

## 迎驾贡酒 (603198.SH)

强烈推荐 (维持)

### 经营势头向上, 当前低估窗口应积极布局

消费品/食品饮料  
目标估值: 44.00 元  
当前股价: 36.43 元

股东大会释放积极信号: 明确当前阶段已走出了调整, 经营势头向上, 二季度有望延续良好表现。管理层换届平稳有序, 营销双线架构成型平稳过渡完毕。行业回归理性, 产品布局清晰, 储酒提升夯实酒质。

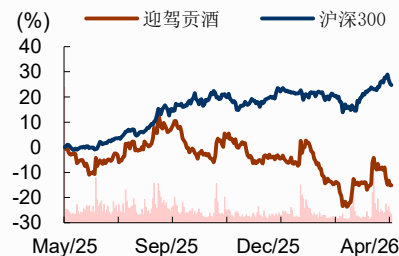
#### 基础数据

总股本 (百万股)	800
已上市流通股 (百万股)	800
总市值 (十亿元)	28.2
流通市值 (十亿元)	28.2
每股净资产 (MRQ)	14.3
ROE (TTM)	17.4
资产负债率	21.4%
主要股东	安徽迎驾集团股份有限公司
主要股东持股比例	72.22%

□ **经营势头向上, 二季度有望延续良好表现。** 近期我们参加了公司股东大会, 公司明确当前阶段已走出了调整, 经营势头向上。26Q1 收入同比增长 9%, 在行业整体承压背景下表现亮眼, 是行业中少数实现收入、利润正增长的酒企。二季度经营势头延续, 后续有望持续改善, 26 年全年正增可期。分区域来看, 省内已率先走出调整, 省外市场过去主力产品偏低端, 26 年重点布局洞藏系列, 预计 26 年止跌企稳, 27 年有望重返增长。经营目标上, 公司持续努力推进百亿营收目标的实现。

#### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	-20	-20
相对表现	-5	-25	-45



资料来源: 公司数据、招商证券

□ **管理层平稳过渡完毕。** 市场此前对公司管理层稳定性存有顾虑, 目前已平稳过渡完毕: 原销售公司总经理杨照兵调任股份公司总经理, 副总经理顾正祝接任销售公司总经理。两位均是深耕行业一线多年的老兵, 实战经验丰富, 整体团队士气稳定, 干劲较足。我们认为, 营销体系的稳定性强于外界预期, 管理层稳定风险充分释放, 更有利于公司聚焦推进市场化工作。

#### 相关报告

- 1、《迎驾贡酒 (603198) 一业绩超预期释放信心, 继续坚定推荐》2026-04-23
- 2、《迎驾贡酒 (603198) 一有望率先走出调整, 上调评级至强烈推荐》2026-04-01
- 3、《迎驾贡酒 (603198) 一Q3 下滑幅度与 Q2 接近, 出清效果逐步显现》2025-10-30

□ **行业回归理性, 产品布局清晰, 储酒提升夯实酒质。** 行业层面, 公司判断白酒疯狂增长时代已成过去, 行业正回归大众消费品属性。未来消费者将更注重产品品质与口感, 由被动应酬消费向主动自饮消费转变; 白酒消费群体长期依然稳定, 通过文化输出与冰饮、调配等创新饮用方式拓展年轻群体, 前景乐观。产品策略层面, 产品线架构进一步清晰: 洞藏系列以洞 16、洞 20 推动产品势能向高端迁移; 贡酒系列 (原洞 6、洞 9) 覆盖大众价格带, 新品贡 3、贡 5 进一步下探至 100 元及以下; 同时保留金银星产品线和散酒业务, 覆盖各层级消费群体。储酒布局层面, 公司目前已储存 30 万吨原酒, 产品最短陈储 3 年起销, 高端酒储存周期达 8-10 年以上; 同时未来计划新增 10 万吨储酒提升酒质, 以更长的瓶储时间顺应消费者品质升级趋势。

陈书慧 S1090523010003  
chen shuhui@cmschina.com.cn  
刘成 S1090523070012  
liucheng5@cmschina.com.cn

□ **投资建议: 积极信号持续出现, 安全边际充分, 维持“强烈推荐”评级。** 行业整体情绪仍偏悲观, 但公司省内 Q1 率先实现正增长, 业绩验证, Q2 起有望持续改善。当前估值处于历史低位区间, 公司分红政策稳定, 未来分红率、分红金额有望稳健提升, 当前对应股息率约 4.6%, 安全边际充分。在业绩不断改善、市场份额稳步提升下, 预期回报率较高。我们预计 26-28 年 EPS 分别为 2.74 元、3.08 元与 3.34 元, 当前股价对应 26 年 13 倍 PE, 给予 44 元目标价, 维持“强烈推荐”评级。

□ **风险提示: 省内竞争加剧、商务需求恢复不及预期、省外扩张受阻、升级产品不及预期等。**

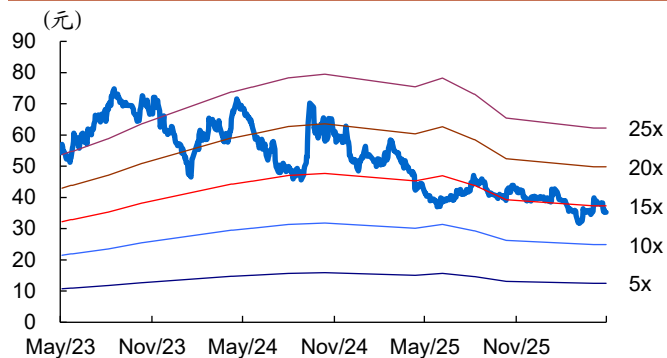
#### 财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	7344	6019	6607	7151	7740
同比增长	9%	-18%	10%	8%	8%
营业利润(百万元)	3444	2631	2900	3264	3537
同比增长	14%	-24%	10%	13%	8%
归母净利润(百万元)	2589	1986	2192	2465	2670
同比增长	13%	-23%	10%	12%	8%

每股收益(元)	3.24	2.48	2.74	3.08	3.34
PE	10.9	14.2	12.9	11.4	10.6
PB	2.9	2.7	2.4	2.2	2.0

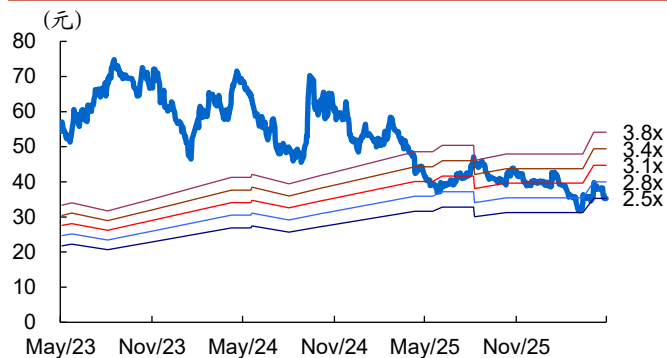
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 迎驾贡酒历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 迎驾贡酒历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《迎驾贡酒 (603198) —业绩超预期释放信心, 继续坚定推荐》2026-04-23
- 2、《迎驾贡酒 (603198) —有望率先走出调整, 上调评级至强烈推荐》2026-04-01
- 3、《迎驾贡酒 (603198) —Q3 下滑幅度与 Q2 接近, 出清效果逐步显现》2025-10-30

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	9862	9623	10507	11746	13143
现金	1316	162	558	1464	2331
交易性投资	2534	3837	3837	3837	3837
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	195	150	164	178	192
其它应收款	13	11	13	14	15
存货	5043	5227	5676	5974	6466
其他	761	236	259	280	303
<b>非流动资产</b>	3527	4198	4461	4696	4906
长期股权投资	17	0	0	0	0
固定资产	2595	2925	3219	3482	3717
无形资产商誉	249	252	227	204	184
其他	666	1022	1015	1010	1006
<b>资产总计</b>	<b>13389</b>	<b>13821</b>	<b>14968</b>	<b>16442</b>	<b>18050</b>
<b>流动负债</b>	3202	2494	2644	2744	2909
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1534	1234	1341	1411	1527
预收账款	578	484	526	553	599
其他	1091	775	778	780	783
<b>长期负债</b>	315	664	664	664	664
长期借款	131	462	462	462	462
其他	184	202	202	202	202
<b>负债合计</b>	<b>3518</b>	<b>3157</b>	<b>3308</b>	<b>3408</b>	<b>3573</b>
股本	800	800	800	800	800
资本公积金	1233	1239	1239	1239	1239
留存收益	7811	8597	9589	10958	12396
少数股东权益	28	28	33	37	42
归属于母公司所有者权益	9844	10635	11628	12997	14434
<b>负债及权益合计</b>	<b>13389</b>	<b>13821</b>	<b>14968</b>	<b>16442</b>	<b>18050</b>

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	1907	1234	2042	2439	2519
净利润	2594	1989	2196	2470	2675
折旧摊销	235	300	345	372	397
财务费用	0	0	(48)	(61)	(79)
投资收益	(41)	(45)	(113)	(108)	(108)
营运资金变动	(866)	(1040)	(338)	(233)	(366)
其它	(15)	29	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(1897)	(1440)	(494)	(499)	(499)
资本支出	(903)	(745)	(607)	(607)	(607)
其他投资	(995)	(695)	113	108	108
<b>筹资活动现金流</b>	(937)	(920)	(1152)	(1035)	(1154)
借款变动	50	203	(0)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(28)	6	0	0	0
股利分配	(1040)	(1200)	(1200)	(1096)	(1233)
其他	81	71	48	61	79
<b>现金净增加额</b>	<b>(928)</b>	<b>(1126)</b>	<b>396</b>	<b>905</b>	<b>867</b>

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	7344	6019	6607	7151	7740
营业成本	1914	1653	1795	1889	2045
营业税金及附加	1107	931	1011	1087	1176
营业费用	666	670	728	753	815
管理费用	233	258	263	249	270
研发费用	81	64	70	76	82
财务费用	(23)	(59)	(48)	(61)	(79)
资产减值损失	(8)	1	0	(2)	(2)
公允价值变动收益	17	46	38	33	33
其他收益	28	36	30	30	30
投资收益	41	45	45	45	45
<b>营业利润</b>	3444	2631	2900	3264	3537
营业外收入	6	13	12	11	11
营业外支出	41	19	12	12	12
<b>利润总额</b>	3409	2626	2901	3264	3536
所得税	815	636	704	794	861
少数股东损益	5	4	4	5	5
<b>归属于母公司净利润</b>	2589	1986	2192	2465	2670

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	9%	-18%	10%	8%	8%
营业利润	14%	-24%	10%	13%	8%
归母净利润	13%	-23%	10%	12%	8%
<b>获利能力</b>					
毛利率	73.9%	72.5%	72.8%	73.6%	73.6%
净利率	35.3%	33.0%	33.2%	34.5%	34.5%
ROE	28.5%	19.4%	19.7%	20.0%	19.5%
ROIC	28.2%	18.3%	18.5%	18.8%	18.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	26.3%	22.8%	22.1%	20.7%	19.8%
净负债比率	1.0%	3.3%	3.1%	2.8%	2.6%
流动比率	3.1	3.9	4.0	4.3	4.5
速动比率	1.5	1.8	1.8	2.1	2.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.4	0.5	0.5	0.4
存货周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	62.8	34.9	42.1	41.8	41.8
应付账款周转率	1.6	1.2	1.4	1.4	1.4
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	3.24	2.48	2.74	3.08	3.34
每股经营净现金	2.38	1.54	2.55	3.05	3.15
每股净资产	12.30	13.29	14.53	16.25	18.04
每股股利	1.50	1.50	1.37	1.54	1.67
<b>估值比率</b>					
PE	10.9	14.2	12.9	11.4	10.6
PB	2.9	2.7	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	8.6	11.0	9.8	8.8	8.1

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。