

## 外部需求较为疲软, 25Q1 业绩有所承压

### 投资要点

- 事件:** 公司2024年实现收入73.4亿元, 同比+8.5%, 归母净利润25.9亿元, 同比+13.4%; 其中24单Q4实现收入18.3亿元, 同比-5.0%, 归母净利润5.8亿元, 同比-4.9%。25Q1公司实现收入20.5亿元, 同比-12.3%, 归母净利润8.3亿元, 同比-9.5%(追溯调整口径)。此外, 2024年公司拟每股派发现金股利1.5元(含税), 分红总额12亿元, 占到当期归母净利的46.3%。
- 洞藏系列表现稳健, 省内占比持续提升。** 1、在消费需求持续疲软, 白酒行业处在调整期的大背景下, 企业间的竞争愈发激烈, 公司洞藏系列品牌势能延续, 产品结构持续优化, 24年实现平稳增长。2、分产品看, 24年/25Q1中高档白酒分别实现收入57.1/17.2亿元, 分别同比+13.8%/-8.6%, 普通白酒分别实现收入12.9/2.4亿元, 分别同比-6.5%/-32.1%; 预计24年洞藏系列延续稳健增长, 金银星和百年迎驾等百元以下产品动销较为承压。3、分区域看, 24年/25Q1省内分别实现收入50.9/16.3亿元, 分别同比+12.8%/-7.7%。24年/25Q1省外分别实现收入19.1/3.3亿元, 分别同比+1.3%/-29.7%, 省外市场短期承压明显。
- 24年盈利能力继续提升, 去库存周期下现金流短暂承压。** 1、2024年公司毛利率提升2.6个百分点至73.9%, 主要系洞藏放量占比快速提升, 产品结构持续优化。24年费用率同比上升0.2个百分点至9.8%, 其中销售费用率提高0.4个百分点, 管理费用率提高0.1个百分点; 全年净利率提升1.2个百分点至35.3%, 盈利能力稳步提升。2、25Q1毛利率提升1.4个百分点至76.5%, 销售费用率提高1.0个百分点至7.7%, 管理费用率提高0.8个百分点至3.1%, 净利率提升1.2个百分点至40.6%。3、25Q1销售现金收现22.1亿元, 同比-4.7%, 一季度末合同负债4.6亿元, 同比-11.3%, 现金流短暂承压。
- 洞藏放量趋势不改, 增速有望逐步改善。** 1、公司核心的洞藏系列处在百元以上价格带, 得益于品牌势能释放, 2024年动销延续放量趋势, 整体表现依旧稳健; 百元以下价格带行业缩量, 金银星和普酒产品周期老化, 渠道利润较薄, 行业竞争加剧的背景下较为承压。2、安徽大本营市场洞藏系列导入较早, 消费者基础相对牢固, 动销韧性更强; 省外市场洞藏系列尚处在培育期, 需求承压和竞争加剧的环境下, 省外动销压力更加显著。3、展望未来, 伴随着宏观经济和居民消费信心的逐步改善, 洞藏系列持续成长可期, 叠加公司将针对性地加大对省外市场的培育力度, 加大对金银星和普酒的资源投放, 增速有望逐步改善。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2025-2027年EPS分别为3.27元、3.50元、3.80元, 对应PE分别为14倍、13倍、12倍。伴随着宏观经济和居民消费信心的逐步改善, 洞藏系列持续成长可期, 参考可比公司估值, 给予2025年17倍PE, 对应目标价55.59元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 经济复苏或不及预期, 市场竞争加剧风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7343.77	7444.74	7924.28	8587.97
增长率	9.28%	1.37%	6.44%	8.38%
归属母公司净利润(百万元)	2589.27	2618.79	2799.74	3043.26
增长率	13.18%	1.14%	6.91%	8.70%
每股收益EPS(元)	3.24	3.27	3.50	3.80
净资产收益率ROE	26.28%	24.56%	24.07%	23.93%
PE	14	14	13	12
PB	3.61	3.34	3.06	2.80

数据来源: Wind, 西南证券

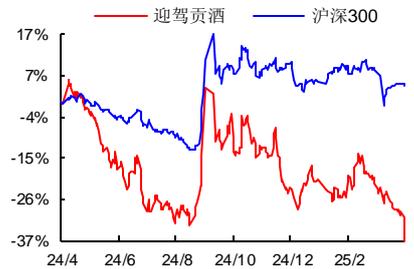
### 西南证券研究院

分析师: 朱会振  
执业证号: S1250513110001  
电话: 023-63786049  
邮箱: zhz@swsc.com.cn

分析师: 王书龙  
执业证号: S1250523070003  
电话: 023-63786049  
邮箱: wsl@swsc.com.cn

分析师: 杜雨聪  
执业证号: S1250524070007  
电话: 023-63786049  
邮箱: dyuc@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	8.00
流通A股(亿股)	8.00
52周内股价区间(元)	44.41-75.72
总市值(亿元)	355.28
总资产(亿元)	138.35
每股净资产(元)	13.34

### 相关研究

- 迎驾贡酒(603198): 外部需求有所承压, 收入增长环比放缓 (2024-10-31)
- 迎驾贡酒(603198): 24Q2 业绩超预期, 洞藏放量势能延续 (2024-08-19)

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

1) 洞藏系列势能延续，金银星短期有所承压，预计 2025-2027 年中档酒（洞藏、金银星）销量增速分别同比增长 4%、6%、8%，吨单价分别同比-2%、1%、1%，吨成本分别提升 2%、2%、2%；

2) 普通白酒定位 30-70 元之间，主要场景为大众口粮酒，预计 25 年销量或有所承压，26-27 年公司产品升级换代后有望迎来改善；预计 2025-2027 年普通白酒销量增速分别为 -2%、4%、6%，预计吨单价与吨成本均保持不变；

3) 考虑到市场竞争加剧的现状，预计 2025-2027 年销售费用率分别为 9.3%、9.2%、9.1%；管理费用率分别为 3.1%、3.1%、3.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

分业务情况		2024A	2025E	2026E	2027E
合计	营业收入（百万元）	7343.8	7444.7	7924.3	8588.0
	增速	9.3%	1.4%	6.4%	8.4%
	营业成本（百万元）	1913.8	1983.8	2113.5	2288.7
	毛利率	73.9%	73.4%	73.3%	73.3%
中高档酒	销量（吨）	34454	35832	37982	41021
	YOY	9.3%	4.0%	6.0%	8.0%
	吨单价（万元/吨）	16.6	16.2	16.4	16.6
	YOY	4.1%	-2.0%	1.0%	1.0%
	收入（百万元）	5712.8	5822.5	6233.6	6799.6
	YOY	13.8%	1.9%	7.1%	9.1%
	成本（百万元）	1081.7	1147.5	1240.6	1366.7
	吨成本（万元/吨）	3.1	3.2	3.3	3.3
	YOY	-5.1%	2.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	81.1%	80.3%	80.1%	79.9%
普通白酒	销量（吨）	26958	26418	27475	29124
	YOY	-9.6%	-2.0%	4.0%	6.0%
	吨单价（万元/吨）	4.8	4.8	4.8	4.8
	YOY	3.3%	0.0%	0.0%	0.0%
	收入（百万元）	1289.5	1263.7	1314.3	1393.1
	YOY	-6.5%	-2.0%	4.0%	6.0%
	成本（百万元）	542.5	531.6	552.9	586.1
	吨成本（万元/吨）	2.0	2.0	2.0	2.0
	YOY	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	57.9%	57.9%	57.9%	57.9%	
其他业务	收入（百万元）	341.4	358.5	376.4	395.2

分业务情况		2024A	2025E	2026E	2027E
	YOY	7.2%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本（百万元）	289.6	304.7	319.9	335.9
	毛利率	15.2%	15.0%	15.0%	15.0%

数据来源：西南证券。

我们选取同为地产白酒，且销售范围较为重合的古井贡酒、口子窖、洋河股份、今世缘作为可比公司，可比公司 2025-2027 年的平均估值为 16 倍、15 倍、14 倍。洞藏品牌势能稳步释放，产品结构升级趋势延续，公司将针对薄弱的省外市场加大资源投放力度，增速有望迎来边际改善。参考可比公司估值，给予 2025 年 17 倍 PE，对应目标价 55.59 元，维持“买入”评级。

**表 2：可比公司一致预期**

证券代码	证券简称	股价（元）	EPS 摊薄（元）				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
000596	古井贡酒	165.80	10.44	11.89	13.46	14.42	16	14	12	11
603589	口子窖	35.72	2.76	2.79	2.96	3.07	13	13	12	12
603369	今世缘	46.27	2.72	3.19	3.54	3.65	17	15	13	13
002304	洋河股份	68.83	4.43	3.09	3.20	3.36	16	22	22	20
平均值							15	16	15	14
603198	迎驾贡酒	44.41	3.24	3.27	3.50	3.80	14	14	13	12

数据来源：Wind，西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7343.77	7444.74	7924.28	8587.97	净利润	2594.43	2624.18	2805.44	3049.47
营业成本	1913.82	1983.81	2113.49	2288.71	折旧与摊销	234.87	465.66	497.61	529.56
营业税金及附加	1107.20	1134.38	1201.08	1305.13	财务费用	-22.87	1.18	-2.00	-6.90
销售费用	665.52	692.36	729.03	781.50	资产减值损失	-0.10	0.00	0.00	0.00
管理费用	232.64	230.79	245.65	257.64	经营营运资本变动	-767.49	-647.03	-225.98	-305.52
财务费用	-22.87	1.18	-2.00	-6.90	其他	-131.75	-70.92	-70.92	-70.92
资产减值损失	-0.10	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1907.09</b>	<b>2373.07</b>	<b>3004.14</b>	<b>3195.69</b>
投资收益	41.11	70.92	70.92	70.92	资本支出	-794.32	-300.00	-300.00	-300.00
公允价值变动损益	16.92	0.00	0.00	0.00	其他	-1103.11	70.92	70.92	70.92
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1897.43</b>	<b>-229.08</b>	<b>-229.08</b>	<b>-229.08</b>
<b>营业利润</b>	<b>3444.39</b>	<b>3473.14</b>	<b>3707.95</b>	<b>4032.81</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-35.11	-27.77	-28.10	-29.15	长期借款	106.19	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>3409.28</b>	<b>3445.38</b>	<b>3679.85</b>	<b>4003.65</b>	股权融资	-28.39	0.00	0.00	0.00
所得税	814.85	821.20	874.41	954.18	支付股利	-1040.00	-1812.49	-1833.15	-1959.82
净利润	2594.43	2624.18	2805.44	3049.47	其他	24.96	-1.99	2.00	6.90
少数股东损益	5.15	5.39	5.70	6.21	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-937.24</b>	<b>-1814.48</b>	<b>-1831.15</b>	<b>-1952.92</b>
归属母公司股东净利润	2589.27	2618.79	2799.74	3043.26	<b>现金流量净额</b>	<b>-927.59</b>	<b>329.51</b>	<b>943.91</b>	<b>1013.69</b>
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1315.88	1645.39	2589.30	3602.99	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	223.82	227.25	241.91	262.15	销售收入增长率	9.28%	1.37%	6.44%	8.38%
存货	5043.14	5227.57	5569.28	6031.01	营业利润增长率	14.27%	0.83%	6.76%	8.76%
其他流动资产	3279.48	3238.36	3283.76	3346.59	净利润增长率	13.15%	1.15%	6.91%	8.70%
长期股权投资	17.22	17.22	17.22	17.22	EBITDA 增长率	13.37%	7.76%	6.69%	8.37%
投资性房地产	9.10	9.10	9.10	9.10	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2894.84	2765.20	2606.47	2418.63	毛利率	73.94%	73.35%	73.33%	73.35%
无形资产和开发支出	249.27	216.64	181.15	142.82	三费率	11.92%	12.42%	12.27%	12.02%
其他非流动资产	356.55	353.16	349.78	346.39	净利率	35.33%	35.25%	35.40%	35.51%
<b>资产总计</b>	<b>13389.30</b>	<b>13699.90</b>	<b>14847.96</b>	<b>16176.90</b>	ROE	26.28%	24.56%	24.07%	23.93%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	19.38%	19.15%	18.89%	18.85%
应付和预收款项	2448.26	2519.08	2682.95	2906.13	ROIC	45.02%	38.99%	39.94%	42.67%
长期借款	131.25	131.25	131.25	131.25	EBITDA/销售收入	49.79%	52.92%	53.05%	53.04%
其他负债	938.09	366.18	378.09	394.19	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>3517.60</b>	<b>3016.51</b>	<b>3192.29</b>	<b>3431.57</b>	总资产周转率	0.59	0.55	0.56	0.55
股本	800.00	800.00	800.00	800.00	固定资产周转率	3.37	2.94	3.32	3.88
资本公积	1233.00	1233.00	1233.00	1233.00	应收账款周转率	62.29	37.93	38.85	39.19
留存收益	7810.97	8617.27	9583.85	10667.30	存货周转率	0.40	0.39	0.39	0.39
归属母公司股东权益	9843.97	10650.27	11616.85	12700.30	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.68%	—	—	—
少数股东权益	27.73	33.12	38.82	45.03	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>9871.70</b>	<b>10683.39</b>	<b>11655.67</b>	<b>12745.33</b>	资产负债率	26.27%	22.02%	21.50%	21.21%
负债和股东权益合计	13389.30	13699.90	14847.96	16176.90	带息债务/总负债	3.73%	4.35%	4.11%	3.82%
					流动比率	3.08	3.83	4.06	4.25
					速动比率	1.50	1.89	2.13	2.31
					股利支付率	40.17%	69.21%	65.48%	64.40%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	3.24	3.27	3.50	3.80
					每股净资产	12.30	13.31	14.52	15.88
					每股经营现金	2.38	2.97	3.76	3.99
					每股股利	1.30	2.27	2.29	2.45
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	3656.39	3939.98	4203.55	4555.47					
PE	13.72	13.57	12.69	11.67					
PB	3.61	3.34	3.06	2.80					
PS	4.84	4.77	4.48	4.14					
EV/EBITDA	8.60	7.90	7.18	6.40					
股息率	2.93%	5.10%	5.16%	5.52%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究院

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

---

	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn