



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 10 月 26 日

基础数据

10 月 24 日收盘价（元）	19.80
总市值（亿元）	100.44
总股本（亿股）	5.07

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证食饮】金徽酒：经营稳健务实，中高档韧性依旧-2025.08.25

【兴证食饮】金徽酒：产品结构升级，业绩稳健增长-2025.04.15

【兴证食饮】金徽酒年报点评：高档增势强劲，省内持续深耕-2025.03.23

分析师：沈昊

S0190525010006
shenhao@xyzq.com.cn

分析师：汪润

S0190524060004
wangrun22@xyzq.com.cn

金徽酒(603919.SH)

经营节奏稳健，对外捐赠、所得税扰动利润

投资要点：

- **事件：**公司公告 2025 年三季报，2025 年前三季度营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 23.06/3.24/3.18 亿元，同比-0.97%/-2.78%/-5.61%；25Q3 营业总收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 5.46/0.25/0.29 亿元，同比-4.89%/-33.02%/-18.87%。
- **经营节奏务实稳健，持续深耕西北市场。**25Q3 营收同比-4.89%；分产品来看，三季度 300 元以上/100-300 元/100 元以下产品营收分别同比-1.61%/-16.55%/+18.41%，政策对政商务消费仍有一定压制，宴席场景表现平稳，预计 25Q3 年份系列、能量系列表现相对稳健，柔和系列受发货节奏影响、收入有所下滑，星级系列受益于较低基数和大众消费韧性、表现相对较好。分区域来看，25Q3 省内/省外营收分别同比-5.20%/-11.79%，其中省内持续深耕、收入下滑幅度预计好于行业，省外陕西、新疆等市场经历营销转型后增速相对较优，宁夏、青海市场平稳推进，行业压力期北方、华东市场对资源进行聚焦投入，25Q3 末省内/省外经销商数量分别环比+15/-26 家至 318/631 家。
- **对外捐赠错期、所得税率抬升扰动 Q3 盈利能力，合同负债稳中有增。**25Q3 净利率同比-2.30pct 至 4.07%，其中 25Q3 毛利率同比+0.31pct 至 61.44%，产品结构仍有提升，300 元以上产品收入占比同比+1.78pct 至 31.03%；25Q3 税金及附加/销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.67%/22.63%/13.63%/2.57%/-0.31%，同比-0.03/-1.45/+0.53/-0.32/+0.27pct，公司费用投放更趋精准化；此外 25Q3 其他收益同比+93.41%至 0.10 亿元对盈利有一定正向贡献，但 25Q3 所得税率同比+30.10pct 至 43.23%、营业外支出同比+1154 万元拖累盈利能力，其中所得税率提升预计与递延所得税资产调整有关，营业外支出增加与对外捐赠划转时间错期有关。25Q3 销售回款 6.62 亿元，同比+8.57%，现金流表现良好；25Q3 末合同负债 6.32 亿元，同比增加 1.56 亿元/环比增加 0.34 亿元，合同负债水平维持平稳，渠道回款意愿良好。
- **经营风格稳健不失进取，期待省外持续突破打开空间。**短期来看，2025 年前三季度百元以上中高档产品收入保持韧性增长，省内持续深耕核心市场，环甘肃市场扎实推进营销战略转型，同时积极培育华东、北方、互联网等新成长曲线，2025 年公司有望保持稳健经营节奏。中长期来看，金徽经营保持务实稳健的同时不断进取拼搏，西北市场稳步精耕、华东贡献增量，成长空间有望进一步打开。
- **盈利预测：**根据最新公告我们略微调整盈利预测，预计 2025-2027 年营收分别为 29.46/31.38/34.15 亿元，同比-2.5%/+6.5%/+8.8%，归母净利润分别为 3.64/4.08/4.61 亿元，同比-6.1%/+11.9%/+12.9%，对应 2025 年 10 月 24 日收盘价，PE 分别为 27.6/24.6/21.8X，维持“增持”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动影响消费，行业竞争加剧，结构升级不及预期。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	3021	2946	3138	3415
同比增长	18.6%	-2.5%	6.5%	8.8%
归母净利润（百万元）	388	364	408	461
同比增长	18.0%	-6.1%	11.9%	12.9%
毛利率	60.9%	61.6%	62.1%	62.7%
ROE	11.7%	10.5%	11.3%	12.2%
每股收益（元）	0.77	0.72	0.80	0.91
市盈率	25.9	27.6	24.6	21.8

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2716	2761	2899	3084
货币资金	869	1075	1183	1312
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	15	12	13	15
预付款项	8	10	10	10
存货	1690	1570	1585	1628
其他	134	95	108	120
非流动资产	1888	1991	2083	2165
长期股权投资	2	2	3	3
固定资产	1279	1311	1355	1405
在建工程	238	306	354	388
无形资产	216	217	219	219
商誉	1	1	1	1
其他	154	153	151	149
资产总计	4605	4752	4982	5249
流动负债	1201	1206	1292	1399
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	206	198	215	230
其他	995	1008	1078	1169
非流动负债	90	108	112	115
长期借款	0	0	0	0
其他	90	108	112	115
负债合计	1291	1314	1404	1514
股本	507	507	507	507
未分配利润	1885	1962	2047	2144
少数股东权益	-11	-17	-25	-33
股东权益合计	3313	3438	3578	3735
负债及权益合计	4605	4752	4982	5249

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	388	364	408	461
折旧和摊销	128	137	150	160
营运资金的变动	39	168	57	50
经营活动产生现金流量	558	688	626	682
资本支出	-331	-252	-252	-252
长期投资	-2	-1	-1	-1
投资活动产生现金流量	-333	-254	-261	-261
债权融资	0	2	4	3
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-402	-227	-257	-292
现金净变动	-177	206	108	129

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3021	2946	3138	3415
营业成本	1181	1130	1188	1274
税金及附加	448	439	466	508
销售费用	596	583	620	673
管理费用	304	295	314	341
研发费用	54	59	61	66
财务费用	-19	-21	-26	-29
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
营业利润	486	489	546	614
营业外收支	-21	-18	-19	-19
利润总额	465	471	527	595
所得税	85	113	126	143
净利润	380	358	401	452
少数股东损益	-8	-6	-7	-8
归属母公司净利润	388	364	408	461
EPS(元)	0.77	0.72	0.80	0.91

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	18.6%	-2.5%	6.5%	8.8%
营业利润增长率	22.5%	0.7%	11.5%	12.5%
归母净利润增长率	18.0%	-6.1%	11.9%	12.9%
盈利能力				
毛利率	60.9%	61.6%	62.1%	62.7%
归母净利率	12.8%	12.4%	13.0%	13.5%
ROE	11.7%	10.5%	11.3%	12.2%
偿债能力				
资产负债率	28.0%	27.6%	28.2%	28.8%
流动比率	2.26	2.29	2.24	2.20
速动比率	0.83	0.96	0.99	1.01
营运能力				
资产周转率	67.1%	63.0%	64.5%	66.8%
每股资料(元)				
每股收益	0.77	0.72	0.80	0.91
每股经营现金	1.10	1.36	1.23	1.34
估值比率(倍)				
PE	25.9	27.6	24.6	21.8
PB	3.0	2.9	2.8	2.7

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn