

2026 年 08 月 20 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

产品结构持续优化，补缴税款扰动利润

—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

2026-08-19

当前股价（元）	15.95
总市值（亿元）	81
总股本（百万股）	507
流通股本（百万股）	507
52 周价格范围（元）	14.14-24.86
日均成交额（百万元）	175.73

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《金徽酒（603919）：产品结构继续升级，经营高质量发展》2026-04-07
- 2、《金徽酒（603919）：产品结构持续优化，蓄势调整待复苏》2025-10-26
- 3、《金徽酒（603919）：产品结构升级，经营稳步推进》2025-08-25

2026 年 08 月 19 日，金徽酒发布 2026 年半年报：2026H1 总营收 18.16 亿元（同增 3%），归母净利润 4.1 亿元（同比-28%），扣非净利润 2.19 亿元（同比-24%）。2026Q2 总营收 7.24 亿元（同增 11%），归母净利润 0.10 亿元（同比-85%），扣非净利润 0.17 亿元（同比-70%）。

投资要点

■ 渠道回款稳定，补缴税款影响利润

上半年公司以“控发货、稳价格、促动销”为主，扎实推进用户工程建设，终端动销增长，渠道回款稳定。毛利率方面，2026H1/2026Q2 分别同比-3pct/-2pct 至 62.6%/62%，系产品结构变化所致。费用率方面，销售费用率 2026H1/2026Q2 均同比持平至 18.6%/23%，管理费用率 2026H1/2026Q2 分别同比-1pct/-2pct 至 8%/10.7%，费用率管控效果明显。综合作用下，净利率 2026H1/2026Q2 分别同比-5pct/-8pct 至 11.4%/1%。净利润下降主要原因是受促销用酒增加、实施员工持股计划新增股份支付及补缴税款影响。2026H1 末合同负债 7.37 亿元（同增 23%），销售商品、提供劳务收到现金为 19.23（同比基本持平）。

■ 产品结构持续优化，省外开拓效果显著

分产品来看，2026H1 公司 300 元以上/100-300 元/100 元以下白酒收入分别为 4.1/9.2/4.3 亿元，分别同比+8.9%/-4.8%/+16.7%。300 元以上产品继续发力，产品结构继续优化。分区域来看，2026H1 省内/省外营收分别为 13.05/4.6 亿元，分别同比-2%/+20%。公司持续夯实甘青新一体化和陕宁蒙一体化建设，稳步推进省内外市场协同联动，不断提升市场占有率，筑牢大西北根据地市场。分渠道来看，2026H1 经销商/直销/线上营收分别为 16.3/0.41/0.97 亿元，分别同比+0.4%/+6%/+70%，公司旗下互联网公司围绕产品、内容、流量、消费者精细化运营提销量，打造全国化线上营销平台，成为品牌赋能、消费者培育、销量增长的第三曲线。截止 2026H1 末，公司共有 959 个经销商，净增加 18 个。

■ 盈利预测

按照“布局全国、深耕西北、重点突破”的战略路径，持续

夯实甘青新一体化和陕宁蒙一体化建设，稳步推进省内外市场协同联动，不断提升市场占有率，筑牢大西北根据地市场；通过商业模式优化、资源精准投放和消费者深度培育，三位一体协同推进以“品牌引领下的用户工程+市场深度掌控=以小生态带动大生态”为核心的营销转型。根据 2026 年半年报，我们调整 2026-2028 年 EPS 分别为 0.56/0.79/0.93 元（前值分别为 0.71/0.79/0.89 元），当前股价对应 PE 分别为 29/20/17 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	284	403	470
增长率（%）	-8.7%	-20.0%	42.0%	16.8%
摊薄每股收益（元）	0.70	0.56	0.79	0.93
ROE（%）	10.4%	8.2%	11.3%	12.7%

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	1,176	1,466	1,782	营业成本	1,075	1,137	1,193	1,281
应收款	63	62	62	63	营业税金及附加	432	454	486	530
存货	2,002	2,048	2,024	1,985	销售费用	630	660	703	761
其他流动资产	27	36	36	36	管理费用	311	327	348	377
流动资产合计	3,083	3,323	3,588	3,865	财务费用	-10	-20	-28	-36
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	1,007	1,067	1,151
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	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	452	530	617
其他非流动资产	192	192	192	192	加：营业外收入	3	12	3	3
非流动资产合计	2,195	2,079	1,963	1,851	减：营业外支出	15	100	15	12
资产总计	5,277	5,402	5,551	5,716	利润总额	457	364	517	608
流动负债：					所得税费用	119	94	132	154
短期借款	169	179	184	187	净利润	337	270	385	454
应付账款、票据	236	283	290	298	少数股东损益	-17	-14	-17	-16
其他流动负债	406	406	406	406	归母净利润	354	284	403	470
流动负债合计	1,631	1,681	1,727	1,769					
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%	-20.0%	42.0%	16.8%
负债合计	1,875	1,931	1,981	2,025	盈利能力				
所有者权益					毛利率	63.2%	62.4%	63.3%	64.0%
股本	507	507	507	507	四项费用/营收	33.3%	33.3%	32.8%	32.3%
股东权益	3,402	3,471	3,571	3,691	净利率	11.6%	8.9%	11.8%	12.8%
负债和所有者权益	5,277	5,402	5,551	5,716	ROE	10.4%	8.2%	11.3%	12.7%
					偿债能力				
现金流量表	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	35.5%	35.7%	35.7%	35.4%
净利润	337	270	385	454	营运能力				
少数股东权益	-17	-14	-17	-16	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	-14	65	77	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	480	358	549	626	EPS	0.70	0.56	0.79	0.93
投资活动现金净流量	-394	98	98	95	P/E	22.8	28.5	20.1	17.2
筹资活动现金净流量	99	-186	-277	-327	P/S	2.8	2.7	2.5	2.3
现金流量净额	185	270	371	393	P/B	2.4	2.3		2.1

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和商社行业，聚焦软饮料和休闲食品子板块，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。