

金徽酒 (603919.SH)

强烈推荐 (维持)

Q1 经营韧性体现，现金流表现良好

消费品/食品饮料
目标估值:
当前股价: 18.11 元

公司发布 2026 年一季报，Q1 公司实现营业收入 10.92 亿元，同比-1.5%；归母净利润 2.05 亿元，同比-12.5%。现金流表现良好，经销商回款积极性强。大众产品放量，省外高速增长。结构下移拖累毛利率，费用率整体优化。

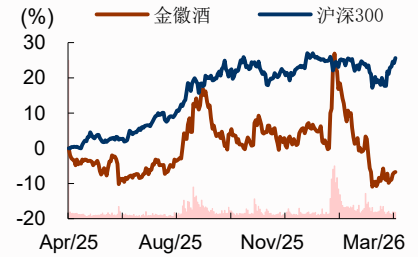
基础数据

总股本 (百万股)	507
已上市流通股 (百万股)	507
总市值 (十亿元)	9.2
流通市值 (十亿元)	9.2
每股净资产 (MRQ)	7.0
ROE (TTM)	9.2
资产负债率	35.5%
主要股东	甘肃亚特投资集团有限公司
主要股东持股比例	23.21%

- 收入降幅收窄，现金流表现良好。2026Q1 公司实现营业收入 10.92 亿元，同比-1.5%；归母净利润 2.05 亿元，同比-12.5%；扣非净利润 2.02 亿元，同比-12.8%。收入降幅环比收窄、经营韧性体现、结构下移业绩短期承压。26Q1 销货现金流 12.7 亿，同比+7.8%，经营现金流净额 3.0 亿，同比+13.2%。期末合同负债 8.7 亿，同比+49%，现金流表现良好、经销商回款积极性强。
- 大众产品放量，省外高速增长。分产品看，300 元以上/100-300 元/100 元以下产品收入分别 2.25/5.83/2.69 亿元，同比-8.2%/-7.5%/+21.9%。100 元以下产品逆势增长，主要受益于世纪金徽三星、二星等大众消费产品放量。分渠道看，经销商/直销/互联网渠道收入分别 10.10/0.21/0.46 亿元，同比-2.4%/-12.4%/+24.5%，互联网渠道保持高速增长，成为公司渠道拓展新亮点。分区域看，省内/省外收入分别 7.90/2.87 亿元，同比-7.9%/+20.5%，省内市场受消费环境影响承压明显、省外市场延续扩张态势，增速亮眼。截至报告期末，公司经销商总数 958 个，较年初净增 17 个，其中省内 320 个（净增 1 个）、省外 638 个（净增 16 个）、省外渠道布局持续深化。
- 结构下移拖累毛利率，费用率整体优化。公司 26Q1 毛利率 62.9%，同比-3.9pct，预计主要系产品结构下移。税金及附加率/销售费用率/管理费用率分别 15.7%/15.6%/6.1%，同比+0.4/-1.2/-0.9pct，费用率整体优化，但毛利率下滑拖累盈利能力。Q1 净利率 18.2%，同比-2.6pct。
- 投资建议：区域优势强化，后续有望环比改善。公司在省内及周边区域竞争优势强化，在品牌认知度的提升下，300 元以上产品市占率不断提升，场景也从商务宴请延伸至婚宴。春节虽消费仍相对疲软，但公司经营韧性强，收入降幅环比收窄明显，经销商回款积极性高，预计 Q2 起在低基数下收入有望进入正增长，利润端或略弱于收入端表现。我们预计 26-28 年 EPS 分别为 0.71、0.77、0.81 元，维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示：行业竞争加剧、动销不及预期、成本上涨

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	-10	-4
相对表现	-7	-12	-29



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《金徽酒 (603919) — 全年稳健收官，次高端产品表现亮眼》 2026-03-22
- 《金徽酒 (603919) — Q3 经营质量稳健，税率上升影响净利》 2025-10-26
- 《金徽酒 (603919) — Q2 经营稳健，渠道健康为重》 2025-08-23

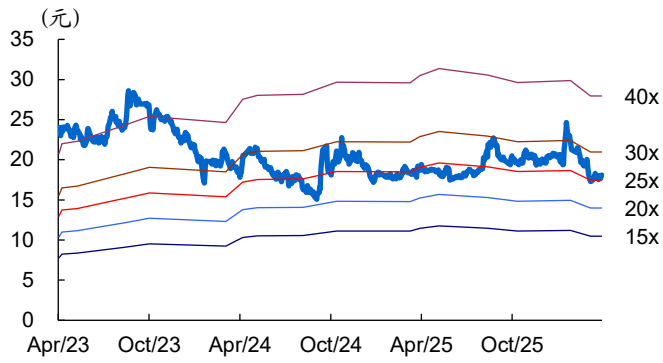
陈书慧 S1090523010003
 chenshuhui@cmschina.com.cn
 刘成 S1090523070012
 liucheng5@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	3021	2918	3036	3141	3250
同比增长	19%	-3%	4%	3%	3%
营业利润(百万元)	486	468	478	515	541
同比增长	22%	-4%	2%	8%	5%
归母净利润(百万元)	388	354	361	390	411
同比增长	18%	-9%	2%	8%	5%
每股收益(元)	0.77	0.70	0.71	0.77	0.81
PE	23.7	25.9	25.4	23.5	22.3
PB	2.8	2.7	2.5	2.4	2.2

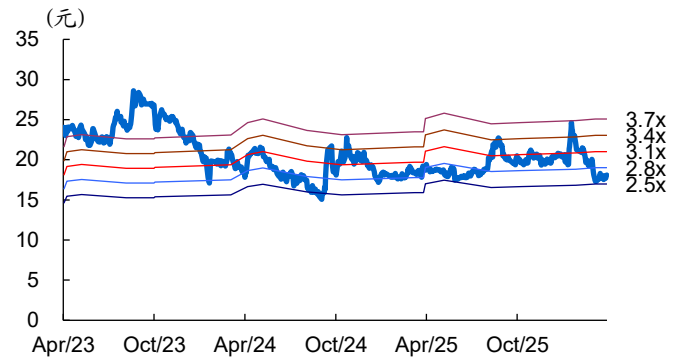
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 金徽酒历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 金徽酒历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《金徽酒（603919）—全年稳健收官，次高端产品表现亮眼》2026-03-22
- 2、《金徽酒（603919）—Q3 经营质量稳健，税率上升影响净利》2025-10-26
- 3、《金徽酒（603919）—Q2 经营稳健，渠道健康为重》2025-08-23

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	2716	3083	3109	3294	3601
现金	869	990	950	1077	1306
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	15	7	2	2	2
其它应收款	111	55	57	59	62
存货	1690	2002	2071	2126	2200
其他	31	27	29	30	31
非流动资产	1888	2195	2315	2377	2337
长期股权投资	2	1	1	1	1
固定资产	1279	1470	1629	1728	1719
无形资产商誉	217	356	321	289	260
其他	391	368	363	360	357
资产总计	4605	5277	5423	5672	5938
流动负债	1201	1631	1585	1618	1661
短期借款	0	169	0	0	0
应付账款	206	236	245	251	260
预收账款	638	820	851	874	904
其他	357	406	489	492	496
长期负债	90	244	244	244	244
长期借款	0	123	123	123	123
其他	90	121	121	121	121
负债合计	1291	1875	1830	1862	1905
股本	507	507	507	507	507
资本公积金	678	678	678	678	678
留存收益	2139	2245	2454	2689	2933
少数股东权益	(11)	(28)	(46)	(65)	(85)
归属于母公司所有者权益	3324	3430	3639	3874	4118
负债及权益合计	4605	5277	5423	5672	5938

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	558	480	450	474	485
净利润	380	337	344	371	391
折旧摊销	118	122	153	161	165
财务费用	(3)	4	(8)	(14)	(18)
投资收益	0	0	(20)	(20)	(20)
营运资金变动	50	25	(8)	(27)	(35)
其它	13	(8)	(12)	2	0
投资活动现金流	(333)	(394)	(255)	(205)	(105)
资本支出	(332)	(395)	(275)	(225)	(125)
其他投资	(2)	1	20	20	20
筹资活动现金流	(402)	45	(235)	(141)	(150)
借款变动	(63)	268	(90)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(193)	(0)	0	0	0
股利分配	(197)	(254)	(152)	(155)	(168)
其他	51	31	8	14	18
现金净增加额	(177)	132	(41)	127	229

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	3021	2918	3036	3141	3250
营业成本	1181	1075	1116	1146	1186
营业税金及附加	448	432	449	465	481
营业费用	596	630	656	675	692
管理费用	304	311	323	331	343
研发费用	54	40	41	43	44
财务费用	(19)	(10)	(8)	(14)	(18)
资产减值损失	0	(0)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	29	28	20	20	20
投资收益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
营业利润	486	468	478	515	541
营业外收入	2	3	3	3	3
营业外支出	23	15	15	15	15
利润总额	465	457	466	503	530
所得税	85	119	122	131	138
少数股东损益	(8)	(17)	(18)	(19)	(20)
归属于母公司净利润	388	354	361	390	411

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	19%	-3%	4%	3%	3%
营业利润	22%	-4%	2%	8%	5%
归母净利润	18%	-9%	2%	8%	5%
获利能力					
毛利率	60.9%	63.2%	63.2%	63.5%	63.5%
净利率	12.8%	12.1%	11.9%	12.4%	12.6%
ROE	11.7%	10.5%	10.2%	10.4%	10.3%
ROIC	11.4%	9.6%	9.2%	9.4%	9.3%
偿债能力					
资产负债率	28.0%	35.5%	33.7%	32.8%	32.1%
净负债比率	0.7%	6.4%	4.6%	4.4%	4.2%
流动比率	2.3	1.9	2.0	2.0	2.2
速动比率	0.9	0.7	0.7	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转率	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	267.0	252.0	602.0	1303.0	1303.0
应付账款周转率	6.2	4.9	4.6	4.6	4.6
每股资料(元)					
EPS	0.77	0.70	0.71	0.77	0.81
每股经营净现金	1.10	0.95	0.89	0.93	0.96
每股净资产	6.55	6.76	7.17	7.64	8.12
每股股利	0.50	0.30	0.31	0.33	0.35
估值比率					
PE	23.7	25.9	25.4	23.5	22.3
PB	2.8	2.7	2.5	2.4	2.2
EV/EBITDA	16.3	16.5	15.0	14.1	13.5

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。