



迎驾贡酒 (603198.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

26Q1 表现回正，关注复苏态势

业绩简评

2026年4月22日，公司披露2025年年报及2026年一季报，具体而言：1) 25年实现营收60.2亿元，同比-18.0%；归母净利润19.9亿元，同比-23.3%。2) 26Q1实现营收22.3亿元，同比+8.9%；归母净利润8.3亿元，同比+0.7%。3) 25Q4+26Q1合计营收37.3亿元，同比-3.7%；归母净利润13.1亿元，同比-7.3%。

经营分析

分产品：25年中高档/普通酒分别实现营收46.8/10.0亿元，同比-18%/-22%，其中销量分别-14%/-15%，吨价-4%/-8%，毛利率-0.5pct/-1.9pct至80.6%/56.1%。26Q1中高档/普通酒实现营收18.7/2.6亿元，同比均+9%；25Q4+26Q1营收30.0/5.6亿元，同比-6%/+6%、预计系普通酒出清节奏较早(24Q3起下滑)。

分区域：25年省内/省外分别实现营收42.7/14.2亿元，同比-16%/-26%；26Q1.营收2亿元，同比+11%/-1%；25Q4+26Q1营收28.4/7.2亿元，同比-3%/-8%，省内基地市场仍呈现相对动销韧性。26Q1末省内/省外经销商数量分别为771/586家，季度间变化有限。

报表结构层面：

1) 25年归母净利率同比-2.3pct至33.0%，其中毛利率同比-1.4pct、销售费用率+2.1pct、管理费用率+1.1pct；26Q1归母净利率同比-3.0pct至37.4%，其中毛利率同比-0.9pct、销售费用率+1.5pct，公司毛销差仍有回落、与所处弱β下品牌竞争加剧相关。

2) 25年/26Q1销售收现分别66.4/26.4亿元，同比-15%/+19%；26Q1末合同负债余额5.3亿元，环比+0.5亿元、同比+0.8亿元；整体回款端与收入端匹配度不错，回款端亦呈现复苏迹象。

盈利预测、估值与评级

我们预计26-28年收入分别+6.5%/+8.9%/+10.7%；归母净利润分别+3.2%/+12.3%/+15.1%，对应归母净利分别20.5/23.0/26.5亿元；EPS为2.56/2.88/3.31元，公司股票现价对应PE估值分别为13.8/12.3/10.7倍，维持“买入”评级。

风险提示

安徽省外拓展不及预期、洞藏系列动销不及预期、区域市场竞争加剧、行业政策风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业 S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师：叶韬 (执业 S1130524040003)

yetao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：35.47 元

相关报告：

1. 《迎驾贡酒公司点评：业绩持续承压，关注区域景气修复》，2025.10.30

2. 《迎驾贡酒公司点评：报表延续调整，稳秩序静候改善》，2025.8.26

3. 《迎驾贡酒公司点评：省外节奏拖累，产品结构持续优化》，2025.4.29



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	7,344	6,019	6,410	6,977	7,727
营业收入增长率	9.3%	-18.0%	6.5%	8.9%	10.7%
归母净利润(百万元)	2,589	1,986	2,050	2,301	2,648
归母净利润增长率	13.2%	-23.3%	3.2%	12.3%	15.1%
摊薄每股收益(元)	3.24	2.48	2.56	2.88	3.31
每股经营性现金流净额	2.38	1.54	3.04	3.14	3.61
ROE(归属母公司)(摊薄)	26.3%	18.7%	17.8%	18.3%	19.1%
P/E	16.7	15.9	13.8	12.3	10.7
P/B	4.4	3.0	2.5	2.3	2.0

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	6,720	7,344	6,019	6,410	6,977	7,727
增长率		9.3%	-18.0%	6.5%	8.9%	10.7%
主营业务成本	-1,924	-1,914	-1,653	-1,757	-1,860	-1,985
%销售收入	28.6%	26.1%	27.5%	27.4%	26.7%	25.7%
毛利	4,796	5,430	4,366	4,653	5,118	5,741
%销售收入	71.4%	73.9%	72.5%	72.6%	73.3%	74.3%
营业税金及附加	-1,035	-1,107	-931	-992	-1,073	-1,188
%销售收入	15.4%	15.1%	15.5%	15.5%	15.4%	15.4%
销售费用	-581	-666	-670	-680	-690	-720
%销售收入	8.7%	9.1%	11.1%	10.6%	9.9%	9.3%
管理费用	-209	-233	-258	-270	-290	-330
%销售收入	3.1%	3.2%	4.3%	4.2%	4.2%	4.3%
研发费用	-77	-81	-64	-68	-74	-82
%销售收入	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
息税前利润 (EBIT)	2,894	3,343	2,443	2,643	2,991	3,421
%销售收入	43.1%	45.5%	40.6%	41.2%	42.9%	44.3%
财务费用	8	23	59	3	27	55
%销售收入	-0.1%	-0.3%	-1.0%	0.0%	-0.4%	-0.7%
资产减值损失	1	-8	1	0	0	0
公允价值变动收益	2	17	46	0	0	0
投资收益	74	41	47	40	0	0
%税前利润	2.5%	1.2%	1.8%	1.5%	0.0%	0.0%
营业利润	3,014	3,444	2,631	2,711	3,043	3,501
营业利润率	44.9%	46.9%	43.7%	42.3%	43.6%	45.3%
营业外收支	-15	-35	-5	0	0	0
税前利润	2,999	3,409	2,626	2,711	3,043	3,501
利润率	44.6%	46.4%	43.6%	42.3%	43.6%	45.3%
所得税	-706	-815	-636	-657	-737	-849
所得税率	23.6%	23.9%	24.2%	24.2%	24.2%	24.2%
净利润	2,293	2,594	1,989	2,054	2,305	2,653
少数股东损益	5	5	4	4	4	4
归属于母公司的净利润	2,288	2,589	1,986	2,050	2,301	2,648
净利率	34.0%	35.3%	33.0%	32.0%	33.0%	34.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	2,293	2,594	1,989	2,054	2,305	2,653
少数股东损益	5	5	4	4	4	4
非现金支出	219	243	299	324	364	403
非经营收益	-110	-45	-43	-28	12	12
营运资金变动	-204	-886	-1,011	85	-167	-183
经营活动现金净流	2,198	1,907	1,234	2,434	2,514	2,886
资本开支	-570	-898	-739	-475	-475	-475
投资	249	-1,069	-777	0	0	0
其他	75	69	76	40	0	0
投资活动现金净流	-247	-1,897	-1,440	-435	-475	-475
股权募资	2	0	0	0	0	0
债权募资	25	106	302	0	0	0
其他	-884	-1,043	-1,222	-1,214	-1,214	-1,374
筹资活动现金净流	-857	-937	-920	-1,214	-1,214	-1,374
现金净流量	1,094	-928	-1,126	785	826	1,037

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	2,239	1,316	162	947	1,773	2,810
应收款项	54	259	180	186	202	224
存货	4,451	5,043	5,227	5,489	5,860	6,310
其他流动资产	2,277	3,244	4,054	4,057	4,058	4,059
流动资产	9,022	9,862	9,623	10,678	11,892	13,403
%总资产	77.2%	73.7%	69.6%	71.0%	72.7%	74.7%
长期投资	104	89	100	100	100	100
固定资产	2,177	2,895	3,606	3,742	3,838	3,893
%总资产	18.6%	21.6%	26.1%	24.9%	23.5%	21.7%
无形资产	260	283	285	294	305	317
非流动资产	2,667	3,527	4,198	4,354	4,469	4,545
%总资产	22.8%	26.3%	30.4%	29.0%	27.3%	25.3%
资产总计	11,689	13,389	13,821	15,033	16,362	17,947
短期借款	0	1	0	0	0	0
应付款项	931	1,671	1,400	1,560	1,650	1,762
其他流动负债	2,215	1,531	1,094	1,288	1,420	1,598
流动负债	3,146	3,202	2,494	2,849	3,070	3,360
长期贷款	25	131	462	462	462	462
其他长期负债	140	184	202	205	207	210
负债	3,311	3,518	3,157	3,515	3,739	4,032
普通股股东权益	8,337	9,844	10,635	11,485	12,586	13,875
其中：股本	800	800	800	800	800	800
未分配利润	5,875	7,411	8,197	9,046	10,148	11,436
少数股东权益	41	28	28	32	36	41
负债股东权益合计	11,689	13,389	13,821	15,033	16,362	17,947

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	2.860	3.237	2.482	2.562	2.877	3.311
每股净资产	10.421	12.305	13.294	14.356	15.733	17.343
每股经营现金净流	2.747	2.384	1.543	3.043	3.142	3.607
每股股利	1.300	1.500	1.500	1.500	1.500	1.700
回报率						
净资产收益率	27.44%	26.30%	18.67%	17.85%	18.28%	19.09%
总资产收益率	19.57%	19.34%	14.37%	13.64%	14.07%	14.76%
投入资本收益率	26.12%	25.30%	16.55%	16.63%	17.23%	17.95%
增长率						
主营业务收入增长率	22.07%	9.28%	-18.04%	6.50%	8.85%	10.74%
EBIT 增长率	33.83%	15.53%	-26.92%	8.17%	13.17%	14.39%
净利润增长率	34.17%	13.18%	-23.31%	3.23%	12.27%	15.08%
总资产增长率	16.19%	14.55%	3.22%	8.77%	8.84%	9.69%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.3	5.8	10.4	8.0	8.0	8.0
存货周转天数	802.7	905.4	1,134.1	1,140.0	1,150.0	1,160.0
应付账款周转天数	113.7	138.8	183.5	180.0	180.0	180.0
固定资产周转天数	96.0	129.0	177.4	171.4	159.9	144.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-45.27%	-37.66%	-33.17%	-37.53%	-40.78%	-44.45%
EBIT 利息保障倍数	-343.9	-146.2	-41.2	-953.6	-111.1	-62.4
资产负债率	28.33%	26.27%	22.84%	23.38%	22.85%	22.46%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	8	14	23	47
增持	0	0	2	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.13	1.12	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究