

次高端占比提升，回款表现出色

核心观点

二季度，白酒行业动销承压，公司业绩降速，同时产品结构优化显著，300元以上产品提升 3.35pcts 至 21.84%。另一方面，销售收现同增 17.21%，公司主动调整节奏缓解市场压力，渠道对金徽产品销售信心足，行业下行期仍具备较强势能。公司目前仍处于战略扩张期，用户工程等消费者培育深入推进，毛利率与销售费用率改善还不明显，随着战略落地效果显现，我们看好未来逐渐释放利润弹性。全年看，300元以上产品放量将是重要亮点，结构升级与品牌蓄能，公司未来增长确定性有望进一步增强。

事件

公司发布 2025 年半年报

2025 年上半年，公司实现营业收入 17.59 亿元（+0.31%）；归母净利润为 2.98 亿元（+1.12%）；扣非归母净利润 2.90 亿元（-4.05%）。

其中，25Q2 营业收入 6.51 亿元（-4.02%），归母净利润 0.64 亿元（-12.78%），扣非归母净利润 0.58 亿元（-27.25%）。

简评

25Q2 逆周期持续调结构，300 元以上占比提升至 21.84%

上半年，金徽酒实现白酒销售收入 17.16 亿元，同比-0.48%；其中 25Q2 实现白酒销售收入 6.21 亿元，同比-5.74%。二季度，白酒行业动销受到消费环境冲击，金徽酒收入同比下滑，但销售收现同增 17.21%，表现优于行业整体，且公司在调整产品结构、开拓线上渠道等方面取得较好进展，公司经营质量仍较强。

分产品看，300 元以上产品维持较好增长态势，中档酒稳健，低档酒占比减少。二季度 300 元以上次高端产品营收 1.36 亿元，同增 11.32%，占比提升 3.35pcts 至 21.84%，逆周期实现双位数增长展现公司在省内次高端价位势能持续向好。100-300 元中档酒营收 3.40 亿元，同增 0.31%。100 元以下产品营收 1.45 亿元，同比下降 26.61%。

分区域看，25Q2 省内营收 4.76 亿元，同比-4.77%，省外营收 1.44 亿元，同比-8.81%。行业动销普遍承压之际，各区域销售节奏受到一定影响。

渠道方面，二季度经销商贡献销售 5.86 亿元，同比-7.62%。公司重点发力团购、线上等渠道，直销、互联网渠道分别同比增长 18.60%、70.32%，销售额达到 0.15 亿元、0.20 亿元。

金徽酒 (603919.SH)

维持

买入

安雅泽

anyaze@csc.com.cn

SAC 编号:S1440518060003

SFC 编号:BOT242

夏克扎提·努力木

xiakezhatinulimu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070010

发布日期：2025 年 08 月 25 日

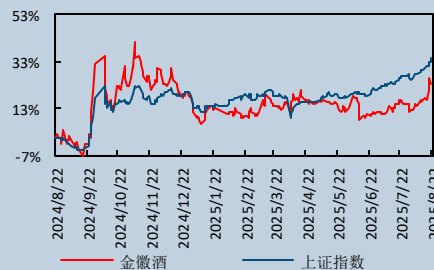
当前股价：20.11 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
7.66/0.18	3.77/-9.17	17.60/-16.33
12 月最高/最低价 (元)		23.55/15.59
总股本 (万股)		50,726.00
流通 A 股 (万股)		50,726.00
总市值 (亿元)		102.01
流通市值 (亿元)		102.01
近 3 月日均成交量 (万)		344.07
主要股东		
甘肃亚特投资集团有限公司		23.21%

股价表现



二季度销售收现表现出色，提费用促动销盈利端小幅下降

2025 年上半年，全年公司毛利率 65.65%，同比+0.53pcts，归母净利率为 16.95%，同比+0.14pcts。其中，25Q2 公司毛利率 63.67%，同比-1.01pcts，净利率为 9.9%，同比-0.99pcts。

- ① 毛利率：二季度公司持续推进用户工程培育消费者，在行业调整期仍积极优化市场，结构升级带来的毛利弹性还不明显。
- ② 销售费用方面，2025 年上半年销售费用率 18.96%，同比-0.2pcts，25Q2 销售费用率 22.62%，同比+1.59pcts；公司在二季度为提升产品动销与用户工程推进，尤其直销与互联网新渠道的投入，销售费用率有所增加。分解销售费用，公司 2025 年上半年广告宣传费达到 1.09 亿元（+8.34%），业务推广费 0.85 亿元（+7.41%），业务招待费 0.23 亿元（+65.89%）；
- ③ 上半年公司实际所得税率 24.45%，同比+5.76pcts，25Q2 实际所得税率 29.84%，同比+5.54pcts。

公司经营现金流角度看，二季度销售收现 7.49 亿元，同比+17.21%，6 月末合同负债余额 5.98 亿元，同比增长 23.88%，强于营收的回款业绩显示经销商对金徽酒信心足，而公司持续秉持稳健务实的态度应对市场波动，维持较好渠道健康程度。

甘肃白酒龙头走向全国，未来成长可期

短期看，2025 年目标营业收入 32.80 亿元、净利润 4.08 亿元。省内持续释放品牌势能，品牌力提升，年份、柔和消费者认知高，各区域渗透率提高，提升薄弱区域市场份额。省外，陕西重点市场动销有望逐渐提升，加快布局北方、华东。

长期看，①公司作为甘肃省内龙头酒企，在省内市占率仍有较大的提升空间。同时，受益于省内消费升级趋势，产品结构逐渐向百元以上价位升级，有望持续提升公司在本地市场的盈利水平。②公司持续完善产品矩阵，提升品牌影响力。③持续拓展省外市场，未来省外市场有望成为新的业绩成长点。④2023 年，公司将全面启动实施 2023-2027 年五年发展规划，打造金徽酒生态智慧产业园。

盈利预测：

预计 2025-2027 年公司实现收入 30.43、33.31、38.31 亿元，实现归母净利润 3.97、4.48、5.64 亿元，对应 EPS 为 0.78、0.88、1.11 元/股，对应 PE 为 25.69X、22.79X、18.08X，维持“买入”评级。

风险提示：

省外市场拓展不及预期。金徽酒是甘肃省内龙头，近年来开始积极布局省外市场。但金徽酒省外知名度较低，且全国名酒正在加速全国化，需要较高市场培育成本，存在一定不确定性，可能会影响省外市场的拓展。

市场需求恢复不及预期。年初以来商务宴请、宴席、聚饮等白酒消费场所持续复苏，带动白酒市场动销水平提升。但是，全年白酒消费需求的提升，将与经济环境、人们消费意愿、商务活动等众多外部因素的活跃相关联，若修复节奏不及预期，可能影响公司产品销量。

食品安全风险等。近年来，食品安全问题始终是消费者的关注热点，公司作为食品生产企业，生产销售各环节均涉及食品质量安全。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,547.61	3,021.26	3,043.25	3,330.98	3,831.28
YoY(%)	26.64	18.59	0.73	9.45	15.02
净利润(百万元)	328.86	388.15	397.04	447.68	564.08
YoY(%)	17.35	18.03	2.29	12.75	26.00
毛利率(%)	62.44	60.92	61.68	62.00	63.64
净利率(%)	12.91	12.85	13.05	13.44	14.72
ROE(%)	9.89	11.68	11.39	12.21	14.48
EPS(摊薄/元)	0.65	0.77	0.78	0.88	1.11
P/E(倍)	31.02	26.28	25.69	22.79	18.08
P/B(倍)	3.07	3.07	2.93	2.78	2.62

资料来源: iFinD, 中信建投证券

分析师介绍

安雅泽

食品饮料行业首席分析师，英国莱斯特大学经济学硕士；专注于食品饮料各细分行业研究，10 年证券从业经验。2019 年金麒麟新锐分析师奖（食品饮料行业），2020 年金融界·慧眼最佳分析师第三名（食品饮料行业），wind 最佳分析师第四名（食品饮料行业）。

夏克扎提·努力木

南开大学学士、硕士，2022 年 7 月加入中信建投食品饮料团队，研究白酒、乳品、调味品。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk