

公司研究

26Q1 营收同比转正，率先恢复增长

——迎驾贡酒（603198.SH）2025 年年报与 2026 年一季报点评

要点

事件:迎驾贡酒发布 2025 年年报与 2026 年一季报,公司 25 年实现总营收 60.19 亿元,同比下滑 18.04%,实现归母净利润 19.86 亿元、同比下滑 23.31%。其中 25Q4 总营收 15.03 亿元,同比下滑 17.89%,归母净利润 4.74 亿元,同比下滑 18.63%。公司拟每股派发现金红利 1.5 元(含税),合计派发现金红利 12 亿元(含税),对应分红比例 60%。26Q1 总营收 22.30 亿元,同比增长 8.91%,归母净利润 8.35 亿元,同比增长 0.73%。

25 年收入端承压。1) 分产品,25 年中高档白酒/普通白酒收入为 46.83/10.04 亿元,同比-18.03%/-22.13%,其中 25 年中高档白酒销量/均价分别同比-14.5%/-4.2%,普通白酒销量/均价分别同比-15.3%/-8.1%。行业调整期公司主动调整经营策略,坚持“核心产品提精度、空白产品做加法、低效产品做减法”的产品策略,持续优化产品结构、丰富产品矩阵。2) 分区域,25 年省内/省外市场收入 42.66/14.21 亿元,同比-16.3%/-25.6%。截至 25 年末省内/省外经销商数量 777/593 家,较 24 年末净增 26 家/净减 33 家,公司推进经销商优胜劣汰,经销商队伍继续优化。

26Q1 收入同比转正,旺季表现较好。公司较早开启报表出清、释放渠道压力,24Q4 开始经历五个季度收入下滑之后,26Q1 收入同比转正,在板块内有望率先结束调整。其中 26Q1 中高档白酒/普通白酒收入 18.73/2.64 亿元、同比+8.87%/+9.15%,省内/省外收入 18.13/3.24 亿元、同比+10.97%/-1.37%,省内市场 Q1 旺季收入恢复双位数增长,顺利达成“开门红”。

净利率有所承压,26Q1 销售收现/合同负债表现较好。1) 公司 25 年/26Q1 毛利率 72.54%/75.60%,同比-1.4/-0.9pct,销售费用率 11.13%/9.23%,同比+2.07/+1.51pct,公司继续推进广告宣传等投入,销售费用率有所抬升。25 年/26Q1 管理及研发费用率 5.35%/3.57%,同比+1.07/-0.14pct。综合看 25 年/26Q1 销售净利率 33.05%/37.56%,同比-2.3/-3.1pct。2) 25 年/26Q1 销售收现 66.38/26.36 亿元,同比-15.27%/+19.28%,26Q1 销售收现同比增速快于收入。截至 26Q1 末合同负债 5.32 亿元、环比/同比均有提升。

盈利预测、估值与评级:考虑需求恢复持续性有待观察、费用投放等影响,我们下调 26-27 年归母净利润预测为 21.4/23.4 亿元(较前次预测下调 11%/11%),新增 28 年归母净利润预测 25.5 亿元,折合 2026-28 年 EPS 为 2.68/2.92/3.19 元,当前股价对应 P/E 为 13/12/11 倍。公司估值具备吸引力,26 年报表营收有望率先恢复增长,维持“买入”评级。

风险提示:省内竞争加剧,洞藏收入增速放缓,省内需求恢复不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	7,344	6,019	6,627	7,099	7,598
营业收入增长率	9.28%	-18.04%	10.11%	7.12%	7.03%
归母净利润(百万元)	2,589	1,986	2,141	2,337	2,552
归母净利润增长率	13.18%	-23.31%	7.83%	9.13%	9.23%
EPS(元)	3.24	2.48	2.68	2.92	3.19
ROE(归属母公司)(摊薄)	26.30%	18.67%	18.50%	18.52%	18.55%
P/E	11	14	13	12	11
P/B	2.9	2.7	2.5	2.2	2.1

资料来源:Wind,光大证券研究所预测,股价时间为 2026-04-22

买入(维持)

当前价: 35.47 元

作者

分析师:叶倩瑜

执业证书编号: S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师:李嘉祺

执业证书编号: S0930523070005

021-52523658

lijq@ebsecn.com

分析师:董博文

执业证书编号: S0930524030003

021-52523798

dongbowen@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	8.00
总市值(亿元):	283.76
一年最低/最高(元):	31.35/49.05
近 3 月换手率:	36.25%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	2.76	-10.28	-53.30
绝对	11.40	-8.68	-26.46

资料来源:Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	7,344	6,019	6,627	7,099	7,598
营业成本	1,914	1,653	1,769	1,859	1,936
折旧和摊销	225	286	318	340	363
税金及附加	1,107	931	1,021	1,093	1,170
销售费用	666	670	742	788	836
管理费用	233	258	272	291	312
研发费用	81	64	73	78	84
财务费用	-23	-59	-12	-26	-37
投资收益	41	45	40	40	40
营业利润	3,444	2,631	2,852	3,109	3,394
利润总额	3,409	2,626	2,830	3,087	3,372
所得税	815	636	685	747	816
净利润	2,594	1,989	2,145	2,340	2,556
少数股东损益	5	4	4	4	4
归属母公司净利润	2,589	1,986	2,141	2,337	2,552
EPS(元)	3.24	2.48	2.68	2.92	3.19

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1,907	1,234	2,011	2,358	2,599
净利润	2,589	1,986	2,141	2,337	2,552
折旧摊销	225	286	318	340	363
净营运资金增加	816	186	442	293	282
其他	-1,723	-1,223	-890	-612	-598
投资活动产生现金流	-1,897	-1,440	436	-410	-450
净资本支出	-898	-739	-420	-460	-500
长期投资变化	17	0	0	0	0
其他资产变化	-1,016	-701	856	50	50
融资活动现金流	-937	-920	-1,188	-1,267	-1,374
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	107	330	0	0	0
无息负债变化	100	-690	156	115	106
净现金流	-928	-1,126	1,258	680	775

主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	73.9%	72.5%	73.3%	73.8%	74.5%
EBITDA 率	49.1%	46.2%	46.9%	47.5%	48.3%
EBIT 率	45.9%	41.2%	42.1%	42.7%	43.5%
税前净利润率	46.4%	43.6%	42.7%	43.5%	44.4%
归母净利润率	35.3%	33.0%	32.3%	32.9%	33.6%
ROA	19.4%	14.4%	14.4%	14.6%	14.7%
ROE (摊薄)	26.3%	18.7%	18.5%	18.5%	18.5%
经营性 ROIC	37.7%	24.6%	25.8%	26.6%	27.7%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	26%	23%	22%	21%	20%
流动比率	3.08	3.86	3.98	4.19	4.42
速动比率	1.50	1.76	1.88	2.08	2.30
归母权益/有息债务	74.54	23.03	25.08	27.34	29.81
有形资产/有息债务	98.33	29.10	31.50	34.03	36.75

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	13,389	13,821	14,922	16,084	17,334
货币资金	1,316	162	1,421	2,101	2,876
交易性金融资产	2,534	3,837	3,000	3,000	3,000
应收账款	195	150	192	177	175
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	13	11	0	0	0
存货	5,043	5,227	5,592	5,870	6,110
其他流动资产	746	221	343	437	537
流动资产合计	9,862	9,623	10,591	11,632	12,746
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	17	0	0	0	0
固定资产	2,595	2,925	2,939	2,960	2,987
在建工程	300	682	732	790	855
无形资产	249	252	247	242	237
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	138	108	138	138	138
非流动资产合计	3,527	4,198	4,332	4,452	4,589
总负债	3,518	3,157	3,314	3,429	3,535
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	900	761	815	856	892
应付票据	634	473	506	532	554
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	39	34	34	34	34
流动负债合计	3,202	2,494	2,659	2,775	2,881
长期借款	131	462	462	462	462
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	132	143	143	143	143
非流动负债合计	315	664	654	654	654
股东权益	9,872	10,664	11,609	12,655	13,799
股本	800	800	800	800	800
公积金	1,633	1,639	1,639	1,639	1,639
未分配利润	7,411	8,197	9,138	10,180	11,321
归属母公司权益	9,844	10,635	11,576	12,619	13,760
少数股东权益	28	28	32	36	40

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	9.06%	11.13%	11.20%	11.10%	11.00%
管理费用率	3.17%	4.29%	4.10%	4.10%	4.10%
财务费用率	-0.31%	-0.99%	-0.18%	-0.37%	-0.49%
研发费用率	1.11%	1.06%	1.10%	1.10%	1.10%
所得税率	24%	24%	24%	24%	24%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	1.50	1.50	1.62	1.76	1.93
每股经营现金流	2.38	1.54	2.51	2.95	3.25
每股净资产	12.30	13.29	14.47	15.77	17.20
每股销售收入	9.18	7.52	8.28	8.87	9.50

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	11	14	13	12	11
PB	2.9	2.7	2.5	2.2	2.1
EV/EBITDA	7.1	9.2	8.1	7.3	6.5
股息率	4.2%	4.2%	4.6%	5.0%	5.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼