2026 年 10 月 29 日

证券研究报告•2026 年三季报点评

金 徽 酒（603919）食品饮料

当前价：15.34 元

目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

Q3 收入短期承压，费投及股份支付影响盈利

投资要点

- **事件：**公司发布 2026 年三季报，前三季度实现营收 23.4 亿元，同比+1.5%；归母净利润 1.8 亿元，同比-44.9%；扣非归母净利润 1.9 亿元，同比-39.6%。其中 26Q3 实现营收 5.2 亿元，同比-4.2%；归母净利润-0.4 亿元，同比由盈转亏；扣非归母净利润-0.3 亿元，同比由盈转亏。
- **省内需求有所承压，省外市场及部分产品保持增长。**1、分产品看，前三季度 300 元以上/100—300 元/100 元以下产品分别实现收入 5.6/12.0/5.0 亿元，分别同比+4.6%/-1.9%/+9.4%。高端及大众价格带产品保持增长，但 100—300 元主力价格带有所承压，反映区域白酒需求及产品结构存在一定分化。公司持续推进金徽年份、柔和金徽等产品建设，通过差异化产品布局覆盖不同消费层次，并依托省内品牌优势巩固核心市场份额。2、分区域看，前三季度甘肃省内/省外收入分别为 16.8/5.9 亿元，分别同比-0.8%/+10.7%。省内大本营需求有所承压，但省外市场保持增长，区域拓展仍有一定成效。分渠道看，前三季度经销商渠道基本持平，互联网销售同比+57.6%，但直销及团购渠道有所下滑。公司持续推进省内市场精耕及省外重点区域拓展，通过终端网络优化和产品结构调整巩固经营基础。整体来看，省外拓展及部分价格带增长对收入形成一定支撑，但省内主力产品及传统商务消费需求仍存在压力。
- **毛利率下降叠加费投增加，Q3 盈利承压。**1、毛利率方面，26Q3 公司毛利率为 58.7%，同比-2.7pp，主要受到产品销售结构变化及成本端因素影响。2、费用率方面，26Q3 销售费用率同比+11.1pp 至 33.7%，管理费用率同比+1.6pp 至 15.2%。公司持续推进品牌建设、市场推广及省内外渠道拓展，销售费用投入增加；同时实施员工持股计划带来新增股份支付，对管理费用及利润形成压力。叠加当季收入下降，费用摊薄能力减弱，销售及管理费用率明显上行。3、综合来看，需求偏弱、毛利率下行和费用投入增加共同导致 Q3 利润承压，26Q3 归母净利率为-6.8%，同比下降约 11.5pp。除经营费用增加外，公司当期营业外支出等项目亦对报表利润产生一定影响。
- **省内精耕与省外拓展并进，期待费用效率改善。** 公司在甘肃省内具有较强的品牌认知和渠道基础，围绕金徽年份、柔和金徽等核心产品持续推进品牌建设及渠道精细化运营。省内方面，公司通过巩固成熟市场、加强终端覆盖及优化产品结构，逐步提高核心区域经营质量；省外方面，继续聚焦重点城市和优势市场，推进陕西、宁夏、新疆等区域渠道建设，通过差异化产品及经销商合作扩大品牌影响力。展望未来，当前公司区域品牌及渠道优势仍在，省外市场拓展有望持续贡献增量，后续盈利改善主要取决于省内需求恢复、主力产品动销及费用投入效率提升。
- **盈利预测：**预计 2026-2028 年 EPS 分别为 0.43 元、0.60 元、0.67 元，对应 PE 分别为 35 倍、25 倍、23 倍。
- **风险提示：**经济环境波动风险，消费复苏不及预期风险。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（亿元）	29.18	29.85	31.72	33.78
增长率	-3.40%	2.28%	6.27%	6.48%
归属母公司净利润（亿元）	3.54	2.20	3.07	3.41
增长率	-8.70%	-38.06%	39.77%	11.04%
每股收益 EPS（元）	0.70	0.43	0.60	0.67
净资产收益率 ROE	9.91%	6.27%	8.22%	8.59%
PE	22	35	25	23
PB	2.29	2.22	2.08	1.96

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：朱会振

执业证号：S1250513110001

电话：023-63786049

邮箱：zhz@swsc.com.cn

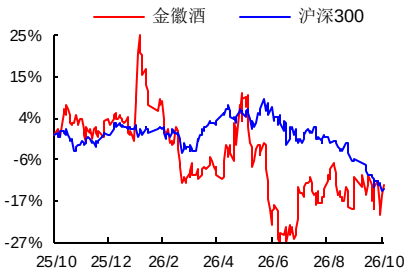
分析师：舒尚立

执业证号：S1250523070009

电话：023-63786049

邮箱：ssl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.07
流通 A 股(亿股)	5.07
52 周内股价区间(元)	14.14-24.86
总市值(亿元)	84.92
总资产(亿元)	52.10
每股净资产(元)	6.46

相关研究

1. 金徽酒（603919）：Q2 收入恢复双位数增长，补税扰动短期利润 (2026-08-28)
2. 金徽酒（603919）：26Q1 收入表现稳健，省外市场表现亮眼 (2026-04-24)
3. 金徽酒（603919）：产品结构持续优化，彰显稳健经营质量 (2026-03-25)

盈利预测

关键假设：

假设 1：随着整体消费需求持续复苏，叠加公司省外继续聚焦重点城市和优势市场，推进陕西、宁夏、新疆等区域渠道建设，各档次销量预计均有所回升。我们预测 2026-2028 年公司高档酒销量增速为 10%、10%、8%；中档酒销量增速为 8%、9%、8%。

假设 2：考虑到目前白酒行业仍处于深度调整期，渠道库存去化的大趋势预计仍将持续。我们预测 2026-2028 年公司高档酒吨价增速分别为-5%、-3%、-2%；中档酒吨价增速分别为 1%、1%、1%。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
酒类业务合计	收入	2777.4	2837.1	3016.8	3214.4
	增速	-4.3%	2.1%	6.3%	6.6%
	毛利率	65.4%	63.6%	63.7%	63.8%
其他业务合计	收入	141.0	148.1	155.5	163.3
	增速	18.2%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	19.8%	19.8%	19.8%	19.8%
合计	收入	2918.5	2985.1	3172.3	3377.7
	增速	-3.4%	2.3%	6.3%	6.5%
	毛利率	63.2%	61.5%	61.5%	61.7%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（亿元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	29.18	29.85	31.72	33.78
营业成本	10.75	11.50	12.21	12.94
营业税金及附加	4.32	4.42	4.70	5.00
销售费用	6.30	6.57	6.88	7.23
管理费用	3.11	3.19	3.38	3.58
财务费用	-0.10	0.35	0.57	0.62
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	4.68	3.82	3.99	4.41
其他非经营损益	-0.12	-0.16	-0.15	-0.15
利润总额	4.57	3.66	3.84	4.26
所得税	1.19	1.46	0.77	0.85
净利润	3.37	2.20	3.07	3.41
少数股东损益	-0.17	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	3.54	2.20	3.07	3.41

现金流量表（亿元）	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	3.37	2.20	3.07	3.41
折旧与摊销	1.22	1.98	2.16	2.41
财务费用	-0.10	0.35	0.57	0.62
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	0.04	-8.04	-0.98	-1.14
其他	0.27	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流净额	4.80	-3.51	4.82	5.29
资本支出	-1.41	-4.00	-4.00	-4.00
其他	-2.52	-0.13	-0.15	-0.15
投资活动现金流净额	-3.94	-4.13	-4.15	-4.15
短期借款	1.69	11.65	1.40	1.34
长期借款	1.23	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
支付股利	-2.51	-1.24	-0.77	-1.07
其他	0.04	-0.73	-0.55	-0.59
筹资活动现金流净额	0.45	9.67	0.08	-0.32
现金流量净额	1.32	2.04	0.75	0.82

资产负债表（亿元）	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	9.90	11.94	12.69	13.51
应收和预付款项	0.69	0.89	0.96	0.98
存货	20.02	19.44	20.81	22.34
其他流动资产	0.21	0.23	0.24	0.25
长期股权投资	0.01	0.01	0.01	0.01
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	16.46	18.63	20.62	22.36
无形资产和开发支出	3.56	3.43	3.30	3.17
其他非流动资产	1.91	2.02	2.15	2.28
资产总计	52.77	56.60	60.78	64.91
短期借款	1.69	13.34	14.74	16.08
应付和预收款项	3.94	3.84	4.13	4.42
长期借款	1.23	1.23	1.23	1.23
其他负债	11.89	3.16	3.35	3.52
负债合计	18.75	21.58	23.45	25.26
股本	5.07	5.07	5.07	5.07
资本公积	8.71	8.71	8.71	8.71
留存收益	22.45	23.40	25.70	28.04
归属母公司股东权益	34.30	35.31	37.61	39.94
少数股东权益	-0.28	-0.28	-0.28	-0.28
股东权益合计	34.02	35.02	37.32	39.66
负债和股东权益合计	52.77	56.60	60.78	64.91

财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
销售收入增长率	-3.40%	2.28%	6.27%	6.48%
营业利润增长率	-3.58%	-18.55%	4.52%	10.51%
净利润增长率	-11.38%	-34.89%	39.77%	11.04%
EBITDA 增长率	-0.59%	5.94%	9.23%	10.61%
获利能力				
毛利率	63.17%	61.47%	61.52%	61.68%
三费率	31.91%	33.89%	34.15%	33.83%
净利率	11.55%	7.35%	9.67%	10.09%
ROE	9.91%	6.27%	8.22%	8.59%
ROA	6.39%	3.88%	5.05%	5.25%
ROIC	9.29%	5.87%	7.36%	7.57%
EBITDA/销售收入	19.90%	20.61%	21.18%	22.01%
营运能力				
总资产周转率	0.59	0.55	0.54	0.54
固定资产周转率	2.12	2.04	2.09	2.06
应收账款周转率	228.15	293.99	266.04	271.87
存货周转率	0.58	0.58	0.61	0.60
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	119.99%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	35.54%	38.12%	38.59%	38.91%
带息债务/总负债	15.61%	67.54%	68.10%	68.56%
流动比率	1.89	1.70	1.65	1.63
速动比率	0.66	0.68	0.66	0.65
股利支付率	70.96%	56.50%	25.04%	31.52%
每股指标				
每股收益	0.70	0.43	0.60	0.67
每股净资产	6.71	6.90	7.36	7.82
每股经营现金	0.95	-0.69	0.95	1.04
每股股利	0.50	0.24	0.15	0.21

业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
EBITDA	5.81	6.15	6.72	7.43
PE	21.96	35.45	25.36	22.84
PB	2.29	2.22	2.08	1.96
PS	2.67	2.61	2.45	2.30
EV/EBITDA	11.98	12.78	11.77	10.69
股息率	3.23%	1.59%	0.99%	1.38%

数据来源：Wind，西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版
须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	上海公募销售主管	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张方毅	私募销售主管	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn
	张大炜	销售岗	13163027178	zhangdaw@swsc.com.cn
	张怀文	销售岗	18800275611	zhanghuaiwen@swsc.com.cn
	苏湖	销售岗	18913127448	suhu1997@swsc.com.cn
北京	李杨	北京公募销售主管	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	姚航	北京保险销售主管	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
广深	高欣	广深销售主管	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzr@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
	周玥	销售岗	18580531950	zhy1997@swsc.com.cn
	彭志伟	销售岗	15521604635	pzhw@swsc.com.cn