



省外普酒承压 Q1 净利率创新高

2025 年 04 月 30 日

► **事件：**公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，24 年全年公司实现营收/归母净利润 73.44/25.89 亿元，同比+8.46%/+13.45%；经计算，24Q4 实现营收/归母净利润 18.30/5.83 亿元，同比-5.00%/-7.88%；25Q1 实现营收/归母净利润 20.47/8.29 亿元，同比-12.35%/-9.25%。

► **省外中低档普酒缩量承压，洞藏向上势能延续。分产品看：**酒类主营 70.02 亿元，同比+9.39%，量增+0.14%，价增+9.24%。毛利率 76.81%，同比+2.73pcts。其中：①**中高档白酒(洞藏及金银星)**24 年实现营收 57.13 亿元，同比+13.76%，量增+9.31%，价增+4.07%，毛利率提升+1.83pcts 至 81.07%，在酒类主营业务中占比+3.14pcts 至 81.58%。25Q1 中高档白酒营收 17.20 亿元，同比-8.57%。②**普通酒(百年及糟坊)**24 年实现营收 12.90 亿元，同比-6.53%，量增-9.55%，价增+3.34%，毛利率提升+2.60pcts 至 57.93%，在酒类主营业务中占比-3.14pcts 至 18.42%。25Q1 普酒营收 2.42 亿元，同比-32.09%。**分区域看：**24 年省内/省外分别实现营收 50.93/19.09 亿元，同比+12.75%/+1.31%，省内占比提升 2.17pcts 至 72.74%；25Q1 省内/省外分别实现营收 16.33/3.29 亿元，同比-7.71%/-29.74%。省外扩张受阻，向省内收缩。**分渠道看：**批发代理/直销(含团购)24 年分别实现营收 65.57/4.45/亿元，同比+8.01%/+34.62%，25Q1 分别实现营收 17.90/1.72 亿元，同比-13.17%/-2.33%；**经销商数量上：**截至 25Q1 期末经销商共计 1379 家，省内/省外分别 758/621 家，24 年全年/24Q4/25Q1 分别净增加-8/-45/+2 家，对应省内分别净增加+19/-31/+7 家，省外分别净增加-27/-14/-5 家。省外经销商持续优化。

► **结构上行拉升盈利水平，25Q1 净利率创新高。毛利率方面：**24A/24Q4/25Q1 分别为 73.94%/72.91%/76.49%，同比+2.57/+2.20/+1.40pcts。**费用率方面：**公司 24 全年税金及附加/销售/管理费用率分别为 15.08%/9.06%/3.17%，同比-0.32/+0.41/+0.60pcts，销售费用同比+14.18%主因主要系广告宣传费、薪酬费增加所致。25Q1 税金及附加/销售/管理费用率分别为 14.43%/7.72%/3.14%，同比+0.23/+0.99/+0.79pcts。**归母净利率：**24A/24Q4/25Q1 分别为 35.26%/31.86%/40.47%，同比+1.21/-1.77/+1.20pcts，一季度净利率水平创新高。

► **投资建议：**洞藏梯次升级趋势延续，品牌认可度持续提升，短期省外市场中低档普酒缩量承压，伴随省内竞争加剧，未来关注酒厂政策力度边际调整，以释放渠道回款积极性。预计公司 25-27 年归母净利润 26/28/30 亿元，同比 1.7%/5.9%/8.8%，当前股价对应 PE 分别为 13/13/12 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**省内核心市场竞争加剧影响市场份额；洞藏培育低于预期导致结构升级不畅；税收等产业政策调整的不确定性风险；食品安全风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,344	7,366	7,705	8,282
增长率(%)	8.5	0.3	4.6	7.5
归属母公司股东净利润(百万元)	2,589	2,635	2,790	3,035
增长率(%)	13.4	1.7	5.9	8.8
每股收益(元)	3.24	3.29	3.49	3.79
PE	14	13	13	12
PB	3.6	3.2	2.8	2.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 29 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

44.41 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 孙冉

执业证书：S0100522110004

邮箱：sunran@mszq.com

相关研究

- 迎驾贡酒 (603198.SH) 2024 年三季报点评：升级趋势不变 Q3 降速释压-2024/10/30
- 迎驾贡酒 (603198.SH) 2024 年中报点评：结构升级延续 费效提升显著-2024/08/18
- 迎驾贡酒 (603198.SZ) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：Q1 盈利水平创新高 产品结构持续优化-2024/04/26
- 迎驾贡酒 (603198.SH) 2023 年三季报点评：洞藏拉动结构优化，品牌势能持续上行-2023/10/28
- 迎驾贡酒 (603198.SH) 2023 年半年报点评：洞藏梯次升级，品牌势能风起-2023/08/20

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7,344	7,366	7,705	8,282
营业成本	1,914	1,831	1,907	2,042
营业税金及附加	1,107	1,111	1,162	1,234
销售费用	666	733	746	793
管理费用	233	247	262	277
研发费用	81	84	89	94
EBIT	3,364	3,397	3,574	3,873
财务费用	-23	-10	-36	-55
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	41	99	102	109
营业利润	3,444	3,506	3,711	4,036
营业外收支	-35	-30	-31	-31
利润总额	3,409	3,476	3,681	4,005
所得税	815	834	883	961
净利润	2,594	2,642	2,797	3,044
归属于母公司净利润	2,589	2,635	2,790	3,035
EBITDA	3,599	3,637	3,824	4,130

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,316	3,485	5,021	6,531
应收账款及票据	195	127	133	143
预付款项	16	12	13	14
存货	5,043	4,498	4,685	5,018
其他流动资产	3,293	3,295	3,299	3,280
流动资产合计	9,862	11,418	13,152	14,986
长期股权投资	17	17	17	17
固定资产	2,595	2,695	2,762	2,806
无形资产	249	249	249	249
非流动资产合计	3,527	3,486	3,482	3,478
资产合计	13,389	14,904	16,634	18,464
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,534	1,145	1,193	1,278
其他流动负债	1,669	2,131	2,237	2,231
流动负债合计	3,202	3,277	3,430	3,509
长期借款	131	131	131	131
其他长期负债	184	182	182	182
非流动负债合计	315	313	313	313
负债合计	3,518	3,590	3,744	3,823
股本	800	800	800	800
少数股东权益	28	35	43	51
股东权益合计	9,872	11,314	12,890	14,641
负债和股东权益合计	13,389	14,904	16,634	18,464

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	8.46	0.30	4.60	7.50
EBIT 增长率	14.73	0.99	5.22	8.35
净利润增长率	13.45	1.75	5.89	8.81
盈利能力 (%)				
毛利率	73.94	75.15	75.25	75.34
净利率	35.26	35.77	36.21	36.65
总资产收益率 ROA	19.34	17.68	16.77	16.44
净资产收益率 ROE	26.30	23.36	21.71	20.81
偿债能力				
流动比率	3.08	3.48	3.83	4.27
速动比率	1.27	1.88	2.25	2.62
现金比率	0.41	1.06	1.46	1.86
资产负债率 (%)	26.27	24.09	22.51	20.70
经营效率				
应收账款周转天数	6.09	7.87	6.08	6.00
存货周转天数	894.91	938.08	866.78	855.16
总资产周转率	0.58	0.52	0.49	0.47
每股指标 (元)				
每股收益	3.24	3.29	3.49	3.79
每股净资产	12.30	14.10	16.06	18.24
每股经营现金流	2.38	4.42	3.67	3.73
每股股利	1.50	1.53	1.62	1.76
估值分析				
PE	14	13	13	12
PB	3.6	3.2	2.8	2.4
EV/EBITDA	9.28	9.18	8.73	8.08
股息收益率 (%)	3.38	3.44	3.64	3.96

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	2,594	2,642	2,797	3,044
折旧和摊销	235	240	249	258
营运资金变动	-886	688	-45	-246
经营活动现金流	1,907	3,538	2,938	2,984
资本开支	-898	-269	-277	-284
投资	-1,069	0	0	0
投资活动现金流	-1,897	-165	-175	-175
股权募资	0	0	0	0
债务募资	106	0	0	0
筹资活动现金流	-937	-1,203	-1,227	-1,299
现金净流量	-928	2,170	1,536	1,510

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 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。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048