

迎驾贡酒 (603198)

2024 年报及 2025 一季报点评：中低档酒降速消化，洞藏势能保持积极

买入 (维持)

2025 年 04 月 29 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

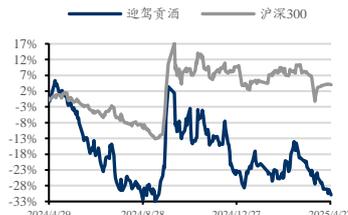
suny@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	6,771	7,344	7,378	7,862	8,685
同比 (%)	22.99	8.46	0.46	6.57	10.47
归母净利润 (百万元)	2,282	2,589	2,617	2,842	3,205
同比 (%)	33.85	13.45	1.06	8.60	12.77
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.85	3.24	3.27	3.55	4.01
P/E (现价&最新摊薄)	17.10	15.07	14.92	13.73	12.18

投资要点

- **事件：**公司发布财报，2024 全年实现收入 73.4 亿元，同增 8.5%；归母净利 25.9 亿元，同增 13.4%；对应 24Q4 收入、归母净利同比分别为-5.0%、-4.9%。25Q1 实现收入 20.5 亿元，同比-12.3%；归母净利 8.3 亿元，同比-9.5%。24FY、25Q1 报表增速低于市场预期，主因金银星、普酒销售显著降速。
- **24FY 洞藏保持快速增长，中低档酒疲态显现。**24FY 公司酒类收入同增 9.4%，Q3/Q4 单季同比+3.3%、-4.8%，下半年优先去库纾压，保证渠道利润及库存周转健康。**1) 分产品看：**24FY 中高档酒收入同增 13.8%，其中估算洞藏保持约 20%+增速，金银星同比低单下滑；普酒收入同降 6.5%。24Q4 中高档、普酒收入同比+1.7%、-28.5%，系金银星、普酒降幅加深拖累。**2) 分区域看：**24FY 省内、省外收入分别同增 12.8%、1.3%，省外产品结构偏低，伴随普酒产品老化，增速自 24H2 以来有所承压。
- **24FY 放缓收款主动纾压，毛销差保持积极升势。****1) 收现端：**24FY 公司收现比为 106.7%，同比-6.5pct，主系预收同比回落 1.6 亿元，票据打款则同比增长 2.0 亿元。年末公司放缓回款节奏，优先保证渠道利润稳定及库存周转健康。**2) 利润端：**24FY 销售净利率同比+1.5pct 至 35.3%，主因：①毛利率同比+2.9pct，主要受益结构优化，中高档酒、普酒毛利率同比+1.8、2.6pct。②销售、管理(含研发)费率分别同比+0.5、-0.1pct，主因广告宣传费及职工薪酬带动费用增长。
- **25Q1 中低档酒降幅加深，洞藏高基数下兑现稳健增势。**2025 年迎驾洞藏系列围绕网点开发、销售结构及宴席场次等制定专项考核，继续推进优商强商、包量店签约、酒店开拓等动作，目前核心市场动销保持良好增势，皖北终端开拓局面向好。**1) 收入端：**25Q1 公司酒类收入同比-12.3%，估算金银星、普酒同比下滑明显(普酒同比-32.1%)，洞藏保持中高单增速(24Q1 增幅偏高)。中低档酒收入降幅加深，1 是产品老化且大众需求不振，2 是公司主动调整出清部分低端品项。**2) 收现端：**25Q1 公司收现比为 107.9%，同比+8.2pct，主系 24Q4~25Q1 期间公司回款节奏先抑后扬，3 月开展春耕行动保证终端动销及回款份额稳中有进。**3) 利润端：**25Q1 销售净利率同比+1.3pct 至 40.6%，主因：①毛利率同比+1.5pct，产品结构保持提升。②财务利息收入增加对利润增速贡献约 2pct。③销售、管理(含研发)费用分别同增 0.8%、2.6%，费投保持严谨。
- **盈利预测与投资评级：**公司作为省内大众消费的主力品牌，消费认知积累深厚，洞藏系列拾级而上路径清晰，看好未来仍有广阔空间。短期考虑中低档酒收入拖累影响，我们调整 2025-26 年归母净利润预测至 26.2、28.4 亿元(前值为 32.7、40.0 亿元)，新增 2027 年归母净利润预测为 32.1 亿元，当前市值对应 2025-27 年 PE 为 14.9、13.7、12.2X，维持“买入”评级。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	48.79
一年最低/最高价	46.60/80.19
市净率(倍)	3.66
流通 A 股市值(百万元)	39,032.00
总市值(百万元)	39,032.00

基础数据

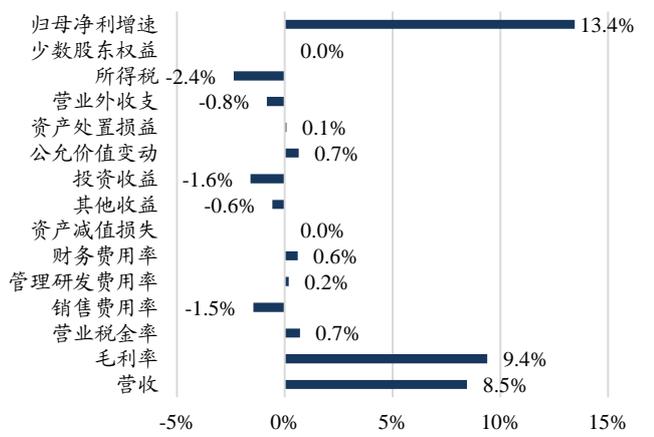
每股净资产(元,LF)	13.34
资产负债率(% LF)	22.66
总股本(百万股)	800.00
流通 A 股(百万股)	800.00

相关研究

- 《迎驾贡酒(603198)：2024 年三季报点评：适度降速，释放风险》
2024-10-30
- 《迎驾贡酒(603198)：生态洞藏拾级而上，连创佳绩百亿在望》
2024-10-08

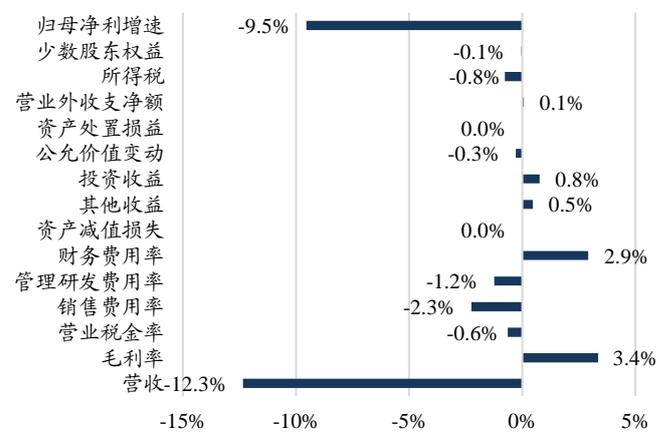
■ 风险提示：省内消费升级不及预期、省外竞争加剧、食品安全问题

图1：24FY 迎驾贡酒归母净利同比增速贡献拆分



数据来源：wind、东吴证券研究所

图2：25Q1 迎驾贡酒归母净利同比增速贡献拆分



数据来源：wind、东吴证券研究所

迎驾贡酒三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	9,862	11,935	14,117	16,669	营业总收入	7,344	7,378	7,862	8,685
货币资金及交易性金融资产	3,849	6,869	8,884	11,126	营业成本(含金融类)	1,914	1,818	1,843	1,945
经营性应收款项	261	127	135	148	税金及附加	1,107	1,136	1,203	1,329
存货	5,043	4,233	4,393	4,688	销售费用	666	707	768	865
合同资产	0	0	0	0	管理费用	233	246	267	291
其他流动资产	709	705	706	706	研发费用	81	89	103	118
非流动资产	3,527	3,611	3,643	3,644	财务费用	(23)	(30)	(30)	(42)
长期股权投资	17	17	17	17	加:其他收益	28	30	31	35
固定资产及使用权资产	2,596	2,508	2,391	2,242	投资净收益	41	60	59	65
在建工程	300	418	515	612	公允价值变动	17	0	0	0
无形资产	249	303	357	410	减值损失	(8)	1	1	1
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	34	34	34	34	营业利润	3,444	3,501	3,799	4,280
其他非流动资产	331	330	329	328	营业外净收支	(35)	(34)	(34)	(34)
资产总计	13,389	15,546	17,760	20,312	利润总额	3,409	3,467	3,765	4,246
流动负债	3,202	3,341	3,463	3,730	减:所得税	815	849	922	1,040
短期借款及一年内到期的非流动负债	1	1	1	1	净利润	2,594	2,617	2,842	3,206
经营性应付款项	1,534	872	884	932	减:少数股东损益	5	1	1	1
合同负债	578	745	756	797	归属母公司净利润	2,589	2,617	2,842	3,205
其他流动负债	1,090	1,724	1,823	2,000	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.24	3.27	3.55	4.01
非流动负债	315	315	315	315	EBIT	3,364	3,381	3,678	4,138
长期借款	131	131	131	131	EBITDA	3,599	3,630	3,958	4,450
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	73.94	75.36	76.56	77.61
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	35.26	35.47	36.15	36.90
其他非流动负债	184	184	184	184	收入增长率(%)	8.46	0.46	6.57	10.47
负债合计	3,518	3,657	3,779	4,045	归母净利润增长率(%)	13.45	1.06	8.60	12.77
归属母公司股东权益	9,844	11,861	13,953	16,238					
少数股东权益	28	28	29	29					
所有者权益合计	9,872	11,889	13,981	16,267					
负债和股东权益	13,389	15,546	17,760	20,312					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,907	3,926	3,052	3,444	每股净资产(元)	12.30	14.83	17.44	20.30
投资活动现金流	(1,897)	(606)	(738)	(881)	最新发行在外股份(百万股)	800	800	800	800
筹资活动现金流	(937)	(600)	(750)	(920)	ROIC(%)	27.56	23.18	21.25	20.48
现金净增加额	(928)	2,720	1,565	1,642	ROE-摊薄(%)	26.30	22.06	20.37	19.74
折旧和摊销	235	249	280	312	资产负债率(%)	26.27	23.52	21.28	19.92
资本开支	(898)	(364)	(344)	(344)	P/E(现价&最新股本摊薄)	15.07	14.92	13.73	12.18
营运资本变动	(886)	1,086	(45)	(43)	P/B(现价)	3.97	3.29	2.80	2.40

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>