

年份原浆量价齐升，24 年圆满收官

核心观点

- 公司近期发布 24 年年报、25 年一季报。24 年实现营业收入 235.8 亿元，同比 +16.4%；实现归母净利润 55.2 亿元，同比+20.2%。单四季度来看，公司实现营业收入 45.1 亿元（+4.8%），实现归母净利润 7.7 亿元（-0.7%）。25 年一季度实现营业收入 91.5 亿元，同比+10.4%；实现归母净利润 23.3 亿元，同比+12.8%。业绩具备韧性，符合市场预期。
- 年份原浆量价齐升，华中大本营市场增速领先。**分产品看，年份原浆系列仍是核心驱动力，全年收入 180.86 亿元（yoy+17.31%），其中销量、吨价分别同比提升 12%、5%，预计古 5/8/16 销量维持较快增速，产品结构继续提升；古井贡酒系列收入 22.41 亿元（yoy+11.17%）；黄鹤楼及其他系列收入 25.38 亿元（yoy+15.08%），毛利率提升 4.25pct 至 71.9%，显示中高端产品占比持续提升。分区域看，华中大本营收入 201.51 亿元（yoy+17.80%），占比 85.5%，基本盘稳固；华北、华南区域分别实现收入 19.80 亿元（yoy+7.4%）、14.26 亿元（yoy+11.2%），省外市场保持稳健扩张。渠道方面，截至 24Q4 末，公司共有经销商 5089 家，较 24Q3 末净增 307 家，华中经销商增长较多，预计持续开发安徽及环安徽市场。合同负债方面，截至 25Q1 末公司合同负债为 36.7 亿元，环比 24Q4 末增长 4.5%，同比减少 20.4%。
- 24 年毛利率略增，费用率略控，盈利能力提升。**2024 年全年，公司毛利率为 79.90%（yoy+0.84pct），预计主要受益于产品结构升级；销售费用率和管理费用率分别为 26.2%（yoy-0.6pct）、6.1%（yoy-0.6pct）；全年销售净利率达 24.2%（yoy+0.9pct），盈利能力持续改善。25Q1，毛利率为 79.7%（yoy-0.7pct），销售/管理费用率分别同比-0.6pct/-0.4pct，销售净利率为 26.1%（yoy+0.5pct）。

盈利预测与投资建议

- 根据 24 年年报及 25 年一季报，对 25-26 年下调收入。我们预测公司 25-27 年每股收益为 12.94、15.16、17.43 元（原预测 25-26 年为 13.49、15.71 元）。我们采用可比公司估值法，给予 25 年 19 倍 PE，目标价为 245.86 元，维持买入评级。

风险提示：消费升级不及预期、黄鹤楼业绩不及预期、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)	20,254	23,578	27,358	31,145	35,029
同比增长(%)	21.2%	16.4%	16.0%	13.8%	12.5%
营业利润(百万元)	6,283	7,750	9,377	10,988	12,639
同比增长(%)	41.1%	23.4%	21.0%	17.2%	15.0%
归属母公司净利润(百万元)	4,589	5,517	6,842	8,013	9,212
同比增长(%)	46.0%	20.2%	24.0%	17.1%	15.0%
每股收益(元)	8.68	10.44	12.94	15.16	17.43
毛利率(%)	79.1%	79.9%	80.8%	81.3%	81.9%
净利率(%)	22.7%	23.4%	25.0%	25.7%	26.3%
净资产收益率(%)	22.9%	23.9%	24.6%	23.1%	21.6%
市盈率	19.7	16.4	13.2	11.3	9.8
市净率	4.2	3.7	2.9	2.4	1.9

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）	171.14 元
目标价格	245.86 元
52 周最高价/最低价	280/139.02 元
总股本/流通 A 股（万股）	52,860/52,860
A 股市值（百万元）	90,465
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%	0.66	-1.13	3.05	-33.62
相对表现%	0.75	2.28	3.98	-39.13
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

收入持续高增，结构保持升级	2024-09-02
24 年迎来开门红，业绩高增势不可挡	2024-04-29
双节动销旺盛，盈利快速增长	2023-10-27

投资建议

我们预测公司 25-27 年每股收益为 12.94、15.16、17.43 元（原预测 25-26 年为 13.49、15.71 元）。我们采用可比公司估值法，给予 25 年 19 倍 PE，目标价为 245.86 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	74.98	81.68	22.58	20.67	18.98
山西汾酒	600809	209.51	10.19	11.68	13.35	20.55	17.93	15.69
顺鑫农业	000860	15.91	0.31	0.52	0.66	51.06	30.33	24.11
今世缘	603369	48.05	2.90	3.24	3.63	16.59	14.82	13.22
金徽酒	603919	19.19	0.77	0.82	0.92	25.08	23.30	20.84
迎驾贡酒	603198	48.79	3.38	3.90	4.49	14.45	12.53	10.87
调整后平均						21	19	17

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

风险提示

- **消费升级不及预期风险。**公司产品结构升级持续进行中，若省内消费需求升级不及预期，或将对公司销量造成负面影响。
- **黄鹤楼业绩不及预期风险。**公司收购了黄鹤楼51%的股权，若由于湖北市场竞争加剧或其他因素导致黄鹤楼业绩不及预期，或将对企业业绩带来负面影响。
- **食品安全事件风险。**若白酒行业发生食品安全事件，可能对公司产品销售和经营业绩造成不利影响。

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	15,966	15,894	28,199	36,277	45,355
应收票据、账款及款项融资	1,026	3,037	164	187	210
预付账款	92	278	323	368	414
存货	7,520	9,264	5,266	5,810	6,350
其他	904	339	319	337	352
流动资产合计	25,508	28,812	34,272	42,978	52,681
长期股权投资	10	12	11	11	11
固定资产	4,596	7,897	8,069	8,035	7,888
在建工程	2,911	1,039	719	560	480
无形资产	1,123	1,129	1,084	1,039	994
其他	1,273	1,634	1,576	1,554	1,526
非流动资产合计	9,913	11,710	11,460	11,200	10,899
资产总计	35,421	40,522	45,732	54,178	63,580
短期借款	0	50	0	0	0
应付票据及应付账款	4,167	3,532	1,972	2,175	2,377
其他	8,241	10,727	10,981	11,655	12,180
流动负债合计	12,409	14,309	12,953	13,830	14,557
长期借款	107	42	102	102	102
应付债券	0	0	0	0	0
其他	491	478	485	490	484
非流动负债合计	598	520	587	592	586
负债合计	13,007	14,829	13,539	14,422	15,143
少数股东权益	889	1,037	1,212	1,418	1,654
股本	529	529	529	529	529
资本公积	6,225	6,229	6,229	6,229	6,229
留存收益	14,770	17,909	24,222	31,580	40,025
其他	2	(10)	0	0	0
股东权益合计	22,414	25,694	32,192	39,756	48,437
负债和股东权益总计	35,421	40,522	45,732	54,178	63,580

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	4,726	5,707	7,018	8,219	9,449
折旧摊销	322	515	627	670	704
财务费用	(162)	(349)	(434)	(640)	(812)
投资损失	6	34	20	27	24
营运资金变动	378	(2,155)	5,629	248	103
其它	(774)	975	9	(19)	(32)
经营活动现金流	4,496	4,728	12,869	8,505	9,436
资本支出	(2,581)	(2,189)	(400)	(400)	(400)
长期投资	(33)	1	1	(0)	0
其他	1,337	454	10	(12)	(1)
投资活动现金流	(1,278)	(1,733)	(390)	(413)	(401)
债权融资	101	(56)	(30)	0	0
股权融资	0	4	0	0	0
其他	(1,748)	(2,426)	(144)	(15)	44
筹资活动现金流	(1,647)	(2,478)	(174)	(15)	44
汇率变动影响	0	0	- 0	- 0	- 0
现金净增加额	1,571	517	12,305	8,077	9,079

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	20,254	23,578	27,358	31,145	35,029
营业成本	4,240	4,738	5,266	5,810	6,350
销售费用	5,437	6,182	7,173	8,166	9,184
管理费用	1,367	1,442	1,674	1,905	2,143
研发费用	71	78	91	103	116
财务费用	(162)	(349)	(434)	(640)	(812)
资产、信用减值损失	30	25	22	26	24
公允价值变动收益	20	0	30	15	23
投资净收益	(6)	(34)	(20)	(27)	(24)
其他	(3,002)	(3,677)	(4,200)	(4,776)	(5,383)
营业利润	6,283	7,750	9,377	10,988	12,639
营业外收入	85	61	73	67	70
营业外支出	36	15	30	23	26
利润总额	6,332	7,796	9,420	11,032	12,683
所得税	1,606	2,089	2,402	2,813	3,234
净利润	4,726	5,707	7,018	8,219	9,449
少数股东损益	137	189	175	205	236
归属于母公司净利润	4,589	5,517	6,842	8,013	9,212
每股收益（元）	8.68	10.44	12.94	15.16	17.43

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	21.2%	16.4%	16.0%	13.8%	12.5%
营业利润	41.1%	23.4%	21.0%	17.2%	15.0%
归属于母公司净利润	46.0%	20.2%	24.0%	17.1%	15.0%
获利能力					
毛利率	79.1%	79.9%	80.8%	81.3%	81.9%
净利率	22.7%	23.4%	25.0%	25.7%	26.3%
ROE	22.9%	23.9%	24.6%	23.1%	21.6%
ROIC	21.7%	22.4%	22.9%	21.4%	19.9%
偿债能力					
资产负债率	36.7%	36.6%	29.6%	26.6%	23.8%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.06	2.01	2.65	3.11	3.62
速动比率	1.45	1.37	2.24	2.69	3.18
营运能力					
应收账款周转率	308.5	340.7	233.9	177.5	176.4
存货周转率	0.6	0.6	0.7	1.0	1.0
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
每股指标（元）					
每股收益	8.68	10.44	12.94	15.16	17.43
每股经营现金流	8.51	8.94	24.35	16.09	17.85
每股净资产	40.72	46.65	58.61	72.53	88.50
估值比率					
市盈率	19.7	16.4	13.2	11.3	9.8
市净率	4.2	3.7	2.9	2.4	1.9
EV/EBITDA	11.5	9.4	7.7	6.7	5.9
EV/EBIT	12.1	10.0	8.3	7.2	6.3

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。