

金徽酒(603919)

报告日期: 2025年09月25日

产品结构逆势提升, 所得税影响盈利能力

——金徽酒 25H1 更新报告

投资要点

- **事件:** 公司 25H1 实现收入 17.59 亿元, 同比+0.31%; 实现归母净利润 2.98 亿元, 同比+1.12%。公司 25Q2 实现收入 6.51 亿元, 同比-4.02%; 实现归母净利润 0.64 亿元, 同比-12.78%。
- **分产品:** 产品结构逆势提升, 百元以上占比近 80%
25H1 公司 300 元以上产品/100-300 元产品/100 元以下产品收入分别为 3.80/9.69/3.66 亿元, 同比+21.60%/+8.93%/-29.78%, 300 元以上产品占比提升 4.03pcts 至 22.17%, 百元以上产品占比提升 8.91pcts 至 78.66%, 产品结构显著提升。
25Q2 公司 300 元以上产品/100-300 元产品/100 元以下产品收入分别为 1.36/3.40/1.45 亿元, 同比+11.32%/+0.31%/-26.61%, 300 元以上产品占比提升 3.35pcts 至 21.84%, 百元以上产品占比提升 6.65pcts 至 76.61%。
- **分区域:** 甘青一体化& 陕宁一体化稳步推进, 互联网销售高增
25H1 省内/省外收入分别 13.34/3.82 亿元, 同比-1.11%/+1.78%, 省内占比降低 0.5pcts 至 77.71%。
25Q2 省内/省外收入分别 4.76/1.44 亿元, 同比-4.77%/-8.81%, 省内占比提升 0.78pcts 至 76.75%。
公司坚持“布局全国、深耕西北、重点突破”的战略路径, 稳步推进甘青新市场一体化和陕宁市场一体化建设, 着力培育华东市场、北方市场成为公司业绩增长的新引擎。此外强化线上渠道布局, 打造金徽全国化线上营销平台, 报告期内互联网销售同比增长 29.30%。
- **财务指标: 25H1 毛利率仍有提升, 所得税影响盈利能力**
1) 盈利能力: 25H1 毛利率/净利率为 65.65%/16.51% (同比+0.53/-0.15pcts); 25Q2 毛利率/净利率为 63.67%/9.21% (同比-1.01/-1.53pcts)。
2) 费用率: 25H1 销售/管理 (含研发) 费用率为 18.96%/10.91% (同比-0.20/-0.11pcts), 25Q2 销售/管理 (含研发) 费用率为 22.62%/15.43% (同比+1.59/+0.77pcts)。
3) 现金流: 25H1 经营性现金流净额为 3.21 亿元 (同比-7.22%), 25Q2 经营性现金流为 0.52 亿元 (同比+1651.23%)。
4) 合同负债: 25H1 末合同负债为 5.98 亿元 (同比+23.88%)。
5) 所得税率: 25H1 所得税率为 24.44% (+5.75pct), 25Q2 所得税率为 29.83% (+5.53pct), 我们认为所得税率大幅提升或主要系母公司金徽酒股份有限公司享受的高新技术企业 15% 优惠税率于 24 年到期。
- **盈利预测与估值**
考虑到金徽酒持续推进营销转型, 甘肃大本营市场市占率稳步提升+省外市场开拓+结构升级, 我们看好公司中长期业绩增长。考虑到当前外部环境仍承压, 我们对此前盈利预测进行下修, 我们预计 2025-2027 年公司收入增速为 0.63%、7.28%、9.35%; 归母净利润增速分别为 0.69%、7.66%、12.84%; EPS 分别为 0.77、0.83、0.94 元; 25 年 PE 对应 26.48 倍, 维持买入评级。
- **催化剂:** 白酒需求恢复超预期; 省外市场扩张超预期。
- **风险提示:** 消费需求恢复不及预期; 动销不及预期。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 杨骥
执业证书号: S1230522030003
yangji@stocke.com.cn

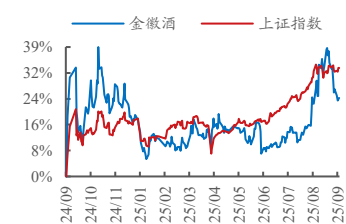
分析师: 张家祯
执业证书号: S1230523080001
zhangjiazhen@stocke.com.cn

分析师: 满静雅
执业证书号: S1230524100004
manjingya@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 20.40
总市值(百万元)	10,348.10
总股本(百万股)	507.26

股票走势图



相关报告

- 《业绩符合预期, 结构升级亮眼》2025.04.23
- 《业绩略超预期, 结构持续升级》2025.03.25
- 《Q3 利润超预期, 结构提升费用优化》2024.10.28

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3021	3040	3262	3567
(+/-) (%)	18.59%	0.63%	7.28%	9.35%
归母净利润	388	391	421	475
(+/-) (%)	18.03%	0.69%	7.66%	12.84%
每股收益(元)	0.77	0.77	0.83	0.94
P/E	26.66	26.48	24.59	21.79

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2716	2736	2769	3017
现金	869	897	811	896
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	15	16	14	17
其它应收款	111	57	75	93
预付账款	8	11	11	11
存货	1690	1730	1832	1975
其他	23	26	24	24
非流动资产	1888	2084	2229	2169
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	2	1	1	1
固定资产	1279	1254	1252	1232
无形资产	216	219	220	220
在建工程	238	510	648	598
其他	155	101	108	117
资产总计	4605	4820	4998	5187
流动负债	1201	1124	1172	1220
短期借款	0	0	0	0
应付款项	206	222	231	248
预收账款	0	0	0	0
其他	995	902	941	972
非流动负债	90	60	67	72
长期借款	0	0	0	0
其他	90	60	67	72
负债合计	1291	1184	1239	1292
少数股东权益	(11)	(19)	(27)	(36)
归属母公司股东权	3324	3654	3786	3931
负债和股东权益	4605	4820	4998	5187

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3021	3040	3262	3567
营业成本	1181	1208	1280	1380
营业税金及附加	448	444	479	524
营业费用	596	578	630	688
管理费用	304	304	326	357
研发费用	54	55	59	64
财务费用	(19)	(7)	(6)	(6)
资产减值损失	(0)	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	(0)	0	0	0
其他经营收益	29	24	26	26
营业利润	486	483	520	586
营业外收支	(21)	(15)	(16)	(17)
利润总额	465	468	504	569
所得税	85	85	92	103
净利润	380	383	412	465
少数股东损益	(8)	(8)	(8)	(9)
归属母公司净利润	388	391	421	475
EBITDA	570	549	591	661
EPS (最新摊薄)	0.77	0.77	0.83	0.94

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	18.59%	0.63%	7.28%	9.35%
营业利润	22.49%	-0.62%	7.67%	12.69%
归属母公司净利润	18.03%	0.69%	7.66%	12.84%
获利能力				
毛利率	60.92%	60.25%	60.76%	61.31%
净利率	12.59%	12.60%	12.65%	13.05%
ROE	11.70%	11.25%	11.38%	12.41%
ROIC	10.94%	10.11%	10.53%	11.47%
偿债能力				
资产负债率	28.05%	24.57%	24.79%	24.91%
净负债比率	2.53%	2.07%	2.06%	2.13%
流动比率	2.26	2.43	2.36	2.47
速动比率	0.85	0.89	0.80	0.85
营运能力				
总资产周转率	0.67	0.65	0.66	0.70
应收账款周转率	267.48	227.76	272.48	257.18
应付账款周转率	6.19	5.65	5.65	5.76
每股指标(元)				
每股收益	0.77	0.77	0.83	0.94
每股经营现金	1.10	0.85	0.85	0.87
每股净资产	6.55	7.20	7.46	7.75
估值比率				
P/E	26.66	26.48	24.59	21.79
P/B	3.11	2.83	2.73	2.63
EV/EBITDA	16.00	17.26	16.18	14.33

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	558	432	431	439
净利润	380	383	412	465
折旧摊销	118	92	98	102
财务费用	(19)	(7)	(6)	(6)
投资损失	0	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	99	(37)	35	27
其它	(20)	1	(108)	(149)
投资活动现金流	(333)	(342)	(235)	492
资本支出	(150)	(329)	(222)	(22)
长期投资	(2)	1	(0)	(0)
其他	(182)	(14)	(13)	514
筹资活动现金流	(402)	(62)	(282)	(321)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(402)	(62)	(282)	(321)
现金净增加额	(177)	28	(85)	84

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>