

金徽酒 (603919.SH)

第一季度经营稳健，产品结构持续升级

优于大市

核心观点

2025Q1 收入同比增长 3.0%，净利率录得提升。2025Q1 公司实现营业总收入 11.08 亿元/同比+3.0%，归母净利润 2.34 亿元/同比+5.8%。收入增速略低主因百元以下产品经营节奏扰动，同时春节备货动作前置于第四季度。2025Q1 产品结构和费用率表现较好，净利率同比提升 0.54pcts。综合 2024Q1+2025Q1 来看，营业总收入同比+12.3%，归母净利润同比+4.2%。

第一季度产品结构延续升级趋势，省外市场增速高于省内。分产品看，2025Q1 公司 300 元以上/100-300 元/100 元以下产品收入 2.45/6.30/2.21 亿元，同比+28.1%/+14.2%/-31.7%，产品结构延续升级趋势，100 元以上产品收占比 79.8%；其中年份系列增速引领，金徽 18/28 年预计增速最快；低端产品下滑较多主因 2024 年 3 月产品提价前进行集中回款，基数较大，同时 2025 年春节较早，世纪金徽等订货会前置至 2024Q4。**分区域看**，2025Q1 省内/省外收入 8.57/2.38 亿元，同比+1.1%/+9.5%，省内市场节后以去库存、梳理渠道为主；省外聚焦大西北一体化，贡献主要收入增量，其中陕西市场营销模式转型逐步显现成效，预计恢复较快增长。**分渠道看**，2025Q1 经销/直销（含团购）/互联网渠道收入 10.35/0.23/0.37 亿元，同比+2.8%/-13.7%/+14.6%，电商渠道增长较快，配备专门团队运作，以类标品和专属品为主。

毛销差同比提升，销售端推动精益化管理。2025Q1 毛利率同比+1.41pcts，系产品结构改善、春节后促销力度有所收缩，销售费用率同比-1.18pcts，综合毛销差提升 2.50pcts；1-2 年内公司战略以份额提升为主，预计保持积极的费用投入水平培育消费者，同时也将提升费投的聚焦化、精细化、灵活化，实现费效比提升。2025Q1 管理费用率同比-0.90pcts，主因咨询中介费用下降；所得税税率提升 6.26pcts 至 22.9%，系递延所得税影响，预计全年所得税率较 2024 年提升。

春节后需求回落，合同负债环比下降。2025Q1 销售收现 11.80 亿元/同比-4.7%，考虑旺季经营节奏，2024Q1+2025Q1 销售收现同比+7.2%，较高基数下仍实现稳健增长。截至第一季度末，公司合同负债 5.83 亿元/环比-0.56 亿元，主要系节后需求回落较快，渠道回款有所承压。公司重视渠道健康度，调整发货回款和发货节奏控制库存处于良性水平，后续看预计伴随市场活动的开展，回款工作也将稳步推进。

投资建议：展望全年经营，预计公司将积极抢抓节假日、商务及宴席场景推动各价位产品动销。维持此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司收入 32.69/36.16/40.49 亿元，同比 +8.2%/+10.6%/+11.9%；归母净利润 4.09/4.64/5.51 亿元，同比+5.3%/+13.6%/+18.7%；当前股价对应 2025/2026 年 24.3/21.4 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

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,548	3,021	3,269	3,616	4,049
(+/-%)	26.6%	18.6%	8.2%	10.6%	11.9%
净利润(百万元)	329	388	409	464	551
(+/-%)	17.3%	18.0%	5.3%	13.6%	18.7%
每股收益(元)	0.65	0.77	0.81	0.91	1.09
EBIT Margin	13.9%	14.5%	14.5%	15.0%	16.4%
净资产收益率 (ROE)	9.9%	11.7%	11.8%	12.8%	14.4%
市盈率 (PE)	30.2	25.6	24.3	21.4	18.0
EV/EBITDA	23.8	20.4	18.2	15.9	13.5
市净率 (PB)	2.99	2.99	2.87	2.74	2.60

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

联系人：张未艾

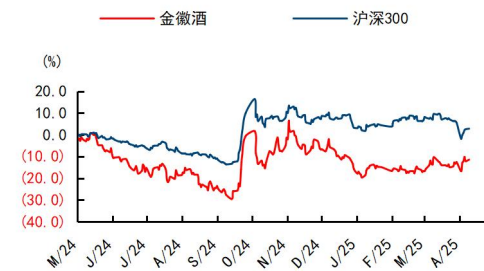
021-61761031

zhangxiangwei@guosen.com.cn zhangweiai@guosen.com.cn
S0980523090001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	19.59 元
总市值/流通市值	9937/9937 百万元
52 周最高价/最低价	24.18/15.47 元
近 3 个月日均成交额	78.00 百万元

市场走势

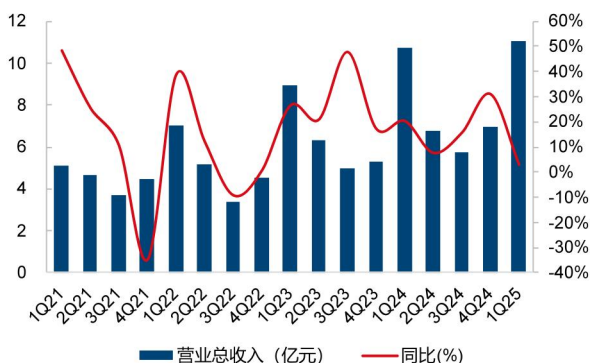


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

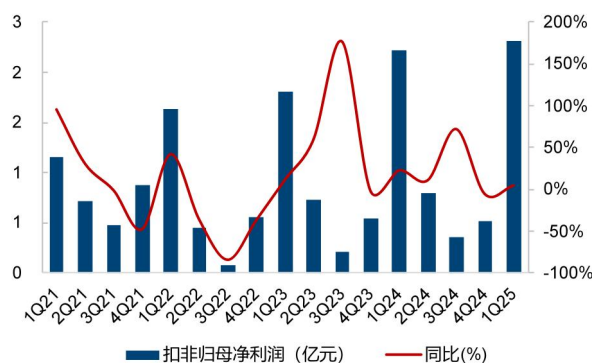
- 《金徽酒 (603919.SH) -2024 年收入超过 30 亿元，产品结构延续升级趋势》——2025-03-25
- 《金徽酒 (603919.SH) -第三季度收入增长 15.8%，深耕西北初显成效》——2024-10-28
- 《金徽酒 (603919.SH) -二季度收入增长 7.7%，捐赠错期及所得税率提升影响净利率》——2024-08-21
- 《金徽酒 (603919.SH) -产品结构持续升级，现金流增速优于收入》——2024-04-21
- 《金徽酒 (603919.SH) -产品结构延续升级，省内一体化取得突破》——2024-03-25

图1: 2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速



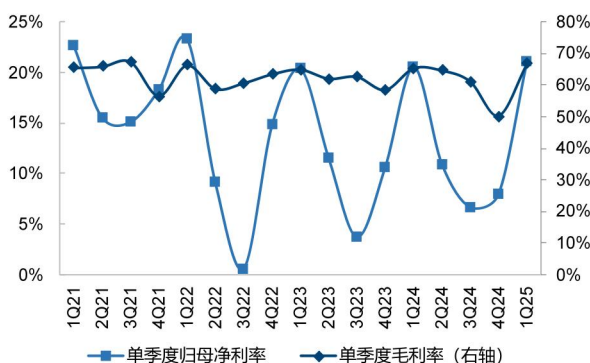
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图2: 2021Q1 至今公司单季度扣非归母净利润及同比增速



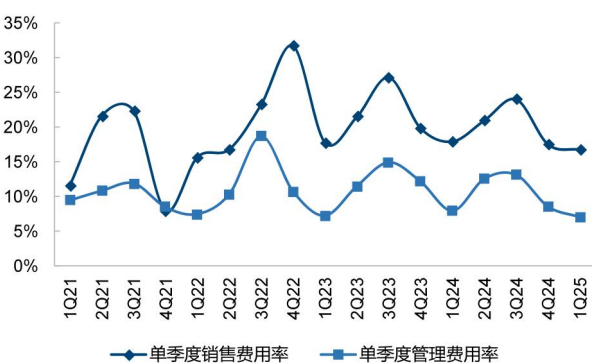
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

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	总市值 (亿元)		归母净利润 (亿元)		PE	
			2025/4/14	2025/4/14	2024A/E	2025E	2024A/E	2025E
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,551.99	19,496.06	862	947	22.6	20.6
000858.SZ	五粮液	优于大市	131.04	5,086.46	328	355	15.5	14.3
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	129.47	1,905.74	142	153	13.4	12.4
600809.SH	山西汾酒	优于大市	215.70	2,631.46	124	143	21.2	18.5
002304.SZ	洋河股份	中性	73.62	1,109.04	83	81	13.3	13.7
000799.SZ	酒鬼酒	中性	45.54	147.97	1	2	200.9	92.2
600702.SH	舍得酒业	中性	59.17	197.11	3	7	57.0	27.4
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	173.10	840.00	55	65	15.2	13.0
603369.SH	今世缘	优于大市	49.95	622.78	36	40	17.3	15.4
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	51.81	414.48	27	31	15.3	13.3
603589.SH	口子窖	优于大市	35.40	212.40	17	18	12.7	12.0
603919.SH	金徽酒	优于大市	19.59	99.37	3.9	4.1	25.6	24.3

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, 其中贵州茅台、舍得酒业、古井贡酒、金徽酒 2024 年为实际值

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)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1042	869	869	869	877	营业收入	2548	3021	3269	3616	4049
应收款项	43	126	136	151	169	营业成本	957	1181	1273	1371	1488
存货净额	1620	1690	1776	1915	2096	营业税金及附加	375	448	474	528	595
其他流动资产	34	31	34	37	42	销售费用	535	596	669	740	822
流动资产合计	2739	2716	2815	2972	3183	管理费用	282	313	336	388	434
固定资产	1366	1516	1704	1864	2004	研发费用	51	54	54	56	56
无形资产及其他	213	216	207	198	190	财务费用	(20)	(19)	(20)	(19)	(20)
投资性房地产	84	155	155	155	155	投资收益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
长期股权投资	0	2	4	6	7	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
资产总计	4402	4605	4884	5195	5539	其他收入	(22)	(17)	(29)	(28)	(30)
短期借款及交易性金融负债	20	33	55	52	33	营业利润	397	486	509	581	700
应付款项	175	206	217	234	256	营业外净收支	(17)	(21)	(21)	(23)	(25)
其他流动负债	834	963	1031	1130	1245	利润总额	380	465	489	558	675
流动负债合计	1029	1201	1302	1416	1534	所得税费用	57	85	88	103	135
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(6)	(8)	(8)	(9)	(11)
其他长期负债	51	90	129	169	208	归属于母公司净利润	329	388	409	464	551
长期负债合计	51	90	129	169	208	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1080	1291	1432	1585	1742	净利润	329	388	409	464	551
少数股东权益	(3)	(11)	(15)	(19)	(25)	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	3326	3324	3467	3630	3822	折旧摊销	110	113	153	180	201
负债和股东权益总计	4402	4605	4884	5195	5539	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	(20)	(19)	(20)	(19)	(20)
每股收益	0.65	0.77	0.81	0.91	1.09	营运资本变动	(3)	(22)	20	(2)	(27)
每股红利	0.30	0.39	0.52	0.59	0.71	其它	(3)	(4)	(4)	(5)	(6)
每股净资产	6.56	6.55	6.84	7.16	7.54	经营活动现金流	432	475	577	637	720
ROIC	9.75%	11.19%	12%	13%	15%	资本开支	0	(254)	(332)	(332)	(332)
ROE	9.89%	11.68%	12%	13%	14%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	62%	61%	61%	62%	63%	投资活动现金流	0	(256)	(334)	(334)	(334)
EBIT Margin	14%	14%	14%	15%	16%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	18%	18%	19%	20%	21%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	27%	19%	8%	11%	12%	支付股利、利息	(152)	(197)	(266)	(302)	(358)
净利润增长率	17%	18%	5%	14%	19%	其它融资现金流	104	2	22	(2)	(20)
资产负债率	24%	28%	29%	30%	31%	融资活动现金流	(201)	(392)	(244)	(304)	(378)
股息率	1.5%	2.0%	2.7%	3.0%	3.6%	现金净变动	232	(173)	0	0	8
P/E	30.2	25.6	24.3	21.4	18.0	货币资金的期初余额	810	1042	869	869	869
P/B	3.0	3.0	2.9	2.7	2.6	货币资金的期末余额	1042	869	869	869	877
EV/EBITDA	23.8	20.4	18.2	15.9	13.5	企业自由现金流	0	195	229	289	372
						权益自由现金流	0	197	267	302	369

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±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±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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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