

25Q2 增速短期承压，看好长期发展趋势

投资要点

- 事件:** 公司发布 2025 年中报, 2025H1 实现收入 31.6 亿元, 同比-16.9%, 实现归母净利润 11.3 亿元, 同比-18.2%; 2025 单 Q2 实现收入 11.1 亿元, 同比-24.1%, 实现归母净利润 3.0 亿元, 同比-35.2%。
- 25Q2 需求表现疲软, 收入端短期承压。** 1、25Q2 淡季以来, 白酒行业分化与竞争加剧, 酒类产业进入新一轮政策调整期, 市场面临渠道库存消化、需求疲软等压力; 在这样的背景下, 公司 25Q2 动销端压力凸显, 收入端有所承压。2、分产品, 25Q2 中高档白酒收入 8.2 亿, 同比-23.6%, 占比提升 2.1 个百分点至 79.5%, 产品结构持续优化; 预计洞藏系列动销彰显韧性, 金银星动销压力较大; 普通白酒收入 2.1 亿, 同比-32.9%, 普酒动销下滑较多。3、分区域, 25Q2 省内实现收入 7.3 亿元, 同比-20.3%, 省内基本盘市场竞争较为激烈, 整体处在渠道去库存阶段; 省外实现收入 3.0 亿元, 同比-36.4%, 省外市场洞藏系列开拓较晚, 短期动销压力更大。
- 盈利能力短期承压, 合同负债同比减少。** 1、25Q2 公司毛利率同比下滑 2.8 个百分点至 68.3%, 预计主要系商务和宴席消费场次减少, 次高端以上白酒动销压力较大, 大众价位的洞 6 和洞 9 占比提升, 产品结构阶段性下沉。2、费用率方面, 25Q2 公司销售费用率同比提升 3.4 个百分点至 13.4%, 管理费用率同比上升 2.1 个百分点至 5.5%, 财务费用率同比提升 0.2 个百分点至 -0.4%; 整体费用率同比上升 5.8 个百分点至 19.8%。综合作用下, 25Q2 净利率同比下降 4.8 个百分点至 27.1%, 盈利能力短期承压。3、现金流方面, 公司 25Q2 实现现金回款 12.8 亿元, 同比-18.1%, 现金回款表现承压。此外, 截止二季度末公司合同负债 4.4 亿元, 同比-4.7%。
- 洞藏放量趋势不改, 场景恢复改善可期。** 1、2025 年上半年, 白酒行业延续深度调整态势, 受消费疲软、需求偏弱等多重因素影响, 商务消费和宴席场景承压明显。2、展望未来, 伴随着宏观经济和居民消费信心的逐步改善, 商务消费和宴席场景的回归正常, 洞藏系列持续成长可期; 叠加公司将针对性地加大对省外市场的培育力度, 加大对金银星和普酒的资源投放, 预计动销有望迎来改善, 省外市场恢复值得期待。
- 盈利预测与投资建议。** 预计 2025-2027 年 EPS 分别为 2.73 元、3.09 元、3.44 元, 对应 PE 分别为 17 倍、15 倍、13 倍。展望明年, 伴随着外部需求改善, 渠道信心逐步恢复, 洞藏系列有望恢复高速增长, 增长弹性可期, 给予公司 2026 年 20 倍估值, 对应目标价 61.80 元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 经济复苏或不及预期, 市场竞争加剧风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7343.77	6474.49	7113.48	7761.86
增长率	9.28%	-11.84%	9.87%	9.11%
归属母公司净利润(百万元)	2589.27	2187.29	2470.28	2753.57
增长率	13.18%	-15.52%	12.94%	11.47%
每股收益 EPS(元)	3.24	2.73	3.09	3.44
净资产收益率 ROE	26.28%	21.38%	22.11%	22.57%
PE	14	17	15	13
PB	3.70	3.57	3.27	2.99

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhz@swsc.com.cn

分析师: 王书龙
执业证号: S1250523070003
电话: 023-63786049
邮箱: wsl@swsc.com.cn

分析师: 杜雨聪
执业证号: S1250524070007
电话: 023-63786049
邮箱: dyuc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	8.00
流通 A 股(亿股)	8.00
52 周内股价区间(元)	38.43-72.92
总市值(亿元)	364.64
总资产(亿元)	125.82
每股净资产(元)	12.22

相关研究

- 迎驾贡酒(603198): 外部需求较为疲软, 25Q1 业绩有所承压 (2025-05-03)
- 迎驾贡酒(603198): 外部需求有所承压, 收入增长环比放缓 (2024-10-31)

盈利预测与估值

关键假设：

- 1) 当前白酒行业受外部消费环境冲击，需求端大幅承压，今年受酒业消费趋严政策影响，销量端压力较大，明后年有望迎来边际改善，预计 2025-2027 年中高档白酒销量增速分别为 -9.0%、9.0%、8.0%，吨价增速分别为 -2.0%、2.0%、2.0%，吨成本增速分别为 1.0%、1.0%、1.0%；
- 2) 公司普通白酒今年增速相对承压，后续伴随着经济复苏和饮酒政策放松，有望迎来改善，预计 2025-2027 年普通白酒销量增速分别为 -20.0%、4.0%、4.0%，吨价增速分别为 -1.0%、1.0%、1.0%，吨成本未来三年均保持不变；
- 3) 当前白酒行业仍处在调整期，市场竞争有所加剧；预计 2025-2027 年销售费用率分别为 11.0%、10.5%、10.0%，管理费用率分别为 3.2%、3.1%、3.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

分业务情况		2024A	2025E	2026E	2027E
合计收入	营业收入（百万元）	7343.8	6474.5	7113.5	7761.9
	增速	9.3%	-11.8%	9.9%	9.1%
	营业成本（百万元）	1913.8	1732.9	1865.8	1999.2
	毛利率	73.9%	73.2%	73.8%	74.2%
中高档白酒	销量（吨）	34454	31353	34175	36909
	YOY	9.3%	-9.0%	9.0%	8.0%
	吨单价（万元/吨）	16.6	16.2	16.6	16.9
	YOY	4.1%	-2.0%	2.0%	2.0%
	收入（百万元）	5712.8	5094.7	5664.3	6239.8
	YOY	13.8%	-10.8%	11.2%	10.2%
	成本（百万元）	1081.7	994.2	1094.5	1193.9
	吨成本（万元/吨）	3.1	3.2	3.2	3.2
	YOY	-5.1%	1.0%	1.0%	1.0%
	毛利率	81.1%	80.5%	80.7%	80.9%
普通白酒	销量（吨）	26958	21566	22429	23326
	YOY	-9.6%	-20.0%	4.0%	4.0%
	吨单价（万元/吨）	4.8	4.7	4.8	4.8
	YOY	3.3%	-1.0%	1.0%	1.0%
	收入（百万元）	1289.5	1021.3	1072.8	1126.8
	YOY	-6.5%	-20.8%	5.0%	5.0%
	成本（百万元）	542.5	434.0	451.3	469.4
	吨成本（万元/吨）	2.0	2.0	2.0	2.0
	YOY	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	57.9%	57.5%	57.9%	58.3%	

分业务情况		2024A	2025E	2026E	2027E
其他业务	收入（百万元）	341.4	358.5	376.4	395.2
	YOY	7.2%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本（百万元）	289.6	304.7	319.9	335.9
	毛利率	15.2%	15.0%	15.0%	15.0%

数据来源：Wind，西南证券

可比公司方面，我们以同为地产酒龙头的洋河股份、今世缘、古井贡酒、口子窖作为可比公司，可比公司 2025-2027 年平均估值分别为 19 倍、17 倍、16 倍。

公司是安徽地产白酒知名品牌，价位覆盖全面，且拥有合肥、六安、淮南等核心市场，市场基础稳固；25Q2 政府出台史上最严公职人员“禁酒令”，渠道信心受到冲击，需求端阶段性承压。展望明年，伴随着外部需求改善，渠道信心逐步恢复，洞藏系列有望恢复高速增长，增长弹性可期，给予公司 2026 年 20 倍估值，对应目标价 61.80 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司一致性预期

证券代码	证券简称	股价（元）	对应 EPS（元）				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
002304	洋河股份	73.91	4.43	3.11	3.29	3.52	17	24	22	21
603369	今世缘	43.29	2.74	2.44	2.64	2.84	16	18	16	15
000596	古井贡酒	171.3	10.44	11.64	12.97	14.45	16	16	15	13
603589	口子窖	34.68	2.77	2.13	2.37	2.64	13	16	15	13
平均值							15	19	17	16
603198	迎驾贡酒	47.08	3.24	2.73	3.09	3.44	14	17	15	13

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7343.77	6474.49	7113.48	7761.86	净利润	2594.43	2191.79	2475.31	2759.20
营业成本	1913.82	1732.89	1865.79	1999.23	折旧与摊销	234.87	465.66	497.61	529.56
营业税金及附加	1107.20	986.54	1078.19	1179.58	财务费用	-22.87	1.17	-1.94	-6.78
销售费用	665.52	712.19	746.91	776.19	资产减值损失	-0.10	0.00	0.00	0.00
管理费用	232.64	207.18	220.52	232.86	经营营运资本变动	-779.93	-207.81	-234.36	-235.38
财务费用	-22.87	1.17	-1.94	-6.78	其他	-119.31	-72.36	-69.86	-69.84
资产减值损失	-0.10	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1907.09	2378.44	2666.75	2976.76
投资收益	41.11	70.92	70.92	70.92	资本支出	-794.32	-300.00	-300.00	-300.00
公允价值变动损益	16.92	0.00	0.00	0.00	其他	-1103.11	70.92	70.92	70.92
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1897.43	-229.08	-229.08	-229.08
营业利润	3444.39	2905.44	3274.92	3651.70	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-35.11	-27.77	-28.10	-29.15	长期借款	106.19	0.00	0.00	0.00
利润总额	3409.28	2877.68	3246.82	3622.55	股权融资	-28.39	0.00	0.00	0.00
所得税	814.85	685.89	771.52	863.35	支付股利	-1040.00	-1812.49	-1531.10	-1729.20
净利润	2594.43	2191.79	2475.31	2759.20	其他	24.96	-1.98	1.94	6.78
少数股东损益	5.15	4.50	5.03	5.62	筹资活动现金流净额	-937.24	-1814.47	-1529.16	-1722.42
归属母公司股东净利润	2589.27	2187.29	2470.28	2753.57	现金流量净额	-927.59	334.89	908.51	1025.26
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1315.88	1650.77	2559.28	3584.54	成长能力				
应收和预付款项	223.82	197.70	216.90	236.37	销售收入增长率	9.28%	-11.84%	9.87%	9.11%
存货	5043.14	4566.34	4916.58	5268.21	营业利润增长率	14.27%	-15.65%	12.72%	11.51%
其他流动资产	3279.48	3146.50	3207.00	3268.38	净利润增长率	13.15%	-15.52%	12.94%	11.47%
长期股权投资	17.22	17.22	17.22	17.22	EBITDA 增长率	13.37%	-7.77%	11.81%	10.71%
投资性房地产	9.10	9.10	9.10	9.10	获利能力				
固定资产和在建工程	2894.84	2765.20	2606.47	2418.63	毛利率	73.94%	73.24%	73.77%	74.24%
无形资产和开发支出	249.27	216.64	181.15	142.82	三费率	11.92%	14.22%	13.57%	12.91%
其他非流动资产	356.55	353.16	349.78	346.39	净利率	35.33%	33.85%	34.80%	35.55%
资产总计	13389.30	12922.63	14063.47	15291.66	ROE	26.28%	21.38%	22.11%	22.57%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	19.38%	16.96%	17.60%	18.04%
应付和预收款项	2448.26	2197.26	2381.69	2567.61	ROIC	45.02%	33.96%	38.09%	41.82%
长期借款	131.25	131.25	131.25	131.25	EBITDA/销售收入	49.79%	52.09%	53.01%	53.78%
其他负债	938.09	343.12	355.33	367.59	营运能力				
负债合计	3517.60	2671.63	2868.27	3066.45	总资产周转率	0.59	0.49	0.53	0.53
股本	800.00	800.00	800.00	800.00	固定资产周转率	3.37	2.56	2.98	3.51
资本公积	1233.00	1233.00	1233.00	1233.00	应收账款周转率	59.61	33.49	37.41	37.29
留存收益	7810.97	8185.77	9124.94	10149.32	存货周转率	0.40	0.36	0.39	0.39
归属母公司股东权益	9843.97	10218.77	11157.94	12182.32	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.68%	—	—	—
少数股东权益	27.73	32.23	37.26	42.88	资本结构				
股东权益合计	9871.70	10251.00	11195.20	12225.21	资产负债率	26.27%	20.67%	20.40%	20.05%
负债和股东权益合计	13389.30	12922.63	14063.47	15291.66	带息债务/总负债	3.73%	4.91%	4.58%	4.28%
					流动比率	3.08	4.06	4.27	4.49
					速动比率	1.50	2.12	2.34	2.58
					股利支付率	40.17%	82.86%	61.98%	62.80%
					每股指标				
					每股收益	3.24	2.73	3.09	3.44
					每股净资产	12.30	12.77	13.95	15.23
					每股经营现金	2.38	2.97	3.33	3.72
					每股股利	1.30	2.27	1.91	2.16
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	3656.39	3372.27	3770.58	4174.48					
PE	14.08	16.67	14.76	13.24					
PB	3.70	3.57	3.27	2.99					
PS	4.97	5.63	5.13	4.70					
EV/EBITDA	8.86	9.51	8.26	7.22					
股息率	2.85%	4.97%	4.20%	4.74%					

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn	

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	txl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn
