

分析师：刘冉
登记编码：S0730516010001
liuran@ccnew.com 021-50586281

高档酒及省外市场实现增长

——金徽酒(603919)2025 年中报点评

证券研究报告-中报点评

谨慎增持(维持)

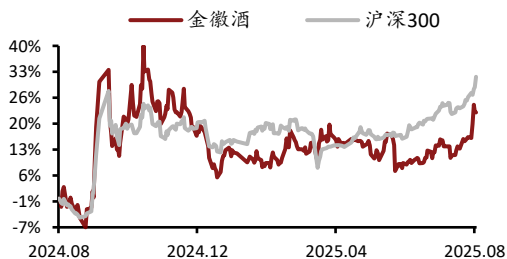
市场数据(2025-08-22)

收盘价(元)	20.11
一年内最高/最低(元)	23.55/15.59
沪深 300 指数	4,378.00
市净率(倍)	3.02
流通市值(亿元)	102.01

基础数据(2025-06-30)

每股净资产(元)	6.65
每股经营现金流(元)	0.63
毛利率(%)	65.65
净资产收益率_摊薄(%)	8.84
资产负债率(%)	29.34
总股本/流通股(万股)	50,726.00/50,726.00
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券研究所，聚源

相关报告

《金徽酒(603919)年报点评：产品结构优化，中高档酒销量增长》 2025-04-21
《金徽酒(603919)季报点评：收入保持增长，销售费用减少》 2024-12-16
《金徽酒(603919)中报点评：销售保持较高增长，整体盈利提升》 2024-09-06

联系人：李智

电话：0371-65585629

地址：郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

投资要点：

- 公司发布 2025 年中期报告：2025 年上半年，公司实现营收 17.59 亿元，同比增长 0.31%；实现归母扣非净利润 2.90 亿元，同比增长 -4.05%。
- 营收增长逐季度下探。2025 年一、二季度，公司分别实现营收 11.08、6.51 亿元，同比增 3.04%、-4.02%，增幅分别同比减少 17.37、11.75 个百分点。2025 年以来，公司营收增长逐季度下探。
- 高档和中档酒实现收入增长，低档酒收入收缩。上半年，公司的高档酒实现营收 3.8 亿元，同比增 21.6%，增幅较上年同期升高 90 个百分点；中档酒实现营收 9.69 亿元，同比增 8.93%，增幅较上年同期减少 67.51 个百分点；低档酒实现收入 3.66 亿元，同比增 -29.78%。高、中档酒实现稳步增长，期末时的营收贡献分别达到 21.62%和 55.10%。
- 省外营收微增，省内营收减少。2025 年上半年，公司在甘肃省内实现营收 13.34 亿元，同比增-1.11%；在甘肃省外实现营收 3.82 亿元，同比增 1.78%。省外市场的基数较低，本期实现增长。截至期末，省内外的营收贡献达到 75.79%和 21.74%。
- 由于营业成本相对下降较多，高档白酒的毛利率上升。2025 年上半年，公司录得整体毛利率 65.65%，同比升高 0.53 个百分点。毛利率上升主要因营业成本下降较多所致：本期营业成本同比下降 1.2%，成本下降主要来自高档酒。分档次看，高档白酒的毛利率上升，中、低档白酒的毛利率下降。具体地，高档白酒毛利率上升 1.36 个百分点至 75.79%，中、低档白酒的毛利率分别降 0.12 和 3 个百分点至 68.15%和 52.02%。
- 存货周转天数上升。2025 年上半年，公司的存货周转天数 501.11 天，较上年同期增加 50.88 天，本期存货周转效率下降。
- 投资评级：我们预测公司 2025、2026、2027 年的每股收益分别为 0.81、0.89、1.09 元，参照 8 月 22 日收盘价，对应的市盈率分别

为 24.81、22.53、18.47 倍，维持对公司的“谨慎增持”评级。

风险提示：高档消费持续疲弱；次高档白酒消费受商务宴请活跃度的影响较大，次高档消费进一步恶化。市场总量减少的条件下，行业竞争进一步加剧。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,548	3,021	3,381	3,668	4,167
增长比率（%）	26.64	18.59	11.90	8.50	13.60
净利润（百万元）	329	388	411	453	552
增长比率（%）	17.35	18.03	5.94	10.09	21.98
每股收益(元)	0.65	0.77	0.81	0.89	1.09
市盈率(倍)	31.02	26.28	24.81	22.53	18.47

资料来源：中原证券研究所，聚源

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,739	2,716	3,006	3,223	3,482
现金	1,042	869	1,070	1,176	1,275
应收票据及应收账款	7	15	16	17	18
其他应收款	36	111	122	130	145
预付账款	11	8	9	10	11
存货	1,620	1,690	1,756	1,849	1,984
其他流动资产	23	23	33	41	49
非流动资产	1,663	1,888	1,858	1,870	1,905
长期投资	0	2	2	2	2
固定资产	1,364	1,279	1,312	1,337	1,361
无形资产	213	216	226	236	246
其他非流动资产	86	392	318	296	296
资产总计	4,402	4,605	4,864	5,094	5,387
流动负债	1,029	1,201	1,310	1,375	1,470
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	175	206	232	251	272
其他流动负债	854	995	1,078	1,125	1,198
非流动负债	51	90	96	99	101
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	51	90	96	99	101
负债合计	1,080	1,291	1,406	1,474	1,571
少数股东权益	-3	-11	-14	-16	-18
股本	507	507	507	507	507
资本公积	871	871	871	871	871
留存收益	1,948	2,139	2,287	2,450	2,649
归属母公司股东权益	3,326	3,324	3,472	3,635	3,834
负债和股东权益	4,402	4,605	4,864	5,094	5,387

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	450	558	589	551	623
净利润	323	380	408	451	550
折旧摊销	124	128	129	126	118
财务费用	-8	-3	1	1	1
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	19	39	24	-45	-65
其他经营现金流	-7	13	27	18	18
投资活动现金流	-65	-333	-122	-157	-171
资本支出	-66	-331	-118	-151	-165
长期投资	1	-2	0	0	0
其他投资现金流	0	0	-3	-6	-6
筹资活动现金流	-162	-402	-266	-287	-352
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-162	-402	-266	-287	-352
现金净增加额	223	-177	201	106	99

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,548	3,021	3,381	3,668	4,167
营业成本	957	1,181	1,345	1,479	1,661
营业税金及附加	375	448	502	541	613
营业费用	535	596	666	712	800
管理费用	275	304	331	348	379
研发费用	51	54	54	53	56
财务费用	-20	-19	-22	-23	-23
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	23	29	31	32	35
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	397	486	535	589	715
营业外收入	2	2	2	2	2
营业外支出	19	23	20	20	20
利润总额	380	465	517	570	697
所得税	57	85	109	120	146
净利润	323	380	408	451	550
少数股东损益	-6	-8	-3	-2	-2
归属母公司净利润	329	388	411	453	552
EBITDA	500	595	624	674	792
EPS (元)	0.65	0.77	0.81	0.89	1.09

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	26.64	18.59	11.90	8.50	13.60
营业利润 (%)	26.43	22.49	10.18	9.97	21.41
归属母公司净利润 (%)	17.35	18.03	5.94	10.09	21.98
获利能力					
毛利率 (%)	62.44	60.92	60.21	59.68	60.14
净利率 (%)	12.91	12.85	12.16	12.34	13.25
ROE (%)	9.89	11.68	11.84	12.45	14.40
ROIC (%)	9.53	11.35	11.18	11.81	13.78
偿债能力					
资产负债率 (%)	24.52	28.05	28.90	28.94	29.16
净负债比率 (%)	32.49	38.98	40.64	40.74	41.17
流动比率	2.66	2.26	2.30	2.34	2.37
速动比率	1.05	0.83	0.92	0.96	0.98
营运能力					
总资产周转率	0.60	0.67	0.71	0.74	0.80
应收账款周转率	372.75	267.48	212.99	220.61	239.90
应付账款周转率	5.99	6.19	6.14	6.13	6.35
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.65	0.77	0.81	0.89	1.09
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.89	1.10	1.16	1.09	1.23
每股净资产 (最新摊薄)	6.56	6.55	6.84	7.17	7.56
估值比率					
P/E	31.02	26.28	24.81	22.53	18.47
P/B	3.07	3.07	2.94	2.81	2.66
EV/EBITDA	22.94	15.33	14.69	13.46	11.32

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。