

迎驾贡酒(603198)

报告日期: 2024年10月31日

收入利润增速放缓, 渠道相对良性

——迎驾贡酒 2024 年三季度业绩点评

投资要点

□ 24 前三季度/Q3 公司实现营收 55.13 亿元(+14%)/ 17.11 亿元(+2%); 归母净利润 20 亿元 (+20%) / 6.25 亿元 (+3%)。收入、利润均低于预期。

□ 今年徽酒竞争加剧, 但我们预计洞藏系列动销依然维持较高水平。公司目前费用投放较为克制, 且自身成长路径更为依赖自然动销而非渠道端压货, 因此业绩增长质量和潜力仍高。公司卡位主流价位带, 品牌势能仍强, 随着网点逐步开拓及渠道精耕细作加强, 有望逐步提振业绩。

□ 洞藏系列带动中高档增长, 费用投放较为克制。

- 1) 中高档产品增长相对稳健: 分产品看, 前三季度白酒营收 52.52 亿元 (+15%), 其中中高档白酒 42.46 亿元 (+19%), 普通白酒 10.05 亿元 (+2%); Q3 白酒营收 16.32 亿元 (+3%) 营收降速明显, 行业竞争加剧, 其中中高档白酒 12.96 亿元 (+7%) 以洞 6/9 为代表的洞藏系列动销表现依然较优, 带动产品结构升级; 普通白酒 3.36 亿元 (-9%)。
- 2) 省内大本营市场持续深耕: 分地区看, Q3 白酒省内营收 11.16 亿 (+7%) 省内以合六淮为中心向外辐射, 皖北增速较优, 皖南持续开拓。省外 5.16 亿元 (-4%) 有所下滑。截至 24Q3 共计 1422 个经销商, 其中省内 782 个 (环比+3), 省外 640 个 (环比-4)。我们认为公司渠道扩张相对稳健, 经销商忠诚度较高, 有利于支撑产品结构升级。
- 3) 费用投放维持较低水平。前三季度/Q3 销售收现 57.41 亿元 (+11%) / 18.65 亿元 (+1%) 现金流增速低于收入增速; Q3 合同负债 4.03 亿元, 同比-1.04 亿元/环比-0.59 亿元。应收票据及账款 0.67 亿元 (+57%)。24Q3 销售毛利率 75.84%(+3pct)。销售费率 8.98% (+1pct); 管理及研发费率 4.62% (+0.5pct)。24Q3 净利率 36.37% (+1pct)。

□ 盈利预测及估值: 考虑到目前徽酒竞争愈加激烈, 营收及销售回款增速低于预期, 故下调 2024-2026 年收入增速至 15.0%/13.8%/13.6%; 下调归母净利润至 27.1/31.3/36.4 亿元, 增速 18.6%/15.3%/16.3%, 对应 EPS 为 3.39/3.91/4.55 元 (前值为 3.6/4.5/5.4 元)。维持买入评级。

□ 催化剂: 动销超预期; 市场开拓超预期。

□ 风险提示: 消费恢复不及预期; 市场竞争加剧。

财务摘要

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	6720	7729	8796	9992
(+/-) (%)	22.07%	15.02%	13.81%	13.60%
归母净利润	2288	2714	3128	3638
(+/-) (%)	34.17%	18.61%	15.27%	16.31%
每股收益(元)	2.86	3.39	3.91	4.55
P/E	21.32	17.97	15.59	13.41

资料来源: 浙商证券研究所

投资评级: 买入(维持)

分析师: 杨骥
执业证书号: S1230522030003
yangji@stocke.com.cn

分析师: 张家楨
执业证书号: S1230523080001
zhangjiazhen@stocke.com.cn

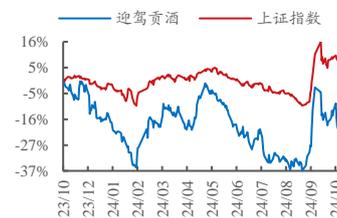
分析师: 满静雅
执业证书号: S1230524100004
manjingya@stocke.com.cn

分析师: 潘俊汝
执业证书号: S1230524010001
panjunru@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 60.97
总市值(百万元)	48,776.00
总股本(百万股)	800.00

股票走势图



相关报告

- 1 《Q2 利润超预期, 看好洞藏结构升级延续》 2024.08.18
- 2 《Q1 业绩超预期, 25 年百亿确定性强》 2024.05.05
- 3 《23Q3 利润超预期, 洞藏增长势能延续》 2023.11.13

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	9022	9983	11460	13223
现金	2239	3040	4211	5246
交易性金融资产	1579	1888	1733	1811
应收账款	39	68	72	81
其它应收款	11	13	15	17
预付账款	12	9	11	13
存货	4451	4346	4860	5433
其他	691	619	558	623
非流动资产	2667	2960	3203	3233
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	22	0	0	0
固定资产	1768	1826	1925	1980
无形资产	244	282	332	383
在建工程	409	647	758	686
其他	224	204	188	183
资产总计	11689	12942	14663	16455
流动负债	3146	3000	3210	3353
短期借款	0	0	0	0
应付款项	805	883	980	1061
预收账款	0	0	0	0
其他	2341	2117	2229	2292
非流动负债	165	161	160	162
长期借款	25	25	25	25
其他	140	136	135	137
负债合计	3311	3161	3370	3515
少数股东权益	41	91	155	244
归属母公司股东权益	8337	9690	11138	12696
负债和股东权益	11689	12942	14663	16455

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2198	2806	2980	3246
净利润	2293	2763	3192	3728
折旧摊销	220	136	149	161
财务费用	(8)	(37)	(52)	(69)
投资损失	(74)	(74)	(74)	(74)
营运资金变动	(126)	(109)	266	72
其它	(107)	126	(501)	(572)
投资活动现金流	(247)	(683)	(181)	(199)
资本支出	(256)	(412)	(337)	(124)
长期投资	(21)	22	(1)	0
其他	30	(293)	157	(75)
筹资活动现金流	(857)	(1323)	(1628)	(2011)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	25	0	0	0
其他	(882)	(1323)	(1628)	(2011)
现金净增加额	1094	800	1171	1036

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	6720	7729	8796	9992
营业成本	1924	1879	2101	2348
营业税金及附加	1035	1190	1354	1539
营业费用	581	719	844	909
管理费用	209	371	369	370
研发费用	77	89	101	115
财务费用	(8)	(37)	(52)	(69)
资产减值损失	(0)	(0)	(0)	(0)
公允价值变动损益	2	4	3	3
投资净收益	74	74	74	74
其他经营收益	35	33	35	34
营业利润	3014	3630	4191	4893
营业外收支	(15)	(16)	(16)	(16)
利润总额	2999	3615	4175	4876
所得税	706	851	983	1148
净利润	2293	2763	3192	3728
少数股东损益	5	50	64	89
归属母公司净利润	2288	2714	3128	3638
EBITDA	3187	3713	4271	4968
EPS (最新摊薄)	2.86	3.39	3.91	4.55

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	22.07%	15.02%	13.81%	13.60%
营业利润	32.17%	20.43%	15.45%	16.74%
归属母公司净利润	34.17%	18.61%	15.27%	16.31%
获利能力				
毛利率	71.37%	75.70%	76.12%	76.50%
净利率	34.12%	35.75%	36.29%	37.31%
ROE	29.82%	29.89%	29.69%	30.03%
ROIC	27.12%	28.14%	28.23%	28.88%
偿债能力				
资产负债率	28.33%	24.42%	22.98%	21.36%
净负债比率	0.77%	0.80%	0.75%	0.72%
流动比率	2.87	3.33	3.57	3.94
速动比率	1.45	1.88	2.06	2.32
营运能力				
总资产周转率	0.62	0.63	0.64	0.64
应收账款周转率	160.85	150.50	136.46	146.51
应付账款周转率	3.21	3.14	3.13	3.24
每股指标(元)				
每股收益	2.86	3.39	3.91	4.55
每股经营现金	2.75	3.51	3.72	4.06
每股净资产	10.42	12.11	13.92	15.87
估值比率				
P/E	21.32	17.97	15.59	13.41
P/B	5.85	5.03	4.38	3.84
EV/EBITDA	15.47	11.84	10.07	8.45

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>