

## 25Q2 业绩降幅增大，优化销售管理酝酿修复弹性

——25H1 迎驾贡酒点评

### 核心观点

- **Q2 业绩降幅增大，聚焦修炼内功。**受白酒行业深度调整、消费疲软等因素影响，公司 Q2 业绩下滑幅度加大。25Q2 营收 11.13 亿元，同比下降 24.13%；归母净利润 3.02 亿元，同比下降 35.20%。公司报表端业绩调整，在白酒行业下行期更重视内部销售体系优化管理，有望在行业周期反转时酝酿向上弹性。
- **增强产品销售能力，规范价格管理体系。**25H1 中高档、普通酒分别营收 25.4、4.5 亿元，同比-14.0%、-32.5%。公司聚焦销售洞藏系列核心产品，优化产品结构，中高档相对增速表现更好。25H1 公司规范各类产品序列，突出产品精准定位，严格规范价格管理、完善价格指导体系。随着产品销售能力进一步增强，公司有望在行业周期反转后获得更多份额。
- **优化销售组织架构，推进下沉市场与省内外市场布局。**25H1 公司完成了销售管理中心与大区架构的调整，推动销售模式变革创新，完善人员配置，推动组织与团队深度下沉，深耕网点并强化核心网点管理。25H1 省内/省外分别实现营收 23.6/6.3 亿元，同比-12.0%/-33.0%。虽然短期表现增速下滑，但公司持续夯实内功，深入开展市场调研，加速省内外市场布局。随着公司聚焦重点渠道、优化营销活动，后续有望在白酒行业周期触底反转后取得更快修复。

### 盈利预测与投资建议

- 考虑白酒行业需求侧受政策冲击持续疲软，下调公司收入、毛利率。我们预测公司 2025-2027 年每股收益分别为 2.75、3.19、3.67 元（原预测 25-27 年为 3.37、3.91、4.46 元）。结合可比公司，我们认为目前公司的合理估值水平为 2025 年的 22 倍市盈率，对应目标价为 60.50 元，维持买入评级。

### 风险提示：

白酒消费不及预期风险、禁酒令等政策风险、市场竞争加剧风险、食品安全事件风险。

### 公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,771	7,344	6,186	7,146	8,087
同比增长(%)	23.0%	8.5%	-15.8%	15.5%	13.2%
营业利润(百万元)	3,011	3,444	2,880	3,363	3,859
同比增长(%)	32.0%	14.4%	-16.4%	16.8%	14.7%
归属母公司净利润(百万元)	2,282	2,589	2,203	2,554	2,934
同比增长(%)	33.9%	13.4%	-14.9%	15.9%	14.9%
每股收益(元)	2.85	3.24	2.75	3.19	3.67
毛利率(%)	71.0%	73.9%	73.9%	74.9%	75.6%
净利率(%)	33.7%	35.3%	35.6%	35.7%	36.3%
净资产收益率(%)	29.6%	28.2%	20.1%	20.2%	21.0%
市盈率	16.2	14.3	16.8	14.4	12.6
市净率	4.3	3.7	3.1	2.8	2.5

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2025年08月26日）	46.13元
目标价格	60.50元
52周最高价/最低价	77.28/36.42元
总股本/流通A股（万股）	80,000/80,000
A股市值（百万元）	36,904
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2025年08月28日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	7.2	11.51	14.27	-2.91
相对表现%	1.77	3.62	-1.08	-36.85
沪深300%	5.43	7.89	15.35	33.94



### 证券分析师

叶书怀	yeshuhuai@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517090002
燕斯娴	yansixian1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524080004
姚晔	yaoye@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524090006

### 相关报告

Q1 增速短期承压，看好中长期健康成长	2025-05-03
业绩增速环比放缓，但仍显现强竞争力	2024-10-30
受益白酒消费价格带下移，业绩有望延续	2024-09-19
高增：——迎驾贡酒中秋跟踪点评	

## 投资建议

考虑白酒行业需求侧受政策冲击持续疲软，下调公司收入、毛利率。我们预测公司 2025-2027 年每股收益分别为 2.75、3.19、3.67 元（原预测 25-27 年为 3.37、3.91、4.46 元）。结合可比公司，我们认为目前公司的合理估值水平为 2025 年的 22 倍市盈率，对应目标价为 60.50 元，维持买入评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元) 2025/8/26	每股收益(元)				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
古井贡酒	000596	172.87	10.44	11.64	12.97	14.45	17	15	13	12
今世缘	603369	44.55	2.74	2.95	3.22	3.55	16	15	14	13
洋河股份	002304	74.42	4.43	3.11	3.35	3.62	17	24	22	21
伊力特	600197	16.45	0.60	0.67	0.75	0.85	27	24	22	19
金徽酒	603919	21.26	0.77	0.80	0.88	1.01	28	27	24	21
老白干酒	600559	18.26	0.86	0.97	1.09	1.23	21	19	17	15
天佑德酒	002646	10.40	0.09	0.11	0.13	0.15	119	91	79	69
	调整后 平均						22	22	20	18

数据来源：WIND、东方证券研究所

## 风险提示

- **白酒消费不及预期风险。**若宏观经济疲软等原因导致白酒行业整体消费不及预期，则可能导致公司收入不及预期，渠道及价盘管理出现风险。
- **禁酒令等政策风险。**若禁酒令等政策发布及实施力度超预期，则可能导致白酒的宴席等多场景需求持续受损，使公司收入不及预期。
- **市场竞争加剧的风险。**安徽省内不同价位带白酒品牌增多，加剧市场竞争，可能挤压公司产品市场份额。
- **食品安全事件风险。**若行业内发生食品安全黑天鹅事件，可能对公司业绩、估值带来不利影响。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,242	1,316	4,201	4,902	5,792	营业收入	6,771	7,344	6,186	7,146	8,087
应收票据、账款及款项融资	81	246	204	231	266	营业成本	1,962	1,914	1,613	1,795	1,969
预付账款	12	16	13	15	17	营业税金及附加	1,036	1,107	928	1,072	1,213
存货	4,472	5,043	3,866	4,303	4,721	营业费用	583	666	624	721	816
其他	2,358	3,242	3,240	3,242	3,243	管理费用及研发费用	298	314	282	325	368
<b>流动资产合计</b>	<b>9,166</b>	<b>9,862</b>	<b>11,525</b>	<b>12,694</b>	<b>14,040</b>	财务费用	(8)	(23)	(12)	(26)	(32)
长期股权投资	22	17	17	17	17	资产、信用减值损失	(1)	8	6	4	6
固定资产	1,805	2,595	2,935	3,218	3,470	公允价值变动收益	2	17	20	13	17
在建工程	409	300	200	160	144	投资净收益	71	41	75	62	60
无形资产	252	249	291	331	370	其他	36	28	40	33	37
其他	228	366	263	276	283	<b>营业利润</b>	<b>3,011</b>	<b>3,444</b>	<b>2,880</b>	<b>3,363</b>	<b>3,859</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,715</b>	<b>3,527</b>	<b>3,707</b>	<b>4,003</b>	<b>4,284</b>	营业外收入	5	6	20	10	12
<b>资产总计</b>	<b>11,881</b>	<b>13,389</b>	<b>15,231</b>	<b>16,697</b>	<b>18,324</b>	营业外支出	27	41	15	28	28
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>2,989</b>	<b>3,409</b>	<b>2,885</b>	<b>3,345</b>	<b>3,843</b>
应付票据及应付账款	822	1,534	1,293	1,439	1,578	所得税	702	815	678	786	903
其他	2,350	1,669	1,577	1,653	1,727	<b>净利润</b>	<b>2,287</b>	<b>2,594</b>	<b>2,207</b>	<b>2,559</b>	<b>2,940</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3,172</b>	<b>3,202</b>	<b>2,870</b>	<b>3,091</b>	<b>3,305</b>	少数股东损益	5	5	4	5	6
长期借款	25	131	131	131	131	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,282</b>	<b>2,589</b>	<b>2,203</b>	<b>2,554</b>	<b>2,934</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	2.85	3.24	2.75	3.19	3.67
其他	140	184	151	158	164						
<b>非流动负债合计</b>	<b>165</b>	<b>315</b>	<b>282</b>	<b>289</b>	<b>296</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>3,336</b>	<b>3,518</b>	<b>3,152</b>	<b>3,381</b>	<b>3,601</b>		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	41	28	32	37	43	成长能力					
股本	800	800	800	800	800	营业收入	23.0%	8.5%	-15.8%	15.5%	13.2%
资本公积	1,441	1,233	1,233	1,233	1,233	营业利润	32.0%	14.4%	-16.4%	16.8%	14.7%
留存收益	6,262	7,811	10,014	11,246	12,648	归属于母公司净利润	33.9%	13.4%	-14.9%	15.9%	14.9%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>8,544</b>	<b>9,872</b>	<b>12,079</b>	<b>13,317</b>	<b>14,724</b>	毛利率	71.0%	73.9%	73.9%	74.9%	75.6%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11,881</b>	<b>13,389</b>	<b>15,231</b>	<b>16,697</b>	<b>18,324</b>	净利率	33.7%	35.3%	35.6%	35.7%	36.3%
						ROE	29.6%	28.2%	20.1%	20.2%	21.0%
						ROIC	29.6%	28.0%	19.8%	19.9%	20.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	28.1%	26.3%	20.7%	20.2%	19.7%
净利润	2,287	2,594	2,207	2,559	2,940	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	166	134	223	263	302	流动比率	2.89	3.08	4.02	4.11	4.25
财务费用	(8)	(23)	(12)	(26)	(32)	速动比率	1.48	1.50	2.67	2.71	2.82
投资损失	(71)	(41)	(75)	(62)	(60)	营运能力					
营运资金变动	(668)	(670)	891	(246)	(243)	应收账款周转率	137.6	59.1	34.4	40.4	40.0
其它	484	(86)	40	(29)	(27)	存货周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,189</b>	<b>1,907</b>	<b>3,274</b>	<b>2,458</b>	<b>2,881</b>	总资产周转率	0.6	0.6	0.4	0.4	0.5
资本支出	(474)	(849)	(495)	(536)	(567)	每股指标(元)					
长期投资	(21)	5	0	0	0	每股收益	2.85	3.24	2.75	3.19	3.67
其他	377	(1,053)	95	75	76	每股经营现金流	2.74	2.38	4.09	3.07	3.60
<b>投资活动现金流</b>	<b>(118)</b>	<b>(1,897)</b>	<b>(400)</b>	<b>(461)</b>	<b>(490)</b>	每股净资产	10.63	12.30	15.06	16.60	18.35
债权融资	25	107	(0)	0	0	估值比率					
股权融资	180	(208)	0	0	0	市盈率	16.2	14.3	16.8	14.4	12.6
其他	(1,182)	(835)	12	(1,296)	(1,501)	市净率	4.3	3.7	3.1	2.8	2.5
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(977)</b>	<b>(937)</b>	<b>12</b>	<b>(1,296)</b>	<b>(1,501)</b>	EV/EBITDA	10.6	9.5	10.9	9.3	8.1
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	11.2	9.8	11.7	10.1	8.8
<b>现金净增加额</b>	<b>1,094</b>	<b>(928)</b>	<b>2,885</b>	<b>701</b>	<b>890</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。