

金徽酒 (603919)

2025 年中报点评: 升级韧性延续, 回款节奏稳健

买入 (维持)

2025 年 08 月 26 日

证券分析师 苏铖

执业证书: S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 郭晓东

执业证书: S0600525040001

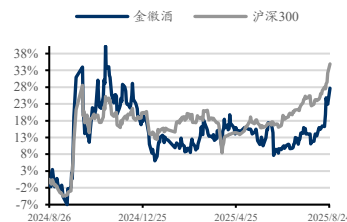
guoxd@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	2,548	3,021	3,027	3,229	3,490
同比 (%)	26.64	18.59	0.19	6.69	8.08
归母净利润 (百万元)	328.86	388.15	377.15	416.92	465.18
同比 (%)	17.35	18.03	(2.83)	10.55	11.57
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.65	0.77	0.74	0.82	0.92
P/E (现价&最新摊薄)	32.24	27.31	28.11	25.43	22.79

投资要点

- **事件:** 金徽酒 25H1 营收 17.59 亿元, 同比+0.31%, 归母净利润 2.98 亿元, 同比+1.12%, 扣非后归母净利润 2.90 亿元, 同比-4.05%; 其中 25Q2 营收 6.51 亿元, 同比-4.02%, 归母净利润 0.64 亿元, 同比-12.78%, 扣非后归母净利润 0.58 亿元, 同比-27.25%。
- **年份、柔和系列增势延续, 持续深耕大西北根据地。** 1) 分产品来看, 上半年 300 元以上、100-300 元、100 元以下产品营收分别同比+21.60%、+8.93%、-29.78%, 300 元以上产品占比提升 4.02pct 至 22.17%。其中年份系列延续较快增长、柔和系列稳健增长、省外能量系列经历调整后恢复增长、星级系列整体有所下滑; 2) 分地区来看, 上半年省内、省外营收分别同比-1.11%、+1.78%, 省内各个区域趋势不错, 省外陕西经过两年调整目前势能向好, 华东聚焦核心区域有所调整。
- **费用投放刚性致盈利阶段性承压, 合同负债节奏稳健。** 25Q2 销售净利率同比-1.53pct 至 9.21%, 费用投放偏刚性, 但收入规模下滑被动抬升费率水平, 致盈利阶段性承压。其中 25Q2 销售毛利率同比-1.01pct 至 63.67%, 税金及附加率同比-0.60pct 至 14.52%, 销售费用率同比+1.59pct 至 22.62%, 管理费用率同比+0.50pct 至 13.04%。此外 25Q2 所得税率提升至 30%(24Q2 所得税率为 24%), 主要系高新技术企业申请有难度所致。25Q2 销售回款 7.49 亿元, 同比+17.21%, 25Q2 末合同负债 5.98 亿元, 环增 0.15 亿元/同增 1.15 亿元, 合同负债节奏相对稳健, 经销商打款积极性较好。
- **短期销售节奏彰显韧性, 中长期推进大西北一体化建设。** 短期来看, 当前白酒产业虽进入深度调整, 但金徽品牌、渠道协同发力, 销售节奏彰显韧性。中长期来看, 金徽经营风格稳健同时不失进取, 坚持“布局全国、深耕西北、重点突破”战略路径, 稳步推进甘青新市场一体化和陕宁市场一体化建设, 进一步夯实大西北根据地市场, 着力培育华东市场、北方市场为增长新引擎。
- **盈利预测与投资评级:** 二季度升级韧性延续, 回款节奏稳健, 中长期持续推进大西北根据地市场一体化建设。参考 25Q2 报表节奏, 我们更新 2025-2027 年归母净利润预测为 3.77、4.17、4.65 亿元 (前值为 4.08、4.65、5.35 亿元), 对应当前 PE 分别为 28.1、25.4、22.8X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 食品安全风险; 宏观经济不及预期; 市场竞争加大风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	20.90
一年最低/最高价	15.47/24.18
市净率(倍)	3.14
流通 A 股市值(百万元)	10,601.73
总市值(百万元)	10,601.73

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.65
资产负债率(%,LF)	29.34
总股本(百万股)	507.26
流通 A 股(百万股)	507.26

相关研究

- 《金徽酒(603919): 2025 年一季报点评: 业绩符合预期, 结构升级延续》
2025-04-14
- 《金徽酒(603919): 2024 年年报点评: 收入符合预期, 经营稳扎稳打》
2025-03-23

金徽酒三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,716	2,798	3,126	3,498	营业总收入	3,021	3,027	3,229	3,490
货币资金及交易性金融资产	869	712	892	1,113	营业成本(含金融类)	1,181	1,200	1,296	1,398
经营性应收款项	23	16	23	24	税金及附加	448	448	478	517
存货	1,690	2,005	2,148	2,299	销售费用	596	581	601	642
合同资产	0	0	0	0	管理费用	304	297	307	321
其他流动资产	134	65	63	61	研发费用	54	51	55	59
非流动资产	1,888	1,821	1,754	1,686	财务费用	(19)	(9)	(6)	(8)
长期股权投资	2	2	2	2	加:其他收益	29	24	26	28
固定资产及使用权资产	1,304	1,222	1,141	1,059	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	238	239	240	241	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	216	219	222	225	减值损失	0	(5)	0	0
商誉	1	1	1	1	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	22	32	42	52	营业利润	486	478	525	589
其他非流动资产	107	107	107	107	营业外净收支	(21)	(21)	(21)	(29)
资产总计	4,605	4,618	4,880	5,184	利润总额	465	456	504	560
流动负债	1,201	1,287	1,388	1,485	减:所得税	85	87	93	104
短期借款及一年内到期的非流动负债	33	33	33	33	净利润	380	370	411	456
经营性应付款项	206	224	234	253	减:少数股东损益	(8)	(7)	(6)	(9)
合同负债	638	720	778	839	归属母公司净利润	388	377	417	465
其他流动负债	324	311	343	361	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.77	0.74	0.82	0.92
非流动负债	90	90	90	90	EBIT	466	450	493	553
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	595	567	611	672
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	60.92	60.36	59.87	59.94
租赁负债	15	15	15	15	归母净利率(%)	12.85	12.46	12.91	13.33
其他非流动负债	75	75	75	75	收入增长率(%)	18.59	0.19	6.69	8.08
负债合计	1,291	1,377	1,478	1,575	归母净利润增长率(%)	18.03	(2.83)	10.55	11.57
归属母公司股东权益	3,324	3,260	3,427	3,642					
少数股东权益	(11)	(18)	(24)	(34)					
所有者权益合计	3,313	3,242	3,403	3,609					
负债和股东权益	4,605	4,618	4,880	5,184					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	558	354	502	550	每股净资产(元)	6.55	6.43	6.76	7.18
投资活动现金流	(333)	(70)	(72)	(80)	最新发行在外股份(百万股)	507	507	507	507
筹资活动现金流	(402)	(441)	(250)	(250)	ROIC(%)	11.37	10.96	11.93	12.68
现金净增加额	(177)	(157)	180	221	ROE-摊薄(%)	11.68	11.57	12.17	12.77
折旧和摊销	128	117	118	119	资产负债率(%)	28.05	29.81	30.28	30.39
资本开支	(331)	(60)	(62)	(70)	P/E(现价&最新股本摊薄)	27.31	28.11	25.43	22.79
营运资本变动	39	(159)	(48)	(54)	P/B(现价)	3.19	3.25	3.09	2.91

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>