

## 迎驾贡酒 (603198.SH)

增持 (维持)

### Q2 环比加速调整, 主动释放压力

公司发布 25 年半年报, 25H1 实现收入/归母净利润 31.6 亿元/11.3 亿元, 同比 -16.9%/-18.0%。公司自 24Q3 便开始主动调整, 25Q2 加大出清力度, 从普通白酒到省外市场, 我们认为包袱已基本得到出清, 展望 25H2, 我们认为在“禁酒令”纠偏的背景下, 迎驾核心产品洞藏 6/9 所处价格带需求有望率先修复, 考虑到公司提前出清及调结构, 在低基数下有望改善。预计 25-27 年 EPS 分别为 2.78 元、3.07 元与 3.35 元, 当前股价对应 25 年 16.9 倍 PE, 维持“增持”评级。

□ **25Q2 收入/利润-24%/-35%, 出清环比加速, 现金流承压。**公司 25H1 实现收入/归母净利润 31.6 亿元/11.3 亿元, 同比-16.9%/-18.0%, 25Q2 单季度实现收入/归母净利润 11.1 亿元/3.0 亿元, 同比-24.1%/-35.2%, 环比加速调整。25Q2 现金回款 12.8 亿元 (yoy-17.9%), 经营性现金流-1.8 亿元, 期末合同负债 4.4 亿元 (yoy-4.7%), 现金流及预收款承压。

□ **25Q2 普通白酒及省外市场延续调整, 结构聚焦。**分产品来看, 25Q2 中高档/普通白酒收入 8.2 亿元/2.1 亿元, 同比-23.6%/-32.9%, 中高档白酒降幅扩大, 产品结构更聚焦以洞藏为代表的中高档。分区域来看, 25Q2 省内/省外市场收入 7.3 亿元/3.0 亿元, 同比-20.3%/-36.4%, 省外延续调整, 省内同步出清, 预计前期包袱得到一定程度缓解。25Q2 省内/省外经销商数量分别为 761 家/622 家, 净增 3/1 家。

□ **25H1 毛利率同比持平、净利率小幅波动。**25H1 实现毛利率/净利率水平 73.6% (同比基本持平)/35.9% (yoy-0.7pct), 分产品来看, 中高档/普通白酒毛利率分别为 81.3% (yoy+0.8pct)/55.5% (yoy-1.6pct)。25Q2 实现毛利率/净利率水平 68.3% (yoy-2.8pct)/27.1% (yoy-4.8pct)。费用方面, 25H1 销售/管理费用率分别为 9.7% (yoy+1.7pct)/4.0% (yoy+1.2pct), 主要系公司广告宣传费、租赁费、折旧费与无形资产摊销等增加所致; 25Q2 销售/管理费用率分别为 13.4% (yoy+3.4pct)/5.5% (yoy+2.1pct)。

□ **投资建议: Q2 环比加速调整, 主动释放压力。**公司自 24Q3 便开始主动调整, 25Q2 加大出清力度, 从普通白酒到省外市场, 我们认为包袱已基本得到出清, 展望 25H2, 我们认为在“禁酒令”纠偏的背景下, 迎驾核心产品洞藏 6/9 所处价格带需求有望率先修复, 考虑到公司提前出清及调结构, 在低基数下有望改善。考虑到公司 25H1 调整出清, 我们下调盈利预测, 预计 25-27 年 EPS 分别为 2.78 元、3.07 元与 3.35 元, 当前股价对应 25 年 16.9 倍 PE, 维持“增持”评级。

□ **风险提示: 省内竞争加剧、商务需求恢复不及预期、省外扩张受阻、升级产品不及预期等。**

### 财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	6720	7344	6603	7088	7519
同比增长	22%	9%	-10%	7%	6%
营业利润(百万元)	3014	3444	2919	3222	3518
同比增长	32%	14%	-15%	10%	9%
归母净利润(百万元)	2288	2589	2226	2456	2680

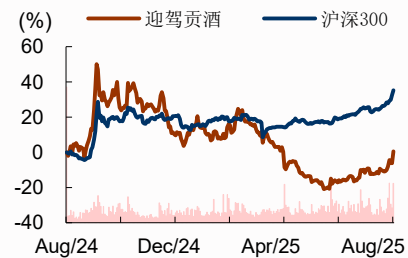
消费品/食品饮料  
目标估值: NA  
当前股价: 47.08 元

### 基础数据

总股本 (百万股)	800
已上市流通股 (百万股)	800
总市值 (十亿元)	37.7
流通市值 (十亿元)	37.7
每股净资产 (MRQ)	12.2
ROE (TTM)	23.9
资产负债率	22.1%
主要股东	安徽迎驾集团股份有限公司
主要股东持股比例	72.22%

### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	11	-9	-3
相对表现	3	-23	-37



资料来源: 公司数据、招商证券

### 相关报告

- 《迎驾贡酒 (603198) —需求减弱 环比降速, 竞争加剧盈利承压》 2024-10-30
- 《迎驾贡酒 (603198) —Q2 业绩超预期增长, 受益性价比消费》 2024-08-28
- 《迎驾贡酒 (603198) —洞藏势能持续, 利润增长超预期》 2023-10-31

陈书慧 S1090523010003  
 ✉ chenshuhui@cmschina.com.cn  
 刘成 S1090523070012  
 ✉ liucheng5@cmschina.com.cn  
 朱彦霖 研究助理  
 ✉ zhuyanlin@cmschina.com.cn

同比增长	34%	13%	-14%	10%	9%
每股收益(元)	2.86	3.24	2.78	3.07	3.35
PE	16.5	14.5	16.9	15.3	14.1
PB	4.5	3.8	3.5	3.1	2.8

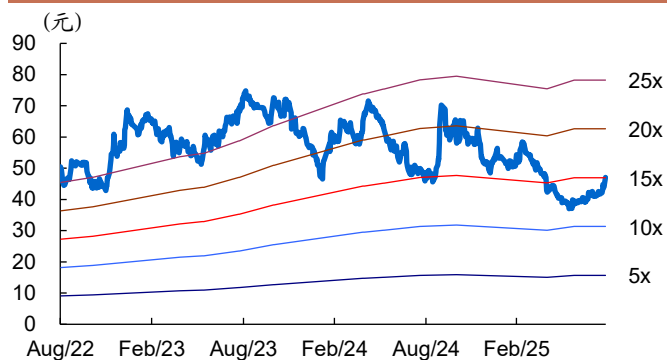
资料来源：公司数据、招商证券

表 1: 季度拆分表

百万元, 元, %	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	2023	2024
一、营业总收入	1,661	1,916	2,325	1,461	1,728	1,830	2,047	1,113	6,720	7,344
二、营业总成本	899	1,128	1,131	855	901	1,099	974	747	3,817	3,986
其中：营业成本	449	561	579	421	417	496	481	353	1,924	1,914
营业税金及附加	244	316	330	228	253	297	295	176	1,035	1,107
营业费用	137	174	156	146	155	208	158	149	581	666
管理费用	51	59	54	50	59	70	64	61	209	233
研发费用	18	21	18	17	21	25	12	14	77	81
财务费用	-2	-3	-8	-8	-5	-2	-33	-4	-8	-23
资产减值损失	0	-1	1	0	0	6	-3	-2	-1	8
三、其他经营收益	14	46	21	19	21	25	27	30	111	86
其它收益	6	15	7	4	8	9	10	6	37	28
公允价值变动收益	-15	13	-2	-8	0	27	-4	15	2	17
投资收益	23	17	16	24	13	-11	21	9	74	41
四、营业利润	777	834	1,215	625	848	756	1,100	396	3,014	3,444
加：营业外收入	1	2	1	2	1	1	3	8	4	6
减：营业外支出	3	11	0	13	26	2	2	6	19	41
五、利润总额	775	825	1,216	615	823	756	1,102	398	2,999	3,409
减：所得税	183	192	300	148	194	173	270	96	706	815
六、净利润	592	633	916	467	628	583	832	302	2,293	2,594
减：少数股东损益	1	0	3	1	1	0	3	0	5	5
七、归属母公司所有者净利润	591	633	913	466	628	583	829	302	2,288	2,589
<b>EPS</b>	<b>0.74</b>	<b>0.79</b>	<b>1.14</b>	<b>0.58</b>	<b>0.78</b>	<b>0.73</b>	<b>1.04</b>	<b>0.38</b>	<b>2.86</b>	<b>3.24</b>
<b>主要比率</b>										
毛利率	73.0%	70.7%	75.1%	71.1%	75.8%	72.9%	76.5%	68.3%	71.4%	73.9%
主营税金率	14.7%	16.5%	14.2%	15.6%	14.6%	16.2%	14.4%	15.8%	15.4%	15.1%
营业费率	8.3%	9.1%	6.7%	10.0%	9.0%	11.4%	7.7%	13.4%	8.7%	9.1%
管理费用率	3.1%	3.1%	2.3%	3.4%	3.4%	3.8%	3.1%	5.5%	3.1%	3.2%
营业利润率	46.8%	43.5%	52.3%	42.8%	49.1%	41.3%	53.7%	35.6%	44.9%	46.9%
实际税率	23.7%	23.3%	24.6%	24.1%	23.6%	22.9%	24.5%	24.2%	23.6%	23.9%
净利率	35.6%	33.0%	39.3%	31.9%	36.3%	31.9%	40.5%	27.1%	34.0%	35.3%
<b>同比增长率</b>										
收入增长率	21.9%	18.8%	21.3%	19.0%	4.0%	-4.5%	-11.9%	-23.8%	22.1%	9.3%
营业利润增长率	32.1%	28.4%	31.5%	30.4%	9.2%	-9.3%	-9.4%	-36.6%	32.2%	14.3%
净利润增长率	39.5%	26.0%	30.4%	28.0%	6.2%	-7.9%	-9.2%	-35.2%	34.2%	13.2%

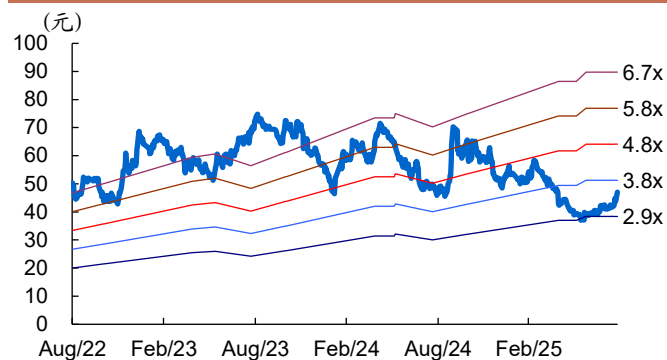
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 迎驾贡酒历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 迎驾贡酒历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《迎驾贡酒（603198）—需求减弱环比降速，竞争加剧盈利承压》2024-10-30
- 2、《迎驾贡酒（603198）—Q2 业绩超预期增长，受益性价比消费》2024-08-28
- 3、《迎驾贡酒（603198）—洞藏势能持续，利润增长超预期》2023-10-31

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	9022	9862	10505	11787	13202
现金	2239	1316	2511	3486	4594
交易性投资	1579	2534	2534	2534	2534
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	39	195	175	188	200
其它应收款	11	13	12	13	14
存货	4451	5043	4588	4832	5081
其他	703	761	685	735	779
<b>非流动资产</b>	2667	3527	3720	3890	4039
长期股权投资	22	17	17	17	17
固定资产	1768	2595	2820	3018	3191
无形资产商誉	244	249	224	202	182
其他	633	666	659	653	649
<b>资产总计</b>	<b>11689</b>	<b>13389</b>	<b>14225</b>	<b>15677</b>	<b>17241</b>
<b>流动负债</b>	3146	3202	3007	3111	3218
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	805	1534	1395	1469	1545
预收账款	733	578	525	553	582
其他	1608	1091	1087	1089	1091
<b>长期负债</b>	165	315	315	315	315
长期借款	25	131	131	131	131
其他	140	184	184	184	184
<b>负债合计</b>	<b>3311</b>	<b>3518</b>	<b>3323</b>	<b>3427</b>	<b>3533</b>
股本	800	800	800	800	800
资本公积金	1261	1233	1233	1233	1233
留存收益	6275	7811	8837	10180	11632
少数股东权益	41	28	32	37	42
归属于母公司所有者权益	8337	9844	10870	12213	13665
<b>负债及权益合计</b>	<b>11689</b>	<b>13389</b>	<b>14225</b>	<b>15677</b>	<b>17241</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	2198	1907	2839	2534	2780
净利润	2293	2594	2231	2461	2686
折旧摊销	220	235	350	374	395
财务费用	0	0	(7)	(16)	(24)
投资收益	(74)	(41)	(93)	(81)	(76)
营运资金变动	(195)	(866)	359	(204)	(200)
其它	(46)	(15)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(247)	(1897)	(451)	(463)	(468)
资本支出	(575)	(903)	(544)	(544)	(544)
其他投资	328	(995)	93	81	76
<b>筹资活动现金流</b>	(857)	(937)	(1193)	(1097)	(1204)
借款变动	(5)	50	(1)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	(28)	0	0	0
股利分配	(880)	(1040)	(1200)	(1113)	(1228)
其他	28	81	7	16	24
<b>现金净增加额</b>	<b>1094</b>	<b>(928)</b>	<b>1195</b>	<b>974</b>	<b>1109</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	6720	7344	6603	7088	7519
营业成本	1924	1914	1741	1834	1928
营业税金及附加	1035	1107	1009	1083	1141
营业费用	581	666	697	713	719
管理费用	209	233	275	260	238
研发费用	77	81	57	69	73
财务费用	(8)	(23)	(7)	(16)	(24)
资产减值损失	(1)	(8)	(5)	(5)	(2)
公允价值变动收益	2	17	28	20	15
其他收益	37	28	34	30	30
投资收益	74	41	31	31	31
<b>营业利润</b>	3014	3444	2919	3222	3518
营业外收入	4	6	13	12	11
营业外支出	19	41	12	12	12
<b>利润总额</b>	2999	3409	2920	3222	3517
所得税	706	815	689	761	832
少数股东损益	5	5	4	5	5
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2288</b>	<b>2589</b>	<b>2226</b>	<b>2456</b>	<b>2680</b>

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	22%	9%	-10%	7%	6%
营业利润	32%	14%	-15%	10%	9%
归母净利润	34%	13%	-14%	10%	9%
<b>获利能力</b>					
毛利率	71.4%	73.9%	73.6%	74.1%	74.4%
净利率	34.0%	35.3%	33.7%	34.6%	35.6%
ROE	30.0%	28.5%	21.5%	21.3%	20.7%
ROIC	29.7%	28.2%	21.1%	20.9%	20.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	28.3%	26.3%	23.4%	21.9%	20.5%
净负债比率	0.2%	1.0%	0.9%	0.8%	0.8%
流动比率	2.9	3.1	3.5	3.8	4.1
速动比率	1.5	1.5	2.0	2.2	2.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
存货周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	161.0	62.8	35.7	39.0	38.8
应付账款周转率	2.3	1.6	1.2	1.3	1.3
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	2.86	3.24	2.78	3.07	3.35
每股经营净现金	2.75	2.38	3.55	3.17	3.48
每股净资产	10.42	12.30	13.59	15.27	17.08
每股股利	1.30	1.50	1.39	1.53	1.68
<b>估值比率</b>					
PE	16.5	14.5	16.9	15.3	14.1
PB	4.5	3.8	3.5	3.1	2.8
EV/EBITDA	12.0	10.6	11.8	10.8	9.9

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。