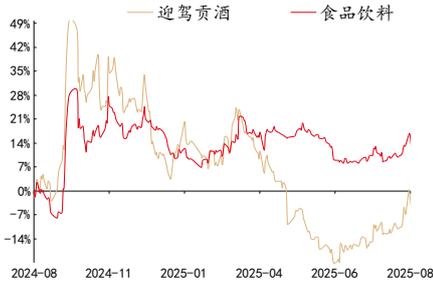




股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价 (元)	45.01
总股本/流通股本 (亿股)	8.00 / 8.00
总市值/流通市值 (亿元)	360 / 360
52 周内最高/最低价	72.92 / 38.43
资产负债率 (%)	26.3%
市盈率	13.89
第一大股东	安徽迎驾集团股份有限 公司

研究所

分析师: 蔡雪昱
SAC 登记编号: S1340522070001
Email: caixueyu@cnpsec.com
分析师: 张子健
SAC 登记编号: S1340524050001
Email: zhangzijian@cnpsec.com

迎驾贡酒 (603198)

最差时点已过，动销有望逐步改善

● 投资要点

公司发布 2025 年中报，实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 31.60/11.30/10.93 亿元，同比-16.89%/-18.19%/-19.94%。25H1 公司毛利率/归母净利率为 73.62%/35.76%，分别同比+0.18/-0.57pct；销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 9.72%/3.97%/0.83%，分别同比+1.75/+1.15/-0.13pct。25H1 销售收现 34.88 亿元，同比-10.00%，经现净额 3.17 亿元，同比下降 45.71%。25H1 末合同负债（预收款）4.40 亿元，同比减少 0.22 亿元、环比减少 0.16 亿元（去年同口径环比减少 0.53 亿元）。分产品看，25H1 中高档白酒/普通白酒分别实现营收 25.37/4.52 亿元，同比下滑 14.01%/32.47%。

短期市场仍面临渠道库存消化、需求疲软等压力，25H1 公司销售承压。25H1 毛利率略有提升，主因普通白酒跌幅较中高档白酒更大，导致产品结构略有优化。25H1 销售费用率提升主因广告宣传费、租赁费增加，管理费用率提升主因折旧费、无形资产摊销等增加。此外，考虑到 25H1 公司的销售和管理费用绝对值同比维稳，因此销售收入承压也是公司费用率提升的重要因素。

公司单 Q2 实现营业收入/归母净利润/扣非净利润 11.13/3.02/2.77 亿元，同比-24.13%/-35.20%/-40.24%。25Q2，公司毛利率/归母净利率为 68.33%/27.10%，分别同比-2.62/-4.63pct；销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 13.41%/5.51%/1.30%，分别同比 3.43/2.01/0.05pct。

25H1 白酒受外部政策执行加码、场景缺失、导致深度调整。渠道反馈安徽省内 100-300 元价格带产品表现相对受影响小一些，公司核心产品洞藏系列下滑相对可控，产品势能仍处在上升期；公司中低档产品逐步独立招商，产品策略上继续聚焦洞藏系列核心产品，突出产品精准定位，严格规范价格管理，完善价格指导体系。市场拓展上，公司深入开展市场调研，加速省内外市场布局；聚焦重点渠道，优化营销活动，重点市场调整市场销售架构、加强酒厂自身对渠道的控盘能力。渠道反馈进入 7/8 月动销改善，在保证合理库存的情况下，预计中秋旺季公司目标仍将是稳中求进。

● 盈利预测与投资评级

受到浪费条例执行中不断加码的影响，安徽省内白酒消费承压，叠加去年同期基数较高，公司实际动销受影响较大。我们预计今年二季度报表端较为真实反映实际动销情况，且大概率是公司业绩表现最差的一个季度。随着官媒纠偏后政策影响逐步减轻，7/8 月以来公司动销逐步改善，渠道库存相对不大。展望下半年，低基数下公司业绩同比情况有望环比改善，业绩端最差时点已过。预计公司 2025-2027

年实现营收 67.26/70.19/76.80 亿元，同比增长 -8.41%/4.36%/9.42%；实现归母净利润 23.19/24.62/27.90 亿元，同比增长-10.43%/6.15%/13.31%，对应 EPS 为 2.90/3.08/3.49 元，对应当前股价 PE 为 16/15/13 倍，维持“买入”评级。

● **风险提示：**

食品安全风险；市场竞争加剧风险；需求复苏不及预期。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	7344	6726	7019	7680
增长率(%)	8.46	-8.41	4.36	9.42
EBITDA（百万元）	3621.28	3219.81	3407.50	3821.58
归属母公司净利润（百万元）	2589.27	2319.23	2461.94	2789.68
增长率(%)	13.45	-10.43	6.15	13.31
EPS(元/股)	3.24	2.90	3.08	3.49
市盈率（P/E）	13.91	15.53	14.63	12.91
市净率（P/B）	3.66	3.21	2.84	2.51
EV/EBITDA	11.08	9.48	8.51	7.16

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	7344	6726	7019	7680	营业收入	8.5%	-8.4%	4.4%	9.4%
营业成本	1914	1744	1815	1919	营业利润	14.4%	-10.6%	6.1%	13.2%
税金及附加	1107	1017	1062	1162	归属于母公司净利润	13.4%	-10.4%	6.2%	13.3%
销售费用	666	673	667	691	获利能力				
管理费用	233	235	232	230	毛利率	73.9%	74.1%	74.1%	75.0%
研发费用	81	74	74	77	净利率	35.3%	34.6%	35.1%	36.4%
财务费用	-23	0	0	0	ROE	26.3%	20.7%	19.4%	19.4%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	48.8%	34.5%	43.5%	49.7%
营业利润	3444	3080	3267	3698	偿债能力				
营业外收入	6	4	4	4	资产负债率	26.3%	22.4%	20.8%	19.7%
营业外支出	41	34	34	34	流动比率	3.08	3.76	4.17	4.52
利润总额	3409	3050	3238	3669	营运能力				
所得税	815	726	771	873	应收账款周转率	29.90	48.48	48.48	48.48
净利润	2594	2324	2467	2795	存货周转率	0.38	0.42	0.42	0.42
归母净利润	2589	2319	2462	2790	总资产周转率	0.55	0.46	0.44	0.43
每股收益(元)	3.24	2.90	3.08	3.49	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	3.24	2.90	3.08	3.49
货币资金	1316	3701	5238	6917	每股净资产	12.30	14.04	15.87	17.95
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	246	139	145	158	PE	13.91	15.53	14.63	12.91
预付款项	16	12	12	13	PB	3.66	3.21	2.84	2.51
存货	5043	4181	4352	4600	现金流量表				
流动资产合计	9862	11164	12904	14904	净利润	2594	2271	2414	2742
固定资产	2596	2786	2676	2566	折旧和摊销	235	170	170	153
在建工程	300	0	0	0	营运资本变动	-886	854	-81	-119
无形资产	249	208	166	125	其他	-46	6	6	6
非流动资产合计	3527	3355	3183	3028	经营活动现金流净额	1897	3299	2508	2781
资产总计	13389	14519	16087	17933	资本开支	-858	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	其他	-1039	50	50	50
应付票据及应付账款	1534	1007	1048	1108	投资活动现金流净额	-1897	50	50	50
其他流动负债	1669	1965	2046	2189	股权融资	-208	0	0	0
流动负债合计	3202	2972	3094	3297	债务融资	106	-29	-28	-28
其他	315	286	258	230	其他	-835	-935	-993	-1125
非流动负债合计	315	286	258	230	筹资活动现金流净额	-937	-964	-1021	-1152
负债合计	3518	3259	3352	3527	现金及现金等价物净增加额	-937	2385	1537	1679
股本	800	800	800	800					
资本公积金	1233	1233	1233	1233					
未分配利润	7811	9195	10665	12330					
少数股东权益	28	32	37	43					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	9872	11261	12735	14406					
负债和所有者权益总计	13389	14519	16087	17933					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048