

控货稳价业绩承压，静待需求复苏

核心观点

- 需求疲软叠加控货去库，Q2 收入承压。**25 年上半年公司业绩出炉，其中 Q2 增速环比 Q1 下降，我们判断主要因宏观经济疲软、禁酒令影响下，公司主动放缓经营节奏，降低渠道压力。上半年收入同比-20.1%；归母净利润同比-24.6%；单 Q2 营业收入同比-48.5%，归母净利润同比-70.9%。预计核心单品口 5/10 均控量，新品兼系列推广效果仍待观察，导致公司高档酒收入同比增速由 Q1 的+4%降至 Q2 的-50%。省内动销放缓叠加竞争激烈，25H1 省内收入 21 亿（yoy-19%）；省外收入 3.8 亿（yoy-19%）。预计当前库存压力仍在，公司尚未完全放开经销商回款，25H1 末，公司合同负债为 3.0 亿，仍处于相对低位。
- 产品结构下移及批价下滑拖累毛利率，盈利水平暂时承压。**核心产品控货导致产品结构下行；且白酒批价普遍下滑，导致毛利率受到压制，公司单二季度毛利率同比-9.9pct，下降幅度超过 Q1。此外，Q2 收入基数下降导致费率增加，拖累净利率；广告宣传、促销业务费用同比有一定压缩，预计因公司提升费用投放效率，控制成本。
- 静待宏观经济回暖，需求复苏。**公司业绩增速取决于终端动销情况及渠道库存水平，口子窖核心产品口 5/10 主要面向亲友聚餐、走亲访友等场景，在根本上受到宏观经济影响，静待经济回暖、需求向好。此外，若公司渠道改革顺利，加强精细化渠道管理，有望助推业绩回暖。

盈利预测与投资建议

- 根据 25 年中报，对 25-26 年下调收入、毛利率。我们预测公司 2025-2027 年每股收益分别为 2.23、2.16、2.37 元（原预测 25-26 年为 3.17、3.54 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 37.91 元，维持买入评级。

风险提示

省内竞争加剧风险、渠道变革不及预期风险。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,962	6,015	4,929	4,859	5,298
同比增长(%)	16.1%	0.9%	-18.0%	-1.4%	9.0%
营业利润(百万元)	2,326	2,280	1,837	1,779	1,947
同比增长(%)	10.7%	-2.0%	-19.4%	-3.2%	9.4%
归属母公司净利润(百万元)	1,721	1,655	1,337	1,294	1,417
同比增长(%)	11.0%	-3.8%	-19.2%	-3.2%	9.4%
每股收益(元)	2.88	2.77	2.23	2.16	2.37
毛利率(%)	75.2%	74.6%	73.4%	73.4%	73.6%
净利率(%)	28.9%	27.5%	27.1%	26.6%	26.7%
净资产收益率(%)	18.5%	16.3%	12.3%	11.3%	11.6%
市盈率	12.2	12.7	15.7	16.2	14.8
市净率	2.1	2.0	1.9	1.8	1.7

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。

投资评级 买入（维持）

股价（2025年08月20日）	35.4元
目标价格	37.91元
52周最高价/最低价	50.77/31.87元
总股本/流通A股（万股）	59,812/59,812
A股市值（百万元）	21,173
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2025年08月22日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	2.64	4.95	2.09	-0.24
相对表现%	0.37	-0.29	-7.48	-28.41
沪深300%	2.27	5.24	9.57	28.17



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
燕斯娴	yansixian1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524080004

相关报告

中高档营收有所承压，维护渠道良性运转	2024-10-28
稳步推进兼系列铺货，业绩符合预期	2024-08-29
23年顺利收官，预计年份系列维持良性增长	2024-05-13

长

投资建议

根据 25 年中报，对 25-26 年下调收入、毛利率。我们预测公司 2025-2027 年每股收益分别为 2.23、2.16、2.37 元（原预测 25-26 年为 3.17、3.54 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 37.91 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）	每股收益（元）				市盈率			
		2025/8/20	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
古井贡酒	000596	161.30	10.44	11.64	12.97	14.45	15.45	13.86	12.44	11.16
迎驾贡酒	603198	44.76	3.24	3.32	3.59	3.90	13.83	13.49	12.46	11.48
伊力特	600197	16.79	0.60	0.67	0.75	0.85	27.80	24.93	22.38	19.75
洋河股份	002304	73.38	4.43	3.46	3.64	3.91	16.56	21.20	20.17	18.75
今世缘	603369	42.89	2.74	2.95	3.22	3.55	15.67	14.56	13.31	12.07
水井坊	600779	45.98	2.75	2.69	2.88	3.09	16.72	17.09	15.97	14.86
	调整后平均							17	15	14

数据来源：Wind、东方证券研究所

风险提示

- **省内竞争加剧风险。**安徽市场强势酒企较多，省内市场竞争较为激烈。公司目前拥有一定市场基础和品牌力，但如若省内竞品加大推广货折力度，可能对公司业绩造成不利影响。
- **渠道变革不及预期风险。**公司推进大商模式变革，若变革不及预期，可能对公司下沉市场开拓产生不利影响；此外，目前公司主要发力团购以助力中高端产品放量，若团购渠道开拓不及预期，可能对公司产品结构提升造成不利影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,515	1,923	3,372	4,170	4,527	营业收入	5,962	6,015	4,929	4,859	5,298
应收票据、账款及款项融资	446	391	319	314	343	营业成本	1,479	1,528	1,310	1,291	1,398
预付账款	26	22	18	17	19	销售费用	827	919	753	742	810
存货	5,067	5,854	5,019	4,946	5,355	管理费用	407	407	325	321	350
其他	525	273	14	14	14	研发费用	34	30	25	24	27
流动资产合计	7,578	8,464	8,741	9,462	10,258	财务费用	(12)	(4)	(5)	(7)	(8)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	29	9	0	0	0
固定资产	2,960	3,159	3,568	3,739	3,784	公允价值变动收益	7	2	(7)	1	1
在建工程	1,134	965	598	415	333	投资净收益	20	25	32	26	27
无形资产	513	498	482	467	451	其他	(899)	(871)	(708)	(734)	(803)
其他	347	574	447	457	493	营业利润	2,326	2,280	1,837	1,779	1,947
非流动资产合计	4,954	5,195	5,096	5,079	5,061	营业外收入	3	1	2	2	2
资产总计	12,532	13,659	13,837	14,540	15,319	营业外支出	1	7	8	8	8
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	2,328	2,274	1,831	1,773	1,941
应付票据及应付账款	848	828	710	700	758	所得税	606	618	494	479	524
其他	1,740	2,114	1,731	1,846	1,823	净利润	1,721	1,655	1,337	1,294	1,417
流动负债合计	2,588	2,942	2,441	2,545	2,581	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1,721	1,655	1,337	1,294	1,417
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	2.88	2.77	2.23	2.16	2.37
其他	195	203	203	203	203						
非流动负债合计	195	203	203	203	203	主要财务比率					
负债合计	2,783	3,145	2,644	2,748	2,783		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	600	600	598	598	598	营业收入	16.1%	0.9%	-18.0%	-1.4%	9.0%
资本公积	852	861	984	984	984	营业利润	10.7%	-2.0%	-19.4%	-3.2%	9.4%
留存收益	8,298	9,054	9,610	10,210	10,953	归属于母公司净利润	11.0%	-3.8%	-19.2%	-3.2%	9.4%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	9,749	10,514	11,193	11,792	12,536	毛利率	75.2%	74.6%	73.4%	73.4%	73.6%
负债和股东权益总计	12,532	13,659	13,837	14,540	15,319	净利率	28.9%	27.5%	27.1%	26.6%	26.7%
						ROE	18.5%	16.3%	12.3%	11.3%	11.6%
						ROIC	18.3%	16.3%	12.3%	11.3%	11.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	22.2%	23.0%	19.1%	18.9%	18.2%
净利润	1,721	1,655	1,337	1,294	1,417	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	260	300	285	329	363	流动比率	2.93	2.88	3.58	3.72	3.97
财务费用	(12)	(4)	(5)	(7)	(8)	速动比率	0.96	0.89	1.52	1.77	1.90
投资损失	(20)	(25)	(32)	(26)	(27)	营运能力					
营运资金变动	(828)	(366)	421	187	(404)	应收账款周转率	1,362.3	610.1	408.8	496.4	521.6
其它	(211)	(102)	134	(11)	(37)	存货周转率	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3
经营活动现金流	911	1,459	2,140	1,768	1,304	总资产周转率	0.5	0.5	0.4	0.3	0.4
资本支出	(504)	(299)	(312)	(302)	(310)	每股指标(元)					
长期投资	7	7	0	0	0	每股收益	2.88	2.77	2.23	2.16	2.37
其他	199	212	276	27	28	每股经营现金流	1.52	2.43	3.58	2.96	2.18
投资活动现金流	(298)	(80)	(36)	(276)	(282)	每股净资产	16.30	17.58	18.71	19.72	20.96
债权融资	6	1	(2)	(6)	0	估值比率					
股权融资	24	9	122	0	0	市盈率	12.2	12.7	15.7	16.2	14.8
其他	(830)	(959)	(775)	(688)	(665)	市净率	2.1	2.0	1.9	1.8	1.7
筹资活动现金流	(800)	(948)	(656)	(694)	(665)	EV/EBITDA	7.5	7.5	9.1	9.1	8.3
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	8.3	8.4	10.5	10.8	9.9
现金净增加额	(188)	431	1,448	798	357						

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。