

系列酒与省外拖累

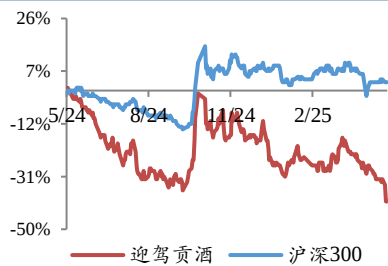
——迎驾贡酒 24 年报&25Q1 点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-05-04

收盘价（元）	43.92
近 12 个月最高/最低（元）	80.19/43.90
总股本（百万股）	800
流通股本（百万股）	800
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	351
流通市值（亿元）	351

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

联系人：郑少轩

执业证书号：S0010124040001

邮箱：zhengshaoxuan@hazq.com

相关报告

- 迎驾贡酒 24Q3：业绩理性务实，调整节奏 2024-10-30
- 迎驾贡酒 24Q2：洞藏高增引领结构升级 2024-08-18
- 洞藏高增，百亿可期 2024-05-01

主要观点：

➤ 公司发布 2024 年报及 25Q1 季报：

- **25Q1**：收入 20.47 亿元（-12.35%），归母净利润 8.29 亿元（-9.54%），扣非归母净利润 8.16 亿元（-9.48%）。
- **24Q4**：收入 18.30 亿元（-5.00%），归母净利润 5.83 亿元（-4.91%），扣非归母净利润 5.69 亿元（-8.42%）。
- **24 年**：收入 73.44 亿元（+8.46%），归母净利润 25.89 亿元（+13.45%），扣非归母净利润 25.66 亿元（+14.93%）。

● 收入：系列酒/省外拖累增长

- **25Q1**：分产品结构，公司中高档/普通酒营收分别同比下降 8.6%/32.1%，中高档酒占比白酒营收同比提升 3.6pct 至 87.7%。其中，洞藏系列预计同比实现双位数增长，金星/银星同比大双位数下滑，形成拖累。分区域看，省内/省外营收分别同比下降 7.7%/29.7%，省内占比白酒营收同比提升 4.2pct 至 83.2%，省内表现好于省外。
- **24 年**：分产品结构，公司中高档/普通酒营收分别同比+13.8%/-6.5%，中高档酒占比白酒营收同比提升 3.1pct 至 81.6%。其中，中高档酒销量/吨价分别同比增长 9.3%/4.1%，预计洞藏系列增速快于中高档整体，贡献主要价增。分区域看，省内/省外营收分别同比增长 12.8%/1.3%，省内占比白酒营收同比提升 2.2pct 至 72.7%，省外面临江苏强势地产酒挤压，压力较大。

● 利润：结构升级驱动盈利能力提升

- **25Q1**：公司毛利率同比提升 1.4pct 至 76.5%，主因产品结构升级。同期，公司销售/管理/研发/财务费率各同比+1.00/+0.80/-0.20/-1.29pct，费用投放略有上升。综上，公司归母净利润率同比提升 1.2pct 至 40.5%，毛利率上升是主因。
- **24 年**：公司毛利率同比提升 2.6pct 至 73.9%，主要源自产品结构升级。同期，公司销售/管理/研发/财务费率各同比+0.41/+0.06/-0.04/-0.18pct，销售费率上升主因广告宣传及人员薪酬上升，其他费用管控得当。综上，公司归母净利率同比提升 1.2pct 至 35.3%。

● 报表质量：竞争扰动渠道回款

- **25Q1** 公司“营收+△合同负债”同比下降 8.6%，销售收现同比下降 5.3%，慢于营收增速，存量市场竞争加剧影响渠道回款积极性。

● 投资建议：维持“买入”

➤ 我们的观点：

展望 25 年，我们认为洞藏系列仍维持较强势能，带动产品结构持续升级，短期系列酒及省外扰动，公司长期经营趋势仍然向好。

盈利预测：考虑到行业景气度恢复较慢，竞争环境有所加剧，我们调整公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年分别实现营业总收入 74.05/79.10/85.14 亿元（25-26 年原值为 85.65/97.95 亿元），分别同比增长 0.8%/6.8%/7.6%；实现归母净利润 26.34/28.65/31.38 亿元（25-26 年原值为 31.67/36.97 亿元），分别同比增长 1.7%/8.7%/9.6%；当前股价对应 PE 分别为 13/12/11 倍，维持“买入”评级。

➤ 风险提示：

行业景气度恢复不及预期，市场竞争加剧，食品安全事件。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7344	7405	7910	8514
收入同比（%）	8.5%	0.8%	6.8%	7.6%
归属母公司净利润	2589	2634	2865	3138
净利润同比（%）	13.4%	1.7%	8.7%	9.6%
毛利率（%）	73.9%	74.5%	75.2%	75.8%
ROE（%）	26.3%	21.1%	20.1%	19.6%
每股收益（元）	3.24	3.29	3.58	3.92
P/E	16.65	13.34	12.26	11.20
P/B	4.38	2.82	2.47	2.20
EV/EBITDA	11.66	8.32	7.37	6.29

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至 2025 年 4 月 30 日

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元		
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	9862	12507	15374	16624
现金	1316	4934	6130	8076
应收账款	195	175	176	179
其他应收款	13	16	17	20
预付账款	16	12	13	14
存货	5043	3986	5489	4573
其他流动资产	3279	3383	3548	3763
非流动资产	3527	3478	3498	3517
长期投资	17	17	17	17
固定资产	2595	2625	2636	2649
无形资产	249	247	246	245
其他非流动资产	666	589	600	605
资产总计	13389	15985	18872	20141
流动负债	3202	3155	4284	3760
短期借款	0	0	0	0
应付账款	900	675	905	696
其他流动负债	2302	2480	3380	3064
非流动负债	315	315	315	315
长期借款	131	131	131	131
其他非流动负债	184	184	184	184
负债合计	3518	3470	4599	4075
少数股东权益	28	37	47	58
股本	800	800	800	800
资本公积	1233	1233	1233	1233
留存收益	7811	10445	12193	13974
归属母公司股东权	9844	12478	14226	16007
负债和股东权益	13389	15985	18872	20141

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1907	3745	2513	3505
净利润	2594	2644	2875	3149
折旧摊销	235	236	243	251
财务费用	0	0	0	0
投资损失	-41	-74	-79	-85
营运资金变动	-886	928	-538	173
其他经营现金流	3485	1727	3424	2992
投资活动现金流	-1897	-127	-199	-202
资本支出	-898	-194	-273	-285
长期投资	-1069	-4	-5	-4
其他投资现金流	69	71	79	86
筹资活动现金流	-937	0	-1117	-1357
短期借款	0	0	0	0
长期借款	106	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-208	0	0	0
其他筹资现金流	-835	0	-1117	-1357
现金净增加额	-928	3618	1197	1945

资料来源：wind，华安证券研究所

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7344	7405	7910	8514
营业成本	1914	1890	1960	2058
营业税金及附加	1107	1111	1186	1277
销售费用	666	711	755	800
管理费用	233	244	257	264
财务费用	-23	-26	-30	-31
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	17	1	2	2
投资净收益	41	74	79	85
营业利润	3444	3515	3822	4191
营业外收入	6	2	2	1
营业外支出	41	15	16	20
利润总额	3409	3502	3808	4172
所得税	815	858	933	1022
净利润	2594	2644	2875	3149
少数股东损益	5	9	10	11
归属母公司净利润	2589	2634	2865	3138
EBITDA	3599	3648	3954	4323
EPS（元）	3.24	3.29	3.58	3.92

主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	8.5%	0.8%	6.8%	7.6%
营业利润	14.4%	2.0%	8.7%	9.6%
归属于母公司净利	13.4%	1.7%	8.7%	9.6%
获利能力				
毛利率（%）	73.9%	74.5%	75.2%	75.8%
净利率（%）	35.3%	35.6%	36.2%	36.9%
ROE（%）	26.3%	21.1%	20.1%	19.6%
ROIC（%）	25.6%	20.4%	19.4%	19.0%
偿债能力				
资产负债率（%）	26.3%	21.7%	24.4%	20.2%
净负债比率（%）	35.6%	27.7%	32.2%	25.4%
流动比率	3.08	3.96	3.59	4.42
速动比率	1.28	2.45	2.08	2.90
营运能力				
总资产周转率	0.58	0.50	0.45	0.44
应收账款周转率	59.08	40.00	45.00	48.00
应付账款周转率	2.61	2.40	2.48	2.57
每股指标（元）				
每股收益	3.24	3.29	3.58	3.92
每股经营现金流（摊	2.38	4.68	3.14	4.38
每股净资产	12.30	15.60	17.78	20.01
估值比率				
P/E	16.65	13.34	12.26	11.20
P/B	4.38	2.82	2.47	2.20
EV/EBITDA	11.66	8.32	7.37	6.29

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

联系人：郑少轩，上海财经大学金融学博士，曾任职于广银理财。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。