

公司研究

Q2 加速调整，后续有望改善

——迎驾贡酒（603198.SH）2025 年中报点评

要点

事件：迎驾贡酒发布 2025 年中报，公司 25 年上半年实现总营收 31.6 亿元、同比下滑 16.89%，归母净利润 11.3 亿元、同比下滑 18.19%。Q2 单季总营收 11.13 亿元、同比下滑 24.13%，归母净利润 3.02 亿元、同比下滑 35.2%。

25Q2 收入同比降幅有所扩大，中低端产品调整幅度更高。 Q2 收入端同比下滑 24%、降幅环比 Q1（收入同比-12%）有所扩大，二季度政策端影响下需求场景受损，公司加大报表出清节奏、释放渠道压力。1) 分产品看，25Q2 中高档白酒/普通白酒销售收入分别为 8.17/2.10 亿元，同比-23.6%/ -32.9%，中高档白酒中估计洞藏系列收入降幅有限，随着政策管控放松、洞 6/洞 9 等产品动销有望逐步修复，洞 9 在 200 元价位有望发力，洞 6 在相对较高的基数下保持稳健发展，洞 16/洞 20 目前基数较低、处于培育拓展阶段，整体看预计洞藏系列收入占比继续提升，金银星系列、普通酒调整幅度相对较高。2) 分区域看，25Q2 省内/省外市场销售收入分别为 7.30/2.96 亿元、同比下滑 20.3%/36.4%，省内渠道秩序相对稳健、主流产品价格稳定，省外收入下降较为明显，估计受百年迎驾等中低端产品影响。截至 25Q2 末省内/省外经销商数量分别为 761/622 家、环比 Q1 末变化不大。

Q2 毛利率受损、费用率抬升，合同负债小幅下滑。 1) 25Q2 销售毛利率 68.33%、同比下滑 2.82pct，税金及附加项占营收比重 15.78%、同比+0.17pct，销售费用率 13.41%、同比+3.41pct，管理及研发费用率 6.81%、同比+2.21pct，收入下滑的同时部分费用支出较为刚性，费用率有所抬升。综合看 25Q2 销售净利率 27.12%、同比下滑 4.83pct，毛利率下滑及费用率提升下，净利率短期受损相对明显。2) 25Q2 销售现金回款 12.78 亿元、同比减少 17.9%，经营活动现金流净额-1.79 亿元（24Q2 同期-0.36 亿元）。截至 25Q2 末合同负债 4.4 亿元、较 25Q1 末小幅减少 0.17 亿元。虽然行业承压下渠道回款意愿受损，但整体看合同负债水平较为健康。

盈利预测、估值与评级：考虑需求受损下公司主动调整，后续景气度恢复仍需一定时间，下调 2025-26 年归母净利润预测为 21.73/24.02 亿元（较前次预测下调 31%/34%），新增 27 年归母净利润预测为 26.34 亿元，折合 2025-27 年 EPS 为 2.72/3.00/3.29 元，当前股价对应 P/E 为 17/15/14 倍，后续低基数下报表表现有望改善，洞藏系列继续带动结构升级，维持“买入”评级。

风险提示：省内竞争加剧，洞藏收入增速放缓，25 年省内需求环境恶化。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	6,720	7,344	6,377	6,840	7,411
营业收入增长率	22.07%	9.28%	-13.17%	7.27%	8.35%
净利润（百万元）	2,288	2,589	2,173	2,402	2,634
净利润增长率	34.17%	13.18%	-16.06%	10.50%	9.68%
EPS（元）	2.86	3.24	2.72	3.00	3.29
ROE（归属母公司）（摊薄）	27.44%	26.30%	20.09%	19.67%	19.18%
P/E	16	14	17	15	14
P/B	4.4	3.7	3.4	3.0	2.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-08-29

买入（维持）

当前价：45.58 元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003
021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：李嘉祺

执业证书编号：S0930523070005
021-52523658

lijq@ebsecn.com

分析师：董博文

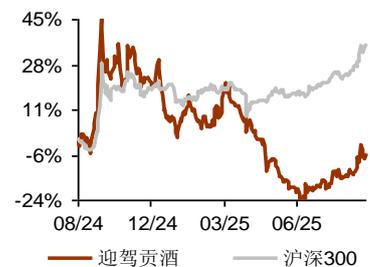
执业证书编号：S0930524030003
021-52523798

dongbowen@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	8.00
总市值(亿元)	364.64
一年最低/最高(元)	36.42/77.28
近 3 月换手率	76.04%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-1.05	-0.02	-41.36
绝对	7.27	17.07	-5.97

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,720	7,344	6,377	6,840	7,411
营业成本	1,924	1,914	1,758	1,841	1,948
折旧和摊销	204	225	200	216	235
税金及附加	1,035	1,107	969	1,040	1,126
销售费用	581	666	574	616	667
管理费用	209	233	255	274	296
研发费用	77	81	70	75	74
财务费用	-8	-23	-34	-73	-96
投资收益	74	41	75	75	70
营业利润	3,014	3,444	2,887	3,187	3,493
利润总额	2,999	3,409	2,867	3,167	3,473
所得税	706	815	688	760	833
净利润	2,293	2,594	2,179	2,407	2,639
少数股东损益	5	5	5	5	5
归属母公司净利润	2,288	2,589	2,173	2,402	2,634
EPS(元)	2.86	3.24	2.72	3.00	3.29

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,198	1,907	3,261	2,494	2,720
净利润	2,288	2,589	2,173	2,402	2,634
折旧摊销	204	225	200	216	235
净营运资金增加	828	878	-1,092	70	101
其他	-1,123	-1,785	1,980	-194	-251
投资活动产生现金流	-247	-1,897	900	-385	-430
净资本支出	-570	-898	-420	-460	-500
长期投资变化	22	17	0	0	0
其他资产变化	302	-1,016	1,320	75	70
融资活动现金流	-857	-937	-1,167	-935	-1,018
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	25	107	-1	0	0
无息负债变化	191	100	373	267	322
净现金流	1,094	-928	2,993	1,174	1,272

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	71.4%	73.9%	72.4%	73.1%	73.7%
EBITDA 率	46.9%	49.1%	46.6%	47.3%	48.1%
EBIT 率	43.6%	45.9%	43.5%	44.2%	44.9%
税前净利润率	44.6%	46.4%	45.0%	46.3%	46.9%
归母净利润率	34.0%	35.3%	34.1%	35.1%	35.5%
ROA	19.6%	19.4%	14.8%	14.7%	14.5%
ROE (摊薄)	27.4%	26.3%	20.1%	19.7%	19.2%
经营性 ROIC	38.5%	34.1%	32.3%	33.6%	35.1%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	28%	26%	26%	25%	25%
流动比率	2.87	3.08	3.10	3.25	3.38
速动比率	1.45	1.50	1.83	2.01	2.17
归母权益/有息债务	327.63	74.54	82.42	93.04	104.63
有形资产/有息债务	444.60	98.33	110.35	123.05	137.15

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	11,689	13,389	14,740	16,407	18,255
货币资金	2,239	1,316	4,309	5,483	6,756
交易性金融资产	1,579	2,534	1,400	1,400	1,400
应收账款	39	195	167	171	170
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	11	13	0	0	0
存货	4,451	5,043	4,629	4,844	5,122
其他流动资产	691	746	698	721	749
流动资产合计	9,022	9,862	11,247	12,665	14,247
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	22	17	17	17	17
固定资产	1,768	2,595	2,633	2,705	2,806
在建工程	409	300	445	576	694
无形资产	244	249	244	239	235
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	8	138	89	89	89
非流动资产合计	2,667	3,527	3,494	3,742	4,008
总负债	3,311	3,518	3,890	4,158	4,479
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	555	900	823	859	905
应付票据	249	634	582	610	645
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	51	39	39	39	39
流动负债合计	3,146	3,202	3,625	3,892	4,214
长期借款	25	131	131	131	131
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	73	132	132	132	132
非流动负债合计	165	315	265	265	265
股东权益	8,378	9,872	10,850	12,249	13,776
股本	800	800	800	800	800
公积金	1,661	1,633	1,633	1,633	1,633
未分配利润	5,875	7,411	8,384	9,778	11,299
归属母公司权益	8,337	9,844	10,817	12,211	13,732
少数股东权益	41	28	33	38	43

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	8.65%	9.06%	9.00%	9.00%	9.00%
管理费用率	3.11%	3.17%	4.00%	4.00%	4.00%
财务费用率	-0.13%	-0.31%	-0.53%	-1.06%	-1.29%
研发费用率	1.15%	1.11%	1.10%	1.10%	1.00%
所得税率	24%	24%	24%	24%	24%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	1.30	1.50	1.26	1.39	1.53
每股经营现金流	2.75	2.38	4.08	3.12	3.40
每股净资产	10.42	12.30	13.52	15.26	17.17
每股销售收入	8.40	9.18	7.97	8.55	9.26

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	16	14	17	15	14
PB	4.4	3.7	3.4	3.0	2.7
EV/EBITDA	10.9	9.5	10.8	9.6	8.4
股息率	2.9%	3.3%	2.8%	3.1%	3.3%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP