

经营改善，收入恢复增长

迎驾贡酒 2025 年报及 2026 年一季报点评

核心观点

- 事件：公司发布 2025 年报及 2026 一季报。**2025 年公司实现营收 60.19 亿元、同比-18.0%，归母净利润 19.86 亿元、同比-23.3%；26Q1 实现营收 22.3 亿元，同比+8.9%；归母净利 8.3 亿元，同比+0.7%。25Q4+26Q1 合计营收 37.3 亿元，同比-3.7%；归母净利 13.1 亿元，同比-7.3%。
- 省内市场韧性较强，洞藏系列势能仍存。**分产品看，2025 年中高档/普通酒分别实现营收 46.8/10.0 亿元，同比-18%/ -22%，其中销量分别同比-14%/ -15%，吨价同比-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%。26Q1 省内/省外营收同比+10.97%/ -1.37%，截至 26Q1 末，经销商总数 1357 家，其中省内经销商 771 家。我们预计省内 100-300 元大众价位消费基础稳固，公司省内加强渗透布局、份额持续提升，洞 6、洞 9 等洞藏系列表现出色。
- 费投有所提升，渠道回款意愿良好。**2025 年毛利率同比-1.4pct 至 72.54%；26Q1 毛利率同比-0.9pct 至 75.6%，预计系产品结构调整所致。26Q1 销售/管理费用率同比+1.52/ -0.1pct 至 9.23%/3.03%，预计系公司在当前环境下持续加大费用投放以稳固市场表现。26Q1 税金及附加率同比+0.51pct 至 14.94%，26Q1 归母净利率同比-3.04pct 至 37.43%。26Q1 销售回款 26.36 亿元，同比+19.3%，经营性净现金流 11.35 亿元（同比+129.02%）。26Q1 末合同负债 5.32 亿元，同比/环比分别+0.76/+0.48 亿元，渠道回款意愿良好。
- 收入率先恢复增长，关注需求复苏态势。**公司出清时间较早、出清力度较大，26Q1 先行筑底回升，目前渠道状态良性，后续关注需求复苏消费升级带动产品结构升级，规模效应下净利率有望逐步提升。

盈利预测与投资建议

- 考虑公司目前费投较高抢占市场，我们下调 26、27 年盈利预测，预计公司 2026-2028 年每股收益分别为 2.45、2.64、2.95 元（原预测为 3.19、3.67 元、新增），参考行业可比公司，我们给予公司 26 年 21 倍市盈率，对应目标价为 51.45 元，维持买入评级。

风险提示

白酒消费不及预期风险、禁酒令等政策风险、市场竞争加剧风险、食品安全事件风险。

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	7,344	6,019	5,912	6,203	6,745
同比增长(%)	8.5%	-18.0%	-1.8%	4.9%	8.7%
营业利润(百万元)	3,444	2,631	2,564	2,777	3,098
同比增长(%)	14.4%	-23.6%	-2.5%	8.3%	11.6%
归属母公司净利润(百万元)	2,589	1,986	1,962	2,111	2,362
同比增长(%)	13.4%	-23.3%	-1.2%	7.6%	11.9%
每股收益(元)	3.24	2.48	2.45	2.64	2.95
毛利率(%)	73.9%	72.5%	73.3%	73.6%	73.9%
净利率(%)	35.3%	33.0%	33.2%	34.0%	35.0%
净资产收益率(%)	28.2%	19.4%	17.6%	17.1%	17.3%
市盈率	12.3	16.1	16.3	15.1	13.5
市净率	3.2	3.0	2.7	2.5	2.2

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级

投资评级	买入（维持）
股价（2026年04月24日）	39.85 元
目标价格	51.45 元
52 周最高价/最低价	48.51/31.35 元
总股本/流通 A 股（万股）	80,000/80,000
A 股市值（百万元）	31,880
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2026 年 04 月 26 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	15.27	22.73	1.87	-15.68
相对表现%	14.41	16.15	0.45	-41.71
沪深 300%	0.86	6.58	1.42	26.03



证券分析师

李耀	执业证书编号：S0860525100001 香港证监会牌照：BXH218 liyao@orientsec.com.cn 021-63326320
张玲玉	执业证书编号：S0860526030001 zhanglingyu@orientsec.com.cn 0755-82819271

相关报告

25Q2 业绩降幅增大，优化销售管理酝酿修复弹性：——25H1 迎驾贡酒点评	2025-08-28
Q1 增速短期承压，看好中长期健康成长	2025-05-03
业绩增速环比放缓，但仍显现强竞争力	2024-10-30

表 1：可比公司估值及盈利预测

公司	代码	最新价格(元) 2026/4/23	每股收益 (元)					市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
古井贡酒	000596	109.50	10.44	8.36	8.88	9.94	10	13	12	11	
今世缘	603369	26.65	2.74	2.20	2.33	2.56	10	12	11	10	
洋河股份	002304	49.87	4.43	2.45	2.76	3.09	11	20	18	16	
伊力特	600197	12.07	0.60	0.38	0.44	0.52	20	32	27	23	
金徽酒	603919	18.46	0.77	0.70	0.72	0.79	24	26	26	23	
老白干酒	600559	14.04	0.86	0.47	0.60	0.68	16	30	23	20	
天佑德酒	002646	7.97	0.09	0.03	0.05	0.07	91	280	176	118	
	最大值						91	280	176	118	
	最小值						10	12	11	10	
	平均数						26	59	42	32	
	调整后平均						16	24	21	19	

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,316	162	1,681	2,469	3,399	营业收入	7,344	6,019	5,912	6,203	6,745
应收票据、账款及款项融资	246	169	167	176	195	营业成本	1,914	1,653	1,577	1,636	1,759
预付账款	16	15	14	15	16	销售费用	666	670	638	620	641
存货	5,043	5,227	4,245	4,406	4,735	管理费用	233	258	248	242	256
其他	3,242	4,051	4,050	4,051	4,052	研发费用	81	64	89	93	101
流动资产合计	9,862	9,623	10,157	11,117	12,397	财务费用	(23)	(59)	23	14	8
长期股权投资	17	0	0	0	0	资产、信用减值损失	8	(1)	0	0	0
固定资产	2,595	2,925	3,700	4,137	4,375	公允价值变动收益	17	46	20	28	31
在建工程	300	682	353	222	169	投资净收益	41	45	55	45	60
无形资产	249	252	294	334	373	其他	(1,079)	(895)	(847)	(893)	(973)
其他	366	340	310	318	302	营业利润	3,444	2,631	2,564	2,777	3,098
非流动资产合计	3,527	4,198	4,657	5,011	5,219	营业外收入	6	13	20	13	15
资产总计	13,389	13,821	14,815	16,127	17,617	营业外支出	41	19	15	25	20
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	3,409	2,626	2,569	2,765	3,094
应付票据及应付账款	1,534	1,234	1,178	1,222	1,314	所得税	815	636	604	650	727
其他	1,669	1,259	1,251	1,274	1,318	净利润	2,594	1,989	1,965	2,115	2,367
流动负债合计	3,202	2,494	2,429	2,497	2,632	少数股东损益	5	4	4	4	4
长期借款	131	462	462	462	462	归属于母公司净利润	2,589	1,986	1,962	2,111	2,362
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	3.24	2.48	2.45	2.64	2.95
其他	184	202	175	187	188						
非流动负债合计	315	664	637	649	650	主要财务比率					
负债合计	3,518	3,157	3,066	3,146	3,281		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	28	28	32	36	41	成长能力					
股本	800	800	800	800	800	营业收入	8.5%	-18.0%	-1.8%	4.9%	8.7%
资本公积	1,233	1,239	1,239	1,239	1,239	营业利润	14.4%	-23.6%	-2.5%	8.3%	11.6%
留存收益	7,811	8,597	9,678	10,907	12,256	归属于母公司净利润	13.4%	-23.3%	-1.2%	7.6%	11.9%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	9,872	10,664	11,749	12,982	14,335	毛利率	73.9%	72.5%	73.3%	73.6%	73.9%
负债和股东权益总计	13,389	13,821	14,815	16,127	17,617	净利率	35.3%	33.0%	33.2%	34.0%	35.0%
						ROE	28.2%	19.4%	17.6%	17.1%	17.3%
						ROIC	28.0%	18.4%	17.0%	16.6%	16.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	26.3%	22.8%	20.7%	19.5%	18.6%
净利润	2,594	1,989	1,965	2,115	2,367	净负债率	0.0%	2.8%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	134	192	237	291	320	流动比率	3.08	3.86	4.18	4.45	4.71
财务费用	(23)	(59)	23	14	8	速动比率	1.50	1.76	2.43	2.69	2.91
投资损失	(41)	(45)	(55)	(45)	(60)	营运能力					
营运资金变动	(670)	(319)	918	(103)	(216)	应收账款周转率	59.1	34.9	39.9	41.2	41.9
其它	(86)	(524)	(32)	(38)	(18)	存货周转率	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4
经营活动现金流	1,907	1,234	3,057	2,235	2,401	总资产周转率	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
资本支出	(849)	(882)	(711)	(622)	(541)	每股指标(元)					
长期投资	5	6	0	0	0	每股收益	3.24	2.48	2.45	2.64	2.95
其他	(1,053)	(563)	75	73	91	每股经营现金流	2.38	1.54	3.82	2.79	3.00
投资活动现金流	(1,897)	(1,440)	(636)	(549)	(450)	每股净资产	12.30	13.29	14.65	16.18	17.87
债权融资	107	330	0	0	(0)	估值比率					
股权融资	(208)	6	0	0	0	市盈率	12.3	16.1	16.3	15.1	13.5
其他	(835)	(1,256)	(903)	(897)	(1,021)	市净率	3.2	3.0	2.7	2.5	2.2
筹资活动现金流	(937)	(920)	(903)	(897)	(1,021)	EV/EBITDA	7.6	9.8	9.6	8.8	7.9
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	7.9	10.6	10.5	9.7	8.7
现金净增加额	(928)	(1,126)	1,518	789	930						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。