


公司评级 **增持（维持）**
报告日期 2025 年 05 月 02 日

基础数据

04 月 30 日收盘价（元）	43.92
总市值（亿元）	351.36
总股本（亿股）	8.00

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证食品饮料】迎驾贡酒三季报点评：收入增速放缓，渠道保持良性-2024.11.02

【兴证食品饮料】迎驾贡酒中报点评：洞藏势能延续，盈利持续提升-2024.08.17

分析师：沈昊

 S0190525010006
shenhao@xyzq.com.cn

分析师：金含

 S0190521080003
jinhan@xyzq.com.cn

分析师：汪润

 S0190524060004
wangrun22@xyzq.com.cn

迎驾贡酒(603198.SH)

洞藏系列增势稳健，中低端产品拖累收入

投资要点：

- **事件：**公司公告 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年营收/归母净利润分别为 73.4/25.9 亿元，同比+8.5%/+13.4%（同比数据为调整后口径，下同），其中 24Q4 营收/归母净利润分别为 18.3/5.8 亿元，同比-5.0%/-7.1%。25Q1 营收/归母净利润分别为 20.5/8.3 亿元，同比-12.3%/-9.5%。
- **2024 年洞藏系列保持快速增长，省内核心市场贡献主要增量。**
2024 年营收同比+8.46%，24H2 去库纾压，全年节奏前高后低；分产品看，2024 年中高档/普通白酒收入分别同比+13.76%/-6.53%，其中预计洞藏系列双位数增长，金银星略有下滑；分地区看，2024 年省内/省外收入分别同比+12.75%/+1.31%，行业调整阶段省内核心市场贡献主要增长。24Q4 延续调整节奏，其中 24Q4 中高档/普通白酒收入分别同比+1.67%/-28.52%，预计洞藏系列动销表现良好，普酒产品老化、销售承压。
2024 年净利率同比+1.55pct 至 35.33%，产品结构优化、费投有所增加，盈利能力提升；2024 年毛利率同比+2.92pct 至 73.94%，税金及附加/销售/管理费用率分别同比-0.22/+0.45/-0.02pct 至 15.08%/9.06%/3.17%，销售费率提升与广告宣传费、薪酬费增加有关。2024 年末合同负债余额 5.78 亿元，同比减少 1.56 亿元，2024 年收现 78.34 亿元，同比+2.22%，预计年末放松回款要求。
- **25Q1 洞藏增长稳健，中低端产品拖累收入表现，结构优化带动盈利能力提升。**
25Q1 收入同比-12.35%，分产品看，中高档/普通白酒收入分别同比-8.57%/-32.09%，预计洞藏在较高基数下仍实现稳健增长，金银星和普酒降幅较大、拖累收入表现；分地区看，25Q1 省内/省外收入分别同比-7.71%/-29.74%。
25Q1 净利率同比+1.28pct 至 40.63%，洞藏系列稳增带动产品结构提升，费投平稳，财务费率下降，盈利能力提升，25Q1 毛利率同比+1.50pct 至 76.49%，税金及附加/销售/管理/财务费用率分别同比+0.29/+1.01/+0.74/-1.30pct 至 14.43%/7.72%/3.14%/-1.62%。25Q1 末合同负债余额 4.57 亿元，同比减少 0.58 亿元，环比减少 1.21 亿元，25Q1 收现 22.10 亿元，同比-5.28%，收现表现略好于收入。
- **洞藏系列动销韧性延续，2025 年有望平稳增长。**2024 年节奏前高后低，下半年以去库纾压为主，25Q1 洞藏增势稳健，中低价位产品拖累收入表现。公司持续加强中高档产品系列销售，洞 6、洞 9 核心产品分别卡位 100-200、200-300 元大众价格带，自点率、开瓶率反馈较优，洞藏系列凭借强渠道推力有望在合肥、六安、淮南优势市场稳步增长，皖北市场延续放量，皖南、省外加强渗透，考虑 24H2 基数相对较低，2025 全年有望实现平稳发展。
- **盈利预测及投资建议：**根据最新公告我们调整此前盈利预测，预计公司 2025-2027 年营收分别为 73.86/78.57/85.27 亿元，归母净利润分别为 26.19/28.47/31.59 亿元，以 2025 年 4 月 30 日收盘价计算，对应 PE 分别为 13.4/12.3/11.1 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动影响消费；省内消费升级、省外拓展不及预期；食品安全风险。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	7344	7386	7857	8527
同比增长	8.5%	0.6%	6.4%	8.5%
归母净利润（百万元）	2589	2619	2847	3159
同比增长	13.4%	1.1%	8.7%	11.0%
毛利率	73.9%	75.3%	76.2%	76.9%
ROE	26.3%	23.3%	22.3%	21.8%
每股收益（元）	3.24	3.27	3.56	3.95
市盈率	13.6	13.4	12.3	11.1

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	9862	11190	12779	14748
货币资金	1316	2695	4383	6026
交易性金融资产	2534	2635	2736	2736
应收票据及应收账款	195	123	138	152
预付款项	16	12	13	14
存货	5043	4655	4734	5040
其他	759	1071	775	780
非流动资产	3527	3529	3557	3570
长期股权投资	17	15	13	11
固定资产	2595	2567	2539	2508
在建工程	300	360	408	446
无形资产	249	261	271	280
商誉	0	0	0	0
其他	366	326	326	325
资产总计	13389	14719	16336	18318
流动负债	3202	3129	3215	3495
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1534	1140	1213	1314
其他	1669	1990	2002	2182
非流动负债	315	308	305	305
长期借款	131	125	122	122
其他	184	182	183	183
负债合计	3518	3437	3520	3800
股本	800	800	800	800
未分配利润	7411	8423	9524	10745
少数股东权益	28	33	39	45
股东权益合计	9872	11282	12816	14517
负债及权益合计	13389	14719	16336	18318

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	2589	2619	2847	3159
折旧和摊销	235	293	307	305
营运资金的变动	-886	74	281	-50
经营活动产生现金流量	1907	3023	3439	3417
资本支出	-898	-356	-356	-356
长期投资	-1069	-98	-98	2
投资活动产生现金流量	-1897	-423	-425	-306
债权融资	106	-6	-3	0
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-937	-1221	-1326	-1468
现金净变动	-928	1379	1688	1643

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7344	7386	7857	8527
营业成本	1914	1821	1867	1969
税金及附加	1107	1130	1202	1305
销售费用	666	709	762	827
管理费用	233	251	283	307
研发费用	81	89	94	102
财务费用	-23	-26	-57	-97
投资收益	41	41	44	48
公允价值变动收益	17	2	2	0
信用减值损失	-8	-5	-5	-5
资产减值损失	0	0	0	0
营业利润	3444	3478	3777	4190
营业外收支	-35	-35	-35	-35
利润总额	3409	3443	3742	4154
所得税	815	819	890	989
净利润	2594	2624	2853	3166
少数股东损益	5	5	6	6
归属母公司净利润	2589	2619	2847	3159
EPS(元)	3.24	3.27	3.56	3.95

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	8.5%	0.6%	6.4%	8.5%
营业利润增长率	14.4%	1.0%	8.6%	10.9%
归母净利润增长率	13.4%	1.1%	8.7%	11.0%
盈利能力				
毛利率	73.9%	75.3%	76.2%	76.9%
归母净利率	35.3%	35.5%	36.2%	37.1%
ROE	26.3%	23.3%	22.3%	21.8%
偿债能力				
资产负债率	26.3%	23.3%	21.5%	20.7%
流动比率	3.08	3.58	3.97	4.22
速动比率	1.28	1.77	2.28	2.57
营运能力				
资产周转率	58.1%	52.6%	50.6%	49.2%
每股资料(元)				
每股收益	3.24	3.27	3.56	3.95
每股经营现金	2.38	3.78	4.30	4.27
估值比率(倍)				
PE	13.6	13.4	12.3	11.1
PB	3.6	3.1	2.7	2.4

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn