

金徽酒 (603919.SH)

Q3 经营质量稳健，税率上升影响净利

公司发布 2025 年三季报，公司 Q3 收入/归母净利润分别同比-4.9%/-33.0%，收入符合预期，利润受所得税率上升拖累。公司持续推动产品结构提升，300 元以上高端产品将作为重点，目前渠道库存 2 个月内合理水平。展望 Q4 及明年，公司加大省内薄弱区域开拓，聚焦中高端价格带，持续推进用户工程建设，省外聚焦优质区域，加大西北市场投入，费用率通过精准管控预计未来小幅下降。我们预计 25-27 年 EPS 分别为 0.73、0.79、0.88 元，对应 26 年 25xPE 估值，维持“强烈推荐”评级。

- Q3 收入/归母净利润分别同比-4.9%/-33.0%。公司发布 25 年三季报，25 年 Q1-Q3 公司实现收入/归母净利润分别 23.06/3.24 亿元，同比-1.0%/-2.8%。单 Q3 公司实现收入/归母净利润分别 5.46/0.25 亿元，同比-4.9%/-33.0%。Q3 销售收现 6.62 亿元，同比+8.6%；合同负债 6.32 亿元，同比+32.7%，环比 Q2 末上升 0.3 亿，合同负债环比同比均有提升。经营具备相对韧性，收入符合预期，利润受所得税率上升拖累。
- 产品结构相对平稳，省内省外分别-5%/-12%。分价格带看，单季度 300 元以上 /100-300 元/100 元以下产品实现收入 1.57/2.58/0.91 亿元，分别同比-1.6%/-16.6%/+18.4%，百元以下产品受益于大众消费，动销增长较好，中档产品需求相对疲软。分区域看，Q3 省内实现销售 3.55 亿元，同比-5.2%，占比 70.2%，省内通过精细化精耕动销好于行业水平；省外营收 1.51 亿元，同比-11.8%，占比 29.8%，省外新疆动销相对较好，青海、宁夏稳步推进，北方和华东市场调整经销商，进行区域聚焦。
- 毛利率同比改善，所得税率上升拖累净利。25Q3 公司毛利率为 61.4%，同比+0.3pct，主要系产品结构变化所致。费用侧，Q3 销售/管理费用率分别 22.6%/13.6%，同比-1.4pct/+0.5pct，费用率下降主要系公司实行精准投入、费效比提升。Q3 公司实际税率 43.2%，同比+30.1pct，所得税率上升主要由于调整递延所得税资产中亏损部分，影响当期所得税费用。25Q3 实现归母净利率 4.7%，同比-2.0pct，Q3 受税率上升拖累，盈利能力同比降幅较大。
- 投资建议：经营具备相对韧性，期待营收逐步改善。公司 Q3 收入/归母净利润分别同比-4.9%/-33.0%，收入符合预期，利润受所得税率上升拖累。公司持续推动产品结构提升，300 元以上高端产品将作为重点，目前渠道库存 2 个月内合理水平。展望 Q4 及明年，公司加大省内薄弱区域开拓，聚焦中高端价格带，持续推进用户工程建设；省外聚焦优质区域，加大西北市场投入，费用率通过精准管控预计未来小幅下降。我们预计 25-27 年 EPS 分别为 0.73、0.79、0.88 元，对应 26 年 25xPE 估值，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：行业竞争加剧、动销不及预期、产能释放不及预期、成本上涨

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2548	3021	2995	3186	3399
同比增长	27%	19%	-1%	6%	7%
营业利润(百万元)	397	486	478	522	579

强烈推荐 (维持)

消费品/食品饮料

目标估值:

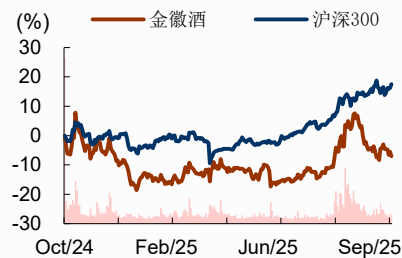
当前股价: 19.8 元

基础数据

总股本 (百万股)	507
已上市流通股 (百万股)	507
总市值 (十亿元)	10.0
流通市值 (十亿元)	10.0
每股净资产 (MRQ)	6.7
ROE (TTM)	11.1
资产负债率	31.5%
主要股东 甘肃亚特投资集团有限公司	
主要股东持股比例	23.21%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2	5	0
相对表现	-4	-18	-18



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《金徽酒 (603919) —Q2 经营稳健，渠道健康为重》2025-08-23
- 《金徽酒 (603919) 一季报点评—收入利润符合预期，毛利率有所优化》2025-04-16
- 《金徽酒 (603919) 24 年报点评—全年营收目标达成，稳步提升份额》2025-03-25

陈书慧 S1090523010003

✉ chenshuhui@cmschina.com.cn

胡思蓓 S1090524090002

✉ husibei@cmschina.com.cn

同比增长	26%	22%	-2%	9%	11%
归母净利润(百万元)	329	388	369	401	446
同比增长	17%	18%	-5%	9%	11%
每股收益(元)	0.65	0.77	0.73	0.79	0.88
PE	30.5	25.9	27.2	25.0	22.5
PB	3.0	3.0	2.9	2.8	2.7

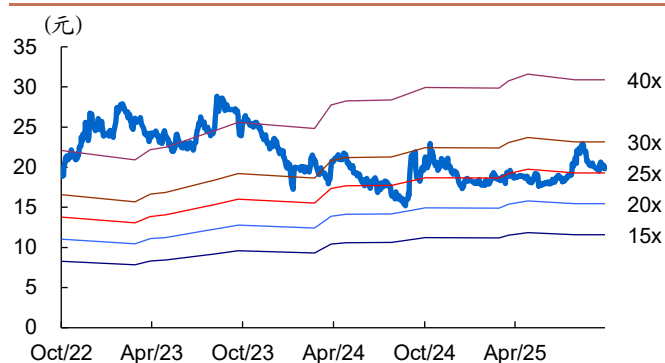
资料来源：公司数据、招商证券

单季度利润表

单位: 百万元	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	2023	2024
一、营业总收入	529	1076	678	574	693	1108	651	546	2548	3021
二、营业总成本	472	813	577	537	638	814	574	505	2175	2564
其中: 营业成本	220	372	240	223	346	368	237	211	957	1181
营业税金及附加	78	153	103	84	108	170	95	80	375	448
营业费用	105	193	143	138	122	186	147	124	535	596
管理费用	64	85	85	75	59	78	85	74	275	304
研发费用	12	9	14	17	15	14	16	14	51	54
财务费用	-5	-7	-6	-3	-4	-4	-3	-2	-20	-19
资产减值损失	-2	7	-1	2	-8	3	-1	4	1	0
三、其他经营收益	11	2	13	5	8	5	8	10	24	29
公允价值变动收益	11	2	13	5	8	5	9	10	23	29
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
其他收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
四、营业利润	68	265	114	43	63	299	85	51	397	486
加: 营业外收入	1	0	1	1	0	1	0	1	2	2
减: 营业外支出	3	2	19	1	0	1	0	13	19	23
五、利润总额	66	263	96	42	64	299	85	39	380	465
减: 所得税	12	44	23	6	12	68	26	17	57	85
六、净利润	54	219	73	37	52	230	60	22	323	380
减: 少数股东损益	-3	-2	-1	-1	-3	-3	-4	-3	-6	-8
七、归属母公司净利润	56	221	74	38	55	234	64	25	329	388
EPS	0.11	0.44	0.15	0.08	0.11	0.46	0.13	0.05	0.65	0.77
主要比率										
毛利率	58.4%	65.4%	64.7%	61.1%	50.1%	66.8%	63.7%	61.4%	62.4%	60.9%
主营毛利率	14.7%	14.2%	15.1%	14.7%	15.6%	15.3%	14.5%	14.7%	14.7%	14.8%
销售费率	19.9%	18.0%	21.0%	24.1%	17.5%	16.8%	22.6%	22.6%	21.0%	19.7%
管理费率	12.1%	7.9%	12.5%	13.1%	8.5%	7.0%	13.0%	13.6%	10.8%	10.1%
营业利润率	12.9%	24.7%	16.8%	7.5%	9.1%	27.0%	13.1%	9.4%	15.6%	16.1%
实际税率	18.0%	16.6%	24.3%	13.1%	18.6%	22.9%	29.8%	43.2%	15.0%	18.2%
归母净利率	10.6%	20.6%	10.9%	6.6%	8.0%	21.1%	9.9%	4.7%	12.9%	12.8%
YoY										
收入增长率	17.3%	20.4%	7.7%	15.8%	31.1%	3.0%	-4.0%	-4.9%	26.6%	18.6%
营业利润增长率	83.7%	20.1%	48.0%	40.7%	-6.9%	12.6%	-25.2%	19.7%	26.4%	22.5%
净利润增长率	-15.4%	21.6%	1.9%	108.8%	-2.1%	5.8%	-12.8%	-33.0%	17.3%	18.0%

资料来源: 公司报表

图 1: 金徽酒历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 金徽酒历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《金徽酒（603919）—Q2 经营稳健，渠道健康为重》2025-08-23
- 2、《金徽酒（603919）一季报点评—收入利润符合预期，毛利率有所优化》
2025-04-16
- 3、《金徽酒（603919）24 年报点评—全年营收目标达成，稳步提升份额》
2025-03-25

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2739	2716	2713	2865	3096
现金	1042	869	895	951	1078
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	7	15	7	7	8
其它应收款	36	111	110	117	125
存货	1620	1690	1671	1758	1851
其他	34	31	31	33	35
非流动资产	1663	1888	1961	2009	2004
长期股权投资	0	2	2	2	2
固定资产	1364	1279	1377	1448	1464
无形资产商誉	214	217	195	175	158
其他	85	391	387	384	381
资产总计	4402	4605	4674	4874	5100
流动负债	1029	1201	1163	1210	1262
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	175	206	205	215	227
预收账款	575	638	634	667	703
其他	278	357	324	328	332
长期负债	51	90	90	90	90
长期借款	0	0	0	0	0
其他	51	90	90	90	90
负债合计	1080	1291	1253	1300	1352
股本	507	507	507	507	507
资本公积金	871	678	678	678	678
留存收益	1948	2139	2254	2414	2598
少数股东权益	(3)	(11)	(18)	(26)	(35)
归属于母公司所有者权益	3326	3324	3439	3599	3784
负债及权益合计	4402	4605	4674	4874	5100

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	450	558	467	430	471
净利润	323	380	362	393	437
折旧摊销	113	118	126	131	134
财务费用	(8)	(3)	(17)	(18)	(20)
投资收益	(0)	0	(28)	(28)	(28)
营运资金变动	32	50	34	(49)	(53)
其它	(9)	13	(10)	2	1
投资活动现金流	(65)	(333)	(172)	(152)	(102)
资本支出	(66)	(332)	(200)	(180)	(130)
其他投资	1	(2)	28	28	28
筹资活动现金流	(162)	(402)	(269)	(223)	(242)
借款变动	(39)	(63)	(33)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	(193)	0	0	0
股利分配	(152)	(197)	(254)	(241)	(262)
其他	29	51	17	18	20
现金净增加额	223	(177)	26	56	127

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2548	3021	2995	3186	3399
营业成本	957	1181	1173	1234	1299
营业税金及附加	375	448	444	473	504
营业费用	535	596	592	630	669
管理费用	275	304	299	318	336
研发费用	51	54	54	57	61
财务费用	(20)	(19)	(17)	(18)	(20)
资产减值损失	(1)	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	23	29	29	29	29
投资收益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
营业利润	397	486	478	522	579
营业外收入	2	2	2	2	2
营业外支出	19	23	15	15	15
利润总额	380	465	465	508	566
所得税	57	85	103	115	128
少数股东损益	(6)	(8)	(7)	(8)	(9)
归属于母公司净利润	329	388	369	401	446

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	27%	19%	-1%	6%	7%
营业利润	26%	22%	-2%	9%	11%
归母净利润	17%	18%	-5%	9%	11%
获利能力					
毛利率	62.4%	60.9%	60.8%	61.3%	61.8%
净利率	12.9%	12.8%	12.3%	12.6%	13.1%
ROE	10.2%	11.7%	10.9%	11.4%	12.1%
ROIC	9.8%	11.4%	10.6%	11.1%	11.8%
偿债能力					
资产负债率	24.5%	28.0%	26.8%	26.7%	26.5%
净负债比率	0.4%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.7	2.3	2.3	2.4	2.5
速动比率	1.1	0.9	0.9	0.9	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.6	0.7	0.7
存货周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	229.0	267.0	271.0	463.0	464.0
应付账款周转率	6.0	6.2	5.7	5.9	5.9
每股资料(元)					
EPS	0.65	0.77	0.73	0.79	0.88
每股经营净现金	0.89	1.10	0.92	0.85	0.93
每股净资产	6.56	6.55	6.78	7.10	7.46
每股股利	0.39	0.50	0.48	0.52	0.57
估值比率					
PE	30.5	25.9	27.2	25.0	22.5
PB	3.0	3.0	2.9	2.8	2.7
EV/EBITDA	21.3	17.8	17.3	16.0	14.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。