

603919.SH

增持

原评级：买入

市场价格：人民币 22.07

板块评级：强于大市

本报告要点

- 金徽酒 2025 年半年报业绩点评：公司上半年营收、归母净利润均实现正增长，在行业承压的背景下，公司经营彰显韧性，渠道回款良性，给予增持评级。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	15.2	18.3	20.1	28.5
相对上证综指	(3.1)	11.5	5.4	(8.2)

发行股数 (百万)	507.26
流通股 (百万)	507.26
总市值 (人民币 百万)	11,195.23
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	81.51
主要股东	
甘肃亚特投资集团有限公司	23.21%

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2025 年 8 月 29 日收市价为标准

相关研究报告

《金徽酒》20250327
《金徽酒》20241028
《金徽酒》20240821

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料：白酒 II

证券分析师：邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519080002

金徽酒

公司经营彰显韧性，产品结构持续优化

金徽酒公告 2025 年半年报。1H25 公司实现营收 17.6 亿元，同比+0.3%，归母净利润 3.0 亿元，同比+1.1%，其中 2Q25 公司营收、归母净利润分别为 6.5 亿元、0.6 亿元，同比分别-4.0%、-12.8%。公司持续推进营销转型，整体渠道回款良性，在行业环境承压的背景下，公司经营彰显韧性，给予增持评级。

支撑评级的要点

- 公司产品结构持续优化，销售回款节奏稳健。(1) 1H25 公司营收 17.6 亿元，同比+0.3%，其中 2Q25 公司营收增速同比降 4.0%，2 季度受外部环境影响，叠加销售淡季，营收表现相对疲软。公司持续推进用户工程转型叠加对销售节奏把控得当，公司渠道回款良性。1H25 公司合同负债 6.0 亿元，环比 1Q25 增加 0.2 亿元，去年同期减少 1.5 亿元。(2) 2Q25 公司百元产品营收占比 76.6%，同比提升 6.7pct。分不同价格带来看，300 元以上产品营收 1.4 亿元，同比+11.3%，营收占比 21.8%，同比提升 3.3pct；100-300 元价格带产品实现收入 3.4 亿元，同比+0.3%，收入占比 54.8%，同比提升 3.3pct。我们判断，金徽 18 年对 300 元以上产品销售拉动较大，省内柔和系列（H3、H6、H9）内部结构升级，省外能量系列受益营销转型工作持续推进，销量稳健增长。2Q25 公司百元以内产品营收 1.5 亿元，同比降 26.6%。金徽酒作为甘肃省内白酒龙头，品牌势能不断提升。受益西北地区核心消费价格带低于发达省份，省内仍可享受大众价格带产品消费升级红利，因此公司内部产品结构持续优化。(3) 分不同区域来看，2Q25 省内、省外营收增速分别为-4.8%、-8.8%，其中省外营收 1.4 亿元，收入占比 23.2%，同比-0.8pct。根据公司投资者交流信息，公司省内消费者培育工作效果持续显现，省内市占率不断提升，省外环西北市场聚焦资源打造样板市场，陕西市场仍为主要贡献。从经销商数量来看，截至 1H25，公司经销商数量合计 960 家，其中省内环比 1 季度增加 12 家，省外环比 1 季度减少 16 家。
- 2Q25 受费用率及所得税率影响，利润端表现略有承压。2Q25 公司毛利率为 63.7%，同比下降 1.0pct。公司期间费用率为 37.5%，同比+2.7pct，其中销售费率、管理费用率分别为 22.6%、13.0%，同比分别+1.6pct、+0.5pct。从绝对额变化来看，公司费用投放相对克制，与公司对各销售区域实施精准营销，注重费效比有关。在销售费用刚性支出下，2 季度营收规模下降影响费用率表现。2Q25 公司所得税率为 30%，同比+9.4pct，我们判断或与企业税收优惠政策变动有关。公司税金及附加比率同比降 0.6pct 至 14.5%。综上，2Q25 公司归母净利率为 9.9%，同比降 1.0pct。

估值

- 公司为甘肃省内白酒龙头，深耕西北区域，扎实推进用户工程建设且成效显著，省内市占率持续提升。在行业环境承压的背景下，公司经营稳健，上半年营收、净利均实现同比正增长。根据公司半年报业绩，考虑到白酒行业目前仍处于底部调整期，禁酒令政策影响下，终端消费场景恢复仍需时间，我们调整此前盈利预测，由买入评级调整至增持评级。预计 25-27 年公司收入分别为 31.2 亿元、32.9 亿元、35.4 亿元，同比分别增 3.4%、5.2%、7.7%，归属母公司净利分别为 3.9 亿元、4.2 亿元、4.7 亿元，同比分别增 1.4%、7.1%、10.5%，EPS 分别为 0.78、0.83、0.92 元/股，当前市值对应 25-27 年 PE 分别为 28.5X、26.6X、24.0X。

评级面临的主要风险

- 经济恢复不及预期，省外市场拓展受阻，省内竞争加剧，渠道库存超预期。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	2,548	3,021	3,124	3,286	3,538
增长率(%)	26.6	18.6	3.4	5.2	7.7
EBITDA(人民币 百万)	477	566	585	610	655
归母净利润(人民币 百万)	329	388	393	421	466
增长率(%)	17.3	18.0	1.4	7.1	10.5
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.65	0.77	0.78	0.83	0.92
原先股本摊薄每股收益(人民币)			0.80	0.92	1.09
变动幅度			(2.5)	(9.8)	(15.6)
市盈率(倍)	34.0	28.8	28.5	26.6	24.0
市净率(倍)	3.4	3.4	3.2	3.1	3.0
EV/EBITDA(倍)	24.2	16.1	17.6	15.7	14.6
每股股息(人民币)	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6
股息率(%)	1.6	2.6	2.3	2.5	2.7

资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 1. 2025 年半年报业绩概览

(人民币, 百万元)	2Q24	2Q25	同比 (%)	1H24	1H25	同比 (%)
营业收入	678	651	(4.0)	1,754	1,759	0.3
营业成本	240	237	(1.3)	612	604	(1.2)
毛利率(%)	64.7	63.7	(1.0)	65.1	65.6	0.5
毛利	439	415	(5.5)	1,142	1,155	1.1
税金及附加	103	95	(7.8)	255	265	3.6
销售费用	143	147	3.2	336	334	(0.8)
管理费用	85	85	(0.2)	170	163	(4.4)
研发费用	14	16	8.3	23	29	26.9
财务费用	(6)	(3)	(44.2)	(12)	(8)	(37.5)
资产减值损失	0	(0)	(155.2)	0	0	(87.7)
公允价值变动收益	0.0	0.0	-	0	0	-
投资收益	(0)	(0)	274.9	(0)	(0)	963.5
营业利润	114	85	(25.2)	380	384	1.2
营业利润率(%)	16.8	13.1	(3.7)	21.6	21.8	0.2
营业外收入	1	0	(22.0)	1	1	103.8
营业外支出	19	0	(97.9)	21	1	(94.1)
利润总额	96	85	(11.2)	359	384	6.9
所得税	23	26	9.0	67	94	39.8
所得税率(剔除非经常性影响)(%)	20	30	9.4	18	24	6.7
少数股东权益	(1)	(4)	323.7	(3)	(8)	183.9
归属于母公司净利润	74	64	(12.8)	295	298	1.1
归母净利率(%)	10.9	9.9	(1.0)	16.8	17.0	0.1
EPS (元/股)	0.15	0.13	(12.8)	0.58	0.59	1.1

资料来源：同花顺，中银证券

注：图表中毛利率、归母净利率、营业利润率、所得税率等同比变化单位为 pct

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,548	3,021	3,124	3,286	3,538
营业收入	2,548	3,021	3,124	3,286	3,538
营业成本	957	1,181	1,200	1,246	1,320
营业税金及附加	375	448	459	486	524
销售费用	535	596	628	670	729
管理费用	275	304	325	346	373
研发费用	51	54	56	59	64
财务费用	(20)	(19)	(17)	(25)	(33)
其他收益	23	29	24	25	22
资产减值损失	0	0	0	0	0
信用减值损失	(1)	0	(1)	(1)	(1)
资产处置收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	1	1
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	397	486	496	529	583
营业外收入	2	2	2	2	2
营业外支出	19	23	20	18	20
利润总额	380	465	478	512	564
所得税	57	85	86	92	100
净利润	323	380	392	420	464
少数股东损益	(6)	(8)	(1)	(2)	(2)
归母净利润	329	388	393	421	466
EBITDA	477	566	585	610	655
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.65	0.77	0.78	0.83	0.92

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,739	2,716	2,895	3,343	3,595
货币资金	1,042	869	962	1,697	1,707
应收账款	7	15	8	17	10
应收票据	0	0	0	0	0
存货	1,620	1,690	1,878	1,583	1,828
预付账款	11	8	11	9	12
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	59	134	36	38	38
非流动资产	1,663	1,888	1,731	1,624	1,497
长期投资	0	2	2	2	2
固定资产	1,364	1,279	1,175	1,071	967
无形资产	213	216	207	198	189
其他长期资产	86	392	347	354	339
资产合计	4,402	4,605	4,625	4,967	5,092
流动负债	1,029	1,201	1,107	1,294	1,265
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	175	206	182	221	206
其他流动负债	854	995	925	1,073	1,059
非流动负债	51	90	70	80	75
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	51	90	70	80	75
负债合计	1,080	1,291	1,177	1,374	1,340
股本	507	507	507	507	507
少数股东权益	(3)	(11)	(12)	(14)	(16)
归属母公司股东权益	3,326	3,324	3,460	3,607	3,768
负债和股东权益合计	4,402	4,605	4,625	4,967	5,092

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	323	380	392	420	464
折旧摊销	124	128	130	133	128
营运资金变动	4	9	(173)	471	(270)
其他	(1)	40	0	(35)	(29)
经营活动现金流	450	558	349	989	293
资本支出	(66)	(332)	(7)	(9)	(9)
投资变动	0	(2)	0	0	0
其他	1	0	1	1	1
投资活动现金流	(65)	(333)	(7)	(9)	(9)
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	(180)	(439)	(257)	(275)	(304)
其他	17	37	8	30	31
筹资活动现金流	(162)	(402)	(249)	(245)	(274)
净现金流	223	(177)	93	735	10

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	26.6	18.6	3.4	5.2	7.7
营业利润增长率(%)	26.4	22.5	2.2	6.5	10.3
归属于母公司净利润增长率(%)	17.3	18.0	1.4	7.1	10.5
息税前利润增长率(%)	25.8	24.1	3.8	5.1	10.5
息税折旧前利润增长率(%)	20.6	18.7	3.3	4.4	7.3
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	17.3	18.0	1.4	7.1	10.5
获利能力					
息税前利润率(%)	13.8	14.5	14.5	14.5	14.9
营业利润率(%)	15.6	16.1	15.9	16.1	16.5
毛利率(%)	62.4	60.9	61.6	62.1	62.7
归母净利润率(%)	12.9	12.8	12.6	12.8	13.2
ROE(%)	9.9	11.7	11.4	11.7	12.4
ROIC(%)	12.7	14.3	12.3	13.9	14.6
偿债能力					
资产负债率	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
净负债权益比	(0.3)	(0.2)	(0.3)	(0.5)	(0.4)
流动比率	2.7	2.3	2.6	2.6	2.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	372.8	267.5	267.5	267.5	267.5
应付账款周转率	15.9	15.8	16.1	16.3	16.6
费用率					
销售费用率(%)	21.0	19.7	20.1	20.4	20.6
管理费用率(%)	10.8	10.1	10.4	10.5	10.6
研发费用率(%)	2.0	1.8	1.8	1.8	1.8
财务费用率(%)	(0.8)	(0.6)	(0.5)	(0.8)	(0.9)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.6	0.8	0.8	0.8	0.9
每股经营现金流(最新摊薄)	0.9	1.1	0.7	1.9	0.6
每股净资产(最新摊薄)	6.6	6.6	6.8	7.1	7.4
每股股息	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6
估值比率					
P/E(最新摊薄)	34.0	28.8	28.5	26.6	24.0
P/B(最新摊薄)	3.4	3.4	3.2	3.1	3.0
EV/EBITDA	24.2	16.1	17.6	15.7	14.6
价格/现金流(倍)	24.9	20.1	32.1	11.3	38.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371