

Q1 增速短期承压，看好中长期健康成长

核心观点

- 公司发布 24 年年报、25 年一季报。24 年实现营业收入 73.4 亿元，同比+8.5%；实现归母净利润 25.9 亿元，同比+13.5%。单四季度来看，公司实现营业收入 18.3 亿元（-5.0%），实现归母净利润 5.8 亿元（-4.9%）。25Q1 实现营业收入 20.5 亿元，同比-12.3%；实现归母净利润 8.3 亿元，同比-9.5%。24 年度公司拟派发现金红利每股 1.5 元（含税），分红总额 12 亿元，占归母净利润比例 46.35%。以 25/4/28 市值测算，股息率为 3.1%。
- Q1 收入同比下滑，预计主要因春节提前、消费疲软、主动去库。**分产品来看，2024 年中高档白酒收入 57.1 亿元（同比+13.8%），预计 6/9 维持双位数以上增长；普通白酒收入 12.9 亿元（同比-6.5%）。25Q1，中高档、普通白酒收入分别同比-8.6%、-32.1%，预计因春节提前、消费疲软对动销遇阻、公司主动去库等。区域方面，省内市场收入 50.9 亿元（同比+12.8%），省内仍为增量核心区域；省外收入 19.1 亿元（同比+1.3%），预计江苏市场受消费疲软拖累增速放缓，华北及华南新市场尚需突破。渠道方面，截至 25Q1 末，公司共有 1379 家经销商，较 Q4 末稳定。25Q1 末，合同负债为 4.6 亿元，环比 Q4 末-21%，同比-11%。
- 结构继续向上，盈利能力提升。**2024 年公司毛利率为 73.9%（yoy+2.6pct），预计受益结构提升；销售费用率/管理费用率分别为 9.1%/3.2%，同比+0.4pct/+0.1pct；销售净利率 35.3%（yoy+1.2pct）。25Q1，毛利率 76.5%（yoy+1.4pct）；销售费用率/管理费用率分别同比+1.0pct/+0.8pct；销售净利率 40.6%（yoy+1.2pct）。

盈利预测与投资建议

- 根据 25 年一季报，对 25-26 年下调收入，上调毛利率、费用率。我们预测公司 2025-2027 年每股收益分别为 3.37、3.91、4.46 元（原预测 25-26 年为 4.20、4.92 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 17 倍市盈率，对应目标价为 57.29 元，维持买入评级。

风险提示：白酒消费不及预期、市场竞争加剧、食品安全事件风险。

投资评级

买入（维持）

股价（2025 年 04 月 29 日）	44.41 元
目标价格	57.29 元
52 周最高价/最低价	80.19/43.91 元
总股本/流通 A 股（万股）	80,000/80,000
A 股市值（百万元）	35,528
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2025 年 05 月 03 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-11.27	-19.33	-20.36	-36.81
相对表现%	-11.04	-15.75	-19.26	-40.98
沪深 300%	-0.23	-3.58	-1.1	4.17



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

业绩增速环比放缓，但仍显现强竞争力	2024-10-30
受益白酒消费价格带下移，业绩有望延续	2024-09-19
高增：——迎驾贡酒中秋跟踪点评	
中高档强势增长，结构升级盈利能力提升	2024-08-20

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,771	7,344	7,430	8,468	9,492
同比增长(%)	23.0%	8.5%	1.2%	14.0%	12.1%
营业利润(百万元)	3,011	3,444	3,545	4,115	4,691
同比增长(%)	32.0%	14.4%	2.9%	16.1%	14.0%
归属母公司净利润(百万元)	2,282	2,589	2,699	3,124	3,564
同比增长(%)	33.9%	13.4%	4.2%	15.8%	14.1%
每股收益(元)	2.85	3.24	3.37	3.91	4.46
毛利率(%)	71.0%	73.9%	74.3%	75.4%	76.3%
净利率(%)	33.7%	35.3%	36.3%	36.9%	37.5%
净资产收益率(%)	29.6%	28.2%	24.1%	23.5%	23.9%
市盈率	15.6	13.7	13.2	11.4	10.0
市净率	4.2	3.6	2.8	2.5	2.3

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。

投资建议

我们预测公司 2025-2027 年每股收益分别为 3.37、3.91、4.46 元（原预测 25-26 年为 4.20、4.92 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 17 倍市盈率，对应目标价为 57.29 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) 2025/4/29	每股收益（元）				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
古井贡酒	000596	165.80	8.68	10.44	12.00	13.64	19	16	14	12
今世缘	603369	46.27	2.52	2.74	3.22	3.59	18	17	14	13
洋河股份	002304	68.83	6.65	4.43	5.04	5.35	10	16	14	13
伊力特	600197	14.62	0.72	0.60	0.84	0.98	20	24	17	15
金徽酒	603919	19.30	0.65	0.77	0.82	0.92	30	25	23	21
老白干酒	600559	17.45	0.73	0.86	1.03	1.18	24	20	17	15
天佑德酒	002646	8.84	0.19	0.09	0.12	0.14	48	101	76	65
	调整后 平均							20	17	15

数据来源：WIND、东方证券研究所

风险提示

- **白酒消费不及预期风险。**若宏观经济疲软等原因导致白酒行业整体消费不及预期，则可能导致公司收入不及预期，渠道及价盘管理出现风险。
- **市场竞争加剧的风险。**安徽省内不同价位带白酒品牌增多，加剧市场竞争，可能挤压公司产品市场份额。
- **食品安全事件风险。**若行业内发生食品安全黑天鹅事件，可能对公司业绩、估值带来不利影响。

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	2,242	1,316	4,182	5,089	6,202
应收票据、账款及款项融资	81	246	245	274	313
预付账款	12	16	16	18	20
存货	4,472	5,043	4,576	4,988	5,387
其他	2,358	3,242	3,242	3,244	3,246
流动资产合计	9,166	9,862	12,261	13,613	15,168
长期股权投资	22	17	17	17	17
固定资产	1,805	2,595	3,031	3,403	3,735
在建工程	409	300	200	160	144
无形资产	252	249	291	331	370
其他	228	366	263	276	283
非流动资产合计	2,715	3,527	3,803	4,188	4,549
资产总计	11,881	13,389	16,063	17,801	19,718
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	822	1,534	1,530	1,668	1,801
其他	2,350	1,669	1,675	1,757	1,837
流动负债合计	3,172	3,202	3,205	3,424	3,638
长期借款	25	131	131	131	131
应付债券	0	0	0	0	0
其他	140	184	151	158	164
非流动负债合计	165	315	282	289	296
负债合计	3,336	3,518	3,487	3,714	3,934
少数股东权益	41	28	33	39	46
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	10,510	12,015	13,704
其他	0	0	0	0	0
股东权益合计	8,544	9,872	12,576	14,087	15,784
负债和股东权益总计	11,881	13,389	16,063	17,801	19,718

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	2,287	2,594	2,704	3,131	3,571
折旧摊销	166	134	227	274	320
财务费用	(8)	(23)	(12)	(26)	(34)
投资损失	(71)	(41)	(75)	(62)	(60)
营运资金变动	(668)	(670)	470	(226)	(228)
其它	484	(86)	55	(24)	(20)
经营活动现金流	2,189	1,907	3,369	3,065	3,550
资本支出	(474)	(849)	(595)	(636)	(665)
长期投资	(21)	5	0	0	0
其他	377	(1,053)	80	70	69
投资活动现金流	(118)	(1,897)	(515)	(565)	(595)
债权融资	25	107	(0)	0	0
股权融资	180	(208)	0	0	0
其他	(1,182)	(835)	12	(1,593)	(1,841)
筹资活动现金流	(977)	(937)	12	(1,593)	(1,841)
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0
现金净增加额	1,094	(928)	2,866	907	1,114

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,771	7,344	7,430	8,468	9,492
营业成本	1,962	1,914	1,909	2,081	2,247
营业税金及附加	1,036	1,107	1,115	1,270	1,424
营业费用	583	666	673	767	860
管理费用及研发费用	298	314	318	362	406
财务费用	(8)	(23)	(12)	(26)	(34)
资产、信用减值损失	(1)	8	3	3	5
公允价值变动收益	2	17	5	8	10
投资净收益	71	41	75	62	60
其他	36	28	40	33	37
营业利润	3,011	3,444	3,545	4,115	4,691
营业外收入	5	6	5	5	5
营业外支出	27	41	15	28	28
利润总额	2,989	3,409	3,535	4,092	4,668
所得税	702	815	831	962	1,097
净利润	2,287	2,594	2,704	3,131	3,571
少数股东损益	5	5	5	6	7
归属于母公司净利润	2,282	2,589	2,699	3,124	3,564
每股收益（元）	2.85	3.24	3.37	3.91	4.46

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	23.0%	8.5%	1.2%	14.0%	12.1%
营业利润	32.0%	14.4%	2.9%	16.1%	14.0%
归属于母公司净利润	33.9%	13.4%	4.2%	15.8%	14.1%
获利能力					
毛利率	71.0%	73.9%	74.3%	75.4%	76.3%
净利率	33.7%	35.3%	36.3%	36.9%	37.5%
ROE	29.6%	28.2%	24.1%	23.5%	23.9%
ROIC	29.6%	28.0%	23.8%	23.2%	23.6%
偿债能力					
资产负债率	28.1%	26.3%	21.7%	20.9%	20.0%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.89	3.08	3.83	3.98	4.17
速动比率	1.48	1.50	2.40	2.52	2.69
营运能力					
应收账款周转率	137.6	59.1	37.9	40.1	39.8
存货周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
每股指标（元）					
每股收益	2.85	3.24	3.37	3.91	4.46
每股经营现金流	2.74	2.38	4.21	3.83	4.44
每股净资产	10.63	12.30	15.68	17.56	19.67
估值比率					
市盈率	15.6	13.7	13.2	11.4	10.0
市净率	4.2	3.6	2.8	2.5	2.3
EV/EBITDA	10.2	9.1	8.6	7.4	6.5
EV/EBIT	10.7	9.4	9.1	7.9	6.9

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。