

金徽酒 (603919.SH)

收入利润符合预期，毛利率有所优化

25Q1 公司收入/归母净利润分别同比+3.0%/+5.8%，省外增长发力，省内表现相对平稳，全年按经营目标稳步推进。省内进一步发力宴席市场，提升市占率，省外营销聚焦化、核心市场为主，推进环甘肃市场一体化建设。维持渠道健康度，稳扎稳打提升品牌势能，25 年费用率预计保持稳定，预计 25-26 年 EPS 分别为 0.82/0.91 元，对应 25 年 24x，维持“强烈推荐”评级。

- 事件：公司发布 2025 年一季报，25Q1 公司实现营收 11.08 亿元，同比+3.04%，实现归母净利润 2.34 亿元，同比+5.77%，实现扣非归母净利润 2.31 亿元，同比+4.30%。25Q1 销售收现 11.8 亿元，同比-4.68%，Q1 末合同负债 5.83 亿，环比-0.55 亿元，回款节奏略有放缓，保持渠道库存良性，业绩符合预期，25 年开局稳健。
- 高档酒增速延续，百元以下产品占比下降。分产品看，Q1 高档酒（300 元以上）营收 2.45 亿元（同比+28.14%），占比升至 22.35%，延续圈层化、年份化、定制化发展路径，品牌势能持续增强；中档酒（100-300 元）收入 6.30 亿（同比+14.24%），占比提升至 57.46%，百元以上依托柔和 H3、年份 18 年、28 年等核心单品，驱动量价结构升级；百元以下酒实现营收 2.21 亿元（同比-31.72%），主要是去年 4 月提价前星级系列回款高基数，今年星级系列占比下降，整体看 Q1 产品结构进一步提升。
- 省外增长发力，省内表现相对平稳。分区域看，Q1 省内营收为 8.57 亿元，同比+1.05%，增速放缓系四星去年高基数拖累增速，省内份额提升目标不变；省外营收 2.38 亿元，同比+9.48%，省外营销转型调整成效显著，陕西市场调整后资源聚焦化，市场潜力进一步释放，华东和北方市场在探索期后以腰部核心市场为主加大投入，针对 100-300 元大众价格带展开资源倾斜与营销投入。分渠道看，Q1 经销渠道收入 10.35 亿，同比+2.83%；互联网渠道 Q1 实现 0.37 亿，同比+14.57%；直销（含团购）收入 0.23 亿，同比-13.7%。
- 费用控制、产品结构优化，Q1 双轮驱动盈利改善。得益于结构优化、100 元以上产品占比提升，25Q1 毛利率同比上升 1.4pct 至 66.81%，销售费用率同比-1.2pct，系精准管控费用支出，销售投放更加高效，管理费用率同比-0.9pct，系去年同期咨询和中介费用支出较多，Q1 所得税率同比+6.3pct，主要系递延所得税资产计提完后，导致所得税费用率提升。25Q1 实现归母净利率达 21.09%，同比+0.5pct，实现扣非归母净利率 20.89%，同比+0.3pct，降本增效有所成效，盈利能力提升。
- 投资建议：毛利率有所优化，结构进一步升级，维持“强烈推荐”评级。25Q1 公司收入/归母净利润分别同比+3.0%/+5.8%，省外增长发力，省内表现相对平稳，全年按经营目标稳步推进。省内发力宴席市场，提升市占率，省外营销聚焦化、核心市场为主，推进环甘肃市场一体化建设。维持渠道健康度，稳扎稳打提升品牌势能，25 年费用率预计保持稳定，预计 25-26 年 EPS 分别为 0.82/0.91 元，对应 25 年 24x，维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示：省内竞争加剧、省外扩张不及预期、需求不及预期、批价波动较大、食品安全问题等风险。

强烈推荐（维持）

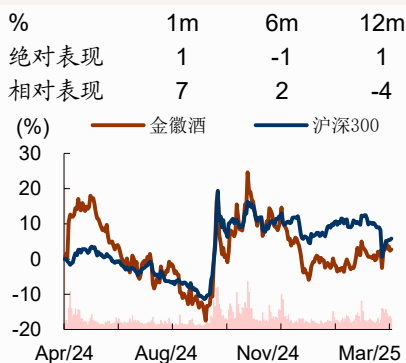
消费品/食品饮料

当前股价：19.41 元

基础数据

总股本（百万股）	507
已上市流通股（百万股）	507
总市值（十亿元）	9.8
流通市值（十亿元）	9.8
每股净资产（MRQ）	7.0
ROE（TTM）	11.3
资产负债率	24.9%
主要股东	甘肃亚特投资集团有限公司
主要股东持股比例	22.47%

股价表现



相关报告

- 1、《金徽酒（603919）24 年报点评——全年营收目标达成，稳步提升份额》2025-03-25
- 2、《金徽酒（603919）—Q3 结构持续升级，费率优化利润改善明显》2024-10-27
- 3、《金徽酒（603919）—省内势能延续，全年目标可期》2024-08-21

胡思蓓 S1090524090002

husibei@cmschina.com.cn

财务数据与估值

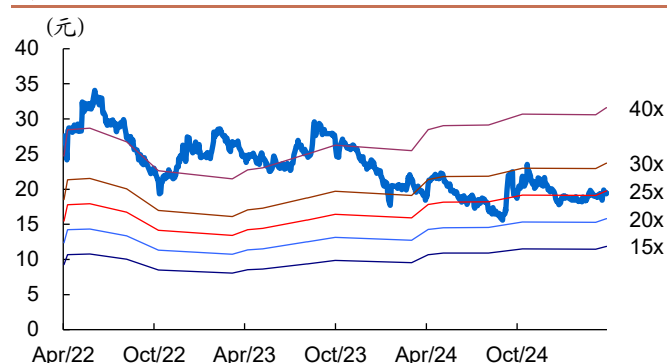
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2548	3021	3308	3626	3964
同比增长	27%	19%	9%	10%	9%
营业利润(百万元)	397	486	517	572	644
同比增长	26%	22%	6%	11%	13%
归母净利润(百万元)	329	388	414	460	553
同比增长	17%	18%	7%	11%	20%
每股收益(元)	0.65	0.77	0.82	0.91	1.09
PE	29.9	25.4	23.8	21.4	17.8
PB	3.0	3.0	2.8	2.7	2.5

资料来源：公司数据、招商证券

金徽酒单季度利润表

单位: 百万元	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	2023	2024
一、营业总收入	630	496	529	1076	678	574	693	1108	2548	3021
二、营业总成本	554	476	472	813	577	537	638	814	2175	2564
其中: 营业成本	239	185	220	372	240	223	346	368	957	1181
营业税金及附加	98	73	78	153	103	84	108	170	375	448
营业费用	136	135	105	193	143	138	122	186	535	596
管理费用	72	74	64	85	85	75	59	78	275	304
研发费用	16	12	12	9	14	17	15	14	51	54
财务费用	-8	-5	-5	-7	-6	-3	-4	-4	-20	-19
资产减值损失	1	1	-2	7	-1	2	-8	3	1	0
三、其他经营收益	1	10	11	2	13	5	8	5	24	29
公允价值变动收益	1	9	11	2	13	5	8	5	23	29
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
其他收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
四、营业利润	77	30	68	265	114	43	63	299	397	486
加: 营业外收入	0	1	1	0	1	1	0	1	2	2
减: 营业外支出	1	13	3	2	19	1	0	1	19	23
五、利润总额	76	18	66	263	96	42	64	299	380	465
减: 所得税	5	0	12	44	23	6	12	68	57	85
六、净利润	71	17	54	219	73	37	52	230	323	380
减: 少数股东损益	-2	-1	-3	-2	-1	-1	-3	-3	-6	-8
七、归属母公司净利润	73	18	56	221	74	38	55	234	329	388
EPS	0.14	0.04	0.11	0.44	0.15	0.08	0.11	0.46	0.65	0.77
主要比率										
毛利率	62.0%	62.6%	58.4%	65.4%	64.7%	61.1%	50.1%	66.8%	62.4%	60.9%
主营税金率	15.6%	14.7%	14.7%	14.2%	15.1%	14.7%	15.6%	15.3%	14.7%	14.8%
财务费用率	-1.3%	-0.9%	-0.9%	-0.6%	-0.9%	-0.6%	-0.5%	-0.4%	-0.8%	-0.6%
营业费率	21.5%	27.3%	19.9%	18.0%	21.0%	24.1%	17.5%	16.8%	21.0%	19.7%
管理费用率	11.5%	14.9%	12.1%	7.9%	12.5%	13.1%	8.5%	7.0%	10.8%	10.1%
营业利润率	12.3%	6.1%	12.9%	24.7%	16.8%	7.5%	9.1%	27.0%	15.6%	16.1%
实际税率	7.2%	2.4%	18.0%	16.6%	24.3%	13.1%	18.6%	22.9%	15.0%	18.2%
净利率	11.5%	3.7%	10.6%	20.6%	10.9%	6.6%	8.0%	21.1%	12.9%	12.8%
YoY										
收入增长率	21.0%	47.8%	17.3%	20.4%	7.7%	15.8%	31.1%	3.0%	26.6%	18.6%
营业利润增长率	16.3%	987.4%	83.7%	20.1%	48.0%	40.7%	-6.9%	12.6%	26.4%	22.5%
净利润增长率	53.7%	884.8%	-15.4%	21.6%	1.9%	108.8%	-2.1%	5.8%	17.3%	18.0%

图 1: 金徽酒历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 金徽酒历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《金徽酒（603919）24 年报点评—全年营收目标达成，稳步提升份额》
2025-03-25
- 2、《金徽酒（603919）—Q3 结构持续升级，费率优化利润改善明显》2024-10-27
- 3、《金徽酒（603919）—省内势能延续，全年目标可期》2024-08-21
- 4、《金徽酒（603919）—结构进一步优化，报表高质量增长》2024-04-22

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2739	2716	2860	3087	3429
现金	1042	869	840	880	1031
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	7	15	7	8	9
其它应收款	36	111	121	133	145
存货	1620	1690	1857	2028	2204
其他	34	31	34	37	41
非流动资产	1663	1888	1961	2009	2004
长期股权投资	0	2	2	2	2
固定资产	1364	1279	1377	1448	1464
无形资产商誉	214	217	195	175	158
其他	85	391	387	384	381
资产总计	4402	4605	4820	5095	5434
流动负债	1029	1201	1265	1359	1456
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	175	206	228	249	270
预收账款	575	638	705	770	836
其他	278	357	333	341	350
长期负债	51	90	90	90	90
长期借款	0	0	0	0	0
其他	51	90	90	90	90
负债合计	1080	1291	1355	1449	1546
股本	507	507	507	507	507
资本公积金	871	678	678	678	678
留存收益	1948	2139	2299	2489	2741
少数股东权益	(3)	(11)	(19)	(28)	(39)
归属于母公司所有者权益	3326	3324	3484	3674	3926
负债及权益合计	4402	4605	4820	5095	5434

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	450	558	413	445	533
净利润	323	380	406	451	542
折旧摊销	113	118	126	131	134
财务费用	(8)	(3)	(16)	(17)	(19)
投资收益	(0)	0	(28)	(28)	(28)
营运资金变动	32	50	(66)	(94)	(97)
其它	(9)	13	(8)	3	2
投资活动现金流	(65)	(333)	(172)	(152)	(102)
资本支出	(66)	(332)	(200)	(180)	(130)
其他投资	1	(2)	28	28	28
筹资活动现金流	(162)	(402)	(270)	(253)	(282)
借款变动	(39)	(63)	(33)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	(193)	0	0	0
股利分配	(152)	(197)	(254)	(270)	(301)
其他	29	51	16	17	19
现金净增加额	223	(177)	(29)	40	150

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2548	3021	3308	3626	3964
营业成本	957	1181	1303	1423	1547
营业税金及附加	375	448	491	538	588
营业费用	535	596	652	715	774
管理费用	275	304	330	358	387
研发费用	51	54	59	65	71
财务费用	(20)	(19)	(16)	(17)	(19)
资产减值损失	(1)	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	23	29	29	29	29
投资收益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
营业利润	397	486	517	572	644
营业外收入	2	2	2	2	2
营业外支出	19	23	23	23	23
利润总额	380	465	496	551	623
所得税	57	85	90	100	81
少数股东损益	(6)	(8)	(8)	(9)	(11)
归属于母公司净利润	329	388	414	460	553

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	27%	19%	9%	10%	9%
营业利润	26%	22%	6%	11%	13%
归母净利润	17%	18%	7%	11%	20%
获利能力					
毛利率	62.4%	60.9%	60.6%	60.7%	61.0%
净利率	12.9%	12.8%	12.5%	12.7%	14.0%
ROE	10.2%	11.7%	12.2%	12.9%	14.6%
ROIC	9.8%	11.4%	12.0%	12.8%	14.4%
偿债能力					
资产负债率	24.5%	28.0%	28.1%	28.4%	28.5%
净负债比率	0.4%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.7	2.3	2.3	2.3	2.4
速动比率	1.1	0.9	0.8	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8
存货周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	229.0	267.0	291.0	470.0	469.0
应付账款周转率	6.0	6.2	6.0	6.0	6.0
每股资料(元)					
EPS	0.65	0.77	0.82	0.91	1.09
每股经营净现金	0.89	1.10	0.81	0.88	1.05
每股净资产	6.56	6.55	6.87	7.24	7.74
每股股利	0.39	0.50	0.53	0.59	0.71
估值比率					
PE	29.9	25.4	23.8	21.4	17.8
PB	3.0	3.0	2.8	2.7	2.5
EV/EBITDA	20.4	17.2	15.6	14.3	12.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。