

理性调整，低端/省外降幅环比收窄

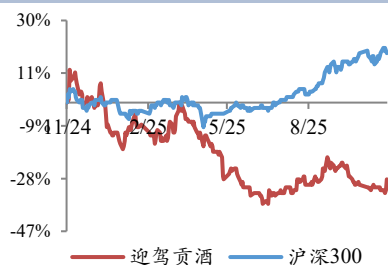
——迎驾贡酒 25Q3 点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-11-03

收盘价（元）	42.38
近 12 个月最高/最低（元）	66.50/36.42
总股本（百万股）	800
流通股本（百万股）	800
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	339
流通市值（亿元）	339

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

联系人：郑少轩

执业证书号：S0010124040001

邮箱：zhengshaoxuan@hazq.com

主要观点：

➤ 公司发布 2025Q3 业绩：

➤ **25Q3**：营收 13.56 亿元（同比-20.76%），归母净利润 3.81 亿元（同比-39.01%），扣非归母净利润 3.81 亿元（同比-39.64%）。

➤ **25Q1-3**：营收 45.16 亿元（同比-18.09%），归母净利润 15.11 亿元（同比-24.67%），扣非归母净利润 14.74 亿元（同比-26.16%）。

➤ 25Q3 营收符合市场预期。

● 收入：洞 6/9 发力，省外调整幅度收窄

➤ 分品类：25Q3 公司中高档/普通白酒营收各同比-21.8%/-22.8%，中高档酒营收占比白酒业务营收同比+0.2pct 至 79.6%。中高档白酒中，我们预计洞藏系列表现好于整体，洞 6/9 聚焦大众价格带+公司加大宴席费用投入，动销表现相对突出；洞 16/20 受制于省内竞品加大投入力度+政商需求走弱，预计动销仍有压力。系列酒虽仍处于调整期，但降幅环比 25Q2 收窄（25Q2 普通白酒营收同比-32.9%）。

➤ 分区域：25Q3 公司省内/省外营收各同比-21.6%/-22.7%，省内营收占比白酒业务营收同比+0.3pct 至 68.7%。25Q3 公司省外仍处于战略调整期，但下滑幅度环比收窄（25Q2 省外白酒营收同比-36.4%），期内省外经销商净减少 16 家。省内通过聚焦资源，表现好于省外，期内省内经销商净增加 10 家。

● 利润：毛利率承压+销售费率提升

➤ 25Q3 公司毛利率同比-5.7pct 至 70.2%，预计主因产品结构调整所致，高毛利的洞 16/20 在动销承压下预计占比下降较多。同期，公司销售/管理/税金及附加费率各同比+3.6/+1.2/+1.5pct，销售费率大幅提升主因需求走弱+竞品挤压导致公司加大费用投放力度，叠加规模效应走弱影响。综上，25Q3 公司归母净利率同比-8.2pct 至 28.1%，毛利率下降与销售费率上升是核心因素。

➤ 25Q3 公司销售收现同比-17.3%，“营收+△合同负债”同比-16.2%，现金流表现与营收基本匹配。25Q3 末公司合同负债达 4.8 亿元，同比/环比各+0.8/+0.4 亿元，公司理性发货以稳定渠道健康，渠道合作意愿仍然较强。

● 投资建议：维持“买入”

➤ 我们的观点：

公司面临省内竞争压力提升、宏观需求走弱、低端产品战略调整三重经营压力，通过渠道精细化运营，努力稳定洞藏基本盘，看好公司后续经营弹性。

盈利预测：考虑到行业景气度恢复较慢，竞争环境有所加剧，我们调整公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年分别实现营业总收入 60.07/62.50/68.23 亿元（原值 62.33/65.40/70.49 亿元），分别同比 -18.2%/+4.0%/+9.2%；实现归母净利润 19.45/20.65/23.06 亿元（原值 21.45/23.24/25.61 亿元），分别同比 -24.9%/+6.1%/+11.7%；当前股价对应 PE 分别为 17/16/15 倍，维持“买入”评级。

➤ **风险提示：**

行业景气度恢复不及预期，市场竞争加剧，食品安全事件。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7344	6007	6250	6823
收入同比（%）	8.5%	-18.2%	4.0%	9.2%
归属母公司净利润	2589	1945	2065	2306
净利润同比（%）	13.4%	-24.9%	6.1%	11.7%
毛利率（%）	73.9%	72.8%	73.2%	73.9%
ROE（%）	26.3%	17.9%	17.2%	17.4%
每股收益（元）	3.24	2.43	2.58	2.88
P/E	16.65	17.43	16.42	14.71
P/B	4.38	3.11	2.83	2.56
EV/EBITDA	11.66	10.98	10.44	8.70

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至 2025 年 10 月 31 日

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元		
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	9862	10223	12641	13073
现金	1316	3889	3618	5785
应收账款	195	172	140	125
其他应收款	13	11	16	14
预付账款	16	11	11	12
存货	5043	2767	5321	3388
其他流动资产	3279	3374	3535	3748
非流动资产	3527	3478	3498	3517
长期投资	17	17	17	17
固定资产	2595	2625	2636	2649
无形资产	249	247	246	245
其他非流动资产	666	589	600	605
资产总计	13389	13702	16139	16590
流动负债	3202	2463	3789	3005
短期借款	0	0	0	0
应付账款	900	462	886	500
其他流动负债	2302	2001	2903	2506
非流动负债	315	315	315	315
长期借款	131	131	131	131
其他非流动负债	184	184	184	184
负债合计	3518	2778	4104	3320
少数股东权益	28	35	42	50
股本	800	800	800	800
资本公积	1233	1233	1233	1233
留存收益	7811	8856	9960	11186
归属母公司股东权	9844	10889	11993	13219
负债和股东权益	13389	13702	16139	16590

利润表		单位:百万元		
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7344	6007	6250	6823
营业成本	1914	1635	1673	1782
营业税金及附加	1107	901	937	1023
销售费用	666	661	675	716
管理费用	233	270	262	273
财务费用	-23	-26	-23	-18
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	17	1	2	2
投资净收益	41	60	62	68
营业利润	3444	2598	2758	3084
营业外收入	6	2	2	1
营业外支出	41	15	16	20
利润总额	3409	2585	2744	3065
所得税	815	633	672	751
净利润	2594	1952	2072	2314
少数股东损益	5	7	7	8
归属母公司净利润	2589	1945	2065	2306
EBITDA	3599	2746	2913	3246
EPS（元）	3.24	2.43	2.58	2.88

主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	8.5%	-18.2%	4.0%	9.2%
营业利润	14.4%	-24.6%	6.2%	11.8%
归属于母公司净利	13.4%	-24.9%	6.1%	11.7%
获利能力				
毛利率（%）	73.9%	72.8%	73.2%	73.9%
净利率（%）	35.3%	32.4%	33.0%	33.8%
ROE（%）	26.3%	17.9%	17.2%	17.4%
ROIC（%）	25.6%	17.1%	16.6%	16.9%
偿债能力				
资产负债率（%）	26.3%	20.3%	25.4%	20.0%
净负债比率（%）	35.6%	25.4%	34.1%	25.0%
流动比率	3.08	4.15	3.34	4.35
速动比率	1.28	2.70	1.68	2.84
营运能力				
总资产周转率	0.58	0.44	0.42	0.42
应收账款周转率	59.08	32.73	40.00	51.43
应付账款周转率	2.61	2.40	2.48	2.57
每股指标（元）				
每股收益	3.24	2.43	2.58	2.88
每股经营现金流（摊薄）	2.38	4.52	1.13	4.33
每股净资产	12.30	13.61	14.99	16.52
估值比率				
P/E	16.65	17.43	16.42	14.71
P/B	4.38	3.11	2.83	2.56
EV/EBITDA	11.66	10.98	10.44	8.70

资料来源：wind，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

联系人：郑少轩，上海财经大学金融学博士，曾任职于广银理财。

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 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。