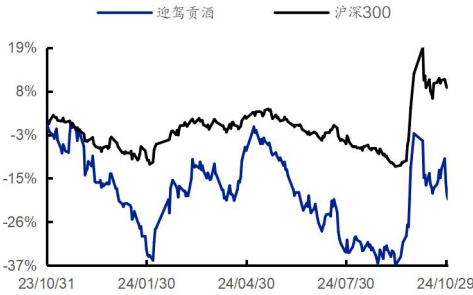


研究所:
证券分析师: 刘浩铭 S0350521110006
liujm@ghzq.com.cn
证券分析师: 秦一方 S0350523120001
qinyf@ghzq.com.cn

业绩增速放缓，洞藏势能延续

——迎驾贡酒（603198）2024年三季度报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
迎驾贡酒	-17.5%	15.2%	-20.0%
沪深300	-3.2%	13.0%	8.9%

市场数据

市场数据	2024/10/31
当前价格(元)	60.18
52周价格区间(元)	46.60-80.97
总市值(百万)	48,144.00
流通市值(百万)	48,144.00
总股本(万股)	80,000.00
流通股本(万股)	80,000.00
日均成交额(百万)	454.81
近一月换手(%)	0.98

相关报告

《迎驾贡酒（603198）2024年中报点评：淡季保持高增，洞藏引领产品升级（买入）*白酒II*刘浩铭，秦一方》——2024-08-21

事件:

2024年10月29日，迎驾贡酒发布2024年三季度报。2024年前三季度公司实现营业收入55.13亿元，同比+13.81%；归母净利润20.06亿元，同比+20.19%；扣非归母净利润19.97亿元，同比+23.94%。2024Q3公司实现营业收入17.11亿元，同比+2.32%；归母净利润6.25亿元，同比+2.86%；扣非归母净利润6.31亿元，同比+8.52%。

投资要点:

■ **Q3增速放缓，洞藏及省内大盘稳固。**2024Q3公司营收、归母净利润同比增速环比Q2显著放缓，我们认为在宏观消费承压的背景下，公司主动调整节奏，释放报表端压力。1) **分产品：**2024Q3中高档白酒/普通白酒分别实现营收12.96/3.36亿元，同比分别+7.12%/-9.16%。我们预计中高端产品增长主要系洞藏系列引领，今年以来公司进一步加大中高档产品布局力度，持续扩大洞藏市场份额，洞6/9等主销产品有望延续增长，产品结构优化下洞藏系列营收占比持续提升，2024Q3中高档白酒占比同比+2.83pct至79.41%。2) **分区域：**2024Q3安徽省内/省外分别实现营收11.16/5.16亿元，同比分别+6.85%/-3.62%。安徽省内延续增长，营收占比同比+2.27pct至68.41%，公司省内进一步精耕细作，不断提升网点数量，推动网点提质升级，合肥、六安、淮南市场稳固，皖北市场开拓逐步迎来放量；省外以江苏、上海等长三角城市群为核心持续拓展。中长期来看，公司在省内外市场仍有较大增量空间。

■ **盈利能力有所优化，费用率略有提升。**2024Q3公司净利率同比+0.75pct至36.37%，毛利率同比+2.88pct至75.84%，毛利率提升预计系产品结构升级及营业成本优化所致。费用率方面，公司2024Q3销售/管理费用率同比分别+0.73pct/+0.32pct，我们预计系Q3中秋旺季加大营销费用投入。现金流方面，2024Q3公司销售收现/经营性现金流净额分别为18.65/6.91亿元，同比分别+0.83%/-8.60%，销售收现保持平稳，经营性现金流净额略有下滑，主要由于支付的各项税费同比+55.21%。截至2024Q3末，公司合同负债为4.03亿元，环比/同比分别-0.59/-1.04亿元，我们预计Q3公司适当调缓回款节奏以减轻渠道压力。

■ **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势能

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 6/9 等主销产品有望延续增长。考虑到宏观消费环境的压力，我们调整公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 75.52/84.49/93.97 亿元，归母净利润分别为 25.91/29.30/32.85 亿元，EPS 分别为 3.24/3.66/4.11 元，对应 PE 分别为 19/16/15 倍，维持“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) 网点渠道拓展不顺利； 6) 食品安全风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	6720	7552	8449	9397
增长率(%)	22	12	12	11
归母净利润（百万元）	2288	2591	2930	3285
增长率(%)	34	13	13	12
摊薄每股收益（元）	2.86	3.24	3.66	4.11
ROE(%)	27	27	26	25
P/E	23.18	18.58	16.43	14.66
P/B	6.36	4.97	4.29	3.72
P/S	7.89	6.37	5.70	5.12
EV/EBITDA	16.12	12.41	10.74	9.33

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:	60.18				投资评级:	买入				日期:	2024/10/31			
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%	27%	26%	25%	EPS	2.86	3.24	3.66	4.11										
毛利率	71%	72%	73%	73%	BVPS	10.42	12.12	14.04	16.17										
期间费率	12%	12%	12%	12%	估值														
销售净利率	34%	34%	35%	35%	P/E	23.18	18.58	16.43	14.66										
成长能力					P/B	6.36	4.97	4.29	3.72										
收入增长率	22%	12%	12%	11%	P/S	7.89	6.37	5.70	5.12										
利润增长率	34%	13%	13%	12%															
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	0.62	0.60	0.58	0.57	营业收入	6720	7552	8449	9397										
应收账款周转率	160.85	159.01	146.52	151.10	营业成本	1924	2083	2286	2509										
存货周转率	0.45	0.45	0.45	0.45	营业税金及附加	1035	1171	1310	1456										
偿债能力					销售费用	581	687	777	874										
资产负债率	28%	28%	27%	26%	管理费用	209	264	296	329										
流动比	2.87	2.90	3.07	3.23	财务费用	-8	-21	-31	-42										
速动比	1.23	1.37	1.54	1.69	其他费用/(-收入)	77	87	97	108										
					营业利润	3014	3423	3869	4334										
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	4936	6120	7412	利润总额	2999	3406	3850	4316										
应收款项	39	56	59	65	所得税费用	706	809	914	1023										
存货净额	4451	4808	5271	5789	净利润	2293	2598	2937	3293										
其他流动资产	714	851	954	1105	少数股东损益	5	7	7	8										
流动资产合计	9022	10652	12404	14372	归属于母公司净利润	2288	2591	2930	3285										
固定资产	1768	1747	1724	1692															
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	618	673	728	经营活动现金流	2198	2768	2899	3191										
长期股权投资	22	31	43	55	净利润	2288	2591	2930	3285										
资产总计	11689	13585	15518	17656	少数股东损益	5	7	7	8										
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	220	231	244	257										
应付款项	805	959	1040	1131	公允价值变动	-2	0	0	0										
合同负债	733	878	967	1073	营运资金变动	-204	12	-200	-265										
其他流动负债	1608	1833	2030	2245	投资活动现金流	-247	-502	-294	-224										
流动负债合计	3146	3669	4038	4449	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	-68	34	94										
其他长期负债	140	138	138	138	其他	75	-27	107	118										
长期负债合计	165	175	190	206	筹资活动现金流	-857	-1205	-1375	-1569										
负债合计	3311	3845	4228	4655	债务融资	25	13	15	16										
股本	800	800	800	800	权益融资	2	-28	0	0										
股东权益	8378	9741	11290	13001	其它	-884	-1189	-1390	-1585										
负债和股东权益总计	11689	13585	15518	17656	现金净增加额	1094	1060	1229	1398										

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、展示或以其他任何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。