

金徽酒(603919)

报告日期：2025 年 04 月 23 日

业绩符合预期，结构升级亮眼

——金徽酒 2025Q1 业绩点评报告

投资要点

- 公司 25Q1 实现收入 11.08 亿元，同比+3.04%；实现归母净利润 2.34 亿元，同比+5.77%。
- 分结构：产品结构呈上升趋势，25Q1 百元以上占比达 80%
25Q1 公司 300 元以上/100-300 元/100 元以下分别为 2.45/6.30/2.21 亿元，同比+28.14%/+14.24%/-31.72%，300 元以上产品占比提升 4.43pcts 至 22.35%，百元以上产品占比提升 10.20pcts 至 79.82%。金徽酒产品结构持续优化，高档产品以金徽 28、金徽 18 进行引领，带动其他系列产品销售提升。
- 分区域：省内聚焦消费者培育和产品结构升级，省外聚焦样板市场打造
25Q1 省内/省外收入分别为 8.57/2.38 亿元，同比+1.05%/+9.48%，省内占比下降 1.33pcts 至 78.26%，25Q1 省内/省外经销商数量净增长 3/-40 家至 291/673 家。互联网公司围绕流量、团队、消费者、产品、渠道精细化运营提销量，25Q1 实现营业收入 3,714.74 万元，同比增长 14.57%。
金徽酒坚持“布局全国、深耕西北、重点突破”的战略路径，持续深入推进以“C 端置顶、品牌引领下的用户工程+市场深度掌控=以小生态带动大生态”为核心的营销转型。公司将西北地区定位大本营市场，重点打造甘肃青海新疆一体化、陕西宁夏一体化，最终实现西北一体化。省内市场消费者培育工作和产品结构升级效果持续显现，推动收入稳健增长、市占率不断提升。省外市场在甘青新一体化、陕西宁夏一体化基础上，分板块优化商业模式，通过消费者培育和成功样板市场案例，聚焦资源进行深化（打造样板市场）。
- 财务指标：结构升级助力毛利率上行，精准营销助力销售费用率缩减
1) 盈利能力：25Q1 毛利率/净利率为 66.81%/20.79%（同比+1.41/+0.40pcts），25Q1 毛利率上行主要系产品结构升级。
2) 费用率：25Q1 销售/管理（含研发）费用率为 16.81%/8.26%（同比-1.18/-0.47pcts），销售费用率下降主要得益于公司在各销售区域推行精准营销策略，同时根据市场竞争态势灵活调整费用投放，实现费用效益的最大化。
3) 现金流：25Q1 经营性现金流为 2.69 亿元（同比-21.56%）。
4) 合同负债：25Q1 末合同负债为 5.83 亿元（同比-7.65%）。
- 盈利预测及估值
考虑到金徽酒持续推进营销转型，甘肃大本营市场市占率稳步提升+省外市场开拓+结构升级，我们看好公司全年 32.8 亿收入/4.08 亿净利润目标完成。考虑到当前外部环境仍承压，我们对此前盈利预测进行下修，我们预计 2025-2027 年公司收入增速为 10.20%、10.46%、10.71%；归母净利润增速分别为 6.85%、11.48%、12.69%；EPS 分别为 0.82、0.91、1.03 元；25 年 PE 对应 23.73 倍，维持买入评级。
- 催化剂：白酒需求恢复超预期；省外市场扩张超预期。
- 风险提示：消费需求恢复不及预期；动销不及预期。

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3021	3329	3678	4072
(+/-) (%)	18.59%	10.20%	10.46%	10.71%
归母净利润	388	415	462	521
(+/-) (%)	18.03%	6.85%	11.48%	12.69%
每股收益(元)	0.77	0.82	0.91	1.03
P/E	24.86	23.73	21.29	18.89

资料来源：浙商证券研究所

投资评级：买入(维持)

分析师：杨骥
执业证书号：S1230522030003
yangji@stocke.com.cn

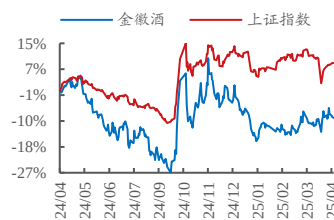
分析师：张家桢
执业证书号：S1230523080001
zhangjiazhen@stocke.com.cn

分析师：满静雅
执业证书号：S1230524100004
manjingya@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 19.40
总市值(百万元)	9,840.84
总股本(百万股)	507.26

股票走势图



相关报告

- 《业绩略超预期，结构持续升级》2025.03.25
- 《Q3 利润超预期，结构提升费用优化》2024.10.28
- 《控货挺价备战双节，蓄力全年目标达成》2024.08.22

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2716	2793	2882	3185
现金	869	791	691	783
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	15	17	16	20
其它应收款	111	62	85	107
预付账款	8	12	13	13
存货	1690	1885	2053	2239
其他	23	26	24	24
非流动资产	1888	2086	2232	2173
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	2	1	1	1
固定资产	1279	1254	1252	1232
无形资产	216	219	220	220
在建工程	238	510	648	598
其他	155	103	112	121
资产总计	4605	4880	5114	5358
流动负债	1201	1161	1224	1282
短期借款	0	0	0	0
应付款项	206	242	259	281
预收账款	0	0	0	0
其他	995	919	966	1001
非流动负债	90	60	67	72
长期借款	0	0	0	0
其他	90	60	67	72
负债合计	1291	1221	1291	1354
少数股东权益	(11)	(19)	(28)	(39)
归属母公司股东权	3324	3678	3851	4042
负债和股东权益	4605	4880	5114	5358

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	558	327	418	448
净利润	380	407	453	511
折旧摊销	118	92	98	102
财务费用	(19)	(6)	(5)	(5)
投资损失	0	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	99	(9)	46	33
其它	(20)	(157)	(174)	(193)
投资活动现金流	(333)	(342)	(235)	573
资本支出	(150)	(329)	(222)	(22)
长期投资	(2)	1	(0)	(0)
其他	(182)	(14)	(13)	595
筹资活动现金流	(402)	(63)	(283)	(323)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(402)	(63)	(283)	(323)
现金净增加额	(177)	(78)	(100)	92

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3021	3329	3678	4072
营业成本	1181	1317	1434	1564
营业税金及附加	448	489	535	603
营业费用	596	649	736	814
管理费用	304	333	368	407
研发费用	54	60	66	73
财务费用	(19)	(6)	(5)	(5)
资产减值损失	(0)	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	(0)	0	0	0
其他经营收益	29	24	26	26
营业利润	486	511	570	641
营业外收支	(21)	(15)	(16)	(17)
利润总额	465	497	554	624
所得税	85	90	101	114
净利润	380	407	453	511
少数股东损益	(8)	(8)	(9)	(10)
归属母公司净利润	388	415	462	521
EBITDA	570	579	642	718
EPS（最新摊薄）	0.77	0.82	0.91	1.03

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	18.59%	10.20%	10.46%	10.71%
营业利润	22.49%	5.27%	11.39%	12.56%
归属母公司净利润	18.03%	6.85%	11.48%	12.69%
获利能力				
毛利率	60.92%	60.45%	61.02%	61.59%
净利率	12.59%	12.21%	12.32%	12.54%
ROE	11.70%	11.90%	12.36%	13.31%
ROIC	10.94%	10.69%	11.43%	12.30%
偿债能力				
资产负债率	28.05%	25.02%	25.25%	25.28%
净负债比率	2.53%	2.00%	1.98%	2.03%
流动比率	2.26	2.41	2.35	2.48
速动比率	0.85	0.78	0.68	0.74
营运能力				
总资产周转率	0.67	0.70	0.74	0.78
应收账款周转率	267.48	239.77	276.24	258.63
应付账款周转率	6.19	5.88	5.73	5.80
每股指标(元)				
每股收益	0.77	0.82	0.91	1.03
每股经营现金	1.10	0.65	0.82	0.88
每股净资产	6.55	7.25	7.59	7.97
估值比率				
P/E	25.35	23.73	21.29	18.89
P/B	2.96	2.68	2.56	2.43
EV/EBITDA	16.00	15.69	14.28	12.64

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>