

白酒

迎驾贡酒（603198.SH）

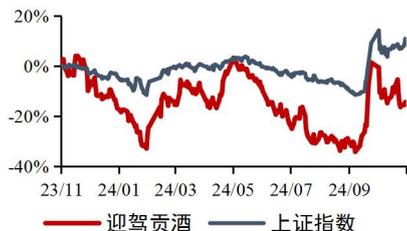
买入-A(维持)

需求疲软，Q3 业绩增速放缓

2024 年 11 月 7 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2024 年 11 月 6 日

收盘价(元):	61.59
年内最高/最低(元):	80.19/46.60
流通 A 股/总股本(亿):	8.00/8.00
流通 A 股市值(亿):	492.72
总市值(亿):	492.72

基础数据：2024 年 9 月 30 日

基本每股收益(元):	2.51
摊薄每股收益(元):	2.51
每股净资产(元):	11.61
净资产收益率(%):	21.65

资料来源：最闻

分析师：

和芳芳

执业登记编码：S0760519110004

邮箱：hefangfang@sxzq.com

事件描述

➢ 事件：公司披露三季报，公司前三季度实现营业收入 55.13 亿元，同比增长 13.81%；归母净利润 20.06 亿元，同比增长 20.19%；基本每股收益 2.51 元。

事件点评

➢ **Q3 收入和利润环比下降，中高档酒相对稳健。**公司前三季度实现营业收入 55.13 亿元，同比+13.81%；归母净利润 20.06 亿元，同比+20.19%。其中单 Q3 实现营业收入 17.28 亿元，同比+1.58%；归母净利润 6.28 亿元，同比+3.67%，业绩增速环比下降，主要在于双节期间白酒需求疲软。具体来看：1) 分产品来看，24Q3 中高档白酒/普通白酒销售收入分别为 12.96/3.36 亿元，同比+7.12%/-9.16%。2) 分市场来看，24Q3 省内/省外地区分别实现收入 11.16/5.16 亿元，分别同比+6.85%/-3.62%，省内市场基本盘稳固，贡献主要增量。3) 分渠道来看，24Q3 经销/直销（含团购）收入分别为 15.31/1.01 亿元，分别同比+2.78%/+11.87%。

➢ **毛利率提升，盈利能力不断提高。**公司 2024Q1-Q3/2024Q3 净利率分别为 36.48%/36.37%，同比+1.93/+0.75pct，盈利能力不断提高。具体看：1) 公司 2024Q1-Q3/2024Q3 毛利率为 74.28%/75.84%，同比+2.64/+2.88pct，主要在于洞藏系列为代表的中高端白酒产品收入增长所致；2) 费用率方面，24Q1-Q3 销售费用率/管理费用率为 8.3%/2.96%，同比-0.17/-0.17pct；24Q3 销售费用率/管理费用率为 8.98%/3.39%，同比+0.73/+0.32pct；3) 现金流方面，公司前三季度销售收现/经营现金流净额分别为 57.41/12.75 亿元，同比+5.63 亿/+2.26 亿，截止 24Q3 合同负债为 4.03 亿元，同比减少 1.03 亿元，预计公司适当减缓回款节奏，减轻渠道压力。

投资建议

我们认为目前公司在产品端和市场端仍有增长空间：公司聚焦洞藏系列，目前消费氛围形成，已从渠道推力驱动转为消费者自点率，洞藏系列有望持续放量；公司这两年扎根省内，拓展周边市场，长期成长空间可期。因此，考虑公司产品结构持续优化，盈利能力有望提高。预计 2024-2026 年公司归母净利润 27.14 亿、31.42 亿、36.54 亿，EPS 分别为 3.39 元、3.93 元、4.57 元，对应当前股价，PE 分别为 18.2 倍、15.7 倍、13.5 倍。维持“买入-A”评级。

风险提示

➢ **市场需求变化风险。**白酒作为中国特有的传统饮品和内需消费品，目前



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



在我国酒、饮料和精制茶制造业中居于主导地位，但随着消费者偏好的变化以及国家提倡适度饮酒、健康饮酒。啤酒、葡萄酒、保健酒和果酒等低度酒的市场需求可能相应增加，白酒的消费量将有可能下降；消费升级，低端消费群体在缩小，中档、中高档酒逐渐成为市场主流，品牌集中度、产品集中度越来越高，将加大公司进一步拓展市场的难度。

➤ **品牌风险。**公司“迎驾”白酒品牌虽然在安徽等区域市场居于优势地位，但与全国市场一线白酒品牌相比，品牌知名度、美誉度、影响力尚存一定差距。

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,505	6,720	7,762	8,918	10,265
YoY(%)	20.3	22.1	15.5	14.9	15.1
净利润(百万元)	1,705	2,288	2,714	3,142	3,654
YoY(%)	23.4	34.2	18.6	15.8	16.3
毛利率(%)	68.0	71.4	71.9	71.6	71.3
EPS(摊薄/元)	2.13	2.86	3.39	3.93	4.57
ROE(%)	24.5	27.4	27.1	25.4	24.1
P/E(倍)	28.9	21.5	18.2	15.7	13.5
P/B(倍)	7.1	5.9	4.9	4.0	3.3
净利率(%)	31.0	34.0	35.0	35.2	35.6

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	7771	9022	11750	13242	16328
现金	1137	2239	4256	4890	6992
应收票据及应收账款	45	39	58	53	74
预付账款	7	12	10	16	14
存货	4010	4451	5142	5998	6959
其他流动资产	2572	2281	2284	2284	2288
非流动资产	2290	2667	2933	3192	3461
长期投资	0	22	43	64	84
固定资产	1746	1768	2058	2329	2579
无形资产	174	244	258	278	303
其他非流动资产	370	633	574	522	495
资产总计	10060	11689	14683	16434	19789
流动负债	2964	3146	4464	3869	4426
短期借款	0	0	855	108	100
应付票据及应付账款	901	805	1129	1117	1495
其他流动负债	2064	2341	2480	2645	2831
非流动负债	130	165	160	155	151
长期借款	0	25	20	16	11
其他非流动负债	130	140	140	140	140
负债合计	3094	3311	4624	4025	4577
少数股东权益	37	41	49	57	65
股本	800	800	800	800	800
资本公积	1261	1261	1261	1261	1261
留存收益	4867	6275	7582	9148	10985
归属母公司股东权益	6929	8337	10010	12352	15146
负债和股东权益	10060	11689	14683	16434	19789

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1840	2198	2582	2574	3330
净利润	1708	2293	2721	3150	3663
折旧摊销	215	220	200	246	285
财务费用	-1	-8	-32	-63	-120
投资损失	-76	-74	-30	-29	-52
营运资金变动	-41	-204	-253	-705	-420
其他经营现金流	35	-29	-25	-25	-25
投资活动现金流	-767	-247	-412	-450	-476
筹资活动现金流	-724	-857	-1008	-742	-644
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.13	2.86	3.39	3.93	4.57
每股经营现金流(最新摊薄)	2.30	2.75	3.23	3.22	4.16
每股净资产(最新摊薄)	8.66	10.42	12.51	15.44	18.93

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5505	6720	7762	8918	10265
营业成本	1760	1924	2181	2533	2946
营业税金及附加	826	1035	1164	1338	1540
营业费用	505	581	605	678	770
管理费用	191	209	217	232	257
研发费用	61	77	93	107	123
财务费用	-1	-8	-32	-63	-120
资产减值损失	-0	1	1	1	1
公允价值变动收益	2	2	25	25	25
投资净收益	76	74	30	29	52
营业利润	2281	3014	3586	4147	4826
营业外收入	2	4	5	5	4
营业外支出	33	19	18	18	22
利润总额	2249	2999	3573	4134	4808
所得税	541	706	852	984	1145
税后利润	1708	2293	2721	3150	3663
少数股东损益	3	5	8	8	9
归属母公司净利润	1705	2288	2714	3142	3654
EBITDA	2430	3153	3703	4272	4921

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	20.3	22.1	15.5	14.9	15.1
营业利润(%)	25.9	32.2	19.0	15.6	16.4
归属于母公司净利润(%)	23.4	34.2	18.6	15.8	16.3
获利能力					
毛利率(%)	68.0	71.4	71.9	71.6	71.3
净利率(%)	31.0	34.0	35.0	35.2	35.6
ROE(%)	24.5	27.4	27.1	25.4	24.1
ROIC(%)	24.1	26.6	24.3	24.4	23.0
偿债能力					
资产负债率(%)	30.8	28.3	31.5	24.5	23.1
流动比率	2.6	2.9	2.6	3.4	3.7
速动比率	1.1	1.2	1.3	1.7	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	116.3	160.9	160.9	160.9	160.9
应付账款周转率	2.2	2.3	2.3	2.3	2.3
估值比率					
P/E	28.9	21.5	18.2	15.7	13.5
P/B	7.1	5.9	4.9	4.0	3.3
EV/EBITDA	18.9	14.5	12.0	10.1	8.3

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

