

信义山证汇通天下

证券研究报告

白酒

迎驾贡酒（603198.SH）

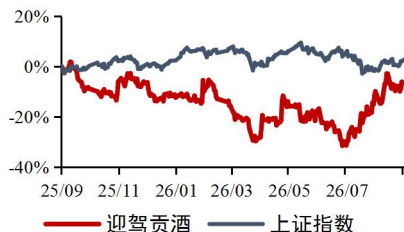
买入-A(维持)

业绩符合预期，产品结构优化

2026 年 9 月 1 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2026 年 8 月 31 日

收盘价（元/股）：	40.27
年内最高/最低（元/股）：	46.96/28.70
流通 A 股/总股本（亿股）：	8.00/8.00
流通 A 股市值（亿元）：	322.16
总市值（亿元）：	322.16

基础数据：2026 年 6 月 30 日

基本每股收益(元/股)：	1.45
摊薄每股收益(元/股)：	1.45
每股净资产(元/股)：	13.28
净资产收益率(%)：	10.96

资料来源：常闻

分析师：

熊鹏

执业登记编码：S0760525080002

邮箱：xiongpeng@sxzq.com

和芳芳

执业登记编码：S0760519110004

邮箱：hefangfang@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布公告，上半年营业总收入 34.16 亿元，同比增长 8.08%；归母净利润为 11.62 亿元，同比增长 2.79%。

事件点评

➢ **Q2 收入继续正增长，利润增速环比改善。**公司上半年收入为 34.16 亿元，同比+8.08%；归母净利润 11.62 亿元，同比+2.79%。其中单 Q2 实现营业收入 11.86 亿元，同比+6.55%；归母净利润 3.27 亿元，同比+8.44%，利润增速环比加快。具体来看：1）分产品，26Q2 中高档白酒/普通白酒收入为 8.76/2.20 亿元，同比+7.24%/+5.03%，主要在于洞藏系列韧性较强；2）分区域，26Q2 省内/省外市场收入 7.53/3.43 亿元，同比+3.07%/+15.95%，省内基本盘稳固；3）分销售渠道 26Q2 直销（含团购）/批发代理渠道收入分别为 1.08/9.89 亿元，同比+30.69%/+4.70%。

➢ **费用率扰动影响净利率，现金流改善。**公司 2026H1 销售净利率分别为 34.09%，同比-1.78pct，盈利能力略下降。具体看：1）公司 2026H1 毛利率为 74.06%，同比+0.44pct，主要在于洞藏系列为代表的中高端白酒产品收入增长所致；2）费用率方面，26H1 销售期间费用率为 15.7%，同比+2.36pct，其中销售费用率/管理费用率为 11.24%/3.79%，同比+1.52pct/-0.18pct；现金流方面，26 年上半年销售收现/经营现金流净额分别为 38.43/10.75 亿元，同比+3.55 亿/+7.58 亿，截止 26H1 合同负债为 4.20 亿元，同比减少 0.2 亿元。

投资建议

短期看，公司是本轮白酒调整里渠道出清最早、修复节奏靠前的标的，在行业下行周期实现营收和利润双增，中长期看我们认为目前公司在产品端和市场端仍有增长空间：公司聚焦洞藏系列，目前消费氛围形成，已从渠道推力驱动转为消费者自点率，洞藏系列有望持续放量；公司这两年扎根省内，拓展周边市场，长期成长空间可期。因此，考虑公司产品结构持续优化，盈利能力有望提高。预计 2026-2028 年公司归母净利润 20.29 亿、21.72 亿、24.13 亿，EPS 分别为 2.54 元、2.71 元、3.02 元，对应当前股价，PE 分别为 15.9 倍、14.8 倍、13.3 倍。维持“买入-A”评级。

风险提示

➢ 商务需求恢复不及预期，省外扩张不达预期，宏观经济风险

财务数据与估值：

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	7,344	6,019	6,367	6,840	7,448



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

	YoY(%)	9.3	-18.0	5.8	7.4	8.9
净利润(百万元)		2,589	1,986	2,029	2,172	2,413
	YoY(%)	13.2	-23.3	2.2	7.0	11.1
毛利率(%)		73.9	72.5	72.6	72.7	72.9
EPS(摊薄/元)		3.24	2.48	2.54	2.71	3.02
ROE(%)		26.3	18.7	17.7	17.3	17.4
P/E(倍)		12.4	16.2	15.9	14.8	13.3
P/B(倍)		3.3	3.0	2.8	2.6	2.3
净利率(%)		35.3	33.0	31.9	31.8	32.4

资料来源：常闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	9862	9623	14290	14977	16020
现金	1316	162	4381	4707	5125
应收票据及应收账款	195	150	215	177	250
预付账款	16	15	17	17	20
存货	5043	5227	5603	6005	6549
其他流动资产	3293	4070	4073	4072	4075
非流动资产	3527	4198	4068	3967	3912
长期投资	17	0	-19	-38	-57
固定资产	2595	2925	2921	2916	2921
无形资产	249	252	270	293	310
其他非流动资产	666	1022	896	797	738
资产总计	13389	13821	18358	18944	19932
流动负债	3202	2494	6293	5879	5672
短期借款	0	0	3117	2980	2116
应付票据及应付账款	1534	1234	1685	1444	1940
其他流动负债	1669	1259	1491	1455	1616
非流动负债	315	664	568	472	378
长期借款	131	462	366	270	176
其他非流动负债	184	202	202	202	202
负债合计	3518	3157	6860	6351	6051
少数股东权益	28	28	32	37	42
股本	800	800	800	800	800
资本公积	1233	1239	1239	1239	1239
留存收益	7811	8597	9594	10664	11822
归属母公司股东权益	9844	10635	11465	12556	13840
负债和股东权益	13389	13821	18358	18944	19932

现金流量表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1907	1234	2425	1830	2701
净利润	2594	1989	2033	2176	2418
折旧摊销	235	300	295	321	334
财务费用	-23	-59	8	25	-23
投资损失	-41	-45	-28	-28	-36
营运资金变动	-886	-1011	142	-638	32
其他经营现金流	28	60	-25	-25	-25
投资活动现金流	-1897	-1440	-111	-167	-218
筹资活动现金流	-937	-920	-1212	-1200	-1101
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	3.24	2.48	2.54	2.71	3.02
每股经营现金流(最新摊薄)	2.38	1.54	3.03	2.29	3.38
每股净资产(最新摊薄)	12.30	13.29	14.33	15.70	17.30

利润表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	7344	6019	6367	6840	7448
营业成本	1914	1653	1743	1868	2020
营业税金及附加	1107	931	987	1060	1154
营业费用	666	670	637	684	745
管理费用	233	258	274	294	320
研发费用	81	64	76	82	89
财务费用	-23	-59	8	25	-23
资产减值损失	-8	1	1	1	1
公允价值变动收益	17	46	25	25	25
投资净收益	41	45	28	28	36
营业利润	3444	2631	2695	2879	3202
营业外收入	6	13	6	7	8
营业外支出	41	19	28	27	29
利润总额	3409	2626	2673	2860	3181
所得税	815	636	640	684	763
税后利润	2594	1989	2033	2176	2418
少数股东损益	5	4	4	4	5
归属母公司净利润	2589	1986	2029	2172	2413
EBITDA	3613	2952	3008	3239	3530

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	9.3	-18.0	5.8	7.4	8.9
营业利润(%)	14.3	-23.6	2.4	6.8	11.2
归属于母公司净利润(%)	13.2	-23.3	2.2	7.0	11.1
获利能力					
毛利率(%)	73.9	72.5	72.6	72.7	72.9
净利率(%)	35.3	33.0	31.9	31.8	32.4
ROE(%)	26.3	18.7	17.7	17.3	17.4
ROIC(%)	25.4	17.9	13.6	13.8	14.8
偿债能力					
资产负债率(%)	26.3	22.8	37.4	33.5	30.4
流动比率	3.1	3.9	2.3	2.5	2.8
速动比率	1.3	1.7	1.3	1.5	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	62.8	34.9	34.9	34.9	34.9
应付账款周转率	1.6	1.2	1.2	1.2	1.2
估值比率					
P/E	12.4	16.2	15.9	14.8	13.3
P/B	3.3	3.0	2.8	2.6	2.3
EV/EBITDA	7.9	9.8	9.2	8.4	7.3

资料来源：常闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号
华润金融大厦 23 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

