

2026年04月07日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

产品结构继续升级，经营高质量发展

—金徽酒（603919.SH）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

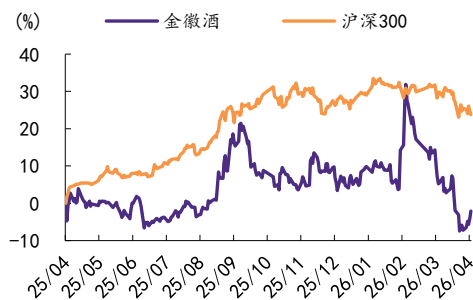
分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

基本数据

2026-04-03

当前股价(元)	17.76
总市值(亿元)	90
总股本(百万股)	507
流通股本(百万股)	507
52周价格范围(元)	17.3-24.86
日均成交额(百万元)	126.0

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《金徽酒（603919）：产品结构持续优化，蓄势调整待复苏》2025-10-26
- 2、《金徽酒（603919）：产品结构升级，经营稳步推进》2025-08-25
- 3、《金徽酒（603919）：业绩表现稳健，结构有效升级》2025-04-15

2026年03月20日，金徽酒发布2025年报：2025年营收29.18亿元（同减3%），归母净利润3.54亿元（同减9%），扣非净利润3.48亿元（同减10%）。其中2025Q4营收6.13亿元（同减12%），归母净利润0.31亿元（同减44%），扣非净利润0.30亿元（同减42%）。

投资要点

■ 毛利率稳提升，蓄水池仍充足

2025年毛利率同增2ct至63.2%，其中2025Q4毛利率同增7.5pct至57.6%，系公司产品结构持续优化所致。2025Q4销售/管理费用率分别同比+10.7pct/+3.5pct至28.3%/12.0%，公司全面推行费用管理，尝试区域以利润为中心的考核机制，费投更加精准，净利率同减3pct至4.0%，主要受所得税影响。截至2025年末，公司合同负债8.20亿元（同增28.4%），蓄水池效应仍旧明显。

■ 高档产品继续发力，线上渠道持续发力

分产品来看，2025年300元以上/100-300元/100元以下白酒收入分别为7.1/15.3/5.4亿元，分别同比+25.2%/+3.1%/-36.9%。其中2025Q4的300元以上产品收入为1.72亿元，同增82.9%，高档产品继续发力，公司产品结构继续优化。分区域来看，2025年省内/省外营收分别为21.1/6.7亿元，分别同比-5.3%/-0.8%。其中2025Q4省外收入1.32亿元（同增6.5%），表现比省内较好，系公司持续聚焦西北市场，其中新疆、陕西市场营销转型较快等所致。分渠道来看，2025年经销商/直销/线上营收分别为25.8/0.77/1.18亿元，分别同比-5.9%/+4.4%/+40.3%，其中2025Q4线上营收为0.45亿元，同增74.3%，线上渠道持续发力。

■ 盈利预测

当前公司产品结构升级趋势良好，省内市场精细化运营，西北一体化提高资源配置效率，推进营销转型，实现良性增长。预计2026-2028年EPS分别为0.71/0.79/0.89元，当前股价对应PE分别为25/22/20倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、省外扩张不及预期、高档酒增长不及预期、消费者培育不及预期等。

预测指标	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入 (百万元)	2,918	3,026	3,254	3,558
增长率 (%)	-3.4%	3.7%	7.5%	9.4%
归母净利润 (百万元)	354	362	403	453
增长率 (%)	-8.7%	2.2%	11.2%	12.4%
摊薄每股收益 (元)	0.70	0.71	0.79	0.89
ROE (%)	10.4%	10.4%	11.2%	12.2%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2025A	2026E	2027E	2028E	利润表	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产:					营业收入	2,918	3,026	3,254	3,558
现金及现金等价物	990	1,257	1,528	1,820	营业成本	1,075	1,090	1,150	1,244
应收款	63	62	62	63	营业税金及附加	432	445	475	516
存货	2,002	2,018	2,003	1,977	销售费用	630	696	752	815
其他流动资产	27	36	36	36	管理费用	311	327	358	399
流动资产合计	3,083	3,374	3,629	3,896	财务费用	-10	-22	-29	-37
非流动资产:					研发费用	40	41	44	48
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	971	1,041	1,124	1,224
固定资产	1,470	1,477	1,421	1,344	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	176	71	28	11	公允价值变动	0		0	0
无形资产	355	337	320	303	投资收益	0	0	0	0
长期股权投资	1	1	1	1	营业利润	468	474	527	595
其他非流动资产	192	192	192	192	加:营业外收入	3	3	3	3
非流动资产合计	2,195	2,079	1,963	1,851	减:营业外支出	15	14	13	12
资产总计	5,277	5,453	5,592	5,747	利润总额	457	463	517	586
流动负债:					所得税费用	119	118	131	148
短期借款	169	179	184	187	净利润	337	345	385	437
应付账款、票据	236	315	312	313	少数股东损益	-17	-17	-17	-15
其他流动负债	406	406	406	406	归母净利润	354	362	403	453
流动负债合计	1,631	1,713	1,749	1,784					
非流动负债:					主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
长期借款	123	128	132	135	成长性				
其他非流动负债	121	121	121	121	营业收入增长率	-3.4%	3.7%	7.5%	9.4%
非流动负债合计	244	249	253	256	归母净利润增长率	-8.7%	2.2%	11.2%	12.4%
负债合计	1,875	1,963	2,002	2,041	盈利能力				
所有者权益					毛利率	63.2%	64.0%	64.7%	65.0%
股本	507	507	507	507	四项费用/营收	33.3%	34.4%	34.6%	34.4%
股东权益	3,402	3,490	3,590	3,706	净利率	11.6%	11.4%	11.8%	12.3%
负债和所有者权益	5,277	5,453	5,592	5,747	ROE	10.4%	10.4%	11.2%	12.2%
					偿债能力				
现金流量表	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	35.5%	36.0%	35.8%	35.5%
净利润	337	345	385	437	营运能力				
少数股东权益	-17	-17	-17	-15	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
折旧摊销	117	116	115	111	应收账款周转率	46.3	48.7	52.1	56.2
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	0.5	0.8	0.8	0.9
营运资金变动	43	48	46	58	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	480	491	529	591	EPS	0.70	0.71	0.79	0.89
投资活动现金净流量	-394	98	98	95	P/E	25.4	24.9	22.4	19.9
筹资活动现金净流量	180	-242	-277	-315	P/S	3.1	3.0	2.8	2.5
现金流量净额	267	348	351	370	P/B	2.6	2.5	2.5	2.4

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 食品饮料组介绍

孙山山：深圳大学经济学硕士，9年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号，2023年东方财富行业最佳分析师第六名，2024年东方财富行业最佳分析师第五名，2025年“美市科技”菁英榜食品饮料组第3名。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

■ 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。