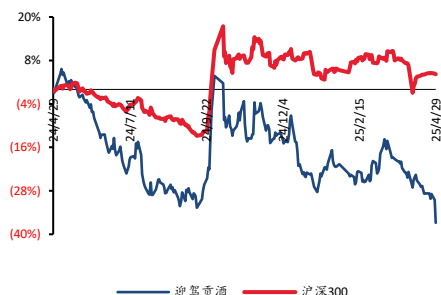


迎驾贡酒：中低端产品拖累业绩表现，期待后续修复

走势比较



股票数据

总股本/流通(亿股) 8/8
总市值/流通(亿元) 355.28/355.28
12 个月内最高/最低价 80.19/43.91 (元)

相关研究报告

<<迎驾贡酒：Q3 需求平淡业绩低预期，主动降速保持良性发展>>—2024-10-30

<<迎驾贡酒：产品周期向上势能正强，利润端弹性持续兑现>>—2024-08-19

<<洞藏放量产品结构优化明显，2024Q1 顺利实现开门红>>—2024-04-28

证券分析师：郭梦婕

电话：

E-MAIL: guomj@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523080002

证券分析师：林叙希

电话：

E-MAIL: linxx@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190525030001

事件：公司发布 2024 年报和 2025 一季报，2024 年公司实现营业收入 73.44 亿元，同比增长 8.46%；实现归母净利润 25.89 亿元，同比增长 13.45%。2025Q1 公司实现营业收入 20.47 亿元，同比-12.35%；归母净利润 8.29 亿元，同比-9.54%。

中低端产品调整明显，省外持续承压。分产品，2024 年中高档白酒/普通白酒分别实现营收 57.13/12.90 亿元，分别同比+13.76%/-6.53%，其中中高档白酒量/吨价分别同比+9%/+4%，预估洞藏系列保持双位数增长，普通白酒销量/吨价分别同比-10%/+3%，百年迎驾贡、简装酒系列等普通白酒承压。2025Q1 中高档白酒/普通酒分别实现收入 17.20/2.42 亿元，分别同比-8.57%/-32.09%，洞藏系列具备韧性保持正增，金银星下滑，普通酒调整明显。分区域，2024 年省内/省外分别实现营收 50.03/19.09 亿元，同比+12.75%/+1.31%，省内增长稳定，省外相对承压，2025Q1 省内/省外分别实现营收 16.33/3.29 亿元，同比-7.71%/-29.74%，省外下滑明显主因省外产品结构偏低。2024 年末公司省内/省外经销商数量分别为 751/626 家，同比净增加 19/-27 家，2025Q1 省内/省外经销商数量分别为 758/621 家，环比净增加 7/-5 家，省外经销商持续优化。

产品结构上移带动毛利率提升，盈利能力稳健增长。2024/2025Q1 公司毛利率为 73.9%/76.5%，同比+2.6/+1.4pct，主因洞藏系列表现相对较优带动产品结构上移。2024 年销售/管理/研发费用率分别为 9.1%/3.2%/1.1%/-0.3%，同比+0.4/+0.06/-0.04/-0.2pct，2025Q1 销售/管理/研发费用率分别为 7.7%/3.1%/0.6%/-1.6%，同比+1.0/+0.8/-0.2/-1.3pct，整体费用率相对稳定。2024/2025Q1 公司净利率为 35.33%/40.63%，同比+1.2/+1.2pct。2025Q1 末合同负债达 4.6 亿元，同比-0.6 亿元，环比-1.2 亿元。

投资建议：预计 2025-2027 年收入增速分别为 3%/8%/10%，归母净利润增速分别为 4%/11%/11%，EPS 分别为 3.37/3.74/4.15 元，对应当前股价 PE 分别为 15x/13x/12x，按照 2025 年 16X 给予目标价 53.92 元，给予“增持”评级。

风险提示：食品安全风险、渠道开拓不及预期、行业竞争加剧风险。

盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,344	7,576	8,202	8,988
营业收入增长率(%)	8.46%	3.16%	8.26%	9.58%
归母净利(百万元)	2,589	2,693	2,991	3,324
净利润增长率(%)	13.45%	3.99%	11.07%	11.14%
摊薄每股收益(元)	3.24	3.37	3.74	4.15
市盈率(PE)	16.65	14.50	13.05	11.74

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,242	1,316	5,880	8,505	11,449
应收和预付款项	66	210	0	0	0
存货	4,472	5,043	0	0	0
其他流动资产	2,386	3,293	3,229	3,229	3,229
流动资产合计	9,166	9,862	9,109	11,734	14,677
长期股权投资	22	17	21	28	31
投资性房地产	10	9	10	10	10
固定资产	1,805	2,595	2,814	3,089	3,458
在建工程	409	300	321	369	356
无形资产开发支出	252	249	293	333	363
长期待摊费用	16	34	34	34	34
其他非流动资产	9,368	10,185	9,432	12,058	15,001
资产总计	11,881	13,389	12,925	15,921	19,252
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	822	1,534	0	0	0
长期借款	25	131	131	131	131
其他负债	2,489	1,853	224	224	224
负债合计	3,336	3,518	355	355	355
股本	800	800	800	800	800
资本公积	1,441	1,233	1,233	1,233	1,233
留存收益	6,262	7,811	10,503	13,494	16,818
归母公司股东权益	8,503	9,844	12,536	15,527	18,851
少数股东权益	41	28	33	39	46
股东权益合计	8,544	9,872	12,570	15,566	18,897
负债和股东权益	11,881	13,389	12,925	15,921	19,252

现金流量表 (百万)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	2,189	1,907	5,054	3,218	3,574
投资性现金流	-118	-1,897	-490	-593	-631
融资性现金流	-977	-937	0	0	0
现金增加额	1,094	-928	4,564	2,626	2,943

利润表 (百万)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,771	7,344	7,576	8,202	8,988
营业成本	1,962	1,914	1,925	2,021	2,160
营业税金及附加	1,036	1,107	1,144	1,230	1,352
销售费用	583	666	720	755	809
管理费用	216	233	236	246	275
财务费用	-8	-23	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	0
投资收益	71	41	65	65	70
公允价值变动	2	17	0	0	0
营业利润	3,011	3,444	3,569	3,960	4,402
其他非经营损益	-22	-35	-30	-29	-31
利润总额	2,989	3,409	3,540	3,931	4,370
所得税	702	815	842	934	1,040
净利润	2,287	2,594	2,698	2,997	3,330
少数股东损益	5	5	5	6	7
归母股东净利润	2,282	2,589	2,693	2,991	3,324

预测指标					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	71.02%	73.94%	74.59%	75.36%	75.97%
销售净利率	33.71%	35.26%	35.54%	36.46%	36.98%
销售收入增长率	22.99%	8.46%	3.16%	8.26%	9.58%
EBIT 增长率	33.23%	14.73%	4.20%	11.16%	11.21%
净利润增长率	33.85%	13.45%	3.99%	11.07%	11.14%
ROE	26.84%	26.30%	21.48%	19.26%	17.63%
ROA	19.21%	19.34%	20.83%	18.78%	17.26%
ROIC	26.18%	25.59%	21.03%	18.92%	17.35%
EPS (X)	2.85	3.24	3.37	3.74	4.15
PE (X)	23.26	16.65	14.50	13.05	11.74
PB (X)	6.24	4.38	3.11	2.51	2.07
PS (X)	7.83	5.88	5.15	4.76	4.34
EV/EBITDA (X)	16.11	11.66	8.90	7.38	6.01

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。