

# 迎驾贡酒 (603198)

## 2025 年三季报点评: 延续出清基调, 渠道整固为先

买入 (维持)

2025 年 10 月 30 日

证券分析师 苏铖

执业证书: S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

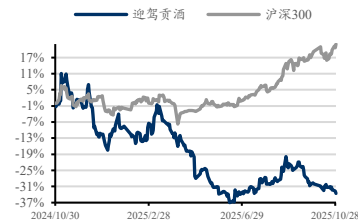
suny@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	6,771	7,344	6,015	6,257	6,960
同比 (%)	22.99	8.46	(18.09)	4.02	11.23
归母净利润 (百万元)	2,282	2,589	1,889	1,964	2,263
同比 (%)	33.85	13.45	(27.04)	3.96	15.24
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.85	3.24	2.36	2.46	2.83
P/E (现价&最新摊薄)	13.69	12.07	16.54	15.91	13.81

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2025 三季报, 25Q1~3 收入实现 45.2 亿元, 同比-18.1%; 归母净利 15.1 亿元, 同比-24.7%; 25Q3 收入实现 13.6 亿元, 同比-20.8%; 归母净利 3.8 亿元, 同比-39.0%。
- **Q3 收入降幅延续, 畅通渠道质量为先。** 25Q3 公司酒类收入单季同比-22.0%, 累计同比-18.8%, Q3 单季低基数下同降幅较 Q2 略有收窄, 整体仍以出清纾压为先, 以便更好应对后续需求变化的不确定性。**1) 分产品看:** ①Q3 中高档酒收入同比-21.8%, 估算洞藏系列同比波动可控, 金银星延续深幅调整 (省外低基数下延续 20%+下滑可见一斑)。受产品、渠道老化及市场库存积压影响, 金银星优先去库出清, 以便为后续产品更新做好铺垫。②Q3 普酒收入同比-22.8%, 25 年公司加强产品下沉开拓, 散酒、光瓶酒销售表现好于低档盒装酒。**2) 分区域看:** 25Q1~3 省内、省外收入分别同比-14.8%、-29.4%, Q3 分别同比-21.6%、-22.7%。
- **预收环比改善, 毛销差边际承压。****1) 收现端:** Q3 公司收现比为 112.7%, 同比+4.7pct, 主系回款节奏环比企稳, 预收边际改善, Q3 季末合同负债同比、环比分别增加 0.79、0.42 亿元。**2) 利润端:** Q3 公司净利率同比-8.5pct 至 28.1%, 主系: ①Q3 毛利率同比-6.0pct, 估计与货折支出的规模效应削弱有关。②Q3 销售、管理 (含研发) 费率分别同比+3.5、+1.3pct, 费用分别同比+10.3%、+1.8%, 公司加强市场下沉、场景开拓及营销数字化建设, 导致销售费用投入同比增加。
- **调整周期修炼内功, 渠道优化久久为功。** 面对白酒行业深度调整, 公司积极推进双核工程及组织建设: 1 是面向核心终端, 推进组织和渠道下沉。 面对市场存量网点收缩问题, 公司一方面发掘统一市场的有效存量网点, 提升包量网点占比, 另一方面聚焦包量网点中洞藏产品的销售占比, 以及洞藏 16/洞藏 20 在迎驾产品中的占比。2 是面向核心消费者, 搭建数据平台和会员中心, 通过客群互动强化品牌粘性。3 是面向内部, 强化组织建设, 推动团队思想转变。 市场运作上, 指导业务员针对不同网点匹配不同产品和政策, 从服务经销商转向服务终端、消费者、网点。考核机制上, 公司以终端管理、开瓶率为导向, 要求业务员帮经销商开拓网点、做网格化管理, 而不是单纯压货。
- **盈利预测与投资评级:** 2025 年迎驾中低档酒集中出清, 后续有望轻装上阵; 未来增长主线仍以洞藏系列领衔, 静待安徽省内 100~300 元中高档价位消费重启增势。参考 2025 前三季度经营情况, 我们调整 2025~27 年归母净利润为 18.9、19.6、22.6 亿元 (前值 21.7、23.5、27.1 亿元), 当前市值对应 2025~27 年 PE 为 17、16、14X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 省内消费升级不及预期、省外竞争加剧、食品安全问题。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	39.07
一年最低/最高价	37.79/69.00
市净率(倍)	3.08
流通 A 股市值(百万元)	31,256.00
总市值(百万元)	31,256.00

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	12.70
资产负债率(% ,LF)	22.17
总股本(百万股)	800.00
流通 A 股(百万股)	800.00

### 相关研究

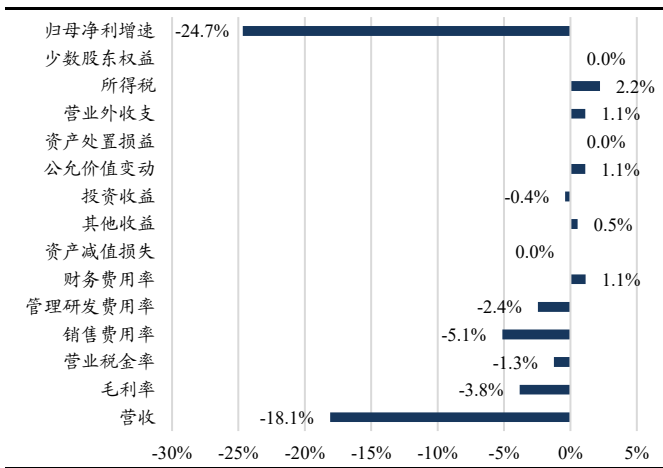
《迎驾贡酒(603198): 2025 年中报点评: 中低档酒加快出清, 洞藏相对保持平稳》

2025-08-26

《迎驾贡酒(603198): 2024 年报及 2025 一季报点评: 中低档酒降速消化, 洞藏势能保持积极》

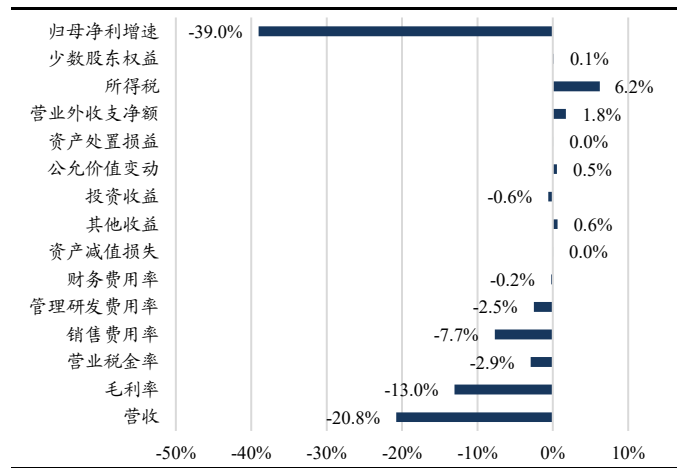
2025-04-29

图1: 25Q1~3 迎驾贡酒归母净利润同比增速贡献拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

图2: 25Q3 迎驾贡酒归母净利润同比增速贡献拆分



数据来源: wind、东吴证券研究所

## 迎驾贡酒三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>9,862</b>	<b>10,816</b>	<b>12,094</b>	<b>13,694</b>	<b>营业总收入</b>	<b>7,344</b>	<b>6,015</b>	<b>6,257</b>	<b>6,960</b>
货币资金及交易性金融资产	3,849	6,054	7,119	8,380	营业成本(含金融类)	1,914	1,699	1,746	1,862
经营性应收款项	261	102	109	120	税金及附加	1,107	926	939	1,044
存货	5,043	3,957	4,163	4,490	销售费用	666	680	709	776
合同资产	0	0	0	0	管理费用	233	232	239	260
其他流动资产	709	703	703	704	研发费用	81	85	90	94
<b>非流动资产</b>	<b>3,527</b>	<b>3,610</b>	<b>3,643</b>	<b>3,643</b>	财务费用	(23)	(42)	(29)	(29)
长期股权投资	17	17	17	17	加:其他收益	28	36	25	28
固定资产及使用权资产	2,596	2,508	2,390	2,241	投资净收益	41	40	47	52
在建工程	300	418	515	612	公允价值变动	17	17	0	0
无形资产	249	303	357	410	减值损失	(8)	(3)	1	1
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	1	0	0
长期待摊费用	34	34	34	34	<b>营业利润</b>	<b>3,444</b>	<b>2,525</b>	<b>2,636</b>	<b>3,033</b>
其他非流动资产	331	330	329	328	营业外净收支	(35)	(22)	(34)	(34)
<b>资产总计</b>	<b>13,389</b>	<b>14,426</b>	<b>15,736</b>	<b>17,337</b>	<b>利润总额</b>	<b>3,409</b>	<b>2,503</b>	<b>2,602</b>	<b>2,999</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,202</b>	<b>2,950</b>	<b>3,045</b>	<b>3,302</b>	减:所得税	815	613	637	735
短期借款及一年内到期的非流动负债	1	1	1	1	<b>净利润</b>	<b>2,594</b>	<b>1,890</b>	<b>1,964</b>	<b>2,264</b>
经营性应付款项	1,534	815	837	893	减:少数股东损益	5	0	0	0
合同负债	578	697	716	763	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,589</b>	<b>1,889</b>	<b>1,964</b>	<b>2,263</b>
其他流动负债	1,090	1,438	1,491	1,645	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.24	2.36	2.46	2.83
非流动负债	315	315	315	315	EBIT	3,364	2,392	2,535	2,924
长期借款	131	131	131	131	EBITDA	3,599	2,642	2,815	3,236
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	73.94	71.76	72.09	73.24
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	35.26	31.41	31.39	32.52
其他非流动负债	184	184	184	184	收入增长率(%)	8.46	(18.09)	4.02	11.23
<b>负债合计</b>	<b>3,518</b>	<b>3,265</b>	<b>3,361</b>	<b>3,617</b>	归母净利润增长率(%)	13.45	(27.04)	3.96	15.24
归属母公司股东权益	9,844	11,133	12,347	13,691					
少数股东权益	28	28	29	29					
<b>所有者权益合计</b>	<b>9,872</b>	<b>11,161</b>	<b>12,376</b>	<b>13,720</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>13,389</b>	<b>14,426</b>	<b>15,736</b>	<b>17,337</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,907	3,102	2,115	2,476	每股净资产(元)	12.30	13.92	15.43	17.11
投资活动现金流	(1,897)	(614)	(750)	(894)	最新发行在外股份(百万股)	800	800	800	800
筹资活动现金流	(937)	(600)	(750)	(920)	ROIC(%)	27.56	16.96	16.08	16.75
现金净增加额	(928)	1,888	615	661	ROE-摊薄(%)	26.30	16.97	15.91	16.53
折旧和摊销	235	249	280	312	资产负债率(%)	26.27	22.63	21.36	20.87
资本开支	(898)	(352)	(344)	(344)	P/E (现价&最新股本摊薄)	12.07	16.54	15.91	13.81
营运资本变动	(886)	995	(117)	(82)	P/B (现价)	3.18	2.81	2.53	2.28

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>