

## 金徽酒 (603919.SH)

## 强烈推荐 (维持)

## Q2 经营稳健，渠道健康为重

公司发布 2025 年半年报，公司 Q2 收入/利润分别同比-4.0%/-12.8%，Q2 控制发货节奏，省内以稳为主，产品结构持续提升，300 元以上/100-300 元占比提升至 22.17%、56.49%。渠道端，公司严控库存保持渠道健康度，目前渠道库存 1.5-2 月合理水平，持续推进甘青新市场一体化和陕宁市场一体化建设，强化线上布局，期待 H2 收入与盈利有望同步改善。我们预计 25-27 年归母净利润分别为 3.9 亿/4.4 亿/5.0 亿，25-27 年 EPS 为 0.77、0.87、0.98 元，维持“强烈推荐”评级。

- **事件：**公司发布 2025 年半年度业绩公告，25H1 公司实现营业收入 17.59 亿元，同比+0.31%；归母净利润 2.98 亿元，同比+1.12%。单 Q2 看，25Q2 实现营业收入 6.5 亿元，同比-4.0%；实现归母净利润 0.6 亿元，同比-12.8%；实现扣非净利润 0.58 亿，同比-27.3%；Q2 末合同负债 5.98 亿元，环比上升 0.2 亿，同比+23.9%。单 Q2 现金回款 7.5 亿，同比+17.2%，现金流表现良好，业绩基本符合预期。
- **产品结构升级顺利，300 元以上占比提升。**分价格带看，25H1 公司 300 元以上/；100-300 元/100 元以下产品分别实现营收 3.80 亿/9.69 亿/3.66 亿，分别同比+21.60%/+8.93%/-29.78%。单 Q2 看，公司 300 元以上/100-300 元/100 元以下产品营收为 1.4 亿/3.4 亿/1.5 亿，分别同比+11.3%/+0.3%/-26.6%。
- **Q2 省内/省外分别下滑 4.8%/8.8%，电商渠道增长迅速。**分区域看，25H1 公司省内/省外地区分别实现营收 13.34 亿/3.82 亿，分别同比-1.11%/+1.78%。单 Q2 看，省内营收为 4.8 亿（同比-4.8%），省外营收 1.4 亿（同比-8.8%），Q2 省内相对稳定。报告期内省内/省外经销商数量分别变动+15/-56 家。分渠道看，Q2 经销商/直销/线上销售分别 5.9 亿/0.1 亿/0.2 亿，同比-7.6%/+18.6%/+70.3%，Q2 电商渠道增长迅速。
- **货折影响叠加费用投入上升，Q2 归母净利率略降。**Q2 公司实现毛利率 63.7%，同比-1.0pct，主要系产品促销和货折加大影响。Q2 销售/管理费用率 22.6%/13.0%，分别同比+1.6pct/+0.5pct，销售费用率上升系费用投入同比上升。Q2 实际税率同比+5.5pct 至 29.8%，营业外支出同比下降 1815 万（主要系对外捐赠变化），最终 Q2 实现归母净利率 9.9%，同比-1.0pct，实现扣非归母净利率 8.9%，同比-2.9pct。
- **投资建议：Q2 经营稳健，渠道健康为重。**公司 Q2 收入/利润分别同比-4.0%/-12.8%，Q2 控制发货节奏，省内以稳为主，产品结构持续提升，300 元以上/100-300 元占比提升至 22.17%、56.49%。渠道端，公司严控库存保持渠道健康度，目前渠道库存 1.5-2 月合理水平，持续推进甘青新市场一体化和陕宁市场一体化建设，强化线上布局，期待 H2 收入与盈利有望同步改善。我们预计 25-27 年归母净利润分别为 3.9 亿/4.4 亿/5.0 亿，25-27 年 EPS 为 0.77、0.87、0.98 元，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**宏观经济影响、行业竞争加剧、省内动销不及预期、省外推广不及预期

## 财务数据与估值

消费品/食品饮料

目标估值：

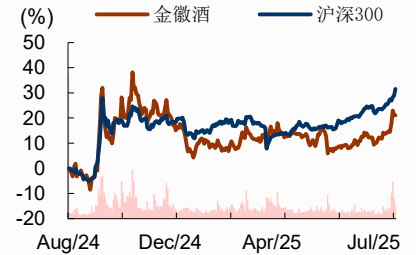
当前股价：20.11 元

## 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）	10.2
流通市值（十亿元）	10.2
每股净资产（MRQ）	6.7
ROE（TTM）	11.6
资产负债率	29.3%
主要股东	甘肃亚特投资集团有限公司
主要股东持股比例	23.21%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	8	13	21
相对表现	3	5	-8



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 1、《金徽酒（603919）一季报点评—收入利润符合预期，毛利率有所优化》2025-04-16
- 2、《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
- 3、《金徽酒（603919）—Q3 结构持续升级，费率优化利润改善明显》2024-10-27

陈书慧 S1090523010003

✉ chenshuhui@cmschina.com.cn

胡思蓓 S1090524090002

✉ husibei@cmschina.com.cn

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2548	3021	3130	3411	3724
同比增长	27%	19%	4%	9%	9%
营业利润(百万元)	397	486	497	550	614
同比增长	26%	22%	2%	11%	12%
归母净利润(百万元)	329	388	389	443	495
同比增长	17%	18%	0%	14%	12%
每股收益(元)	0.65	0.77	0.77	0.87	0.98
PE	31.0	26.3	26.2	23.0	20.6
PB	3.1	3.1	2.9	2.8	2.6

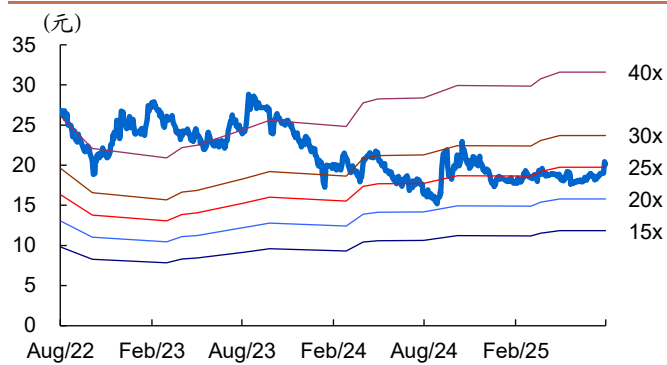
资料来源：公司数据、招商证券

金徽酒单季度利润表

单位: 百万元	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	2023	2024
一、营业总收入	496	529	1076	678	574	693	1108	651	2548	3021
二、营业总成本	476	472	813	577	537	638	814	574	2175	2564
其中: 营业成本	185	220	372	240	223	346	368	237	957	1181
营业税金及附加	73	78	153	103	84	108	170	95	375	448
营业费用	135	105	193	143	138	122	186	147	535	596
管理费用	74	64	85	85	75	59	78	85	275	304
研发费用	12	12	9	14	17	15	14	16	51	54
财务费用	-5	-5	-7	-6	-3	-4	-4	-3	-20	-19
资产减值损失	1	-2	7	-1	2	-8	3	-1	1	0
三、其他经营收益	10	11	2	13	5	8	5	8	24	29
公允价值变动收益	9	11	2	13	5	8	5	9	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	30	68	265	114	43	63	299	85	397	486
加: 营业外收入	1	1	0	1	1	0	1	0	2	2
减: 营业外支出	13	3	2	19	1	0	1	0	19	23
五、利润总额	18	66	263	96	42	64	299	85	380	465
减: 所得税	0	12	44	23	6	12	68	26	57	85
六、净利润	17	54	219	73	37	52	230	60	323	380
减: 少数股东损益	-1	-3	-2	-1	-1	-3	-3	-4	-6	-8
七、归属母公司净利润	18	56	221	74	38	55	234	64	329	388
EPS	0.04	0.11	0.44	0.15	0.08	0.11	0.46	0.13	0.65	0.77
<b>主要比率</b>										
毛利率	62.6%	58.4%	65.4%	64.7%	61.1%	50.1%	66.8%	63.7%	62.4%	60.9%
主营税金率	14.7%	14.7%	14.2%	15.1%	14.7%	15.6%	15.3%	14.5%	14.7%	14.8%
营业费率	27.3%	19.9%	18.0%	21.0%	24.1%	17.5%	16.8%	22.6%	21.0%	19.7%
管理费	14.9%	12.1%	7.9%	12.5%	13.1%	8.5%	7.0%	13.0%	10.8%	10.1%
营业利润率	6.1%	12.9%	24.7%	16.8%	7.5%	9.1%	27.0%	13.1%	15.6%	16.1%
实际税率	2.4%	18.0%	16.6%	24.3%	13.1%	18.6%	22.9%	29.8%	15.0%	18.2%
净利率	3.7%	10.6%	20.6%	10.9%	6.6%	8.0%	21.1%	9.9%	12.9%	12.8%
<b>YoY</b>										
收入增长率	47.8%	17.3%	20.4%	7.7%	15.8%	31.1%	3.0%	-4.0%	26.6%	18.6%
营业利润增长率	987.4%	83.7%	20.1%	48.0%	40.7%	-6.9%	12.6%	-25.2%	26.4%	22.5%
净利润增长率	884.8%	-15.4%	21.6%	1.9%	108.8%	-2.1%	5.8%	-12.8%	17.3%	18.0%

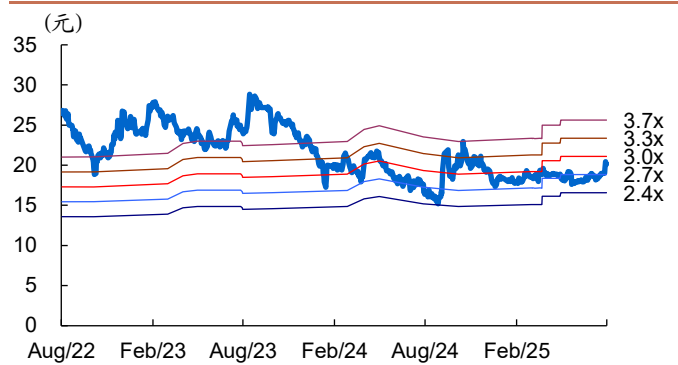
资料来源: 公司报表

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）一季报点评—收入利润符合预期，毛利率有所优化》  
2025-04-16
- 2、《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
- 3、《金徽酒（603919）—Q3 结构持续升级，费率优化利润改善明显》2024-10-27

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	2739	2716	2775	2987	3277
现金	1042	869	874	927	1039
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	8
其它应收款	36	111	115	125	136
存货	1620	1690	1747	1892	2055
其他	34	31	32	35	38
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	<b>4402</b>	<b>4605</b>	<b>4735</b>	<b>4996</b>	<b>5281</b>
<b>流动负债</b>	1029	1201	1204	1285	1374
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	175	206	214	232	252
预收账款	575	638	663	718	780
其他	278	357	327	334	342
<b>长期负债</b>	51	90	90	90	90
长期借款	0	0	0	0	0
其他	51	90	90	90	90
<b>负债合计</b>	<b>1080</b>	<b>1291</b>	<b>1294</b>	<b>1375</b>	<b>1464</b>
股本	507	507	507	507	507
资本公积金	871	678	678	678	678
留存收益	1948	2139	2274	2463	2669
少数股东权益	(3)	(11)	(19)	(27)	(37)
归属于母公司所有者权益	3326	3324	3460	3648	3854
<b>负债及权益合计</b>	<b>4402</b>	<b>4605</b>	<b>4735</b>	<b>4996</b>	<b>5281</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	450	558	446	441	484
净利润	323	380	381	434	485
折旧摊销	113	118	126	131	134
财务费用	(8)	(3)	(17)	(18)	(20)
投资收益	(0)	0	(28)	(28)	(28)
营运资金变动	32	50	(7)	(81)	(90)
其它	(9)	13	(9)	2	2
<b>投资活动现金流</b>	(65)	(333)	(172)	(152)	(102)
资本支出	(66)	(332)	(200)	(180)	(130)
其他投资	1	(2)	28	28	28
<b>筹资活动现金流</b>	(162)	(402)	(270)	(236)	(270)
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)	(254)	(289)
其他	29	51	17	18	20
<b>现金净增加额</b>	223	(177)	5	53	112

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	2548	3021	3130	3411	3724
营业成本	957	1181	1226	1328	1442
营业税金及附加	375	448	464	506	552
营业费用	535	596	619	674	733
管理费用	275	304	312	337	364
研发费用	51	54	56	61	67
财务费用	(20)	(19)	(17)	(18)	(20)
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)
<b>营业利润</b>	397	486	497	550	614
营业外收入	2	2	2	2	2
营业外支出	19	23	15	15	15
<b>利润总额</b>	380	465	484	537	601
所得税	57	85	103	103	115
少数股东损益	(6)	(8)	(8)	(9)	(10)
<b>归属于母公司净利润</b>	329	388	389	443	495

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	27%	19%	4%	9%	9%
营业利润	26%	22%	2%	11%	12%
归母净利润	17%	18%	0%	14%	12%
<b>获利能力</b>					
毛利率	62.4%	60.9%	60.8%	61.1%	61.3%
净利率	12.9%	12.8%	12.4%	13.0%	13.3%
ROE	10.2%	11.7%	11.5%	12.5%	13.2%
ROIC	9.8%	11.4%	11.2%	12.2%	12.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	24.5%	28.0%	27.3%	27.5%	27.7%
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	0.9	0.9	0.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
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	280.0	468.0	469.0
应付账款周转率	6.0	6.2	5.8	6.0	6.0
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.65	0.77	0.77	0.87	0.98
每股经营净现金	0.89	1.10	0.88	0.87	0.95
每股净资产	6.56	6.55	6.82	7.19	7.60
每股股利	0.39	0.50	0.50	0.57	0.64
<b>估值比率</b>					
PE	31.0	26.3	26.2	23.0	20.6
PB	3.1	3.1	2.9	2.8	2.6
EV/EBITDA	21.6	18.1	17.0	15.6	14.2

资料来源：公司数据、招商证券

## 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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。