太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2025 年 08 月 26 日

公司点评

增持/维持

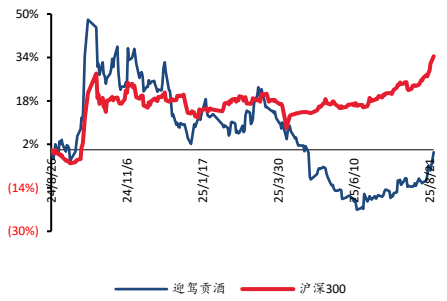
迎驾贡酒(603198)

目标价：52.02

昨收盘:47.08

迎驾贡酒：二季度业绩继续承压，静待行业复苏

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	8/8
总市值/流通(亿元)	376.64/376.64
12 个月内最高/最低价(元)	80.19/37.79

相关研究报告

<<迎驾贡酒：中低端产品拖累业绩表现，期待后续修复>>--2025-04-30

<<迎驾贡酒：Q3 需求平淡业绩低预期，主动降速保持良性发展>>--2024-10-30

<<迎驾贡酒：产品周期向上势能正强，利润端弹性持续兑现>>--2024-08-19

证券分析师：郭梦婕
电话：
E-MAIL：guomj@tpyzq.com
分析师登记编号：S1190523080002
证券分析师：林叙希
电话：
E-MAIL：linxx@tpyzq.com
分析师登记编号：S1190525030001

事件：公司发布 2025 年半年报，2025H1 实现营收 31.60 亿元，同比-16.89%，归母净利润 11.30 亿元，同比-18.19%，扣非归母净利润 10.93 亿元，同比-19.94%。2024Q2 实现营收 11.30 亿元，同比-24.13%，归母净利润 3.02 亿元，同比-35.20%，扣非归母净利润为 2.77 亿元，同比-40.24%。

二季度较高基数下收入降幅扩大，洞藏系列动销承压。分产品看，2025H1 中高档白酒/普通白酒分别实现营收 25.4/4.5 亿元，同比-14.0%/-32.5%，2025Q2 中高档白酒/普通白酒分别实现营收 8.2/2.1 亿元，同比-23.6%/-32.9%，政商务消费场景受限洞藏系列动销下滑较大。分区域看，2025H1 省内/省外分别实现营收 23.6/6.3 亿元，同比-12.0%/-33.0%，2025Q2 分别实现营收 7.3/3.0 亿元，同比-20.3%/-36.4%，省内表现相对优于省外。2025Q2 末省内/省外经销商数量分别为 761/622 家，较 2024 年底净增 10 个，经销商体系较为稳定。

盈利能力下滑，渠道回款节奏放缓。2025H1 公司毛利率为 73.6%，同比+0.2pct，其中 2025Q2 毛利率 68.3%，同比-2.6pct，二季度洞藏系列承压产品结构下滑。2025H1 销售/管理费用率分别为 9.7%/4.0%，同比+1.8/+1.2pct，2025Q2 销售/管理费用率分别为 13.4%/6.8%，同比+3.4/+2.2pct，上半年主因广宣费用以及折旧摊销费用增长较多，叠加收入下滑费用率提升。2025H1/2025Q2 公司归母净利率为 35.8%/27.1%，同比-0.6/-4.6pct，毛利率承压叠加费用率上升净利率下滑。2025H1 销售回款 34.88 亿元，同比-10.4%，2025H1 经营性现金流净额 3.17 亿元，同比-45.7%，销售回款放缓及渠道资金压力较大。2025Q2 末合同负债 4.4 亿元，同比/环比分别-0.2/-0.2 亿元，经销商打款意愿仍然较低。

投资建议：根据公司 2025H1 业绩以及近期动销情况，我们调整公司盈利预测。预计 2025-2027 年收入增速分别为-16%/5%/6%，归母净利润增速分别为-17%/8%/8%，EPS 分别为 2.68/2.89/3.12 元，对应当前股价 PE 分别为 18x/16x/15x，按照 2026 年 18X 给予目标价 52.02 元，给予“增持”评级。

风险提示：食品安全风险、渠道开拓不及预期、行业竞争加剧风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	7,344	6,188	6,510	6,913
营业收入增长率(%)	8.46%	-15.74%	5.21%	6.18%
归母净利（百万元）	2,589	2,142	2,309	2,499
净利润增长率(%)	13.45%	-17.27%	7.81%	8.20%
摊薄每股收益（元）	3.24	2.68	2.89	3.12
市盈率（PE）	16.65	17.58	16.31	15.07

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表（百万）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,242	1,316	4,336	5,208	6,167
应收和预付款项	66	210	0	0	0
存货	4,472	5,043	0	0	0
其他流动资产	2,386	3,293	3,229	3,229	3,229
流动资产合计	9,166	9,862	7,564	8,437	9,396
长期股权投资	22	17	21	28	31
投资性房地产	10	9	10	10	10
固定资产	1,805	2,595	2,814	3,089	3,458
在建工程	409	300	321	369	356
无形资产开发支出	252	249	293	333	363
长期待摊费用	16	34	34	34	34
其他非流动资产	9,368	10,185	7,887	8,760	9,719
资产总计	11,881	13,389	11,380	12,624	13,970
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	822	1,534	0	0	0
长期借款	25	131	131	131	131
其他负债	2,489	1,853	224	224	224
负债合计	3,336	3,518	355	355	355
股本	800	800	800	800	800
资本公积	1,441	1,233	1,233	1,233	1,233
留存收益	6,262	7,811	8,960	10,199	11,540
归母公司股东权益	8,503	9,844	10,993	12,232	13,573
少数股东权益	41	28	32	37	42
股东权益合计	8,544	9,872	11,025	12,269	13,615
负债和股东权益	11,881	13,389	11,380	12,624	13,970

现金流量表（百万）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	2,189	1,907	4,514	2,549	2,763
投资性现金流	-118	-1,897	-502	-606	-647
融资性现金流	-977	-937	-993	-1,070	-1,158
现金增加额	1,094	-928	3,020	873	958

利润表（百万）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,771	7,344	6,188	6,510	6,913
营业成本	1,962	1,914	1,599	1,644	1,714
营业税金及附加	1,036	1,107	934	977	1,040
销售费用	583	666	588	599	608
管理费用	216	233	235	234	242
财务费用	-8	-23	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	0
投资收益	71	41	53	52	54
公允价值变动	2	17	0	0	0
营业利润	3,011	3,444	2,846	3,065	3,317
其他非经营损益	-22	-35	-30	-29	-31
利润总额	2,989	3,409	2,816	3,036	3,286
所得税	702	815	670	722	782
净利润	2,287	2,594	2,146	2,314	2,504
少数股东损益	5	5	4	5	5
归母股东净利润	2,282	2,589	2,142	2,309	2,499

预测指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	71.02%	73.94%	74.15%	74.74%	75.21%
销售净利率	33.71%	35.26%	34.62%	35.47%	36.14%
销售收入增长率	22.99%	8.46%	-15.74%	5.21%	6.18%
EBIT 增长率	33.23%	14.73%	-16.97%	7.90%	8.30%
净利润增长率	33.85%	13.45%	-17.27%	7.81%	8.20%
ROE	26.84%	26.30%	19.48%	18.88%	18.41%
ROA	19.21%	19.34%	18.82%	18.29%	17.89%
ROIC	26.18%	25.59%	19.08%	18.52%	18.09%
EPS(X)	2.85	3.24	2.68	2.89	3.12
PE(X)	23.26	16.65	17.58	16.31	15.07
PB(X)	6.24	4.38	3.43	3.08	2.77
PS(X)	7.83	5.88	6.09	5.79	5.45
EV/EBITDA(X)	16.11	11.66	11.05	9.96	8.92

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼

太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。