

26Q1 省外与 100 元以下发力， 现金流表现延续向好趋势

金徽酒 (603919.SH)

核心观点

26Q1 公司主动调整产品结构与区域结构，100 元以下产品、省外收入均实现超 20% 增长，而中高档核心产品、省内收入顺应需求趋势主动调整而下滑，但从销售收现、合同负债表现看金徽酒市场势能未减。盈利方面，100 元以下产品占比提升使得毛利率与净利率有所下滑，费用效率提升而费率收缩。中长期看，公司产品势头持续向上，西北区域规模有望进一步提升。

事件

公司发布 2026 年一季度报

2026 年一季度，公司实现营业收入 10.92 亿元（-1.46%）；归母净利润为 2.05 亿元（-12.51%）；扣非归母净利润 2.02 亿元（-12.77%）。

简评

调整结构应对需求变化，省外起势重启高增长

公司一季度酒类收入 10.77 亿元，同比下降 1.7%。产业调整期，春节旺季需求结构与动销表现出现明显分化，公司以产品结构调整和渠道健康度为出发点，300 元以上、100-300 元产品销售匹配市场需求而收入下滑，100 元以下经 2025 年调整在低基数下实现高增长。

分产品看，一季度，300 元以上产品营收 2.25 亿元，同比-8.23%。100-300 元价位产品营收 5.83 亿元，同比-7.45%。100 元以下产品销售额 2.69 亿元，同比+21.88%。

分区域看，省内市场由于高份额受行业需求影响较大，省外改革效果显现、低基数下重拾高增。26Q1 公司在省内市场实现营收 7.90 亿元，同比-7.87%，省外一季度营收 2.87 亿元，同比+20.49%。

渠道方面，一季度经销商贡献销售 10.10 亿元，同比-2.40%。此外，直销、互联网渠道分别同比增长-12.36%、+24.54%。省外经销商结构优化，Q1 省外经销商净增加 16 家。

维持

买入

杨骥

yangji@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525110001

夏克扎提·努力木

xiakezhatinulimu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070010

发布日期：2026 年 04 月 17 日

当前股价：18.11 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-6.75/-5.77	-11.79/-10.40	-6.41/-30.52
12 月最高/最低价 (元)		24.86/17.30
总股本 (万股)		50,726.00
流通 A 股 (万股)		50,726.00
总市值 (亿元)		91.86
流通市值 (亿元)		91.86
近 3 月日均成交量 (万)		1008.87
主要股东		
甘肃亚特投资集团有限公司		23.21%

股价表现



产品结构调整盈利能力下降，现金流表现仍较强

一季度，公司毛利率 62.90%，同比-3.91pcts，归母净利率为 18.73%，同比-2.36pcts，核心原因为中高档产品销售减少，而低毛利的 100 元以下产品放量。26Q1 销售费用率 15.59%，同比-1.21pcts，管理费用率 6.08%，同比-0.94pcts，市场调整期，公司费用投入更强调有效性和精准性。26Q1 税金及附加率 15.73%，同比+0.39pcts。

公司经营现金流角度看，一季度销售收现 12.72 亿元，同比+7.81%，3 月末合同负债 8.71 亿元，同比+6.25%，经营性净现金流 3.05 亿元，同比+13.19%，展现金徽酒在渠道层面的超强认可度，以及公司审时度势维持合理投放量。

甘肃白酒龙头走向全国，未来成长可期

短期看，受政策与宏观经济影响，消费场景受限，经营业绩有一定承压，但公司持续深耕市场，在省内与环甘肃市场的竞争力在稳步提升。省内持续释放品牌势能，品牌力提升，年份、柔和消费者认知高，各区域渗透率提高，提升薄弱区域市场份额。省外，陕西重点市场动销有望逐渐提升，加快布局北方、华东。

长期看，①公司作为甘肃省内龙头酒企，在省内市占率仍有较大的提升空间。同时，受益于省内消费升级趋势，产品结构逐渐向百元以上价位升级，有望持续提升公司在本地市场的盈利水平。②公司持续完善产品矩阵，提升品牌影响力。③持续拓展省外市场，未来省外市场有望成为新的业绩成长点。

盈利预测：

预计 2026-2028 年公司实现收入 30.15、32.02、34.98 亿元，实现归母净利润 3.69、4.05、4.80 亿元，对应 EPS 为 0.73、0.80、0.95 元/股，对应 PE 为 24.90X、22.66X、19.14X，维持“买入”评级。

风险提示：

省外市场拓展不及预期。金徽酒是甘肃省内龙头，近年来开始积极布局省外市场。但金徽酒省外知名度较低，且全国名酒正在加速全国化，需要较高市场培育成本，存在一定不确定性，可能会影响省外市场的拓展。

市场需求恢复不及预期。年初以来商务宴请、宴席、聚饮等白酒消费场所持续复苏，带动白酒市场动销水平提升。但是，全年白酒消费需求的提升，将与经济环境、人们消费意愿、商务活动等众多外部因素的活跃相关联，若修复节奏不及预期，可能影响公司产品销量。

食品安全风险等。近年来，食品安全问题始终是消费者的关注热点，公司作为食品生产企业，生产销售各环节均涉及食品质量安全。

重要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3,021.26	2,918.47	3,014.93	3,202.39	3,497.59
YoY(%)	18.59	-3.40	3.31	6.22	9.22
净利润(百万元)	388.15	354.39	368.98	405.35	479.90
YoY(%)	18.03	-8.70	4.12	9.86	18.39
毛利率(%)	60.92	63.17	63.11	63.84	64.84
销售净利率(%)	12.85	12.14	12.24	12.66	13.72
ROE(%)	11.68	10.33	10.12	10.44	11.52
EPS(摊薄/元)	0.77	0.70	0.73	0.80	0.95
P/E(倍)	23.67	25.92	24.90	22.66	19.14
P/B(倍)	2.76	2.68	2.52	2.36	2.21

资料来源: iFinD, 中信建投证券

分析师介绍

杨骥

中信建投证券大消费组长兼食品饮料行业首席分析师，13 年产业工作经验、6 年券商工作经验。曾任咨询公司合伙人、中国酒类流通协会专家委员会副秘书长，带队服务过近八成上市酒企及多家消费品公司，具备深刻的专业思维、领先的产业视角和深厚的行业积淀。

2024 年带队荣获 9 项最佳分析师大奖，2022—2024 年连续三年新财富入围团队，Wind 金牌分析师 2023 年第一名、2024 年第二名，22、23、24 新浪金麒麟最佳分析师及未来之星，2024 年金牛奖第三名、2024 年 21 世纪金牌分析师及年度成长性分析师、2022—2024 上证报最佳分析师、2022—2024 年东方 choice 最佳分析师等。

夏克扎提·努力木

南开大学学士、硕士，2022 年 7 月加入中信建投食品饮料团队，研究白酒、乳品、调味品。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内 容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内 容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk