

结构优化路径清晰，长期增长势能强劲

投资要点

- **事件:** 公司公布 2025 年一季报, 25Q1 公司实现营收 11.1 亿元 (同比+3.0%); 归母净利润 2.3 亿元 (同比+5.8%)。业绩符合市场预期。
- **300 元以上增速引领, 全国化布局加速推进。** 1、分产品看, 25Q1 公司 300 元以上/100-300 元/100 元以下价位产品分别实现营收 2.5/6.3/2.2 亿元, 分别同比 +28.1%/+14.2%/-31.7%。其中百元以上中高档产品营收占比同比提升 10.2pp 至 79.8%, 金徽 28 年高端引领作用, 金徽 18 柔和金徽/能量金徽等 300 元以上产品销量稳健增长, 产品体系结构升级凸显。2、分区域看, 25Q1 省内/省外分别实现营收 8.6/2.4 亿元, 分别同比+1.0%/+9.5%。公司省内市场营销转型初见成效, “一县一策” 战略下渠道持续深耕, 并逐步开展事业部、门店运营工作细化, 市场份额进一步提升; 省外持续推进甘肃青海新疆一体化、陕西宁夏一体化, 进一步夯实大西北根据地市场, 同时着力培育华东、北方第二增长曲线, 样板市场打造显现成效。
- **费用效率边际改善, 盈利能力稳步提升。** 1、25Q1 公司毛利率同比+1.4pp 至 66.8%, 主要系产品结构升级优化带动。2、25Q1 销售/管理/研发费用率分别为 16.8%/7.0%/1.3%, 分别同比-1.2/-0.9/+0.4pp。公司持续推进营销转型, 省内费用精细化运作, 市场规模效应下销售及管理费用率有所优化。3、受递延所得税影响, 公司 25Q1 所得税率 22.9%, 同比+6.3pp。4、25Q1 公司归母净利率 21.1%, 同比+0.5pp, 结构升级和费率优化下净利率稳步提升。5、25Q1 公司销售回款 11.8 亿元, 同比-4.7%; 经营性现金流量净额 2.7 亿元, 同比-21.6%; 截止 25Q1 末, 合同负债 6.6 亿元, 同比-0.5 亿元, 环比-0.6 亿元。
- **积极蓄势主动作为, 营销转型加速推进。** 公司按照布局全国、深耕西北、重点突破的战略路径, 持续推进 C 端实体用户工程, 稳扎稳打寻求良性增长。省内市场深度掌控、回款稳定, 市占率快速提升, 消费者培育工作和产品结构升级效果明显。省外市场增速保持领先, 大西北渠道基础夯实, 华东、北方、互联网等新兴市场商业模式持续优化, 消费者品牌认知不断加深。展望全年, 公司三百元以上高档产品增势强劲, 全国化突破增长动力仍足, 成长路径清晰。公司经营目标制定务实良性, 25 年营业收入 32.8 亿元、净利润 4.08 亿元的目标指引有望顺利完成。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.81 元、0.90 元、1.05 元, 对应 PE 分别为 24 倍、22 倍、19 倍。公司持续受益全国化布局和产品结构升级, 看好公司长期成长能力, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 经济大幅下滑风险, 消费复苏不及预期风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	30.21	32.76	36.02	40.04
增长率	18.59%	8.42%	9.97%	11.16%
归属母公司净利润(亿元)	3.88	4.11	4.58	5.35
增长率	18.03%	5.92%	11.29%	16.94%
每股收益EPS(元)	0.77	0.81	0.90	1.05
净资产收益率 ROE	11.48%	11.69%	11.91%	12.64%
PE	26	24	22	19
PB	3.00	2.76	2.53	2.30

数据来源: Wind, 西南证券

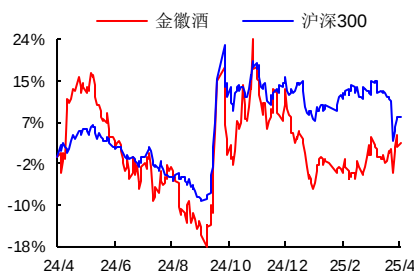
西南证券研究院

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

分析师: 杜雨聪
执业证号: S1250524070007
电话: 023-63786049
邮箱: dyuc@swsc.com.cn

分析师: 王书龙
执业证号: S1250523070003
电话: 023-63786049
邮箱: wsl@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)	15.59-23.55
总市值(亿元)	99.37
总资产(亿元)	47.17
每股净资产(元)	7.01

相关研究

1. 金徽酒 (603919): 产品结构持续升级, 全国化进展顺利 (2025-03-25)
2. 金徽酒 (603919): 高档势能强劲, 全国化布局稳步推进 (2024-10-29)
3. 金徽酒 (603919): 控货提价增速暂缓, 积极蓄力布局长远 (2024-08-21)
4. 金徽酒 (603919): 省内夯实省外拓展, 经营势能持续释放 (2024-04-24)

附表：财务预测与估值

利润表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	30.21	32.76	36.02	40.04	净利润	3.80	4.21	4.68	5.45
营业成本	11.81	12.41	13.29	14.38	折旧与摊销	1.18	1.73	1.92	2.18
营业税金及附加	4.48	4.84	5.33	5.92	财务费用	-0.19	0.24	0.46	0.49
销售费用	5.96	6.55	7.38	8.41	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	3.04	3.28	3.60	4.00	经营营运资本变动	0.11	-8.90	-0.60	-1.30
财务费用	-0.19	0.24	0.46	0.49	其他	0.69	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	5.58	-2.73	6.46	6.82
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1.71	-4.00	-4.00	-4.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1.62	-0.13	-0.15	-0.15
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3.33	-4.13	-4.15	-4.15
营业利润	4.86	5.44	5.96	6.83	短期借款	0.00	13.13	0.88	1.01
其他非经营损益	-0.21	-0.18	-0.19	-0.19	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	4.65	5.26	5.77	6.65	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	0.85	1.05	1.10	1.20	支付股利	-1.97	-1.36	-1.44	-1.60
净利润	3.80	4.21	4.68	5.45	其他	-2.04	-0.49	-0.44	-0.47
少数股东损益	-0.08	0.10	0.10	0.10	筹资活动现金流净额	-4.02	11.28	-1.01	-1.06
归属母公司股东净利润	3.88	4.11	4.58	5.35	现金流量净额	-1.77	4.41	1.31	1.61
资产负债表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	8.69	13.10	14.41	16.02	成长能力				
应收和预付款项	1.34	1.02	1.21	1.38	销售收入增长率	18.59%	8.42%	9.97%	11.16%
存货	16.90	20.07	20.83	22.45	营业利润增长率	22.49%	12.02%	9.49%	14.70%
其他流动资产	0.23	0.31	0.32	0.35	净利润增长率	17.95%	10.68%	11.03%	16.58%
长期股权投资	0.02	0.02	0.02	0.02	EBITDA 增长率	19.36%	26.78%	12.64%	13.95%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	15.16	17.54	19.72	21.65	毛利率	60.92%	62.10%	63.11%	64.09%
无形资产和开发支出	2.17	2.08	2.00	1.92	三费率	29.16%	30.72%	31.78%	32.23%
其他非流动资产	1.54	1.65	1.77	1.90	净利率	12.59%	12.86%	12.98%	13.61%
资产总计	46.05	55.78	60.28	65.69	ROE	11.48%	11.69%	11.91%	12.64%
短期借款	0.00	13.13	14.00	15.01	ROA	8.26%	7.55%	7.76%	8.30%
应付和预收款项	3.56	3.90	4.13	4.50	ROIC	11.20%	10.92%	10.46%	11.12%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	19.34%	22.61%	23.16%	23.74%
其他负债	9.35	2.72	2.88	3.06	营运能力				
负债合计	12.91	19.75	21.01	22.57	总资产周转率	0.67	0.64	0.62	0.64
股本	5.07	5.07	5.07	5.07	固定资产周转率	2.29	2.53	2.60	2.60
资本公积	8.71	8.71	8.71	8.71	应收账款周转率	242.81	208.84	231.80	226.12
留存收益	21.39	24.14	27.28	31.03	存货周转率	0.71	0.67	0.65	0.66
归属母公司股东权益	33.24	36.04	39.18	42.93	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.17%	—	—	—
少数股东权益	-0.11	-0.01	0.09	0.19	资本结构				
股东权益合计	33.13	36.03	39.27	43.12	资产负债率	28.05%	35.40%	34.85%	34.36%
负债和股东权益合计	46.05	55.78	60.28	65.69	带息债务/总负债	0.00%	66.46%	66.64%	66.50%
					流动比率	2.26	1.83	1.83	1.86
					速动比率	0.85	0.77	0.79	0.82
					股利支付率	50.80%	33.04%	31.45%	29.93%
					每股指标				
					每股收益	0.77	0.81	0.90	1.05
					每股净资产	6.53	7.10	7.74	8.50
					每股经营现金	1.10	-0.54	1.27	1.34
					每股股利	0.39	0.27	0.28	0.32
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	5.84	7.41	8.34	9.51					
PE	25.60	24.17	21.72	18.57					
PB	3.00	2.76	2.53	2.30					
PS	3.29	3.03	2.76	2.48					
EV/EBITDA	15.35	13.22	11.67	10.16					
股息率	1.98%	1.37%	1.45%	1.61%					

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

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	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn