

结构优化提升毛利率，300 元以上产品势头强

金徽酒 (603919.SH)

核心观点

一季度，公司持续推动产品结构升级，300 元以上产品占比提升 4.43pcts 至 22.35%，拉升公司毛利率 1.41pcts 至 66.81%；省外市场用户工程策略效果显现，Q1 同比增长 9.48%。公司开始更加强调费用效率，25Q1 销售费用率减少 1.18pcst 至 16.81%，带动净利率提升。全年看，300 元以上产品放量将是重要亮点，深耕西北有望稳健增长，费用结构进一步优化，公司未来增长确定性有望进一步增强。

事件

公司发布 2025 年一季报

2025 年一季度，公司实现营业收入 11.08 亿元（+3.04%）；归母净利润为 2.34 亿元（+5.77%）；扣非归母净利润 2.31 亿元（+4.30%）。

简评

300 元以上延续高势能，省外用户工程逐渐起势

公司一季度酒类收入 10.95 亿元，同比增长 2.77%。行业调整期且同期基数较高，公司仍实现收入正增长。春节旺季，金徽酒推进产品结构优化升级，省外改革调整成效逐渐显现，展现公司增长韧性。

分产品看，年份系列延续高增长势头，柔和延续大众价位的稳健增长态势，市场份额稳步提升，而百元以下产品受到 24Q4 星级系列答谢会等活动使得春节备货前移影响。一季度，300 元以上产品营收 2.45 亿元，同增 28.14%。100-300 元价位产品营收 6.30 亿元，同比增长 14.24%。100 元以下产品销售额 2.21 亿元，同比减少 31.72%。

分区域看，省内深耕市场持续扩大份额，25Q1 公司在省内市场实现营收 8.57 亿元，同比增长 1.05%。省外一季度营收 2.38 亿元，同比增长 9.48%，西北市场用户工程转型效果逐渐显现，预计陕西、宁夏等市场销售态势向好。

渠道方面，一季度经销商贡献销售 10.35 亿元，同比增长 2.83%。此外，直销、互联网渠道分别同比增长-13.67%、14.57%。经销商优化，Q1 省外经销商净减少 40 家。

维持

买入

安雅泽

anyaze@csc.com.cn

SAC 编号:S1440518060003

SFC 编号:BOT242

张立

zhanglidcq@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100002

夏克扎提·努力木

xiakezhatinulimu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070010

发布日期：2025 年 04 月 15 日

当前股价：19.59 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
2.57/5.42	8.71/5.48	0.98/-7.08
12 月最高/最低价 (元)		23.55/15.59
总股本 (万股)		50,726.00
流通 A 股 (万股)		50,726.00
总市值 (亿元)		99.37
流通市值 (亿元)		99.37
近 3 月日均成交量 (万)		411.49
主要股东		
甘肃亚特投资集团有限公司		22.47%

股价表现



产品结构和费用结构优化，盈利能力提升

一季度，公司毛利率 66.81%，同比+1.41pcts，归母净利率为 21.09%，同比+0.54pcts，结构提升带动毛利率提升，300 元以上产品同比提升 4.43pcts 至 22.35%。25Q1 销售费用率 16.81%，同比-1.18pcts，管理费用率 7.02%，同比-0.9pcts，存量竞争下公司更加强调费用有效性，优化费用投放，使得费用率下降。25Q1 税金及附加率 15.34%，同比+1.13pcts。

公司经营现金流角度看，一季度销售收现 11.8 亿元，同比-4.68%，3 月末合同负债 5.83 亿元，同比-7.65%，系高基数且 24Q4 春节备货前移。一季度，经营性净现金流 2.69 亿元，同比-21.56%。

甘肃白酒龙头走向全国，未来成长可期

短期看，2025 年目标营业收入 32.80 亿元、净利润 4.08 亿元。省内持续释放品牌势能，品牌力提升，年份、柔和消费者认知高，各区域渗透率提高，提升薄弱区域市场份额。省外，陕西重点市场动销有望逐渐提升，加快布局北方、华东。

长期看，①公司作为甘肃省内龙头酒企，在省内市占率仍有较大的提升空间。同时，受益于省内消费升级趋势，产品结构逐渐向百元以上价位升级，有望持续提升公司在本地市场的盈利水平。②公司持续完善产品矩阵，提升品牌影响力。③持续拓展省外市场，未来省外市场有望成为新的业绩增长点。④2023 年，公司将全面启动实施 2023-2027 年五年发展规划，打造金徽酒生态智慧产业园。

盈利预测：

预计 2025-2027 年公司实现收入 32.66、37.60、43.54 亿元，实现归母净利润 4.31、5.20、6.63 亿元，对应 EPS 为 0.85、1.02、1.31 元/股，对应 PE 为 23.04X、19.11X、14.99X，维持“买入”评级。

风险提示：

省外市场拓展不及预期。金徽酒是甘肃省内龙头，近年来开始积极布局省外市场。但金徽酒省外知名度较低，且全国名酒正在加速全国化，需要较高市场培育成本，存在一定不确定性，可能会影响省外市场的拓展。

市场需求恢复不及预期。年初以来商务宴请、宴席、聚饮等白酒消费场所持续复苏，带动白酒市场动销水平提升。但是，全年白酒消费需求的提升，将与经济环境、人们消费意愿、商务活动等众多外部因素的活跃相关联，若修复节奏不及预期，可能影响公司产品销量。

食品安全风险等。近年来，食品安全问题始终是消费者的关注热点，公司作为食品生产企业，生产销售各环节均涉及食品质量安全。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,547.61	3,021.26	3,265.97	3,759.74	4,353.70
YoY (%)	26.64	18.59	8.10	15.12	15.80
净利润(百万元)	328.86	388.15	431.25	519.89	663.06
YoY (%)	17.35	18.03	11.11	20.55	27.54
毛利率 (%)	62.44	60.92	62.51	63.55	64.89
净利率 (%)	12.91	12.85	13.20	13.83	15.23
ROE (%)	9.89	11.68	12.01	13.29	15.34
EPS (摊薄/元)	0.65	0.77	0.85	1.02	1.31
P/E (倍)	30.22	25.60	23.04	19.11	14.99
P/B (倍)	2.99	2.99	2.77	2.54	2.30

资料来源: iFinD, 中信建投证券

分析师介绍

安雅泽

食品饮料行业首席分析师，英国莱斯特大学经济学硕士；专注于食品饮料各细分行业研究，10 年证券从业经验。2019 年金麒麟新锐分析师奖（食品饮料行业），2020 年金融界·慧眼最佳分析师第三名（食品饮料行业），wind 最佳分析师第四名（食品饮料行业）。

张立

同济大学工学学士、金融硕士，2021 年 9 月加入中信建投证券，具有 4 年证券从业经验，2020 年卖方分析师水晶球奖食品饮料行业第一名核心团队成员，2020 年 wind 金牌分析师食品饮料行业第二名核心团队成员，曾任职于东北证券；专注于白酒行业研究，产业资源丰富，对产业发展规律有深刻理解。

夏克扎提·努力木

南开大学学士、硕士，2022 年 7 月加入中信建投食品饮料团队，研究白酒、乳品、调味品。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk