

迎驾贡酒 (603198)

2025 年报及 2026 年一季报点评: Q1 率先恢复增长, 洞藏韧性、省内强势

买入 (维持)

2026 年 04 月 23 日

证券分析师 苏铖

执业证书: S0600524120010

such@dwzq.com.cn

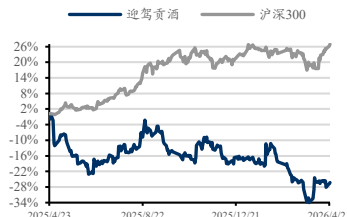
证券分析师 郭晓东

执业证书: S0600525040001

guoxd@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	7,344	6,019	6,521	7,306	8,052
同比 (%)	8.46	(18.04)	8.35	12.04	10.20
归母净利润 (百万元)	2,589	1,986	2,100	2,383	2,694
同比 (%)	13.45	(23.31)	5.74	13.49	13.05
EPS-最新摊薄 (元/股)	3.24	2.48	2.62	2.98	3.37
P/E (现价&最新摊薄)	10.96	14.29	13.51	11.91	10.53

股价走势



投资要点

- **事件:** 公司公告 2025 年年报及 2026 年一季报, 2025 年营收 60.19 亿元, 同比-18.04%, 归母净利润 19.86 亿元, 同比-23.31%; 其中 25Q4 营收 15.03 亿元, 同比-17.89%, 归母净利润 4.74 亿元, 同比-18.63%。26Q1 营收 22.30 亿元, 同比+8.91%, 归母净利润 8.35 亿元, 同比+0.73%。
- **25 年主动调整务实降速, 动销仍保持良性。** 25 年面对白酒行业调整带来的多重挑战, 公司主动调整经营策略, 务实降速确保渠道良性、立足长远发展。1) 分产品来看, 25 年中高档收入同比-18%、普通档同比-22%, 洞藏系列保持韧性, 金银星及低档酒下滑明显; 2) 分区域来看, 25 年省内、省外收入分别同比-16%、-26%, 省内在经历连续高增后阶段性调整, 动销仍保持行业领先。25 年销售净利率同比-2.3pct 至 33%, 主要系毛销差阶段性承压所致。其中销售毛利率同比-1.4pct、税金及附加率同比+0.4pct, 期间费用率同比+2.5pct(销售/管理/研发/财务费用率分别同比+2.06pct/+1.12pct/-0.04pct/-0.67pct)。
- **26Q1 率先恢复增长, 洞藏韧性、省内强势。** 在经历自 24Q4 以来 5 个季度下滑后, 26Q1 营收同比+8.9%率先恢复增长。1) 分产品来看, 26Q1 中高档、普通档收入分别同比+8.9%、+9.2%, 预计洞藏系列恢复双位数增长, 金银星止住下滑趋势。2) 分区域来看, 26Q1 省内、省外收入分别同比+11.0%、-1.4%, 省内自 24Q4 以来跟随行业调整, 当前价盘平稳、库存良性, 预计挤压式增长下省内份额逆势提升; 省外核心区域江苏、上海逐步企稳。此外, 26Q1 销售净利率同比-3pct 至 37.6%, 仍为阶段性毛销差承压所致。其中销售毛利率同比-0.9pct、税金及附加率同比+0.5pct, 期间费用率同比+3.0pct(销售/管理/研发/财务费用率分别同比+1.52pct/-0.10pct/-0.03pct/+1.61pct)。26Q1 末合同负债 5.3 亿元, 环增 0.5 亿元/同增 0.8 亿元, 经营势能触底企稳。
- **盈利预测与投资评级:** 迎驾 26Q1 率先恢复增长, 同时积极调整销售高管、有望更好抢抓行业恢复期机遇。参考 26Q1 经营节奏, 我们更新 2026~2027 年归母净利润预测为 21.0、23.8 亿元(前值 19.6、22.6 亿元), 新增 2028 年归母净利润预测为 26.9 亿元, 对应当前最新 PE 分别为 14、12、11X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济不及预期; 食品安全风险; 次高端升级不及预期

市场数据

收盘价(元)	35.47
一年最低/最高价	31.35/50.34
市净率(倍)	2.47
流通 A 股市值(百万元)	28,376.00
总市值(百万元)	28,376.00

基础数据

每股净资产(元,LF)	14.34
资产负债率(% ,LF)	21.41
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 年三季报点评: 延续出清基调, 渠道整固为先》
2025-10-30
- 《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

迎驾贡酒三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	9,623	11,673	13,609	15,709	营业总收入	6,019	6,521	7,306	8,052
货币资金及交易性金融资产	3,999	7,268	8,740	10,428	营业成本(含金融类)	1,653	1,754	1,901	2,045
经营性应收款项	183	110	126	139	税金及附加	931	1,004	1,118	1,232
存货	5,227	4,084	4,531	4,930	销售费用	670	737	877	942
合同资产	0	0	0	0	管理费用	258	280	292	306
其他流动资产	214	211	212	212	研发费用	64	78	88	97
非流动资产	4,198	4,254	4,256	4,224	财务费用	(59)	(14)	(28)	(31)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	36	39	44	48
固定资产及使用权资产	2,925	2,812	2,666	2,486	投资净收益	45	46	51	56
在建工程	682	798	893	988	公允价值变动	46	17	0	0
无形资产	252	306	359	413	减值损失	1	(3)	1	1
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	33	33	33	33	营业利润	2,631	2,781	3,155	3,567
其他非流动资产	307	306	305	304	营业外净收支	(5)	1	2	2
资产总计	13,821	15,927	17,865	19,933	利润总额	2,626	2,782	3,157	3,569
流动负债	2,494	3,100	3,404	3,698	减:所得税	636	681	773	874
短期借款及一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	净利润	1,989	2,100	2,383	2,694
经营性应付款项	1,234	841	911	980	减:少数股东损益	4	0	0	1
合同负债	484	719	779	838	归属母公司净利润	1,986	2,100	2,383	2,694
其他流动负债	775	1,540	1,714	1,879	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.48	2.62	2.98	3.37
非流动负债	664	664	664	664	EBIT	2,481	2,668	3,031	3,430
长期借款	462	462	462	462	EBITDA	2,781	2,944	3,341	3,775
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	72.54	73.11	73.98	74.60
租赁负债	1	1	1	1	归母净利率(%)	32.99	32.20	32.61	33.46
其他非流动负债	201	201	201	201	收入增长率(%)	(18.04)	8.35	12.04	10.20
负债合计	3,157	3,763	4,068	4,362	归母净利润增长率(%)	(23.31)	5.74	13.49	13.05
归属母公司股东权益	10,635	12,135	13,768	15,542					
少数股东权益	28	29	29	30					
所有者权益合计	10,664	12,164	13,797	15,572					
负债和股东权益	13,821	15,927	17,865	19,933					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,234	4,137	2,481	2,862	每股净资产(元)	13.29	15.17	17.21	19.43
投资活动现金流	(1,440)	(586)	(709)	(854)	最新发行在外股份(百万股)	800	800	800	800
筹资活动现金流	(920)	(600)	(750)	(920)	ROIC(%)	17.79	16.96	17.02	17.10
现金净增加额	(1,126)	2,952	1,022	1,088	ROE-摊薄(%)	18.67	17.30	17.31	17.33
折旧和摊销	301	277	310	345	资产负债率(%)	22.84	23.63	22.77	21.88
资本开支	(739)	(329)	(308)	(308)	P/E(现价&最新股本摊薄)	14.29	13.51	11.91	10.53
营运资本变动	(1,011)	1,821	(159)	(118)	P/B(现价)	2.67	2.34	2.06	1.83

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>