

迎驾贡酒（603198）

2025 年中报点评：中低档酒加快出清，洞藏相对保持平稳

买入（维持）

2025 年 08 月 26 日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	6,771	7,344	6,416	6,809	7,586
同比（%）	22.99	8.46	(12.63)	6.13	11.40
归母净利润（百万元）	2,282	2,589	2,167	2,349	2,707
同比（%）	33.85	13.45	(16.31)	8.40	15.23
EPS-最新摊薄（元/股）	2.85	3.24	2.71	2.94	3.38
P/E（现价&最新摊薄）	16.50	14.55	17.38	16.03	13.91

投资要点

- **事件：**公司发布 2025 年中报，25H1 公司收入、归母净利分别同比-16.9%、-18.2%；对应 25Q2 收入、归母净利同比-24.1%、-35.2%。
- **洞藏势能稳健，中低档酒加大去库力度。**25H1 公司酒类收入同比-17.4%，Q1、Q2 同比分别为-12.3%、-25.7%，Q2 降幅扩大，1 是金银星加大老品控货去库力度，2 是场景受损影响。**1）分产品看：**Q2 中高档酒、普酒收入分别同比-23.6%、-32.9%，估算洞藏系列个位数下滑，场景冲击相对可控；中低档盒装酒整体深度调整，其中金银星产品降幅环比扩大。伴随 100 元以下产品趋于老化，公司规划后续进行产品更新升级，现阶段老品以去库出清为主。**2）分区域看：**Q2 省内、省外收入分别同比-20.3%、-36.4%，省外市场以中低端产品为主，控货出清影响体现更为明显；省内市场公司渠道秩序及回款节奏仍然保持稳健。
- **收现保持健康，规模负效应拖累盈利。****1）收现端：**25Q2 公司收现比达 115%，同比+8.3pct，预收环比小幅回落 0.2 亿元。**2）利润端：**25Q2 公司净利率同比-4.7pct 至 27.1%，主因：①25Q2 毛利率同比-2.6pct，参考 25H1 中高档酒、普酒毛利率分别同比+0.6、-1.7pct，25Q2 毛利率下降主系固定成本影响。②25Q2 销售、管理(含研发)费用分别同比+2.0%、8.7%，费率分别同比+3.4、2.1pct，其中广宣费、折旧摊销费用是主要增量项。公司全年费用预算同比基本保持平稳，预计伴随下半年收入降幅收窄，费率波动有望边际趋缓。
- **渠道深耕稳扎稳打，产品调整有序推进。**2025 年面对复杂环境变化，公司在渠道拓展方面，继续推进“1233”工程强抓核心消费者、核心烟酒店培育工作，同时针对性调整大区架构、完善人员配置，实现组织与团队的深度下沉，强化网点下沉及核心终端管理工作。在产品布局方面，公司持续聚焦洞藏系列核心产品，同时有序优化并规范金银星、普酒等产品序列，突出产品精准定位，严格规范价格体系管理。
- **盈利预测与投资评级：**看好安徽白酒 100~300 元价位带稳步扩容，2025 年迎驾中低档酒集中出清，后续有望轻装上阵，期待恢复较好增势。参考 25H1 财报情况，我们调整公司 2025~27 年归母净利润为 21.7、23.5、27.1 亿元（前值 26.2、28.4、32.1 亿元），当前股价对应 PE 为 17/16/14X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**省内消费升级不及预期、省外竞争加剧、食品安全问题。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	47.08
一年最低/最高价	37.79/80.19
市净率(倍)	3.53
流通 A 股市值(百万元)	37,664.00
总市值(百万元)	37,664.00

基础数据

每股净资产(元,LF)	13.34
资产负债率(%,LF)	22.66
总股本(百万股)	800.00
流通 A 股(百万股)	800.00

相关研究

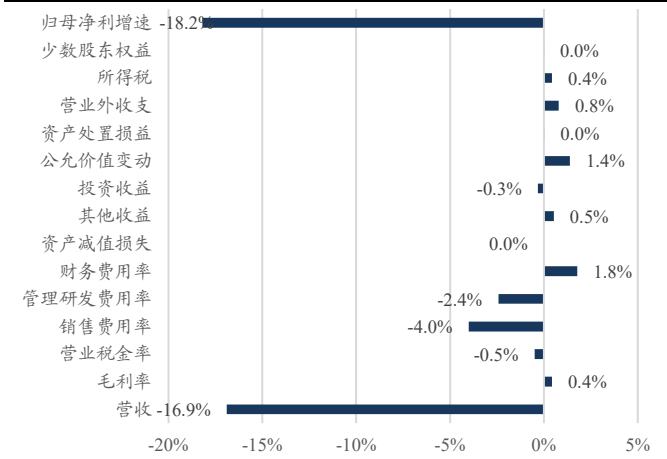
《迎驾贡酒(603198)：2024 年报及 2025 一季报点评：中低档酒降速消化，洞藏势能保持积极》

2025-04-29

《迎驾贡酒(603198)：2024 年三季报点评：适度降速，释放风险》

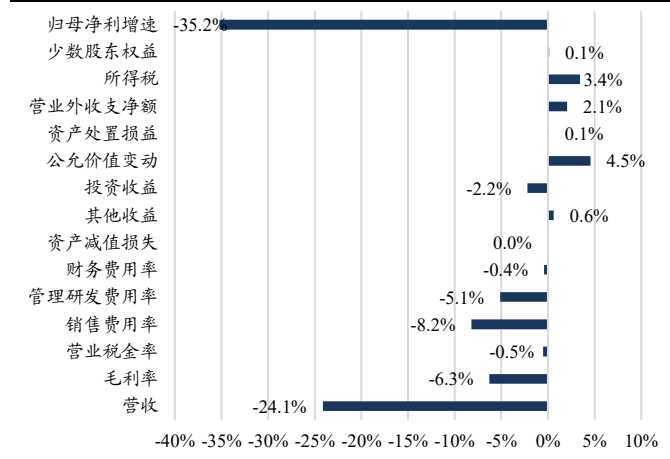
2024-10-30

图1：25H1 迎驾贡酒归母净利同比增速贡献拆分



数据来源：wind、东吴证券研究所

图2：25Q2 迎驾贡酒归母净利同比增速贡献拆分



数据来源：wind、东吴证券研究所

迎驾贡酒三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	9,862	11,150	12,837	14,886	营业总收入	7,344	6,416	6,809	7,586
货币资金及交易性金融资产	3,849	6,432	7,922	9,655	营业成本(含金融类)	1,914	1,676	1,717	1,823
经营性应收款项	261	111	117	130	税金及附加	1,107	962	1,021	1,138
存货	5,043	3,902	4,093	4,396	销售费用	666	665	693	759
合同资产	0	0	0	0	管理费用	233	246	253	274
其他流动资产	709	704	704	705	研发费用	81	85	90	94
非流动资产	3,527	3,611	3,643	3,644	财务费用	(23)	(40)	(32)	(35)
长期股权投资	17	17	17	17	加:其他收益	28	26	27	30
固定资产及使用权资产	2,596	2,508	2,391	2,242	投资净收益	41	53	51	57
在建工程	300	418	515	612	公允价值变动	17	0	0	0
无形资产	249	303	357	410	减值损失	(8)	1	1	1
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	34	34	34	34	营业利润	3,444	2,900	3,146	3,620
其他非流动资产	331	330	329	328	营业外净收支	(35)	(29)	(34)	(34)
资产总计	13,389	14,761	16,480	18,530	利润总额	3,409	2,871	3,112	3,586
流动负债	3,202	3,006	3,127	3,389	减:所得税	815	703	762	879
短期借款及一年内到期的非流动负债	1	1	1	1	净利润	2,594	2,167	2,349	2,707
经营性应付款项	1,534	803	823	874	减:少数股东损益	5	0	0	1
合同负债	578	687	704	748	归属母公司净利润	2,589	2,167	2,349	2,707
其他流动负债	1,090	1,515	1,598	1,766	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.24	2.71	2.94	3.38
非流动负债	315	315	315	315	EBIT	3,364	2,782	3,035	3,498
长期借款	131	131	131	131	EBITDA	3,599	3,031	3,316	3,810
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	73.94	73.88	74.78	75.96
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	35.26	33.77	34.50	35.68
其他非流动负债	184	184	184	184	收入增长率(%)	8.46	(12.63)	6.13	11.40
负债合计	3,518	3,322	3,442	3,704	归母净利润增长率(%)	13.45	(16.31)	8.40	15.23
归属母公司股东权益	9,844	11,411	13,010	14,797					
少数股东权益	28	28	29	29					
所有者权益合计	9,872	11,439	13,039	14,826					
负债和股东权益	13,389	14,761	16,480	18,530					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,907	3,492	2,535	2,942	每股净资产(元)	12.30	14.26	16.26	18.50
投资活动现金流	(1,897)	(609)	(745)	(890)	最新发行在外股份(百万股)	800	800	800	800
筹资活动现金流	(937)	(600)	(750)	(920)	ROIC(%)	27.56	19.47	18.53	18.78
现金净增加额	(928)	2,283	1,040	1,133	ROE-摊薄(%)	26.30	18.99	18.06	18.29
折旧和摊销	235	249	280	312	资产负债率(%)	26.27	22.50	20.88	19.99
资本开支	(898)	(359)	(344)	(344)	P/E (现价&最新股本摊薄)	14.55	17.38	16.03	13.91
营运资本变动	(886)	1,100	(77)	(54)	P/B (现价)	3.83	3.30	2.90	2.55

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>