

迎驾贡酒（603198.SH）

优于大市

2024Q4+2025Q1 中低档酒降速调整，省内洞藏系列势能延续

核心观点

2024 年收入稳健增长、净利率提升，2024Q4+2025Q1 调整降速。2024 年公司实现收入 73.44 亿元/同比+8.5%，归母净利润 25.89 亿元/同比+13.4%；2024Q4 收入 18.30 亿元/同比-5.0%，归母净利润 5.83 亿元/同比-4.9%；2025Q1 收入 20.47 亿元/同比-12.3%，归母净利润 8.29 亿元/同比-9.5%。2024Q4+2025Q1 看，收入同比-9.0%，净利润同比-7.7%。

2024 年前高后低，洞藏系列增势延续。分产品看，2024 年中高档/普通白酒收入 57.13/12.90 亿元，同比+13.8%/-6.6%；其中中高档酒销量同比+9.3%，吨价同比+4.1%；预计洞藏系列增势延续，全年仍增长双位数以上，洞 9、洞 6 增速更快；结构升级推动酒类业务毛利率同比+2.73pcts。分区域看，2024 年省内/省外市场收入 50.93/19.09 亿元，同比+12.8%/+1.3%，需求普降背景下省内渠道和消费者基础更加扎实，承担主要增量。分渠道看，2024 年批发/直销渠道收入同比+8.0%/+34.6%。需要注意的是，2024 年增长聚焦洞藏系列和省内市场，其他酒和省外市场已有减弱趋势，2024Q4 普通酒收入同比-28.6%，全年省外经销商净减 27 个。2024 年税费率控制在平稳区间，净利率同比+1.55pcts 至 35.3%。

2025Q1 省内收入下滑主因洞藏以外产品拖累，净利率仍录得提升。分产品看，2025Q1 中高档/普通白酒收入分别同比-8.5%/-32.1%，我们预计 2025Q1 洞藏系列春节期间保持较高自点率，预计实现增长，金银星、百年迎驾贡（省外为主）及其他产品下滑幅度更大。分区域看，2025Q1 省内/省外收入同比-7.7%/-29.7%，省外市场加速调整。由于洞藏系列收占比进一步提升，2025Q1 毛利率同比+1.4pcts；税金/销售/管理/财务费用率同比+0.29/+1.01/+0.74/-1.29pcts（2024Q1 追溯调整后口径），收入下滑致费用率略有提升。第一季度整体净利润率提升 1.25pcts 至 40.5%。

2025Q1 未合同负债环比下降，主动为渠道纾压。2025Q1 销售收现 22.10 亿元/同比-5.3%，经营性现金流量净额 4.96 亿元/同比-23.5%，截至 25Q1 末合同负债环比-1.21 亿元，需求压力下公司主动经销商纾压，保证渠道库存处于良性健康水平。我们认为公司渠道结构以小商和烟酒店为主，报表端反应真实需求情况，动销层面洞藏产品势能延续、渠道推力较强，洞 6&9 仍能抢夺存量市场份额，预计伴随需求景气度改善、后续增长弹性更大。另外公司重视产品均衡发展，预计也会在资源上以强带弱兼顾其他产品的增长。

投资建议：2025 年白酒整体消费需求退频降次，公司以保证市场良性发展为第一要义，推动产品结构升级、渠道精益化管理，主动适应外部环境的变化，保证长期发展势能，下调此前收入及净利润预测并引入 2027 年预测，预计 2025-2027 年公司收入 74.00/78.60/84.49 亿元，同比+0.8%/+6.2%/+7.5%（前值 25/26 年收入+13.0%/+15.2%）；归母净利润 26.24/28.30/31.06 亿元，同比+1.3%/+7.8%/+9.8%（前值 25/26 年净利润+16.3%/+19.1%），当前股价对应 25/26 年 14.9/13.8 倍 P/E。2024 年公司现金分红率 46.4%，该水平对应 2025 年 3.1%股息率，维持“优于大市”评级。

风险提示：白酒需求复苏不及预期；食品安全问题；低档酒表现不及预期等。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,720	7,344	7,400	7,860	8,449
(+/-%)	22.1%	9.3%	0.8%	6.2%	7.5%
净利润(百万元)	2288	2589	2624	2840	3218
(+/-%)	34.2%	13.2%	1.3%	8.3%	13.3%
每股收益(元)	2.86	3.24	3.28	3.55	4.02
EBIT Margin	43.1%	45.5%	46.1%	46.9%	48.6%
净资产收益率(ROE)	27.4%	26.3%	23.5%	22.6%	22.9%
市盈率(PE)	17.1	15.1	14.9	13.7	12.1
EV/EBITDA	13.7	11.9	12.1	11.2	10.1
市净率(PB)	4.68	3.97	3.50	3.10	2.78

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·白酒 II

证券分析师：张向伟

联系人：张未艾

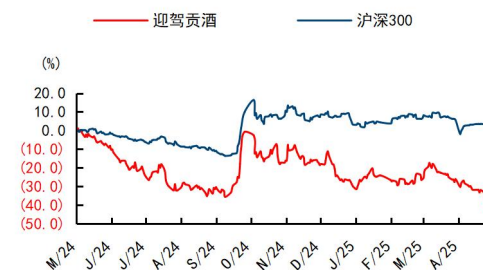
021-61761031

zhangxiangwei@guosen.com.cn zhangweiai@guosen.com.cn
S0980523090001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	44.41 元
总市值/流通市值	35528/35528 百万元
52 周最高价/最低价	80.19/43.91 元
近 3 个月日均成交额	383.58 百万元

市场走势

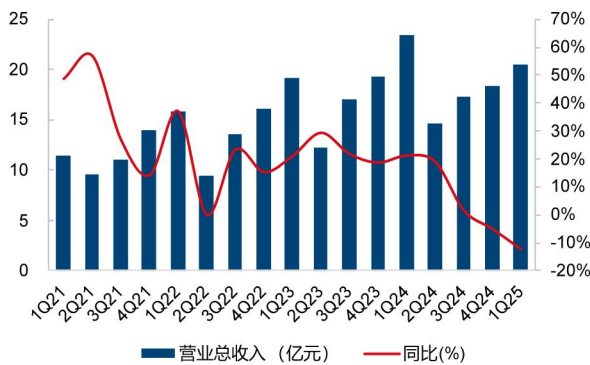


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《迎驾贡酒（603198.SH）-第三季度主动降速释放渠道压力，蓄力新财年》——2024-10-30
- 《迎驾贡酒（603198.SH）-第二季度净利润同比增长 28%，洞 9 延续较快增长》——2024-08-18
- 《迎驾贡酒（603198.SH）-经营节奏稳健，洞 9 或接棒增长》——2024-06-02
- 《迎驾贡酒（603198.SH）-一季度收入增长 21%，洞藏系列延续增长》——2024-04-29
- 《迎驾贡酒（603198.SH）-单三季度业绩增长 39%，洞藏成长周期持续向上》——2023-10-29

图1：2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速



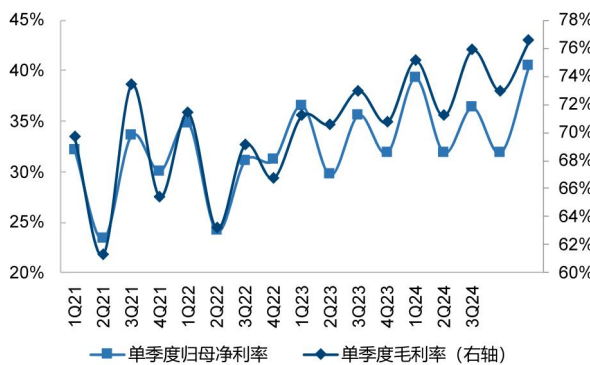
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：2021Q1 至今公司单季度扣非归母净利润及同比增速



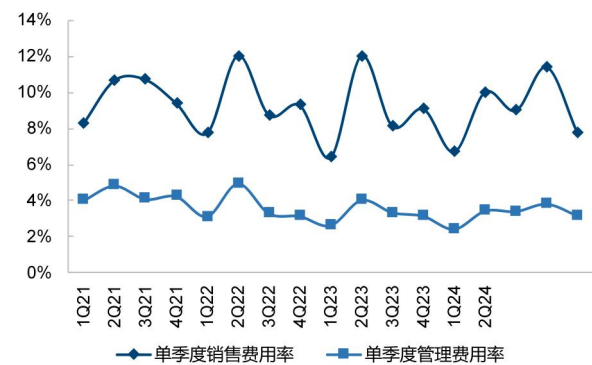
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：2021Q1 至今公司单季度毛利率及净利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：2021Q1 至今公司单季度销售费用率及管理费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：迎驾贡酒盈利预测调整表

项目	调整前			调整后		调整幅度	
	2024A	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	7,344	8,520	9,819	7,400	7,860	-13.2%	-20.0%
收入同比增速%	9.3%	13.0%	15.2%	0.8%	6.2%	-12.2pcts	-9.02pcts
毛利率%	73.94%	73.36%	74.91%	74.47%	75.08%	1.11pcts	0.16pcts
销售费用率%	9.06%	7.60%	7.50%	9.05%	8.90%	1.45pcts	1.4pcts
归母净利润（百万元）	2,589	3,147	3,748	2,624	2,830	-16.6%	-24.5%
归母净利润同比增速%	13.2%	16.3%	19.1%	1.3%	7.8%	-15pcts	-11.25pcts
净利率%	35.26%	36.93%	38.17%	35.46%	36.00%	-1.48pcts	-2.17pcts
EPS（元）	3.24	3.93	4.68	3.28	3.54	-16.6%	-24.5%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价（元）		总市值（亿元）		归母净利润（亿元）		PE	
			2025/4/28	2025/4/28	2025/4/28	2025/4/28	2024A/E	2025E	2024A/E	2025E
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,550.00	19,471.07	862.3	941.5	22.6	20.7		
000858.SZ	五粮液	优于大市	130.85	5,079.08	318.5	342.3	15.9	14.8		
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	125.60	1,848.77	134.7	146.5	13.7	12.6		
600809.SH	山西汾酒	优于大市	209.51	2,555.95	124.3	142.3	20.6	18.0		
002304.SZ	洋河股份	中性	71.70	1,080.12	66.7	81.0	16.2	13.3		
000799.SZ	酒鬼酒	中性	43.59	141.64	0.1	1.6	1133.7	88.2		
600702.SH	舍得酒业	中性	57.50	191.55	3.5	6.6	55.4	28.9		
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	171.14	834.01	55.2	63.8	15.1	13.1		

603369.SH	今世缘	优于大市	48.05	599.09	36.1	40.3	16.6	14.9
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	48.79	390.32	25.9	26.2	15.1	14.9
603589.SH	口子窖	优于大市	34.89	209.34	16.6	17.4	12.6	12.0
603919.SH	金徽酒	优于大市	19.19	97.34	3.9	4.2	25.1	23.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；除迎驾贡酒以外其他公司采用 Wind 一致预期

风险提示

宏观经济及白酒需求复苏不及预期；渠道库存增加导致批价波动；食品安全问题等。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2239	1316	3237	4442	5626	营业收入	6720	7344	7400	7860	8449
应收款项	50	208	113	134	171	营业成本	1924	1914	1889	1959	1992
存货净额	4451	5043	5151	5363	5567	营业税金及附加	1035	1107	1116	1179	1267
其他流动资产	703	761	740	786	845	销售费用	581	666	670	700	735
流动资产合计	9022	9862	11774	13259	14742	管理费用	209	233	236	254	268
固定资产	2177	2895	2904	2916	2923	研发费用	77	81	81	86	84
无形资产及其他	244	249	239	229	219	财务费用	(8)	(23)	(16)	(31)	(43)
投资性房地产	224	366	366	366	366	投资收益	74	41	64	60	64
长期股权投资	22	17	17	17	17	资产减值及公允价值变动	2	17	7	9	11
资产总计	11689	13389	15300	16787	18267	其他收入	(41)	(61)	(81)	(86)	(84)
短期借款及交易性金融负债	0	1	0	0	0	营业利润	3014	3444	3495	3782	4220
应付款项	805	1534	1567	1631	1693	营业外净收支	(15)	(35)	(35)	(38)	0
其他流动负债	2341	1668	2232	2232	2199	利润总额	2999	3409	3459	3745	4220
流动负债合计	3146	3202	3799	3863	3892	所得税费用	706	815	830	899	996
长期借款及应付债券	25	131	131	131	131	少数股东损益	5	5	5	6	6
其他长期负债	140	184	184	184	184	归属于母公司净利润	2288	2589	2624	2840	3218
长期负债合计	165	315	315	315	315	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	3311	3518	4114	4178	4207	净利润	2288	2589	2624	2840	3218
少数股东权益	41	28	30	33	36	资产减值准备	(0)	0	0	0	0
股东权益	8337	9844	11156	12576	14024	折旧摊销	204	225	151	166	174
负债和股东权益总计	11689	13389	15300	16787	18267	公允价值变动损失	(2)	(17)	(7)	(9)	(11)
关键财务与估值指标						财务费用	(8)	(23)	(16)	(31)	(43)
每股收益	2.86	3.24	3.28	3.55	4.02	营运资本变动	(604)	(851)	606	(215)	(270)
每股红利	1.10	1.30	1.64	1.78	2.21	其它	3	3	3	3	3
每股净资产	10.42	12.30	13.94	15.72	17.53	经营活动现金流	1889	1950	3376	2785	3113
ROIC	38.43%	36.02%	36%	39%	42%	资本开支	0	(952)	(143)	(160)	(160)
ROE	27%	26%	24%	23%	23%	其它投资现金流	618	(955)	0	0	0
毛利率	71%	74%	74%	75%	76%	投资活动现金流	597	(1902)	(143)	(160)	(160)
EBIT Margin	43%	46%	46%	47%	49%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	46%	49%	48%	49%	51%	负债净变化	25	106	0	0	0
收入增长	22%	9%	1%	6%	7%	支付股利、利息	(884)	(1043)	(1312)	(1420)	(1770)
净利润增长率	34%	13%	1%	8%	13%	其它融资现金流	334	903	(1)	0	0
资产负债率	29%	26%	27%	25%	23%	融资活动现金流	(1383)	(971)	(1313)	(1420)	(1770)
股息率	2.3%	2.7%	3.4%	3.6%	4.5%	现金净变动	1103	(923)	1921	1206	1183
P/E	17.1	15.1	14.9	13.7	12.1	货币资金的期初余额	1137	2239	1316	3237	4442
P/B	4.7	4.0	3.5	3.1	2.8	货币资金的期末余额	2239	1316	3237	4442	5626
EV/EBITDA	13.7	11.9	12.1	11.2	10.1	企业自由现金流	0	967	3204	2590	2877
						权益自由现金流	0	1976	3216	2614	2911

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032