

动销良性，结构提升，省内外双轮驱动发展

核心观点

- 省内外双轮驱动，品牌稳健成长。**受益甘肃省经济稳健增长（25H1GDP达6468.8亿元，同比增长6.1%），金徽酒产品动销良性，25H1白酒收入同比增长14.7%，其中Q2同比下滑6%，增速在业内领先。公司积极拓张企业团购和宴席场景，预计市级城市渗透率提升，产品结构得以快速提升，25Q2，300元以上白酒收入同比增长11%，收入占比提升3pct，预计18年/28年核心高端产品展现较好发展潜力。公司积极拓张省外市场，陕西/宁夏/新疆为重点的西北市场处于品牌投入期，25H1省外实现收入3.8亿（yoy+2%），其中Q2同比-9%，增速良性。金徽酒在省内受益经济发展，强运营能力下市占率逐步提升；省外收入占比已提升至22%，全国化潜力初现。
- Q2净利率短期承压，看好结构提升带动毛利率增长。**25Q2收入基数下降，费用率提高，导致净利率暂时承压。25Q2公司300元以上产品收入占比仅22%，公司聚焦资源助推金徽18/28年两款产品成长，产品结构存在较大提升空间，有望拉动毛利率提升，进而提升盈利能力。
- 重视提升内部积极性，有望由内而外推动业务发展。**线上互联网渠道发力，上半年销售额达5699万元（yoy+29%），全年有望过亿，多元化渠道同步创收，且发展互联网渠道有望提升公司在空白市场的知名度。公司重视内部治理，2024-2025年再度回购股份金额1-2亿，有望推出股权激励计划，积极提升内部人员积极性。

盈利预测与投资建议

- 根据25年中报，对25-27年下调收入、毛利率。我们预测公司25-27年每股收益分别为0.78、0.92、1.05元（原预测25-27年为0.84、0.98、1.11元）。维持公司估值水平为25年的31倍市盈率，对应目标价24.18元，维持买入评级。

风险提示

宏观经济回暖不及预期、费用投放超预期。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,548	3,021	3,085	3,412	3,708
同比增长(%)	26.6%	18.6%	2.1%	10.6%	8.7%
营业利润(百万元)	397	486	502	589	675
同比增长(%)	26.4%	22.5%	3.4%	17.3%	14.5%
归属母公司净利润(百万元)	329	388	394	465	534
同比增长(%)	17.3%	18.0%	1.4%	18.1%	15.0%
每股收益(元)	0.65	0.77	0.78	0.92	1.05
毛利率(%)	62.4%	60.9%	62.1%	62.8%	63.4%
净利率(%)	12.9%	12.8%	12.8%	13.6%	14.4%
净资产收益率(%)	10.2%	11.7%	10.9%	11.4%	12.1%
市盈率	32.2	27.3	26.9	22.8	19.8
市净率	3.2	3.2	2.7	2.5	2.3

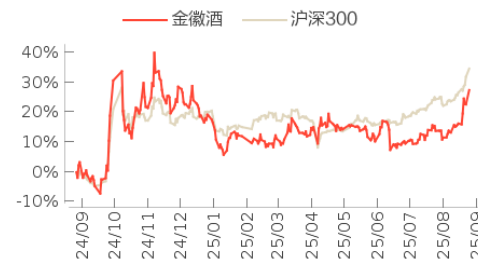
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2025年08月25日）	20.9元
目标价格	24.18元
52周最高价/最低价	23.57/15.08元
总股本/流通A股（万股）	50,726/50,726
A股市值（百万元）	10,602
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2025年08月28日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	9.94	12.06	14.08	25.83
相对表现%	4.52	3.77	-1.04	-8.49
沪深300%	5.42	8.29	15.12	34.32



证券分析师

叶书怀	yeshuhuai@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517090002
姚晔	yaoye@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524090006
燕斯娴	yansixian1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524080004

相关报告

三大主线产品稳健增长，费效提升费用率下降	2025-03-25
年份系列高增，省外增速强劲	2024-10-28
中高档势能持续向上，省内大本营强势增长	2024-04-23

长：——24Q1季报点评

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。