

金徽酒(603919)

报告日期: 2025 年 11 月 04 日

Q3 百元以下较优，所得税影响利润率

——金徽酒 2025Q3 业绩点评报告

投资要点

- ❑ 公司 25Q1-3 实现收入 23.06 亿元，同比-0.97%；实现归母净利润 3.24 亿元，同比-2.78%；实现扣非归母净利润 3.18 亿元，同比-5.61%。公司 25Q3 实现收入 5.46 亿元，同比-4.89%；实现归母净利润 0.25 亿元，同比-33.02%；实现扣非归母净利润 0.29 亿元，同比-18.87%。
- ❑ 分产品：Q3 百元以下产品表现较优，百元价位相对承压
25Q1-3 公司 300 元以上/100-300 元/100 元以下产品收入分别为 5.37/12.28/4.57 亿元，同比+13.75%/+2.36%/-23.6%，300 元以上产品占比提升 3.37pcts 至 24.18%，百元以上产品占比变动+5.79pcts 至 79.43%。
25Q3 公司 300 元以上/100-300 元/100 元以下产品收入分别为 1.57/2.58/0.91 亿元，同比-1.61%/-16.55%/+18.41%，300 元以上产品占比提升 1.78pcts 至 31.03%，百元以下产品占比变动+3.89pcts 至 17.96%。
- ❑ 分区域：Q3 省内表现优于省外，互联网渠道维持双位数增长
25Q1-3 省内/省外收入分别 16.89/5.33 亿元，同比-2%/-2.46%，省内占比提升 0.09pcts 至 76.01%。
25Q3 省内/省外收入分别 3.55/1.51 亿元，同比-5.2%/-11.79%，省内占比提升 1.53pcts 至 70.23%。
25Q3 仅互联网渠道仍能维持增长（同比+12.53%），经销及直销渠道均有下滑，25Q1-3 省内/省外经销商数量净变动+30/-82 个，前三季度平均单经销商规模同比增长 5.36%。
- ❑ 财务指标：25Q3 现金流承压，所得税影响盈利能力
1) 盈利能力：25Q1-3 毛利率/净利率为 64.65%/13.56%（同比+0.51/-0.56pcts）；25Q3 毛利率/净利率为 61.44%/4.07%（同比+0.31/-2.30pcts）。
2) 费用率：25Q1-3 销售/管理（含研发）费用率为 19.83%/12.17%（同比-0.55/-0.08pcts），25Q3 销售/管理（含研发）费用率为 22.63%/16.20%（同比-1.45/+0.21pcts）。
3) 现金流：25Q1-3 经营性现金流为 2.83 亿元（同比-18.89%），25Q3 经营性现金流为-0.38 亿元（去年同期为 0.03 亿元）。
4) 合同负债：25Q1-3 末合同负债为 6.32 亿元（同比+32.73%）。
5) 所得税率：25Q1-3 所得税率为 26.18%（+8.07pct），25Q3 所得税率为 43.23%（+30.10pct），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。
- ❑ 盈利预测及估值
考虑到外部环境承压下白酒动销受影响显著，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-0.99%、6.20%、8.35%；归母净利润增速分别为-3.13%、7.77%、11.46%；EPS 分别为 0.74、0.80、0.89 元；25 年 PE 对应 27.06 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)

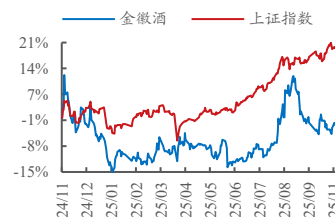
分析师：张家祯
执业证书号：S1230523080001
zhangjiazhen@stocke.com.cn

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

基本数据

收盘价	¥ 20.06
总市值(百万元)	10,175.64
总股本(百万股)	507.26

股票走势图



相关报告

- 1 《产品结构逆势提升，所得税影响盈利能力》 2025.09.25
- 2 《业绩符合预期，结构升级亮眼》 2025.04.23
- 3 《业绩略超预期，结构持续升级》 2025.03.25

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3021	2991	3177	3442
(+/-) (%)	18.59%	-0.99%	6.20%	8.35%
归母净利润	388	376	405	452
(+/-) (%)	18.03%	-3.13%	7.77%	11.46%
每股收益(元)	0.77	0.74	0.80	0.89
P/E	26.22	27.06	25.11	22.53

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	2716	2729	2951
现金	869	902	818	897
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	15	15	14	17
其它应收款	111	56	74	90
预付账款	8	11	11	11
存货	1690	1706	1789	1912
其他	23	26	24	24
非流动资产	1888	2084	2229	2168
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	100	108	116
资产总计	4605	4799	4958	5119
流动负债	1201	1119	1162	1205
短期借款	0	0	0	0
应付款项	206	219	226	240
预收账款	0	0	0	0
其他	995	900	937	965
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	1179	1229	1277
少数股东权益	(11)	(18)	(26)	(35)
归属母公司股东权	3324	3639	3755	3877
负债和股东权益	4605	4799	4958	5119

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	558	438	432	434
净利润	380	369	397	443
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	(42)	32	24
其它	(20)	26	(89)	(129)
投资活动现金流	(333)	(342)	(235)	452
资本支出	(150)	(329)	(222)	(22)
长期投资	(2)	1	(0)	(0)
其他	(182)	(14)	(13)	474
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)	34	(85)	79

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3021	2991	3177	3442
营业成本	1181	1191	1250	1336
营业税金及附加	448	440	467	506
营业费用	596	538	572	620
管理费用	304	293	318	344
研发费用	54	54	57	62
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	506	545	607
营业外收支	(21)	(15)	(16)	(17)
利润总额	465	491	530	590
所得税	85	123	132	148
净利润	380	369	397	443
少数股东损益	(8)	(7)	(8)	(9)
归属母公司净利润	388	376	405	452
EBITDA	570	572	616	682
EPS（最新摊薄）	0.77	0.74	0.80	0.89

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	18.59%	-0.99%	6.20%	8.35%
营业利润	22.49%	4.15%	7.78%	11.35%
归属母公司净利润	18.03%	-3.13%	7.77%	11.46%
获利能力				
毛利率	60.92%	60.17%	60.66%	61.20%
净利率	12.59%	12.32%	12.50%	12.86%
ROE	11.70%	10.85%	11.03%	11.93%
ROIC	10.94%	9.77%	10.23%	11.07%
偿债能力				
资产负债率	28.05%	24.56%	24.79%	24.95%
净负债比率	2.53%	2.08%	2.08%	2.16%
流动比率	2.26	2.43	2.35	2.45
速动比率	0.85	0.90	0.81	0.86
营运能力				
总资产周转率	0.67	0.64	0.65	0.68
应收账款周转率	267.48	225.62	271.18	256.11
应付账款周转率	6.19	5.61	5.63	5.74
每股指标(元)				
每股收益	0.77	0.74	0.80	0.89
每股经营现金	1.10	0.86	0.85	0.86
每股净资产	6.55	7.17	7.40	7.64
估值比率				
P/E	26.22	27.06	25.11	22.53
P/B	3.06	2.80	2.71	2.62
EV/EBITDA	16.00	16.25	15.22	13.63

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>