迎驾贡酒(603198)

报告日期：2025 年 05 月 06 日

产品结构持续升级，短期增速放缓

——迎驾贡酒 2024 年年报&25Q1 业绩点评

投资

- **24 年营收 73.44 亿元（同比+8%，下同）；归母净利润 25.89 亿元（+13%）。24Q4 营收 18.30 亿元（-7%）；归母净利润 5.83 亿元（-7%）。25Q1 营收 20.47 亿元（-12%）；归母净利润 8.29 亿元（-10%）。**
- **24 年省内洞藏系列产品结构持续提升，费用投放相对克制。公司 25Q1 收入利润略低于预期，或因金银星、百年迎驾等系列以及省外市场拖累。考虑到省内大众宴席消费需求较为刚性及洞 6 在百元价位带具备较强竞争优势，公司业绩有望实现增长。**
- **产品结构优化中高档酒占比提升，省内增速优于省外。**
  1）分产品：24 年中高档酒（洞藏、金银星系列）/普通酒（百年迎驾、简装酒）收入 57 亿元/13 亿元，分别同比+14%/-7%，体现产品结构持续优化。25Q1 中高档酒/普通酒收入 17 亿元/2 亿元，分别同比-9%/-32%。
  2）分市场：24 年公司省内/省外分别实现收入 51/19 亿元，同比+13%/+1%，省内市场较优。24 年省内净增加经销商 19 家，省外净减少经销商 27 家。25Q1 省内 16.33 亿元（-8%），省外 3.29 亿元（-30%）。
- **盈利能力提升，费用投放相对克制。**
  1）24 年毛/净利率同比+3/+2pct 至 73.94%/35.33%，25Q1 毛/净利率同比+1.5/+1.3pct 至 76.49%/40.63%。2）24 年销售/管理费用率同比+0.5/-0.02pct 至 9.06%/3.17%，25Q1 分别同比+1.0/+0.7pct 至 7.7%/3.1%。3）25Q1 末合同负债 4.57 亿元，环比-1.21 亿元，同比-0.58 亿元。4）2025Q1 年销售收现 22.1 亿元（-5%），经营性净现金流 4.96 亿元（-23%）。
- **盈利预测及估值：**考虑到公司 Q1 收入业绩增速低于预期，短期受金银星等老品及省外市场拖累，故下调 2025-2026 年收入增速至 3 %/5%；下调归母净利润增速至 3%/6%；预测 27 年收入 86.4 亿，归母净利润 31.24 亿元；对应 25-27 年 EPS 为 3.34/3.55/3.91 元。维持买入评级。
- **催化剂：**动销超预期；市场开拓超预期。
- **风险提示：**消费恢复不及预期； 市场竞争加剧。

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	7344	7560	7959	8642
(+/-) (%)	8.46%	2.95%	5.27%	8.58%
归母净利润	2589	2669	2841	3124
(+/-) (%)	13.45%	3.07%	6.45%	9.98%
每股收益(元)	3.24	3.34	3.55	3.91
P/E	13.57	13.17	12.37	11.25

资料来源：浙商证券研究所

投资评级：买入(维持)

分析师：杨骥
执业证书号：S1230522030003
yangji@stocke.com.cn

分析师：张家祯
执业证书号：S1230523080001
zhangjiazhen@stocke.com.cn

分析师：满静雅
执业证书号：S1230524100004
manjingya@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	￥43.92
总市值(百万元)	351.36
总股本(百万股)	800

股票走势图

相关报告

1 《Q2 利润超预期，看好洞藏结构升级延续》 2024.08.18
2 《Q1 业绩超预期，25 年百亿确定性强》 2024.05.05
3 《23Q3 利润超预期，洞藏增长势能延续》 2023.11.13

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	9862	10608	11374	12210
现金	1316	3121	3384	3960
交易性金融资产	2534	2056	2295	2176
应收账项	195	111	142	191
其它应收款	13	14	14	15
预付账款	16	11	13	14
存货	5043	4694	4848	5179
其他	746	600	679	675
非流动资产	3527	3973	4495	4889
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	17	0	0	0
固定资产	2595	2867	3219	3641
无形资产	249	287	320	342
在建工程	300	560	688	630
其他	366	259	268	276
资产总计	13389	14581	15869	17099
流动负债	3202	3069	3132	3234
短期借款	0	0	0	0
应付款项	1534	1028	1102	1295
预收账款	0	0	0	0
其他	1669	2041	2030	1938
非流动负债	315	282	289	296
长期借款	131	131	131	131
其他	184	151	158	164
负债合计	3518	3352	3421	3530
少数股东权益	28	77	135	211
归属母公司股东权	9844	11153	12314	13358
负债和股东权益	13389	14581	15869	17099

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1907	3356	2825	3086
净利润	2594	2718	2899	3201
折旧摊销	235	196	226	262
财务费用	(23)	(24)	(40)	(46)
投资损失	(41)	(58)	(55)	(54)
营运资金变动	(103)	65	(27)	74
其它	(755)	459	(178)	(351)
投资活动现金流	(1897)	(215)	(922)	(476)
资本支出	(718)	(709)	(686)	(607)
长期投资	5	17	0	0
其他	(1185)	477	(237)	131
筹资活动现金流	(937)	(1336)	(1640)	(2034)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	106	0	0	0
其他	(1043)	(1336)	(1640)	(2034)
现金净增加额	(928)	1806	262	576

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	7344	7560	7959	8642
营业成本	1914	1781	1840	1965
营业税金及附加	1107	1140	1200	1303
营业费用	666	703	764	786
管理费用	233	363	350	380
研发费用	81	84	88	96
财务费用	(23)	(24)	(40)	(46)
资产减值损失	(0)	(0)	(0)	(0)
公允价值变动损益	17	9	11	11
投资净收益	41	58	55	54
其他经营收益	28	35	33	32
营业利润	3444	3607	3847	4245
营业外收支	(35)	(36)	(37)	(38)
利润总额	3409	3571	3809	4207
所得税	815	854	910	1005
净利润	2594	2718	2899	3201
少数股东损益	5	49	58	77
归属母公司净利润	2589	2669	2841	3124
EBITDA	3632	3742	3995	4421
EPS（最新摊薄）	3.24	3.34	3.55	3.91

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	9.28%	2.95%	5.27%	8.58%
营业利润	14.27%	4.73%	6.63%	10.35%
归属母公司净利润	13.18%	3.07%	6.45%	9.98%
获利能力				
毛利率	73.94%	76.44%	76.88%	77.26%
净利率	35.33%	35.95%	36.42%	37.04%
ROE	28.38%	25.30%	24.00%	24.02%
ROIC	25.92%	23.91%	23.04%	23.46%
偿债能力				
资产负债率	26.27%	22.99%	21.56%	20.64%
净负债比率	3.75%	3.93%	3.85%	3.74%
流动比率	3.08	3.46	3.63	3.78
速动比率	1.50	1.93	2.08	2.17
营运能力				
总资产周转率	0.59	0.54	0.52	0.52
应收账款周转率	62.84	50.93	71.24	61.56
应付账款周转率	2.63	2.27	2.70	2.63
每股指标(元)				
每股收益	3.24	3.34	3.55	3.91
每股经营现金	2.38	4.20	3.53	3.86
每股净资产	12.30	13.94	15.39	16.70
估值比率				
P/E	13.57	13.17	12.37	11.25
P/B	3.57	3.15	2.85	2.63
EV/EBITDA	10.86	8.06	7.44	6.64

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.买 入： 相对于沪深 300 指数表现 + 20％以上；
2.增 持： 相对于沪深 300 指数表现 + 10％ ~ + 20％；
3.中 性： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％ ~ + 10％之间波动；
4.减 持： 相对于沪深 300 指数表现 - 10％以下。

行业的投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.看 好： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10%以上；
2.中 性： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
3.看 淡： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下。
我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。
建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。
本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。
本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。
本公司的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。本公司的资产管理公司、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。
本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层
北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层
深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层
上海总部邮政编码：200127
上海总部电话：(8621) 80108518
上海总部传真：(8621) 80106010
浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn