

603919.SH

增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 17.30

板块评级: 强于大市

本报告要点

- **金徽酒 2025 年年报点评: 公司整体经营稳健, 渠道回款良性, 维持增持评级。**

股价表现


(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(16.2)	(18.5)	(12.4)	(9.0)
相对上证综指	(11.0)	(11.9)	(9.7)	(22.4)

发行股数 (百万)	507.26
流通股 (百万)	507.26
总市值 (人民币 百万)	8,775.60
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	211.76
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 2026 年 3 月 23 日收市价为标准

相关研究报告

- 《金徽酒》20250901
- 《金徽酒》20250327
- 《金徽酒》20241028

 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

公司经营稳健, 营销改革持续推进, 行业调整期蓄力前行

金徽酒公告 2025 年年报。2025 年公司实现营收 29.2 亿元, 同比-3.4%, 归母净利 3.5 亿元, 同比-8.7%, 截至 4 季度末, 公司合同负债 8.2 亿元, 环比前三季度增加 1.9 亿元, 去年同期增加 1.6 亿元, 渠道回款良性。在行业环境承压的背景下, 公司持续推进营销改革, 整体经营彰显韧性, 维持增持评级。

支撑评级的要点

- **公司销售回款节奏稳健, 整体经营彰显韧性。**2025 年公司营收 29.2 亿元, 同比-3.4%, 其中 4Q25 营收 6.1 亿元, 增速同比-11.6%。受春节错峰及销售淡季影响, 4 季度营收表现相对疲软, 营收 6.1 亿元, 同比增速-11.6%。截至 4 季度末, 公司合同负债 8.2 亿元, 环比 1-3Q25 增加 1.9 亿, 去年同期增加 1.6 亿。在白酒行业深度调整期, 公司持续推进营销转型, 叠加对销售节奏把控得当, 公司渠道回款良性, 厂商关系和谐。
- **公司产品结构持续优化, 核心单品品牌势能不断提升。**(1) 2025 年公司百元以上产品占比 80.7%, 同比提升 10.0pct, 其中 300 元以上产品营收 7.1 亿元, 同比+25.2%, 占整体营收比重为 25.5% (+6.0pct)。拆分量价来看, 2025 年 300 元以上产品销量及吨价同比增速分别为+37.5%、-9.0%, 我们判断吨价下滑主要与行业竞争加剧, 公司加大货折投入及成本下降有关。近两年, 公司持续进行品牌引领下的用户工程, 省内消费者对金徽 18 年、28 年的品牌认知不断提升, 我们判断, 金徽 18 年在省内 400 元价格带已经起势, 推动 300 元以上产品终端动销表现较好。(2) 2025 年, 100-300 元价格带产品营收 15.3 亿元, 同比+3.1%, 收入占比 55.2% (同比+3.9pct), 销量、吨价增速分别为+1.1%、+2.0%。受益于金徽五星、柔和系列内部产品结构升级, 以及省外主销产品正能量带动, 基本盘整体表现稳健。(3) 2025 年公司百元以下产品实现营收 5.4 亿, 同比-36.9%, 百元以下产品下滑明显, 一方面与省内该价格带品牌之间竞争激烈且格局分散有关, 另一方面与公司自身产品矩阵及价格调整有关。
- **公司聚焦西北核心市场, 重点突破, 省外市场表现稳健。**2025 年公司省内营收 21.1 亿元, 同比-5.3%, 省外营收 6.7 亿元, 同比-0.8%。省内市场下滑主要受百元以下产品影响较大。省外市场整体表现稳健, 我们判断在外部政商务环境疲软的背景下, 公司对华东市场暂时收缩, 聚焦资源重点布局西北核心市场。近两年, 公司对陕西市场持续调整, 优化经销商结构, 我们预计样板市场陕西仍为省外营收主要贡献, 且陕西市场的成功经验可复制至新疆、宁夏等其他西北市场, 叠加公司在市场管理能力及组织能力上的优势, 西北其他市场有望实现突破。从经销商数量来看, 截至 2025 年末, 公司经销商数量合计 941 家, 其中省内 319 家, 同比增加 31 家, 省外市场受公司主动调整影响, 经销商数量同比减少 91 家。
- **行业竞争加剧, 费用投入加大影响净利润率表现。**2025 年公司毛利率为 63.2%, 同比+2.2pct, 毛利率提升与公司产品结构优化及成本下降有关。2025 年公司期间费用率为 33.3%, 同比+2.3pct, 其中销售费率、管理费用率分别为 21.6%、10.6%, 同比分别+1.9pct、+0.6pct。行业竞争加剧背景下, 公司销售费用支出刚性, 销售费用率同比提升。2025 年公司所得税率为 26.1%, 同比提升 8.0pct, 所得税率提升主要受企业所得税优惠政策变动及个别子公司亏损影响。受销售费用率提升及所得税率调整影响, 2025 年公司归母净利率为 12.1%, 同比-0.7pct。

估值

- 公司为甘肃省内白酒龙头, 深耕西北区域, 近两年扎实推进用户工程建设且成效显著, 品牌力持续提升。近日, 公司公告第二期员工持股计划 (草案), 参与对象合计不超过 800 人, 计划受让价格为 10.05 元/股, 股份来源为公司此前回购股票, 占当前股本总额的 2.06%, 回购金额合计 1.93 亿元。解锁考核以个人绩效为核心来对应不同的解锁比例。公司凭借优秀的管理能力, 充分激发组织活力, 从过往业绩表现来看, 整体经营彰显韧性。考虑到白酒行业目前仍处于调整期, 终端消费场景恢复仍需时间, 同时结合 2025 年公司业绩表现, 我们调整此前盈利预测, 预计 26-28 年公司收入分别为 30.5 亿元、32.5 亿元、34.8 亿元, 同比分别+4.7%、+6.5%、+7.1%, 归属母公司净利润分别为 3.6 亿元、3.9 亿元、4.3 亿元, 同比分别+1.3%、+7.7%、+10.4%, EPS 分别为 0.71、0.76、0.84 元/股, 当前市值对应 26-28 年 PE 分别为 24.4X、22.7X、20.6X, 维持增持评级。

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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营收入(人民币 百万)	3,021	2,918	3,054	3,252	3,484
增长率(%)	18.6	(3.4)	4.7	6.5	7.1
EBITDA(人民币 百万)	566	564	580	611	652
归母净利润(人民币 百万)	388	354	359	387	427
增长率(%)	18.0	(8.7)	1.3	7.7	10.4
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.77	0.70	0.71	0.76	0.84
原先股本摊薄每股收益(人民币)			0.83	0.92	
变动幅度			(14.8)	(17.0)	
市盈率(倍)	22.6	24.8	24.4	22.7	20.6
市净率(倍)	2.6	2.6	2.5	2.4	2.3
EV/EBITDA(倍)	16.1	17.6	14.1	12.9	11.7
每股股息 (人民币)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
股息率(%)	2.6	2.4	2.9	3.1	3.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 2025 年年报业绩概览

(人民币, 百万元)	4Q24	4Q25	同比 (%)	FY2024	FY2025	同比 (%)
营业收入	693	613	(11.6)	3,021	2,918	(3.4)
营业成本	346	260	(24.8)	1,181	1,075	(9.0)
毛利率(%)	50.1	57.6	7.5	60.9	63.2	2.2
毛利	347	353	1.6	1,841	1,844	0.2
税金及附加	108	87	(19.3)	448	432	(3.6)
销售费用	122	173	42.4	596	630	5.8
管理费用	59	74	24.7	304	311	2.1
研发费用	15	(4)	(126.2)	54	40	(27.2)
财务费用	(4)	0	(95.0)	(19)	(10)	(50.1)
资产减值损失	0	0	(440.5)	0	(0)	(131.6)
公允价值变动收益	0	0	-	0	0	-
投资收益	0	0	(32.2)	(0)	(0)	169.2
营业利润	63	33	(48.2)	486	468	(3.6)
营业利润率(%)	9.1	5.4	(3.8)	16.1	16.1	(0.0)
营业外收入	0	1	46.4	2	3	55.5
营业外支出	0	0	81.4	23	15	(35.2)
利润总额	64	33	(48.0)	465	457	(1.8)
所得税	12	9	(28.2)	85	119	41.2
所得税率(剔除非经常性影响)(%)	19	26	7.2	17	25	8.1
少数股东权益	(3)	(6)	77.5	(8)	(17)	124.2
归属于母公司净利润	55	31	(44.5)	388	354	(8.7)
归母净利率(%)	8.0	5.0	(3.0)	12.8	12.1	(0.7)
EPS (元/股)	0.11	0.06	(44.5)	0.77	0.70	(8.7)

资料来源: 同花顺, 中银证券

注: 表内毛利率、利润率、所得税率、归母净利率等单位为 pct

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	3,021	2,918	3,054	3,252	3,484
营业收入	3,021	2,918	3,054	3,252	3,484
营业成本	1,181	1,075	1,132	1,202	1,289
营业税金及附加	448	432	449	481	516
销售费用	596	630	660	703	749
管理费用	304	311	324	345	366
研发费用	54	40	46	49	52
财务费用	(19)	(10)	(8)	(14)	(20)
其他收益	29	28	24	25	25
资产减值损失	0	0	0	0	0
信用减值损失	0	(1)	(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	486	468	477	513	558
营业外收入	2	3	3	2	2
营业外支出	23	15	15	14	14
利润总额	465	457	465	500	545
所得税	85	119	107	115	120
净利润	380	337	358	385	425
少数股东损益	(8)	(17)	(1)	(1)	(2)
归母净利润	388	354	359	387	427
EBITDA	566	564	580	611	652
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.77	0.70	0.71	0.76	0.84

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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	2,716	3,083	3,026	3,473	3,573
货币资金	869	990	1,169	1,375	1,620
应收账款	15	7	16	9	18
应收票据	0	0	0	0	0
存货	1,690	2,002	1,695	2,029	1,779
预付账款	8	6	9	7	10
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	134	76	137	52	147
非流动资产	1,888	2,195	2,063	1,940	1,808
长期投资	2	1	1	1	1
固定资产	1,279	1,470	1,364	1,257	1,151
无形资产	216	355	344	333	322
其他长期资产	392	369	354	348	334
资产合计	4,605	5,277	5,089	5,413	5,381
流动负债	1,201	1,631	1,226	1,478	1,344
短期借款	0	169	0	0	0
应付账款	206	236	230	264	265
其他流动负债	995	1,226	996	1,213	1,079
非流动负债	90	244	355	313	289
长期借款	0	123	250	200	180
其他长期负债	90	121	105	113	109
负债合计	1,291	1,875	1,581	1,791	1,633
股本	507	507	507	507	507
少数股东权益	(11)	(28)	(29)	(31)	(32)
归属母公司股东权益	3,324	3,430	3,537	3,653	3,781
负债和股东权益合计	4,605	5,277	5,089	5,413	5,381

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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	380	337	358	385	425
折旧摊销	128	133	136	138	141
营运资金变动	9	3	6	8	12
其他	40	6	(9)	(15)	(21)
经营活动现金流	558	480	491	516	557
资本支出	(332)	(395)	(14)	(11)	(11)
投资变动	(2)	0	0	0	0
其他	0	1	1	1	1
投资活动现金流	(333)	(394)	(12)	(10)	(10)
银行借款	0	293	(43)	(50)	(20)
股权融资	(439)	(283)	(252)	(271)	(299)
其他	37	36	(5)	20	17
筹资活动现金流	(402)	45	(299)	(301)	(302)
净现金流	(177)	132	179	206	244

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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率(%)	18.6	(3.4)	4.7	6.5	7.1
营业利润增长率(%)	22.5	(3.6)	1.8	7.5	8.8
归属于母公司净利润增长率(%)	18.0	(8.7)	1.3	7.7	10.4
息税前利润增长率(%)	24.1	(1.7)	3.0	6.6	8.2
息税折旧前利润增长率(%)	18.7	(0.5)	2.9	5.4	6.7
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	18.0	(8.7)	1.3	7.7	10.4
获利能力					
息税前利润率(%)	14.5	14.8	14.5	14.5	14.7
营业利润率(%)	16.1	16.1	15.6	15.8	16.0
毛利率(%)	60.9	63.2	62.9	63.1	63.0
归母净利润率(%)	12.8	12.1	11.8	11.9	12.3
ROE(%)	11.7	10.3	10.2	10.6	11.3
ROIC(%)	14.3	10.8	9.7	10.6	11.7
偿债能力					
资产负债率	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
净负债权益比	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.4)
流动比率	2.3	1.9	2.5	2.4	2.7
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	267.5	254.9	254.9	254.9	254.9
应付账款周转率	15.8	13.2	13.1	13.2	13.2
费用率					
销售费用率(%)	19.7	21.6	21.6	21.6	21.5
管理费用率(%)	10.1	10.6	10.6	10.6	10.5
研发费用率(%)	1.8	1.4	1.5	1.5	1.5
财务费用率(%)	(0.6)	(0.3)	(0.3)	(0.4)	(0.6)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8
每股经营现金流(最新摊薄)	1.1	0.9	1.0	1.0	1.1
每股净资产(最新摊薄)	6.6	6.8	7.0	7.2	7.5
每股股息	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
估值比率					
P/E(最新摊薄)	22.6	24.8	24.4	22.7	20.6
P/B(最新摊薄)	2.6	2.6	2.5	2.4	2.3
EV/EBITDA	16.1	17.6	14.1	12.9	11.7
价格/现金流(倍)	15.7	18.3	17.9	17.0	15.8

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。

本报告期内含保密信息，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予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，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