

迎驾贡酒（603198.SH）

报表修复趋势延续，盈利能力出现改善

优于大市

核心观点

2026H1 公司实现营业总收入 34.16 亿元/同比+8.08%，归母净利润 11.62 亿元/同比+2.79%，扣非归母净利润 11.21 亿元/同比+2.49%。2026Q2 实现营业总收入 11.86 亿元/同比+6.55%，归母净利润 3.27 亿元/同比+8.44%，扣非归母净利润 3.03 亿元/同比+9.29%。

2026Q2 中高档酒稳健增长，省外和直销渠道表现突出。分产品看，2026Q2 酒类业务收入 10.96 亿元/同比+6.79%，其中中高档酒收入 8.76 亿元/同比+7.24%，普通白酒收入 2.20 亿元/同比+5.03%；中高档酒收入占比同比+0.33pcts 至 79.88%，产品结构整体稳定。分区域看，2026Q2 省内/省外收入分别为 7.53/3.43 亿元，同比+3.07%/+15.95%，省外收入占比同比+2.47pcts 至 31.32%。省外市场成为 2026Q2 主要增量来源。分渠道看，2026Q2 直销（含团购）/批发代理收入分别为 1.08/9.89 亿元，同比+30.69%/+4.70%，直销占比同比+1.80pcts 至 9.82%。截至 2026H1 末，公司经销商共 1365 家，环比 2026Q1 末净增加 8 家、较 2025 年末净减少 5 家，经销商规模总体稳定。

2026Q2 毛利率明显改善，覆盖销售费用增加，净利率同比回升。2026Q2 毛利率为 71.19%/同比+2.86pcts；税金及附加率/销售费用率/管理费用率分别为 15.87%/15.01%/5.22%，同比+0.09%/+1.60%/+0.30pcts。2026Q2 毛销差同比提升 1.26pcts，毛利率改善覆盖了市场费用增加，归母净利率同比+0.48pcts 至 27.59%。

2026H1 现金流显著改善，合同负债随发货确认有所回落。2026H1 销售商品、提供劳务收到的现金为 38.43 亿元/同比+10.16%，经营活动现金流量净额为 10.75 亿元/同比+239.52%，主要受销售回款增加及采购支出减少推动。截至 2026H1 末，公司合同负债 4.20 亿元，环比 2026Q1 末减少 1.12 亿元、较 2025 年末减少 0.64 亿元。

投资建议：展望 2026 年，公司有望在低基数及前期渠道调整基础上延续恢复，因此我们小幅上调此前对于 2026 年的盈利预测；但是考虑到公司仍处于主动渠道调整期，省内核心市场增速放缓，我们下调对于 2027-2028 年的盈利预测，预计 2026-2028 年公司实现营业总收入 64.1/67.5/70.5 亿元（前预测值为 64.0/70.3/76.3 亿元），同比 6.5%/5.2%/4.6%；2026-2028 年公司实现归母净利润 21.4/22.5/24.4 亿元（前预测值为 20.2/22.7/25.8 亿元），同比 7.8%/5.3%/8.1%；实现 EPS2.68/2.82/3.05 元；当前股价对应 PE 分别为 14.7/14.0/12.9 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：白酒需求复苏不及预期；食品安全问题；低档酒表现不及预期等。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	7,344	6,019	6,413	6,746	7,053
(+/-%)	9.3%	-18.0%	6.5%	5.2%	4.6%
净利润(百万元)	2589	1986	2141	2255	2438
(+/-%)	13.2%	-23.3%	7.8%	5.3%	8.1%
每股收益(元)	3.24	2.48	2.68	2.82	3.05
EBIT Margin	45.5%	40.6%	44.0%	44.9%	45.9%
净资产收益率 (ROE)	26.3%	18.7%	18.3%	17.6%	17.5%
市盈率 (PE)	12.2	15.9	14.7	14.0	12.9
EV/EBITDA	9.8	12.7	12.1	11.0	10.0
市净率 (PB)	3.20	2.96	2.69	2.45	2.26

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·白酒 II

证券分析师：张向伟

证券分析师：王新雨

021-60875135

zhangxiangwei@guosen.com.cn

wangxinyu8@guosen.com.cn

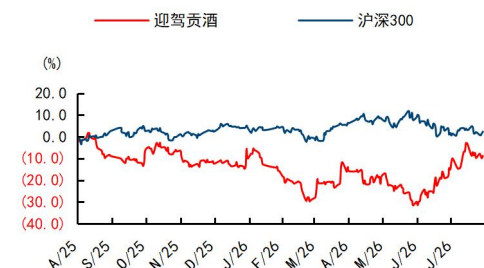
S0980523090001

S0980526070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	39.38 元
总市值/流通市值	31504/31504 百万元
52 周最高价/最低价	46.96/28.70 元
近 3 个月日均成交额	267.55 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《迎驾贡酒（603198.SH）-2025 年释放经营压力，2026Q1 收入同比+9%》——2026-04-23
- 《迎驾贡酒（603198.SH）-2025Q3 收入同比下滑 21%，省内市场持续释放压力》——2025-10-30
- 《迎驾贡酒（603198.SH）-2025Q2 收入及净利润降幅扩大，持续释放需求压力》——2025-08-27
- 《迎驾贡酒（603198.SH）-2024Q4+2025Q1 中低档酒降速调整，省内洞藏系列势能延续》——2025-04-30
- 《迎驾贡酒（603198.SH）-第三季度主动降速释放渠道压力，蓄力新财年》——2024-10-30

图1：2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速



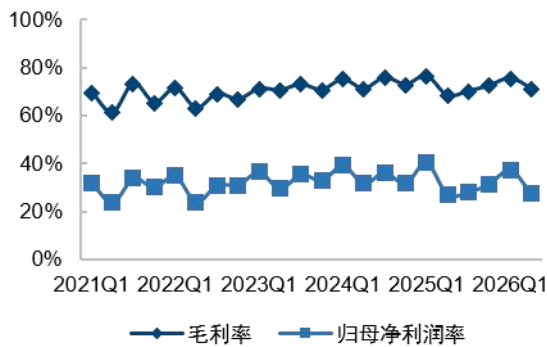
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：2021Q1 至今公司单季度归母净利润及同比增速



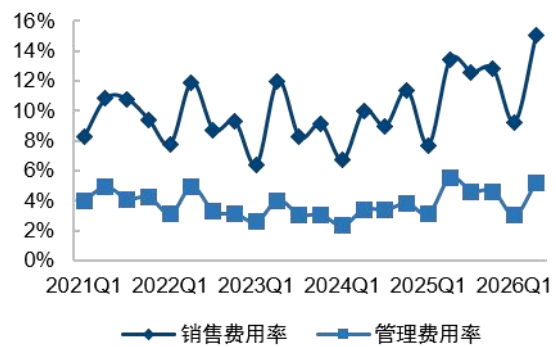
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：2021Q1 至今公司单季度毛利率及净利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：2021Q1 至今公司单季度销售费用率及管理费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：盈利预测调整表

项目	原预测（调整前）			现预测（调整后）			调整幅度		
	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	6,404	7,033	7,628	6,413	6,746	7,053	0.1%	-4.1%	-7.5%
收入同比增速%	6.4%	9.8%	8.5%	6.5%	5.2%	4.6%	0.15pcts	-4.6pcts	-3.95pcts
毛利率%	73.56%	74.87%	75.90%	75.19%	75.79%	76.30%	1.63pcts	0.92pcts	0.4pcts
销售费用率%	11.35%	10.80%	10.40%	10.90%	10.80%	10.40%	-0.45pcts	0pcts	0pcts
归母净利润（百万元）	2,017	2,273	2,579	2,141	2,255	2,438	6.1%	-0.8%	-5.5%
归母净利润同比增速%	1.6%	12.7%	13.5%	7.8%	5.3%	8.1%	6.21pcts	-7.37pcts	-5.38pcts
归母净利率%	31.50%	32.32%	33.81%	33.38%	33.42%	34.56%	1.88pcts	1.1pcts	0.75pcts
EPS（元）	2.52	2.84	3.22	2.68	2.82	3.05	6.2%	-0.8%	-5.4%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理、预测

表2：可比公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）		PE	
					2026E	2027E	2026E	2027E
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,292.30	16,154.80	853	905.3	18.9	17.8
000858.SZ	五粮液	优于大市	71.12	2,760.60	166.6	184.3	16.6	15.0
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	81.93	1,205.93	88.1	92.5	13.7	13.0
600809.SH	山西汾酒	优于大市	116.39	1,419.92	117.9	126.0	12.0	11.3
002304.SZ	洋河股份	中性	38.88	585.71	23.6	26.7	24.9	21.9
000799.SZ	酒鬼酒	中性	39.09	127.01	0.5	0.8	258.6	163.8
600702.SH	舍得酒业	优于大市	35.27	117.13	2.5	3.2	46.9	36.6
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	92.17	434.81	35.9	39.0	12.1	11.1
603369.SH	今世缘	优于大市	28.50	355.34	26.0	27.6	13.7	12.9
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	39.38	315.04	21.4	22.5	14.7	14.0
603589.SH	口子窖	中性	19.11	114.30	6.1	6.6	18.9	17.3
603919.SH	金徽酒	优于大市	16.40	83.19	3.1	4.0	26.7	20.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；除迎驾贡酒以外其他公司采用 Wind 一致预期

风险提示

宏观经济及白酒需求复苏不及预期；渠道库存增加导致批价波动；食品安全问题等。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	1316	162	641	675	987	营业收入	7344	6019	6413	6746	7053
应收款项	208	161	223	223	210	营业成本	1914	1653	1591	1633	1672
存货净额	5043	5227	7047	7098	6949	营业税金及附加	1107	931	968	1019	1065
其他流动资产	761	236	641	810	776	销售费用	666	670	699	729	734
流动资产合计	9862	9623	12389	12642	12759	管理费用	233	258	267	266	278
固定资产	2895	3606	3622	3656	3686	研发费用	81	64	64	67	71
无形资产及其他	249	252	242	232	222	财务费用	(23)	(59)	62	85	41
投资性房地产	366	340	340	340	340	投资收益	41	45	53	47	53
长期股权投资	17	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	17	46	22	28	32
资产总计	13389	13821	16593	16869	17006	其他收入	(61)	(27)	(64)	(67)	(71)
短期借款及交易性金融负债	1	0	1859	1105	0	营业利润	3444	2631	2837	3022	3279
应付款项	1534	1234	640	658	746	营业外净收支	(35)	(5)	(6)	(6)	0
其他流动负债	1668	1259	1676	1541	1577	利润总额	3409	2626	2831	3016	3279
流动负债合计	3202	2494	4175	3304	2323	所得税费用	815	636	686	757	836
长期借款及应付债券	131	462	462	462	462	少数股东损益	5	4	4	4	5
其他长期负债	184	202	220	238	257	归属于母公司净利润	2589	1986	2141	2255	2438
长期负债合计	315	664	682	700	718	现金流量表（百万元）					
负债合计	3518	3157	4857	4004	3041	净利润	2589	1986	2141	2255	2438
少数股东权益	28	28	30	32	34	资产减值准备	0	(0)	0	0	0
股东权益	9844	10635	11706	12833	13930	折旧摊销	225	286	177	203	213
负债和股东权益总计	13389	13821	16593	16869	17006	公允价值变动损失	(17)	(46)	(22)	(28)	(32)
关键财务与估值指标						财务费用	(23)	(59)	62	85	41
每股收益	3.24	2.48	2.68	2.82	3.05	营运资本变动	(851)	(275)	(2447)	(318)	338
每股红利	1.30	1.51	1.34	1.41	1.68	其它	3	2	2	2	2
每股净资产	12.30	13.29	14.63	16.04	17.41	经营活动现金流	1950	1951	(148)	2114	2959
ROIC	36.02%	25.81%	24%	21%	23%	资本开支	0	(1035)	(161)	(199)	(201)
ROE	26%	19%	18%	18%	18%	其它投资现金流	(955)	(1303)	0	0	0
毛利率	74%	73%	75%	76%	76%	投资活动现金流	(950)	(2321)	(161)	(199)	(201)
EBIT Margin	46%	41%	44%	45%	46%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	49%	45%	47%	48%	49%	负债净变化	106	330	0	0	0
收入增长	9%	-18%	7%	5%	5%	支付股利、利息	(1043)	(1212)	(1070)	(1127)	(1341)
净利润增长率	13%	-23%	8%	5%	8%	其它融资现金流	(49)	979	1858	(754)	(1105)
资产负债率	26%	23%	29%	24%	18%	融资活动现金流	(1923)	(784)	788	(1881)	(2446)
股息率	3.3%	3.8%	3.4%	3.6%	4.3%	现金净变动	(923)	(1153)	479	33	313
P/E	12.2	15.9	14.7	14.0	12.9	货币资金的期初余额	2239	1316	162	641	675
P/B	3.2	3.0	2.7	2.5	2.3	货币资金的期末余额	1316	162	641	675	987
EV/EBITDA	9.8	12.7	12.1	11.0	10.0	企业自由现金流	0	826	(291)	1957	2760
						权益自由现金流	0	2136	1520	1140	1624

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032