

2025 年 08 月 30 日

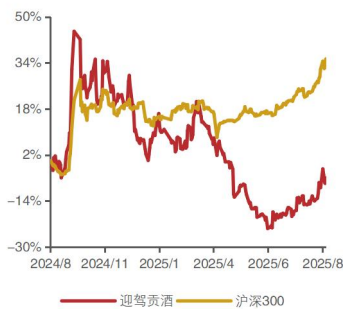
投资评级：增持（首次）

证券分析师

张东雪
SAC: S1350525060001
zhangdongxue@huayuanstock.com
林若尧
SAC: S1350525070002
linruoyao@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2025 年 08 月 29 日
收盘价（元）	45.58
一年内最高/最低（元）	80.19/37.79
总市值（百万元）	36,464.00
流通市值（百万元）	36,464.00
总股本（百万股）	800.00
资产负债率（%）	22.09
每股净资产（元/股）	12.22

资料来源：聚源数据

迎驾贡酒 (603198. SH)

——业绩加速调整、基本面或已触底，静待需求复苏

投资要点：

- 2025Q2 营收及净利润加速调整，回款连续三个季度同比下滑，公司积极配合渠道清理库存。**
 公司 2025H1 实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 31.60/11.30/10.93 亿元，同比-16.89%/-18.19%/-19.94%；其中，2025Q2 实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 11.13/3.02/2.77 亿元，同比-24.81%/-35.22%/-40.24%。2025Q2 末合同负债 4.40 亿元，同比减少 0.22 亿元、环比减少 0.16 亿元。按照“季度营业收入+季度间预收账款（合同负债+其他流动负债）变动”所体现出来的回款数据来看，25Q2 同比下滑 22%，近年来，2024Q4 是回款同比下滑的首个季度，2025Q2 调整幅度最大。这说明在白酒行业面临需求压力的背景下，公司积极配合渠道清理库存，减少渠道现金流及经营压力，我们判断 2025Q2&Q3 或是公司业绩调整压力最大的时间点。
- 受毛利率下降影响盈利能力下降，主要系中高档酒占比有所下降。**2025Q2 毛利率/归母净利率为 68.33%/27.10%，同比下滑 2.82pct/4.78pct；销售费用率/管理费用率分别为 13.41%/5.51%，同比增加 3.41pct/2.10pct。2025Q2 中高档白酒（洞藏、金银星系列）/普通白酒（百年迎驾贡、简装系列）分别实现营收 8.17/2.10 亿元，同比-23.60%/-32.90%，普通白酒降幅与 2025Q1 基本一致，中高档酒降幅较 2025Q1 明显加大，2025Q1 中高档同比-8.57%，我们认为主要系在政策影响下，中高档白酒的商务宴请等消费场景缺失导致。
- 省内区域优势明显、占比提升，直营渠道占比提升。**分区域看，2025Q2 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 28.85%，明显下滑 4.84pct。我们认为，白酒需求承压背景下，各品牌基地市场的优势愈发明显，表现优于非基地市场，主要系其扎实的渠道管理体系及良好的品牌认可度，消费者粘性更高。分渠道看，直销/批发代理分别实现营收 0.82/9.44 亿元，同比+1.46%/-27.40%，批发代理渠道占比下降 2.15pcts，达到 91.98%，说明公司直营渠道拉动动销。经销商数量看，2025Q2 末为 1383 家，其中省内/省外分别为 761/622 家，较 2025Q1 末净分别增加 3/1 家，经销商数量稳定。
- 盈利预测与评级：**我们预计公司 25-27 年归母净利润分别为 21.32/22.58/24.61 亿元，同比增速分别为-17.64%/5.90%/8.99%，当前股价对应的 PE 分别为 17.1/16.15/14.81 倍。我们选取古井贡酒、今世缘、山西汾酒作为可比公司，我们认为公司价格带受政商务白酒需求影响相对较小，且公司在安徽基地市场渠道管理扎实、品牌认知度较高，安徽省内也仍有空白市场可开发，公司营收和净利润或将展现出更强的韧性。首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：渠道现金流风险、经济恢复不及预期、白酒需求不及预期等**

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	6,771	7,344	6,225	6,394	6,785
同比增长率（%）	22.99%	8.46%	-15.23%	2.71%	6.11%
归母净利润（百万元）	2,282	2,589	2,132	2,258	2,461
同比增长率（%）	33.85%	13.45%	-17.64%	5.90%	8.99%
每股收益（元/股）	2.85	3.24	2.67	2.82	3.08
ROE（%）	26.84%	26.30%	20.14%	19.84%	20.11%
市盈率（P/E）	15.98	14.08	17.10	16.15	14.81

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,316	2,787	3,326	3,896
应收票据及账款	246	128	132	140
预付账款	16	11	11	12
其他应收款	13	26	27	28
存货	5,043	3,867	3,861	3,949
其他流动资产	3,229	3,061	3,075	3,108
流动资产总计	9,862	9,880	10,432	11,133
长期股权投资	17	15	13	11
固定资产	2,596	2,568	2,619	2,602
在建工程	300	555	705	905
无形资产	249	266	307	347
长期待摊费用	34	21	6	6
其他非流动资产	331	360	369	377
非流动资产合计	3,527	3,785	4,019	4,247
资产总计	13,389	13,666	14,450	15,380
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	1,534	931	930	951
其他流动负债	1,669	1,820	1,835	1,902
流动负债合计	3,202	2,751	2,765	2,853
长期借款	131	108	84	59
其他非流动负债	184	184	184	184
非流动负债合计	315	292	268	243
负债合计	3,518	3,043	3,033	3,096
股本	800	800	800	800
资本公积	1,233	1,233	1,233	1,233
留存收益	7,811	8,557	9,348	10,209
归属母公司权益	9,844	10,590	11,381	12,242
少数股东权益	28	32	37	42
股东权益合计	9,872	10,622	11,417	12,284
负债和股东权益合计	13,389	13,666	14,450	15,380

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	2,594	2,091	2,220	2,425
折旧与摊销	235	304	330	334
财务费用	-23	-62	-96	-116
投资损失	-41	-58	-55	-54
营运资金变动	-886	1,002	2	-43
其他经营现金流	28	61	57	55
经营性现金净流量	1,907	3,338	2,457	2,601
投资性现金净流量	-1,897	-520	-522	-522
筹资性现金净流量	-937	-1,347	-1,396	-1,509
现金流量净额	-928	1,471	539	570

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	7,344	6,225	6,394	6,785
营业成本	1,914	1,613	1,611	1,647
税金及附加	1,107	942	967	1,026
销售费用	666	658	663	689
管理费用	233	259	263	276
研发费用	81	69	71	75
财务费用	-23	-62	-96	-116
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	-8	-3	-4	-4
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	41	58	55	54
公允价值变动损益	17	0	0	0
资产处置收益	0	0	-1	0
其他收益	28	33	33	32
营业利润	3,444	2,834	2,999	3,268
营业外收入	6	5	5	5
营业外支出	41	35	36	36
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	3,409	2,804	2,968	3,236
所得税	815	667	706	770
净利润	2,594	2,137	2,263	2,466
少数股东损益	5	4	5	5
归属母公司股东净利润	2,589	2,132	2,258	2,461
EPS(元)	3.24	2.67	2.82	3.08

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	8.46%	-15.23%	2.71%	6.11%
营业利润增长率	14.38%	-17.73%	5.83%	8.96%
归母净利润增长率	13.45%	-17.64%	5.90%	8.99%
经营现金流增长率	-12.89%	75.05%	-26.41%	5.88%
盈利能力				
毛利率	73.94%	74.09%	74.81%	75.72%
净利率	35.33%	34.33%	35.39%	36.35%
ROE	26.30%	20.14%	19.84%	20.11%
ROA	19.34%	15.60%	15.63%	16.00%
估值倍数				
P/E	14.08	17.10	16.15	14.81
P/S	4.97	5.86	5.70	5.37
P/B	3.70	3.44	3.20	2.98
股息率	3.29%	3.80%	4.03%	4.39%
EV/EBITDA	11	10	10	9

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、工具、意见及推测等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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。