

## 迎驾贡酒 (603198.SH)

强烈推荐 (维持)

### 业绩超预期释放信心，继续坚定推荐

消费品/食品饮料  
目标估值: 47.00 元  
当前股价: 35.47 元

公司发布 2025 年年报和 26 年一季报，2025 年公司实现营业收入/归母净利润 60.2/19.9 亿元，同比-18.0%/-23.3%。26Q1 公司实现营业收入/归母净利润 22.3/8.3 亿元，同比+8.9%/+0.7%，业绩超预期，Q1 收入/利润均正增长信号积极。洞藏系列延续强势，省外及金银星产品逐步走出调整。加大品牌投入费用率增加，盈利能力下降。动销表现优异，渠道库存良性。

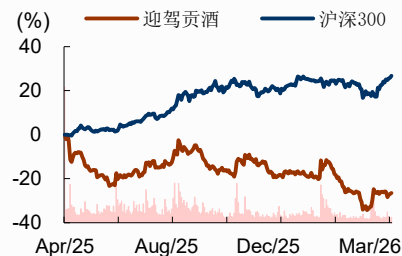
#### 基础数据

总股本 (百万股)	800
已上市流通股 (百万股)	800
总市值 (十亿元)	28.4
流通市值 (十亿元)	28.4
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%

□ 业绩超预期，Q1 收入/利润均正增长信号积极。2025 年公司实现营业收入/归母净利润 60.2/19.9 亿元，同比-18.0%/-23.3%。单 Q4 实现营业收入/归母净利润 15.0/4.7 亿元，同比-17.9%/-18.6%，超此前预期。公司拟每 10 股派发现金红利 15 元 (含税)，全年分红总额 12 亿元，分红率 60.0%，同比+14.1pcts，利润下降但分红金额未下降，体现公司对投资者回报的重视，股息率 4.2%+筑牢安全边际。2025 年全年销售收现/经营活动现金流净额 66.4/12.3 亿元，同比-15.3%/-35.3%。26Q1 公司实现营业收入/归母净利润 22.3/8.3 亿元，同比+8.9%/+0.7%，收入超预期、收入/利润全部转正，公司走出调整，信号积极。Q1 销售收现/经营活动现金流净额 26.4/11.4 亿元，同比+19.3%/+129.0%，经销商回款积极，现金流表现亮眼。

#### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	-13	-27
相对表现	-1	-16	-53



资料来源: 公司数据、招商证券

□ 洞藏系列延续强势，省外及金银星产品逐步走出调整。分产品看，2025 年中高档白酒/普通白酒收入 46.8/10.0 亿元，同比-18.0%/-22.1%，营收占比分别 78.3%/16.8%，洞藏系列表现稳健，底盘产品调整去库。分区域看，省内/省外收入 42.7/14.2 亿元，同比-16.3%/-25.6%，营收占比分别 71.4%/23.7%，省外深度调整去库存。截至报告期末，省内/省外经销商数量分别 777/593 个，全年净增-3/+4 个。2026 年 Q1 中高档白酒/普通白酒收入 18.7/2.6 亿元，同比+8.9%/+9.1%，预计洞藏双位数增长、金银星调整结束同比也有增长，产品结构调整已经较为健康。省内/省外收入 18.1/3.2 亿元，同比+11.0%/-1.4%，省内市场基本盘稳固、省外调整基本进入尾声。

#### 相关报告

- 1、《迎驾贡酒 (603198) —有望率先走出调整，上调评级至强烈推荐》2026-04-01
- 2、《迎驾贡酒 (603198) —Q3 下滑幅度与 Q2 接近，出清效果逐步显现》2025-10-30
- 3、《迎驾贡酒 (603198) —Q2 环比加速调整，主动释放压力》2025-08-26

□ 加大品牌投入费用率增加，盈利能力下降。2025 年公司酒类毛利率 76.3%，同比 -0.6pct。全年税金及附加/销售/管理/研发费用率分别 15.5%/11.1%/4.3%/1.1%，同比+0.4pct/+2.1pcts/+1.1pct/-0.2pct，销售费用增加主要系广告宣传费增加，调整期加大品牌投入逆势强化消费者认知。全年归母净利率 33.0%，同比-2.3pcts。Q1 毛利率/归母净利率分别 75.6%/37.4%，同比-0.9pct/-3.1pcts，结构下移对毛利略有拖累、费用率延续较高投入抢占份额。Q1 税金及附加/销售/管理费用率分别 14.9%/9.2%/3.0%，同比+0.5pct/+1.5pcts/-0.1pct。

陈书慧 S1090523010003  
chen shuhui@cmschina.com.cn  
刘成 S1090523070012  
liucheng5@cmschina.com.cn

□ 动销表现优异，渠道库存良性。25 年销售挤水分、调市场、渠道包袱并未增加。26 年春节期动销正增长表现好于预期，其中洞 6 增长超过 10%，洞 9 亦保持大个位数增长，Q1 经销商回款金额同比有增长，但库存平均 1.5 月低于去年节后 (同期 2 月)。26 年合肥有望实现双位数以上增长；六安、淮北等市场也走出调整。虽然古井加大了 C 端促销，但洞 6 依赖于消费者高自点率保持畅销，此外，市场二、三线品牌动能下滑明显，份额被洞藏挤占。

□ 投资建议: 正增超预期信号积极，维持“强烈推荐”评级。Q1 正增超预期、信号积极，公司有望成为率先走出调整的区域酒龙头，考虑到 Q2 到 Q3 基数

较低，后续有望加速增长，我们上调 26-28 年 EPS 分别为 2.74 元、3.08 元与 3.34 元，当前股价对应 26 年 13 倍 PE，上调目标价至 47 元，维持“强烈推荐”评级。

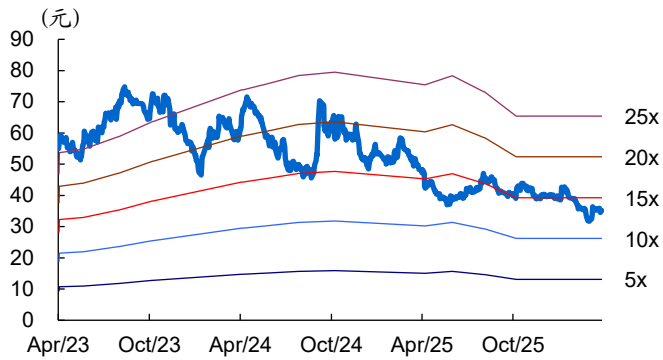
□ 风险提示：省内竞争加剧、商务需求恢复不及预期、省外扩张受阻、升级产品不及预期等。

**财务数据与估值**

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	7344	6019	6607	7151	7740
同比增长	9%	-18%	10%	8%	8%
营业利润(百万元)	3444	2631	2900	3264	3537
同比增长	14%	-24%	10%	13%	8%
归母净利润(百万元)	2589	1986	2192	2465	2670
同比增长	13%	-23%	10%	12%	8%
每股收益(元)	3.24	2.48	2.74	3.08	3.34
PE	11.0	14.3	12.9	11.5	10.6
PB	2.9	2.7	2.4	2.2	2.0

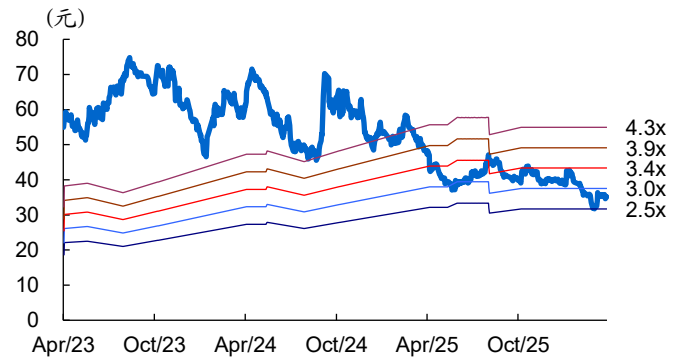
资料来源：公司数据、招商证券

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)——有望率先走出调整,上调评级至强烈推荐》2026-04-01
- 2、《迎驾贡酒(603198)——Q3 下滑幅度与 Q2 接近,出清效果逐步显现》2025-10-30
- 3、《迎驾贡酒(603198)——Q2 环比加速调整,主动释放压力》2025-08-26

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	9862	9623	10507	11746	13143
现金	1316	162	558	1464	2331
交易性投资	2534	3837	3837	3837	3837
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	195	150	164	178	192
其它应收款	13	11	13	14	15
存货	5043	5227	5676	5974	6466
其他	761	236	259	280	303
<b>非流动资产</b>	3527	4198	4461	4696	4906
长期股权投资	17	0	0	0	0
固定资产	2595	2925	3219	3482	3717
无形资产商誉	249	252	227	204	184
其他	666	1022	1015	1010	1006
<b>资产总计</b>	<b>13389</b>	<b>13821</b>	<b>14968</b>	<b>16442</b>	<b>18050</b>
<b>流动负债</b>	3202	2494	2644	2744	2909
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1534	1234	1341	1411	1527
预收账款	578	484	526	553	599
其他	1091	775	778	780	783
<b>长期负债</b>	315	664	664	664	664
长期借款	131	462	462	462	462
其他	184	202	202	202	202
<b>负债合计</b>	<b>3518</b>	<b>3157</b>	<b>3308</b>	<b>3408</b>	<b>3573</b>
股本	800	800	800	800	800
资本公积金	1233	1239	1239	1239	1239
留存收益	7811	8597	9589	10958	12396
少数股东权益	28	28	33	37	42
归属于母公司所有者权益	9844	10635	11628	12997	14434
<b>负债及权益合计</b>	<b>13389</b>	<b>13821</b>	<b>14968</b>	<b>16442</b>	<b>18050</b>

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	1907	1234	2042	2439	2519
净利润	2594	1989	2196	2470	2675
折旧摊销	235	300	345	372	397
财务费用	0	0	(48)	(61)	(79)
投资收益	(41)	(45)	(113)	(108)	(108)
营运资金变动	(866)	(1040)	(338)	(233)	(366)
其它	(15)	29	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(1897)	(1440)	(494)	(499)	(499)
资本支出	(903)	(745)	(607)	(607)	(607)
其他投资	(995)	(695)	113	108	108
<b>筹资活动现金流</b>	(937)	(920)	(1152)	(1035)	(1154)
借款变动	50	203	(0)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(28)	6	0	0	0
股利分配	(1040)	(1200)	(1200)	(1096)	(1233)
其他	81	71	48	61	79
<b>现金净增加额</b>	<b>(928)</b>	<b>(1126)</b>	<b>396</b>	<b>905</b>	<b>867</b>

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	7344	6019	6607	7151	7740
营业成本	1914	1653	1795	1889	2045
营业税金及附加	1107	931	1011	1087	1176
营业费用	666	670	728	753	815
管理费用	233	258	263	249	270
研发费用	81	64	70	76	82
财务费用	(23)	(59)	(48)	(61)	(79)
资产减值损失	(8)	1	0	(2)	(2)
公允价值变动收益	17	46	38	33	33
其他收益	28	36	30	30	30
投资收益	41	45	45	45	45
<b>营业利润</b>	3444	2631	2900	3264	3537
营业外收入	6	13	12	11	11
营业外支出	41	19	12	12	12
<b>利润总额</b>	3409	2626	2901	3264	3536
所得税	815	636	704	794	861
少数股东损益	5	4	4	5	5
<b>归属于母公司净利润</b>	2589	1986	2192	2465	2670

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	9%	-18%	10%	8%	8%
营业利润	14%	-24%	10%	13%	8%
归母净利润	13%	-23%	10%	12%	8%
<b>获利能力</b>					
毛利率	73.9%	72.5%	72.8%	73.6%	73.6%
净利率	35.3%	33.0%	33.2%	34.5%	34.5%
ROE	28.5%	19.4%	19.7%	20.0%	19.5%
ROIC	28.2%	18.3%	18.5%	18.8%	18.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	26.3%	22.8%	22.1%	20.7%	19.8%
净负债比率	1.0%	3.3%	3.1%	2.8%	2.6%
流动比率	3.1	3.9	4.0	4.3	4.5
速动比率	1.5	1.8	1.8	2.1	2.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.4	0.5	0.5	0.4
存货周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	62.8	34.9	42.1	41.8	41.8
应付账款周转率	1.6	1.2	1.4	1.4	1.4
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	3.24	2.48	2.74	3.08	3.34
每股经营净现金	2.38	1.54	2.55	3.05	3.15
每股净资产	12.30	13.29	14.53	16.25	18.04
每股股利	1.50	1.50	1.37	1.54	1.67
<b>估值比率</b>					
PE	11.0	14.3	12.9	11.5	10.6
PB	2.9	2.7	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	8.6	11.0	9.8	8.8	8.1

资料来源：公司数据、招商证券

## 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。