

金徽酒 (603919.SH)

2026Q1 收入同比-1.5%，合同负债环比增加

优于大市

核心观点

2026Q1 收入同比-1.5%，收入端展现韧性。2026Q1 公司实现营业总收入 10.92 亿元/同比-1.5%，归母净利润 2.05 亿元/同比-12.5%。收入端在需求下降的背景下展现韧性，利润端下滑幅度较大主因 2025Q1 结构高产品结构基数下毛利率下降、营业外支出增加扰动，合同负债仍延续稳健表现。

2026Q1 100 元以下产品收入同比+21.9%，基本盘有望逐步企稳。分产品看，2026Q1 300 元以上产品收入 2.25 亿元/同比-8.28%，100-300 元产品收入 5.83 亿元/同比-7.45%，100 元以下产品收入 2.69 亿元/同比+21.88%；产品结构沉降，预计系 1) 2026 年春节时点靠后，公司低端产品的订货会和市场投放在第一季度；2) 2025 年低端产品受需求和竞争影响下滑较多，公司加强三四星产品市场运作和费用投入，100 元以下基本盘开始企稳。**展望全年，我们认为公司产品结构压力不大：**1) 25Q4+26Q1 结合看，100+元产品整体同比+2.3%；2) 品牌升级战略明确，金徽 300 元以上产品势能释放，在兰州、陇南等切入大众宴席，消费者自带率逐步提升；3) 低端的企稳是进一步夯实省内市场份额，中长期费效比预计凸显。分区域看，2026Q1 省内收入 7.90 亿元/同比-7.87%，省外收入 2.87 亿元/同比+20.49%，我们预计陕西、新疆市场延续较好表现；截至 26 年 3 月底公司经销商数量共计 958 家，环比 25 年末净增加 17 家，省内/省外分别净增 1/16 家。分渠道看，2026Q1 经销渠道 10.10 亿元/同比-2.40%，互联网 0.46 亿元/同比+24.54%，直销(含团购) 0.21 亿元/同比-12.36%。

2026Q1 毛利率同比下滑 3.91pcts 主因产品结构和成本影响，费用率保持稳健。2026Q1 毛利率 62.9%/同比-3.91pcts，主因产品结构下移、成本端受春节费投增加有所增加、吨价预计也下行较多，但相比 2025 年全年的 63.2%表现较稳；考虑到产品结构延续升级，全年毛利率有望保持稳定。2026Q1 销售费用率 15.6%/同比-1.21pcts，管理费用率 6.1%/同比-0.94pcts，基本保持稳健，费用管控能力较好。

现金流质量较好，合同负债稳健。2026Q1 公司销售收现 12.72 亿元/同比+7.8%，经营性流量净额 3.05 亿元/同比+13.2%。截至 Q1 末合同负债 8.71 亿元/环比+0.51 亿元，26Q1 收入+合同负债环比变化合计 11.43 亿元/同比+8.63%。

投资建议：展望 2026 年，行业需求恢复仍具有不确定性，公司预计延续“份额领先”策略，以用户工程为抓手推动产品结构升级，预计 100 元以上产品保持稳健销售表现，100 元以下产品逐步夯实基本盘、下跌幅度收窄；另一方面，成本端具有一定压力，销售费用投入也将维持积极的水平；综合来看净利率拐点预计在 1-2 年显现。**维持此前盈利预测，**预计 2026-2028 年公司收入 30.07/32.17/35.37 亿元，同比 +3.0%/+7.0%/+10.0%；归母净利润 3.57/3.86/4.56 亿元，同比+0.8%/+8.0%/+17.9%；当前股价对应 2026/2027 年 25.7/23.8 倍 P/E，维持“优于大市”评级。

风险提示：白酒需求复苏不及预期；为应对竞争费用投入较多影响利润率等。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3,021	2,918	3,007	3,217	3,537
(+/-%)	18.6%	-3.4%	3.0%	7.0%	10.0%
净利润(百万元)	388	354	357	386	456
(+/-%)	18.0%	-8.7%	0.8%	8.0%	18.0%
每股收益(元)	0.77	0.70	0.70	0.76	0.90
EBIT Margin	14.5%	14.8%	14.9%	15.4%	16.7%
净资产收益率 (ROE)	11.7%	10.3%	10.1%	10.6%	12.1%
市盈率 (PE)	23.7	25.9	25.7	23.8	20.2
EV/EBITDA	19.0	20.2	18.2	16.6	14.4
市净率 (PB)	2.76	2.68	2.60	2.51	2.44

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：张未艾

021-61761031

zhangxiangwei@guosen.com.cn zhangweiai@guosen.com.cn

S0980523090001

S0980525070005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	18.04 元
总市值/流通市值	9151/9151 百万元
52 周最高价/最低价	26.08/17.04 元
近 3 个月日均成交额	214.63 百万元

市场走势

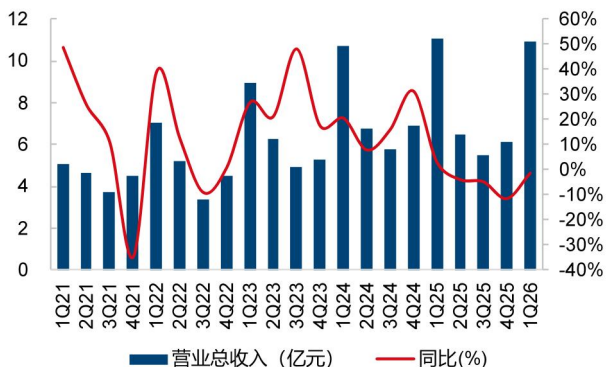


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

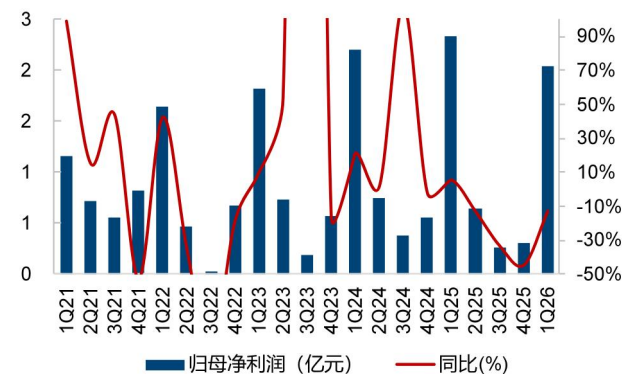
- 《金徽酒 (603919.SH) -2025 年产品结构升级，拟推出激励计划提振生产经营积极性》——2026-03-31
- 《金徽酒 (603919.SH) -前三季度产品结构向上，经营节奏稳健》——2025-10-26
- 《金徽酒 (603919.SH) -2025H1 收入、净利润同比正增，2025Q2 产品结构延续升级》——2025-08-24
- 《金徽酒 (603919.SH) -第一季度经营稳健，产品结构持续升级》——2025-04-15
- 《金徽酒 (603919.SH) -2024 年收入超过 30 亿元，产品结构延续升级趋势》——2025-03-25

图1: 2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速



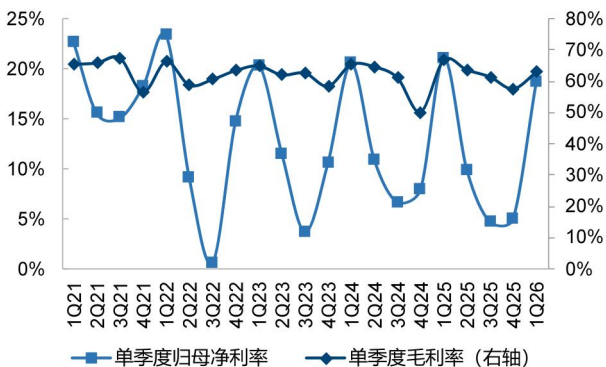
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图2: 2021Q1 至今公司单季度归母净利润及同比增速



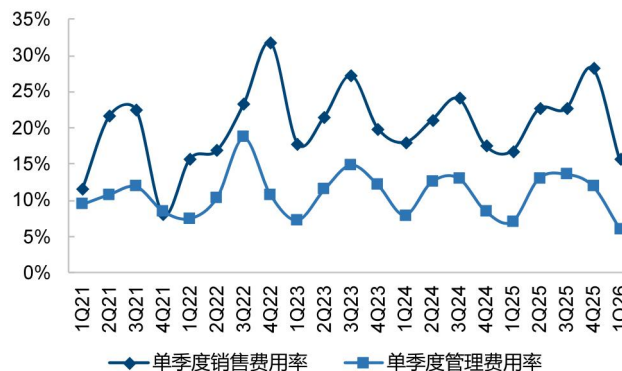
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

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: 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	
			2026/4/16	2026/4/16	2025A/E	2026E	2025A/E	2026E		
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,462.84	18,318.71	823	929	22.3	19.7		
000858.SZ	五粮液	优于大市	103.44	4,015.14	257	264	15.6	15.2		
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	103.05	1,516.84	118	121	12.9	12.5		
600809.SH	山西汾酒	优于大市	141.16	1,722.10	122	129	14.1	13.4		
002304.SZ	洋河股份	中性	50.40	759.25	37	42	20.6	18.3		
000799.SZ	酒鬼酒	中性	43.89	142.61	0	1	989.5	177.5		
600702.SH	舍得酒业	优于大市	46.97	156.30	2	4	70.1	39.5		
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	106.80	508.27	44	47	11.5	10.8		
603369.SH	今世缘	优于大市	26.36	328.66	27	29	12.0	11.3		
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	35.74	285.92	20	21	14.4	13.5		
603589.SH	口子窖	中性	25.05	149.83	9	10	16.0	14.6		
603919.SH	金徽酒	优于大市	18.11	91.86	3.5	3.6	25.9	25.7		

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理; 除金徽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; 为应对竞争费用投入较多影响利润率; 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	869	990	941	913	948	营业收入	3021	2918	3007	3217	3537
应收款项	126	63	65	69	76	营业成本	1181	1075	1086	1146	1226
存货净额	1690	2002	2257	2478	2535	营业税金及附加	448	432	451	483	537
其他流动资产	31	27	28	30	33	销售费用	596	630	662	708	760
流动资产合计	2716	3083	3291	3491	3592	管理费用	313	322	330	352	386
固定资产	1516	1650	1881	2084	2262	研发费用	54	40	45	48	53
无形资产及其他	216	355	341	327	313	财务费用	(19)	(10)	(1)	10	14
投资性房地产	155	189	189	189	189	投资收益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
长期股权投资	2	1	1	1	0	资产减值及公允价值变动	0	(0)	0	0	0
资产总计	4605	5277	5702	6090	6355	其他收入	(17)	(0)	(14)	(15)	(21)
短期借款及交易性金融负债	33	214	506	676	684	营业利润	486	468	466	503	593
应付款项	206	236	231	242	260	营业外净收支	(21)	(12)	(12)	(13)	(14)
其他流动负债	963	1181	1186	1252	1351	利润总额	465	457	454	490	578
流动负债合计	1201	1631	1923	2169	2296	所得税费用	85	119	113	123	145
长期借款及应付债券	0	123	123	123	123	少数股东损益	(8)	(17)	(17)	(18)	(22)
其他长期负债	90	121	152	183	214	归属于母公司净利润	388	354	357	386	456
长期负债合计	90	244	275	306	337	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1291	1875	2198	2475	2633	净利润	388	354	357	386	456
少数股东权益	(11)	(28)	(33)	(38)	(45)	资产减值准备	0	(0)	(0)	(0)	(0)
股东权益	3324	3430	3537	3653	3767	折旧摊销	113	117	178	206	231
负债和股东权益总计	4605	5277	5702	6090	6355	公允价值变动损失	(0)	0	(0)	(0)	(0)
关键财务与估值指标						财务费用	(19)	(10)	(1)	10	14
每股收益	0.77	0.70	0.70	0.76	0.90	营运资本变动	(22)	0	(227)	(120)	82
每股红利	0.39	0.50	0.49	0.53	0.67	其它	(4)	(5)	(5)	(5)	(6)
每股净资产	6.55	6.76	6.97	7.20	7.43	经营活动现金流	475	467	303	467	762
ROIC	11.19%	9.19%	9%	8%	10%	资本开支	0	(239)	(395)	(395)	(395)
ROE	11.68%	10.33%	10%	11%	12%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	61%	63%	64%	64%	65%	投资活动现金流	(2)	(239)	(394)	(394)	(394)
EBIT Margin	14%	15%	15%	15%	17%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	18%	19%	21%	22%	23%	负债净变化	0	123	0	0	0
收入增长	19%	-3%	3%	7%	10%	支付股利、利息	(197)	(251)	(250)	(270)	(342)
净利润增长率	18%	-9%	1%	8%	18%	其它融资现金流	(252)	149	292	170	9
资产负债率	28%	35%	38%	40%	41%	融资活动现金流	(646)	(107)	42	(101)	(333)
股息率	2.1%	2.7%	2.7%	2.9%	3.7%	现金净变动	(173)	122	(50)	(28)	35
P/E	23.7	25.9	25.7	23.8	20.2	货币资金的期初余额	1042	869	990	941	913
P/B	2.8	2.7	2.6	2.5	2.4	货币资金的期末余额	869	990	941	913	948
EV/EBITDA	19.0	20.2	18.2	16.6	14.4	企业自由现金流	0	197	(108)	62	360
						权益自由现金流	0	469	185	225	359

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所提及的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