

逆周期显韧性，300 元以上高速增长

金徽酒 (603919.SH)

核心观点

2025 年金徽酒展现较强韧性，300 元以上产品延续高增长势头，在省内份额持续提升，年份 18 年从商务向宴席场景扩散，100-300 元价格表现稳健，100 元以下受需求疲软和公司策略调整出现较大幅度下滑。区域上，省外区域用户工程效果开始见效，25Q4 逆势正增长。费用端，为保持竞争力公司持续投入。中长期看，公司品牌势头持续向上，西北区域规模有望进一步提升。

事件

公司发布 2025 年报

2025 年 1-12 月，公司实现营业收入 29.18 亿元（-3.4%）；归母净利润为 3.54 亿元（-8.7%）；扣非归母净利润 3.48 亿元（-10.36%）。

其中，Q4 营业收入 6.13 亿元（-11.57%），归母净利润 0.31 亿元（-44.45%），扣非归母净利润 0.3 亿元（-41.84%）。

简评

300 元以上势头迅猛，省外调整初见成效

2025 年金徽酒实现白酒销售收入 27.77 亿元，同比减少 4.29%；其中 25Q4 实现白酒销售收入 5.55 亿元，同比减少 12.11%。四季度，基于行业调整期市场动销趋弱，需求减少，降低业绩诉求维护市场健康，四季度业绩有所下滑，但比行业更具韧性。产品结构表现更优，300 元以上产品增长迅猛，100-300 元稳健，100 元以下产品阶段性调整。区域上，省外区域经过经营模式策略的调整，25Q4 实现逆势增长。

分产品看，2025 年公司 300 元以上产品势能迅猛，逆势实现放量 and 份额提升，而 100 元以下产品因需求变化和策略调整销售额下滑。2025 年 300 元以上次高端产品营收 7.09 亿元（+25.21%），销量 1716.5 吨（+37.52%），吨价 41.32 万元（-8.96%），其中 25Q4，次高端产品营收 1.72 亿元（+82.76%）。100-300 元产品营收 15.32 亿元（+3.09%），销量 9416.7 吨（+1.05%），吨价 16.27 万元（+2.02%），其中 25Q4 营收 3.05 亿元（+6.11%）。2025 年 100 元以下产品营收 5.36 亿元（-36.88%）。

维持

买入

杨骥

yangji@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525110001

夏克扎提·努力木

xiakezhatinulimu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524070010

发布日期：2026 年 04 月 06 日

当前股价：18.30 元

主要数据

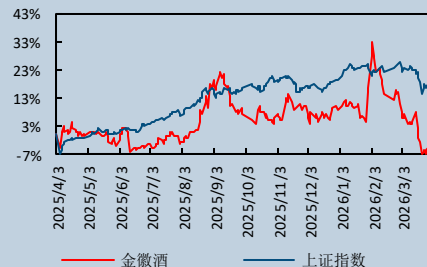
股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-14.37/-8.51	-10.38/-9.13	-5.18/-22.23
12 月最高/最低价 (元)		24.86/17.30
总股本 (万股)		50,726.00
流通 A 股 (万股)		50,726.00
总市值 (亿元)		92.83
流通市值 (亿元)		92.83
近 3 月日均成交量 (万)		999.77

主要股东

甘肃亚特投资集团有限公司	23.21%
--------------	--------

股价表现



2025 年省内销售额 21.12 亿元（-5.34%），其中 Q4 省内销售额 4.23 亿元（-16.65%）；省外持续推动用户工程，区域聚焦，调整策略逐渐好转，2025 年省外销售额 6.65 亿元（-0.81%），其中 Q4 省外销售额 1.32 亿元（+6.50%）。

产品结构调整带动毛利率提升，产业底部保持投入维持竞争力

2025 年公司毛利率 63.17%，同比+2.25pcts，净利率为 12.14%，同比-0.7pcts。其中，2025Q4 公司毛利率 57.6%，同比+7.47pcts，净利率为 4.99%，同比-2.96pcts。

- ① 毛利率：核心是产品结构持续升级，2025 年 300 元以上占比产品提升 6.02pcts 至 25.53%。
- ② 销售费用方面，2025 年销售费用率 21.6%，同比+1.87pcts，其中 2025Q4 销售费用率 28.25%，同比+10.71pcts；公司在产业调整期，基于中长期持续做大规模的战略目标，维持市场投入，提升品牌竞争力，费用率有所提升。
- ③ 管理费用方面，2025 年管理费用率 10.65%，同比+0.57pcts。其中，25Q4 管理费用率 12.01%，同比+3.49pcts。

公司经营现金流角度看，2025 年销售收现 35.02 亿元，同比+2.42%，经营性净现金流 4.8 亿元，同比-13.95%。2025 年 12 月末，合同负债余额 8.20 亿元，同比增长 28.39%。行业调整期，公司减轻渠道回款压力，经销商回款积极性仍较好。

甘肃白酒龙头走向全国，未来成长可期

短期看，受政策与宏观经济影响，消费场景受限，经营业绩有一定承压，但公司持续深耕市场，在省内与环甘肃市场的竞争力在稳步提升。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。

盈利预测：

预计 2026-2028 年公司实现收入 30.15、32.02、34.98 亿元，实现归母净利润 3.69、4.05、4.80 亿元，对应 EPS 为 0.73、0.80、0.95 元/股，对应 PE 为 25.16X、22.90X、19.34X，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

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3,021.26	2,918.47	3,014.93	3,202.39	3,497.59
YoY(%)	18.59	-3.40	3.31	6.22	9.22
净利润(百万元)	388.15	354.39	368.98	405.35	479.90
YoY(%)	18.03	-8.70	4.12	9.86	18.39
毛利率(%)	60.92	63.17	63.11	63.84	64.84
销售净利率(%)	12.85	12.14	12.24	12.66	13.72
ROE(%)	11.68	10.33	10.12	10.44	11.52
EPS(摊薄/元)	0.77	0.70	0.73	0.80	0.95
P/E(倍)	23.92	26.19	25.16	22.90	19.34
P/B(倍)	2.79	2.71	2.55	2.39	2.23

资料来源: iFinD, 中信建投证券

分析师介绍

杨骥

中信建投证券大消费组长兼食品饮料行业首席分析师，13 年产业工作经验、6 年券商工作经验。曾任咨询公司合伙人、中国酒类流通协会专家委员会副秘书长，带队服务过近八成上市酒企及多家消费品公司，具备深刻的专业思维、领先的产业视角和深厚的行业积淀。

2024 年带队荣获 9 项最佳分析师大奖，2022—2024 年连续三年新财富入围团队，Wind 金牌分析师 2023 年第一名、2024 年第二名，22、23、24 新浪金麒麟最佳分析师及未来之星，2024 年金牛奖第三名、2024 年 21 世纪金牌分析师及年度成长性分析师、2022—2024 上证报最佳分析师、2022—2024 年东方 choice 最佳分析师等。

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