

603919.SH

增持

原评级：增持

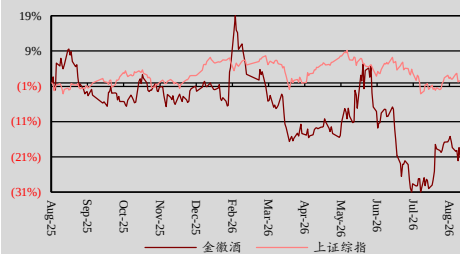
市场价格：人民币 16.11

板块评级：强于大市

本报告要点

- 金徽酒 2026 年半年报点评：1H26 公司收入端表现稳健，2 季度传统淡季，营收实现双位数增长，利润端受补缴税款等影响阶段性承压，维持增持评级。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(22.0)	11.0	(19.5)	(20.0)
相对上证综指	(19.0)	9.9	(15.3)	(23.5)

发行股数 (百万)	507.26
流通股 (百万)	507.26
总市值 (人民币 百万)	8,171.96
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	228.04
主要股东 (%)	
甘肃亚特投资集团有限公司	23.21

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2026 年 8 月 21 日收市价为标准

相关研究报告

《金徽酒》20260324
《金徽酒》20250901
《金徽酒》20250327

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料：白酒 II

证券分析师：邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519080002

证券分析师：李育文

yuwen.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300526030002

金徽酒

淡季收入实现双位数增长，一次性补缴税款影响 2 季度利润表现

金徽酒公告 2026 年半年报。1H26 公司实现营收 18.2 亿元，同比+3.2%，归母净利润 2.1 亿元，同比-28.2%。截至半年末，公司合同负债 7.4 亿元，较一季度末减少 1.3 亿元。在行业环境仍处深度调整的背景下，公司持续推进营销转型与用户工程建设，收入端展现较强韧性；利润端主要受促销用酒增加、员工持股计划股份支付及补缴税款等因素阶段性承压，维持增持评级。

支撑评级的要点

- 1H26 公司收入端表现稳健，2 季度传统淡季，营收实现双位数增长。1H26 公司营收 18.2 亿元，同比+3.2%；其中 2Q26 营收约 7.2 亿元，同比+11.1%。（1）分产品来看，上半年 300 元以上/100-300 元/100 元以下产品营收同比分别为+8.9%/-4.8%/+16.7%，营收占比分别为 23.5%/52.3%/24.2%；其中，2Q26 公司 300 元以上/100-300 元/100 元以下产品营收同比分别为+39.8%/+0.2%/+8.7%。从不同价格带产品表现来看，上半年 100-300 元价格带阶段性承压，我们判断主要与公司对省内基数较大的柔和系列主动控量，以及柔和系列内部（H3/H6/H9）结构调整有关。省外同价位带的正能量系列实现较好增长。公司对 300 元以上高档价格带实施精细化精准运营，金徽年份 18（400 元价格带）市场认知度持续提升，上半年保持了较好的增长势头。2025 年公司百元以下产品下滑幅度较大，2026 年上半年经过公司在产品布局及渠道推广方面的调整，百元以下产品稳住基本盘，实现稳健增长。（2）分渠道来看，互联网销售渠道起量，1H26 实现营收 9685 万元，同比+69.9%，其中明 2Q26 营收 5059 万元，同比+154.9%。
- 省内控量承压，省外增长势头强劲。1H26 省内/省外营收同比分别为-2.2%/+20.3%，省外营收占比为 26.1%，同比+3.8pct。上半年省内主动调控，收入端承压，但 2 季度同比增速较 1 季度改善明显，2Q26 省内收入增速为+8.1%。2Q26 省外市场保持较快增长，同比+20.0%。公司坚持“布局全国、深耕西北、重点突破”战略，我们判断，陕西市场延续稳健的经营态势，仍为省外主要贡献；青海、西宁、新疆市场在低基数下，逐一实现突破；华东及北方市场受外部行业环境影响，进度慢于西北市场。从经销商数量来看，截至半年末公司经销商合计 959 家，其中省内 334 家、省外 625 家，分别较 1 季度末+14 家/-13 家，渠道体系稳定。
- 补缴税费拖累 2 季度净利表现，剔除非经常性损益后，净利润同比去年基本持平。（1）1H26 公司毛利率为 62.6%，同比-3.1pct，主要受产品结构调整及促销增加影响。（2）费用端，1H26 公司期间费用率为 26.8%，同比-2.6pct，其中销售费率、管理费用率分别为 18.6%/7.9%，同比-0.4pct、-1.3pct。1H26 税金及附加 3.0 亿元，同比+14.3%，税金及附加率为 16.7%，同比+1.6pct，税率抬升与补缴税款密切相关，利润冲击主要集中在二季度，2Q26 归母净利率为 1.3%，同比-8.6pct。（3）综上，1H26 公司归母净利率为 11.8%，同比-5.2pct。考虑到补缴税款已于二季度落地、属一次性冲击，后续盈利能力有望逐步修复。

估值

- 公司为甘肃省内白酒龙头，深耕西北区域，近两年扎实推进用户工程体系建设，落地效果突出，品牌影响力持续抬升，省外市场拓展成效显著。结合 2026 年半年报业绩表现，考虑到补缴税费对利润的影响，我们调整此前盈利预测，预计 26-28 年公司收入分别为 30.2 亿元、32.5 亿元、35.2 亿元，同比分别增+3.5%、+7.6%、+8.4%，归属母公司净利润分别为 2.8 亿元、3.8 亿元、4.3 亿元，同比分别增+20.0%、+33.5%、+12.7%，EPS 分别为 0.56、0.75、0.84 元/股，当前市值对应 26-28 年 PE 分别为 28.8X、21.6X、19.2X，维持“增持”评级。

评级面临的主要风险

- 经济恢复不及预期，省外市场拓展受阻，省内竞争加剧，渠道库存超预期。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营收入(人民币 百万)	3,021	2,918	3,022	3,251	3,523
增长率(%)	18.6	(3.4)	3.5	7.6	8.4
EBITDA(人民币 百万)	566	564	520	615	673
归母净利润(人民币 百万)	388	354	283	378	426
增长率(%)	18.0	(8.7)	(20.0)	33.5	12.7
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.77	0.70	0.56	0.75	0.84
原先股本摊薄每股收益(人民币)			0.71	0.76	0.84
调整幅度 (%)			(21.1)	(1.3)	0.0
市盈率(倍)	21.1	23.1	28.8	21.6	19.2
市净率(倍)	2.5	2.4	2.3	2.3	2.2
EV/EBITDA(倍)	16.1	17.6	14.7	11.9	10.5
每股股息 (人民币)	0.5	0.5	0.4	0.5	0.6
股息率(%)	2.6	2.4	2.5	3.3	3.7

资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 1. 2025 年年报业绩概览

(人民币, 百万元)	2Q25	2Q26	同比 (%)	1H25	1H26	同比 (%)
营业收入	651	724	11.1	1,759	1,816	3.2
营业成本	237	274	16.0	604	680	12.4
毛利率(%)	63.7	62.1	(1.6)	65.6	62.6	(3.1)
毛利	415	449	8.4	1,155	1,136	(1.6)
税金及附加	95	131	38.1	265	302	14.3
销售费用	147	167	13.5	334	338	1.2
管理费用	85	78	(8.6)	163	144	(11.5)
研发费用	16	4	(76.7)	29	8	(72.0)
财务费用	(3)	(0)	(95.3)	(8)	(2)	(71.1)
资产减值损失	(0)	(0)	(2.0)	0	0	721.3
公允价值变动收益	0.0	0.0	-	0	0	-
投资收益	(0)	(0)	192.4	(0)	(0)	34.4
营业利润	85	80	(6.1)	384	357	(7.1)
营业利润率(%)	13.1	11.1	(2.0)	21.8	19.7	(2.2)
营业外收入	0	1	95.7	1	2	77.8
营业外支出	0	15	3,828.9	1	18	1,365.2
利润总额	85	66	(22.6)	384	341	(11.2)
所得税	26	59	129.8	94	135	43.5
所得税率(剔除非经常性影响)(%)	30	73	43.0	24	38	13.3
少数股东权益	(4)	(2)	(56.1)	(8)	(8)	(3.2)
归属于母公司净利润	64	10	(85.3)	298	214	(28.2)
归母净利率(%)	9.9	1.3	(8.6)	17.0	11.8	(5.2)
EPS (元/股)	0.13	0.02	(85.3)	0.59	0.42	(28.2)

资料来源：同花顺，中银证券

注：表内毛利率、营业利润率、所得税率、归母净利率指标的同比单位为 pct

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	3,021	2,918	3,022	3,251	3,523
营业收入	3,021	2,918	3,022	3,251	3,523
营业成本	1,181	1,075	1,128	1,200	1,292
营业税金及附加	448	432	505	494	532
销售费用	596	630	651	699	754
管理费用	304	311	317	341	370
研发费用	54	40	36	39	42
财务费用	(19)	(10)	(8)	(13)	(19)
其他收益	29	28	22	22	22
资产减值损失	0	0	0	0	0
信用减值损失	0	(1)	(1)	(1)	(1)
资产处置收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	486	468	414	513	574
营业外收入	2	3	3	2	2
营业外支出	23	15	30	18	16
利润总额	465	457	387	496	559
所得税	85	119	104	119	134
净利润	380	337	282	377	425
少数股东损益	(8)	(17)	(1)	(1)	(2)
归母净利润	388	354	283	378	426
EBITDA	566	564	520	615	673
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.77	0.70	0.56	0.75	0.84

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	2,716	3,083	2,980	3,457	3,535
货币资金	869	990	1,139	1,348	1,580
应收账款	15	7	16	9	18
应收票据	0	0	0	0	0
存货	1,690	2,002	1,681	2,038	1,781
预付账款	8	6	9	7	10
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	134	76	135	53	146
非流动资产	1,888	2,195	2,063	1,940	1,808
长期投资	2	1	1	1	1
固定资产	1,279	1,470	1,364	1,257	1,151
无形资产	216	355	344	333	322
其他长期资产	392	369	354	348	334
资产合计	4,605	5,277	5,043	5,397	5,344
流动负债	1,201	1,631	1,206	1,496	1,347
短期借款	0	169	0	0	0
应付账款	206	236	228	265	266
其他流动负债	995	1,226	978	1,231	1,081
非流动负债	90	244	355	313	289
长期借款	0	123	250	200	180
其他长期负债	90	121	105	113	109
负债合计	1,291	1,875	1,562	1,809	1,636
股本	507	507	507	507	507
少数股东权益	(11)	(28)	(29)	(31)	(32)
归属母公司股东权益	3,324	3,430	3,511	3,618	3,739
负债和股东权益合计	4,605	5,277	5,043	5,397	5,344

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	380	337	282	377	425
折旧摊销	128	133	136	138	141
营运资金变动	9	3	2	19	6
其他	40	6	(8)	(14)	(20)
经营活动现金流	558	480	413	521	552
资本支出	(332)	(395)	(14)	(11)	(11)
投资变动	(2)	0	0	0	0
其他	0	1	0	0	0
投资活动现金流	(333)	(394)	(13)	(11)	(11)
银行借款	0	293	(43)	(50)	(20)
股权融资	(439)	(283)	(203)	(271)	(305)
其他	37	36	(5)	20	16
筹资活动现金流	(402)	45	(251)	(301)	(309)
净现金流	(177)	132	149	209	232

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率(%)	18.6	(3.4)	3.5	7.6	8.4
营业利润增长率(%)	22.5	(3.6)	(11.6)	23.7	11.9
归属于母公司净利润增长率(%)	18.0	(8.7)	(20.0)	33.5	12.7
息税前利润增长率(%)	24.1	(1.7)	(10.8)	24.2	11.5
息税折旧前利润增长率(%)	18.7	(0.5)	(7.7)	18.2	9.3
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	18.0	(8.7)	(20.0)	33.5	12.7
获利能力					
息税前利润率(%)	14.5	14.8	12.7	14.7	15.1
营业利润率(%)	16.1	16.1	13.7	15.8	16.3
毛利率(%)	60.9	63.2	62.7	63.1	63.3
归母净利润率(%)	12.8	12.1	9.4	11.6	12.1
ROE(%)	11.7	10.3	8.1	10.5	11.4
ROIC(%)	14.3	10.8	8.0	10.6	12.0
偿债能力					
资产负债率	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
净负债权益比	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.4)
流动比率	2.3	1.9	2.5	2.3	2.6
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	267.5	254.9	254.9	254.9	254.9
应付账款周转率	15.8	13.2	13.0	13.2	13.3
费用率					
销售费用率(%)	19.7	21.6	21.6	21.5	21.4
管理费用率(%)	10.1	10.6	10.5	10.5	10.5
研发费用率(%)	1.8	1.4	1.2	1.2	1.2
财务费用率(%)	(0.6)	(0.3)	(0.3)	(0.4)	(0.6)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.8	0.7	0.6	0.7	0.8
每股经营现金流(最新摊薄)	1.1	0.9	0.8	1.0	1.1
每股净资产(最新摊薄)	6.6	6.8	6.9	7.1	7.4
每股股息	0.5	0.5	0.4	0.5	0.6
估值比率					
P/E(最新摊薄)	21.1	23.1	28.8	21.6	19.2
P/B(最新摊薄)	2.5	2.4	2.3	2.3	2.2
EV/EBITDA	16.1	17.6	14.7	11.9	10.5
价格/现金流(倍)	14.6	17.0	19.8	15.7	14.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371