

普酒持续承压 表端调整加速

2025 年 08 月 27 日

➤ **事件：**公司于 8 月 25 日发布 2025 年中报，25 年上半年公司累计实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润 31.60/11.30/10.93 亿元，同比-16.89%/-18.19%/-19.94%，其中单 25Q2 实现营收/归母净利润/扣非后归母净利润 11.13/3.02/2.77 亿元，同比-24.13%/-35.22%/-40.24%。截至 25Q2 期末合同负债 4.40 亿元，同比-4.69%，25Q1/Q2 期内分别环比减少 1.21/0.16 亿元，业绩蓄水池持续缩水。用“单季度营收+Δ合同负债”核算“真实营收”，以抵消公司因订单确认、发货节奏等因素带来的营收扰动，25Q2 “真实营收” 10.97 亿元，同比-22.10%，基本匹配表端单季度营收增速。

➤ **中高档酒下滑趋势环比加速，逆周期下主战场向省内收缩。分产品看：**25Q2 中高档白酒（洞藏、金银星系列）/普通白酒（百年迎驾贡、糟坊系列）分别实现营收 8.17/2.10 亿元，同比-23.60%/-32.90%，普酒降幅和 25Q1 同速，但中高档酒降幅显著增加（25Q1 中高档同比-8.57%），主系短期政策压制背景下场景缺失、需求萎缩，省内竞争加剧所致。普酒持续调整则与逆周期下以金银星、百年迎驾等百元价位为主的省外市场拓展受阻有关。**分区域看：**25Q2 安徽省内/省外市场分别实现营收 7.30/2.96 亿元，同比-20.29%/-36.38%。省外占比同比-4.84pcts 至 28.85%，逆周期下公司对省内市场的依赖程度逐渐加强。**分渠道看：**直销（包含团购）/批发代理分别实现营收 0.82/9.44 亿元，同比+1.46%/ -27.40%，其中批发代理渠道占比同比下降 2.15pcts 至 91.98%。**经销商数量上：**24Q2 末共计 1383 家，其中省内/外各 761/622 家，较一季度末净增加 3/1 家，经销商数量保持相对稳定。

➤ **营收下滑导致规模效应减弱，淡季逆势增加市场投放叠加管理费用刚性拖累盈利水平。**25H1/25Q2 毛利率分别为 73.62%/68.33%，同比+0.04/-2.82pcts，货折增加叠加固定成本规模效应减弱，拉低毛利率水平。25H1 销售/管理费用率分别为 9.72%/3.97%，同比+1.74/+1.22pcts，25Q2 分别为 13.41%/5.51%，同比+3.41/+2.10pcts，销售费用率提升主要系本期营收下降同时恰逢端午动销窗口期，与竞品策略不同，公司适度增加广告宣传费(yoy+13.20%)、租赁费(yoy+44.46%)等市场投入所致。其中销售人员薪酬同比-12.23%，或系任务达标率低绩效缩水。管理费用率增加主要系折旧费(yoy+32.54%)、无形资产摊销(yoy+61.20%)等刚性费用增加。25H1/25Q2 归母净利率分别为 35.76%/27.10%，同比-0.66/-4.78pcts，受费用端拖累。

➤ **投资建议：**洞藏系列省内渠道认可度高，库存良性。公司拟将迎驾商务酒店 100%股权以 3172.65 元对价转让迎驾国旅，后续继续专注主业。公司 25-27 年分别实现归母净利润 20.31/22.19/25.25 亿元，同比-21.6%/9.3%/13.7%，当前股价对应 PE 分别为 18/16/14 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**省内核心市场竞争加剧影响市场份额；洞藏培育低于预期导致结构升级不畅；税收等产业政策调整的不确定性风险；食品安全风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	7,344	6,176	6,596	7,324
增长率（%）	8.5	-15.9	6.8	11.0
归属母公司股东净利润（百万元）	2,589	2,031	2,219	2,525
增长率（%）	13.4	-21.6	9.3	13.7
每股收益（元）	3.24	2.54	2.77	3.16
PE	14	18	16	14
PB	3.7	3.4	3.0	2.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 27 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

45.10 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 孙冉

执业证书：S0100522110004

邮箱：sunran@mszq.com

相关研究

- 1.迎驾贡酒 (603198.SH) 2024 年年报及 2025 年一季报点评：省外普酒承压 Q1 净利率创新高-2025/04/30
- 2.迎驾贡酒 (603198.SH) 2024 年三季报点评：升级趋势不变 Q3 降速释压-2024/10/30
- 3.迎驾贡酒 (603198.SH) 2024 年中报点评：结构升级延续 费效提升显著-2024/08/18
- 4.迎驾贡酒 (603198.SZ) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：Q1 盈利水平创新高 产品结构持续优化-2024/04/26
- 5.迎驾贡酒 (603198.SH) 2023 年三季报点评：洞藏拉动结构优化，品牌势能持续上行-2023/10/28

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7,344	6,176	6,596	7,324
营业成本	1,914	1,732	1,822	1,964
营业税金及附加	1,107	936	996	1,099
销售费用	666	614	639	706
管理费用	233	245	244	271
研发费用	81	68	73	81
EBIT	3,364	2,612	2,852	3,232
财务费用	-23	-5	-9	-23
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	41	83	87	97
营业利润	3,444	2,700	2,949	3,352
营业外收支	-35	-29	-30	-31
利润总额	3,409	2,671	2,919	3,321
所得税	815	636	695	792
净利润	2,594	2,035	2,224	2,530
归属于母公司净利润	2,589	2,031	2,219	2,525
EBITDA	3,599	2,864	3,136	3,544

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,316	2,122	3,249	4,350
应收账款及票据	195	107	114	126
预付款项	16	12	12	13
存货	5,043	5,241	5,361	5,831
其他流动资产	3,293	2,437	2,441	2,446
流动资产合计	9,862	9,918	11,177	12,767
长期股权投资	17	17	17	17
固定资产	2,595	3,062	3,439	3,758
无形资产	249	249	249	249
非流动资产合计	3,527	4,247	4,443	4,638
资产合计	13,389	14,165	15,620	17,405
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,534	1,084	1,140	1,229
其他流动负债	1,669	1,809	1,926	2,121
流动负债合计	3,202	2,893	3,066	3,350
长期借款	131	381	381	381
其他长期负债	184	184	184	184
非流动负债合计	315	565	565	565
负债合计	3,518	3,458	3,631	3,915
股本	800	800	800	800
少数股东权益	28	32	36	41
股东权益合计	9,872	10,707	11,989	13,490
负债和股东权益合计	13,389	14,165	15,620	17,405

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	8.46	-15.90	6.80	11.04
EBIT 增长率	14.73	-22.35	9.20	13.33
净利润增长率	13.45	-21.56	9.27	13.75
盈利能力 (%)				
毛利率	73.94	71.95	72.37	73.19
净利率	35.26	32.89	33.65	34.47
总资产收益率 ROA	19.34	14.34	14.21	14.50
净资产收益率 ROE	26.30	19.03	18.57	18.77
偿债能力				
流动比率	3.08	3.43	3.65	3.81
速动比率	1.27	1.45	1.73	1.92
现金比率	0.41	0.73	1.06	1.30
资产负债率 (%)	26.27	24.41	23.25	22.49
经营效率				
应收账款周转天数	6.09	8.79	6.02	5.91
存货周转天数	894.91	1068.49	1047.08	1025.94
总资产周转率	0.58	0.45	0.44	0.44
每股指标 (元)				
每股收益	3.24	2.54	2.77	3.16
每股净资产	12.30	13.34	14.94	16.81
每股经营现金流	2.38	2.63	3.13	3.23
每股股利	1.50	1.18	1.29	1.46
估值分析				
PE	14	18	16	14
PB	3.7	3.4	3.0	2.7
EV/EBITDA	9.81	12.33	11.26	9.97
股息收益率 (%)	3.33	2.61	2.86	3.25

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	2,594	2,035	2,224	2,530
折旧和摊销	235	253	284	312
营运资金变动	-886	-159	41	-205
经营活动现金流	1,907	2,106	2,508	2,587
资本开支	-898	-980	-510	-538
投资	-1,069	600	0	0
投资活动现金流	-1,897	-346	-423	-441
股权募资	0	0	0	0
债务募资	106	250	0	0
筹资活动现金流	-937	-954	-958	-1,045
现金净流量	-928	806	1,127	1,101

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048