

## 公司研究

## 陇上名酒，深耕西北

## ——金徽酒（603919.SH）投资价值分析报告

## 要点

**甘肃白酒：经济发展支撑下白酒消费换挡升级，本土龙头份额较高。** 1) 甘肃省白酒市场容量接近百亿元，目前大众用酒主流价位百元以内、商务宴请以 150-200 元为主。对比安徽江苏，甘肃白酒消费仍处于从百元向 200 元价位升级阶段。近年来甘肃省以招商引资驱动经济发展，固定资产投资增速领先全国，低基数下后续经济发展潜力较足。2) 甘肃省地形狭长，叠加西北过去经济基础相对薄弱，并非全国名酒的核心市场，相比其他酒水大省竞争偏弱、地产酒在当地市占率较高。目前本土酒企占据一半以上份额，其中金徽酒份额约 20%+、近两年亦继续提升，其次为红川、滨河，其中滨河近两年经营策略较为激进、扩展步伐较快。

**金徽酒：陇南名酒，“二次创业”开启新征程。** 金徽酒地处被誉为“陇上江南”的陇南徽县，品牌历史悠久。2016 年在上交所上市，2018 年开启“二次创业”征程，2022 年公司实控权从豫园股份重回亚特集团，24 年实现营收 30.2 亿元，上市以来营收 CAGR 约 11%。公司核心管理层稳定、具备丰富的行业经验，持股计划深化员工及厂商利益共享，针对核心管理团队的业绩目标瞄准长期发展。

**多维度升级，省内产品结构优化，省外有序布局。** 1) 公司过去百元以下产品收入占比偏高，近年加快结构升级步伐，24 年 100 元以上产品收入占比达到 71%，2017-24 年酒类产品销量/吨价复合增速为 4.4%/7.0%，均价提升为主要贡献。省内以柔和金徽、世纪金徽为主，同时布局年份系列高端产品，柔和 H3 契合主流大众消费，H6 也在加大投放、培育 200 元价格带、紧抓大众消费升级趋势。2) 区域布局上，公司坚持“布局全国、深耕西北、重点突破”的战略路径，省内仍有较大发展空间，公司在陇东南地区已经具备扎实的渠道基础和品牌认知度，后续优势有望继续巩固。兰州市场投入较高，年份系列以品牌辐射为主，200 元价位以柔和系列为主，份额有望继续提升。河西作为弱势区域，公司重点培育 C 端消费者、维护核心终端，后续有望逐步见效。省外重点突破陕西/宁夏/青海/新疆等环甘肃区域，以实现西北市场资源聚焦、深度掌控，产品端以能量、柔和系列为主。北方以及华东市场处于培育阶段、将进一步聚焦核心样板市场。

**盈利预测、估值与评级：** 公司凭借区域品牌优势以及渠道精耕，有望受益于省内白酒发展升级，产品结构有望优化，同时有序推进环甘肃市场扩张。当前渠道包袱较轻，业绩确定性和成长性在板块内较为突出。我们预测公司 2025-27 年营收分别为 29.58/31.48/33.47 亿元，归母净利润分别为 3.76/4.09/4.43 亿元，当前股价对应 P/E 为 28/25/23 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

**风险提示：** 省内经济疲软，市场竞争加剧，省外拓展不及预期。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	2,548	3,021	2,958	3,148	3,347
营业收入增长率	26.64%	18.59%	-2.11%	6.43%	6.31%
净利润（百万元）	329	388	376	409	443
净利润增长率	17.35%	18.03%	-3.18%	8.76%	8.48%
EPS（元）	0.65	0.77	0.74	0.81	0.87
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.89%	11.68%	10.90%	11.32%	11.71%
P/E	32	27	28	25	23
P/B	3.1	3.1	3.0	2.9	2.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-12-25

## 增持（首次）

当前价：20.43 元

## 作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebscn.com

分析师：李嘉祺

执业证书编号：S0930523070005

021-52523658

lijq@ebscn.com

分析师：董博文

执业证书编号：S0930524030003

021-52523798

dongbowen@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	5.07
总市值(亿元):	103.63
一年最低/最高(元):	17.16/23.53
近 3 月换手率:	56.85%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.31	-0.56	-11.47
绝对	0.83	0.24	5.52

资料来源：Wind

## 投资聚焦

### 关键假设

**收入端：1) 高档产品：**25 年受限制用酒政策影响、增速有所放缓，后续伴随公司继续加强年份系列运作，预计高档产品仍具有一定成长性。预计 2025-2027 年高档产品营收增速分别为 12.5%/11.6%/11.7%。**2) 中档产品：**目前百元价位产品占比相对较高，后续将进一步向 200-300 元价格带的柔和系列培育升级。25 年行业环境波动下增长放缓，考虑公司加大柔和 H6 投放、能量金徽在省外市场的拓展，预计中档产品未来两三年仍将稳健增长。预计 2025-27 年中档产品营收增速分别为 2.0%/5.9%/5.5%。**3) 低档产品：**后续针对百元以内产品的资源投入相对较少、以自然动销为主，预计 2025-27 年低档产品营收增速分别为 -20%/+3%/+3%。

**盈利端：1) 毛利率：**公司持续优化产品结构，重点发展 100 元以上价位产品，包括金徽 28 年/18 年/柔和金徽/能量金徽产品系列，毛利率有望稳步提升。预测 2025-27 年综合毛利率为 61.45%/61.70%/61.96%。**2) 费用率：**考虑公司市场拓展、省外扩张仍处于投入阶段，消费者培育、品牌宣传等需要费用支持，预计销售费用率未来三年或仍处较高水平，预测 2025-27 年销售费用率维持在 20.5%。

### 我们区别于市场的观点

由于行业需求整体较为平淡，去库存、渠道调整为近年产业主旋律，市场对白酒企业中短期成长性存在担忧。我们认为甘肃省经济水平在低基数下受影响相对较小，且近年来省内加大招商引资、重视固定资产投资，经济发展潜力较足。对比安徽/江苏白酒市场过去的价格带升级，省内白酒消费价位仍具备提升潜力，且甘肃白酒市场仍处于小酒厂继续出清、市场份额向龙头集中的阶段，公司作为区域龙头具备较好的品牌认知度和渠道基础，经营节奏一直较为稳健，小区域内稳扎稳打，渠道包袱较轻，在当前环境下市占率有望进一步提升，短期来看业绩确定性和成长性在板块内较为突出。

### 股价上涨的催化因素

1) 省内经济发展带动白酒消费价格带加速升级。2) 公司在省内市占率提升较快、产品结构优化明显。3) 省外市场扩张加快、投入产出比较高。

### 估值与评级

金徽酒为陇酒龙头，伴随省内经济发展动能强化，甘肃白酒消费有望向上升级，公司凭借区域品牌优势以及渠道精耕，有望受益于省内白酒市场发展、进一步提高市占率，产品结构有望优化。同时，公司有序推进省外市场扩张，拓展环甘肃市场，业绩确定性和成长性在板块内较为突出。我们预测公司 2025-27 年营收分别为 29.58/31.48/33.47 亿元，归母净利润分别为 3.76/4.09/4.43 亿元，当前股价对应 P/E 为 28/25/23 倍，考虑公司当前 P/E 估值水平在板块内偏高，首次覆盖，给予“增持”评级。

# 目 录

<b>1、甘肃白酒：升级换挡，本土龙头份额集中</b>	<b>6</b>
1.1 经济发展支撑，白酒消费换挡升级	6
1.2 地产名酒占据较高份额	8
<b>2、金徽酒：陇南名酒，开启二次创业</b>	<b>9</b>
2.1 源自陇南，品牌历史悠久	9
2.2 二次创业开启新征程	10
2.3 员工与厂商利益共享	11
<b>3、多维度升级，转型发展布局全国</b>	<b>13</b>
3.1 结构升级，把握价格带换挡空间	13
3.2 省内深耕，省外有序布局	15
3.3 营销模式改革，扩大品牌影响力	18
<b>4、盈利预测、估值与评级</b>	<b>20</b>
4.1 收入端及盈利能力预测	20
4.1.1 收入端预测	20
4.1.2 盈利能力预测	21
4.2 相对估值	21
4.3 绝对估值	22
4.4 投资建议	23
<b>5、风险分析</b>	<b>23</b>

## 图目录

图 1: 西北五省白酒市场容量 (单位: 亿元) .....	6
图 2: 甘肃白酒产量及占全国白酒产量比重 .....	6
图 3: 甘肃省常住人口在内地省份中位列第 23 (截至 2024 年底) .....	6
图 4: 2024 年甘肃省人均 GDP 在内地省份中排名靠后 .....	6
图 5: 甘肃/安徽/江苏省人均 GDP 对比 (单位: 万元) .....	7
图 6: 甘肃省招商引资到位资金 (单位: 亿元) .....	7
图 7: 甘肃省省外招商引资项目 (单位: 个) .....	7
图 8: 2021-2023 年甘肃固定资产投资额增速基本快于全国 .....	8
图 9: 2024 年甘肃居民人均可支配收入增速位居全国第三 .....	8
图 10: 2020 年甘肃白酒市场竞争格局 .....	8
图 11: 西北五省地产酒龙头在当地市占率 .....	8
图 12: 甘肃省内地级市常住人口及人均 GDP .....	9
图 13: 甘肃省内地酒品牌分布 .....	9
图 14: 主要陇酒品牌销售收入 (亿元) .....	9
图 15: 金徽酒地处秦岭南麓森林河谷美酒区 .....	10
图 16: 金徽酒发展历史 .....	11
图 17: 金徽酒主要股权结构图 .....	12
图 18: 2017-22 年各产品系列收入复合增速 .....	14
图 19: 分档次产品系列收入占比 .....	14
图 20: 100 元以上产品销量贡献提升 .....	15
图 21: 产品结构优化下均价呈现上升趋势 .....	15
图 22: 公司分地区收入占比 .....	16
图 23: 2022 年公司在省内不同区域市占率 .....	16
图 24: 甘肃省内本土酒企营收 (单位: 亿元) .....	16
图 25: 2020 年以来省外经销商数量扩张明显 .....	17
图 26: 主要地产酒前五大客户销售额占比 .....	18
图 27: 主要地产酒单经销商收入体量贡献 (单位: 万元) .....	18
图 28: 公司广告宣传费以及在销售费用中的占比 .....	18
图 29: 公司冠名高铁专列 .....	19
图 30: 公司赞助环湖自行车赛事 .....	19
图 31: 公司对外扩张下 2020 年以后销售费用率明显提升 .....	19
图 32: 公司销售费用率在区域酒中处于较高水平 (2024 年) .....	19
图 33: 公司销售人员数量及占比 .....	19
图 34: 区域名酒销售人员数量占比 (2024 年) .....	19

## 表目录

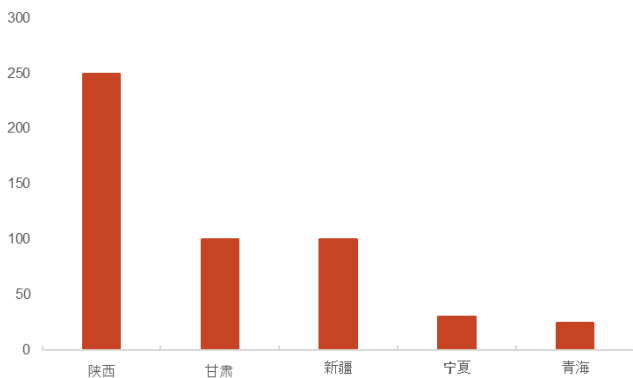
表 1: 甘肃省白酒分价格带主流产品 .....	8
表 2: 公司主要管理层介绍 .....	12
表 3: 2019-2023 年目标经营业绩指标 .....	13
表 4: 调整后目标经营业绩指标 (单位: 亿元) .....	13
表 5: 金徽酒产品矩阵 .....	13
表 6: 公司不同产品系列重点市场 .....	15
表 7: 公司近两年推动成立省外销售公司及互联网公司 .....	17
表 8: 公司分产品收入预测 .....	20
表 9: 公司毛利率及费用率预测 .....	21
表 10: 区域酒公司盈利预测与估值对比 .....	22
表 11: 绝对估值核心假设表 .....	22
表 12: 现金流折现及估值表 .....	23
表 13: 敏感性分析表 .....	23

# 1、甘肃白酒：升级换挡，本土龙头份额集中

## 1.1 经济发展支撑，白酒消费换挡升级

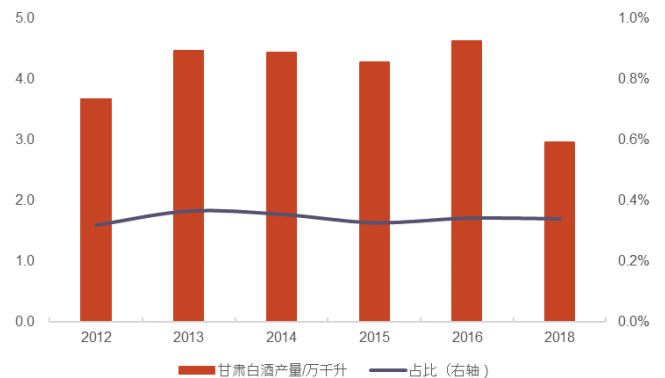
甘肃省白酒市场容量接近百亿，非传统的酒水大省。根据酒业家 2024 年 7 月发布的调研数据，甘肃省白酒市场规模约为 100 亿元左右，根据甘肃省酒业协会，23 年陇酒销售额估计突破 70 亿元。与其他地产酒龙头所在的省份相比，受制于人口基数与居民人均消费水平，甘肃省过去白酒容量有限（截至 2024 年底甘肃省常住人口约 2458 万、在内地各省份中排名靠后）。据统计局数据，2018 年甘肃省白酒产量约 2.95 万千升、占全国白酒产量约 0.34%。

图 1：西北五省白酒市场容量（单位：亿元）



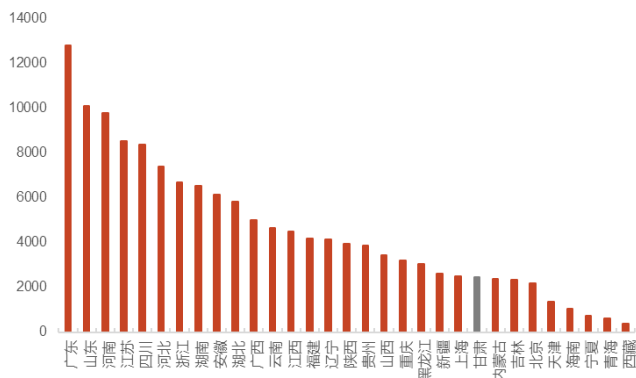
资料来源：酒业家，光大证券研究所，注：酒业家 2024 年 7 月发布的调研数据

图 2：甘肃白酒产量及占全国白酒产量比重



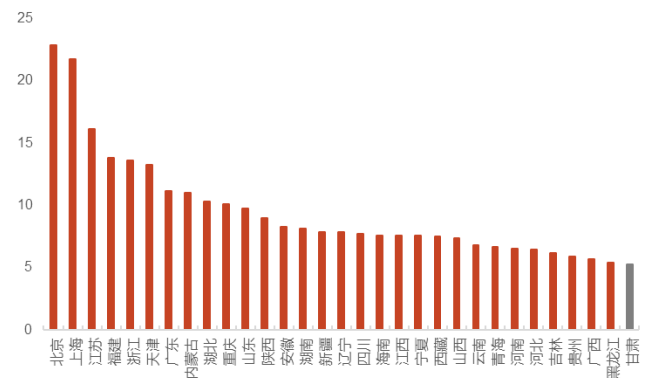
资料来源：国家统计局，光大证券研究所

图 3：甘肃省常住人口在内地省份中位列第 23（截至 2024 年底）



资料来源：国家统计局，光大证券研究所，单位：万人

图 4：2024 年甘肃省人均 GDP 在内地省份中排名靠后

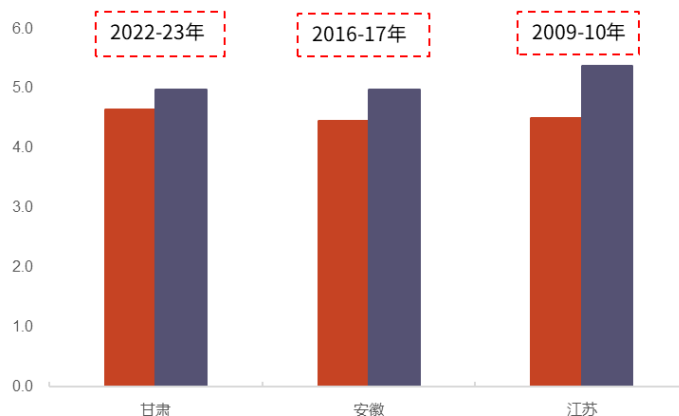


资料来源：国家统计局，光大证券研究所，单位：万元

甘肃白酒主流大众消费价位在 100 元左右，仍呈现一定的向上升级趋势。从人均 GDP 对比来看，2022-2023 年甘肃省人均 GDP 相当于安徽省 2016-2017 年、江苏省 2009-2010 年左右的水平，而安徽省白酒主流消费价位在 2016 年之后逐步向 200 元左右价位升级，江苏省主流消费价位升级更早、2012 年以天之蓝为代表的 300 元价格带已有一定规模。目前甘肃大众用酒主流价位在百元左右、

商务宴请以 150-200 元为主，整体看仍处于从百元左右向 200 元价位升级的阶段，100-300 元价格带或是未来主要放量点。

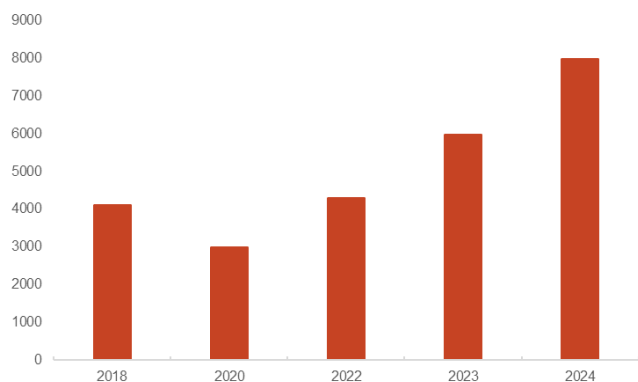
图 5：甘肃/安徽/江苏省人均 GDP 对比（单位：万元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

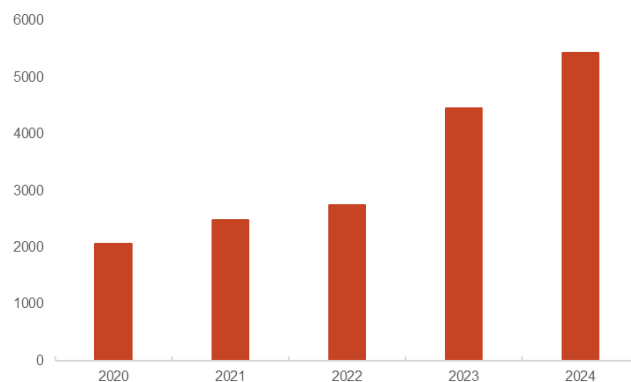
**23 年以来甘肃省加大招商引资、有望带动经济发展。** 23 年甘肃省加大启动投资项目，以招商引资驱动经济发展动能，24 年全省共实施省外招商引资项目 5431 个，到位资金 7969.9 亿、同比增长约 33.7%，签约金额万亿元以上（11508.97 亿元）、同比增长约 13.1%。2021-2023 年期间甘肃省固定资产投资累计同比增速基本领先于全国水平，24 年居民人均可支配收入增速位居全国前列，低基数下后续经济发展潜力较足。

图 6：甘肃省招商引资到位资金（单位：亿元）



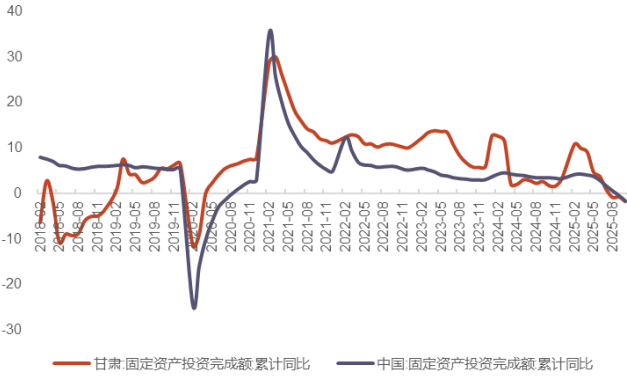
资料来源：甘肃省商务厅，光大证券研究所

图 7：甘肃省省外招商引资项目（单位：个）



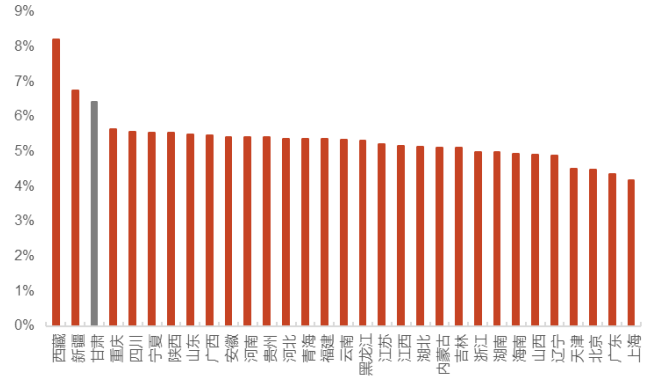
资料来源：甘肃省商务厅，光大证券研究所

图 8：2021-2023 年甘肃固定资产投资额增速基本快于全国



资料来源：Wind，光大证券研究所，单位：% ，截至 2025-10

图 9：2024 年甘肃居民人均可支配收入增速位居全国第三

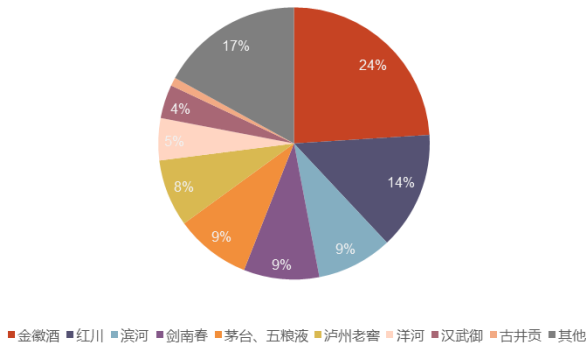


资料来源：Wind，光大证券研究所，注：名义增速

## 1.2 地产名酒占据较高份额

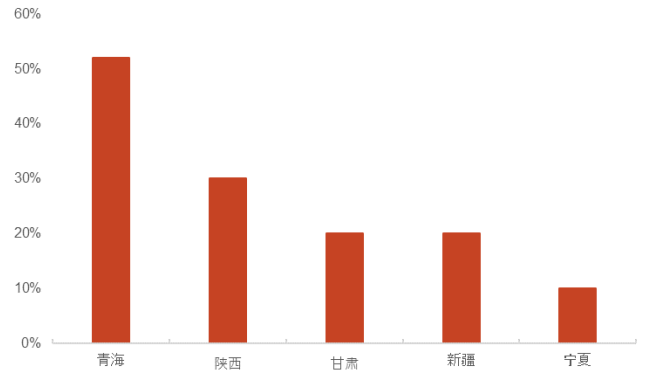
甘肃白酒市场地产酒的份额相对较高。甘肃省地形狭长，除区域品牌偏好之外，运输成本的限制也在过去为本土酒企创造了良好的发展环境，叠加西北过去经济基础相对薄弱、并非全国名酒的核心市场，虽然市场容量有限，但地产酒在当地较为强势。根据《酒类流通行业白皮书》，2019 年甘肃本土酒企流通规模占比达到 70%+，600 元以上高端市场更多由外来品牌把控，次高端和中低端价格带地产酒具有重要地位。虽然近几年外来名酒亦在布局西北市场，如五粮春 23 年在甘肃销售规模估计已超 10 亿元，但本土酒企仍能占据一半以上市场份额。据酒业家 24 年 7 月发布的调研数据，金徽酒在省内份额约 20%+、近两年亦继续提升，其次为红川、滨河，特别滨河近两年经营策略较为激进、扩展步伐较快。

图 10：2020 年甘肃白酒市场竞争格局



资料来源：乐酒圈，光大证券研究所

图 11：西北五省地产酒龙头在当地市占率



资料来源：酒业家，光大证券研究所，注：酒业家 2024 年 7 月发布的调研数据

表 1：甘肃省白酒分价格带主流产品

价格带	品牌	主要产品
500 元以上	省内品牌	金徽二十八年、滨河九粮液二十年
	省外品牌	飞天茅台、五粮液、国窖 1573、红花郎、青 30、剑南春、水井坊、洋河 M9/M6+、舍得
300-500 元	省内品牌	金徽十八年、柔和金徽 H9、滨河九粮液、汉武礼泉十八年、古河洲中华牡丹、红川锦绣陇南
	省外品牌	青 20、天之蓝、西凤三十年、汉酱、仁酒、五粮特曲
100-300 元	省内品牌	世纪金徽五星、柔和金徽 H3/H6、滨河九粮春、汉武御五星、沙窖、古河洲一品、红川五星、金成州
	省外品牌	五粮春、茅台王子酒/迎宾酒、海之蓝、金六福、小糊涂仙、习酒、衡水老白干、古井贡酒



汉，盛于唐宋，明清时期徽县成为闻名遐迩的酒乡。该地区水域资源丰富、呈弱碱性，易于形成本地特色适宜酿酒的微生物菌系，属于优质的酿酒用水。不可复制的生态酿酒环境和独有的酿造工艺，造就了金徽酒“生态酿造、低温甜润”的特有品质。

**百年窖泥，国槐酒海。**公司承继原“永盛源”“宽裕成”等烧酒作坊遗留的老窖池及窖泥，并通过窖池建筑技术、护窖方式及起糟工艺的改进，使产品具有的“只有窖香，没有泥味”的特点更加突出。金徽酒拥有明清时期以来保存完好的国槐酒海，为国内藏有并使用国槐酒海数量最多的白酒生产企业，通过“以柜储酒，以酒养柜”的方式，专门用于贮存优质酒。

**“三低三长”酿造工艺，塑造金徽品质。**生产工艺方面，金徽酒在继承传统固态酿酒工艺基础上，通过“三低”工艺（低温入窖、低温发酵、低温馏酒）和“三长”工艺（窖龄年份长、发酵周期长、储酒时间长），使得产品口感绵柔甜润的同时更加沉香醇厚。

**图 15：金徽酒地处秦岭南麓森林河谷美酒区**



资料来源：公司公告，光大证券研究所

## 2.2 二次创业开启新征程

**1951-2005 年：品牌历史悠久，曾遇困境宣告破产。**1951 年，地方国营金徽酒厂在“恭信福、永盛源、万盛魁”等白酒作坊的基础上组建成立，是全省建厂最早的中华老字号白酒酿造企业和全国首批获准国家注册的白酒品牌。上世纪五十年代至七十年代，金徽酒成为甘肃名酒。1977 年，公司成功研发陇南春酒，九十年代公司因经营不善陷于困境，2004 年宣告破产并在第二年出让给甘肃金徽酒业集团有限责任公司。

**2006-2016 年：亚特接手“一次创业”，改革成功逆袭上市。**2006 年，甘肃亚特投资集团（以下简称“亚特”或“亚特集团”）通过资本运作开启对金徽酒的独资经营模式。2007 年，金徽酒通过改革创新进入发展新时代。2009 年，亚特投资设立金徽酒业有限公司，收购甘肃金徽与白酒经营相关的资产和业务，丰富白酒产品种类。2012 年，金徽酒销售规模突破 10 亿元，成为西北白酒强势品牌。2016 年 3 月，公司在上海证券交易所 A 股上市。

**2017-2019 年：开启“二次创业”征程，积极推进内部改革。**2017 年，金徽酒新的现代化白酒酿造车间全面投产，2018 年，董事长周志刚在经销商大会上发出“二次创业”新征程的号召，在白酒行业进入存量竞争的环境下，公司积极推进内部改革，围绕“量质并举，挖潜降耗，以服务促管理，加快公司高质量发展”的总体思路开展生产经营工作。

**2020年至今：2020年豫园股份入主金徽，2022年亚特重得控股权。**2020年5月，豫园股份以协议转让的方式受让亚特集团持有公司30%股份，成为公司控股股东。同年9月，豫园股份全资孙公司海南豫珠以要约收购的方式增持公司8%的股份，至此豫园股份及其一致行动人海南豫珠合计持有公司38%的股份。2022年9月，豫园股份通过协议转让方式向亚特集团、陇南科立特转让公司13%股份，公司控股股东重新变回亚特集团。

**图 16：金徽酒发展历史**

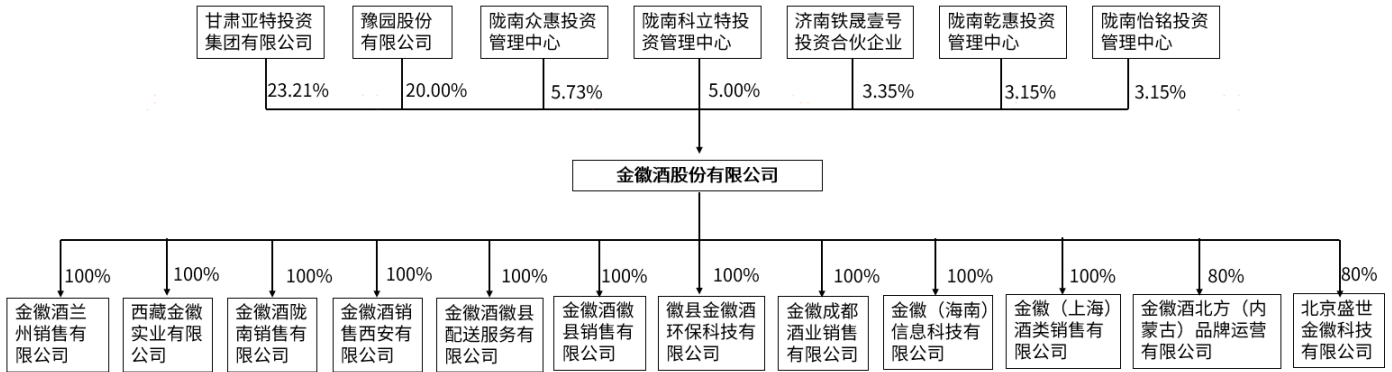


资料来源：Wind，公司官网，光大证券研究所

## 2.3 员工与厂商利益共享

**公司实控权重回亚特集团，激励机制较为完善。**金徽酒实控权于2022年重回甘肃亚特投资集团，后续豫园股份持有股权进一步减持至20%。截至2025年三季度末，亚特集团和豫园股份分别为公司第一、第二大股东，陇南众惠、陇南科立特、陇南怡铭、陇南乾惠分别持股5.73%/5.00%/3.15%/3.15%，其中陇南科立特为亚特集团一致行动人，陇南众惠、陇南怡铭、陇南乾惠为亚特集团及金徽酒高管持股，从而与管理层利益形成绑定。此外，公司2018年发布非公开发行A股股票预案，发行对象包括第一期员工持股计划、华龙证券-金徽酒正能量1号集合资产管理计划等，2019年实施认购。其中第一期员工持股计划参与员工由11名董事、监事、高级管理人员及其他不超过680人的核心员工构成，华龙证券-金徽酒正能量1号集合资产管理计划由优秀经销商相关人员持股，自上而下的激励机制较为完善。

图 17: 金徽酒主要股权结构图



资料来源：公司公告，光大证券研究所，注：截至 2025 年三季度末

公司管理层较为稳定且经验丰富。董事长周志刚自 2009 年 12 月以来担任公司董事长兼总裁，迄今为止已超过十五年，具备丰富的企业管理经验，核心高管王宁等加入公司多年，具备丰富的酒类一线销售经验。

表 2: 公司主要管理层介绍

姓名	职务/简介
周志刚	曾任天水市洛坝铅锌矿会计主管、甘肃徽县锌业有限公司总经理等。2009 年被评为甘肃省第七届“优秀青年企业家”，2010 年被评为“甘肃省劳动模范”，当选为甘肃省第十二届、十三届人民代表大会代表，甘肃省工商联第十一届、第十二届副主席，政协甘肃省第十三届委员会委员；2023 年 2 月至今担任亚特集团董事，2009 年 12 月至今担任公司董事长兼总裁。
廖结兵	曾任济南圣泉集团股份有限公司销售公司经理、广州珠江云峰酒业有限公司大区销售经理、北京盛初营销咨询有限公司副总裁，2010 年 7 月至 2012 年 4 月担任公司总经理助理；2012 年 4 月至 2020 年 10 月担任公司董事；现任金徽酒销售西安有限公司总经理、金徽（上海）酒类销售有限公司总经理，2012 年 4 月至今担任公司副总裁。
唐云	曾任徽县柳林铅锌选矿厂车间主任、徽县鸿远矿业有限公司厂长、甘肃金徽酒业集团有限责任公司生产部经理、公司生产部经理、公司职工代表监事，2016 年 4 月至今担任公司副总裁。
黄小东	曾任甘肃宝徽实业集团有限公司统计经理、甘肃成州锌业有限责任公司采购经理、甘肃亚特投资集团有限公司部门经理、甘肃金徽酒业集团有限责任公司部门经理、公司供应部经理、总经理助理；现任徽县金徽酒环保科技有限公司总经理、金徽（海南）信息科技有限公司总经理，2019 年 8 月至今担任公司副总经理。
王宁	曾任公司市场管理部经理、销售大区经理、柔和产品事业部总经理、公司总经理助理。现任金徽酒兰州销售有限公司、金徽酒陇南销售有限公司、西藏金徽实业有限公司、金徽成都酒业销售有限公司总经理，2019 年 8 月至今担任公司副总裁，2022 年 12 月至今担任公司董事。
石少军	曾任国泰君安证券股份有限公司创新投行部执行董事、保荐代表人。2017 年 11 月至 2020 年 10 月担任公司董事，2017 年 9 月至 2022 年 3 月担任公司董事会秘书；2022 年 3 月至今担任公司副总裁，2023 年 1 月至今担任公司首席人力资源官，2022 年 12 月至今担任公司董事。
王永强	曾任内蒙古河套酒业集团股份有限公司董事、总经理，内蒙古河套投资股份有限公司总裁、内蒙古河套酒业集团股份有限公司监事会主席；2022 年 8 月至今担任公司副总裁。
郑飞	曾任东方钢铁电子商务有限公司 IT 部项目经理、上海宝信软件股份有限公司协同商务事业部高级项目经理、上海复星高科技(集团)有限公司智能科技部 IT 总监、上海复星高科技集团财务有限公司信息科技部总经理；2021 年 9 月至今任金徽酒股份有限公司首席数字官，2023 年 3 月至今担任公司副总裁。
谢小强	高级会计师职称，具有注册会计师、注册税务师资格，曾任天水百货大楼有限公司华联商厦财务部长、天水绿地房地产开发有限公司财务部长、公司财务部副经理；现任金徽酒徽县销售有限公司、金徽酒徽县配送服务有限公司总经理，2012 年 9 月至今担任公司财务总监。
任岁强	曾在公司办公室、法律事务部、证券事务部任职；2017 年 4 月至 2022 年 3 月担任公司证券事务代表；2022 年 3 月至今担任公司董事会秘书。

资料来源：公司公告，光大证券研究所

**核心管理团队业绩目标锚定长期发展。**2019 年，公司与核心管理团队就未来五年经营业绩目标及薪酬奖惩事项签署了《业绩目标及奖惩方案协议》。协议规定当满足当年业绩指标要求时，业绩目标对象可获得当期兑付的 50%奖励金额，剩余 50%存入奖励奖金池，待业绩目标期间届满后统一结算，当年不满足业绩指标要求时，则向业绩目标对象实施惩罚金额。考虑 2020 年以来疫情影响，原

协议中设定的考核目标和当下公司发展环境存在较大差异,公司 22 年调整协议,将协议执行期延长至 2024 年,2022/2023 年营业收入、净利润指标分别延后一年,并取消扣罚方案,23/24 年公司实现营收 25.48/30.21 亿元、营收目标顺利达成。

表 3: 2019-2023 年目标经营业绩指标

目标经营业绩指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2018-23 年 CAGR
营业收入/亿元	16.20	18.30	21.00	25.00	30.00	15%
扣非归母净利润/亿元	2.80	3.20	3.80	4.70	6.00	19%
业绩目标对象	周志刚、王宁、廖结兵、徐文海、唐云、黄小东、石少军、谢小强、张斌					
提取奖励薪酬门槛	当年扣非归母净利润率 $\geq$ 12%					

资料来源:公司公告,光大证券研究所

表 4: 调整后目标经营业绩指标 (单位: 亿元)

年份	调整前		调整后	
	目标营业收入	目标扣非归母净利润	目标营业收入	目标扣非归母净利润
2022 年	25.00	30.00	21.00	3.80
2023 年	4.70	6.00	25.00	4.70
2024 年	-	-	30.00	6.00

资料来源:公司公告,光大证券研究所




## 3、多维度升级, 转型发展布局全国

### 3.1 结构升级, 把握价格带换挡空间

产品矩阵完善, 23 年顺应发展趋势调整产品口径。公司主营浓香型白酒, 产品系列主要包含金徽年份、金徽老窖、能量金徽、柔和金徽、世纪金徽和金奖金徽, 其中年份和老窖系列定位高端产品, 柔和、能量系列定位次高端, 世纪金徽、金奖金徽以大众消费为主。2023 年为顺应高端化发展趋势, 公司对产品披露口径进行调整, 按照出厂价 300 元/500ml (高档)、100-300 元/500ml (中档)、100 元及以下/500ml (低档) 重新划分。

表 5: 金徽酒产品矩阵

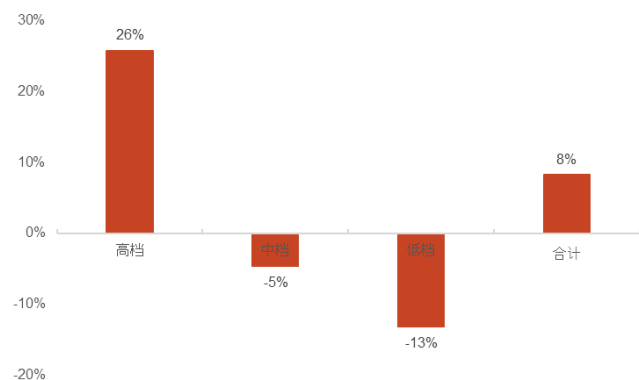
系列	产品	零售价格 (元)	规格	度数	主要市场	产品图片
金徽年份系列	金徽 28	1090	500ml	50 度	甘肃	
	金徽 18	458	500ml	46 度		
金徽老窖系列	金徽老窖 180	948	500ml	45 度	华东地区	
	金徽老窖 120	648	500ml	42 度		
	金徽老窖 90	358	500ml	42 度		
能量金徽系列	能量金徽 1 号	358	500ml	52 度	陕西、宁夏、内蒙等	
	能量金徽 2 号	218	500ml	48 度		
	能量金徽 3 号	138	500ml	45 度		
柔和金徽系列	柔和金徽 H9	340	500ml	50 度	甘肃、青海、新疆等	

	柔和金徽 H6	220	500ml	46 度	
	柔和金徽 H3	138	500ml	45 度	
世纪金徽系列	世纪金徽五星	198	500ml	52 度	
	世纪金徽红五星	288	500ml	50 度	
	世纪金徽四星	118	500ml	52 度	
金奖金徽系列	金奖金徽 1988	168	500ml	46 度	
	金奖金徽 1993	148	500ml	46 度	
	金奖金徽 2018	98	500ml	46 度	

资料来源：公司公告，公司官网，光大证券研究所，注：统计时间为 2025-12，零售价来自金徽酒官方商城小程序

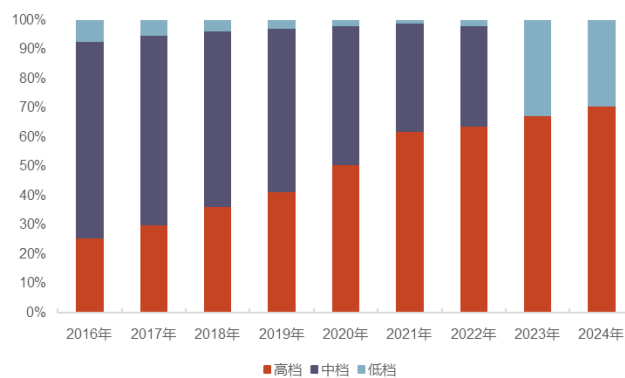
**中档及高档产品收入占比提升，拉动产品均价逐年提升。**公司过去百元以下产品收入占比偏高，2018 年开启“二次创业”，加快产品结构升级步伐，2017-22 年公司高档产品（出厂价 100 元/500ML 以上）营收从 4.0 亿元增长至 12.7 亿元，CAGR 达 25.7%，2022 年高档产品收入占比超过 60%。23/24 年 100 元以上产品（按照披露口径为中档和高档产品合计）收入进一步提升至 17/21 亿元、占比约 67%/71%。结构优化带动均价提升，2017-24 年公司酒类产品销售量/吨价复合增速 4.4%/7.0%，均价提升为营收增长的主要贡献来源。

图 18：2017-22 年各产品系列收入复合增速



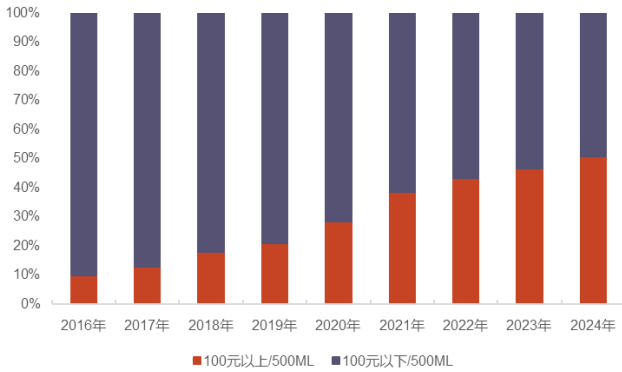
资料来源：公司公告，光大证券研究所，注：低档产品为出厂价 30 元/500ml 以下产品，中档产品为出厂价 30-100 元/500ml 产品，高档产品为出厂价 100 元/500ml 以上产品

图 19：分档次产品系列收入占比



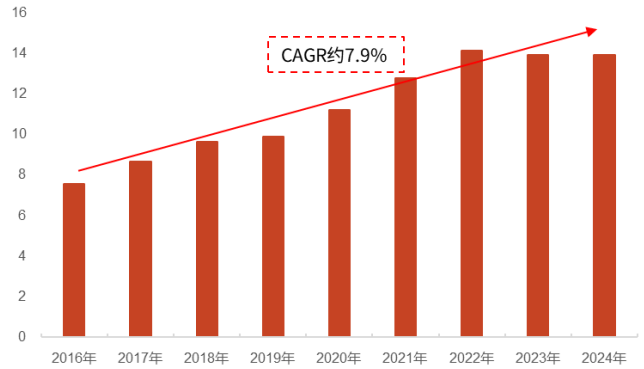
资料来源：公司公告，光大证券研究所，注：2023/24 年按照高档产品为 100 元以上/500ML 统一口径

图 20: 100 元以上产品销量贡献提升



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 21: 产品结构优化下均价呈现上升趋势



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所, 单位: 万元/千升

省内以年份和柔和系列为主, 重点产品因地制宜, 把握价格带升级空间。公司在省内产品以 100-300 元价位的柔和金徽 (H3/H6/H9)、世纪金徽较为流行, 同时布局年份系列高端产品, 其中柔和 H3 契合省内主流大众消费、销售占比较高, 柔和 H6 也在加大布局, 在省内培育 200 元价格带、紧抓大众消费升级趋势。高端产品以年份系列为主力, 金徽 28 年以塑造品牌标杆为主、重点发展团购, 金徽 18 年主要针对商务消费、在 400-500 元价位仍有较大空间。世纪金徽系列中, 金徽四星在县乡农村地区消费居多, 100-200 元价位的五星近两年销量增速相对较好, 世纪金徽系列在省内耕耘时间较久、具备扎实的消费者认知度与渠道密度。省外陕西、宁夏、内蒙古以能量系列为主, 青海主推柔和系列, 新疆以柔和和世纪系列为主、此前亦有部分能量产品。此外金奖金徽系列在投放策略上侧重陕西、内蒙, 华东以定位相对较高的老窖系列为主。

表 6: 公司不同产品系列重点市场

产品系列	主要销售区域
金徽年份系列	甘肃, 其他地区作为品牌培育
金徽老窖系列	华东地区
能量金徽系列	陕西、宁夏、内蒙古、新疆
柔和金徽系列	甘肃、青海、新疆等
世纪金徽系列	甘肃、新疆等
金奖金徽系列	陕西、内蒙古

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

### 3.2 省内深耕, 省外有序布局

区域布局上, 公司坚持“布局全国、深耕西北、重点突破”的战略路径。公司当前在省内市占率约 25%, 过去以传统的深度分销模式为主, 目前仍有较大发展空间, 具体来看:

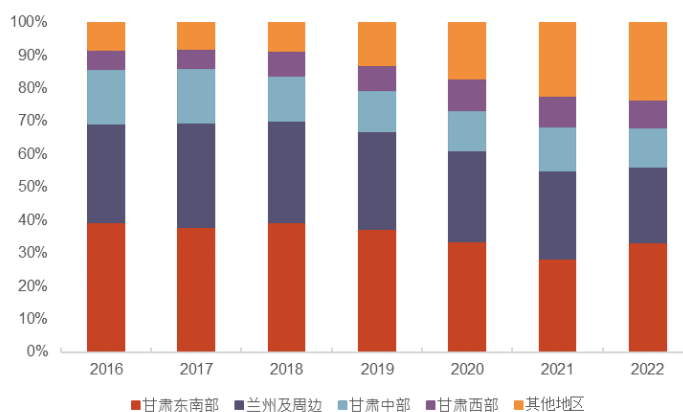
1) **陇东南地区:** 22 年收入占比约 33%, 为公司传统优势市场, 公司在陇东南市占率达到 40%左右。陇东南 (陇南、天水、定西等) 人口较为密集、但是人均消费水平在省内相对落后, 主流白酒消费价格带相对较低。公司在大本营市场经过长期耕耘, 已经具备扎实的渠道基础和品牌认知度, 后续渠道和品牌优势有望继续巩固。

2) **兰州及周边地区:** 22 年兰州及周边收入占比约 23%, 公司在兰州市占率约 25%-30%。兰州常住人口在省内位列第一、人均 GDP 排名前列, 是省内白酒消费的高地市场。公司针对兰州市场的投入相对较多, 高端的金徽年份系列当前以品牌辐射为主, 有望发挥地缘优势、加大客户服务和投入, 通过当地政商务圈层

提高金徽 28 年的影响力。200 元价位以柔和系列为主、增长较为亮眼，份额有望继续提升。

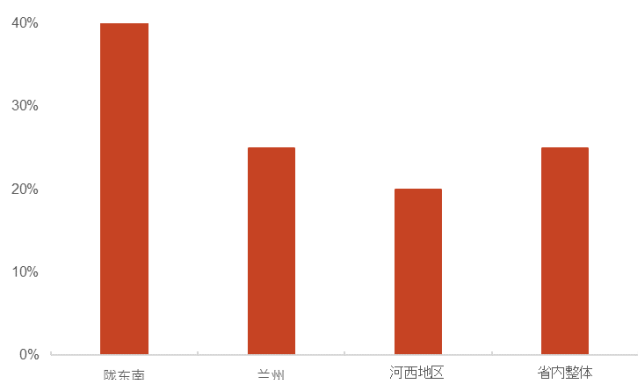
**3) 河西地区：**河西地区对公司销售贡献较低、22 年甘肃西部区域收入占比约 8.5%，公司在河西地区市占率相对较低、作为弱势区域有待进一步强化。一方面河西地区本地酒厂较为分散（滨河、汉武御酒、皇台、五谷传奇、酒泉酒等），规模较大的如滨河在张掖竞争优势较强、对外来品牌存在挤压，另一方面河西走廊地形狭长、各城市之间距离较远，市场拓展需要一定时间。公司目前在河西地区通过 C 端培育消费者、加强品牌认知度、维护核心终端，后续有望逐步见效。

图 22：公司分地区收入占比



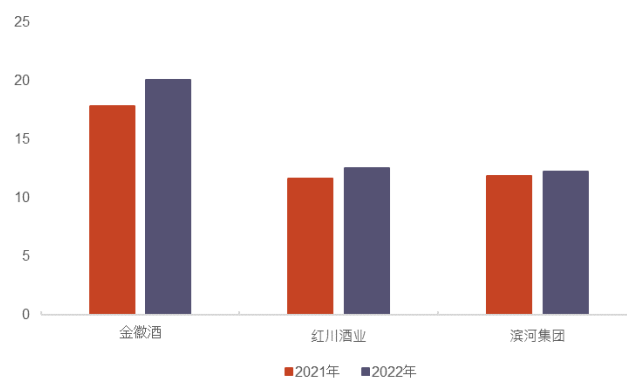
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 23：2022 年公司在省内不同区域市占率



资料来源：公司业绩交流，光大证券研究所

图 24：甘肃省内本土酒企营收（单位：亿元）



资料来源：公司公告，名酒观察，光大证券研究所

**以省内为大本营，突破甘肃周边市场。**省外扩张方面，陕西、宁夏、青海、新疆等环甘肃区域为公司需打造的第二梯队市场，以实现西北市场资源聚焦、深度掌控，将省内品牌知名度辐射到周边省份，产品端以能量、柔和系列为主。西北主要省份如青海、新疆市场竞争烈度相对较低，公司仍有突破空间，其中陕西为省外规模最大的市场之一，公司以正能量系列为核心，并引入金奖系列以及年份系列，24 年开始，考虑到陕西市场的发展瓶颈，公司在陕西进行了区域聚焦，将资源重点投入西安、宝鸡、咸阳等关中地区，并且进行营销模式的调整转型，25 年陕西市场调整到位趋势向好。青海市场以柔和系列为主、主推 H6，新疆调整完毕后以星级和柔和系列为主，另外通过年份系列树立品牌形象，渠道端重点筛选核心终端、提升单点规模，在稳步扩张的同时优先保证终端质量，围绕终端背后的客户强化 C 端培育，目前保持稳步向上的趋势。

北方以及华东市场处于培育阶段、将进一步聚焦核心样板市场。公司 21 年 8 月公告成立上海、江苏销售公司，在复星集团赋能下进军华东市场，华东地区主要以金徽老窖系列产品为主，200-600 元的价格带符合当地主流价位。公司在华东定位商务团购为主，目前资源进一步聚焦江苏河南核心样板市场。22 年底公司在内蒙古成立合资公司，主要运作北方市场（内蒙古、河北、天津、北京及东北地区）。另外，22 年公司成立互联网销售公司并组建团队，强化消费者活动以及品牌曝光等，23 年互联网营收实现翻倍以上增长，24 年亦实现较高增速。

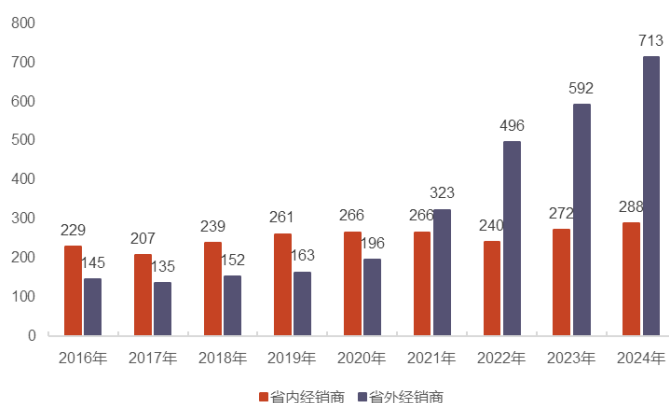
表 7：公司近两年推动成立省外销售公司及互联网公司

时间	销售公司
2021 年 8 月	公司公告为积极拓展华东市场、进一步提升品牌竞争力和影响力，拟在华东地区投资设立金徽酒（上海）销售有限公司。上海公司拟在江苏省设立一家白酒销售公司，并招募经营团队，负责江苏销售公司的具体运营管理工作。目前公司直接控股金徽（上海）销售有限公司、间接控股金徽酒销售江苏有限公司。
2022 年 8 月	公司公告为积极布局全国市场、持续深耕西北市场，拟在内蒙古地区投资设立合资公司，主要负责公司指定产品在内蒙古、河北、天津、北京及东北地区的品牌运营及市场销售工作。目前公司直接控股金徽酒北方（内蒙古）品牌运营有限公司。
2022 年 3 月	公司公告为推动线上业务快速增长、创新经营机制，进一步提升品牌竞争力和影响力，拟在北京设立互联网销售公司。目前公司直接控股北京盛世金徽科技有限公司，专门负责金徽酒产品在互联网平台的营销工作。

资料来源：公司公告，光大证券研究所

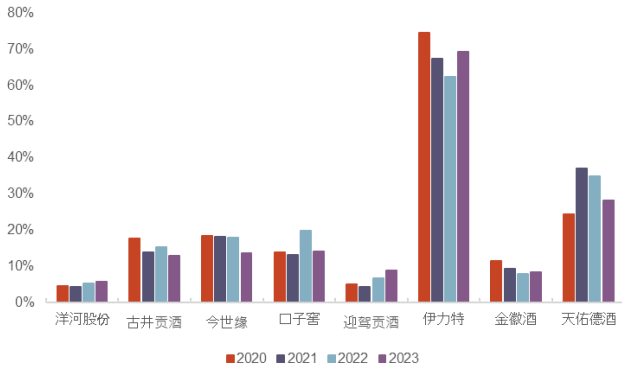
省外经销商加速拓展，小商为主稳扎稳打，省内经销商数量平稳、侧重精细化布局。自公司提出布局全国战略以来，省外经销商数量加速拓展，截至 2024 年末省外经销商数量 713 个、相比 2020 年末净增 517 家。从渠道模式看，公司偏向于小商制，避开传统大商的激烈竞争，华东市场先以团购培育为主，侧重于从 C 端突破，稳扎稳打树立品牌形象。省内经销商数量相对平稳，公司通过 2009 年“千网工程”以及 2013 年“金网工程”，实现渠道精细化布局，近年来在深度分销的基础上提出 C 端置顶、推进大客户运营，省内市场实行一县一策精准运营，根据地优势有望继续夯实。

图 25：2020 年以来省外经销商数量扩张明显



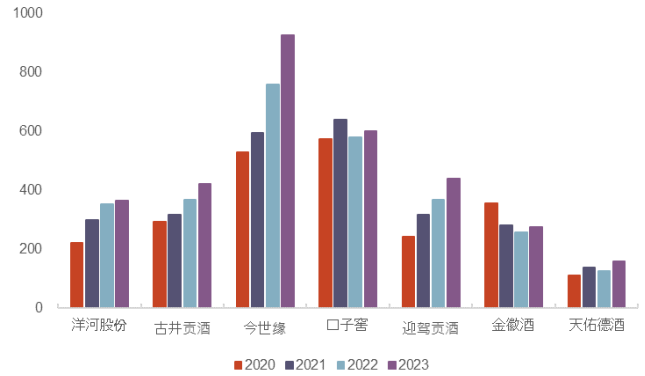
资料来源：公司公告，光大证券研究所，单位：家

图 26: 主要地产酒前五大客户销售额占比



资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所

图 27: 主要地产酒单经销商收入体量贡献 (单位: 万元)



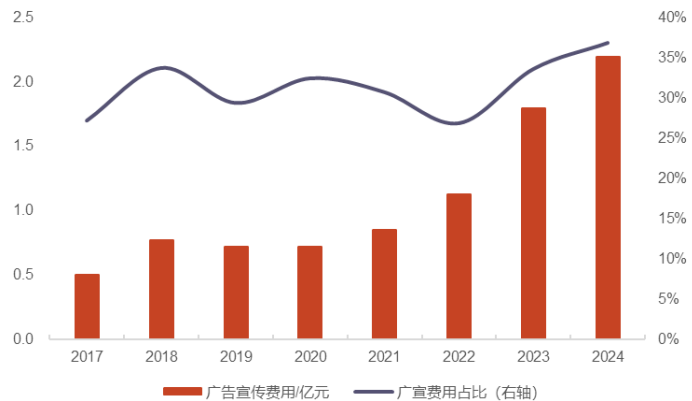
资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所

### 3.3 营销模式改革, 扩大品牌影响力

营销模式转向“品牌引领+渠道动销”双轮驱动, C 端置顶注重消费者培育。作为地产酒龙头, 公司 2020 年以前营销模式以深度分销为主、注重渠道建设的深度, 省内实施“不饱和营销”, 省外实施“不对称营销”, 根据不同市场因地制宜。2020 年开始从“深度分销”向“深度分销+大客户运营”双轮驱动转变, 成立大客户部, 积极推进大客户运营, 并且围绕 C 端置顶、对于消费者运营的重视明显提升。2022 年起全面推进“品牌引领+渠道动销”双轮驱动, 开展如“名酒进名企”、“金徽高端品鉴会”、“樱花春酿回厂游”等主题活动。

打造金徽品牌 IP, 多渠道开展广告宣传提升品牌影响力。2023 年以来, 公司为打造金徽品牌 IP 多渠道开展广告宣传活动, 一是升级品牌视觉形象和产品 VI、升级产品传播广告语, 二是在西北和华东 49 个重点城市联动开展一场一站广告投放、高铁专列冠名, 三是通过抖音、视频号等推广加大新媒体传播力度, 四是开展各项体育赛事赞助、大型展会等。2021 年开始公司广告宣传费用逐年提升, 至 2024 年在销售费用中占比达到 37%。伴随各项品牌推广, 公司在西北等重点市场的品牌知名度和影响力有望扩大, 消费者品牌认知度有望强化。

图 28: 公司广告宣传费以及在销售费用中的占比



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

图 29：公司冠名高铁专列



资料来源：金徽酒公众号，光大证券研究所

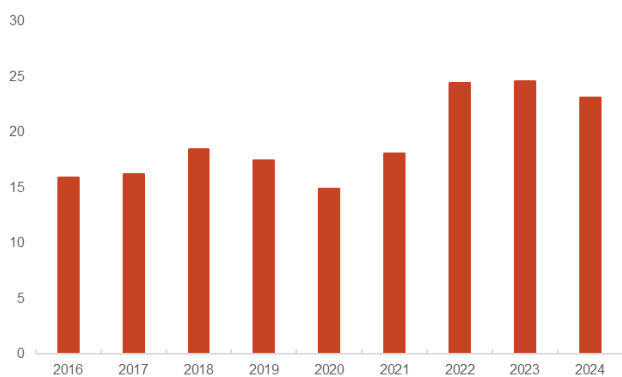
图 30：公司赞助环湖自行车赛事



资料来源：金徽酒公众号，光大证券研究所

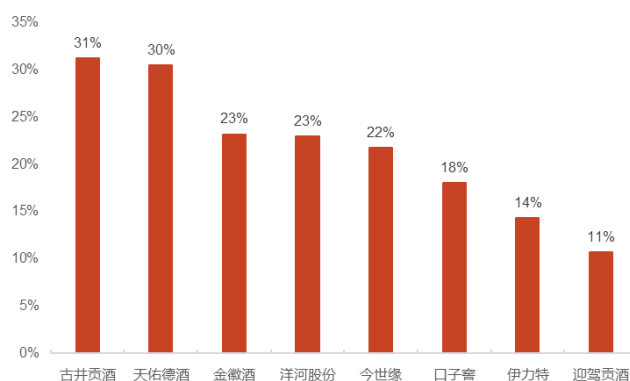
2021 年以来销售费用投入较高，后续省内有望发挥规模效应、省外营收起量下费用率具备优化空间。考虑公司近年加大广告宣传和品牌建设，将更多资源倾向终端和消费者，特别省外市场在培育阶段需要前置性费用投入，省内市场竞争依旧激烈，2021 年以来公司销售费用率有所提升，对比其他区域名酒亦处于偏高水平，2020 年以来公司销售人员数量也有明显扩张。后续伴随省内市占率提升、产品向中高端价格带升级、省外市场规模逐步起量，规模效应下费用率有望优化。

图 31：公司对外扩张下 2020 年以后销售费用率明显提升



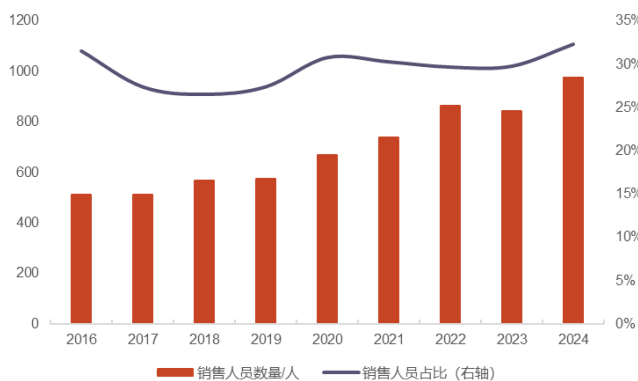
资料来源：Wind，光大证券研究所，单位：%

图 32：公司销售费用率在区域酒中处于较高水平（2024 年）



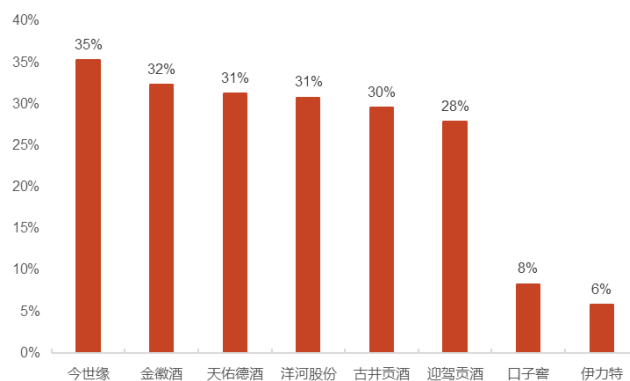
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 33：公司销售人员数量及占比



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 34：区域名酒销售人员数量占比（2024 年）



资料来源：Wind，光大证券研究所

## 4、盈利预测、估值与评级

### 4.1 收入端及盈利能力预测

#### 4.1.1 收入端预测

**1) 高档产品：**按照 23 年划分标准调整，为出厂价 300 元/500ML 以上产品，主要包括金徽年份系列、金徽老窖系列等。24 年高档产品营收约 5.7 亿元、同比增长 41%，低基数下增速较为突出，其中销量贡献较为突出，均价受品鉴赠酒等投入影响或有所波动，25 年受限制用酒政策影响、收入增速有所放缓（25 年前三季度收入同比增速 13.8%），后续伴随公司继续加大年份系列（金徽 28 年/金徽 18 年）运作，预计高档产品销量仍具有一定成长性，均价受相关费用投入影响，预计仍有小幅下滑，后续或有望收窄。我们预计 2025-2027 年高档产品营收同比增速分别为 12.5%/11.6%/11.7%，其中销量同比增速分别为 16%/15%/14%，均价同比增速为-3%/-3%/-2%。

**2) 中档产品：**为出厂价 100-300 元/500ML 产品，主要包括柔和金徽、金徽正能量、世纪金徽五星等产品系列。24 年中档产品营收约 14.9 亿元，同比增长 15.4%，营收贡献相对较高。目前百元价位产品占比相对较高，后续将进一步向 200-300 元价格带的柔和系列培育升级。25 年行业环境波动下增长放缓（25 年前三季度收入同比增长 2.4%），考虑公司加大柔和 H6 投放、能量金徽在省外市场的拓展，预计中档产品未来两三年销量仍将稳健增长，均价一方面受费用投入影响，另一方面产品结构升级有一定带动，预计后续相对稳定。我们预计 2025-27 年中档产品营收增速分别为 2.0%/5.9%/5.5%，其中销量增速分别为 3%/7%/6%，均价增速分别为-1%/-1%/-0.5%。

**3) 低档产品：**为出厂价 100 元/500ML 以内产品，主要包括世纪金徽四星/三星/二星、金徽陈酿等，公司近年优化产品结构，百元以下产品占比明显降低。24 年低档产品营收约 8.5 亿元、同比增长 4.0%，25 年前三季度收入同比下滑 23.6%，后续针对百元以下产品的资源投入相对较少、以自然动销为主，考虑三星四星等产品在省内乡镇市场基础较好，预计后续小幅增长。我们预计 2025-27 年低档产品营收增速分别为-20%/+3%/+3%。

**4) 其他业务收入：**占比较低，预计 2025-27 年保持 5%的收入增速。

综上，我们预测公司 2025-27 年营收分别 29.58/31.48/33.47 亿元，同比 -2.11%/+6.43%/+6.31%。

表 8：公司分产品收入预测

产品	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>高档产品收入/亿元</b>	4.01	5.66	6.37	7.11	7.94
同比	37.13%	41.17%	12.52%	11.55%	11.72%
销售量/千升	781.05	1248.16	1447.87	1665.05	1898.15
同比	51.88%	59.81%	16%	15%	14%
均价 (万元/千升)	51.37	45.38	44.02	42.70	41.85
同比	-9.71%	-11.66%	-3%	-3%	-2%
<b>中档产品收入/亿元</b>	12.88	14.87	15.16	16.06	16.94
同比	32.28%	15.38%	1.97%	5.93%	5.47%
销售量/千升	7573.42	9318.94	9598.51	10270.40	10886.63
同比	35.78%	23.05%	3%	7%	6%
均价 (万元/千升)	17.01	15.95	15.79	15.63	15.56

同比	-2.58%	-6.23%	-1%	-1%	-0.5%
低档产品收入/亿元	8.16	8.49	6.79	6.99	7.20
同比	14.22%	3.99%	-20%	3%	3%
销售量/千升	9625.61	10263.74	8210.99	8457.32	8711.04
同比	21.18%	6.63%	-20%	3%	3%
均价 (万元/千升)	8.48	8.27	8.27	8.27	8.27
同比	-5.74%	-2.47%	0%	0%	0%
其他业务收入/亿元	0.42	1.19	1.25	1.32	1.38
营业收入/亿元	25.48	30.21	29.58	31.48	33.47
同比	26.64%	18.59%	-2.11%	6.43%	6.31%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

### 4.1.2 盈利能力预测

**毛利率：**公司持续优化产品结构，重点发展 100 元以上价位产品，包括金徽 28 年/18 年/柔和金徽/能量金徽产品系列，毛利率有望稳步提升。我们预测 2025-27 年综合毛利率为 61.45%/61.70%/61.96%，其中高档产品毛利率为 75.20%/75.25%/75.30%，中档产品毛利率分别为 63.5%/63.5%/63.5%，低档产品毛利率为 50.7%/50.7%/50.7%。

**费用率：1) 销售费用率：**考虑公司市场拓展、省外扩张仍处于投入阶段，消费者培育、品牌宣传等需要费用支持，预计销售费用率未来三年或仍处较高水平，我们预测 2025-27 年销售费用率维持在 20.5%。**2) 管理费用率：**伴随相关咨询项目、数字化建设投入完成，后续管理费用率有望稳定，我们预测 2025-27 年管理费用率维持在 10.5%。**3) 研发费用率：**预计 2025-27 年研发费用率维持在 1.8%，保持相对稳定。

综上，我们预测 2025-27 年销售净利率分别为 12.5%/12.7%/13.0%，归母净利润分别为 3.76/4.09/4.43 亿元，同比-3.2%/8.8%/8.5%。

表 9：公司毛利率及费用率预测

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
综合毛利率	62.44%	60.92%	61.45%	61.70%	61.96%
高档产品毛利率	78.14%	75.99%	75.20%	75.25%	75.30%
中档产品毛利率	65.15%	63.80%	63.50%	63.50%	63.50%
低档产品毛利率	51.17%	50.86%	50.70%	50.70%	50.70%
销售费用率	21.02%	19.73%	20.50%	20.50%	20.50%
管理费用率	10.79%	10.08%	10.50%	10.50%	10.50%
研发费用率	2.01%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%
销售净利率	12.7%	12.6%	12.5%	12.7%	13.0%
归母净利润/亿元	3.29	3.88	3.76	4.09	4.43
同比	17.3%	18.0%	-3.2%	8.8%	8.5%

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

## 4.2 相对估值

我们选取同为地产酒龙头的洋河股份、今世缘、古井贡酒、迎驾贡酒、口子窖作为可比公司，按照 Wind 一致盈利预测，截至 2025 年 12 月 25 日，区域名酒 2025-27 年 P/E 均值为 18/16/15 倍，P/E 中值为 16/15/14 倍。根据我们预测，

金徽酒对应 2025-27 年 P/E 为 28/25/23 倍，较其他地产龙头估值水平偏高，估计主因甘肃省内白酒消费价位仍具备升级潜力，中小酒企仍在出清，市场份额进一步向龙头集中，公司有望率先享受区域红利、近年市占率仍在提升。虽然行业整体需求疲软，但公司渠道包袱较轻，小区域内稳扎稳打，短期业绩确定性和成长性优于板块内其他公司。

表 10：区域酒公司盈利预测与估值对比

公司	代码	总市值/亿元	收盘价/元	EPS/元				P/E			
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
洋河股份	002304.SZ	944.39	62.69	4.43	2.61	2.90	3.21	14	24	22	20
古井贡酒	000596.SZ	760.02	143.78	10.44	8.98	9.60	10.73	14	16	15	13
今世缘	603369.SH	442.99	35.53	2.72	2.25	2.38	2.63	13	16	15	14
口子窖	603589.SH	185.96	31.09	2.76	1.81	1.94	2.11	11	17	16	15
迎驾贡酒	603198.SH	322.88	40.36	3.24	2.57	2.76	3.06	12	16	15	13
平均								13	18	16	15
中值								13	16	15	14
<b>金徽酒</b>	603919.SH	103.63	20.43	0.77	0.74	0.81	0.87	27	28	25	23

资料来源：Wind，光大证券研究所，注：可比公司 EPS 为 Wind 一致盈利预测，金徽酒 EPS 为光大证券研究所预测，时间截至 2025-12-25

### 4.3 绝对估值

我们采用 FCFF 绝对估值法：

- 1、长期增长率：**考虑公司产品结构稳步向上，区域扩张有望打开长期空间，假设长期增长率为 1.2%。
- 2、β 值选取：**采用中信白酒指数历史平均 β (1.25) 作为公司的无负债 β，计算得公司 β(levered) 为 1.28；
- 3、无风险收益率：**采用十年期国债收益率 (1.85%) 作为无风险收益率；
- 4、税率：**预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 15.5%。

表 11：绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	1.2%
无风险利率 Rf	1.85 %
β(βlevered)	1.28
Rm-Rf	4.33%
Ke(levered)	7.39%
税率	15.5%
Kd	3.94%
Ve (百万元)	10319.20
Vd (百万元)	287.53
目标资本结构	2.71%
WACC	7.30%

资料来源：光大证券研究所预测

表 12: 现金流折现及估值表

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	1563.54	13.37%
第二阶段	3185.43	27.24%
第三阶段 (终值)	6943.98	59.39%
企业价值 AEV	11692.95	100.00%
加: 非经营性净资产价值	277.94	2.38%
减: 少数股东权益 (市值)	44.12	0.38%
减: 债务价值	287.53	-2.46%
总股本价值	11727.48	100.30%
股本 (百万股)	507.26	-
每股价值 (元)	23.12	-
PE (隐含, 2026 年)	28.69	-
PE (动态, 2026 年)	25.35	-

资料来源: 光大证券研究所预测

表 13: 敏感性分析表

WACC/g	0.20%	0.70%	1.20%	1.70%	2.20%
6.30%	25.19	26.62	28.34	30.44	33.04
6.80%	22.97	24.12	25.49	27.12	29.11
7.30%	21.07	22.02	<b>23.12</b>	24.42	25.97
7.80%	19.44	20.22	21.12	22.17	23.40
8.30%	18.02	18.67	19.42	20.27	21.26

资料来源: 光大证券研究所预测, 注: 单位/元

根据我们的假设及预测, 采用 FCFF 绝对估值法得到公司的合理价值为 117.27 亿元, 每股价值为 23.12 元, 高于目前股价。

## 4.4 投资建议

金徽酒为陇酒龙头, 伴随省内招商引资、投资驱动, 经济发展动能强化下, 甘肃白酒消费有望向上升级, 公司凭借区域品牌优势以及渠道精耕, 有望受益于省内白酒市场发展、进一步提高市占率, 产品结构有望优化。同时, 公司有序推进省外市场扩张, 拓展环甘肃市场, 业绩确定性和成长性在板块内较为突出。我们预测公司 2025-27 年营收分别为 29.58/31.48/33.47 亿元, 归母净利润分别为 3.76/4.09/4.43 亿元, 当前股价对应 P/E 为 28/25/23 倍, 考虑公司当前 P/E 估值水平在板块内偏高, 首次覆盖给予“增持”评级。

## 5、风险分析

1) **省内经济疲软:** 若省内招商引资、固定资产投资等不及预期, 经济发展疲软, 可能导致白酒消费价格带升级速度放缓, 进而影响公司产品结构优化以及盈利能力。

- 2) **省内市场竞争加剧**：甘肃省内酒企较多，红川酒业、滨河九粮液具有一定规模及优势，若竞争对手策略激进，可能导致竞争加剧。
- 3) **省外拓展不及预期**：甘肃周边省份如陕西、青海等已有市占率较高的地产酒龙头，省外扩张效果不及预期可能影响目标达成。

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,548	3,021	2,958	3,148	3,347
营业成本	957	1,181	1,140	1,206	1,273
折旧和摊销	110	113	148	162	173
税金及附加	375	448	442	466	495
销售费用	535	596	606	645	686
管理费用	275	304	311	331	351
研发费用	51	54	53	57	60
财务费用	-20	-19	-23	-23	-23
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	397	486	456	497	535
利润总额	380	465	438	477	517
所得税	57	85	70	76	83
净利润	323	380	368	401	435
少数股东损益	-6	-8	-8	-8	-9
归属母公司净利润	329	388	376	409	443
EPS(元)	0.65	0.77	0.74	0.81	0.87

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	450	558	560	502	544
净利润	329	388	376	409	443
折旧摊销	110	113	148	162	173
净营运资金增加	130	109	-104	85	90
其他	-118	-52	140	-154	-163
投资活动产生现金流	-65	-333	-265	-225	-200
净资本支出	-66	-331	-200	-150	-150
长期投资变化	0	2	0	0	0
其他资产变化	1	-4	-65	-75	-50
融资活动现金流	-162	-402	-243	-223	-244
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-2	13	-13	0	0
无息负债变化	137	199	-73	71	71
净现金流	223	-177	52	54	100

## 主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	62.4%	60.9%	61.5%	61.7%	62.0%
EBITDA 率	19.2%	19.3%	19.7%	20.2%	20.5%
EBIT 率	14.8%	15.4%	14.6%	15.0%	15.3%
税前净利润率	14.9%	15.4%	14.8%	15.1%	15.5%
归母净利润率	12.9%	12.8%	12.7%	13.0%	13.2%
ROA	7.3%	8.3%	7.9%	8.2%	8.5%
ROE (摊薄)	9.9%	11.7%	10.9%	11.3%	11.7%
经营性 ROIC	10.9%	11.8%	11.1%	11.7%	12.3%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	25%	28%	26%	26%	26%
流动比率	2.66	2.26	2.29	2.29	2.33
速动比率	1.09	0.85	0.91	0.91	0.95
归母权益/有息债务	169.42	101.89	172.31	180.48	189.29
有形资产/有息债务	210.34	132.92	213.66	222.78	232.59

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	4,402	4,605	4,636	4,862	5,101
货币资金	1,042	869	920	975	1,075
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	7	15	9	9	10
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	36	111	89	94	100
存货	1,620	1,690	1,596	1,688	1,782
其他流动资产	23	23	20	30	39
流动资产合计	2,739	2,716	2,646	2,808	3,020
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	2	2	2	2
固定资产	1,364	1,279	1,317	1,301	1,255
在建工程	2	238	149	104	82
无形资产	213	216	310	354	396
商誉	1	1	1	1	1
其他非流动资产	3	77	77	77	77
非流动资产合计	1,663	1,888	1,991	2,054	2,081
总负债	1,080	1,291	1,206	1,276	1,347
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	175	206	205	217	229
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	74	83	83	83	83
流动负债合计	1,029	1,201	1,155	1,226	1,297
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	22	49	49	49	49
非流动负债合计	51	90	51	51	51
股东权益	3,323	3,313	3,428	3,583	3,750
股本	507	507	507	507	507
公积金	1,125	1,124	1,124	1,124	1,124
未分配利润	1,694	1,885	2,007	2,171	2,347
归属母公司权益	3,326	3,324	3,446	3,610	3,786
少数股东权益	-3	-11	-18	-27	-35

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	21.02%	19.73%	20.50%	20.50%	20.50%
管理费用率	10.79%	10.08%	10.50%	10.50%	10.50%
财务费用率	-0.79%	-0.64%	-0.78%	-0.73%	-0.69%
研发费用率	2.01%	1.80%	1.80%	1.80%	1.80%
所得税率	15%	18%	16%	16%	16%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.39	0.50	0.48	0.53	0.57
每股经营现金流	0.89	1.10	1.10	0.99	1.07
每股净资产	6.56	6.55	6.79	7.12	7.46
每股销售收入	5.02	5.96	5.83	6.21	6.60

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	32	27	28	25	23
PB	3.1	3.1	3.0	2.9	2.7
EV/EBITDA	20.5	17.7	17.5	15.9	14.7
股息率	1.9%	2.4%	2.4%	2.6%	2.8%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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%至 15%；
	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；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议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，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP