

结构稳步升级，经营节奏稳健

2025 年 08 月 24 日

► **事件：**2025 年 8 月 23 日，公司发布 25 年半年报，公司 25H1 实现营收 17.59 亿元，同增 0.37%；实现归母净利润 2.98 亿元，同增 1.12%；实现扣非归母净利润 2.90 亿元，同减 4.05%。单二季度看，25Q2 实现营收 6.51 亿元，同减 4.02%；实现归母净利润 0.64 亿元，同减 12.78%；实现扣非归母净利润 0.58 亿元，同减 27.25%。

► **高档产品势能向上，区域扩张稳步推进。**分产品看，25H1 公司 300 元以上/100-300 元/100 元以下产品分别实现营收 3.80/9.69/3.66 亿元，同比+21.60%/+8.93%/-29.78%，占比 22.17%/56.49%/21.34%，公司持续优化产品结构，省内市场年份系列 28 年、18 年、柔和金徽系列持续引领，省外能量金徽系列销量稳健增长；低档产品增速表现有所承压。**分区域看**，公司坚持“布局全国、深耕西北、重点突破”的市场战略，25H1 甘肃省内/省外市场分别实现营收 13.34/3.82 亿元，同比-1.11%/+1.78%，占比分别为 77.71%/22.29%。**分渠道看**，25H1 公司经销商/互联网销售/直销（含团购）渠道营收分别实现营业收入 16.21/0.57/0.38 亿元，分别同比 -1.21%/+29.30%/-3.51%，占比 94.44%/3.32%/2.23%。**经销商层面**，公司稳步扩张，省内区域招商力度加码，截至 25H1，公司经销商数量为 960 家，省内/省外经销商数量为 303/657 家，分别净调整+15/-56 家。

► **毛利率稳健提升，费用投入节奏稳定。**公司产品结构持续优化带动毛利率水平稳定提升，25H1 销售毛利率为 65.65%，同增 0.53pcts；归母净利率为 16.95%，同增 0.14pcts，扣非净利率 16.46%，同减 0.75pcts。公司加强费用投放精细化管控，25H1 销售费用率为 18.96%，同减 0.20pcts；管理费用率为 9.24%，同减 0.46pcts。25H1 末合同负债 5.98 亿元，同增 23.88%；经营性现金流 3.21 亿元，同减 7.22%。

► **投资建议：**公司结构升级延续，年份系列持续高增；同时夯实甘肃基地市场，省外区域稳步扩张。公司以自有资金回购股份用于实施员工持股计划或股权激励，24 年度利润分红派发现金股利 2.48 亿元，分红比例达 64%，分红回购增持并举，筑牢发展信心。公司发布 25 年经营计划，营收目标为 32.80 亿元、净利润 4.08 亿元，经测算同比+8.56%、+5.11%。我们预计公司 25-27 年营收分别为 30.73、32.58、35.19 亿元，归母净利润为 3.94、4.22、4.67 亿元，当前股价对应 P/E 分别为 26/24/22X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**甘肃省内市场竞争加剧；结构升级不及预期；大股东减持及股权质押风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,021	3,073	3,258	3,519
增长率（%）	18.6	1.7	6.0	8.0
归属母公司股东净利润（百万元）	388	394	422	467
增长率（%）	18.0	1.6	7.0	10.6
每股收益（元）	0.77	0.78	0.83	0.92
PE	26	26	24	22
PB	3.1	2.9	2.8	2.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 22 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

20.11 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 胡慧铭

执业证书：S0100524060006

邮箱：huhuiming@mszq.com

相关研究

- 1.金徽酒 (603919.SH) 2025 年一季报点评：经营稳健增长，结构持续优化-2025/04/16
- 2.金徽酒 (603919.SH) 2024 年年报点评：区域扩张稳步推进，高档产品持续高增-2025/03/22
- 3.金徽酒 (603919.SH) 2024 年三季报点评：结构升级势能强劲，省内外扩张有序推进-2024/10/26
- 4.金徽酒 (603919.SH) 2024 年半年报点评：产品结构持续升级，甘肃市场稳步夯实-2024/08/20
- 5.金徽酒 (603919.SH) 2024 年一季报点评：产品结构优化显著，基地市场持续深耕-2024/04/21

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,021	3,073	3,258	3,519
营业成本	1,181	1,206	1,273	1,364
营业税金及附加	448	453	481	522
销售费用	596	602	635	690
管理费用	304	307	326	352
研发费用	54	61	68	70
EBIT	466	466	500	551
财务费用	-19	-8	-8	-11
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	1	0	1
营业利润	486	475	509	563
营业外收支	-21	-13	-14	-15
利润总额	465	462	495	548
所得税	85	68	72	81
净利润	380	394	423	468
归属于母公司净利润	388	394	422	467
EBITDA	595	596	633	686

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	869	854	1,100	1,205
应收账款及票据	15	15	15	18
预付款项	8	10	10	11
存货	1,690	1,849	1,838	2,016
其他流动资产	134	37	38	23
流动资产合计	2,716	2,765	3,001	3,273
长期股权投资	2	2	2	2
固定资产	1,279	1,283	1,288	1,295
无形资产	216	221	228	235
非流动资产合计	1,888	2,036	2,053	2,068
资产合计	4,605	4,801	5,054	5,341
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	206	218	230	250
其他流动负债	995	1,026	1,097	1,165
流动负债合计	1,201	1,244	1,326	1,415
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	90	98	99	100
非流动负债合计	90	98	99	100
负债合计	1,291	1,342	1,425	1,515
股本	507	507	507	507
少数股东权益	-11	-11	-11	-10
股东权益合计	3,313	3,459	3,629	3,826
负债和股东权益合计	4,605	4,801	5,054	5,341

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	18.59	1.72	6.00	8.02
EBIT 增长率	24.08	0.01	7.28	10.07
净利润增长率	18.03	1.60	7.01	10.57
盈利能力 (%)				
毛利率	60.92	60.75	60.93	61.23
净利率	12.85	12.83	12.95	13.26
总资产收益率 ROA	8.43	8.21	8.35	8.74
净资产收益率 ROE	11.68	11.36	11.59	12.16
偿债能力				
流动比率	2.26	2.22	2.26	2.31
速动比率	0.83	0.71	0.85	0.86
现金比率	0.72	0.69	0.83	0.85
资产负债率 (%)	28.05	27.95	28.20	28.36
经营效率				
应收账款周转天数	1.35	1.25	0.64	0.73
存货周转天数	504.66	528.24	521.55	508.53
总资产周转率	0.67	0.65	0.66	0.68
每股指标 (元)				
每股收益	0.77	0.78	0.83	0.92
每股净资产	6.55	6.84	7.18	7.56
每股经营现金流	1.10	1.04	1.30	1.06
每股股利	0.50	0.50	0.53	0.59
估值分析				
PE	26	26	24	22
PB	3.1	2.9	2.8	2.7
EV/EBITDA	15.91	15.88	14.96	13.79
股息收益率 (%)	2.49	2.47	2.65	2.93

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	380	394	423	468
折旧和摊销	128	130	132	136
营运资金变动	39	-21	90	-80
经营活动现金流	558	526	662	540
资本开支	-331	-286	-149	-149
投资	-2	0	0	0
投资活动现金流	-333	-282	-149	-148
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-402	-258	-267	-287
现金净流量	-177	-15	245	105

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048