

迎驾贡酒 (603198.SH)

2025Q2 收入及净利润降幅扩大，持续释放需求压力

优于大市

核心观点

2025Q2 收入、净利润降幅环比扩大，进一步释放需求压力。2025H1 公司实现营业收入总收入 31.60 亿元/同比-16.9%，归母净利润 11.30 亿元/同比-18.2%；其中 25Q2 营业收入 11.13 亿元/同比-24.1%，归母净利润 3.02 亿元/同比-35.2%。

2025Q2 安徽省内需求压力增加，预计洞藏系列销售表现好于整体。分产品看，2025Q2 中高档白酒（洞藏、金银星）收入 8.17 亿元/同比-23.6%，普通白酒（百年迎驾贡等）收入 2.10 亿元/同比-32.9%。第二季度受政策影响各消费场景需求均下滑较多，公司主销品价位偏低，洞 6/洞 9 在 100-200 元价位仍有低速走量，预计下滑幅度小于整体；洞 16 及以上预计销售承压。金银星、百年迎驾贡（省外为主）在需求普降背景下延续 2025Q1 下滑趋势。分区域看，2025Q2 省内收入 7.30 亿元/同比-20.3%，省外收入 2.96 亿元/同比-36.4%；洞藏系列在省内消费者和渠道基础相对扎实，下滑幅度较小。分渠道看，2025Q2 批发代理收入 9.44 亿元/同比-27.4%，直销（含团购）收入 0.82 亿元/同比+1.5%；公司渠道结构以中小商和终端烟酒店为主，坚持渠道低库存运作，经销渠道下滑幅度较大反映省内白酒需求压力增加。

需求压力下公司以促进动销、纾压渠道为主，2025Q2 利润率及现金流略有承压。公司对上年同期报表追溯调整，2025Q2 毛利率同比-2.62pcts，预计各价位内部产品结构略有下降，买赠促销、消费者开瓶红包等市场费用投入力度也有加大，销售费用率同比+3.43pcts，毛销差同比-6.1pcts。2025Q2 税金/管理费用率同比+0.2/+2.0pcts。2025Q2 销售收现 12.78 亿元/同比-18.1%，下滑幅度小于收入端；经营性现金流-1.79 亿元/同比多减 1.44 亿元；截至第二季度末合同负债 4.40 亿元/环比-0.16 亿元/同比-4.7%，公司积极为渠道纾压，主动放缓经营节奏以维护渠道良性。

投资建议：展望下半年，需求复苏仍具有不确定性，各消费场景销售表现有待中秋国庆旺季验证节奏；我们预计大众价位复苏或先于政务商务场景，洞藏系列大单品价位相对偏低、品牌自点率提升、渠道低库存运作，叠加第三季度步入同比低基数期，2025H2 收入及净利润下滑幅度环比预计收窄；但全年经营仍有较大压力，下调此前收入及净利润预测：**预计 2025-2027 年公司收入 62.3/65.7/72.0 亿元，同比-15.1%/+5.4%/+9.7%（前值同比+0.8%/+6.2%/+7.5%）；归母净利润 21.4/23.0/25.8 亿元，同比-17.4%/+7.4%/+12.4%（前值同比+1.3%/+7.8%/+9.8%），当前股价对应 25/26 年 17.6/16.4 倍 P/E。**考虑到洞藏系列仍处于势能释放期，产品端均衡布局和渠道端精耕拓展仍有空间，中长期伴随省内消费升级也有产品结构提升趋势，公司收入及利润增长仍有动能，维持“优于大市”评级。

风险提示：白酒需求复苏不及预期；食品安全问题；低档酒表现不及预期等。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,720	7,344	6,234	6,569	7,203
(+/-%)	22.1%	9.3%	-15.1%	5.4%	9.7%
净利润(百万元)	2,288	2,589	2,139	2,297	2,582
(+/-%)	34.2%	13.2%	-17.4%	7.4%	12.4%
每股收益(元)	2.86	3.24	2.67	2.87	3.23
EBIT Margin	43.1%	45.5%	44.4%	45.3%	46.6%
净资产收益率 (ROE)	27.4%	26.3%	19.6%	19.0%	19.5%
市盈率 (PE)	16.5	14.5	17.6	16.4	14.6
EV/EBITDA	13.2	11.5	13.9	12.9	11.6
市净率 (PB)	4.52	3.83	3.45	3.12	2.85

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·白酒 II

证券分析师：张向伟

证券分析师：张未艾

021-61761031

zhangxiangwei@guosen.com.cn

zhangweiai@guosen.com.cn

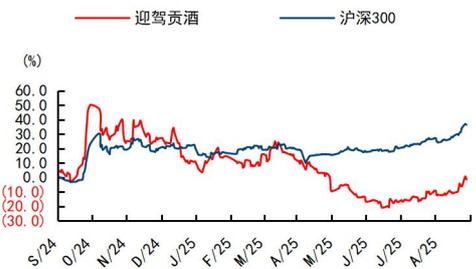
S0980523090001

S0980525070005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	46.13 元
总市值/流通市值	36904/36904 百万元
52 周最高价/最低价	80.19/37.79 元
近 3 个月日均成交额	371.32 百万元

市场走势

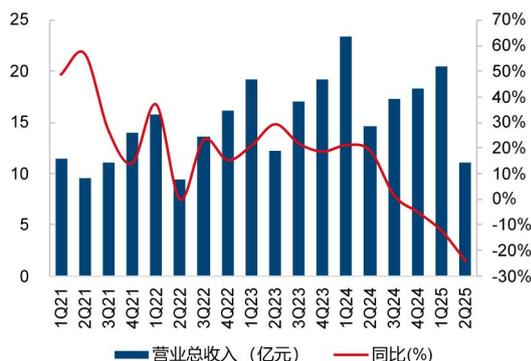


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《迎驾贡酒 (603198.SH) -2024Q4+2025Q1 中低档酒降速调整，省内洞藏系列势能延续》——2025-04-30
- 《迎驾贡酒 (603198.SH) -第三季度主动降速释放渠道压力，蓄力新财年》——2024-10-30
- 《迎驾贡酒 (603198.SH) -第二季度净利润同比增长 28%，洞 9 延续较快增长》——2024-08-18
- 《迎驾贡酒 (603198.SH) -经营节奏稳健，洞 9 或接棒增长》——2024-06-02
- 《迎驾贡酒 (603198.SH) -一季度收入增长 21%，洞藏系列延续增长》——2024-04-29

图1: 2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速



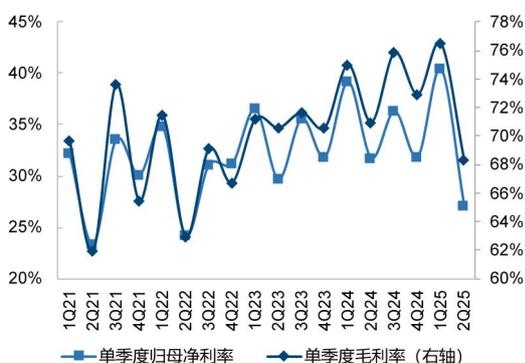
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图2: 2021Q1 至今公司单季度归母净利润及同比增速



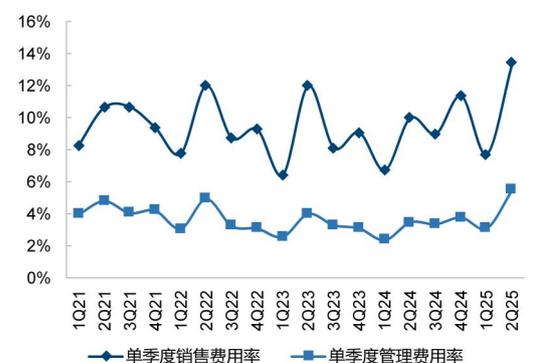
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图3: 2021Q1 至今公司单季度毛利率及净利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 2021Q1 至今公司单季度销售费用率及管理费用率



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

表1: 迎驾贡酒盈利预测调整表

项目	调整前			调整后			调整幅度	
	2024A	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	
营业总收入 (百万元)	7,344	7,400	7,860	6,234	6,569	-15.8%	-16.4%	
收入同比增速%	9.3%	0.8%	6.2%	-15.1%	5.4%	-15.88pcts	-0.85pcts	
毛利率%	73.94%	74.47%	75.08%	72.96%	73.68%	-1.51pcts	-1.4pcts	
销售费用率%	9.06%	9.05%	8.90%	10.00%	9.30%	0.95pcts	0.4pcts	
归母净利润 (百万元)	2,589	2,624	2,840	2,139	2,297	-18.5%	-19.1%	
归母净利润同比增速%	13.2%	1.3%	8.3%	-17.4%	7.4%	-18.73pcts	-0.87pcts	
净利率%	35.26%	35.46%	36.13%	34.31%	34.97%	-1.15pcts	-1.17pcts	
EPS (元)	3.24	3.28	3.55	2.67	2.87	-18.5%	-19.1%	

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)		总市值 (亿元)		归母净利润 (亿元)		PE	
			2025/8/25	2025/8/25	2024A	2025E	2024A	2025E		
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,490.33	18,721.49	862.3	938.0	21.7	20.0		
000858.SZ	五粮液	优于大市	129.93	5,043.37	318.5	334.5	15.8	15.1		
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	138.99	2,045.87	134.7	137.6	15.2	14.9		
600809.SH	山西汾酒	优于大市	205.68	2,509.22	122.4	133.9	20.5	18.7		
002304.SZ	洋河股份	中性	74.27	1,118.84	66.7	46.8	16.8	23.9		
000799.SZ	酒鬼酒	中性	67.14	218.16	0.1	1.0	1746.2	224.6		
600702.SH	舍得酒业	优于大市	67.00	223.19	3.5	6.4	64.5	35.0		
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	174.18	833.31	55.2	61.5	15.1	13.5		

603369.SH	今世缘	优于大市	44.30	552.33	34.1	36.3	16.2	15.2
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	47.08	376.64	25.9	21.4	14.5	17.6
603589.SH	口子窖	中性	35.50	212.33	16.6	13.4	12.8	15.8
603919.SH	金徽酒	优于大市	20.90	106.02	3.9	4.0	27.3	26.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；除迎驾贡酒以外其他公司采用 Wind 一致预期

风险提示

宏观经济及白酒需求复苏不及预期；渠道库存增加导致批价波动；食品安全问题等。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2239	1316	1257	2191	3421	营业收入	6720	7344	6234	6569	7203
应收款项	50	208	230	230	227	营业成本	1924	1914	1686	1729	1804
存货净额	4451	5043	5755	5833	5970	营业税金及附加	1035	1107	916	972	1102
其他流动资产	703	761	623	788	792	销售费用	581	666	623	611	641
流动资产合计	9022	9862	10399	11576	12944	管理费用	209	233	207	214	230
固定资产	2177	2895	2904	2916	2923	研发费用	77	81	31	66	72
无形资产及其他	244	249	239	229	219	财务费用	(8)	(23)	(6)	(10)	(21)
投资性房地产	224	366	366	366	366	投资收益	74	41	64	60	64
长期股权投资	22	17	17	17	17	资产减值及公允价值变动	2	17	7	9	11
资产总计	11689	13389	13925	15104	16469	其他收入	(41)	(61)	(31)	(66)	(72)
短期借款及交易性金融负债	0	1	0	0	0	营业利润	3014	3444	2846	3056	3449
应付款项	805	1534	673	696	825	营业外净收支	(15)	(35)	(30)	(31)	0
其他流动负债	2341	1668	1949	1910	1938	利润总额	2999	3409	2816	3024	3449
流动负债合计	3146	3202	2622	2607	2763	所得税费用	706	815	673	723	862
长期借款及应付债券	25	131	131	131	131	少数股东损益	5	5	4	5	5
其他长期负债	140	184	228	273	317	归属于母公司净利润	2288	2589	2139	2297	2582
长期负债合计	165	315	360	404	448	现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	3311	3518	2981	3010	3212	净利润	2288	2589	2139	2297	2582
少数股东权益	41	28	30	32	34	资产减值准备	(0)	0	0	0	0
股东权益	8337	9844	10913	12062	13224	折旧摊销	204	225	151	166	174
负债和股东权益总计	11689	13389	13925	15104	16469	公允价值变动损失	(2)	(17)	(7)	(9)	(11)
						财务费用	(8)	(23)	(6)	(10)	(21)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(604)	(851)	(1130)	(214)	63
每股收益	2.86	3.24	2.67	2.87	3.23	其它	3	3	2	2	2
每股红利	1.10	1.30	1.34	1.44	1.77	经营活动现金流	1889	1950	1155	2242	2810
每股净资产	10.42	12.30	13.64	15.08	16.53	资本开支	0	(952)	(143)	(160)	(160)
ROIC	38.43%	36.02%	28%	28%	31%	其它投资现金流	618	(955)	0	0	0
ROE	27%	26%	20%	19%	20%	投资活动现金流	597	(1902)	(143)	(160)	(160)
毛利率	71%	74%	73%	74%	75%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	43%	46%	44%	45%	47%	负债净变化	25	106	0	0	0
EBITDA Margin	46%	49%	47%	48%	49%	支付股利、利息	(884)	(1043)	(1069)	(1148)	(1420)
收入增长	22%	9%	-15%	5%	10%	其它融资现金流	334	903	(1)	0	0
净利润增长率	34%	13%	-17%	7%	12%	融资活动现金流	(1383)	(971)	(1070)	(1148)	(1420)
资产负债率	29%	26%	22%	20%	20%	现金净变动	1103	(923)	(58)	934	1229
股息率	2.3%	2.8%	2.8%	3.0%	3.8%	货币资金的期初余额	1137	2239	1316	1257	2191
P/E	16.5	14.5	17.6	16.4	14.6	货币资金的期末余额	2239	1316	1257	2191	3421
P/B	4.5	3.8	3.5	3.1	2.8	企业自由现金流	0	967	985	2058	2591
EV/EBITDA	13.2	11.5	13.9	12.9	11.6	权益自由现金流	0	1976	989	2066	2607

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032