙冉

执业证书: S0100522110004

邮箱: sunran@mszq.com

相关研究

- 迎驾贡酒 (603198.SH) 2024 年中报点评: 结构升级延续 费效提升显著-2024/08/18
- 迎驾贡酒 (603198.SZ) 2023 年年报及 2024 年一季报点评: Q1 盈利水平创新高 产品结构持续优化-2024/04/26
- 迎驾贡酒 (603198.SH) 2023 年三季度报点评: 洞藏拉动结构优化, 品牌势能持续上行-2023/10/28
- 迎驾贡酒 (603198.SH) 2023 年半年报点评: 洞藏梯次升级, 品牌势能风起-2023/08/20
- 迎驾贡酒 (603198.SH) 2022 年年报及 2023 一季报点评: 结构持续向好, 盈利稳定提升-2023/04/28

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	6,720	7,500	8,349	9,331
营业成本	1,924	1,936	2,165	2,429
营业税金及附加	1,035	1,185	1,319	1,474
销售费用	581	667	743	858
管理费用	209	232	284	327
研发费用	77	90	100	112
EBIT	2,932	3,441	3,796	4,196
财务费用	-8	-25	-48	-68
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	74	103	113	123
营业利润	3,014	3,571	3,958	4,388
营业外收支	-15	-13	-20	-16
利润总额	2,999	3,558	3,938	4,372
所得税	706	847	937	1,040
净利润	2,293	2,711	3,001	3,331
归属于母公司净利润	2,288	2,703	2,992	3,322
EBITDA	3,152	3,691	4,071	4,481

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,239	4,044	5,682	7,504
应收账款及票据	39	62	69	78
预付款项	12	9	10	12
存货	4,451	4,482	5,012	5,623
其他流动资产	2,281	2,102	2,107	2,113
流动资产合计	9,022	10,700	12,881	15,330
长期股权投资	22	22	22	22
固定资产	1,768	2,221	2,323	2,391
无形资产	244	244	244	244
非流动资产合计	2,667	3,109	3,112	3,111
资产合计	11,689	13,809	15,993	18,441
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	805	913	1,021	1,145
其他流动负债	2,341	2,697	3,002	3,354
流动负债合计	3,146	3,610	4,022	4,499
长期借款	25	13	13	13
其他长期负债	140	137	137	137
非流动负债合计	165	150	150	150
负债合计	3,311	3,760	4,173	4,649
股本	800	800	800	800
少数股东权益	41	49	57	67
股东权益合计	8,378	10,049	11,821	13,791
负债和股东权益合计	11,689	13,809	15,993	18,441

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	22.07	11.60	11.33	11.76
EBIT 增长率	33.24	17.37	10.33	10.53
净利润增长率	34.17	18.16	10.69	11.01
盈利能力 (%)				
毛利率	71.37	74.18	74.07	73.97
净利润率	34.04	36.05	35.84	35.60
总资产收益率 ROA	19.57	19.58	18.71	18.01
净资产收益率 ROE	27.44	27.03	25.44	24.20
偿债能力				
流动比率	2.87	2.96	3.20	3.41
速动比率	1.23	1.60	1.85	2.06
现金比率	0.71	1.12	1.41	1.67
资产负债率 (%)	28.33	27.23	26.09	25.21
经营效率				
应收账款周转天数	2.24	2.43	2.84	2.84
存货周转天数	791.69	830.54	789.40	788.14
总资产周转率	0.62	0.59	0.56	0.54
每股指标 (元)				
每股收益	2.86	3.38	3.74	4.15
每股净资产	10.42	12.50	14.70	17.16
每股经营现金流	2.75	4.44	3.81	4.20
每股股利	1.30	1.54	1.70	1.89
估值分析				
PE	21	18	16	15
PB	5.9	4.9	4.1	3.6
EV/EBITDA	14.86	12.69	11.50	10.45
股息收益率 (%)	2.13	2.52	2.79	3.10

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	2,293	2,711	3,001	3,331
折旧和摊销	220	250	275	285
营运资金变动	-204	679	-131	-150
经营活动现金流	2,198	3,555	3,051	3,358
资本开支	-570	-605	-297	-298
投资	249	-88	0	0
投资活动现金流	-247	-715	-184	-175
股权募资	2	0	0	0
债务募资	25	-12	0	0
筹资活动现金流	-857	-1,035	-1,230	-1,361
现金净流量	1,094	1,805	1,638	1,822

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026