

业绩稳中有增，提升股东回报

核心观点

- 公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，24 年实现营业收入 312 亿元，同比 +3.2%；实现归母净利润 135 亿元，同比 +1.7%。24Q4，公司实现营业收入 69 亿元（-16.9%），实现归母净利润 19 亿元（-29.9%）。25Q1，公司实现营业收入 94 亿元（+1.8%），实现归母净利润 46 亿元（+0.4%）。2024 年度公司拟派发现金红利 45.92 元（含税），年度累计现金分红总额 87.58 亿元（含税），占 24 年度归母净利润约 65%。公司发布三年分红规划，计划 2024-2026 年每年度现金分红总额占当年归母净利润比例不低于 65%、70%、75%，且均不低于人民币 85 亿元（含税），体现公司进一步提升股东回报重视度。以 25/4/25 市值计算，公司股息率已达 4.7%；保守假设 25、26 年利润与 24 年持平，25、26 年股息率分别为 5.1%、5.5%，具备高安全边际。
- 中高档酒价减量增，整体收入略增。**分产品看，24 年中高档酒收入 276 亿元（+2.8%），其中销量同比增加 14%，吨价同比下滑 10%，预计商务需求疲软导致高维度国窖增速均有一定放缓，预计特曲 60 保持较快增速，结构下移及扫码红包力度较大拖累吨价；其他酒类收入 35 亿元（+7.2%），受益大众消费韧性。截至 24Q4 末，公司共有 1,786 家经销商，较 24Q3 末减少 68 家，预计主要系公司优化低效经销商、加强渠道精细化管理。截至 25Q1 末，公司合同负债为 30.7 亿元，环比 24Q4 末 -23%，同比 +21%。
- 毛利率略下移，盈利能力略降。**24 年，公司毛利率为 87.5%（yoy -0.8pct），预计主要因产品结构略下移及维持较大扫码红包力度；销售/管理费用率为 11.3%/3.5%，分别同比 -1.8pct/-0.2pct；销售净利率为 43.3%（yoy -0.7pct）。24Q4，公司毛利率为 86.5%（yoy -1.9pct），销售/管理费用率分别同比 +0.4pct/-0.4pct，销售净利率为 49.3%（yoy -0.5pct）。

盈利预测与投资建议

根据年报及一季报，下调 25-26 年收入、毛利率、费用率。我们预测公司 2025-2027 年每股收益分别为 9.71、11.20、12.80 元（原预测 25-26 年为 11.70、13.76 元）。结合可比公司，我们认为目前公司的合理估值水平为 2025 年的 16 倍市盈率，对应目标价为 155.36 元，维持买入评级。

风险提示：消费升级不及预期、国窖销售不及预期、食品安全事件风险。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	30,233	31,196	33,367	37,202	41,967
同比增长(%)	20.3%	3.2%	7.0%	11.5%	12.8%
营业利润(百万元)	17,842	18,207	19,306	22,169	25,336
同比增长(%)	28.9%	2.0%	6.0%	14.8%	14.3%
归属母公司净利润(百万元)	13,246	13,473	14,286	16,492	18,845
同比增长(%)	27.8%	1.7%	6.0%	15.4%	14.3%
每股收益(元)	9.00	9.15	9.71	11.20	12.80
毛利率(%)	88.3%	87.5%	87.5%	88.0%	88.6%
净利率(%)	43.8%	43.2%	42.8%	44.3%	44.9%
净资产收益率(%)	35.0%	30.4%	26.6%	25.8%	26.0%
市盈率	13.9	13.7	12.9	11.2	9.8
市净率	4.5	3.9	3.1	2.7	2.4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2025年04月28日）	125.6 元
目标价格	155.36 元
52 周最高价/最低价	186.79/97.77 元
总股本/流通 A 股（万股）	147,195/146,936
A 股市值（百万元）	184,877
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2025 年 04 月 29 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-3.09	-5.06	8.7	-28.69
相对表现%	-3	-1.65	9.63	-34.2
沪深 300%	-0.09	-3.41	-0.93	5.51



证券分析师

叶书怀	yeshuhuai@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860517090002
姚晔	yaoye@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860524090006

相关报告

业绩增速放缓，静待行业恢复	2024-11-01
Q2 利润增速放缓，期待旺季表现	2024-09-04
中高档价增亮眼，低档量增强劲，盈利能 力提升	2024-04-29

投资建议

我们预测公司 2025-2027 年每股收益分别为 9.71、11.20、12.80 元（原预测 25-26 年为 11.70、13.76 元）。结合可比公司，我们认为目前公司的合理估值水平为 2025 年的 16 倍市盈率，对应目标价为 155.36 元，维持买入评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）			市盈率		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
贵州茅台	600519	1550.00	68.64	74.94	81.67	22.58	20.68	18.98
五粮液	000858	130.85	8.21	8.91	9.64	15.95	14.68	13.57
水井坊	600779	45.65	2.80	2.99	3.26	16.31	15.29	14.01
山西汾酒	600809	209.51	10.19	11.68	13.35	20.55	17.93	15.69
古井贡酒	000596	171.14	10.44	12.12	13.85	16.40	14.12	12.36
调整后平均						18.00	16.00	14.00

数据来源：Wind、东方证券研究所（注：最新价格为截止 2025 年 4 月 28 日的最新收盘价）

风险提示

- **消费升级不及预期风险。**若经济增长放缓、居民消费升级速度低于预期，将对高档产品销售和公司业绩产生负面影响。
- **国窖销售不及预期风险。**国窖1573 是公司未来业绩增长的核心产品，在高端白酒领域面临茅台和五粮液等产品的竞争，若市场竞争加剧导致国窖1573 销量不及预期将影响公司盈利表现。
- **食品安全事件风险。**若白酒行业发生食品安全事件，则可能对公司产品销售、营业收入以及利润均产生不利影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	25,952	33,578	42,295	49,702	58,514
应收票据、账款及款项融资	5,956	1,813	4,872	4,972	4,726
预付账款	202	124	178	173	209
存货	11,622	13,393	14,028	15,175	16,210
其他	1,626	1,948	2,007	2,112	2,201
流动资产合计	45,358	50,856	63,380	72,134	81,861
长期股权投资	2,708	2,801	2,941	3,088	3,243
固定资产	8,613	9,132	9,104	9,046	8,931
在建工程	1,718	807	790	779	715
无形资产	3,398	3,418	3,337	3,257	3,176
其他	1,498	1,320	1,460	1,399	1,375
非流动资产合计	17,936	17,478	17,633	17,570	17,440
资产总计	63,294	68,335	81,013	89,703	99,301
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2,357	1,844	2,378	2,328	2,617
其他	7,714	12,433	11,895	12,754	13,069
流动负债合计	10,071	14,277	14,273	15,082	15,686
长期借款	10,000	6,280	6,280	6,280	6,280
应付债券	1,499	0	0	0	0
其他	193	270	230	231	244
非流动负债合计	11,692	6,549	6,510	6,511	6,523
负债合计	21,763	20,827	20,782	21,593	22,209
少数股东权益	140	120	134	150	169
实收资本（或股本）	1,472	1,472	1,472	1,472	1,472
资本公积	4,569	5,020	5,366	5,366	5,366
留存收益	35,288	40,812	53,099	61,020	69,970
其他	63	84	159	102	115
股东权益合计	41,532	47,508	60,230	68,110	77,092
负债和股东权益总计	63,294	68,335	81,013	89,703	99,301

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	13,289	13,498	14,300	16,508	18,864
折旧摊销	593	612	579	603	627
财务费用	(371)	(489)	(156)	(318)	(480)
投资损失	(85)	10	(80)	(52)	(41)
营运资金变动	(3,850)	3,404	(3,727)	(448)	(218)
其它	1,073	2,147	(205)	(42)	7
经营活动现金流	10,648	19,182	10,711	16,252	18,760
资本支出	(1,494)	(146)	(453)	(453)	(366)
长期投资	(39)	(105)	(90)	(147)	(154)
其他	265	(1,131)	45	10	(11)
投资活动现金流	(1,268)	(1,383)	(498)	(591)	(532)
债权融资	5,333	(2,021)	0	0	0
股权融资	408	451	346	0	0
其他	(6,960)	(8,759)	(1,842)	(8,254)	(9,415)
筹资活动现金流	(1,218)	(10,329)	(1,497)	(8,254)	(9,415)
汇率变动影响	2	4	-0	-0	-0
现金净增加额	8,164	7,475	8,716	7,407	8,812

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	30,233	31,196	33,367	37,202	41,967
营业成本	3,537	3,888	4,169	4,457	4,789
销售费用	3,974	3,538	3,785	4,220	4,760
管理费用	1,139	1,101	1,177	1,313	1,481
研发费用	226	261	279	311	351
财务费用	(371)	(489)	(156)	(318)	(480)
资产、信用减值损失	(1)	(2)	0	0	0
公允价值变动收益	63	28	50	47	41
投资净收益	85	(10)	80	52	41
其他	(4,034)	(4,709)	(4,937)	(5,149)	(5,813)
营业利润	17,842	18,207	19,306	22,169	25,336
营业外收入	36	24	30	27	29
营业外支出	72	26	49	37	43
利润总额	17,806	18,205	19,288	22,159	25,321
所得税	4,517	4,708	4,987	5,651	6,457
净利润	13,289	13,498	14,300	16,508	18,864
少数股东损益	42	25	14	17	19
归属于母公司净利润	13,246	13,473	14,286	16,492	18,845
每股收益（元）	9.00	9.15	9.71	11.20	12.80

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	20.3%	3.2%	7.0%	11.5%	12.8%
营业利润	28.9%	2.0%	6.0%	14.8%	14.3%
归属于母公司净利润	27.8%	1.7%	6.0%	15.4%	14.3%
获利能力					
毛利率	88.3%	87.5%	87.5%	88.0%	88.6%
净利率	43.8%	43.2%	42.8%	44.3%	44.9%
ROE	35.0%	30.4%	26.6%	25.8%	26.0%
ROIC	27.8%	23.8%	22.4%	22.1%	22.5%
偿债能力					
资产负债率	34.4%	30.5%	25.7%	24.1%	22.4%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.50	3.56	4.44	4.78	5.22
速动比率	3.35	2.62	3.46	3.78	4.19
营运能力					
应收账款周转率	2,584.0	2,190.5	2,513.3	2,418.9	2,499.0
存货周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
总资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
每股指标（元）					
每股收益	9.00	9.15	9.71	11.20	12.80
每股经营现金流	7.23	13.03	7.28	11.04	12.74
每股净资产	28.12	32.19	40.83	46.17	52.26
估值比率					
市盈率	13.9	13.7	12.9	11.2	9.8
市净率	4.5	3.9	3.1	2.7	2.4
EV/EBITDA	9.1	9.0	8.4	7.3	6.5
EV/EBIT	9.4	9.3	8.6	7.5	6.6

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。