

## 理性务实，调整节奏

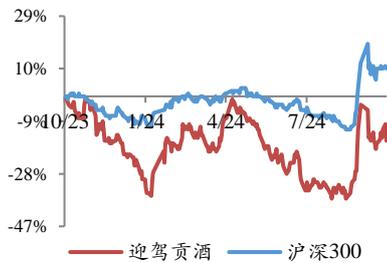
——迎驾贡酒 2024Q3 点评

### 投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-10-30

收盘价（元）	63.53
近 12 个月最高/最低（元）	80.19/46.60
总股本（百万股）	800
流通股本（百万股）	800
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	508
流通市值（亿元）	508

### 公司价格与沪深 300 走势比较



### 分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

联系人：郑少轩

执业证书号：S0010124040001

### 相关报告

1.迎驾贡酒 24Q2 点评：洞藏高增引领结构升级 2024-08-18

2.迎驾贡酒 23 年报&24Q1 点评：洞藏高增，百亿可期 2024-05-01

### 主要观点：

#### 公司发布 2024Q3 业绩：

- 24Q3：营收 17.11 亿元(+2.32%)，归母净利润 6.25 亿元(+2.86%)，扣非归母净利润 6.31 亿元(+8.52%)。
- 24Q1-3：营收 55.13 亿元(+13.81%)，归母净利润 20.06 亿元(+20.19%)，扣非归母净利润 19.97 亿元(+23.94%)。

#### 收入：洞藏势能仍存，健康发展可期

- 分价格带看，24Q3 公司中高档/普通酒营收分别同比+7.1%/-9.2%，中高档酒占比白酒业务营收同比提升 2.8pct 至 79.4%。我们预计中高档酒中洞藏系列贡献主要增量，在公司减轻渠道库存负担下，中高档酒增速环比回落，但动销表现预计优于报表端，长期健康发展可期。普通酒业务营收同比下降预计受百年迎驾系列产品老化拖累。
- 分区域看，24Q3 公司省内/省外白酒业务营收分别同比+6.8%/-3.6%，省内营收占比白酒业务营收同比提升 2.3pct 至 68.4%。省内市场洞藏系列仍有较强势能，洞 6 渠道利润高于主要竞品，洞 9 消费风潮逐渐起势。省外面临苏酒市场规模增长放缓且强势地产酒挤压，略有压力，同期省外经销商净减少 4 家。

#### 利润：产品结构扰动盈利能力

- 24Q3 公司毛利率同比提升 2.88pct 至 75.84%，主因中高档酒占比提升。同期，公司销售/管理费率分别同比提升 0.72/0.32pct，我们预计主因市场竞争加剧，公司提高费用投放力度所致，投放力度仍然可控。在毛利率提升带动下，24Q3 公司净利率同比提升 0.75pct 至 36.37%。

#### 投资建议：维持“买入”

#### 我们的观点：

公司洞藏系列仍保持较强势能，省内市占率仍有提升空间，在调整经营节奏保持渠道库存健康下，公司未来发展可期。

**盈利预测：**考虑到行业景气度恢复较慢，叠加公司经营节奏调整，我们调整公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年分别实现营业总收入 76.33/85.65/97.95 亿元（原值 81.94/98.85/117.68 亿元），分别同比 +13.6%/+12.2%/+14.4%；实现归母净利润 27.42/31.67/36.97 亿元（原值 28.93/35.95/43.58 亿元），分别同比 +19.8%/+15.5%/+16.7%；当前股价对应 PE 分别为 19/16/14 倍，维持“买入”评级。

#### 风险提示：

行业景气度恢复不及预期，市场竞争加剧，食品安全事件。

## ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	6720	7633	8565	9795
收入同比 (%)	22.1%	13.6%	12.2%	14.4%
归属母公司净利润	2288	2742	3167	3697
净利润同比 (%)	34.2%	19.8%	15.5%	16.7%
毛利率 (%)	71.4%	73.9%	74.9%	75.8%
ROE (%)	27.4%	27.3%	26.2%	25.6%
每股收益 (元)	2.86	3.43	3.96	4.62
P/E	23.18	18.54	16.05	13.75
P/B	6.36	5.06	4.20	3.52
EV/EBITDA	16.12	12.45	10.50	8.57

资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 数据截至 2024 年 10 月 29 日

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	9022	11710	13474	17061	<b>营业收入</b>	6720	7633	8565	9795
现金	2239	4043	5478	7773	营业成本	1924	1994	2147	2370
应收账款	39	134	76	146	营业税金及附加	1035	1145	1285	1469
其他应收款	11	20	16	27	销售费用	581	649	728	833
预付账款	12	13	14	16	管理费用	209	229	240	264
存货	4451	5078	5300	6288	财务费用	-8	-10	-13	-13
其他流动资产	2270	2421	2590	2811	资产减值损失	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	2667	2663	2728	2789	公允价值变动收益	2	1	2	2
长期投资	22	22	22	22	投资净收益	74	76	86	98
固定资产	1768	1843	1899	1955	<b>营业利润</b>	3014	3658	4223	4933
无形资产	244	242	241	240	营业外收入	4	2	2	1
其他非流动资产	633	556	567	573	营业外支出	19	15	16	20
<b>资产总计</b>	11689	14373	16201	19851	<b>利润总额</b>	2999	3645	4209	4914
<b>流动负债</b>	3146	4118	3886	5182	所得税	706	893	1031	1204
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	2293	2752	3178	3710
应付账款	555	1107	623	1221	少数股东损益	5	10	11	13
其他流动负债	2591	3012	3263	3962	<b>归属母公司净利润</b>	2288	2742	3167	3697
<b>非流动负债</b>	165	165	165	165	EBITDA	3152	3760	4321	5027
长期借款	25	25	25	25	EPS (元)	2.86	3.43	3.96	4.62
其他非流动负债	140	140	140	140					
<b>负债合计</b>	3311	4283	4050	5347					
少数股东权益	41	52	63	76					
股本	800	800	800	800					
资本公积	1261	1261	1261	1261					
留存收益	6275	7977	10026	12366					
归属母公司股东权益	8337	10038	12088	14428					
<b>负债和股东权益</b>	11689	14373	16201	19851					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流</b>	2198	2970	2745	3843	<b>成长能力</b>				
净利润	2293	2752	3178	3710	营业收入	22.1%	13.6%	12.2%	14.4%
折旧摊销	220	190	199	208	营业利润	32.2%	21.4%	15.4%	16.8%
财务费用	0	1	1	1	归属于母公司净利	34.2%	19.8%	15.5%	16.7%
投资损失	-74	-76	-86	-98	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-204	91	-559	6	毛利率 (%)	71.4%	73.9%	74.9%	75.8%
其他经营现金流	2460	2672	3748	3721	净利率 (%)	34.0%	35.9%	37.0%	37.7%
<b>投资活动现金流</b>	-247	-125	-192	-189	ROE (%)	27.4%	27.3%	26.2%	25.6%
资本支出	-570	-194	-273	-284	ROIC (%)	26.7%	26.6%	25.6%	25.0%
长期投资	249	-4	-5	-4	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	75	73	86	99	资产负债率 (%)	28.3%	29.8%	25.0%	26.9%
<b>筹资活动现金流</b>	-857	-1041	-1118	-1358	净负债比率 (%)	39.5%	42.4%	33.3%	36.9%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	2.87	2.84	3.47	3.29
长期借款	25	0	0	0	速动比率	1.23	1.42	1.86	1.86
普通股增加	0	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.62	0.59	0.56	0.54
其他筹资现金流	-882	-1041	-1118	-1358	应收账款周转率	160.85	88.24	81.63	88.24
<b>现金净增加额</b>	1094	1804	1435	2295	应付账款周转率	3.21	2.40	2.48	2.57
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	2.86	3.43	3.96	4.62
					每股经营现金流 (摊)	2.75	3.71	3.43	4.80
					每股净资产	10.42	12.55	15.11	18.03
					<b>估值比率</b>				
					P/E	23.18	18.54	16.05	13.75
					P/B	6.36	5.06	4.20	3.52
					EV/EBITDA	16.12	12.45	10.50	8.57

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

**联系人：**郑少轩，上海财经大学金融学博士，曾任职于广银理财。

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。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。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。