

迎驾贡酒（603198.SH）

Q3 下滑幅度与 Q2 接近，出清效果逐步显现

公司发布《2025 年第三季度报告》，25Q3 公司实现营收/归母净利润 13.6 亿元/3.8 亿元，同比-20.8%/-39.0%。公司 Q3 营收、净利润下滑幅度较 Q2 相仿，在行业整体大幅出清的背景下显现一定韧性，先于行业进行调整的效果逐步显现。各产品线单季度调整幅度同比收窄，洞 6、洞 9 在省内市场需求基本平稳，静候动销企稳后业绩逐步修复。

□ 25Q3 营收、净利润下滑幅度较 Q2 相仿，先行出清效果逐步显现。25 年前三季度公司实现营收/归母净利润 45.2 亿元/15.1 亿元，同比-18.1%/-24.7%，25Q3 公司实现营收/归母净利润 13.6 亿元/3.8 亿元，同比-20.8%/-39.0%，25Q3 公司现金回款 15.3 亿元，同比-18.1%，截至三季度末，公司合同负债余额为 4.8 亿元，同比+19.6%。25Q3 公司营收、净利润下滑幅度较 Q2 相仿，行业承压大环境下先行出清的效果逐步显现。

□ 分产品同比下滑幅度皆有所收窄，省内降幅保持稳定。分产品来看，25Q3 公司中高档白酒/普通白酒营收 10.1 亿元/2.6 亿元，同比-21.8%/-22.8%，下滑幅度皆较 25Q2 小幅收窄。分区域来看，25Q3 公司省内/省外营收 8.8 亿元/4.0 亿元，同比-21.6%/-22.7%，省内下滑幅度与 Q2 相仿、省外下滑幅度收窄，前期包袱得到进一步缓解，洞 6、洞 9 需求基本平稳、省内势能仍在。

□ 毛利率承压，费用刚性导致净利率下滑。25Q3 公司实现毛利率水平 70.2%（yoy-5.7pct），主要系加大渠道补贴，25Q3 公司主营税金比率/销售费率/管理费率分别为 16.1%/12.6%/4.6%，同比+1.5pct/+3.6pct/+1.2pct，带动公司归母净利率下滑 8.2pct 至 28.1%。

□ 投资建议：Q3 下滑幅度与 Q2 接近，出清效果逐步显现。公司 Q3 营收、净利润下滑幅度较 Q2 相仿，在行业整体大幅出清的背景下显现一定韧性，先于行业进行调整的效果逐步显现。各产品线单季度调整幅度同比收窄，洞 6、洞 9 在省内市场需求基本平稳，静候动销企稳后业绩逐步修复。考虑到公司前三季度持续调整出清，我们调整盈利预测，预计 25-27 年 EPS 分别为 2.42 元、2.60 元与 2.82 元，当前股价对应 25 年 16.1 倍 PE，维持“增持”评级。

□ 风险提示：省内竞争加剧、商务需求恢复不及预期、省外扩张受阻、升级产品不及预期等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	6720	7344	6052	6320	6638
同比增长	22%	9%	-18%	4%	5%
营业利润(百万元)	3014	3444	2537	2722	2964
同比增长	32%	14%	-26%	7%	9%
归母净利润(百万元)	2288	2589	1936	2076	2259
同比增长	34%	13%	-25%	7%	9%
每股收益(元)	2.86	3.24	2.42	2.60	2.82
PE	13.7	12.1	16.1	15.1	13.8
PB	3.7	3.2	3.0	2.7	2.4

资料来源：公司数据、招商证券

增持（维持）

消费品/食品饮料

目标估值：NA

当前股价：39.07 元

基础数据

总股本（百万股）	800
已上市流通股（百万股）	800
总市值（十亿元）	31.3
流通市值（十亿元）	31.3
每股净资产（MRQ）	12.7
ROE（TTM）	20.6
资产负债率	22.2%
主要股东	安徽迎驾集团股份有限公司
主要股东持股比例	72.22%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5	-17	-40
相对表现	-7	-43	-61



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《迎驾贡酒（603198）—Q2 环比加速调整，主动释放压力》
2025-08-26
- 2、《迎驾贡酒（603198）—需求减弱环比降速，竞争加剧盈利承压》
2024-10-30
- 3、《迎驾贡酒（603198）—Q2 业绩超预期增长，受益性价比消费》
2024-08-28

陈书慧 S1090523010003

✉ chenshuhui@cmschina.com.cn

刘成 S1090523070012

✉ liucheng5@cmschina.com.cn

朱彦霖 研究助理

✉ zhuyanlin@cmschina.com.cn

表 1: 季度拆分表

百万元, 元, %	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	2023	2024
一、营业总收入	1,916	2,325	1,461	1,728	1,830	2,047	1,113	1,356	6,720	7,344
二、营业总成本	1,128	1,131	855	901	1,099	974	747	869	3,817	3,986
其中: 营业成本	561	579	421	417	496	481	353	404	1,924	1,914
营业税金及附加	316	330	228	253	297	295	176	218	1,035	1,107
营业费用	174	156	146	155	208	158	149	170	581	666
管理费用	59	54	50	59	70	64	61	63	209	233
研发费用	21	18	17	21	25	12	14	14	77	81
财务费用	-3	-8	-8	-5	-2	-33	-4	-2	-8	-23
资产减值损失	-1	1	0	0	6	-3	-2	2	-1	8
三、其他经营收益	46	21	19	21	25	27	30	19	111	86
其它收益	15	7	4	8	9	10	6	10	37	28
公允价值变动收益	13	-2	-8	0	27	-4	15	3	2	17
投资收益	17	16	24	13	-11	21	9	5	74	41
四、营业利润	834	1,215	625	848	756	1,100	396	505	3,014	3,444
加: 营业外收入	2	1	2	1	1	3	8	-2	4	6
减: 营业外支出	11	0	13	26	2	2	6	7	19	41
五、利润总额	825	1,216	615	823	756	1,102	398	496	2,999	3,409
减: 所得税	192	300	148	194	173	270	96	115	706	815
六、净利润	633	916	467	628	583	832	302	381	2,293	2,594
减: 少数股东损益	0	3	1	1	0	3	0	0	5	5
七、归属母公司所有者净利润	633	913	466	628	583	829	302	381	2,288	2,589
EPS	0.79	1.14	0.58	0.78	0.73	1.04	0.38	0.48	2.86	3.24
主要比率										
毛利率	70.7%	75.1%	71.1%	75.8%	72.9%	76.5%	68.3%	70.2%	71.4%	73.9%
主营税金率	16.5%	14.2%	15.6%	14.6%	16.2%	14.4%	15.8%	16.1%	15.4%	15.1%
营业费率	9.1%	6.7%	10.0%	9.0%	11.4%	7.7%	13.4%	12.6%	8.7%	9.1%
管理费率	3.1%	2.3%	3.4%	3.4%	3.8%	3.1%	5.5%	4.6%	3.1%	3.2%
营业利润率	43.5%	52.3%	42.8%	49.1%	41.3%	53.7%	35.6%	37.2%	44.9%	46.9%
实际税率	23.3%	24.6%	24.1%	23.6%	22.9%	24.5%	24.2%	23.2%	23.6%	23.9%
净利率	33.0%	39.3%	31.9%	36.3%	31.9%	40.5%	27.1%	28.1%	34.0%	35.3%
同比增长率										
收入增长率	18.8%	21.3%	19.0%	4.0%	-4.5%	-11.9%	-23.8%	-20.8%	22.1%	9.3%
营业利润增长率	28.4%	31.5%	30.4%	9.2%	-9.3%	-9.4%	-36.6%	-40.2%	32.2%	14.3%
净利润增长率	26.0%	30.4%	28.0%	6.2%	-7.9%	-9.2%	-35.2%	-39.0%	34.2%	13.2%

资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 迎驾贡酒历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 迎驾贡酒历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《迎驾贡酒（603198）—Q2 环比加速调整，主动释放压力》2025-08-26
- 2、《迎驾贡酒（603198）—需求减弱环比降速，竞争加剧盈利承压》2024-10-30
- 3、《迎驾贡酒（603198）—Q2 业绩超预期增长，受益性价比消费》2024-08-28
- 4、《迎驾贡酒（603198）—洞藏势能持续，利润增长超预期》2023-10-31

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	9022	9862	10214	11214	12358
现金	2239	1316	2292	3121	4065
交易性投资	1579	2534	2534	2534	2534
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	39	195	161	168	176
其它应收款	11	13	11	11	12
存货	4451	5043	4588	4724	4882
其他	703	761	629	656	689
非流动资产	2667	3527	3720	3890	4039
长期股权投资	22	17	17	17	17
固定资产	1768	2595	2820	3018	3191
无形资产商誉	244	249	224	202	182
其他	633	666	659	653	649
资产总计	11689	13389	13934	15105	16397
流动负债	3146	3202	3008	3065	3133
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	805	1534	1395	1437	1485
预收账款	733	578	525	541	559
其他	1608	1091	1087	1088	1089
长期负债	165	315	315	315	315
长期借款	25	131	131	131	131
其他	140	184	184	184	184
负债合计	3311	3518	3323	3381	3448
股本	800	800	800	800	800
资本公积金	1261	1233	1233	1233	1233
留存收益	6275	7811	8547	9655	10876
少数股东权益	41	28	32	36	40
归属于母公司所有者权益	8337	9844	10580	11688	12909
负债及权益合计	11689	13389	13934	15105	16397

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2198	1907	2621	2247	2429
净利润	2293	2594	1940	2080	2263
折旧摊销	220	235	350	374	395
财务费用	0	0	(7)	(14)	(21)
投资收益	(74)	(41)	(93)	(81)	(76)
营运资金变动	(195)	(866)	430	(113)	(133)
其它	(46)	(15)	0	0	0
投资活动现金流	(247)	(1897)	(451)	(463)	(468)
资本支出	(575)	(903)	(544)	(544)	(544)
其他投资	328	(995)	93	81	76
筹资活动现金流	(857)	(937)	(1194)	(954)	(1017)
借款变动	(5)	50	(1)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	(28)	0	0	0
股利分配	(880)	(1040)	(1200)	(968)	(1038)
其他	28	81	7	14	21
现金净增加额	1094	(928)	976	830	944

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	6720	7344	6052	6320	6638
营业成本	1924	1914	1741	1793	1853
营业税金及附加	1035	1107	925	965	1008
营业费用	581	666	639	636	635
管理费用	209	233	252	232	210
研发费用	77	81	52	61	64
财务费用	(8)	(23)	(7)	(14)	(21)
资产减值损失	(1)	(8)	(5)	(5)	(2)
公允价值变动收益	2	17	28	20	15
其他收益	37	28	34	30	30
投资收益	74	41	31	31	31
营业利润	3014	3444	2537	2722	2964
营业外收入	4	6	13	12	11
营业外支出	19	41	12	12	12
利润总额	2999	3409	2538	2722	2963
所得税	706	815	598	642	700
少数股东损益	5	5	4	4	4
归属于母公司净利润	2288	2589	1936	2076	2259

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	22%	9%	-18%	4%	5%
营业利润	32%	14%	-26%	7%	9%
归母净利润	34%	13%	-25%	7%	9%
获利能力					
毛利率	71.4%	73.9%	71.2%	71.6%	72.1%
净利率	34.0%	35.3%	32.0%	32.9%	34.0%
ROE	30.0%	28.5%	19.0%	18.6%	18.4%
ROIC	29.7%	28.2%	18.6%	18.3%	18.0%
偿债能力					
资产负债率	28.3%	26.3%	23.8%	22.4%	21.0%
净负债比率	0.2%	1.0%	0.9%	0.9%	0.8%
流动比率	2.9	3.1	3.4	3.7	3.9
速动比率	1.5	1.5	1.9	2.1	2.4
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4
存货周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	161.0	62.8	34.0	38.5	38.6
应付账款周转率	2.3	1.6	1.2	1.3	1.3
每股资料(元)					
EPS	2.86	3.24	2.42	2.60	2.82
每股经营净现金	2.75	2.38	3.28	2.81	3.04
每股净资产	10.42	12.30	13.22	14.61	16.14
每股股利	1.30	1.50	1.21	1.30	1.41
估值比率					
PE	13.7	12.1	16.1	15.1	13.8
PB	3.7	3.2	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA	10.1	8.9	11.2	10.5	9.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。