

迎驾贡酒 (603198.SH)

2025 年释放经营压力, 2026Q1 收入同比+9%

核心观点

2025 年释放经营压力, 2026Q1 收入及净利润均同比增长。2025 年公司实现营业收入 60.19 亿元/同比-18.0%, 归母净利润 19.86 亿元/同比-23.3%; 2025Q4 收入 15.03 亿元/同比-17.9%, 归母净利润 4.74 亿元/同比-18.6%; 2026Q1 收入 22.30 亿元/同比+8.9%, 归母净利润 8.35 亿元/同比+0.73%。结合 2025Q4+2026Q1 看, 收入同比-3.7%/净利润同比-7.3%/收入+预收环比变化合计同比-3.8%, 下滑幅度有较明显收窄, 伴随公司产品、渠道、区域等逐步调整到位, 预计有望先于板块确认基本面拐点。

2025 年公司主动调整, 预计洞藏产品势能持续。分产品看, 2025 年中高档/普通白酒收入 46.83/10.04 亿元, 同比-18.03%/-22.13%, 其中中高档酒量-14.81%/价-4.19%, 全年消费场景和需求下滑较大, 预计公司在较高库存水位下减负渠道, 洞 6、洞 9 在同价位中自点率优势仍然保持。分区域看, 2025 年省内/省外收入 42.66/14.21 亿元, 同比-16.25%/-25.57%, 预计省内合肥淮南淮北等市场表现稳健, 基地市场六安主动去库调整。分渠道看, 2025 年直销(含团购)/批发代理收入 4.52/52.34 亿元, 同比+1.62%/-20.17%。利润端看, 2025 年整体毛利率 72.5%/同比-1.4pcts, 其中中高档/普通白酒毛利率分别 80.57%/56.08%, 同比-0.49/-1.85pcts, 预计洞藏系列内部结构有沉降、低端产品货折等投入加大。2025 年税金及附加/销售费用/管理费用率分别 15.5%/11.1%/4.3%, 同比+0.39/+2.07/+1.12pcts, 系收入负规模效应影响。

2026Q1 收入同比增长, 现金流表现稳健, 净利率阶段性承压系旺季加大市场投入。收入端看, 26Q1 中高档/普通白酒收入 18.73/2.64 亿元, 同比+8.87%/+9.15%; Q1 省内/省外收入 18.13/3.24 亿元, 同比+10.97%/-1.37%。我们预计 1) 春节期间洞 6、洞 9 在核心市场动销实现增长, 洞 6 的消费者自点率在同价位领先竞品、在费用投入阶段性加大后能继续抢占份额; 2) 2025Q4 起贡 3、贡 5 在多地招商以补充 100 元以内价位增量, 3) 省内基地市场优势夯实, 合肥在新联盟体模式下仍具产品升级势能, 六安在多渠道精细化运作下也有望止跌; 4) 低端产品及省外市场在库存降至较低水位后调整亦渐近尾声。利润端看, 26Q1 毛利率 75.6%/同比-0.9pcts, 税金及附加率/销售费用/管理费用率 14.9%/9.2%/3.0%, 同比+0.51/+1.52/-0.10pcts, 旺季为应对竞争, 公司仍阶段性加大消费者和渠道端投入, 整体净利率-3.04pcts 至 37.4%。结合 25Q4+26Q1 看现金流, 两季度销售收现同比-1%, 经营性现金流净额同比+40%, 税费等支出改善明显。截至 2026Q1 末公司合同负债 5.32 亿元/环比+0.48 亿元, 预计后续经营延续稳健表现。

投资建议: 2026 年预计公司产品、渠道、区域逐步调整到位, 渠道状态良性, 整体有望回归增长; 中长期看, 洞藏结构升级动力、省内渗透率提升趋势将延续, 规模效应打开后净利率也有望逐步提升。考虑到短期需求及竞争压力, 维持此前收入预测、略下调净利润预测并引入 2028 年预测: 预计 2026-2028 年公司收入 64.0/70.3/76.3 亿元, 同比+6.4%/+9.8%/+8.5%; 归母净利润 20.2/22.7/25.8 亿元, 同比+1.6%/+12.7%/+13.5% (前值 26/27 年 21.5/24.0 亿元), 当前股价对应 26/27 年 14.1/12.5 倍 P/E, 维持“优于大市”评级。

风险提示: 白酒需求复苏不及预期; 食品安全问题; 低档酒表现不及预期等。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	7,344	6,019	6,404	7,033	7,628
(+/-%)	9.3%	-18.0%	6.4%	9.8%	8.5%
净利润(百万元)	2589	1986	2017	2273	2579
(+/-%)	13.2%	-23.3%	1.6%	12.7%	13.5%
每股收益(元)	3.24	2.48	2.52	2.84	3.22
EBIT Margin	45.5%	40.6%	41.7%	43.7%	45.2%
净资产收益率 (ROE)	26.3%	18.7%	17.3%	17.8%	18.5%
市盈率 (PE)	11.0	14.3	14.1	12.5	11.0
EV/EBITDA	8.9	11.6	11.8	10.1	8.8
市净率 (PB)	2.88	2.67	2.44	2.22	2.04

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

食品饮料 · 白酒 II

证券分析师: 张向伟

证券分析师: 张未艾

021-61761031

zhangxiangwei@guosen.com.cn zhangweiai@guosen.com.cn

S0980523090001

S0980525070005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	39.02 元
总市值/流通市值	31216/31216 百万元
52 周最高价/最低价	50.34/31.35 元
近 3 个月日均成交额	199.10 百万元

市场走势

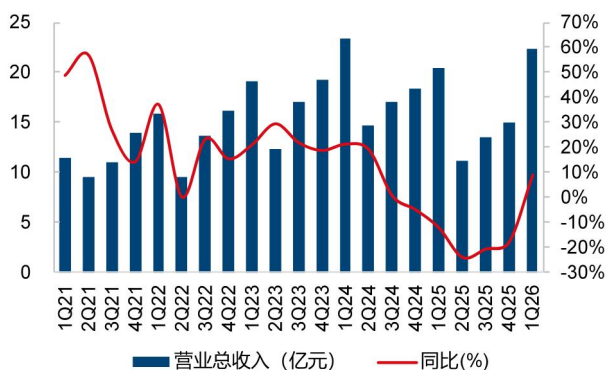


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《迎驾贡酒 (603198.SH) -2025Q3 收入同比下滑 21%, 省内市场持续释放压力》——2025-10-30
- 《迎驾贡酒 (603198.SH) -2025Q2 收入及净利润降幅扩大, 持续释放需求压力》——2025-08-27
- 《迎驾贡酒 (603198.SH) -2024Q4+2025Q1 中低档酒降速调整, 省内洞藏系列势能延续》——2025-04-30
- 《迎驾贡酒 (603198.SH) -第三季度主动降速释放渠道压力, 蓄力新财年》——2024-10-30
- 《迎驾贡酒 (603198.SH) -第二季度净利润同比增长 28%, 洞 9 延续较快增长》——2024-08-18

图1: 2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速



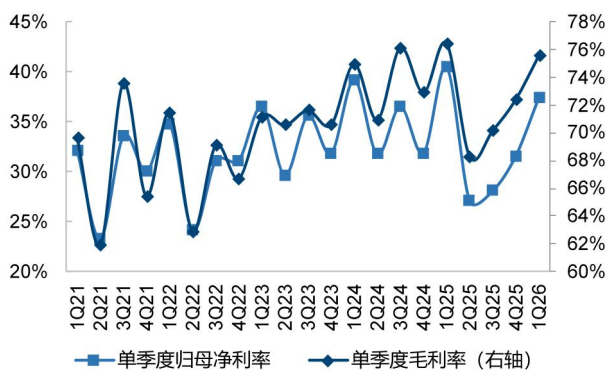
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图2: 2021Q1 至今公司单季度归母净利润及同比增速



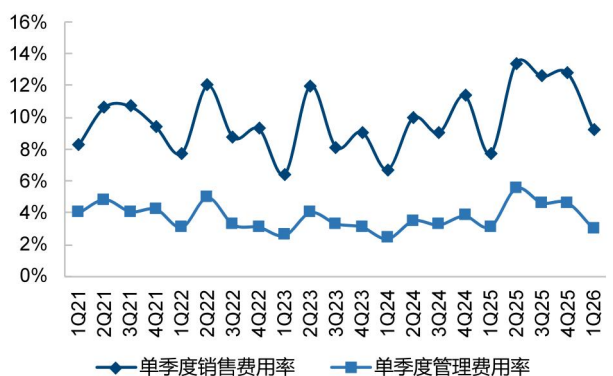
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图3: 2021Q1 至今公司单季度毛利率及净利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 2021Q1 至今公司单季度销售费用率及管理费用率



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

表1: 迎驾贡酒盈利预测调整表

项目	调整前			调整后			调整幅度	
	2025A	2026E	2027E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	6,019	6,424	6,973	6,404	7,033	7,628	-0.3%	0.9%
收入同比增速%	-18.0%	6.7%	8.5%	6.4%	9.8%	8.5%	-0.33pcts	1.28pcts
毛利率%	72.54%	73.63%	74.44%	73.56%	74.87%	75.90%	-0.08pcts	0.44pcts
销售费用率%	11.13%	10.50%	10.00%	11.35%	10.80%	10.40%	0.85pcts	0.8pcts
归母净利润 (百万元)	1,986	2,155	2,401	2,017	2,273	2,579	-6.4%	-5.3%
归母净利润同比增速%	-23.3%	8.5%	11.4%	1.6%	12.7%	13.5%	-6.93pcts	1.29pcts
净利率%	32.99%	33.54%	34.43%	31.50%	32.32%	33.81%	-2.04pcts	-2.11pcts
EPS (元)	2.48	2.69	3.00	2.52	2.84	3.22	-6.4%	-5.3%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)		总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)		PE	
			2026/4/22	2026/4/22		2025A/E	2026E	2025A/E	2026E
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,409.50	17,650.75	823.2	897.0	21.4	19.7	
000858.SZ	五粮液	优于大市	100.64	3,906.45	318.5	263.7	12.3	14.8	
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	100.24	1,475.47	134.7	121.2	11.0	12.2	
600809.SH	山西汾酒	优于大市	136.91	1,670.25	122.5	127.4	13.6	13.1	
002304.SZ	洋河股份	中性	49.42	744.49	66.7	41.6	11.2	17.9	
000799.SZ	酒鬼酒	中性	42.98	139.65	0.1	0.8	1117.8	173.9	

600702.SH	舍得酒业	优于大市	45.70	152.07	2.2	3.8	68.2	40.3
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	104.93	498.00	55.2	47.0	9.0	10.6
603369.SH	今世缘	优于大市	25.64	319.68	34.1	29.0	9.4	11.0
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	35.47	283.76	19.9	20.2	14.3	14.1
603589.SH	口子窖	中性	24.36	145.70	6.7	9.8	21.6	14.8
603919.SH	金徽酒	优于大市	18.18	92.22	3.5	3.7	26.0	25.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；除迎驾贡酒以外其他公司采用 Wind 一致预期

风险提示

宏观经济及白酒需求复苏不及预期；渠道库存增加导致批价波动；食品安全问题等。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1316	162	640	703	763	营业收入	7344	6019	6404	7033	7628
应收款项	208	161	223	232	227	营业成本	1914	1653	1693	1767	1838
存货净额	5043	5227	7401	7671	7707	营业税金及附加	1107	931	986	1083	1175
其他流动资产	761	236	640	844	839	销售费用	666	670	727	760	793
流动资产合计	9862	9623	12742	13287	13372	管理费用	233	258	266	277	300
固定资产	2895	3606	3622	3656	3686	研发费用	81	64	64	70	76
无形资产及其他	249	252	242	232	222	财务费用	(23)	(59)	69	103	62
投资性房地产	366	340	340	340	340	投资收益	41	45	53	47	53
长期股权投资	17	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	17	46	22	28	32
资产总计	13389	13821	16945	17515	17620	其他收入	(61)	(27)	(64)	(70)	(76)
短期借款及交易性金融负债	1	0	2167	1643	362	营业利润	3444	2631	2673	3047	3468
应付款项	1534	1234	672	711	827	营业外净收支	(35)	(5)	(6)	(6)	0
其他流动负债	1668	1259	1750	1648	1737	利润总额	3409	2626	2668	3041	3468
流动负债合计	3202	2494	4589	4002	2926	所得税费用	815	636	647	763	884
长期借款及应付债券	131	462	462	462	462	少数股东损益	5	4	4	4	5
其他长期负债	184	202	220	238	257	归属于母公司净利润	2589	1986	2017	2273	2579
长期负债合计	315	664	682	700	718	现金流量表 (百万元)					
负债合计	3518	3157	5271	4702	3644	净利润	2589	1986	2017	2273	2579
少数股东权益	28	28	30	32	35	资产减值准备	0	(0)	0	0	0
股东权益	9844	10635	11644	12781	13941	折旧摊销	225	286	177	203	213
负债和股东权益总计	13389	13821	16945	17515	17620	公允价值变动损失	(17)	(46)	(22)	(28)	(32)
关键财务与估值指标						财务费用	(23)	(59)	69	103	62
每股收益	3.24	2.48	2.52	2.84	3.22	营运资本变动	(851)	(275)	(2694)	(528)	197
每股红利	1.30	1.51	1.26	1.42	1.77	其它	3	2	2	2	2
每股净资产	12.30	13.29	14.55	15.98	17.43	经营活动现金流	1950	1951	(519)	1923	2960
ROIC	36.02%	25.81%	22%	21%	23%	资本开支	0	(1035)	(161)	(199)	(201)
ROE	26%	19%	17%	18%	18%	其它投资现金流	(955)	(1303)	0	0	0
毛利率	74%	73%	74%	75%	76%	投资活动现金流	(950)	(2321)	(161)	(199)	(201)
EBIT Margin	46%	41%	42%	44%	45%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	49%	45%	44%	47%	48%	负债净变化	106	330	0	0	0
收入增长	9%	-18%	6%	10%	8%	支付股利、利息	(1043)	(1212)	(1009)	(1137)	(1418)
净利润增长率	13%	-23%	2%	13%	13%	其它融资现金流	(49)	979	2166	(524)	(1281)
资产负债率	26%	23%	31%	27%	21%	融资活动现金流	(1923)	(784)	1158	(1661)	(2699)
股息率	3.7%	4.3%	3.6%	4.0%	5.0%	现金净变动	(923)	(1153)	478	63	59
P/E	11.0	14.3	14.1	12.5	11.0	货币资金的期初余额	2239	1316	162	640	703
P/B	2.9	2.7	2.4	2.2	2.0	货币资金的期末余额	1316	162	640	703	763
EV/EBITDA	8.9	11.6	11.8	10.1	8.8	企业自由现金流	0	826	(656)	1780	2776
						权益自由现金流	0	2136	1458	1179	1449

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032