下载日志已记录，仅供内部参考

华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

证券研究报告

白酒 2026 年 06 月 29 日

金徽酒（603919）首次覆盖报告

逆风深耕者行远，新十年再突破

- **前言：**当行业周期的寒潮席卷而过，金徽酒以十年如一日的稳健步伐，于克制中保持定力、蓄力深耕。回望来时路，金徽酒多年来团队稳定进取，无家族之羁绊，无体制之沉疴，发展相对稳健，也让金徽在这一轮行业下行周期中未曾损伤筋骨，渠道库存、利润率、秩序等保持稳定，有望成为少数能平稳穿越周期的区域龙头。展望新十年，西北白酒市场的扩容势能正悄然积聚，也已在此间构筑起一定的格局壁垒，战略上选择逆风发力，逆势增投费用、主动做大规模份额，通过产品结构升级与省外市场突破再上台阶，以当下的利润克制，换取未来规模效应释放后的净利率跃迁。我们认为公司有望凭借市场化优势，以体制活力对冲行业周期的波动，抓住西北白酒市场空间和格局仍有红利的窗口，完成“西北王”的真正蜕变和跃迁。
- **立足当下：慢即是快，有望平稳穿越周期。**金徽酒是一家典型的区域性稳健型酒企，当下其核心优势在于“逆周期生存”的组织能力，**核心一是产品品质优良、精准卡位更具防御属性的大众价格带。**金徽酒作为甘肃白酒龙头，凭借独特的生态产区、百年窖池与"三低三长"工艺，在西北市场建立了深厚的品质壁垒。且产品结构精准卡位 100-300 元大众价格带，在行业下行期展现出较强的防御韧性——"喝得起的好酒"比"买不起的名酒"更具生命力。**二是金徽管理及体制优势突出，**公司采用职业经理人模式，核心团队稳定且经验丰富，员工激励充分，战略上保持逆周期定力，管理优势突出。**三是公司以守为攻、聚焦扎根甘肃及大西北市场，**本土优势下渠道及市场韧性较强，受损较小；**四是基于以上优势，本轮调整周期下公司基本面受损不重可轻装上阵，**省内渠道利润及库存状态较好，排他性渠道合作构筑核心壁垒，使得公司能够守住基本盘、稳住现金流，更好地为下一轮周期的扩张蓄势。
- **着眼长远：翻倍空间，先抢份额再提利润。**金徽酒当前正站在新一轮成长周期的起点，未来 5 年有望实现收入与利润的“双击”式增长。驱动一是西北白酒市场约 500 亿容量，甘肃 120 亿左右，而金徽酒当前仅 30 亿左右规模，基数低、天花板高，省内市占率提升与省外周边渗透均具充足空间；二是本轮行业调整期金徽酒“受伤较轻”，使其具备逆势加投费用、抢占份额的战略主动权，此为多数透支型酒企所不及；三是公司当前净利率仅 12-13%，显著低于行业均值，随着后期规模扩张与费用摊薄，净利率向上修复的空间及概率较大，利润增速有望显著快于收入增速。
- **展望未来，金徽酒的成长路径清晰可分两阶段**——未来 1-3 年为“做份额”的投入期，以费用换市场、以时间换空间的逻辑持续演绎；未来 3-5 年或迈入“提利润”的收获期，规模效应显现、费用率下行、产品结构升级共振，净利率修复将释放可观的利润弹性。**投资建议：当下确定性与远期成长性兼具，首次覆盖给予“推荐”评级。**金徽是当下兼具确定性和成长性的稀缺标的，确定性来自西北市场的格局优势与团队的逆周期韧性，成长来自战略逆风发力、低基数下的份额提升与利润率提升。当前公司估值 PE 约 25 倍，远期利润弹性释放后有望消化估值，首次覆盖给予 26-28 年 EPS 预测 0.76/0.89/1.07 元，参考公司历史估值，考虑远期发展空间及利润弹性，给予 26 年目标估值 30 倍 PE，对应目标价 23 元。
- **风险提示：**行业需求持续疲弱，西北竞争加剧拓展不及预期，盈利能力提升较难等。

主要财务指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万)	2,918	3,028	3,383	3,834
同比增速(%)	-3.4%	3.8%	11.7%	13.3%
归母净利润(百万)	354	387	453	541
同比增速(%)	-8.7%	9.2%	17.0%	19.4%
每股盈利(元)	0.70	0.76	0.89	1.07
市盈率(倍)	23	21	18	15
市净率(倍)	2.4	2.3	2.1	1.9

资料来源：公司公告，华创证券预测　　注：股价为 2026 年 6 月 26 日收盘价

推荐（首次）

目标价：23 元

当前价：16.26 元

华创证券研究所

证券分析师：欧阳予

邮箱：ouyangyu@hcyjs.com
执业编号：S0360520070001

证券分析师：田晨曦

邮箱：tianchenxi@hcyjs.com
执业编号：S0360522090005

证券分析师：张慧

电话：021-20572556
邮箱：zhanghui1@hcyjs.com
执业编号：S0360525070001

证券分析师：董广阳

邮箱：dongguangyang@hcyjs.com
执业编号：S0360518040001

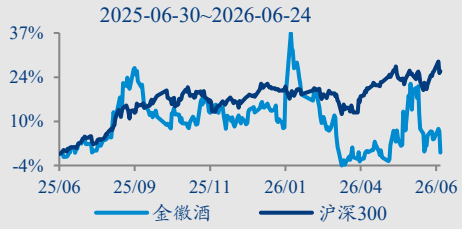
联系人：王培培

邮箱：wangpeipei@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	50,726.00
已上市流通股(万股)	50,726.00
总市值(亿元)	82.48
流通市值(亿元)	82.48
资产负债率(%)	35.48
每股净资产(元)	6.97
12 个月内最高/最低价	24.86/16.26

市场表现对比图(近 12 个月)



证监会审核华创证券投资咨询业务资格批文号：证监许可（2009）1210 号

下载日志已记录，仅供内部参考

投资主题

报告亮点

本报告核心亮点在于：一是深度解构金徽酒稳健特质的底层来源，从生态产区壁垒、大众价位精准卡位、职业经理人治理机制、西北渠道护城河四个维度，系统论证其相较行业同业在周期波动中的比较优势，揭示其"不透支、不压货、不折腾"的经营哲学如何转化为穿越周期的核心竞争力；**二是建立量化测算框架，**对甘肃市场按价格带（百元以内/中端/次高端/高端）拆解竞争格局与份额演变，预测 2030 年金徽甘肃规模有望从当前 21 亿跃升至 38-40 亿，同时测算西北省区市场扩容空间，判断省外规模有望从 5-6 亿增长至 15 亿，为公司打开第二增长曲线，为投资者提供可跟踪、可验证的成长路径锚点。

投资逻辑

金徽酒投资逻辑核心在于把握"确定性"与"成长性"的稀缺共振。其一，周期确定性：公司精准卡位 100-300 元大众价格带，消费降级背景下“喝得起的好酒”比“买不起的名酒”更具韧性；职业经理人团队稳定、渠道利润健康、本轮未透支压货，基本面扎实可穿越行业寒冬。**其二，成长空间**：2025 年甘肃市场 120 亿规模中金徽仅 21 亿、市占率 17.5%，对标洋河古井省内份额提升空间充足；西北省区 500 亿市场名酒布局薄弱，公司战略聚焦"甘青新一体化"，省外收入有望实现翻倍式增长，从 2025 年的 6.65 亿元跃升至 2030 年的 15 亿元，低基数高弹性。**其三，盈利释放**：当前净利率 12-13%显著低于迎驾贡酒 30%+水平，待份额起势、费用摊薄，净利率向 20%修复将带来利润倍增效应，远期价值重估空间可观。金徽是少数兼具“防御安全垫”与“进攻期权”的区域标的，下一轮白酒周期的配置价值凸显。

关键假设、估值与盈利预测

1）**盈利预测：**考虑西北白酒市场扩容升级、金徽逆势加投费用聚焦西北份额提升等逻辑，预计未来 5 年金徽收入有翻倍空间，节奏上 2026 年公司仍处于行业调整尾声与战略投入期，预计收入增速企稳恢复至个位数微增，2027 年后随着行业景气度回暖与公司费投策略见效，收入增速有望提振，其中 100-300 元价位的柔和系列与能量系列将承担放量主力，省外贡献度持续提升。利润端弹性更大，释放节点预计在 28 年之后，呈现“滞后释放”特征。

2）**估值端：**公司当前估值 25 倍 PE，明显溢价于行业及可比公司，当前高估值也反映了市场对其中长期规模扩张、净利率拉升的乐观判断。展望未来规模效应下盈利弹性释放有望逐步消化当前估值，中长期看估值合理。

3）**投资建议：**公司是当下兼具确定性和成长性的稀缺标的，确定性来自西北市场的格局优势与团队的逆周期韧性，成长性来自战略逆风发力、低基数下的份额提升与利润率提升，首次覆盖给予 26-28 年 EPS 预测 0.76/0.89/1.07 元，参考公司历史估值，考虑远期发展空间及利润弹性，给予 26 年目标估值 30 倍 PE，对应目标价 23 元，给予“推荐”评级。

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

前言：逆风深耕者行远 6
一、 金徽酒：稳健之优与破局之困 6
（一） 发展历程：二次创业，逆风深耕 6
（二） 经营现状：管理机制市场化，西北市场深耕 8
（三） 财务分析：营收稳健，盈利蓄势 10
二、 立足当下：慢即是快，有望平稳穿越周期 10
（一） 精准卡位大众价格带，受损较小 11
1、 自然条件优越，品质风味优良 11
2、 大众价位精准卡位，防御韧性突出 11
3、 结构总体升级，拉升品牌蓄势 13
（二） 专业团队掌舵，战略定力致远 15
（三） 以守为攻，扎根西北提份额 16
（四） 渠道护城河效应稳固 18
三、 着眼长远：翻倍空间，先抢份额再提利润 19
（一） 第一阶段（未来 1-3 年）：费投换份额，西北再深耕 20
1、 甘肃：升级&下沉&提份额并举 20
2、 西北：区域拓展进阶西北名酒 21
（二） 第二阶段（未来 3-5 年）：品牌规模效应显现拉升盈利 24
（三） 产能加速加码，筑牢增长基石 26
四、 投资建议：当下确定性与远期成长性兼具，首次覆盖给予“推荐”评级 27
（一） 盈利预测：远期收入有翻倍空间，利润弹性或更高 27
（二） 投资建议：兼具成长性与确定性，首次覆盖给予“推荐”评级 28
五、 风险提示 29

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1 金徽酒发展历程复盘 8
图表 2 金徽酒股权结构 9
图表 3 金徽酒持续深耕甘肃基地市场 10
图表 4 2025 年百元以上产品占比突破八成 10
图表 5 金徽酒总营收、利润增速及营收完成度（%） 10
图表 6 金徽酒盈利水平总体稳健 10
图表 7 金徽酒产区优势明显，品质优良 11
图表 8 金徽酒核心产品矩阵 13
图表 9 金徽酒不同产品系列覆盖不同价位及市场的大众场景 13
图表 10 百元以上产品营收拉动整体结构升级 14
图表 11 分档次产品系列收入占比 14
图表 12 100 元以上产品销量贡献提升 14
图表 13 产品结构优化下均价呈上升趋势（万元/吨） 14
图表 14 第一期+第二期员工持股计划比例达 2.64% 15
图表 15 金徽酒人文关怀 15
图表 16 核心管理层背景情况 15
图表 17 甘肃白酒市场分析 17
图表 18 甘肃市场本土竞对分析 17
图表 19 地产头部酒企对比 18
图表 20 2025 年金徽酒经销商数量有所精简 19
图表 21 2015-2025 年金徽酒经销商单商收入变化 19
图表 22 主要地产酒经销商数量对比（个） 19
图表 23 主要地产酒经销商单商收入对比（万元） 19
图表 24 西北省区白酒市场容量（亿元） 20
图表 25 我国各省 2025 年 GDP 增速 20
图表 26 甘肃市场及金徽未来 5 年发展测算 21
图表 27 西北白酒市场分析 22
图表 28 2025 年陕西省地级市 GDP 增速 23
图表 29 2025 年陕西省地级市人口数量（万人） 23
图表 30 陕西白酒市场分析 23
图表 31 金徽酒西北市场发展空间测算（亿元） 24
图表 32 不同酒企净利率走势对比 25
图表 33 不同酒企销售期间费用率对比 25

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 34 迎驾贡酒净利率走势 25
图表 35 金徽酒未来 3-5 年战略分析与节奏展望 26
图表 36 金徽酒产能变化趋势 27
图表 37 金徽成品和半成品酒（含基酒）库存及增速 27
图表 38 金徽酒盈利预测 27
图表 39 金徽酒估值与分位数 28
图表 40 金徽酒估值溢价于行业和可比公司 28

下载日志已记录，仅供内部参考

前言：逆风深耕者行远

当行业周期的寒潮席卷而过，金徽酒以十年如一日的稳健步伐，在陇原大地上走出了一条独特的路径——不透支、不迷失，于克制中保持定力、蓄力深耕。回望来时路，金徽酒的成长叙事始终保持着稳健务实的风格，多年来团队稳定进取，无家族之羁绊，无体制之沉疴，在白酒这一成熟行业中淬炼出市场化的现代组织形态，产品品质在秦岭余脉与嘉陵江水的滋养中自成一格，渠道网络布局扎实，因此金徽在这一轮行业下行周期中未曾损伤筋骨，在名酒挤压与地产酒混战中守住了品牌的独立性与渠道的忠诚度，有望成为少数能平稳穿越周期的区域龙头。

展望新十年，西北白酒市场的扩容势能正悄然积聚。相较于华北中原、华东华南的红海“厮杀”，西北大地尚属名酒布局的稀疏地带，而金徽酒已在此间构筑起一定的格局壁垒。当前三年是金徽全国化扩张的关键投入期，公司或逆势增投费用、主动做大规模份额，通过产品结构升级与省外市场突破再上台阶，以当下的利润克制，换取未来规模效应释放后的净利率跃迁。我们认为公司有望凭借市场化优势，以体制活力对冲行业周期的波动，抓住西北白酒市场空间和格局仍有红利的窗口，完成“西北王”的真正蜕变和跃迁。

一、金徽酒：稳健之优与破局之困

（一）发展历程：二次创业，逆风深耕

改革破局，陇酒开疆。金徽酒底蕴深厚却历经周期沉浮，2006 年亚特入主后通过市场化改革实现省域龙头崛起，16 年成功上市完成品牌跃升。公司虽借复星资本开启全国化布局，但省外拓展效率偏低，战略执行成效未能完全兑现。2022 年亚特重掌控股权后聚焦西北市场，持续推进产品高端化与渠道精细化，2025 年百元以上产品占比突破 80%，省内基本盘持续夯实。当前公司正通过营销转型和产品结构升级提升经营质量，在巩固西北优势基础上，若能突破全国化发展瓶颈，未来发展潜力有望进一步释放。

- **底蕴深厚，周期沉浮（2006 年以前）。**金徽酒前身可追溯至西汉时期的酿酒传统，明清之际已有“永盛源”等知名作坊。1951 年政府整合老作坊成立地方国营“甘肃省徽县酒厂”，所注册“金徽”品牌成为全国首批白酒商标之一。改革开放后酒厂依托“金徽+陇南春”双品牌初步打开西北市场，但受制于僵化管理体制与行业竞争加剧，企业于 2004 年陷入资不抵债并实施政策性破产。此阶段虽经历从扩张到衰退的完整周期，但完整保留了老窖池、传统工艺与品牌资质，为后续资本重整与市场化改革奠定基础。

- **亚特入主，改革破局（2007-2017 年）。**2006 年亚特集团入主后实施市场化改革，依托渠道深耕在甘肃市场快速崛起，彻底扭转经营困局。公司聚焦甘肃省内精耕“金网工程”，推动营收规模从 2007 年不足亿元跃升至 2017 年 13 亿元，十年实现 16 倍增长，甘肃市场占有率达 20%以上。2016 年 3 月公司成功登陆 A 股，成为白酒行业第 19 家上市公司，陇南市第一家 A 股上市企业。上市后通过渠道精细化与品牌升级，推动高档酒占比突破 30%，十年间完成从机制改革到品牌跃升的完整蜕变。

- **二次创业，复星赋能（2018-2021 年）。**面对省内市场增长放缓与行业竞争加剧，公司于 2019 年启动“二次创业”战略转型，对内大幅削减低端产品，聚焦资源打造金徽 28/18 等百元以上核心单品，推动产品结构升级；对外借助 2020 年复星资本入主契机，加速全国化市场布局，通过组建华东销售公司、推进渠道精细化运作，初步

下载日志已记录，仅供内部参考

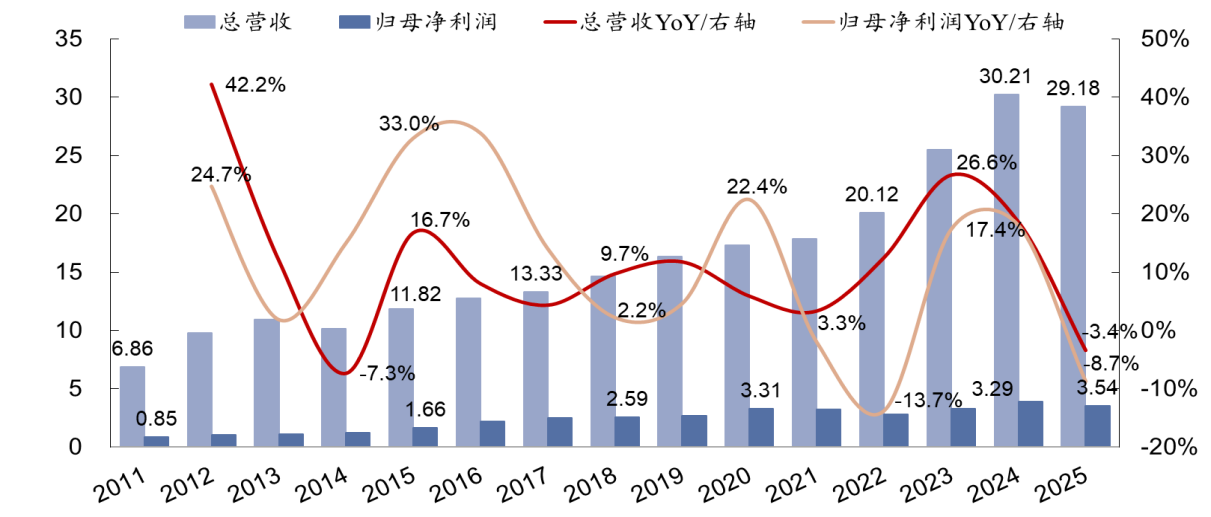
形成“西北+华东”双区联动格局。至此公司初步完成产品高端化与市场外拓的战略布局，然全国化投入产出效率偏低，2021 年未达成业绩目标，且复星体系内存在同业协同挑战，实际经营质量仍需提升。

- **战略聚焦，逆风深耕（2022 年至今）。**2022 年亚特集团重获控股权后，公司持续推进“二次创业”改革，在保持战略延续性的同时，将发展重心聚焦西北核心市场，重点打造金徽 28、金徽 18 等核心单品。在营销体系方面重点推进三大改革：推动营销资源向终端与消费者倾斜，强化渠道库存管控以稳定价盘，持续优化产品结构与价格体系。通过系列举措，2025 年公司百元以上产品占比突破 80%，西北市场根基进一步夯实，渠道健康度改善，为高质量发展奠定了坚实基础。

复盘总结与启示：金徽酒是一家典型的区域性稳健型酒企，当下其核心优势在于“逆周期生存”的组织能力——职业经理人团队的稳定建制、市场化治理机制的持续推进、渠道网络的深度绑定，共同构成了一套在存量环境中仍能维持正循环的运营系统。然而其过去长期面临品牌拓圈效率偏慢的困境，当前行业深度调整，金徽保持定力并未显性受损，战略上也选择逆势聚焦西北逆势加投费用做份额，有望在本轮窗口期实现“西北王”的跃迁。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 1 金徽酒发展历程复盘

时间段	2006 年以前	2007-2017 年	2018-2021 年	2022 年以来
行业背景	粗放发展期，国企改制	深度调整，消费升级启动	结构繁荣，集中化加剧	存量竞争，行业下行，分化加速
甘肃市场	经济总量小消费水平低	经济快速增长，城镇化加速	消费升级深化，价格带上移	消费分层明显，竞争加剧
金徽酒关键词	体制困局、破产重整	民营化改革深度分销、上市	二次创业、复星入股全国化	战略回调、聚焦西北、提质增效
管理层	国企班子	亚特入驻，建立长效激励	复星进入，管理层磨合	亚特重掌，强化利益绑定
战略变迁	困境突围	深耕甘肃，辐射西北	全国化布局，双区联动	聚焦西北，重点突破
产品布局	中低端为主	全价位覆盖，发力百元以上	削减低端，聚焦金徽 28/18	2025 年百元以上占比超 80%
渠道模式	传统流通	千网工程，深度分销	金网体系，大客户运营	双轮驱动，精细管控
市场布局	区域尝试	深耕甘肃，布局西北	西北+华东双核	深耕西北，重点突破
营收 CAGR	-	32.5%	6.9%	13.2%
区间期末盈利性	亏损	毛利率 63.0%/净利率 19%	毛利率 63.7%/净利率 18.2%	毛利率和净利率均有所下滑
股价涨幅	-	80.5%（上市以来至 17 年）	191.9%	-50.0%（至 2026/06/24）
PE 估值水平	-	26-63 倍(2016-2017 年)	17-103 倍(预期驱动高估值)	21-51 倍回归理性
收入、利润（亿元、%）				

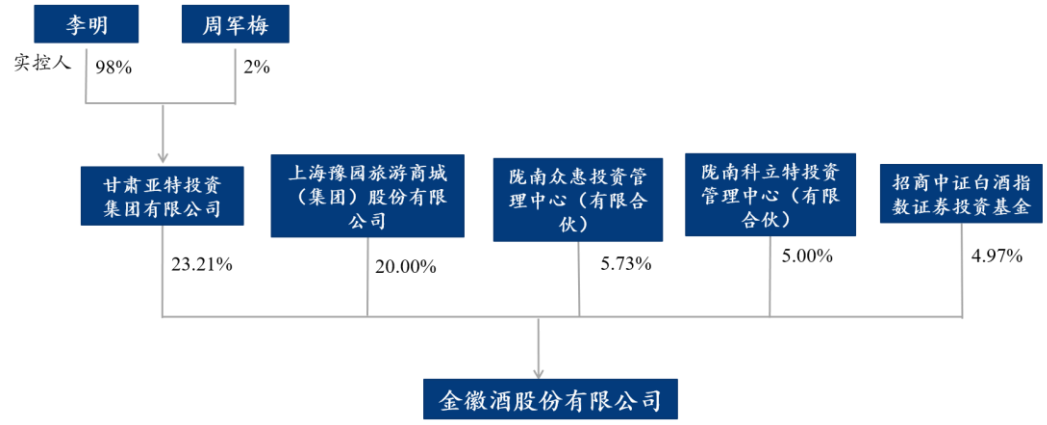
资料来源：wind，公司公告，华创证券

（二）经营现状：管理机制市场化，西北市场深耕

股权结构稳定健康，核心团队稳定且经验丰富。核心管理层平均任职超过十年，白酒行业经验深厚，曾成功应对多轮市场周期波动，在品牌、渠道及并购整合等领域积淀了深厚实战能力。公司核心股东是甘肃亚特集团（持股 23.21%）与复星旗下豫园股份（持股 20.00%），亚特作为第一大股东，帮助公司稳固本土战略根基，同时辅以持股平台实现利益绑定，共同构建了兼具稳定性和市场适应性的治理基础。公司核心管理层整体较为年轻，履历覆盖本土运营、资本运作及产业投资等多维领域，团队对区域市场理解深刻，并展现出清晰的战略视野。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 2 金徽酒股权结构



资料来源：wind，华创证券。

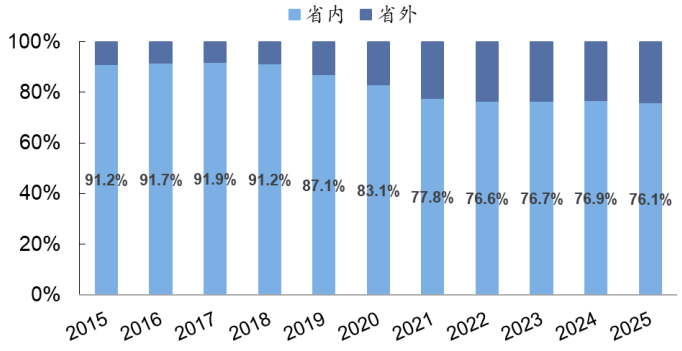
注：截至 2026 年 3 月 31 日

不同系列产品多价格、分区域带卡位清晰，产品结构拉升与区域破圈并进。公司总体实现不同系列产品在不同价格带分区域布局，300 元以上产品系列已逐渐成为增长引擎，区域市场策略以甘肃基地市场为根基，通过“布局全国、深耕西北、辐射全国”的路径稳步推进战略布局。

- **多价格带布局清晰，结构提升趋势延续。**公司形成 300 元以上、100-300 元、100 元以下三大价格带协同发展的产品体系，其中 2025 年百元以上产品营收占比高达 80.71%，同比提升 9.96pcts。具体看，300 元以上高端系列（如金徽 28）作为品牌形象标杆，定位西北高端白酒代表，2025 年营收占比已提升至 25.5%，同比提升 6.02pcts，成长性突出；100-300 元中档产品（如柔和金徽、能量金徽）为核心营收基石，2025 年营收占比 55.2%，同比提升 3.95pcts，稳居主导地位；100 元以下大众产品则战略性收缩，2025 年营收同比大幅下滑 36.9%，反映公司持续优化产品结构、聚焦资源发力中高端的战略意图。整体来看，公司产品线覆盖多元消费群体，并通过“金徽 28”等高端产品引领结构升级，推动百元以上产品营收占比持续增长。
- **深耕西北基地市场，对华东和北方市场适当收缩聚焦。**公司坚持“布局全国、深耕西北、重点突破”的战略路径。甘肃省内作为核心基地市场，公司通过“一县一策”深度运营，巩固全价位、全渠道优势；西北市场（陕西、宁夏、青海、新疆等）依托地缘优势滚动发展，在行业调整期仍保持增长韧性；与此同时，公司过去积极拓展华东市场、北方市场及互联网市场，通过组建专业销售公司、打造立体广告矩阵、培育消费者圈层等方式推进全国化布局。从营收构成看，甘肃省内市场贡献了大部分收入，2025 年省内营收占比仍高达约 76.1%，省外市场（包括环西北及新拓市场）是重要增长补充，战略上公司更加聚焦西北，对华东和北方市场适当收缩聚焦，仅保留有基础的市场持续投入，如苏北、河南等。

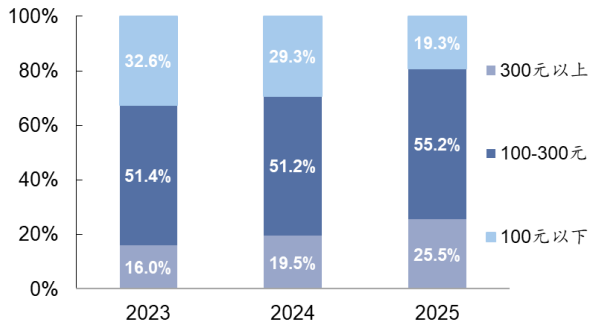
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 3 金徽酒持续深耕甘肃基地市场



资料来源：公司公告，华创证券

图表 4 2025 年百元以上产品占比突破八成



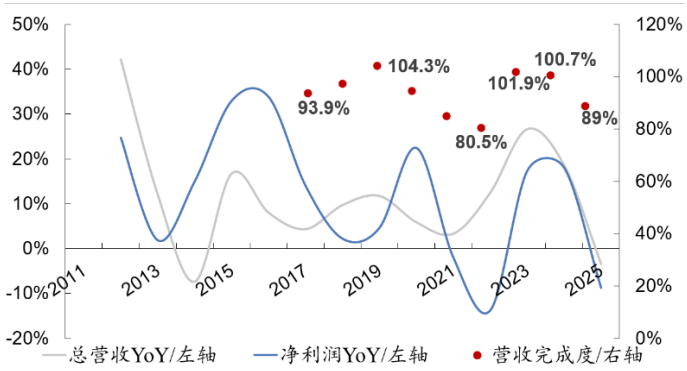
资料来源：公司公告，华创证券

（三）财务分析：营收稳健，盈利蓄势

金徽酒财务表现呈现增长稳健、盈利蓄势的态势。营收保持稳健增长态势但受外部因素及战略投入影响有所波动，利润端因前置性市场投入短期承压。未来增长将依托产品结构优化，盈利能力有望随战略推进持续改善。

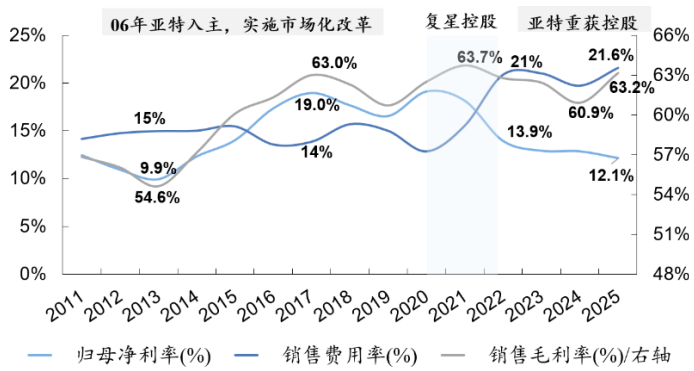
- **营收多年来稳定小幅增长。**公司多年来发展非常稳健，近三年营收复合增速达 13.2%，2025 年实现营业总收入 29.2 亿元，同比下滑 3.4%，降幅明显小于行业。展望 2026 年，公司规划营收目标略微增长，预计将通过产品结构优化维持增长。
- **积极投入下盈利短期或低位蓄势。**2025 年归母净利润达 3.5 亿元，同比下滑 8.7%，但毛利率同比提升 2.25pcts 至 63.17%，主要系产品结构优化、原材料采购成本下降及包装生产线自动化升级改造效率提升。展望未来，公司坚持“规模优先”，在行业调整期加大投入以提升市占率，因此净利率预计短期承压。

图表 5 金徽酒总营收、利润增速及营收完成度（%）



资料来源：公司公告，华创证券

图表 6 金徽酒盈利水平总体稳健



资料来源：公司公告，华创证券

二、立足当下：慢即是快，有望平稳穿越周期

金徽酒有望平稳穿越本轮行业调整周期，核心一是产品品质优良、精准卡位更具防御属性的大众价格带。金徽酒作为甘肃白酒龙头，凭借独特的生态产区、百年窖池与“三低三长”工艺，在西北市场建立了深厚的品质壁垒。且产品结构精准卡位 100-300 元大众价

下载日志已记录，仅供内部参考

格带，在行业下行期展现出较强的防御韧性——“喝得起的好酒”比“买不起的名酒”更具生命力。**二是金徽管理及体制优势突出**，公司采用职业经理人模式，核心团队稳定且经验丰富，员工激励充分，战略上保持逆周期定力，管理优势突出。**三是公司以守为攻、聚焦扎根甘肃及大西北市场**，本土优势下渠道及市场韧性较强，受损较小；**四是基于以上优势，本轮调整周期下公司基本面受损不重**，省内渠道利润及库存状态较好，排他性渠道合作构筑核心壁垒，使得公司能够守住基本盘、稳住现金流，更好地为下一轮周期的扩张蓄势。

（一）精准卡位大众价格带，受损较小

1、自然条件优越，品质风味优良

金徽酒多年凭借独特生态与黄金区位奠定了品质根基，活态窖泥、国槐酒海构成不可复制和再造的生产壁垒，低温长酵工艺下风味独特。金徽酒地处中国白酒酿造的核心地理区间，是甘肃省唯一属长江水系的“陇上江南”，为酿酒微生物富集提供天然条件，加之嘉陵江水系弱碱性、富含矿物质的酿造用水，进一步强化酒体风味。同时金徽酒继承了“永盛源”“万盛魁”等明清老酒坊遗留的百年窖池与窖泥，持续繁衍数百年的微生物菌群，赋予酒体浓郁窖香的同时巧妙去除了泥腥味，形成了“三低三长”的独特工艺体系。此外公司拥有 50 具明清时期保存完好的国槐酒海，并借此贮存原酒，也建成占地 2000 余亩的生态酿造基地，成为西北地区规模领先的白酒生产基地之一，并凭借长期积淀的酿造工艺与历史文化传承，在西北市场建立一定品牌认知。

图表 7 金徽酒产区优势明显，品质优良



资料来源：公司官网，华创证券

2、大众价位精准卡位，防御韧性突出

金徽酒已构建起覆盖全价格带的产品系列，在不同价位和区域差异化精准卡位。公司目前产品系列为金徽年份系列、金徽老窖系列、能量金徽系列、柔和金徽系列、世纪金徽系列和金奖金徽系列，在价格带、消费场景、目标人群及主销市场上形成明确分别。

- **年份和老窖系列定位高端，承担品牌引领与价值标杆的角色。1）金徽年份系列以金徽 18、金徽 28 为核心产品**，价格带分别为 400-500 元、1000 元以上，金徽 28 主要面向高端商务宴请、政务接待、高端礼赠等场景，目标人群为高净值人群与意见领

下载日志已记录，仅供内部参考

袖，市场布局上以甘肃为大本营，通过大客户运营、高端品鉴会等方式培育核心消费群体，省外则作为品牌形象导入。2025 年，300 元以上产品销量同比增长约 37.5%，其中年份系列保持了较高的增速，金徽 18 在省内 400 元价格带已初步起势。**2）金徽老窖系列为 2021 年针对华东市场推出的专属产品**，包括金徽老窖 90、120、180 三款，价格带分别为 300-400 元、600-700 元、900-1000 元，主打“超长发酵”差异化卖点，定位高端商务宴请与礼赠场景，主要面向江苏、浙江、上海、河南等华东地区的企业团购客户。2025 年受华东地区商务场景承压影响，公司对该区域进行了一定战略调整，老窖系列整体随 300 元以上产品价格带增长而受益，但华东市场整体有所收缩，公司更加聚焦西北核心市场。

- **柔和及能量系列定位中高端，承接消费升级、实现规模放量的主力产品。1）柔和金徽系列包含 H3、H6、H9 三款**，价格带分别为 100-150 元、200-250 元、300-350 元，H3 契合百元主流大众消费，H6 重点培育 200 元价格带，H9 立足次高端商务场景。该系列在省内通过事业部专项运营快速放量，省外则在青海、新疆等地复制甘肃模式，推进“甘青新一体化”战略。2025 年柔和系列保持稳健增长，且受益于柔和金徽内部产品结构升级（由 100 元向 200 元价格带提升），基本盘整体表现稳健。**2）能量金徽系列（正能量系列）包含正能量 1、2、3 号三款**，价格带分别为 300-400 元、200-300 元、100-200 元，采用绿色包装定位省外中高端商务宴席市场，主攻陕西、宁夏、内蒙古、新疆等环甘肃市场，实施“一地一策”不对称营销策略，其中陕西市场以能量系列为排头兵，宝鸡已成样板市场，新疆依托在疆甘肃籍人口优势逐步渗透。2025 年能量系列受益于省外陕西、新疆市场的较快增长，实现双位数增长，与柔和系列共同拉动 100-300 元价格带整体增长。

- **世纪和金奖系列以大众消费为主，拓展市场范围、覆盖下沉市场。1）世纪金徽系列覆盖从二星到五星完整产品线**，价格带从 30 元至 300 元不等，其中三星、四星为省内主销产品，在城乡大众消费市场根基深厚，该系列以甘肃为绝对核心，通过深度分销模式下沉至乡镇一级，实施“千乡万村”工程。2025 年受白酒行业政策管控、核心消费人群收入下降以及低端价格带竞争激烈等多重因素影响，世纪金徽星级系列所在的百元以下产品价格带出现较大幅度下滑，营收同比下降 36.9%至 5.36 亿元。**2）金奖金徽系列为 2022 年针对陕西市场推出的产品，包括 1988、1993、2018 三款**，价格带分别为 160-170 元、90-150 元、60-100 元，定位百元价位带的大众口粮酒，瞄准县乡宴席市场，采用“聚焦乡镇、置顶宴席、深度分销三位一体”打法覆盖陕西省数百个乡镇，与能量系列形成高低搭配，在内蒙古市场亦有布局。面对百元以下产品的结构性下滑，公司已于 2026 年 5 月推出清雅金徽光瓶酒，布局 50 元以下价格带，以填补原有低端产品收缩后的市场空白，探索年轻消费群体及乡镇市场增量。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 8 金徽酒核心产品矩阵



资料来源：渠道调研，公司官方旗舰店微信小程序，华创证券整理

公司产品结构呈现出鲜明的“大众基因”特征，主力产品密集覆盖 100-300 元价格带，这一布局在行业调整周期中展现出较强的防御韧性。在名酒纷纷下沉、消费降级背景下，“喝得起的好酒”比“买不起的名酒”更具韧性，金徽酒恰可凭此避免名酒最为激烈的降维挤压式竞争，通过自身不同系列产品分不同价格带、不同市场的精细化矩阵精准覆盖西北大众细分市场，使其在行业震荡中具备较强防御机制，同时也能快速调整，而不被单一价格带和单一的崩塌所拖累。

图表 9 金徽酒不同产品系列覆盖不同价位及市场的大众场景

系列	价格带	定位形象	消费场景	目标人群	主销市场
年份	400-1000 元+	高端品牌标杆	商务宴请、政务接待、高端礼赠	高净值人群、意见领袖	甘肃（大本营）、省外团购
老窖	300-1000 元	超长发酵高端	商务宴请、高端礼赠	企业团购客户、高净值人群	华东（苏、浙、沪、豫）
柔和	100-350 元	消费升级承接	家庭聚会、商务宴请、宴席	大众消费者、商务人士	甘肃、青海、新疆
能量	100-400 元	省外商务主力	商务宴席、大众宴请	商务人士、大众消费者	陕西、宁夏、内蒙、新疆
世纪	30-300 元	大众消费基石	日常饮用、乡镇宴席、大众消费	城乡广大消费者	甘肃、新疆
金奖	60-170 元	大众口粮酒	乡镇宴席、大众消费	县乡市场宴席人群	陕西、内蒙

资料来源：渠道调研，华创证券

3、结构总体升级，拉升品牌蓄势

百元以上产品占比持续提升。自 2018 年开启“二次创业”以来，金徽酒持续优化产品结

下载日志已记录，仅供内部参考

构，2016-2025 年公司百元以上产品收入从 3.27 亿元增长至 22.42 亿元，年复合增长率达 23.8%，产品结构向上迁移趋势明确。2025 年受行业深度调整及低端产品主动收缩影响，公司实现酒类营收 27.77 亿元，同比-4.29%，但产品结构持续优化，300 元以上产品营收占比 25.5%，同比+6.02pcts，100-300 元产品收入占比提升 3.95pcts 至 55.17%，百元以上产品合计占比达 80.71%，同比提升 9.96pcts。

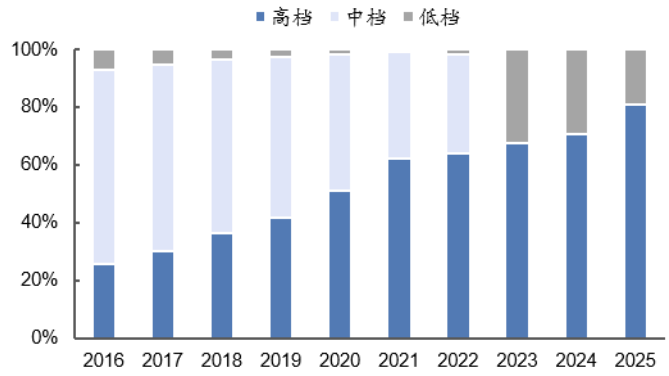
- **分量价看，吨价复合增速高于销量，后续盈利水平有望持续提升。**2016-2025 年金徽酒类产品销量年复合增长约 0.7%，吨价年复合增长约 8.3%，价格提升仍是营收增长的核心驱动力。因此 2025 年公司整体毛利率同比提升 2.25pcts 至 63.17%，但净利率端仍承压，主要系成长期品牌推广及市场拓展费用维持高投入所致。展望未来，随着 300 元以上产品持续放量、柔和系列由 100 元向 200 元价格带升级以及能量系列在省外市场快速拓展，公司产品结构仍有进一步优化空间，预计盈利水平后期有较大提升空间。

图表 10　百元以上产品营收拉动整体结构升级

公司产品	2016 年营收	2025 年营收	CAGR
百元以上	3.27 亿元	22.42 亿元	23.8%
百元以下	9.50 亿元	5.36 亿元	-6.2%

资料来源：公司公告，华创证券

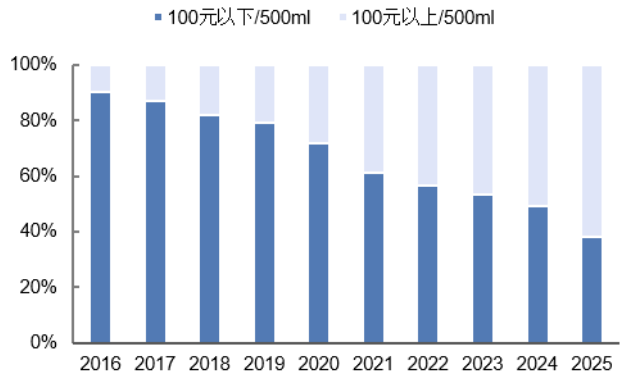
图表 11　分档次产品系列收入占比



资料来源：公司公告，华创证券

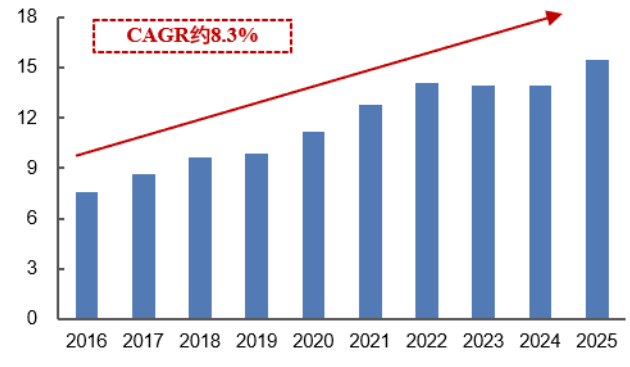
注：2023/24/25 年按照高档产品为 100 元以上/500ML 统一口径

图表 12　100 元以上产品销量贡献提升



资料来源：公司公告，华创证券

图表 13　产品结构优化下均价呈上升趋势（万元/吨）



资料来源：公司公告，华创证券

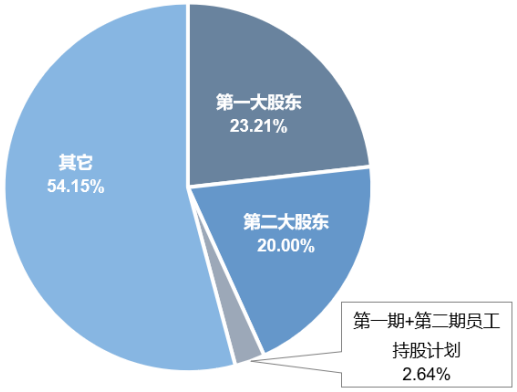
下载日志已记录，仅供内部参考

（二）专业团队掌舵，战略定力致远

金徽酒的管理优势体现在其充分授权的职业经理人模式、深度绑定的股权激励与高度稳定的内生型团队。这一体系确保了公司务实稳健文化的传承与结果导向的落地。

- **职业经理人管理模式，经营务实稳健，市场化考核下团队积极。**公司采用高度自主的职业经理人管理模式，控股股东充分授权，并通过员工持股与全面福利实现利益共享与团队稳定。公司通过实施员工股权激励计划实现了核心团队与公司发展的长期深度绑定。考核机制上公司市场化程度较强，推行大小周工作制度，并设置每年3%的末位淘汰机制，同时公司为员工提供行业领先的福利待遇，并构建了“管理+专家”双通道晋升机制，确保了组织在保持稳健的同时，亦能持续激发团队的拼搏精神与内生动力。

图表 14 第一期+第二期员工持股计划比例达 2.64%



资料来源：公司公告，华创证券

图表 15 金徽酒人文关怀



资料来源：金徽酒微信公众号，华创证券

- **公司核心管理团队年轻、稳定且经验丰富，构成了公司平稳穿越周期的能力之一。**董事长周总自 2006 年起长期执掌企业，完整经历了行业周期波动，积累了深厚的产业认知与战略定力，其管理风格始终延续务实稳健基调。高管团队多数通过内部培养晋升，形成了高度一致的文化认同与战略执行力，在保持整体年轻化的同时，兼具持续战斗力与稳定性，为企业应对行业挑战提供了坚实的组织保障。

图表 16 核心管理层背景情况

姓名	年龄	职务	工作时长	简介
周志刚	52 岁	董事长兼总经理	近 20 年	2009 年 12 月至今担任公司董事长兼总裁，拥有丰富的行业阅历，并担任甘肃省人大代表、省工商联副主席等社会职务，深度扎根地方经济。
石少军	41 岁	董事、副总裁兼首席人力资源官	近 9 年	曾任国泰君安证券创新投行部执行董事、保荐代表人，精通资本市场运作，是连接公司战略与资本市场的关键人物。
王宁	41 岁	职工代表董事、副总裁、销售公司总经理	10 年+	2025 年 9 月当选职工代表董事，从市场部经理等岗位成长起来，目前掌管多家销售子公司，深刻理解业务与市场。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。
任岁强	38 岁	董事会秘书	15 年+	2022 年 3 月至今任董事会秘书。长期在公司证券、法务部门工作，熟悉信息披露和投资者关系管理。
谢小强	52 岁	财务总监	近 14 年	负责公司全面的财务管理工作

资料来源：公司公告，wind，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

- **战略上保持定力，同时逆周期积极扩张抢占市场份额，思路清晰坚定。**面对行业深度调整，公司展现出清晰的逆周期思维，全力稳住基本盘，主动收缩聚焦大西北市场，不压货不透支渠道，积极维护渠道利润和秩序稳定，在行业调整期受损有限。同时公司战略以份额优先为导向，主动加大市场投入，推动资源向终端动销与消费者培育聚焦，并通过提价、控促销等举措维持渠道低库存与良性循环，总体战略思路清晰坚定，执行落地到位，是公司能有望平稳穿越周期的关键。

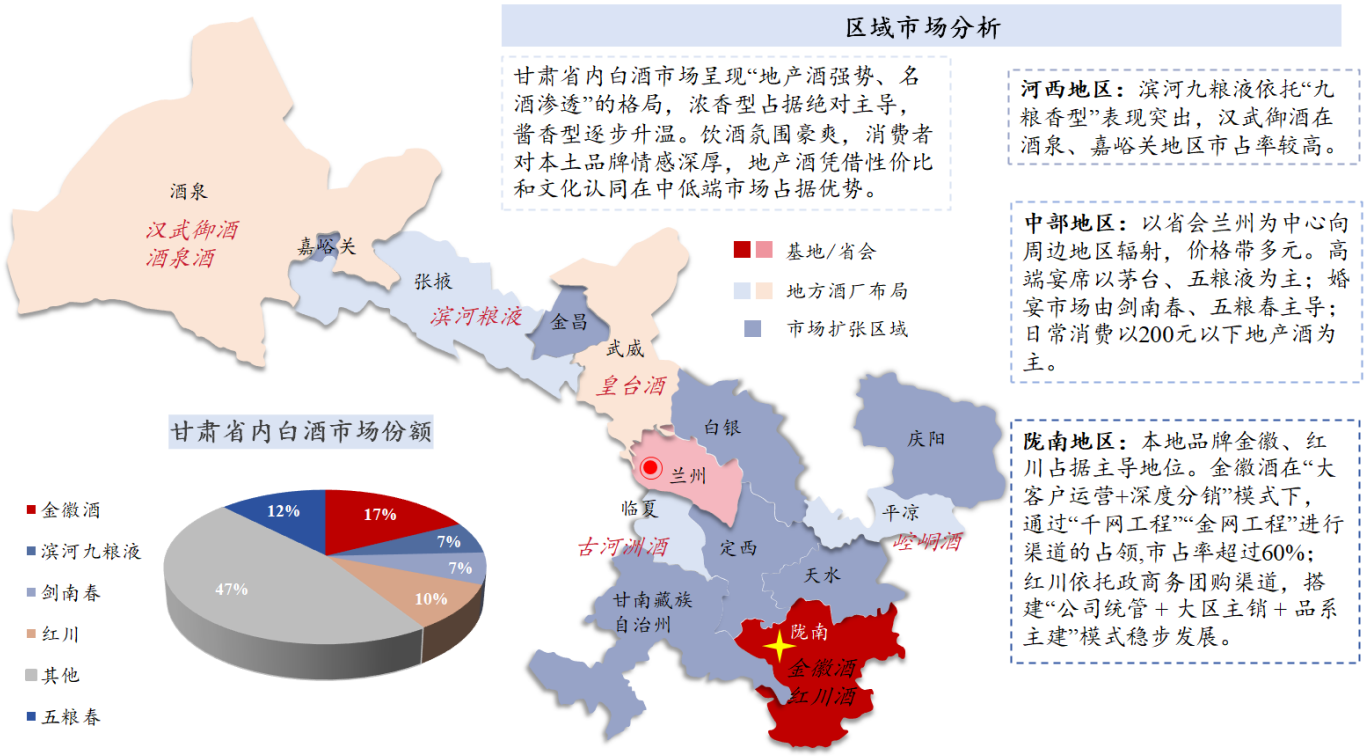
（三）以守为攻，扎根西北提份额

在行业调整周期中，金徽酒以退为进，聚焦大西北市场，将资源集中于甘肃大本营与西北周边市场，以“深耕”替代“扩张”。公司在西北市场数十年积淀的根基深厚，甘肃本省消费者对金徽品牌的认知较强，品牌已形成一定自点率和复购率，消费者愿意重复购买，多年合作下渠道信任也较强，经销商愿意共渡难关，终端店愿意持续主推，在行业下行期，这种“人熟、地熟、事熟”的本土优势可转化为强大的渠道粘性与价盘支撑力，使得公司能够守住基本盘、稳住现金流、维系团队及渠道稳定，更好地为下一轮周期的扩张蓄势。

- **甘肃大本营市场：实行全价位、全渠道覆盖，借对手内部动荡提升份额。**公司大本营甘肃市场以世纪金徽系列夯实大众消费根基，以柔和金徽系列承接消费升级，以年份系列引领品牌高度，实现全价位覆盖。公司当前在甘肃省内已确立龙头地位，规模约 21 亿元（滨河九粮液约 8 亿），市占率近 20%，在 90-100 元价格带市占率近 30%，100-200 元价格带份额高达约 40%，300 元以上价格带市占率超 20%。在 400 元以上高端价格带金徽 18 仅次于剑南春，公司目前规模约 4-5 亿元，虽与剑南春存在差距，但已超越红川（约 4 亿元）。区域上陇东南地区作为传统优势市场，三星、四星根基深厚，正逐步向柔和 H3、五星升级；兰州作为高地市场，重点以柔和 H6 培育 200 元价格带，以金徽 18、28 培育高端消费；河西地区作为弱势市场，以柔和系列和星级系列逐步渗透。格局上公司核心竞争对手滨河九粮液规模稳定在 8 亿元，但红川酒业因内部管理层调整频繁，导致市场份额下滑，给公司份额提升带来机遇。
- **环甘肃西北市场以点带面破局、增速较快。**2025 年省外市场整体实现营收 6.65 亿元，陕西、宁夏、内蒙古、新疆等环甘肃西北市场是主要贡献区域，以能量金徽系列为主力，其中陕西、宁夏市场经过战略调整已步入正轨。陕西市场规模约 3 亿+增速较快，能量系列在宝鸡等地已形成较好消费认知和样板市场效应，同时逐步导入金徽年份系列产品以提升品牌势能。宁夏市场布局较早，能量系列已形成稳定销售。新疆市场被公司定位为“发展最坚实的基础”和战略大后方市场，2025 年 7 月新疆体验馆开业，未来将加大资源投入、完善销售网络。在内蒙古市场，公司亦通过能量系列逐步渗透布局。青海市场则以柔和系列为主，推进“甘青新一体化”战略。
- **华东市场战略性收缩。**华东市场以金徽老窖系列为主，聚焦江苏、河南核心样板市场，通过团购渠道培育高端消费认知。2025 年公司对华东市场进行了一定的战略收缩，聚焦非核心区域做资源精简，以提升运营效率。华东市场仍处于培育阶段，公司在华东持续深化“用户工程”战略，推进样板市场打造，是远期打开天花板的潜力市场。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 17 甘肃白酒市场分析



资料来源：渠道调研，华创证券整理

图表 18 甘肃市场本土竞对分析

	滨河九粮液	红川酒业
成立时间	1984 年（前身为张掖滨河酒厂）	1951 年（国营成县红川酒厂），2008 年完成民营化改制
主要产品	高端：滨河酒粮液 中端：滨河九梁春、九粮王、陇派 多元产品：滨河国风葡萄酒、滨河九粮香醋	高端：红川金奖特曲、锦绣红川 中端：红川特曲（省内知名度极高）、经典红川、红川青稞酒 文创系列：成州系列、红川陈酿
渠道模式	利用“企业+合作社+农户”机制扩张有机原料基地，强化供应链源头	厂商共建、六策扶商、大区主销
营销模式	利用“拳王争霸赛”等文化 IP 与大众互动；通过神舟系列庆功酒、政府指定用酒等场景强化高端认知	BC 联动战略，侧重高频曝光和跨界演唱会营销实现终端拦截，在兰州等高占有率市场通过宴席和密集广告提升开瓶率
主销售区域	河西走廊（张掖基地）为核心、实现甘肃全覆盖，并在四川蒲江、贵州茅台镇异地布局原酒生产基地	陇南成县红川镇为根基、深耕陇南、天水、兰州三大市场，正向陕西、河南、山东等地扩张
业绩	2024 年营收达 18.2 亿元，同比增幅 26%。2025 年收入规模同比增长近 25%，跃居甘肃地产酒第二	2024 年营收近 15 亿元，增长强劲；并在 30 天内实现新品招商 1 亿元的突破。2025 年规模相对有所下滑
公司亮点	独创“九粮九轮酿造工艺技术”取得四项国家专利 “农业+工业+旅游”为主的滨河酒城产业链循环发展模式 万亩荒滩治理与绿色工厂展现了可持续发展能力	甘肃唯一一家“中华老字号”民营机制的营销战术精准，终端渗透力强
公司短板	工艺成本高，行业寒冬下在次高端价位面临全国性名酒下沉带来的挤压风险	仅在中低端市场统治力强，高端市场认可度有待提升

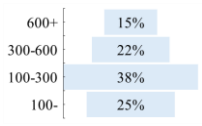
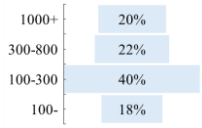
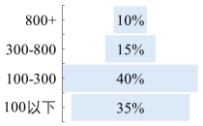
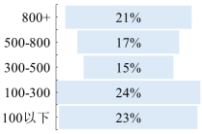
资料来源：酒业家，华夏酒报，甘肃经济网，甘肃酒业，甘肃日报，每日甘肃网，兰州酒类信息网，公司官网及公众号，华创证券整理

对标其他基地型龙头酒企，金徽酒具备相似禀赋与成长机会，黑马潜质已显现。一是西北市场具备结构升级与扩容机会。虽然甘肃经济总量与人口规模相对较小，但正因此对

下载日志已记录，仅供内部参考

标华东中原等省份仍有扩容和升级机会。与洋河、古井等类似，金徽酒所在市场主流价格带集中于 100-200 元，伴随省内消费升级，有望在 300 元以上价格带实现突破，带动整体吨价与盈利提升。二是**金徽酒区域龙头地位稳固，份额有持续提升空间**。甘肃白酒市场规模约 120 亿元，金徽酒省内规模 21 亿、份额 17.5%左右，对标洋河古井等在本省的地位基数并不高，且金徽省内营收占比持续高达七成左右，显示出较强的本土基本盘，未来若能在省内持续深耕并逐步向外拓展，具备较强的成长想象空间。

图表 19 地产头部酒企对比

	山西汾酒	洋河	今世缘	古井	迎驾	口子窖	金徽酒
成立时间	1985	2002	1997	1999	2003	2002	2009
所在省份	山西	江苏		安徽			甘肃
GDP（亿元）及增速	25494.7 4.0%	142351.5 5.3%		52989 5.5%			13697.5 5.8%
常住人口（万人）	3424.01	8518		6082			2443
市场规模（亿元）	约 200	约 600		约 380			约 120
基地市场消费结构							
省内份额	约 68%	约 14%	约 15%	约 35%	约 11%	约 9%	约 17%
25 年收入（亿元）	387.2	192.1	101.8	188.3	60.2	39.9	29.2
省内收入占比	34.6%	44.9%	90.9%	约 60%+	70.9%	81.3%	76.1%
总市值（亿元）	1319	591	299	378	236	110	82

资料来源：各省份统计局官网，wind，华创证券。

注：总市值为 2026 年 6 月 26 日数据。

（四）渠道护城河效应稳固

金徽酒的渠道优势体现在其深度绑定、排他性高的经销商网络。这一经过长期建设形成的体系，已成为公司重要的竞争壁垒，也是公司能平稳穿越周期的关键要素之一。

- **渠道根基深厚，排他优势构筑核心壁垒。**金徽酒在甘肃省内建立起高度忠诚且排他性强的经销商体系，省内约 300 家经销商中，年销售额超 3000 万的核心经销商有超过 60%为排他性合作，其中部分大商年销售规模达三至五千万元，且以经营金徽产品为主。公司通过“百镇工程”将乡镇分销商升级为经销商管理，并对 500 万以下年销售额经销商提供全方位“保姆式服务”，对大型经销商则协助团队建设，形成深度绑定的渠道网络。

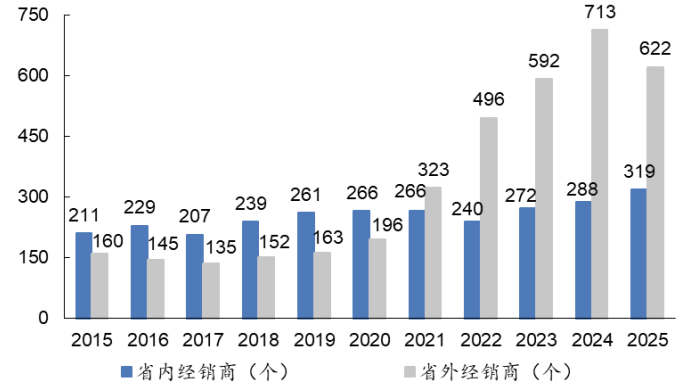
- **渠道利润健康，价格策略清晰。**公司目前整体渠道利润维持在 15%-20%的良性状态。在产品布局上，金徽 18/28 等核心产品聚焦 300 元左右价格带，价格略低于对标竞品剑南春，凭借较高性价比实现快速增长；同时公司在 100-300 元及百元以下价格带坚守价格底线，避免低价竞争，确保渠道利益。

- **金徽酒近年渠道结构呈现明确的战略转向。**金徽酒采取了积极的渠道扩张战略，基于 120 亿的甘肃本埠市场和 500 亿的西北大市场，公司采取“先西北后升级”的拓展路径，经销商数量由 2020 年 462 家增至 2025 年 941 家，数量超翻倍，在可比酒企中扩张速度较快，反映其份额优先的战略意图。自 2021 年起，金徽酒省外经销商数量超越省内并持续增长，公司重点聚焦西北市场，通过拓展甘肃周边、提升西北省区渗透率实现区域深耕；同时将华东作为战略试点。省内网络则持续精简，渠道

下载日志已记录，仅供内部参考

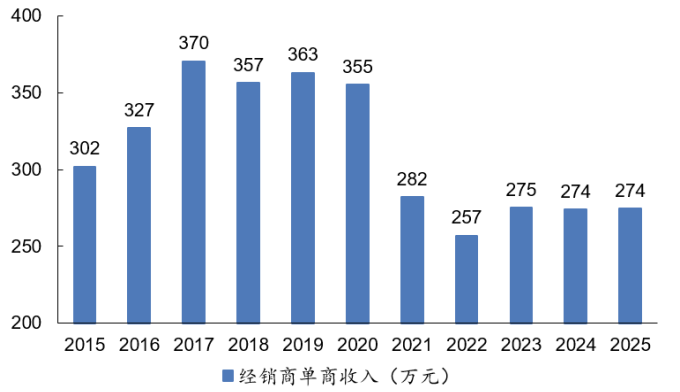
质量不断优化。金徽酒未来发展的关键在于，省外市场能否实现从“数量扩张”向“质量提升”的转化，进一步聚焦核心经销商赋能与终端精细化管理，推动单商收入稳步回升，进而构建可持续的区域增长路径。

图表 20　2025 年金徽酒经销商数量有所精简



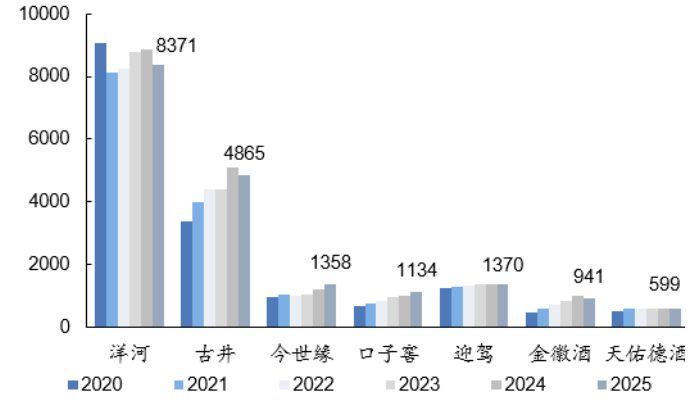
资料来源：公司公告，华创证券

图表 21　2015-2025 年金徽酒经销商单商收入变化



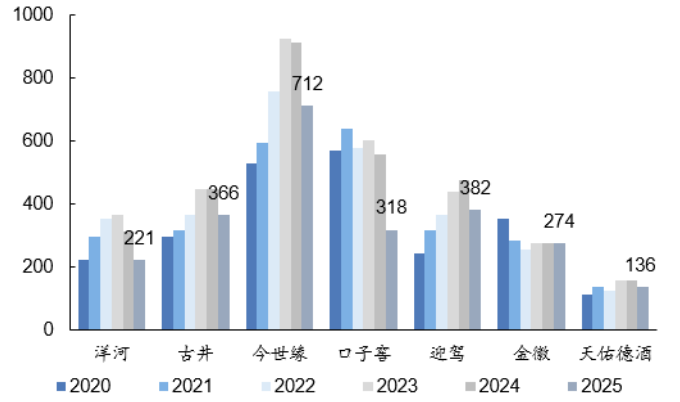
资料来源：公司公告，华创证券

图表 22　主要地产酒经销商数量对比（个）



资料来源：公司公告，华创证券

图表 23　主要地产酒经销商单商收入对比（万元）



资料来源：公司公告，华创证券

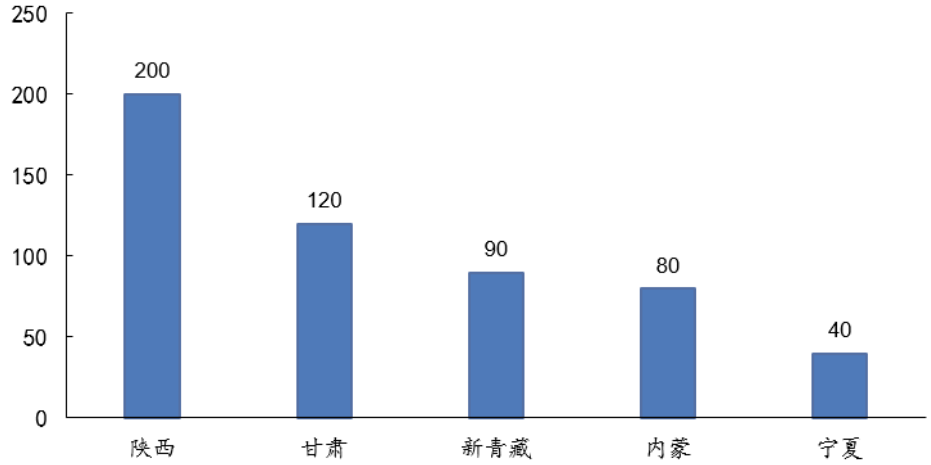
三、着眼长远：翻倍空间，先抢份额再提利润

金徽酒正站在新一轮成长周期的起点，未来 5 年有望实现收入与利润的“双击”式增长。这一判断建立于三重逻辑共振：一是西北白酒市场约 500 亿容量，甘肃 120 亿左右，而金徽酒当前仅 30 亿左右规模，基数低、天花板高，省内市占率提升与省外周边渗透均具充足空间；二是本轮行业调整期金徽酒“受伤较轻”，职业经理人团队稳定、渠道体系健康，使其具备逆势加投费用、抢占份额的战略主动权，此为多数透支型酒企所不及；三是公司当前净利率仅 12-13%，显著低于行业均值，随着后期规模扩张与费用摊薄，净利率向 17%乃至更高水平修复的空间较大，利润增速有望显著快于收入增速。

展望未来，金徽酒的成长路径清晰可分两阶段——未来 1-3 年为“做份额”的投入期，以费用换市场、以时间换空间的逻辑持续演绎；**未来 3-5 年或迈入“提利润”的收获期，**规模效应显现、费用率下行、产品结构升级共振，净利率修复将释放可观的利润弹性。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 24 西北省区白酒市场容量（亿元）



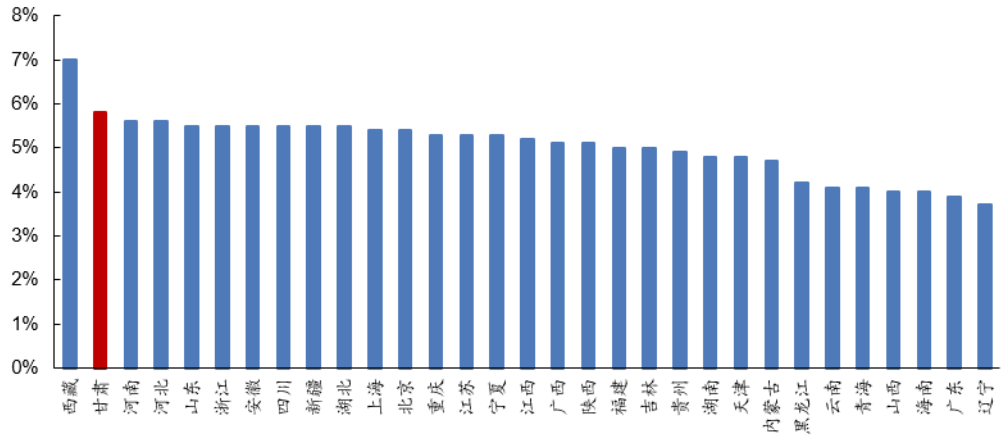
资料来源：渠道调研，华创证券整理

（一）第一阶段（未来 1-3 年）：费投换份额，西北再深耕

1、甘肃：升级&下沉&提份额并举

甘肃白酒市场仍有扩容、升级空间。2025 年甘肃全省 GDP 同比增长 5.8%，已连续 16 个季度高于全国平均水平。2026 年甘肃省两会建议将白酒产业纳入全省“十五五”发展规划，全力打造“中国秦岭南麓白酒产业集群”；省商务厅亦启动“惠享四季·购在陇原”全年促消费活动，推动陇酒品牌融入消费场景。因此甘肃白酒市场仍有扩容、升级空间，当前预估甘肃市场规模 100-120 亿，假设后续 5 年按 GDP 增速扩容，市场规模有望提升至 130-150 亿，主流价格带有望从 100-200 元升级至 200-300 元。

图表 25 我国各省 2025 年 GDP 增速



资料来源：wind，华创证券

远期看，金徽酒在甘肃大本营市场规模有望实现近 40 亿元，市占率目标提升至近 30%。公司目前甘肃省内市场实现营收 21.12 亿元，降幅好于行业和竞品，在根据地市场占有率合计近 20%，未来有翻倍空间，核心在于甘肃白酒市场的结构性升级与金徽份额的提升。

- **甘肃白酒市场预计从 2025 年 120 亿温和扩容至 2030 年 130-150 亿，**假设年增速约

下载日志已记录，仅供内部参考

5%，与当地 GDP 增速吻合，其中判断价增是主驱动力，主流价格带有望从 100 元向 200 元迁移，量增受益于西北大开发政策与基建投资拉动。从价格带结构看，中端（100-300 元）是最大战场，复合增速预计快于行业整体。

- **战略聚焦+本土优势下金徽酒份额有望从不足 20%提升至近 30%。**在 300 元以上次高端价位，金徽年份系列当前约 4 亿，预计 2030 年达 10 亿，份额提升至 30%以上。在 100-300 元中端价位，金徽柔和/星级系列当前约 12 亿，份额 28%，预计 2030 年达 24 亿，份额提升至 38%。这一价格带是消费升级的主战场，柔和 H3/H6 系列精准承接 100 元向 200 元的迁移，且本土渠道优势与品牌认知使其增速有望超越大盘。而百元以内市场金徽当前约 5 亿，受行业调整与低端收缩影响，2025 年大幅下滑，考虑公司战略重心已向中高端转移，未来该价格带预计增量贡献有限。

图表 26 甘肃市场及金徽未来 5 年发展测算

甘肃（亿元）	2025	份额	现状	2028E	2030E	判断逻辑
市场规模	120	-	甘肃白酒市场浓香主导，消费量大价低，大众消费为主	139	154	跟随区域GDP温和扩容，价增为主（主流价格带从100元向200元迁移）量增为辅（西北政策拉动）
超高端（茅台）	9	8%	以茅台为主，极少量五粮液。消费场景主要为礼品、政商务宴请。主要区域集中在兰州等核心地级市	10	10	受制经济水平预计发展天然受限，基本盘稳定但天花板明显，预计基本跟随经济名义增速温和增长
高端（五粮液国窖）	12	10%	主要由五粮液、国窖等构成，以商务宴请和节日送礼为主，增长平稳但受经济周期影响较大	14	14	名酒在该价位带更多体现为流通性而非消费黏性，受消费降级影响其扩容速度慢于中端价位
次高端（300-800元）	18	15%	以外来品牌剑南春和本土品牌金徽年份系列为主，受外部经济条件影响承压加重	21	23	商务宴请和婚宴场景是核心，后续增速预计略高于市场整体
金徽（年份系列）	4	22%	金徽年份系列品牌力最强，金徽在300元+价位中省内占比约20-25%	7	10	金徽年份系列在次高端价位带具备本土绝对品牌势能，未来份额有望提升至30%以上
剑南春	8	44%	被渠道公认为“最稳的产品”，受益于其硬通货属性，在甘肃商务聚饮场景中接受度较高	9	10	预计份额将维持相对稳定，增速略低于甘肃大盘中端价位增速
中端（100-300元）	43	36%	甘肃白酒最大价格带，也是消费升级的主战场，当前五粮春是龙头，金徽份额持续提升	54	63	甘肃经济增长领先+基建投资加速，5年内主流价格带有望从100元→200元左右
五粮春	15	35%	五粮春已成为甘肃200元大众宴席的核心标杆，凭借大品牌背书和宴席市场突出表现持续放量	16	17	考虑发展成熟，未来增速预计放缓，难以大幅超越大盘增速
金徽（柔和/星级系列）	12	28%	柔和H3/H6系列、世纪金徽五星等为主，有本土优势，近年规模持续稳健增长、份额提升	17	24	价格带有望从100元向200元迁移，金徽直接受益，且本土优势下份额可持续提升，增速预计超越大盘
滨河九粮液	8	19%	主要代表产品为九粮春系列，滨河集团连续7年保持增长，兰州及河东市场实现大幅增长	11	13	九粮春在甘肃大众宴席市场占比高达30%，后续预计滨河将继续保持较高增速
红川	2	5%	红川酒业2025年规模下滑，内部管理层调整频繁，主要优势仍然集中在50-200元价位段	1	1	是典型的“内耗让出份额”逻辑，预计红川在中端价位将持续收缩
其他	6	14%	总体规模小势能弱，由汉武御、皇台酒业及其他小品牌构成。皇台酒业已边缘化，汉武御集中在河西局部	9	7	甘肃中端价位品牌集中化趋势明显，长尾品牌预计略有萎缩，定位更多为补充性而非竞争性存在
百元以内	38	32%	大众价位仍有韧性，滨河塔基产品好酒系列增长	40	43	大众相对刚性但增速预计弱于大盘
金徽	5	13%	产品以世纪金徽三星/四星等为主，主要面向大众自饮及农村市场	6	4	25年大幅萎缩，考虑公司战略为百元以上，虽有推出光瓶酒新品，但预计增量有限
红川	10	26%	以红川特曲、中华老字号等品牌为主，价位重心偏低，在此价格带有统治力	9	6	考虑当前管理困境预计持续萎缩
其他	23	61%	主要由滨河中低端产品、红川、汉武御、各县级及乡镇小酒厂以及散装酒构成。农村老年群体仍然保留大量低端自饮需求，散装粮食酒占据一定份额	26	32	百元以内价位带虽然整体规模庞大，规模增速预计弱于大盘，份额持续向头部集中

资料来源：渠道调研，华创证券测算

2、西北：区域拓展进阶西北名酒

省外尤其西北市场有望成为公司重要的第二增长极。

- **一是未来西北市场扩容与升级空间明确。**西北市场陕甘青新宁蒙目前白酒规模预计 500 亿左右，年增速 2-3%，预计 2030 年 600 亿+。增长的驱动在于国家“西北大开发”政策持续加码，基础设施投资与产业转移有望带动居民收入提升。2026 年 2 月，工信部等三部门联合印发《酿酒产业提质升级指导意见（2026—2030 年）》，明确提出支持西北地区推进特色酒产区培育，目标培育 3 个以上千亿级传统优势酒产区、10 个以上百亿级特色酿酒产业园区，西北白酒市场后续有望迎来“量价齐升”的窗口期，主流价格带未来向 150-200 元升级的趋势确定性强，金徽有望迎来政策红利

下载日志已记录，仅供内部参考

释放、产业升级提速、市场空间扩容升级的战略机遇期。

- **二是西北名酒布局相对薄弱，格局相对利好金徽。**相较于华北、华东名酒混战的红海态势，西北地广人稀管理半径长、文化及口感更偏北方游牧民族风格，全国性名酒对西北市场的资源投入度与渠道深耕意愿均显不足，因此目前不是一个“赢者通吃”的市场，为本土品牌筑起一定的护城河，呈现本土品牌主导各守一方、名酒渗透有限的特征。而金徽酒长期扎根于此，格局上有一定相对优势。

- **三是金徽自身禀赋与战略执行有望在西北市场形成共振。**本轮行业调整期，金徽战略上主动收缩华东、且多年来在西北市场形成一定品牌认知与渠道网络，以“能量系列”主攻陕西、宁夏、内蒙古、新疆等环甘肃市场，实施一地一策差异化营销，陕西市场能量系列在宝鸡已形成样板效应，2025 年省外整体实现双位数增长，后续“甘青新一体化”战略有望沿此经验实现突破。

图表 27　西北白酒市场分析

地区	当地市场特征	白酒主流价位(元)	25年市场规模/亿	竞争格局	量价发展趋势	2030年规模预测	增长驱动力
陕西	市场不大+地产酒较强但价格偏低、地方保护一般+香型开放包容，西凤为地产龙头	100-300（陕北100-200）	200	西凤酒为绝对龙头（约60亿），浓香名酒（五粮液、剑南春等）合计约70-80亿，酱香约50-60亿，清香汾酒约15亿，市场开放，名酒混战激烈	主流价格带100-300元（陕北100-200元），总量微增（1-2%），结构优化，吨价提升为核心增长点	243	西凤全国化带动省内结构升级；名酒持续下沉；消费升级推动中高端宴席/商务扩容
内蒙	经济一般消费力偏低，偏好高度浓香，消费粗犷，地产酒多但主导性不强，茅五剑占据高端	70-200	80	汾酒规模15-20亿，河套王为龙头（约15亿），草原白酒品牌众多，高端市场由茅台、五粮液等名酒占据，外来品牌渗透率低，本土消费壁垒强	高度酒占比超70%，主流价格带70-200元，总量因人口流出增长乏力（1-2%），价格带缓慢上移	93	消费升级推动100-200元价格带扩容；名酒礼品需求稳定
宁夏	市场容量小，消费以浓香型为主，品牌集中度高	75-150	40	市场容量极小，地产酒合计占比不足10%（如老银川约2.2亿），90%以上份额被外来名酒（茅、五、剑等）瓜分	浓香型为主，主流价格带75-160元；总量缓慢增长，价格带向100-200元靠拢	49	外来品牌持续主导；消费升级带动中高端；葡萄酒产业外溢效应有限，白酒仍有扩容空间
新青藏	偏好烈性酒，酒企布局普遍较少（新疆中低端为主，偏好高度浓香酒，占比超50%，伊力特一家独大，疆外白酒品牌均不超过5亿元）	100-200	90	新疆伊力特一家独大（2025年约17亿），青海天佑德青稞酒主导（约12亿），其余地方品牌多而小；外来名酒占比超50%（尤其高端市场）	偏好高度烈酒，浓香占比超50%，主流价格带100-200元；总量受益城镇化及汉族人口增加（2-3%），结构逐步升级	109	城镇化推进；新疆旅游及人口流入；青稞酒健康概念；名酒下沉加速

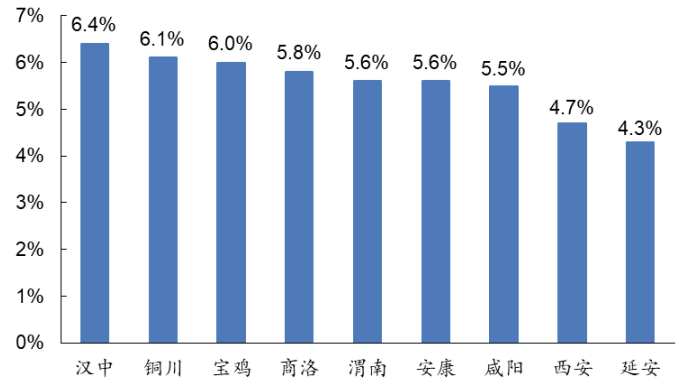
资料来源：渠道调研，华创证券测算

公司当前陕西市场规模 3-4 亿已取得一定突破，后续有望保持快速增长。公司陕西市场自 2015 年从宝鸡起步，持续深耕，近年通过营销转型与调整取得不错成果，策略上聚集关中（此前资源分散），聚焦用户工程、C 端动销，近两年快速增长下规模已实现 3-4 亿，其中宝鸡启动最早、基础最扎实，表现突出规模 1 亿左右，后续预计仍可保持双位数增长，咸阳、西安、渭南已逐步走出市场培育阶段，咸阳与西安合计超 8000 万元，渭南约 4000 万至 5000 万元，受益于人口基数优势，后续这些城市有望成为金徽区域增长重要引擎，实现较快增长，持续抢占竞品份额。

- **陕西聚焦关中打法思路清晰落地高效，其经验和策略或对其他西北市场有一定参考意义。**公司在陕西省以三大系列产品差异化覆盖，年份系列用于培养样板市场，以点带面拉升品牌高度；能量系列为规模主力已覆盖陕西 85%市场，其中在宝鸡 1 亿元销售额中占比达 80%；金奖系列则主攻低端价位，深入农村乡镇市场，目前仅覆盖能量系列销售氛围较好的 30%市场。区域上在巩固关中核心市场的同时，公司将因地制宜推进南北辐射，针对陕南浓香型消费偏好显著、陕北酱香与清香接受度高的区域特性，匹配相应产品与渠道策略，将陕南、陕北打造为重要的可持续增量来源。陕西市场的成功经验为西北市场的整体突破提供了可复制的样板。

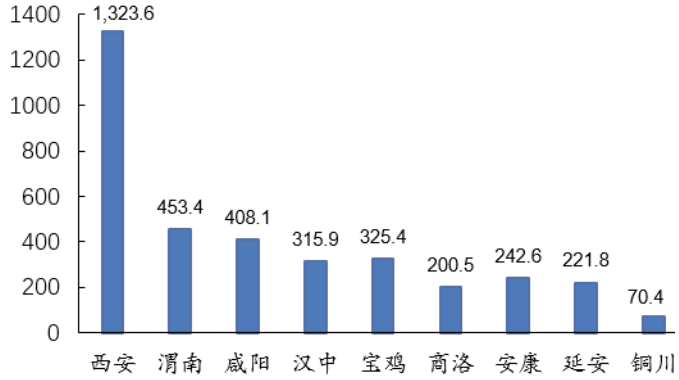
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 28　2025 年陕西省地级市 GDP 增速



资料来源：各地政府官网，华创证券

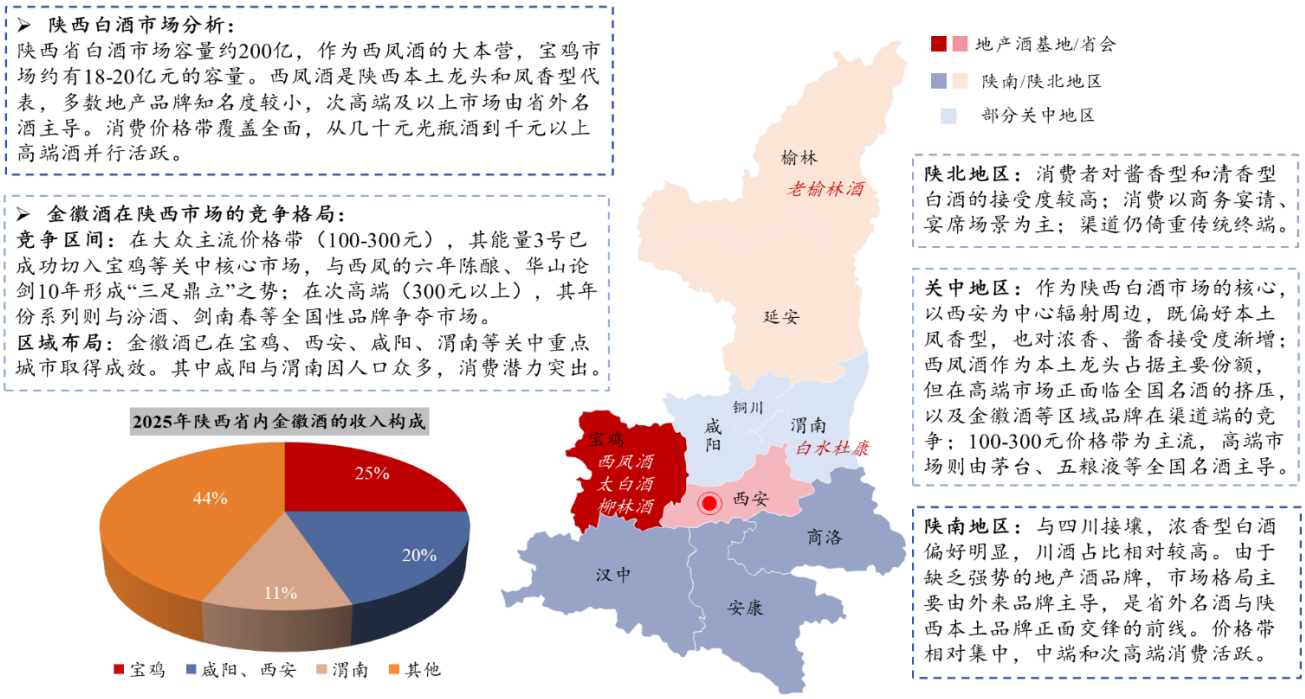
图表 29　2025 年陕西省地级市人口数量（万人）



资料来源：各地政府官网，华创证券

注：汉中、宝鸡常住人口为 2024 年统计数据。

图表 30　陕西白酒市场分析



资料来源：渠道调研，华创证券

测算金徽在西北未来 5 年有望保持 15-20%的复合增速，2030 年省外规模有望实现 15 亿左右。2025 年公司省外市场实现营业收入 6.70 亿元（西北市场为主预计 5 亿+），尽管略有下滑，但较同业相比降幅有限，陕西新疆等市场仍保持不错增长态势，未来 5 年在西北市场自身上升趋势及公司战略聚焦下，测算金徽在西北未来 5 年有望保持 15-20%的复合增速，2030 年省外规模有望实现 15 亿左右。

- 陕西已形成成熟的区域运作模式，目前规模 3-4 亿，后续宝鸡有望保持双位数复合增长，咸阳、西安、渭南等预计加速起量，2030 年规模预计 7 亿+;
- **新疆**市场以伊宁为重点突破区域，2024 年在组织与产品调整后增速较快，团队人数

下载日志已记录，仅供内部参考

扩容至 50 人+，政府与公司端均持续加大投入，目前规模预计 5000 万左右，后续可聚焦伊宁附近、通过寻找在新疆工作生活的甘肃人打开市场，规模预计 2 亿+；

- **内蒙**以呼和浩特为中心，目前规模预计 0.5 亿，团队资源相对较好，后续预计可实现较快增长，规模预计 2-3 亿；
- **青海**目前规模 4000-5000 万左右，发展相对平稳，后续空间预计 1 亿左右；
- **宁夏与北方市场持平略增**，宁夏市场近几年调整后消费者认可度有所提升，不过宁夏市场自身规模有限，当前规模预估 5000 万，未来 5 年空间预计接近 1 亿；其他北方市场已收缩至 20 多个核心市场聚焦投入，投入模式稳定预计规模增量有限；
- **华东市场后续增量预计有限。**公司华东采取“精准聚焦”策略，以专属产品金徽老窖系列为抓手，选定河南许昌及江苏徐州、淮安等五个地级市作为战略试点，考虑公司战略思路及华东市场格局态势，未来 5 年预计试验为主增量有限。

图表 31 金徽酒西北市场发展空间测算（亿元）

地区	2025 年规模	布局特征	战略地位	2030E 规模	复合增速（%）	判断逻辑
陕西	3	“陕宁一体化”升级为“陕宁蒙一体化”主力：2024 年“陕宁一体化”升级后，在宝鸡已建能量系列样板，逐步导入年份系列。策略以 100-400 元能量金徽系列主攻大众商务及宴席消费，辅以更高价位的年份系列切入中高端	战略高地、品牌势能跳板、西北一体化核心阵地	7.5	20%	陕西白酒市场为西北最大。西凤酒销售约 60 亿，五粮液 30 多亿，剑南春 10 多亿，汾酒 10 多亿，习酒 10 来亿。市场呈“头部名酒+地方名酒”格局，名酒混战激烈。金徽 2-3 亿→6-8 亿是务实目标，难度大但天花板高。2026 年省外 Q1 同比+20%，陕西为主要拉动区域之一，一体化为长期增量提供基本支撑
内蒙	0.5	“陕宁蒙一体化”协同覆盖：2026 年起纳入一体化框架，投入资源逐步增加	辅助性拓展市场	2.2	35%	河套王稳固、汾酒约 15 亿领先。基数极低，为增速最快的板块，但短期体量有限
宁夏	0.5	通过“陕宁蒙一体化”进行辐射覆盖，以能量系列主攻大众消费层，当前未单设增量资源投入，主要依靠一体化框架的平台性推进获取基础份额	辅助性拓展市场、西北一体化战略末端	1.0	10%	宁夏市场 90%以上为外来名酒占据，地产酒龙头宁夏红约 3.8 亿、老银川约 2.2 亿，格局“小而散”。外来名酒主导。当前基数极低，增速潜力高，但整体体量有限，为一体化战略末端板块
新青藏	2	甘青新一体化持续推进：利用新疆近 500 万甘肃籍老乡消费基础	第二增长极、中长期最大潜力	4.0	15%	金徽当前渗透率极低，新疆龙头伊力特 2025 年营收 17.22 亿元，同比下降 21.82%，为外来品牌提供了进攻窗口

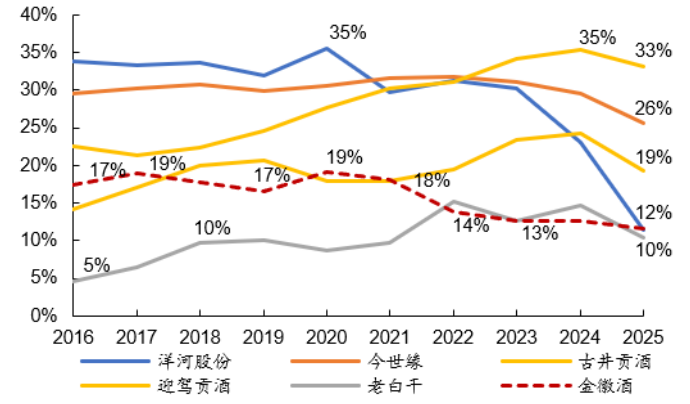
资料来源：渠道调研，华创证券测算

（二）第二阶段（未来 3-5 年）：品牌规模效应显现拉升盈利

中短期加强费投要份额策略下金徽净利率处于自身底部，且横向对比也偏低。金徽酒净利率自 2020 年的 19%高点持续下滑至 2025 年的 12%左右，显著低于同业同期均值水平，在可比公司中亦处于较低水位。核心原因在于金徽费用端持续加强投放扩份额，早期存在投入大但产出低的品牌培育阶段，其销售期间费用率高达 30%+，长期普遍明显高于洋河、今世缘和迎驾等产品结构相对可比的地域名酒。

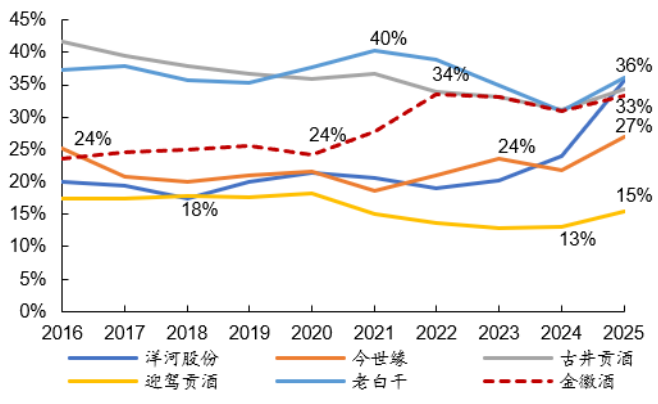
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 32 不同酒企净利率走势对比



资料来源：wind，华创证券

图表 33 不同酒企销售期间费用率对比

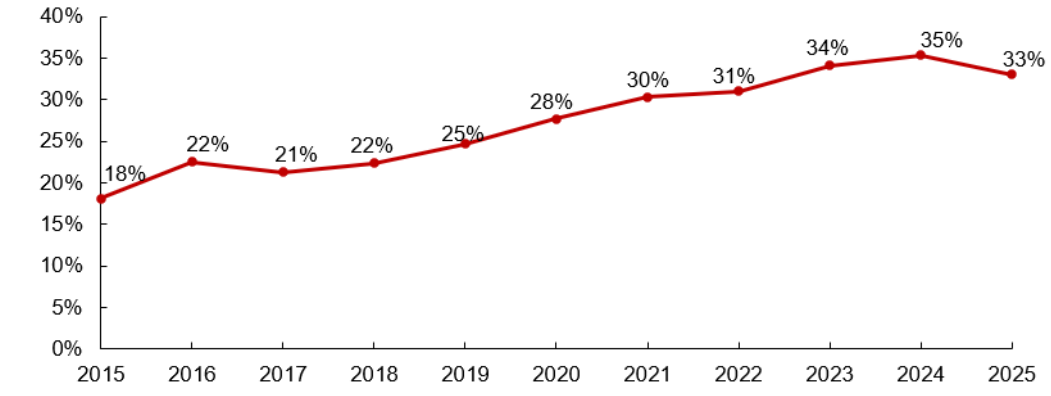


资料来源：wind，华创证券

迎驾贡酒启示录：区域酒企从“投入期”到“收获期”的盈利弹性释放路径复盘。迎驾的净利率自 2015 年的约 18%持续提升至 2025 年的 33%，其核心驱动力在于产品结构升级与费用效率改善的双轮协同，洞藏品牌效应在大本营市场培育显现后盈利水平明显拉升。一方面，生态洞藏系列持续放量，中高档产品收入占比从 2015 年 47%提升至 2025 年的 78%，同期推动整体毛利率从 58%提升至 73%，为净利率上行打开了毛利空间；另一方面，公司坚持省内市场精耕细作，省内收入占比持续上行，2025 年已达 71%，网点渗透率超 80%，规模效应有效摊薄了人员与折旧等刚性成本，销售费用率维持在 15%左右，管理费用率降至 3-4%。

- **这一路径的启示在于：**区域酒企前期需投入大量人员与渠道资源培育终端，净利率往往偏低；但一旦品牌在当地形成稳固的自点率和消费者认知，营收放大将摊薄固定费用，叠加产品结构持续升级，净利率便会迎来快速提升的窗口期。迎驾贡酒的实践表明，区域名酒扎实的根据地深耕与清晰的产品升级路径，是走出可持续盈利能力曲线的关键。

图表 34 迎驾贡酒净利率走势



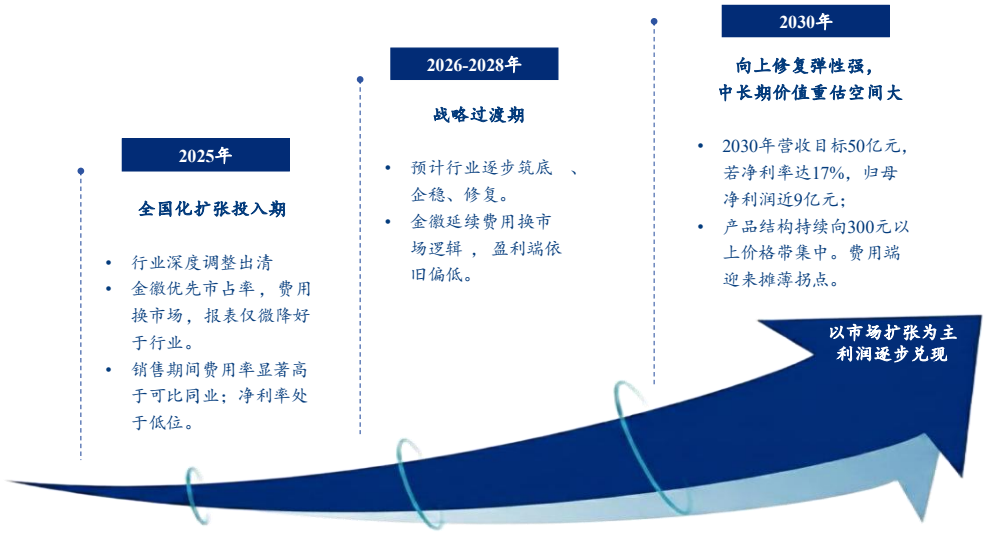
资料来源：wind，华创证券

短期净利率预计提升有限，远期净利率有望提升至 15%-20%区间。当前公司正处在全国化扩张的关键阶段，短期内资源投放仍以市场占有率为优先，未来 1-3 年预计净利率端仍偏低，维持 10%-15%区间，对应归母净利润维持在 4 亿元左右量级。若 2028 年前后省外市场从“投入期”迈入“收获期”，产品结构持续向 300 元以上价格带集中，品牌规

下载日志已记录，仅供内部参考

模效应显现下费用端迎来摊薄拐点，对标同业可比公司中长期净利率有望向 15%-20%靠拢，利润端有望释放更多弹性。

图表 35 金徽酒未来 3-5 年战略分析与节奏展望



资料来源：公司公告，华创证券整理

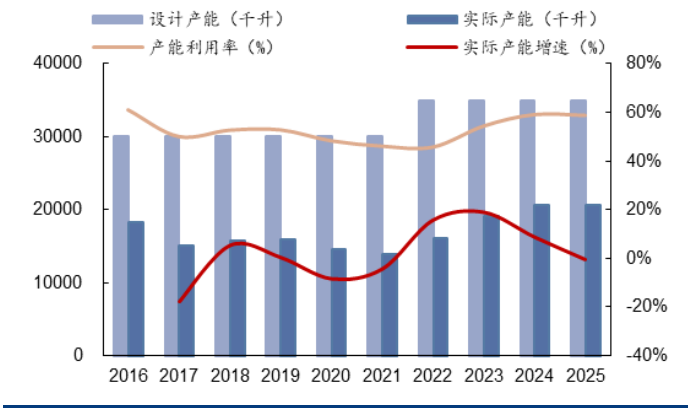
（三）产能加速加码，筑牢增长基石

公司产能及库存基酒储备快速提升，为份额提升提供优质酒体储备。从历史数据看，公司设计产能于 2021 年由 3 万吨提升至 3.5 万吨，实际产能自 2022 年起进入加速释放阶段，2025 年达到 2.06 万吨，推动产能利用率回升至 59%。与此同时，成品酒产量在 2022 年和 2023 年迎来快速增长，增速分别达 84%和 24%，半成品酒（含基酒）储备同步持续快速攀升，从 2016 年的 1.16 万吨增长至 2025 年的 5.98 万吨，2018 至 2020 年间年均增速超过 35%，为公司优化产品结构、发力次高端及高端市场提供了充足的优质基酒供给弹性。

- **公司持续加码产能布局，未来年产能有望提升至接近 15 万吨。**为进一步支撑长期产能需求，公司已启动生态智慧产业园四期技改项目，并于 2025 年全面开工建设。2026 年 2 月，公司再度以 3683 万元竞得 195.96 亩工业用地，毗邻产业园一期工程，持续强化优质基酒的产能与储能布局。该项目含 4 个智能化生产车间、2 个能源动力中心、消防中心及污水处理站，计划工期 730 天，预计 2027 年初建成，项目建成后可提升金徽酒总产能至 15 万吨。基酒储存规模与陈酿年限是决定白酒品质的核心壁垒，这一系列前瞻性布局有望为公司未来市场版图拓展和产品结构升级筑牢根基。

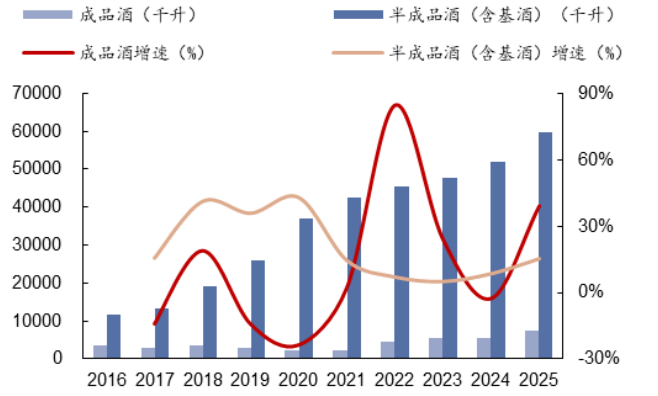
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 36 金徽酒产能变化趋势



资料来源：公司公告，华创证券

图表 37 金徽成品和半成品酒（含基酒）库存及增速



资料来源：公司公告，华创证券

四、投资建议：当下确定性与远期成长性兼具，首次覆盖给予“推荐”评级

（一）盈利预测：远期收入有翻倍空间，利润弹性或更高

收入规模有翻倍空间，节奏或呈现“前低后高、逐步加速”的阶梯式复苏路径。2026 年公司仍处于行业调整尾声与战略投入期，预计收入增速企稳恢复至个位数微增，核心任务在于稳住基本盘、优化渠道库存，为后续发力积蓄势能。2027-2028 年随着行业景气度回暖与公司费投策略见效，收入增速有望提振至 10%+，其中 100-300 元价位的柔和系列与能量系列将承担放量主力，能量系列在陕西、新疆等环甘肃市场复制样板经验，省外贡献度持续提升。2029-2030 年，品牌规模效应与渠道复利逐步显现，收入增速有望进一步提振。

利润端弹性更大，释放节点预计在 28 年之后，呈现“滞后释放”特征。公司 2026-2028 年仍处于战略投入期，预计销售期间费用率将维持高位，净利率短期继续承压在 12%-13%的较低水平，难以体现经营杠杆效应。但随着省外培育市场逐步进入收获期，省内规模效应显现以及产品结构持续升级（如市占率突破 25%后），2027-2029 年利润率或进入加速释放通道，公司净利率有望提升。

图表 38 金徽酒盈利预测

单位：百万元	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**2547.6**	**3021.3**	**2918.5**	**3028.0**	**3383.3**	**3834.4**
YoY	26.6%	18.6%	-3.4%	3.8%	11.7%	13.3%
白酒收入	**2505.9**	**2901.9**	**2777.4**	**2865.8**	**3204.9**	**3647.1**
YoY	26.5%	15.8%	-4.3%	3.2%	11.8%	13.8%
300 元以上	401.2	566.4	709.2	760.3	934.0	1197.3
YoY	37.1%	41.2%	25.2%	7.2%	22.9%	28.2%
销量（吨）	781.1	1248.2	1716.5	1802.3	2072.7	2280.0
YoY	52%	60%	38%	5%	15%	10%
吨价（万元/吨）	51.4	45.4	41.3	42.2	45.1	52.5
YoY	-9.7%	-11.7%	-9.0%	2.1%	6.8%	16.5%
毛利率	78.1%	76.0%	76.2%	77.0%	77.0%	77.0%
100-300 元	1288.4	1486.6	1532.5	1676.9	1885.1	2102.6
YoY	32.3%	15.4%	3.1%	9.4%	12.4%	11.5%
销量（吨）	7573.4	9318.9	9416.7	10358.3	11912.1	13698.9
YoY	35.8%	23.0%	1.0%	10.0%	15.0%	15.0%

下载日志已记录，仅供内部参考

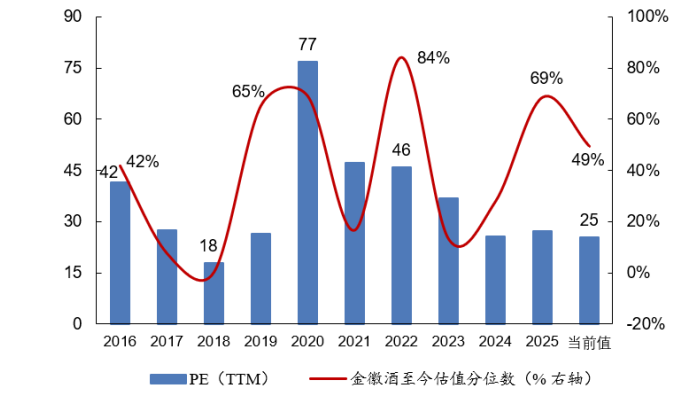
吨价（万元/吨）	17.0	16.0	16.3	16.2	15.8	15.3
YoY	-2.6%	-6.2%	2.0%	-0.5%	-2.2%	-3.0%
毛利率	65.2%	63.8%	66.5%	68.0%	68.0%	68.0%
100 元以下	816.3	848.9	535.8	428.6	385.8	347.2
YoY	14.2%	4.0%	-36.9%	-20.0%	-10.0%	-10.0%
销量（吨）	9625.6	10263.7	6819.6	5455.7	4910.1	4419.1
YoY	21.2%	6.6%	-33.6%	-20.0%	-10.0%	-10.0%
吨价（万元/吨）	8.5	8.3	7.9	7.9	7.9	7.9
YoY	-5.7%	-2.5%	-5.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	51.2%	50.9%	47.8%	46.0%	46.0%	46.0%
其他营业收入	**41.7**	**119.4**	**141.0**	**162.2**	**178.4**	**187.3**
YoY	36.5%	186.5%	18.1%	15.0%	10.0%	5.0%
销售毛利率	62.4%	60.9%	63.2%	64.6%	65.4%	66.5%
销售费用率	21.0%	19.7%	21.6%	22.0%	22.0%	22.0%
管理费用率	10.8%	10.1%	10.6%	11.0%	11.0%	11.0%
归母净利率	12.9%	12.8%	12.1%	12.8%	13.4%	14.1%
归母净利润	**328.9**	**388.1**	**354.4**	**387.1**	**452.8**	**540.6**
YoY	17.3%	18.0%	-8.7%	9.2%	17.0%	19.4%
P/E	25.1	21.2	23.3	21.3	18.2	15.3
P/B	2.5	2.5	2.4	2.3	2.1	1.9

资料来源：wind，华创证券预测

（二）投资建议：兼具成长性与确定性，首次覆盖给予“推荐”评级

公司是当前行业调整背景下少有的兼具确定性和远期发展空间的标的，估值溢价于行业和可比公司。金徽酒当前估值 25 倍 PE，明显溢价于行业及可比公司今世缘、古井、迎驾、老白干等，亦处于自身历史估值偏高分位。这一估值溢价并非短期现象，而是公司长期以来小而美、兼具发展空间及质地优良确定性强的体现，当前高估值也反映了市场对其中长期规模扩张、净利率拉升的乐观判断。展望未来，随着省内甘肃份额持续提升、省外市场从“投入期”迈入“收获期”，收入增速有望持续提速，规模效应下盈利弹性释放有望逐步消化当前估值。

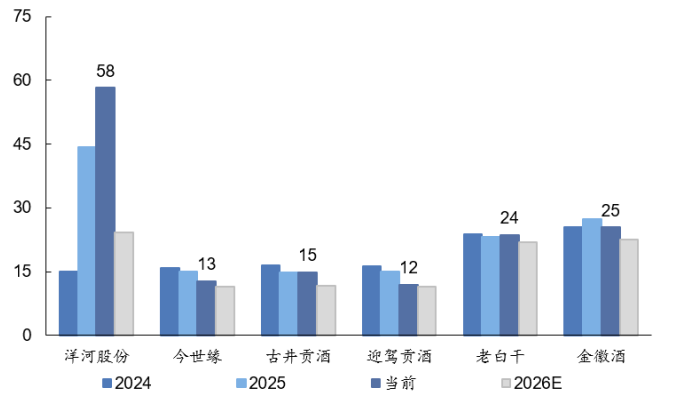
图表 39　金徽酒估值与分位数



资料来源：wind，华创证券

注：当前值为 2026 年 6 月 26 日数据

图表 40　金徽酒估值溢价于行业和可比公司



资料来源：wind，华创证券

注：当前值为 2026 年 6 月 26 日数据；2026E 为 wind 一致预期

投资建议：当下确定性与远期成长性兼具，首次覆盖给予“推荐”评级。金徽酒当前的独特价值，在于其是为数不多同时兼具短期确定性与远期成长性。短期看，金徽团队稳定进取战略清晰，渠道库存健康秩序稳定，甘肃及西北市场份额持续提升，具备逆周期

下载日志已记录，仅供内部参考

韧性，是当前行业调整周期下稀缺的确定性标的。长期看，西北白酒市场仍有扩容升级空间，公司逆风深耕加投费用，当前规模不大但市场基础扎实，有望持续提升甘肃及西北市场份额，规模预计有翻倍空间，当品牌形成一定知名度后规模效应有望提升、带动净利率提升，盈利端弹性或更大。在未来白酒行业分化加剧的背景下，这种“可预期、可跟踪、可兑现”的成长叙事更为稀缺。当前公司估值对应 PE 约 25 倍，远期利润弹性释放后有望消化估值，首次覆盖给予 26-28 年 EPS 预测 0.76/0.89/1.07 元，参考公司历史估值，考虑远期发展空间及利润弹性，给予 26 年目标估值 30 倍 PE，对应目标价 23 元。

五、风险提示

白酒行业需求持续疲弱。当前白酒行业整体需求延续疲弱态势，复苏节奏尚不明朗。若终端动销回暖持续受阻，公司产品渠道推广难度将进一步加大，市场渗透速度或面临放缓压力。

西北竞争加剧拓展不及预期。西北区域市场竞争格局日趋激烈，省内本土品牌与全国名酒双重挤压效应持续强化。公司省外渠道拓展及全国化布局面临较大阻力，拓展节奏存在不及预期的可能。

盈利能力提升较难。公司虽提出 2026 至 2028 年延续费用换市场战略、预计 2030 年迎来摊薄拐点，但费投效率提升及规模效应释放节奏存在不确定性，盈利改善面临较大阻力。

下载日志已记录，仅供内部参考

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	990	1,146	1,435	1,754
应收票据	0	3	1	1
应收账款	7	10	12	14
预付账款	7	9	9	9
存货	2,002	1,880	1,970	2,164
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	76	86	103	124
流动资产合计	3,083	3,135	3,530	4,067
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	1	1	1	1
固定资产	1,470	1,439	1,414	1,389
在建工程	176	214	252	239
无形资产	355	361	374	391
其他非流动资产	192	201	210	218
非流动资产合计	2,195	2,217	2,252	2,240
资产合计	**5,277**	**5,352**	**5,782**	**6,307**
短期借款	169	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	236	207	225	250
预收款项	0	0	0	0
合同负债	820	850	950	1,077
其他应付款	98	98	98	98
一年内到期的非流动负债	45	45	45	45
其他流动负债	264	276	309	350
流动负债合计	1,631	1,476	1,627	1,820
长期借款	123	136	150	160
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	121	121	121	121
非流动负债合计	244	257	271	281
负债合计	**1,875**	**1,733**	**1,898**	**2,102**
归属母公司所有者权益	3,430	3,665	3,952	4,298
少数股东权益	-28	-46	-67	-93
所有者权益合计	**3,402**	**3,619**	**3,885**	**4,205**
负债和股东权益	**5,277**	**5,352**	**5,782**	**6,307**

现金流量表

单位：百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	**480**	**635**	**622**	**638**
现金收益	449	517	578	661
存货影响	-312	122	-90	-194
经营性应收影响	67	-18	-17	-24
经营性应付影响	248	14	151	194
其他影响	27	0	0	0
投资活动现金流	**-394**	**-184**	**-196**	**-150**
资本支出	-403	-176	-188	-142
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	9	-8	-8	-7
融资活动现金流	**45**	**-295**	**-137**	**-169**
借款增加	305	-156	14	10
股利及利息支付	-251	-160	-187	-223
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-8	21	35	44

利润表

单位：百万元	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**2,918**	**3,028**	**3,383**	**3,834**
营业成本	1,075	1,073	1,169	1,286
税金及附加	432	447	500	567
销售费用	630	666	744	844
管理费用	311	333	372	422
研发费用	40	41	46	52
财务费用	-10	-14	-15	-16
信用减值损失	-1	-1	-1	-1
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
其他收益	28	28	28	28
营业利润	**468**	**510**	**595**	**708**
营业外收入	3	2	2	2
营业外支出	15	13	13	13
利润总额	**457**	**499**	**583**	**696**
所得税	119	130	153	182
净利润	**337**	**368**	**431**	**514**
少数股东损益	-17	-19	-22	-26
归属母公司净利润	**354**	**387**	**453**	**541**
NOPLAT	330	358	420	503
EPS(摊薄)（元）	0.70	0.76	0.89	1.07

主要财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入增长率	-3.4%	3.8%	11.7%	13.3%
EBIT 增长率	0.3%	8.5%	17.2%	19.8%
归母净利润增长率	-8.7%	9.2%	17.0%	19.4%
获利能力				
毛利率	63.2%	64.6%	65.4%	66.5%
净利率	11.6%	12.2%	12.7%	13.4%
ROE	10.3%	10.6%	11.5%	12.6%
ROIC	12.4%	13.3%	14.4%	16.0%
偿债能力				
资产负债率	35.5%	32.4%	32.8%	33.3%
债务权益比	13.5%	8.3%	8.1%	7.7%
流动比率	1.9	2.1	2.2	2.2
速动比率	0.7	0.9	1.0	1.0
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转天数	1	1	1	1
应付账款周转天数	74	74	66	67
存货周转天数	618	651	593	579
每股指标(元)				
每股收益	0.70	0.76	0.89	1.07
每股经营现金流	0.95	1.25	1.23	1.26
每股净资产	6.76	7.23	7.79	8.47
估值比率				
P/E	23	21	18	15
P/B	2.4	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	15	13	12	10

资料来源：公司公告，华创证券预测

下载日志已记录，仅供内部参考

食品饮料组团队介绍

研究所所长助理、消费研究中心大组长、食品饮料首席分析师：欧阳予

浙江大学本科，荷兰伊拉斯姆斯大学研究型硕士，9 年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，2020 年加入华创证券。2021-2024 年连续四届获新财富最佳分析师评选第一名，并多次获新浪金麒麟、水晶球、上证报和 21 世纪金牌分析师等最佳分析师评选第一名，2025 年获新财富最佳分析师评选第二名。

——白酒研究组（白酒、红酒、黄酒、酒类流通行业）

酒类研究小组组长、高级分析师：田晨曦

英国伯明翰大学硕士，2020 年加入华创证券研究所，5 年消费行业研究经验。

助理研究员：王培培

南开大学金融学硕士，2024 年加入华创证券研究所。

助理分析师：张慧

悉尼大学商学学士，蒙纳士大学银行与金融硕士。2019 年加入华创证券研究所。

——大众品研究组（低度酒、软饮料、乳肉制品、调味品、烘焙休闲食品、预制食品、餐饮连锁、食品配料）

大众品研究组组长、资深分析师：范子盼

中国人民大学硕士，7 年消费行业研究经验，曾任职于长江证券，2020 年加入华创证券研究所。

执委会委员、副总裁、华创证券研究所所长、新财富白金分析师：董广阳

上海财经大学经济学硕士，17 年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，瑞银证券。自 2013 至 2025 年，获得新财富最佳分析师八届第一，三届第二，一届第三，获金牛奖最佳分析师连续三届第一，连续三届全市场最具价值分析师，获水晶球最佳分析师四届第一，获新浪金麒麟最佳分析师连续六届第一，获上证报最佳分析师评选五届第一。

下载日志已记录，仅供内部参考

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	公募机构销售总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	张羽驰	销售经理		zhangyuchi@hcyjs.com
	骆振琳	高级销售经理		luozhenlin@hcyjs.com
	刘亚东	销售经理		liuyadong@hcyjs.com
	白嘉琪	销售助理		baijiaqi@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
	龚佳宁	机构销售		gongjianing@hcyjs.com
	周怡圆	资深销售经理		zhouyiyuan@hcyjs.com
	刘泽群	销售经理		liuzequn@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	资深销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	资深销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售经理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售经理		fuyaqi@hcyjs.com
	王艺嘉	销售助理		wangyijia1@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	祁继春	上海机构销售副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	保险机构销售总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	资深销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
	金可依	销售经理		jinkeyi@hcyjs.com
	武君书	销售经理		wujunshu@hcyjs.com
	姜茜	销售助理		jiangxi@hcyjs.com
	罗兰丹波	资深销售经理		luolandanbo@hcyjs.com
	章依若	销售经理		zhangyiruo@hcyjs.com
	谢玮颖	资深销售经理		xieweiying@hcyjs.com
	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com

下载日志已记录，仅供内部参考

广州机构销售部	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
	古舞	销售助理		guwu@hcyjs.com
	曹雅博	高级销售经理		caoyabo@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	机构服务部总经理助理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	副总监	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹玓	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	陈孟昕	销售经理		chenmengxin@hcyjs.com
	文焱艺	销售经理		wenyanyi@hcyjs.com
	王秋晓	销售经理		wangqiuxiao@hcyjs.com
	谭雯欣	销售经理		tanwenxin@hcyjs.com
	陈蕾	销售助理		chenlei1@hcyjs.com
	赵方圆	销售经理		zhaofangyuan@hcyjs.com

下载日志已记录，仅供内部参考

华创行业公司投资评级体系

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，美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的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；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“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客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未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，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。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、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522