

2026年04月23日

证券研究报告·2025年报及26年一季报点评

迎驾贡酒(603198) 食品饮料

买入

当前价: 39.02元

目标价: 54.00元(6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 26Q1 春节错峰和洞藏放量带动恢复增长

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2025 年年报和 26 年一季报, 25 年全年实现收入 60.2 亿元, 同比-18.0%; 归母净利润 19.9 亿元, 同比-23.3%; 拟向全体股东每 10 股派发现金红利 15 元(含税); 26Q1 实现收入 22.3 亿元, 同比+8.9%, 归母净利润 8.35 亿元, 同比+0.73%; 25 年全年业绩符合预期, 26Q1 收入超预期。
- **25 年有所承压, 26Q1 春节错峰和洞藏放量带动恢复增长。** 1、25 年二季度以来, 白酒行业分化与竞争加剧, 酒类产业进入新一轮政策调整期, 库存压力持续加大; 中秋国庆旺季期间, 需求疲软的压力延续, 渠道备货意愿低迷, 造成 25 年全年收入端有所承压。26 年春节较晚, 错峰和洞藏放量带动 Q1 高增长; 2、分产品, 25 年中高档白酒收入 46.8 亿元, 同比-18%, 占比提升 0.8 个百分点至 82.3%, 产品结构持续优化; 预计洞藏 6、9 动销彰显韧性。普通白酒收入 10.0 亿, 同比-22.2%, 普通白酒价格带竞争激烈, 动销下滑较多。26Q1 中高端收入增长 8.9%, 普通白酒增长 9.1%; 3、分区域, 25 年省内实现收入 42.7 亿元, 同比-16.2%, 省内基本盘市场竞争较为激烈, 整体去化较为理想; 省外实现收入 14.2 亿元, 同比-25.6%, 省外市场洞藏系列开拓较晚, 短期动销压力更大。Q4 单季来看, 省外降速有所收窄。26Q1 省内增长 11%, 省外略有下滑 1.5%。4、25 年全年白酒销量下滑 14.8%, 吨价下降 4.7%, 行业竞争激烈, 费用投入增加, 批价亦有所下降。
- **费用投放加大, 盈利能力短期承压。** 1、25 年公司毛利率同比下滑 1.4 个百分点至 72.5%, 预计主要系商务和宴席消费场次减少, 次高端以上白酒动销压力较大, 部分价格带产品结构阶段性下沉。26Q1 毛利率下降 0.9 个百分点至 75.6%; 2、费用率方面, 25 年、26Q1 公司销售费用率同比分别增加 2.1、1.5 个百分点至 11.1%、9.2%, 预计系公司加大市场促销力度; 25 年管理费用率同比增加 1.1 个百分点至 4.3%, 26Q1 基本持平; 25 年财务费用率同比下降 0.7 个百分点至-1.0%; 26Q1 增加 1.6 个百分点至 0%; 25 年、26Q1 整体费用率分别同比上升 2.5、3.0 个百分点至 15.5%、12.8%。综合作用下, 净利率分别同比下降 2.3、3.1 个百分点至 33.1%、37.6%, 盈利能力短期承压。3、现金流方面, 25 年和 26Q1 经营活动现金流入同比-14.9%、+16.7%, 现金回款一季度明显改善。此外, 截止 26 年一季度末合同负债 5.3 亿元, 同比+16.4%。
- **消费端承压明显, 静待需求触底回升。** 1、2025 年, 白酒行业延续深度调整态势, 受消费疲软、需求偏弱等多重因素影响, 商务消费和宴席场景承压明显。2、展望未来, 伴随着宏观经济和居民消费信心的逐步改善, 商务消费和宴席场景的回归正常, 洞藏系列持续成长可期; 叠加公司将针对性地加大对省外市场的培育力度, 加大对金五星和普酒的资源投放, 预计动销有望迎来改善, 省外市场恢复值得期待。
- **盈利预测和投资评级。** 预计 2026-2028 年 EPS 分别为 2.70 元、2.99 元、3.37 元, 对应 PE 分别为 14 倍、13 倍、12 倍。公司 26Q1 收入、利润增速均已回正, 且库存较低; 安徽基本盘稳健, 省外逐步开拓。给予公司 2026 年 20 倍估值, 对应目标价 54 元, “买入”评级。
- **风险提示:** 经济复苏不及预期风险, 市场竞争加剧风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(亿元)	60.19	65.57	71.67	79.30
增长率	-18.04%	8.94%	9.30%	10.66%
归属母公司净利润(亿元)	19.86	21.60	23.92	26.94
增长率	-23.31%	8.77%	10.74%	12.62%
每股收益 EPS(元)	2.48	2.70	2.99	3.37
净资产收益率 ROE	18.66%	18.92%	19.45%	20.22%
PE	16	14	13	12
PB	2.94	2.74	2.54	2.35

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究院

分析师: 朱会振  
执业证号: S1250513110001  
电话: 023-63786049  
邮箱: zhz@swsc.com.cn

分析师: 舒尚立  
执业证号: S1250523070009  
电话: 023-63786049  
邮箱: ssl@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	8.00
流通 A 股(亿股)	8.00
52 周内股价区间(元)	31.73-50.09
总市值(亿元)	312.16
总资产(亿元)	146.30
每股净资产(元)	14.34

### 相关研究

- 迎驾贡酒(603198): 行业深度调整期, 收入端有所承压 (2025-10-30)
- 迎驾贡酒(603198): 25Q2 增速短期承压, 看好长期发展趋势 (2025-09-01)
- 迎驾贡酒(603198): 外部需求较为疲软, 25Q1 业绩有所承压 (2025-05-03)

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

- 1) 当前白酒行业受外部消费环境冲击，需求端有所承压，但是库存有所下降，行业处于逐步复苏阶段，预计 2026-2028 年中高档白酒销量增速分别为 8%、8%、9%，吨价增速分别为 2%、2.0%、2.0%，吨成本增速分别为 1.0%、1.0%、1.0%；
- 2) 26 年一季度公司普通白酒开始逐步复苏，当前库存略低，后续伴随着经济复苏和饮酒政策放松，有望迎来改善，预计 2026-2028 年普通白酒销量增速分别为 5%、6%、8%，吨价增速分别为 1%、2%、3%，吨成本未来三年均保持不变。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

分业务情况		2025A	2026E	2027E	2028E
合计收入	营业收入 (亿元)	60.2	65.6	71.7	79.3
	增速	-18.0%	8.9%	9.3%	10.7%
	营业成本 (亿元)	16.5	17.6	18.8	20.2
	毛利率	72.5%	73.2%	73.8%	74.5%
中高档白酒	销量 (吨)	29477	31835	34382	37476
	YOY	-14.4%	8.0%	8.0%	9.0%
	吨单价 (万元/吨)	15.9	16.2	16.5	16.8
	YOY	-4.2%	2.0%	2.0%	2.0%
	收入 (亿元)	46.8	51.6	56.8	63.1
	YOY	-18.1%	-9.8%	10.2%	11.2%
	成本 (亿元)	9.1	9.9	10.8	11.9
	吨成本 (万元/吨)	3.1	3.1	3.1	3.2
	YOY	-1.7%	1.0%	1.0%	1.0%
	毛利率	80.6%	80.7%	80.9%	81.1%
普通白酒	销量 (吨)	22841	23983	25422	27456
	YOY	-15.3%	5.0%	6.0%	8.0%
	吨单价 (万元/吨)	4.4	4.4	4.5	4.6
	YOY	-8.5%	1.0%	2.0%	3.0%
	收入 (亿元)	10.0	10.6	11.5	12.8
	YOY	-22.5%	-17.8%	8.1%	11.2%
	成本 (亿元)	4.4	4.6	4.9	5.3
	吨成本 (万元/吨)	1.9	1.9	1.9	1.9
	YOY	-4.4%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	56.0%	56.4%	57.3%	58.5%
其他业务	收入 (亿元)	3.4	3.4	3.4	3.4
	YOY	-0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
	成本 (亿元)	3.0	3.0	3.0	3.0
	毛利率	10.7%	11.0%	11.0%	11.0%

数据来源：Wind, 西南证券

我们以贵州茅台、金徽酒作为可比公司，可比公司 2026-2028 年平均估值分别为 22 倍、20 倍、19 倍。

公司 26Q1 收入、利润增速均已回正，且库存较低；安徽基本盘稳健，省外逐步开拓。给予公司 2026 年 20 倍估值，对应目标价 54 元，“买入”评级。

**表 2：可比公司一致性预期**

证券代码	证券简称	股价（元）	对应 EPS（元）				PE			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
600519	贵州茅台	1419	65.74	70.67	76.93	85.06	22	20	18	17
603919	金徽酒	18.63	0.70	0.76	0.83	0.90	27	25	22	21
平均值							24	22	20	19
603198	迎驾贡酒	39.02	2.48	2.70	2.99	3.37	16	14	13	12

数据来源：Wind，西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	60.19	65.57	71.67	79.30	净利润	19.89	21.64	23.96	26.99
营业成本	16.53	17.58	18.76	20.24	折旧与摊销	3.00	5.19	5.60	5.96
营业税金及附加	9.31	10.01	11.02	12.15	财务费用	-0.59	0.31	0.28	0.21
销售费用	6.70	7.21	7.88	8.72	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	2.58	2.75	2.94	3.21	经营营运资本变动	-3.05	-6.91	-2.53	-3.18
财务费用	-0.59	0.31	0.28	0.21	其他	-6.91	-0.91	-0.91	-0.91
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>12.34</b>	<b>19.33</b>	<b>26.41</b>	<b>29.07</b>
投资收益	0.45	0.45	0.45	0.45	资本支出	-7.27	-3.00	-3.00	-3.00
公允价值变动损益	0.46	0.46	0.46	0.46	其他	-7.13	0.91	0.91	0.91
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-14.40</b>	<b>-2.09</b>	<b>-2.09</b>	<b>-2.09</b>
<b>营业利润</b>	<b>26.31</b>	<b>28.60</b>	<b>31.70</b>	<b>35.68</b>	短期借款	0.00	1.91	-1.91	0.00
其他非经营损益	-0.05	-0.17	-0.16	-0.15	长期借款	3.30	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>26.26</b>	<b>28.44</b>	<b>31.54</b>	<b>35.53</b>	股权融资	0.06	0.00	0.00	0.00
所得税	6.36	6.79	7.57	8.54	支付股利	-12.00	-13.90	-15.12	-16.74
净利润	19.89	21.64	23.96	26.99	其他	-0.56	-0.31	-0.28	-0.21
少数股东损益	0.04	0.04	0.05	0.05	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-9.20</b>	<b>-12.31</b>	<b>-17.31</b>	<b>-16.95</b>
归属母公司股东净利润	19.86	21.60	23.92	26.94	<b>现金流量净额</b>	<b>-11.26</b>	<b>4.93</b>	<b>7.01</b>	<b>10.03</b>
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	1.62	6.56	13.57	23.60	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1.76	1.91	2.08	2.30	销售收入增长率	-18.04%	8.94%	9.30%	10.66%
存货	52.27	55.59	59.32	64.02	营业利润增长率	-23.61%	8.71%	10.81%	12.56%
其他流动资产	40.58	40.57	40.78	41.03	净利润增长率	-23.32%	8.78%	10.74%	12.62%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-21.44%	18.76%	10.18%	11.35%
投资性房地产	0.21	0.21	0.21	0.21	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	36.06	34.21	31.95	29.32	毛利率	72.54%	73.19%	73.83%	74.48%
无形资产和开发支出	2.52	2.21	1.91	1.60	三费率	14.43%	15.68%	15.50%	15.31%
其他非流动资产	3.19	3.16	3.13	3.09	净利率	33.05%	33.00%	33.44%	34.03%
<b>资产总计</b>	<b>138.21</b>	<b>144.42</b>	<b>152.94</b>	<b>165.17</b>	ROE	18.66%	18.92%	19.45%	20.22%
短期借款	0.00	1.91	0.00	0.00	ROA	14.39%	14.98%	15.67%	16.34%
应付和预收款项	18.10	19.38	20.82	22.63	ROIC	27.92%	28.64%	30.46%	33.83%
长期借款	4.62	4.62	4.62	4.62	EBITDA/销售收入	47.72%	52.02%	52.44%	52.77%
其他负债	8.85	4.14	4.28	4.46	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>31.57</b>	<b>30.05</b>	<b>29.72</b>	<b>31.71</b>	总资产周转率	0.44	0.46	0.48	0.50
股本	8.00	8.00	8.00	8.00	固定资产周转率	2.18	2.25	2.54	2.99
资本公积	12.39	12.39	12.39	12.39	应收账款周转率	33.90	41.96	42.03	42.27
留存收益	85.97	93.67	102.46	112.66	存货周转率	0.32	0.33	0.33	0.33
归属母公司股东权益	106.35	114.05	122.85	133.04	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.28%	—	—	—
少数股东权益	0.28	0.33	0.37	0.42	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>106.64</b>	<b>114.38</b>	<b>123.22</b>	<b>133.47</b>	资产负债率	22.84%	20.80%	19.43%	19.20%
负债和股东权益合计	138.21	144.42	152.94	165.17	带息债务/总负债	14.62%	21.72%	15.53%	14.56%
					流动比率	3.86	4.47	5.02	5.22
					速动比率	1.76	2.09	2.44	2.67
					股利支付率	60.43%	64.35%	63.21%	62.16%
业绩和估值指标					每股指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
EBITDA	28.72	34.11	37.58	41.85	每股收益	2.48	2.70	2.99	3.37
PE	15.72	14.45	13.05	11.59	每股净资产	13.29	14.26	15.36	16.63
PB	2.94	2.74	2.54	2.35	每股经营现金	1.54	2.42	3.30	3.63
PS	5.19	4.76	4.36	3.94	每股股利	1.50	1.74	1.89	2.09
EV/EBITDA	9.51	7.92	6.95	6.01					
股息率	3.84%	4.45%	4.84%	5.36%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究院

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

---

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzs@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn

---