

金徽酒 (603919.SH)

优于大市

2025H1 收入、净利润同比正增，2025Q2 产品结构延续升级

核心观点

2025H1 收入同比正增，需求压力下展现经营韧性。2025H1 公司实现营业总收入 17.59 亿元/同比+0.3%，归母净利润 2.98 亿元/同比+1.1%。其中 2025Q2 营业总收入 6.51 亿元/同比-4.0%，归母净利润 0.64 亿元/同比-12.8%。

2025Q2 产品结构延续升级趋势，省内市场抗风险能力较强。分产品看，第二季度 300 元以上产品收入 1.36 亿元/同比+11.3%，100-300 元产品收入 3.40 亿元/同比+0.3%，100 元以下产品收入 1.45 亿元/同比-26.6%。西北市场白酒消费价位偏低，政商务场景用酒量较小，年份系列金徽 18/28 年增速环比放缓，但仍快于整体；民间宴席受政策影响较大，5-7 月宴席场次减少较多，百元以内的星级系列下滑较多，公司加大餐饮场景和 1-2 桌规模的宴席投入。分区域看，2025Q2 省内收入 4.76 亿元/同比-4.8%，省外收入 1.44 亿元/同比-8.8%。省内市场前期用户工程收效，企业团购表现较好，支撑产品结构升级；省外市场预计陕西省收入贡献较多，华北华东地区聚焦样板市场，Q2 期内省外经销商-16 个。

第二季度毛销差同比-2.6pcts，公司坚持费用精准化投入。2025Q2 毛利率同比-1.0pcts，预计系 100 元以下价位拖累，公司加大消费者端投入和开拓小规模宴席场景，买赠促销抵减收入；2025Q2 税金/销售/管理费用率同比-0.6/+1.6/+0.5pcts，系收入规模下降，人员薪酬等支出刚性。公司坚持费用精准化投入，1) 渠道端费用投放收缩、稳定产品价格盘；2) 门店及消费者端投入积极，促进动销和开瓶；3) 2025H1 广宣费用同比-26%。第二季度净利率同比-1pcts，降幅小于毛销差系去年捐赠费用前置影响营外支出。

销售收现好于收入端表现，合同负债同环比增加。2025Q2 销售收现 7.49 亿元/同比+17.2%，经营性现金流 0.52 亿元，去年同期 0.03 亿元。截至 25Q2 合同负债 5.98 亿元/环比+0.15 亿元。需求压力下公司为渠道纾压，严格控制库存在合理水位，以价盘稳定保证渠道利润水平，经销商回款节奏稳健。

投资建议：展望下半年，需求恢复仍具有不确定性；公司多产品、多场景发力，预计在需求逐步恢复下仍能实现稳健经营。考虑到第二季度承压，下调此前收入及盈利预测，预计 2025-2027 年公司收入 30.6/33.0/37.0 亿元，同比+1.4%/+7.7%/+12.1%（前值同比+8.2%/+10.6%/+11.9%）；归母净利润 3.8/4.0/4.6 亿元，同比-1.9%/+5.6%/+15.2%（前值同比+5.3%/+13.6%/+18.7%）；当前股价对应 2025/2026 年 26.8/25.4 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	3,065	3,302	3,702
(+/-%)	26.6%	18.6%	1.4%	7.7%	12.1%
净利润(百万元)	329	388	381	402	463
(+/-%)	17.3%	18.0%	-1.9%	5.6%	15.2%
每股收益(元)	0.65	0.77	0.75	0.79	0.91
EBIT Margin	13.9%	14.5%	15.5%	15.4%	16.1%
净资产收益率 (ROE)	9.9%	11.7%	11.0%	11.2%	12.3%
市盈率 (PE)	31.0	26.3	26.8	25.4	22.0
EV/EBITDA	24.3	20.9	18.6	17.2	15.1
市净率 (PB)	3.07	3.07	2.95	2.84	2.71

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

证券分析师：张未艾

021-61761031

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

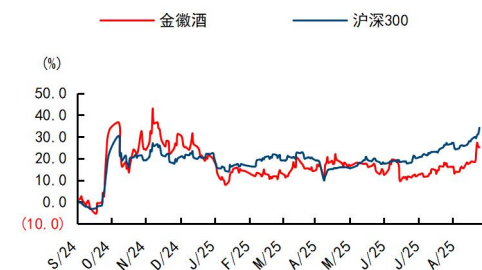
S0980523090001

S0980525070005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	20.11 元
总市值/流通市值	10201/10201 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	64.53 百万元

市场走势

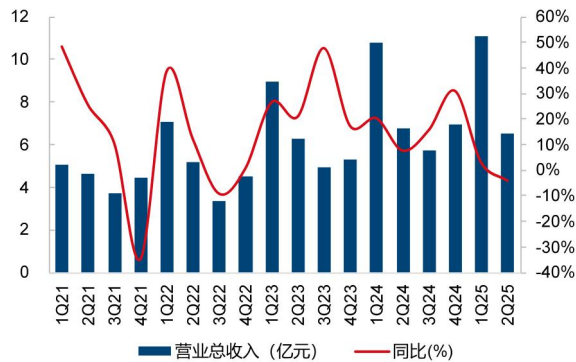


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

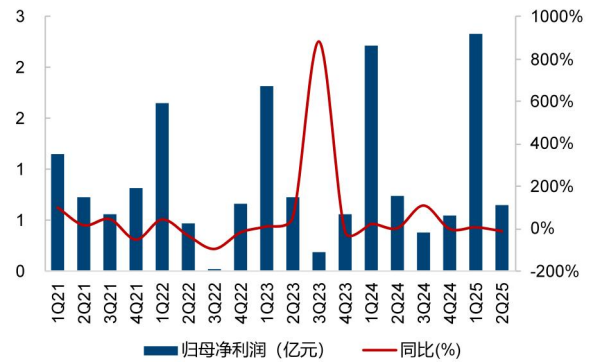
- 《金徽酒 (603919.SH) - 第一季度经营稳健，产品结构持续升级》——2025-04-15
- 《金徽酒 (603919.SH) - 2024 年收入超过 30 亿元，产品结构延续升级趋势》——2025-03-25
- 《金徽酒 (603919.SH) - 第三季度收入增长 15.8%，深耕西北初显成效》——2024-10-28
- 《金徽酒 (603919.SH) - 二季度收入增长 7.7%，捐赠错期及所得税率提升影响净利率》——2024-08-21
- 《金徽酒 (603919.SH) - 产品结构持续升级，现金流增速优于收入》——2024-04-21

图1：2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速



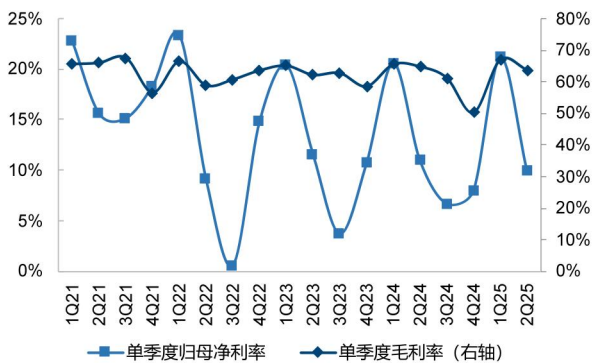
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：2021Q1 至今公司单季度归母净利润及同比增速



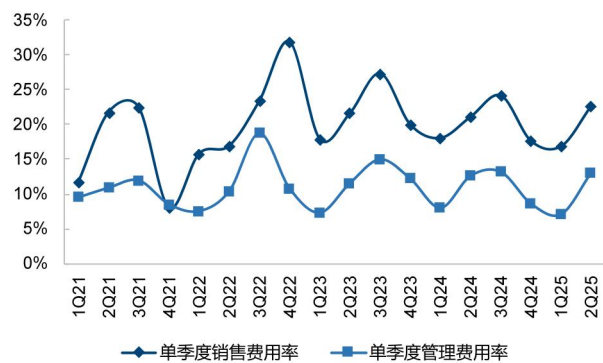
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

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：金徽酒盈利预测调整表

项目	调整前			调整后		调整幅度	
	2024A	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	3,021	3,269	3,616	3,065	3,302	-6.2%	-8.7%
收入同比增速	18.6%	8.2%	10.6%	1.4%	7.7%	-6.76pcts	-2.9pcts
毛利率	60.9%	61.1%	62.1%	61.9%	62.6%	0.8pcts	0.49pcts
销售费用率	19.7%	20.5%	20.5%	20.0%	20.4%	-0.45pcts	-0.05pcts
管理费用率	10.1%	10.0%	10.5%	10.0%	10.3%	0pcts	-0.2pcts
归母净利润（百万元）	388	409	464	381	402	-6.9%	-13.4%
归母净利润同比增速	18.0%	5.3%	13.6%	-1.9%	5.6%	-7.22pcts	-8.02pcts
净利率	12.8%	12.5%	12.8%	12.4%	12.2%	-0.08pcts	-0.66pcts
EPS（元）	0.77	0.81	0.91	0.75	0.79	-6.9%	-13.4%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价（元）		总市值（亿元）	归母净利润（亿元）		PE	
			2025/8/22	2025/8/22		2024A	2025E	2024A	2025E
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,463.95	18,390.11		862	938	21.3	19.6
000858.SZ	五粮液	优于大市	125.79	4,882.67		319	334	15.3	14.6
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	130.69	1,923.69		135	138	14.3	14.0
600809.SH	山西汾酒	优于大市	196.54	2,397.72		122	134	19.6	17.9
002304.SZ	洋河股份	中性	72.16	1,087.05		67	48	16.3	22.7
000799.SZ	酒鬼酒	中性	63.34	205.81		0	1	1647.4	185.0

600702.SH	舍得酒业	中性	60.91	202.90	3	7	58.7	30.2
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	164.33	791.09	55	62	14.3	12.9
603369.SH	今世缘	优于大市	42.49	529.77	34	37	15.5	14.4
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	43.91	351.28	26	27	13.6	13.2
603589.SH	口子窖	优于大市	34.65	207.25	17	14	12.5	15.3
603919.SH	金徽酒	优于大市	20.11	102.01	3.9	3.8	26.3	26.8

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

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）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1042	869	825	801	832	营业收入	2548	3021	3065	3302	3702
应收款项	43	126	128	138	155	营业成本	957	1181	1169	1235	1371
存货净额	1620	1690	1880	2078	2205	营业税金及附加	375	448	451	489	555
其他流动资产	34	31	32	34	38	销售费用	535	596	613	674	748
流动资产合计	2739	2716	2865	3051	3229	管理费用	282	313	315	349	384
固定资产	1366	1516	1704	1864	2004	研发费用	51	54	51	54	56
无形资产及其他	213	216	207	198	190	财务费用	(20)	(19)	(16)	(9)	(8)
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	4934	5274	5585	其他收入	(22)	(17)	(26)	(27)	(30)
短期借款及交易性金融负债	20	33	212	298	272	营业利润	397	486	508	538	621
应付款项	175	206	199	210	234	营业外净收支	(17)	(21)	(21)	(23)	(25)
其他流动负债	834	963	950	1019	1134	利润总额	380	465	487	515	596
流动负债合计	1029	1201	1362	1526	1641	所得税费用	57	85	114	121	143
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(6)	(8)	(8)	(8)	(10)
其他长期负债	51	90	129	169	208	归属于母公司净利润	329	388	381	402	463
长期负债合计	51	90	129	169	208	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	1080	1291	1491	1695	1849	净利润	329	388	381	402	463
少数股东权益	(3)	(11)	(15)	(19)	(24)	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	3326	3324	3457	3598	3760	折旧摊销	110	113	153	180	201
负债和股东权益总计	4402	4605	4934	5274	5585	公允价值变动损失	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
						财务费用	(20)	(19)	(16)	(9)	(8)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(3)	(22)	(172)	(93)	32
每股收益	0.65	0.77	0.75	0.79	0.91	其它	(3)	(4)	(4)	(4)	(5)
每股红利	0.30	0.39	0.49	0.51	0.59	经营活动现金流	432	475	358	485	691
每股净资产	6.56	6.55	6.82	7.09	7.41	资本开支	0	(254)	(332)	(332)	(332)
ROIC	9.75%	11.19%	11%	11%	12%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	9.89%	11.68%	11%	11%	12%	投资活动现金流	0	(256)	(334)	(334)	(334)
毛利率	62%	61%	62%	63%	63%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	14%	14%	16%	15%	16%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	18%	18%	21%	21%	22%	支付股利、利息	(152)	(197)	(247)	(261)	(301)
收入增长	27%	19%	1%	8%	12%	其它融资现金流	104	2	180	85	(26)
净利润增长率	17%	18%	-2%	6%	15%	融资活动现金流	(201)	(392)	(68)	(176)	(326)
资产负债率	24%	28%	30%	32%	33%	现金净变动	232	(173)	(43)	(25)	31
股息率	1.5%	1.9%	2.4%	2.6%	2.9%	货币资金的期初余额	810	1042	869	825	801
P/E	31.0	26.3	26.8	25.4	22.0	货币资金的期末余额	1042	869	825	801	832
P/B	3.1	3.1	3.0	2.8	2.7	企业自由现金流	0	195	13	145	354
EV/EBITDA	24.3	20.9	18.6	17.2	15.1	权益自由现金流	0	197	205	237	334

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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

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