

省内份额提升，26Q1 业绩率先恢复增长

迎驾贡酒 (603198.SH)

核心观点

迎驾贡酒自 24Q3 先于行业降低业绩诉求，梳理市场问题，降低渠道压力，经过 2025 年收入、利润大幅度下降，26Q1 公司收入亦先于行业率先实现高个位数增长，表现超预期。2025 年以来，公司完成管理中心与大区架构调整，完成副董事长、总经理等关键管理层变更，业绩出清渠道轻装上阵，26Q1 表现预计进一步提振市场信心，我们看好迎驾 2026 年业绩复苏。

事件

公司发布 2025 年度报告及 2026 年一季度报告。

2025 年公司实现营业总收入 60.19 亿元 (-18.04%)；归母净利润 19.86 亿元 (-23.31%)；扣非归母净利润 19.12 亿元 (-25.49%)。

其中，2025Q4 实现营业总收入 15.03 亿元 (-17.89%)；归母净利润 4.74 亿元 (-18.63%)；扣非归母净利润 4.38 亿元 (-23.13%)。

2026Q1，公司实现营业总收入 22.3 亿元 (+8.91%)；归母净利润 8.35 亿元 (+0.73%)；扣非归母净利润 8.18 亿元 (+0.18%)。

简评

积极梳理渠道率先完成业绩触底回升

2025 年，顺应白酒行业深度调整趋势，率先全面出清业绩，26Q1 率先完成业绩反弹。2025 年梳理产品结构，洞 6、洞 9 核心产品预计降幅小于整体，非核心产品与次高端降幅较大，高势能产品与消费者高认知占比提升，并在 26Q1 发挥调整效果。2025 年实现白酒收入 56.87 亿元，同比-18.79%，26Q1 白酒收入 21.37 亿元，同比+8.9%。**量价角度来看**，2025 年酒类销量为 5.23 万千升，同比-14.81%，每千升价格为 10.87 万元，同比-4.67%。

市场层面，我们预计省内合肥、六安市场表现较优。得益于 100-200 元价位带相对较优，叠加春节促销拉动+补终端利润差，春节期间洞六、洞九表现较好，洞十六、洞二十相对较弱。目前渠道回款节奏与去年相近，库存处于较低水平。2025 年省内销售额 42.66 亿元，同比 -16.25%，销量/吨价分别同比 -11.65%/-5.21%；省外收入 14.21 亿元 (-25.57%)，销量/吨价分别同比-20.37%/-5.21%。

维持

买入

杨骥

yangji@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525110001

夏克扎提·努力木

xiakexhatinulimu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070010

发布日期：2026 年 04 月 27 日

当前股价：35.47 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
5.88/2.11	-8.96/-8.70	-29.19/-53.94
12 月最高/最低价 (元)		50.09/31.73
总股本 (万股)		80,000.00
流通 A 股 (万股)		80,000.00
总市值 (亿元)		283.76
流通市值 (亿元)		283.76
近 3 月日均成交量 (万)		500.05
主要股东		
安徽迎驾集团股份有限公司		72.22%

股价表现



得益于省内洞藏系列势能释放，经过市场梳理，省内率先恢复双位数增长，省外仍处于调整阶段。26Q1 省内/省外收入分别为 18.13 亿/3.24 亿元，同比+10.97%/-1.37%。

产品方面，市场调整不改战略聚焦洞藏系列，预计洞藏收入贡献进一步扩大。2025 年公司中高档产品销售额 46.83 亿元，同比-18.03%，销量/吨价分别同比-14.45%/-4.19%，普通酒销售额 10.04 亿元，同比-22.13%。26Q1 中高档、普通酒收入分别为 18.73 亿元、2.64 亿元，分别同比+8.87%、+9.15%。

产品结构调整毛利率下降，增投费用提升动销

盈利能力方面，2025 年公司毛利率 72.54%，同比-1.4pcts，归母净利率 32.99%，同比-2.27pcts。2025Q4 公司毛利率 72.42%，同比-0.49pcts，归母净利率 31.57%，同比-0.29pcts。2026Q1 毛利率 75.60%，同比-0.9pcts，归母净利率 37.43%，同比-3.04pcts。主要系：

(1) 毛利率降低，一方面收入额下降规模效应减弱，另一方面预计公司增加货折等手段推动市场促销。

(2) 2025 年销售费用率 11.13%，同比+2.06pcts，管理费用率 4.29%，同比+1.12pcts。2026 年一季度，销售费用率 9.23%，同比+1.52pcts。预计系公司针对消费端的促销，加大扫码红包力度。2025 年广告宣传费同比增加 8.14%至 3.95 亿元。

现金流方面，2025 年销售收现 66.38 亿元，同比-15.27%，2026Q1 销售收现 26.36 亿元，同比+19.3%。2025 年经营性净现金流 12.34 亿元，同比-35.27%，2026Q1 经营性净现金流 11.35 亿元，同比+129.02%。合同负债方面，2026 年 3 月末合同负债余额 5.32 亿元，同比+16.58%。

分红率提升至 60.43%，股息率达到 4.22%。2025 年度公司拟现金分红总额 12 亿元，占本年度归属于上市公司股东净利润的比例 60.43%，相比 2024 年度的 46.35%，提升 14.08pcts，对应当前股息率达到 4.22%。

盈利预测：

预计 2026-2028 年公司实现收入 65.00、73.06、81.81 亿元，实现归母净利润 20.88、24.23、27.92 亿元，对应 PE 为 15.27X、13.16X、11.42X，维持“买入”评级。

风险提示：

省外市场拓展不及预期。迎驾是安徽省内龙头，近年来开始积极布局省外市场。但迎驾省外知名度较低，且全国名酒正在加速全国化，需要较高市场培育成本存在一定不确定性，可能会影响省外市场的拓展。

市场需求恢复不及预期。年初以来商务宴请、宴席、聚饮等白酒消费场所持续复苏，带动白酒市场动销水平提升。但是，全年白酒消费需求的提升，将与经济环境、人们消费意愿、商务活动等众多外部因素的活跃相关联，若修复节奏不及预期，可能影响公司产品销量。

食品安全风险等。近年来，食品安全问题始终是消费者的关注热点，公司作为食品生产企业，生产销售各环节均涉及食品质量安全。

重要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	7,343.77	6,018.73	6,500.38	7,306.05	8,181.23
YoY(%)	9.28	-18.04	8.00	12.39	11.98
净利润(百万元)	2,589.27	1,985.65	2,087.80	2,422.59	2,791.84
YoY(%)	13.18	-23.31	5.14	16.04	15.24
毛利率(%)	73.94	72.54	72.16	72.78	73.44
销售净利率(%)	35.26	32.99	32.12	33.16	34.12
ROE(%)	26.30	18.67	17.28	17.60	17.78
EPS(摊薄/元)	3.24	2.48	2.61	3.03	3.49
P/E(倍)	12.31	16.06	15.27	13.16	11.42
P/B(倍)	3.24	3.00	2.64	2.32	2.03

资料来源: iFinD, 中信建投证券

分析师介绍

杨骥

中信建投证券大消费组长兼食品饮料行业首席分析师，13 年产业工作经验、6 年券商工作经验。曾任咨询公司合伙人、中国酒类流通协会专家委员会副秘书长，带队服务过近八成上市酒企及多家消费品公司，具备深刻的专业思维、领先的产业视角和深厚的行业积淀。

2024 年带队荣获 9 项最佳分析师大奖，2022—2024 年连续三年新财富入围团队，Wind 金牌分析师 2023 年第一名、2024 年第二名，22、23、24 新浪金麒麟最佳分析师及未来之星，2024 年金牛奖第三名、2024 年 21 世纪金牌分析师及年度成长性分析师、2022—2024 上证报最佳分析师、2022—2024 年东方 choice 最佳分析师等。

夏克扎提·努力木

南开大学学士、硕士，2022 年 7 月加入中信建投食品饮料团队，研究白酒、乳品、调味品。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内 容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk