

营销策略不断优化，盈利能力稳步提升

核心要点：

公司评级：买入（首次覆盖）

近十二个月公司表现



%	1 个	3 个月	12 个月
相对收益	3.65	4.28	-5.26
绝对收益	-2.47	3.37	0.72

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师：李育文

证书编号：S0500523060001

Tel: 021-50295328

Email: liyw3@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号

中国人寿金融中心10楼

□ 事件：金徽酒发布 2025 年一季度

根据公司 2025 年一季度，公司实现营业收入/归母净利润 11.08/2.34 亿元，同比+3.04%/+5.77%。整体营收稳健增长，产品结构不断优化。2025 年全年目标为，实现营收/净利润 32.80/4.08 亿元，同比+8.57%/+5.15%。

□ 营销策略不断优化，盈利能力稳步提升

产品结构优化，中高档增速快。金徽年份系列、金徽老窖系列等高档产品引领增长。2025Q1 公司 300 元以上/100-300 元/100 元以下产品实现营业收入 2.45/6.30/2.21 亿元，同比+28.14%/+14.24%/-31.72%。

强化线上布局，互联网销售收入增速较高。2025Q1 公司经销商/直销/互联网销售收入为 10.35/2.35/3.71 亿元，同比+2.83%/-13.67%/+14.57%。公司以经销商模式为主，收入占九成以上。另外，公司强化线上渠道布局，线上销售带动品牌全国化，互联网销售收入增速显著提升。

持续精细化运营，省外增速高于省内增速。2025Q1 公司省内/省外销售收入为 8.57/2.38 亿元，同比+1.05%/+9.48%。公司坚持“布局全国、深耕西北、重点突破”战略，持续精细化运营，省内市占率不断提升，省外积极推进甘青新市场一体化和陕宁市场一体化建设，华东、北方市场加大投入。

费用精细化管理，盈利能力稳步提升。2025Q1 公司毛利率为 66.81%，同比提升 1.41pct。费用端，公司持续优化费用投放，销售费用率为 16.81%，同比-1.17pct，管理费用率为 7.02%，同比-0.89pct。

□ 投资建议

公司加大营销转型，针对不同产品实施精细化运营策略，产品结构持续提升。省内市场有望进一步夯实，华东及北方市场有望打造为第二增长曲线。我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 32.88、36.17、40.23 亿元，同比增长 8.8%、10.0%、11.2%。归母净利润分别为 4.11、4.65、5.36 亿元，同比增长 5.9%、13.1%、15.2%。EPS 分别为 0.81、0.92、1.06 元。首次覆盖给予公司“买入”评级。

□ 风险提示

消费恢复不及预期；全国化不及预期；高端化不及预期；市场竞争加剧。

财务预测	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3021	3288	3617	4023
同比	18.6%	8.8%	10.0%	11.2%
归母净利润	388	411	465	536
同比	18.0%	5.9%	13.1%	15.2%
毛利率	60.9%	61.1%	61.4%	61.8%
ROE	11.7%	11.8%	12.6%	13.6%
每股收益（元）	0.77	0.81	0.92	1.06
PE	25.29	23.88	21.11	18.33
EV/EBITDA	14.94	15.07	13.36	11.89

资料来源：天软、湘财证券研究所

附表 1 金徽酒财务报表以及相应指标 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2716	2773	3049	3405	营业收入	3021	3288	3617	4023
货币资金	869	983	1228	1551	营业成本	1181	1278	1394	1536
应收账款	15	13	15	17	税金及附加	448	485	535	595
其他应收款	111	78	95	109	销售费用	596	669	733	812
预付账款	8	11	12	13	管理费用	304	343	375	416
存货	1690	1661	1673	1689	研发费用	54	65	70	77
其他流动资产	23	27	25	26	财务费用	-19	-23	-28	-35
非流动资产	1888	1900	1870	1778	信用减值损失	0	-0	-0	-0
长期股权投资	2	1	1	1	资产减值损失	-0	-0	-0	-0
固定资产	1279	1372	1388	1339	公允价值变动收益	0	0	0	0
在建工程	238	178	114	57	投资收益	-0	0	0	0
无形资产	216	224	232	239	营业利润	486	496	564	647
其他非流动资产	155	124	135	143	营业外收入	2	2	2	2
资产总计	4605	4672	4919	5183	营业外支出	23	20	20	20
流动负债	1201	1140	1178	1208	利润总额	465	478	545	629
短期借款	0	0	0	0	所得税	85	74	89	102
应付账款	206	231	250	275	净利润	380	404	457	526
其他流动负债	995	909	928	933	少数股东损益	-8	-7	-8	-10
非流动负债	90	69	74	74	归属母公司净利润	388	411	465	536
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	595	590	665	748
其他非流动负债	90	69	74	74	EPS (元)	0.77	0.81	0.92	1.06
负债合计	1291	1209	1252	1282	主要财务比率				
归属母公司股东权益	3324	3482	3693	3937	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
股本	507	507	507	507	成长能力				
资本公积	871	871	871	871	营业收入	18.6%	8.8%	10.0%	11.2%
留存收益	2139	2296	2507	2752	营业利润	22.5%	2.0%	13.8%	14.8%
少数股东权益	-11	-18	-26	-36	归属母公司净利润	18.0%	5.9%	13.1%	15.2%
负债和股东权益	4605	4672	4919	5183	获利能力				
现金流量表					毛利率(%)	60.9%	61.1%	61.4%	61.8%
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	净利率(%)	12.8%	12.5%	12.9%	13.3%
经营活动现金流	558	513	561	617	ROE(%)	11.7%	11.8%	12.6%	13.6%
净利润	380	404	457	526	ROIC(%)	15.6%	16.0%	18.3%	21.7%
资产减值准备	0	-1	1	0	偿债能力				
折旧摊销	128	117	129	135	资产负债率(%)	28.0%	25.9%	25.5%	24.7%
财务费用	-3	-23	-28	-35	流动比率	2.26	2.43	2.59	2.82
投资损失	0	-0	-0	-0	速动比率	0.85	0.98	1.17	1.42
营运资金变动	39	-2	4	-7	利息保障倍数	562.57	-	-	-
其他经营现金流	13	17	-2	-3	营运能力				
投资活动现金流	-333	-162	-90	-38	总资产周转率	0.67	0.71	0.75	0.80
资本支出	332	128	58	6	应收账款周转率	242.81	209.25	231.84	226.18
长期投资	2	-1	0	0	存货周转率	0.71	0.76	0.84	0.91
其他投资现金流	0	-35	-32	-32	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-402	-237	-225	-256	每股收益(最新摊薄)	0.77	0.81	0.92	1.06
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.10	1.01	1.11	1.22
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.55	6.86	7.28	7.76
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-0	0	0	0	P/E	25.29	23.88	21.11	18.33
其他筹资现金流	-402	-237	-225	-256	P/B	2.95	2.82	2.66	2.49
现金净增加额	-177	114	245	323	EV/EBITDA	14.94	15.07	13.36	11.89

资料来源: 天软, 湘财证券研究所

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注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰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。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应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书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。