仅供内部参考，请勿外传！

属地深耕筑壁垒，份额提升释弹性

华泰研究 深度研究

2026 年 9 月 06 日 | 中国内地 饮料

当前白酒行业仍处深度调整期，金徽酒长期坚持真实动销和库存管控，2025 年主动控制发货、优化低效客户，公司回款和经营现金流保持稳健。我们认为，出色且健康的渠道力使公司在调整期仍具备持续稳固和开拓市场的能力，多年积累的经销商/核心终端/用户资源提高了投入的转化效率。甘肃以宴席、大众自饮和 100—300 元产品为主要消费基本盘，需求结构稳健；未来随公司资源继续向兰州及周边、西北重点市场配置，有望进一步提升区域份额，并于 2027 年起逐步释放利润弹性。上调至“买入”评级。

甘肃需求结构更具韧性，公司具备直接承接基础

甘肃白酒市场规模由 2017 年约 55 亿元增至 2024 年约 100 亿元，2025 年行业调整深化背景下仍实现个位数增长；100—300 元产品贡献当地白酒销售额 50%以上，宴席、亲友聚饮和大众自饮构成主要消费场景，属地品牌及香型偏好突出。且西北市场传统产业占比较东部沿海市场更高，需求韧性更强，金徽酒 100—300 元产品贡献约 55%的白酒收入，百元以上产品占比超过 80%，产品结构与当地主要需求高度匹配；公司省内收入规模领先其他地产酒企，未来有望更充分承接西北市场需求的释放。

渠道健康支撑逆势投入，属地网络提高资源转化效率

公司长期深耕甘肃市场，已形成覆盖区县的经销商、核心终端和用户网络的完善网络。2025 年公司经销商进货量降幅高于渠道及终端出货量降幅，两级渠道进销差额分别收窄 78.67%和 79.12%，公司主动控量已显著减少库存压力；省外经销商数量下降 12.8%，但省外收入仅下降 0.81%，客户优化未明显削弱销售基本盘。稳健的回款和现金流为持续投入打下基础，既有经销商、终端和用户资源加速了投入的有效转化。在其他酒企优先处理库存、谨慎投入的时期，公司调整见效最早，有望持续提升重点市场份额。

省内深化与陕西突破打开空间，盈利弹性有望逐步释放

省内兰州及周边、西部市场仍具备较大的渠道覆盖和营收渗透提升空间，公司目前在陕西市场已形成超 3 亿元的省外经营支点。据我们测算，2030 年公司省内和省外的增量空间可支撑公司营收实现近 48 亿元规模（对应 2025—2030 年复合增速约 11%）。短期公司仍处于市场投入期，2026 年利润表现还受到补缴税款及滞纳金事项的一次性影响；但未来随市场份额提升、金徽 18 及柔和系列等核心产品放量带动产品结构优化，以及份额提升后的费投效率优化，预计 2027 年起公司利润弹性也有望同步释放。

我们与市场观点不同之处

市场可能将 25 年营收下降、经销商减少和销售费率维持高位解读为渠道弱化及投入效率不足，担忧未来利润释放。我们认为公司近期的经销商及其收发货数据已验证本轮主动控制新增供给、优化渠道、以及真实动销的质量；公司保持市场投入，为后续高质份额提升奠定基础，未来利润释放弹性可观。

盈利预测与估值

我们预计 26-28 年营收为 30.5/33.7/38.2 亿元（较前次持平/+4%/+8%），同比增长 4.6%/10.4%/13.4%；归母净利润为 2.7/4.5/5.7 亿元，同比-23.2%/+64.5%/+27.6%，对应 EPS 约 0.54/0.88/1.13 元（较前次持平/+11%/+23%）。公司仍处份额稳步提升期，参考可比公司估值 27 年 23xPE，给予公司 27 年 26xPE，目标价 22.88 元（前次目标价 20.54 元，可比公司 27 年估值 26xPE，给予公司 27 年 26xPE），上调评级至“买入”。

风险提示：需求恢复、公司投入效果、市场测算不及预期；行业竞争加剧等。

投资评级（上调）：	买入
目标价（人民币）：	22.88

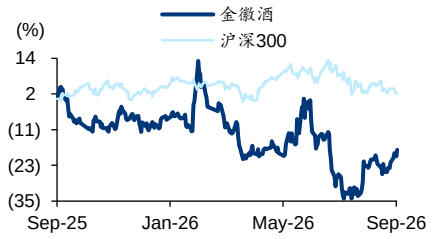
宋英男 研究员
SAC No. S0570523100004 songyingnan@htsc.com
SFC No. BVO704 +(86) 21 2897 2228

王可欣 研究员
SAC No. S0570524020001 wangkexin019215@htsc.com
SFC No. BVO215 +(86) 21 2897 2228

基本数据

收盘价（人民币 截至 9 月 4 日）	17.74
市值（人民币百万）	8,999
6 个月平均日成交额（人民币百万）	181.59
52 周价格范围（人民币）	14.14-24.86

股价走势图



资料来源：Wind

经营预测指标与估值

会计年度（人民币）	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万）	2,918	3,054	3,370	3,820
+/-%	(3.40)	4.64	10.35	13.35
归属母公司净利润（百万）	354.39	272.27	447.83	571.60
+/-%	(8.70)	(23.17)	64.48	27.64
EPS（最新摊薄）	0.70	0.54	0.88	1.13
ROE (%)	9.91	7.60	11.90	14.05
PE（倍）	25.39	33.05	20.09	15.74
PB（倍）	2.62	2.61	2.47	2.27
EV EBITDA（倍）	14.44	14.85	11.53	9.38
股息率 (%)	2.82	2.82	2.82	2.82

资料来源：公司公告、华泰研究预测

仅供内部参考，请勿外传！

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	2,716	3,083	2,627	2,936	3,114
现金	868.78	990.29	564.32	612.45	602.69
应收账款	15.41	7.49	16.47	9.97	20.00
其他应收账款	110.70	55.27	118.40	73.25	143.98
预付账款	7.90	6.50	8.57	8.05	10.78
存货	1,690	2,002	1,898	2,211	2,316
其他流动资产	23.21	21.21	20.99	21.23	21.03
非流动资产	1,888	2,195	2,293	2,384	2,526
长期投资	1.85	1.44	2.01	2.84	3.30
固定投资	1,279	1,470	1,519	1,623	1,757
无形资产	215.58	355.17	376.46	403.34	433.36
其他非流动资产	392.34	368.55	395.92	354.57	332.41
资产总计	4,605	5,277	4,920	5,319	5,640
流动负债	1,201	1,631	1,292	1,543	1,597
短期借款	0.00	169.31	0.00	0.00	0.00
应付账款	206.18	235.68	231.10	260.67	281.05
其他流动负债	995.19	1,226	1,061	1,282	1,316
非流动负债	90.01	244.37	220.63	196.75	173.54
长期借款	0.00	123.42	99.68	75.80	52.59
其他非流动负债	90.01	120.95	120.95	120.95	120.95
负债合计	1,291	1,875	1,513	1,739	1,770
少数股东权益	(10.92)	(28.13)	(41.35)	(63.10)	(90.85)
股本	507.26	507.26	507.26	507.26	507.26
资本公积	870.86	870.86	870.86	870.86	870.86
留存公积	2,139	2,245	2,318	2,440	2,594
归属母公司股东权益	3,324	3,430	3,449	3,643	3,961
负债和股东权益	4,605	5,277	4,920	5,319	5,640

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金	557.98	480.14	282.75	574.47	572.22
净利润	380.47	337.18	259.05	426.09	543.84
折旧摊销	128.48	133.20	139.56	158.92	163.75
财务费用	(19.39)	(9.67)	4.99	0.06	(0.56)
投资损失	0.15	0.41	(0.50)	(0.50)	0.00
营运资金变动	38.64	13.28	(120.96)	(10.76)	(135.56)
其他经营现金	29.63	5.74	0.60	0.66	0.75
投资活动现金	(333.46)	(393.54)	(237.38)	(249.03)	(306.20)
资本支出	(331.66)	(394.78)	(219.46)	(228.03)	(300.67)
长期投资	(2.00)	0.00	(0.57)	(0.83)	(0.46)
其他投资现金	0.19	1.24	(17.34)	(20.17)	(5.06)
筹资活动现金	(401.71)	45.34	(471.34)	(277.31)	(275.78)
短期借款	0.00	169.31	(169.31)	0.00	0.00
长期借款	0.00	123.42	(23.74)	(23.88)	(23.21)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(0.06)	(0.00)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(401.64)	(247.38)	(278.29)	(253.43)	(252.58)
现金净增加额	(177.18)	131.94	(425.97)	48.13	(9.76)

利润表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	3,021	2,918	3,054	3,370	3,820
营业成本	1,181	1,075	1,136	1,196	1,318
营业税金及附加	448.11	432.00	545.76	560.15	626.22
营业费用	595.97	630.32	650.48	700.95	744.87
管理费用	304.41	310.68	290.40	320.45	382.33
财务费用	(19.39)	(9.67)	4.99	0.06	(0.56)
资产减值损失	(0.21)	0.07	(0.07)	(0.08)	(0.09)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.15)	(0.41)	0.50	0.50	0.00
营业利润	485.82	468.42	451.71	598.46	752.91
营业外收入	1.77	2.76	5.08	2.08	2.08
营业外支出	22.55	14.62	23.59	23.59	18.59
利润总额	465.04	456.56	433.20	576.95	736.40
所得税	84.56	119.38	174.14	150.86	192.56
净利润	380.47	337.18	259.05	426.09	543.84
少数股东损益	(7.67)	(17.21)	(13.22)	(21.75)	(27.76)
归属母公司净利润	388.15	354.39	272.27	447.83	571.60
EBITDA	573.87	579.85	577.49	735.64	899.26
EPS (人民币，基本)	0.77	0.70	0.54	0.88	1.13

主要财务比率

会计年度 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	18.59	(3.40)	4.64	10.35	13.35
营业利润	22.49	(3.58)	(3.57)	32.49	25.81
归属母公司净利润	18.03	(8.70)	(23.17)	64.48	27.64
获利能力 (%)					
毛利率	60.92	63.17	62.82	64.50	65.50
净利率	12.59	11.55	8.48	12.64	14.24
ROE	11.48	9.91	7.60	11.90	14.05
ROIC	10.76	9.13	7.03	11.47	13.76
偿债能力					
资产负债率 (%)	28.05	35.54	30.75	32.70	31.39
净负债比率 (%)	(23.77)	(17.55)	(11.26)	(12.72)	(12.10)
流动比率	2.26	1.89	2.03	1.90	1.95
速动比率	0.83	0.65	0.54	0.45	0.48
营运能力					
总资产周转率	0.67	0.59	0.60	0.66	0.70
应收账款周转率	267.48	254.95	254.95	254.95	254.95
应付账款周转率	6.19	4.87	4.87	4.87	4.87
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.77	0.70	0.54	0.88	1.13
每股经营现金流(最新摊薄)	1.10	0.95	0.56	1.13	1.13
每股净资产(最新摊薄)	6.55	6.76	6.80	7.18	7.81
估值比率					
PE (倍)	23.18	25.39	33.05	20.09	15.74
PB (倍)	2.71	2.62	2.61	2.47	2.27
EV EBITDA (倍)	14.29	14.44	14.85	11.53	9.38

资料来源：公司公告、华泰研究预测

仅供内部参考，请勿外传！

正文目录

投资要点 4
投资要点 1：需求结构与产品布局匹配，甘肃市场韧性可直接承接 4
投资要点 2：渠道健康支撑逆势投入，属地网络提高资源转化效率 4
投资要点 3：省内深化与陕西突破打开空间，2027 年起盈利弹性释放 4
我们与市场观点不同之处 4

1 公司概览：立足甘肃，深耕西北 5
1.1 发展沿革：七十余年积淀，二次创业再启程 5
1.2 经营格局：区域基本盘稳固，产品结构持续升级 6

2 行业需求分化，金徽酒所处西北市场消费韧性更强 9
2.1 行业深度调整，宴席消费与大众自饮需求韧性强 9
2.2 契合行业趋势，甘肃市场需求具备韧性 10
2.3 属地消费偏好突出，区域龙头更易承接需求 11

3 渠道壁垒夯实经营基础，调整期主动权凸显 12
3.1 渠道与用户网络构筑属地经营壁垒 12
3.1.1 渠道网络深入区县，基本盘稳固 12
3.1.2 用户工程链接核心消费人群 12
3.2 管理机制保障渠道纪律，调整期渠道状态稳健 13
3.2.1 渠道纪律：动销监测与库存约束形成闭环 13
3.2.2 管理优势：长期经营导向保障渠道纪律的延续 14
3.2.3 压力测试：主动控量与客户优化验证渠道纪律 15
3.3 调整期保持持续投入，市场经营优势显现 15
3.3.1 营收与现金流稳健，支撑持续投入 15
3.3.2 一线投入持续，属地资源提高承接效率 17

4 省内深化构筑成长主线，省外拓展补充增量空间 18
4.1 省内市场：区域经营深化支撑主要增长 18
4.1.1 省内形成经营梯度，双核心支撑基本盘 18
4.1.2 市场扩容叠加经营深化，2030 年省内收入空间约 35.7 亿元 19
4.2 省外市场：陕西形成省外支点，区域协同提供补充增量 21
4.2.1 西北市场容量可观，市场格局差异显著 21
4.2.2 深耕陕西十余年，资源向优势区域集中 21
4.2.3 重点市场分层培育，2030 年省外营收有望增长至约 11.9 亿元 22

投资建议：份额提升支撑规模增长，盈利弹性有望释放 24
盈利预测与估值 24
收入与毛利率预测 24
费用率与净利润预测 25
PE 估值法 27
风险提示 28



仅供内部参考，请勿外传！

投资要点

我们认为，金徽酒的核心投资逻辑不止是甘肃市场需求更具韧性，而是在行业调整期中具备逆势提升份额的能力。需求承压后，白酒企业普遍需要优先处理渠道库存和价盘问题，市场投入能力受到回款、现金流和渠道状态约束；但金徽酒主动控量后渠道进销缺口明显收窄，回款和经营现金流仍保持稳健，能够继续投入一线市场。同时，公司多年积累的经销商、核心终端和用户资源，为新增人员和费用提供了直接承接基础。随着兰州及周边、西部和陕西等重点区域份额提升，公司营收规模有望继续扩大，并逐步释放产品结构升级和费用效率改善带来的盈利弹性。

投资要点 1：需求结构与产品布局匹配，甘肃市场韧性可直接承接

白酒行业需求正由商务、投资收藏等高弹性场景向宴席、大众自饮等真实消费场景集中，甘肃市场的消费结构与这一趋势较为契合。据渠道调研，甘肃白酒市场由 2017 年的约 55 亿元增至 2024 年的约 100 亿元，2025 年行业深度调整背景下仍实现个位数增长；100—300 元产品占当地白酒销售额的 50%以上，是容量最大的价格区间。宴席、亲友聚饮和日常消费覆盖人群较广、消费频次相对稳定，使甘肃需求结构在本轮行业调整中表现出较强韧性。甘肃市场同时具有较强的属地品牌和香型偏好，地产酒占比约 65%，浓香型白酒占比超过 80%。金徽酒 100—300 元产品贡献约 55.2%的白酒收入，百元以上产品占比约 80.7%，柔和、年份及星级系列与当地主要消费价位和场景高度匹配。公司省内收入规模长期领先其他地产酒企，较深的品牌认知使其更容易进入宴席、亲友聚饮和礼赠等场景的主流选择范围，从而将甘肃市场的需求韧性更直接地转化为经营支撑。

投资要点 2：渠道健康支撑逆势投入，属地网络提高资源转化效率

金徽酒长期经营甘肃市场，已形成经销商、核心终端与用户工程相结合的属地网络。2025 年公司拥有省内经销商 319 家，前十大经销客户销售占比仅 12.37%，其中 7 家合作超过 9 年。较长的合作周期和较低的客户集中度，使公司能够持续沉淀县区终端、团购客户和市场经验。同时，真实动销和合理库存是公司长期坚持的渠道原则。2025 年公司主动控量已明显减少新增库存压力。渠道调整期间，公司销售回款仍同比增长 2.42%，表现优于多数区域酒企。现金流和渠道状态相对稳健，使公司能够继续投入一线市场。在行业普遍更加重视渠道修复、谨慎投入的阶段，公司有望将相对资源优势进一步转化为区域市场份额。

投资要点 3：省内深化与陕西突破打开空间，2027 年起盈利弹性释放

公司省内已形成陇东南、兰州及周边双核心支撑，西部市场持续拓展的经营格局。陇东南和兰州及周边逐步由渠道扩张转向存量网络提质，西部仍处于覆盖扩大和终端渗透阶段。我们预计至 2030 年省内和省外的潜在空间可支撑公司酒类营收实现约 48 亿元的规模体量。短期内，公司仍需保持较高的销售和消费者培育投入，2026 年补税事项又会一次性影响表观利润。随着重点市场份额提升、金徽 18 及柔和系列放量、产品结构改善和费用效率提高，收入增长有望进一步传导至利润端，盈利弹性预计自 2027 年起逐步释放。

我们与市场观点不同之处

市场主要担忧甘肃市场容量限制长期成长，2025 年发货及经销商收缩反映渠道弱化，较高销售费用率持续拖累利润，以及 2026 年业绩大幅下降。我们认为，公司未来增长并不主要依赖全省市场高速扩容，而是来自兰州及周边、西部等区域的经营深化，预计约 70%的省内收入增量由收入渗透率提升贡献；2025 年两级渠道进销差额均收窄约 79%，省外经销商数量下降 12.8%但收入仅下降 0.81%，表明本轮调整更多是主动控量和低效客户优化，而非渠道失速。公司回款和现金流保持稳健，既有经销商、终端和用户网络能够提高新增投入的转化效率，在行业普遍审慎投入阶段有望进一步争取市场份额。此外，2026 年归母净利润下降主要包含 7,499.82 万元补税及滞纳金的一次性影响，剔除后预计同比下降幅度将大幅收窄；随着份额提升、核心产品放量和费用效率改善，2027 年起盈利有望恢复增长，更能反映公司的正常经营趋势。

仅供内部参考，请勿外传！

1 公司概览：立足甘肃，深耕西北

金徽酒是扎根甘肃、面向西北市场发展的区域白酒企业，主要从事浓香型白酒的生产与销售。经过七十余年发展，公司已经形成以甘肃市场为基本盘、以西北及其他重点市场为拓展方向，以中腰部产品支撑规模、中高端产品推动升级的经营格局。

1.1 发展沿革：七十余年积淀，二次创业再启程

金徽酒的发展历程大致可以划分为产业积累、改制上市、二次创业和战略深化四个阶段。

图表1：金徽酒发展沿革四阶段

发展阶段	阶段定位	市场定位	经营策略	阶段特征
1951—2008年	产业与品牌积累	立足陇南及甘肃周边市场	培育金徽、陇南春等区域品牌	沉淀酿造工艺、品牌资源及区域消费认知
2009—2017年	现代经营体系建设	由传统优势区域向甘肃全省渗透	推动产品系列化，完善终端网点和经销商体系	生产、产品、渠道和治理框架逐步完善
2018—2021年	“二次创业”启动，全国化布局提速	“布局全国、深耕西北、重点突破”，探索“西北+华东”市场布局	提升百元以上产品占比，强化品牌矩阵、客户运营和渠道精细化	市场半径明显扩大，外部资源导入与组织管理复杂度同步提升
2022年至今	战略聚焦，经营转型	建设大西北根据地，培育华东、北方第二曲线及互联网第三曲线	聚焦资源、精准营销、深度运营；用户工程+市场深度掌控	经营重点转向根据地建设、用户资产沉淀和资源投入效率提升

资料来源：公司公告，同花顺 iFinD，华泰研究

1951-2008 年：产业积累与区域品牌形成。1951 年，当地在“万盛魁”等传统酿酒作坊基础上组建甘肃省徽县酒厂；1977 年，酒厂开发“陇南春”牌白酒，随后更名为甘肃陇南春酒厂，构成金徽酒的产业前身。依托秦岭南麓的自然环境和长期延续的酿造生产，公司逐步积累窖池、工艺和品牌资源，“金徽”“陇南春”等品牌在陇南及甘肃周边地区形成一定消费者认知。

2009-2017 年：市场化改制与上市发展。2009 年 12 月，亚特集团出资组建徽县金徽酒业有限公司，并推动原有白酒资产、品牌和经营资源整合；2012 年，公司整体变更为股份有限公司；2016 年 3 月，金徽酒在上海证券交易所上市。改制上市后，公司持续完善酿造、储存和包装等生产体系，逐步梳理世纪金徽、柔和金徽和年份金徽等产品系列，并加强销售组织和经销商网络建设。市场范围也由陇南传统优势区域向兰州及甘肃其他地区延伸，公司由地方酒厂逐步发展为具有全省经营能力的上市酒企。

2018-2021 年：启动二次创业，全国化布局提速。2018 年，公司开启“二次创业”，围绕产品结构、品牌建设、营销模式和组织机制推进升级，产品端持续提高百元以上产品比重，持续培育柔和、能量及年份系列，经营重心由省内渠道覆盖进一步延伸至核心产品打造和消费者运营。公司在巩固甘肃市场的同时，加快陕西等周边市场开发，为跨区域扩张积累产品和团队基础。

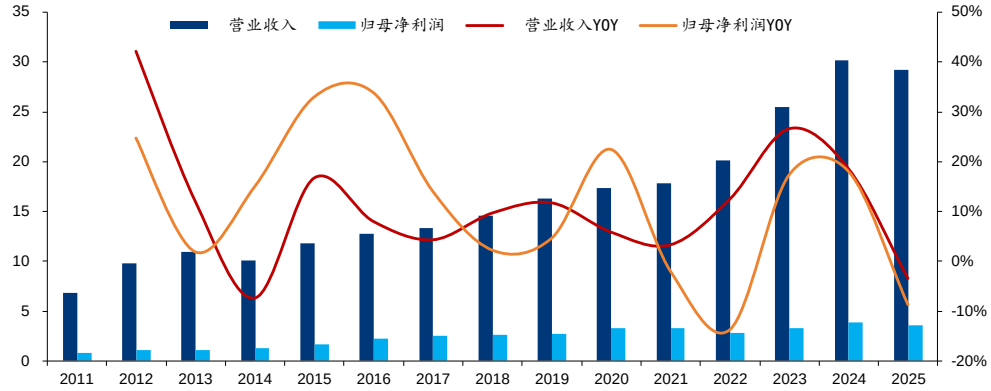
2020 年豫园股份取得控制权后，公司战略边界进一步拓宽，市场布局由西北区域深耕向全国化探索延伸。公司借助复星体系资源推进华东、北方及线上市场建设，陆续搭建销售组织、导入产品并开发渠道，品牌推广和市场投入范围随之扩大。该阶段拓展了公司的市场空间，也提高了跨区域组织管理和资源配置的复杂度。

2022 年至今：控制权回归，战略聚焦与经营深化并行。2022 年 9-11 月，豫园股份及其一致行动人向亚特集团及其一致行动人转让合计 13%的股份，亚特集团重新成为控股股东。公司延续“布局全国、深耕西北、重点突破”的总体方向，但在实际资源配置中更加突出市场基础、经营半径和投入效率，强化甘肃省内纵深经营，并将陕西及周边市场作为省外突破重点。

仅供内部参考，请勿外传！

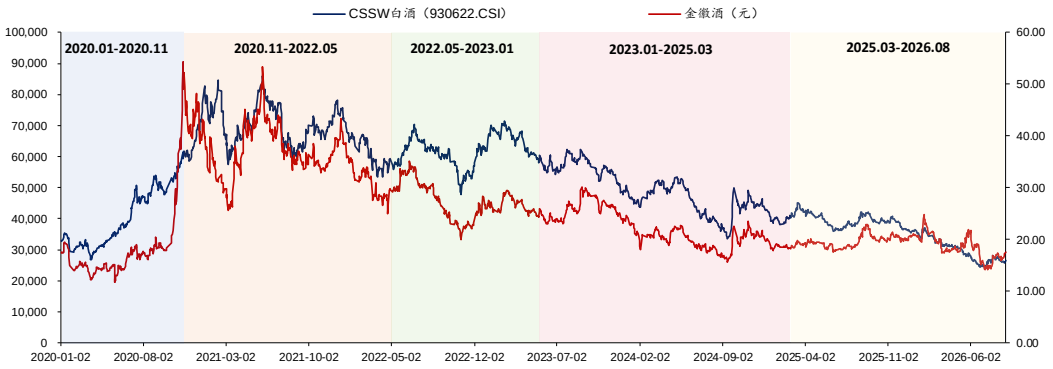
这一阶段，公司持续推进产品、市场、用户和组织体系优化，资源配置进一步向核心产品和重点区域集中，并以用户工程、市场深度掌控和数字化建设提升经营效率。二次创业由市场开拓和体系搭建，逐步进入资源聚焦和经营成果验证阶段。

图表2：金徽酒历年经营业绩梳理（亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，华泰研究

图表3：金徽酒近年股价复盘



	2020.01-2020.11	2020.11-2022.05	2022.05-2023.01	2023.01-2025.03	2025.03-2026.08
阶段特征	复星入主，显著跑赢行业	增长放缓，股价高位回落	业绩承压，控制权回归	跟随行业下行，小幅跑赢	行业深度调整中体现韧性
金徽酒	302.30%	-38.30%	-24.00%	-22.80%	-2.80%
CSSW白酒	84.10%	-0.40%	9.40%	-37.20%	-37.40%
金徽酒相对行业	+218.2pct	-37.8pct	-33.5pct	+14.4pct	+34.5pct
行业因素	流动性宽松、消费修复，白酒景气与估值同步上行	高估值消化叠加疫情反复，消费场景持续受扰	消费复苏预期升温，年末消费场景修复预期增强	消费恢复偏弱，渠道库存及批价压力逐步加大	禁酒令影响政商务消费预期，行业去库存、稳价压力加大
公司自身因素	豫园股份取得控制权并完成要约收购，市场对公司后续成长预期明显升温	2021年业绩增速明显放缓，前期较高的成长预期逐步回落	阶段业绩明显承压，同时控制权重新回归亚特	2023-2024年收入、利润连续保持较快增长	2025年经营业绩体现出韧性，控股股东增持，26Q2经营出现边际改善

资料来源：同花顺 iFinD，华泰研究

1.2 经营格局：区域基本盘稳固，产品结构持续升级

产品体系方面，公司已形成覆盖主要消费价格带的产品矩阵。按照每 500ml 出厂价划分，公司产品包括 300 元以上、100-300 元和 100 元以下三个档次。其中，300 元以上产品主要包括年份金徽系列和金徽老窖系列，代表性产品包括金徽 28、金徽 18 等；100-300 元产品主要包括柔和金徽系列、能量金徽系列和世纪金徽五星；100 元以下产品则包括世纪金徽四星、三星、二星和金徽陈酿等。

仅供内部参考，请勿外传！

图表4：金徽酒主要产品一览

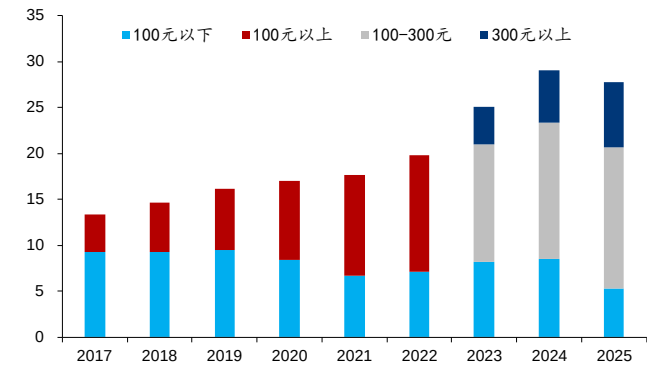
产品系列	代表产品	常见规格	线上零售价（元/瓶）	产品定位
年份金徽系列	金徽28	50度/500ml	1100	公司代表性高价单品，承担品牌提升功能
	金徽18	46度/500ml	445	与金徽28形成梯度，扩大年份系列消费覆盖
金徽老窖系列	金徽老窖180	45度/500ml	950	2021年面向华东市场推出的战略系列，以超长发酵形成品质差异，覆盖中高端消费群体
	金徽老窖120	52度、42度/500ml	700/650	
	金徽老窖90	42度/500ml	360	
柔和金徽系列	柔和H9	50度/500ml	330	甘肃市场主销系列，面向主流大众消费，覆盖宴席、聚饮及部分商务场景
	柔和H6	46度/500ml	210	
	柔和H3	45度/500ml	140	
能量金徽系列	能量1号	52度/500ml	350	面向陕西、宁夏等西北市场的主力开拓系列
	能量2号	48度/500ml	220	
	能量3号	45度/500ml	140	
世纪金徽系列	世纪金徽红五星	50度/500ml	260	公司传统星级产品体系和甘肃市场基础系列，覆盖主流大众至价格敏感型消费
	世纪金徽五星	52度、42度/500ml	190/180	
	世纪金徽四星	52度、42度/500ml	150/140	
	世纪金徽三星	52度、42度/500ml	65/60	
	世纪金徽二星	52度、42度/500ml	-	
大众酒产品	金徽陈酿	50度、45度/480ml	25/22	公司现有大众光瓶产品，覆盖大众日常消费
	规划推出光瓶酒	细节未正式披露	50元以下	围绕年轻化、质价比和场景化需求规划放量

注：零售价取自淘宝金徽官方旗舰店，价格为单瓶售价，数据截止日为 2026 年 7 月 20 日

资料来源：公司公告，华泰研究

2025 年，公司 300 元以上、100-300 元和 100 元以下产品分别实现收入 7.09 亿元、15.32 亿元和 5.36 亿元，占白酒业务收入的比例分别约为 25.5%、55.2%和 19.3%。其中，300 元以上产品收入同比增长 25.21%，100-300 元产品同比增长 3.09%，100 元以下产品同比下降 36.88%。百元以上产品合计贡献约 80.7%的白酒收入，100-300 元价格带仍是公司收入主体，300 元以上产品则成为结构升级的主要动力。

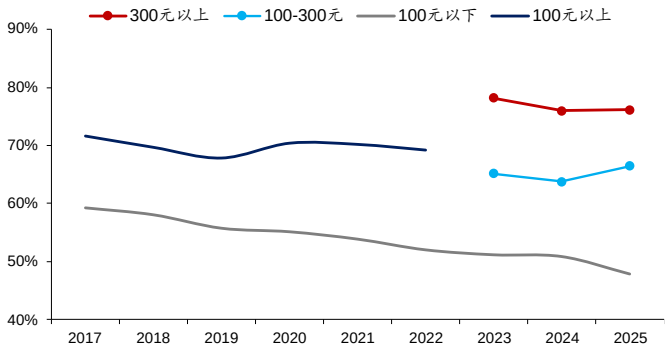
图表5：金徽酒近年来中高档产品收入显著提升（亿元）



注：公司自 2023 年起采取了新的产品档次划分标准

资料来源：Wind 华泰研究

图表6：金徽酒各层次产品毛利率分化显著



注：公司自 2023 年起采取了新的产品档次划分标准

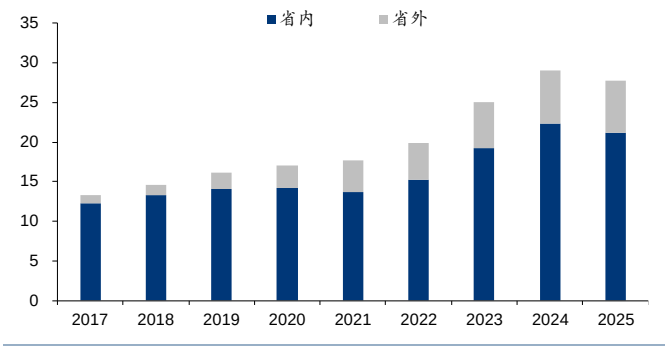
资料来源：Wind 华泰研究

区域市场方面，甘肃省内构成核心基本盘，省外业务已成为重要补充。2025 年，公司甘肃省内白酒收入为 21.12 亿元，占白酒业务收入的 76.05%；省外收入为 6.65 亿元，占比 23.95%。

渠道体系方面，经销商仍是销售主体，直销和互联网渠道形成补充。2025 年，公司经销商渠道实现收入 25.83 亿元，占白酒业务收入约 93%；直销和互联网渠道分别实现收入 0.77 亿元和 1.18 亿元。其中，互联网销售收入同比增长 40.26%。

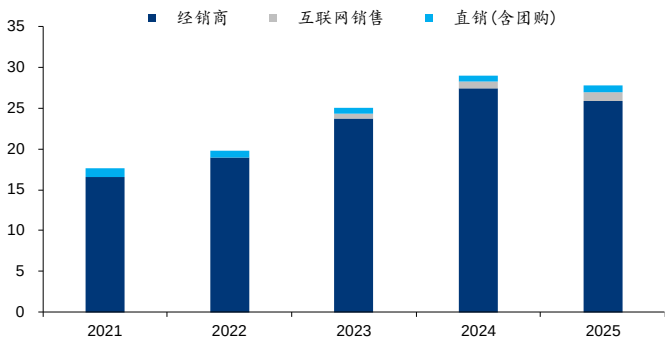
仅供内部参考，请勿外传！

图表7：甘肃省内收入构成公司基本盘（亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，华泰研究

图表8：经销商长期是公司的销售主体（亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，华泰研究

总体看，金徽酒已经形成较完整的区域酒企经营框架：甘肃市场贡献主要规模，省外重点市场提供扩张空间；100-300 元产品构成收入主体，300 元以上产品推动结构升级；经销商渠道实现广泛覆盖，直销和互联网渠道补充消费者触达效果。

仅供内部参考，请勿外传！

2 行业需求分化，金徽酒所处西北市场消费韧性更强

白酒行业进入深度调整期后，需求表现在不同消费场景之间明显分化。商务及投资收藏需求恢复偏慢，宴席、大众自饮等以实际饮用为主的消费需求相对稳定，构成当前行业需求的重要支撑。

甘肃白酒消费长期集中于大众及中端价位，100-300 元是市场容量最大的价格区间，宴席、亲友聚饮和日常消费构成较为扎实的需求基本盘。同时，地产酒与浓香型长期占据当地市场主流，区域消费偏好较为鲜明。当地需求结构更多集中于本轮行业调整中相对稳定的消费场景，较强的属地品牌偏好又使区域龙头更容易进入消费者的主流选择范围，共同构成金徽酒当前相对有利的市场环境。

2.1 行业深度调整，宴席消费与大众自饮需求韧性强

近年来，白酒行业逐步进入存量竞争。宏观环境、企业支出和价格预期变化，使不同消费场景的恢复节奏明显拉开。行业当前的核心特征可以概括为：总量压力延续，真实消费保持韧性，需求在场景、价格带和品牌之间重新分配。

从消费场景看，商务与投资收藏需求恢复偏慢，宴席和大众自饮构成相对稳定的基本盘。如我们此前 2026.04.10 外发报告《白酒：供需重构修复渐明》中写到，白酒需求可以拆分为商务、宴席、大众自饮和投资收藏四类。其中，商务消费与企业经营和线下活动相关，对经济预期及费用约束更敏感；投资收藏需求依赖价格上涨预期，价格承压后购买意愿下降。宴席具有较强的仪式和社交属性，婚宴、寿宴、节庆等需求能够维持一定频次；大众自饮对单次支出更敏感，却拥有更广的消费人群，质价比趋势进一步强化了头部大众产品的承接能力。

图表9：2026 年各消费场景的现状与恢复节奏

类型	升级/降级方向	当前表现	26年修复概率	修复斜率	核心假设
商务消费（约40%）	存在价位的普遍性降级，同时需求向头部集中	泛商务场景预算普遍从800元+向300-500元迁移，呈现明显降级。在有限预算约束下，品牌选择向头部集中（"品牌安全感"）。	中	先企稳→后结构修复	地产链修复、行业景气温和回升；隐性预算小幅松动
宴席消费（约33%）	量缩价稳，强经济区域逆势升级	即使结婚率等人口指标承压，单桌用酒档次下调意愿依然极低（面子刚性）。区域分化，经济韧性强、人口净流入区域主流价格带稳中有升；经济压力大区域更多表现为"同价位换更强品牌"，而非档次下移	中-高	区域就业/消费意愿改善后，即可观察到开席率回升、终端动销改善、价盘稳定性的强化	区域消费意愿边际回暖；婚庆旺季正常兑现
大众自饮（约17%）	质价比升级	从盒装/礼盒回落到质价比更高的高线光瓶酒，实质上在同价位内更倾向选择更可靠的品牌与稳定的口感；30-80元高线光瓶对低端盒装形成降维替代，承接自饮增量	高	相对稳定	居民日常消费习惯稳定，高线光瓶份额持续提升
投资收藏（约10%）	金融溢价挤出，消费降级	产品定价从"类货币资产/资产化溢价"向"真实消费属性"回归。投资收藏消费的刚性部分是长期确定的，但金融溢价部分是阶段性的，并被持续挤出	低-中	L型底部震荡，相对较慢	社会供需适配，飞天批价持续上涨

资料来源：腾讯《2019 白酒行业数字化发展洞察报告》，华泰研究测算等 注：百分比为各消费场景营收规模占行业总规模比重

消费需求的分化进一步传导至价格带。高端商务和投资收藏需求走弱，对部分高价及次高端产品形成压力；宴席、聚饮和日常自饮则更多集中于大众及中档价位，消费者在品牌、品质和价格之间重新权衡。这一过程中，消费者对品牌认知和产品质价比的要求进一步提高，部分弱品牌及低品质产品加快退出，需求更多向主流价格带和主流产品集中。

总体来看，本轮调整呈现场景分化加剧的特征，商务和投资收藏恢复偏慢，宴席和大众自饮相对稳健，需求更多向真实消费和主流产品集中。

仅供内部参考，请勿外传！

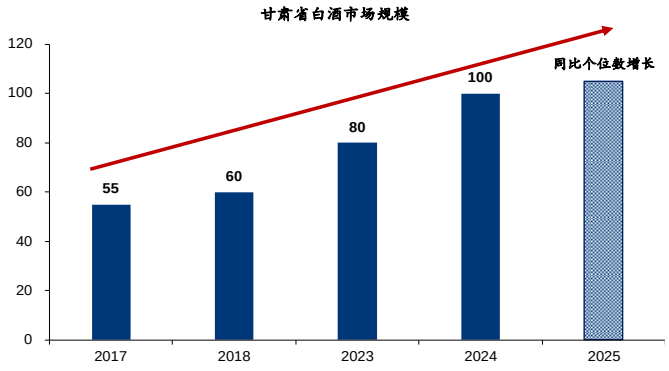
2.2 契合行业趋势，甘肃市场需求具备韧性

行业调整背景下，甘肃白酒市场仍保持增长，需求韧性相对突出。据渠道调研反馈甘肃白酒市场规模由 2017 年的约 55 亿元增至 2024 年的约 100 亿元，七年间接近翻倍；进入行业调整进一步深化的 2025 年，甘肃省酒业协会仍判断全省白酒市场实现个位数增长。

从价格结构看，大众及中档消费占据市场主体。和君咨询 2025 年调研显示，按终端价计算，100-300 元产品贡献甘肃白酒市场销售的 50%以上，是全省容量最大的价格区间；酒业家 2026 年调研显示，2025 年甘肃千元价格带有所下滑，400-500 元产品阶段性走平，100-200 元价格带仍保持增长。

宴席、聚饮和日常消费构成较为扎实的需求基本盘，与上述价格结构相互对应。婚宴、节庆、亲友聚会及日常人情往来是当地白酒消费的重要场景，相关需求覆盖人群较广、消费频次相对稳定，主要消费价位也更多落在大众及中档区间。**因此，甘肃白酒市场的主要容量更多对应宴席和大众自饮这些相对稳定的真实饮用需求，需求结构更具韧性，受行业调整影响较小。**

图表10：甘肃省白酒市场规模稳步增长（亿元）



注：数据来源于金徽酒管理层披露或渠道调研，均为约数；2025 年无具体值
资料来源：甘肃省酒业协会，华夏时报，四川在线，界面新闻，华泰研究

图表11：甘肃白酒市场价格带分布及代表产品

价格带	占比（约数）	代表品牌及产品
800元以上	15%	五粮液（普五）、飞天茅台、国窖1573、习酒君品、茅台1935、金徽酒28
500-800元	5%	古井贡酒古20、梦之蓝M6+、国台十五年
300-500元	10%	剑南春、习酒窖藏1988、国台国标、金徽酒18、锦绣陇南、滨河九粮液（高度、低度）、茅台王子生肖
100-300元	50%	五粮春二代高度、酱香经典、金徽H9、滨河九粮春高度、金王子、金徽柔和H3、H6、世纪四星、五星、金成州、成州、滨河9、12、15、五粮春一代、九粮春低度、古井贡酒古8、习酒银质、西凤酒、52°小醴泉
50-100元	13%	金徽酒世纪三星、四星窖藏、滨河6、毛铺酒、顺品郎、玻汾、尖庄金装
50元以下	7%	红星二锅头、尖庄光瓶、一担粮、西凤红标、歪嘴郎、五粮液歪嘴、江小白

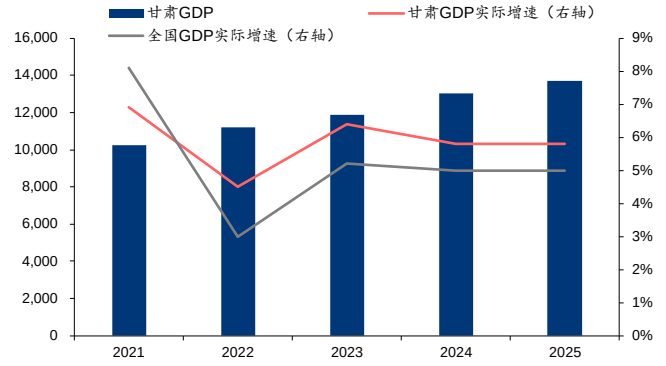
注：表中价格带按终端成交价划分
资料来源：和君咨询，华泰研究

居民消费和餐饮活动保持增长，也从侧面验证了当地真实消费需求的韧性。2021-2025 年，全省 GDP 持续增长，城镇化率由 53.33%提升至 58.08%；同期，居民人均可支配收入由 22,066 元增至 28,224 元，累计增长 27.9%；人均消费支出由 17,456 元增至 20,781 元，餐饮收入由 469.9 亿元增至 577.7 亿元，分别累计增长 19.0%和 22.9%，居民消费能力与餐饮活动总体延续扩张趋势。

此外，甘肃的传统产业结构为部分商务消费场景提供支撑。2024 年甘肃省工信厅，省内有色、石化、原油开采、煤炭、电力等行业合计增加值占全省规上工业增加值比重达到 64%，传统产业占比超过 90%；2025 年全省工业增加值同比增长 8.7%，其中有色金属冶炼和压延、电力热力生产和供应业增加值分别增长 19.5%和 18.5%，合计贡献规模以上工业增加值增长的 69.8%。**这一结构有别于沿海省份，企业生产经营和项目活动保持较高活跃度，使当地商务消费在行业调整中受到的冲击相对较小。**

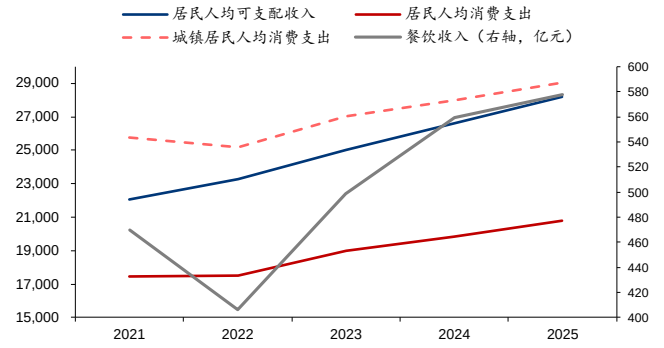
仅供内部参考，请勿外传！

图表12：2022 年以来，甘肃省 GDP 增速快于全国整体（亿元）



资料来源：国家统计局，甘肃省统计局，华泰研究

图表13：甘肃省居民购买力与餐饮规模增长（元）



资料来源：国家统计局，甘肃省统计局，华泰研究

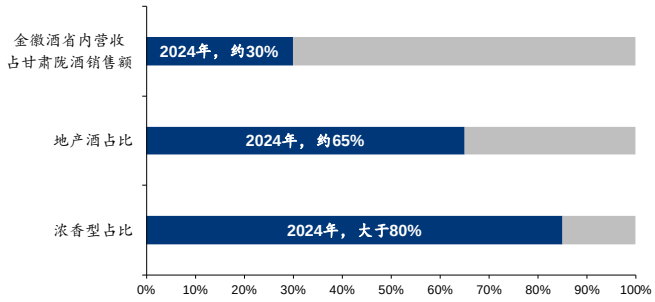
总体来看，甘肃白酒市场的韧性主要来自大众及中档消费对应的稳健需求，部分商务需求又受到传统产业结构支撑。金徽酒现有产品布局与这一需求结构较为匹配，柔和系列主力产品覆盖 100-300 元价格带，对应宴席、亲友聚饮和日常消费等主要场景，年份系列进一步覆盖中高端价格区间，对商务宴请、礼赠等需求形成补充，使甘肃相对稳定的需求结构对公司经营业绩具有更直接的意义。

2.3 属地消费偏好突出，区域龙头更易承接需求

甘肃白酒消费具有较强的属地特征，本地品牌和主流香型长期保持较高认可度。酒业家调研显示，2024 年地产酒约占甘肃白酒市场的 65%；从香型看，本地浓香品牌占比超过 60%，叠加全国浓香品牌后，浓香型白酒占比超过 80%。较高的地产酒占比反映出当地消费者对本地品牌具有较强认知，长期形成的香型偏好也与省内主要酒企的产品体系较为契合，为地产酒持续经营当地市场提供了较好的消费基础。

地产酒内部，品牌认知进一步影响消费者选择，区域龙头更具优势。宴席、亲友聚饮、礼赠等场景通常需要兼顾参与者对品牌的熟悉程度，知名度较高的品牌更容易进入选择范围。长期覆盖更多消费人群和场景的区域龙头，能够形成更广泛的本地认知，并在持续消费中进一步强化这一优势。**因此，属地消费特征带来的优势并非均匀分布于所有地产酒，品牌认知更深的区域龙头具有更好的需求基础。**

图表14：甘肃白酒市场呈现地产酒占优、浓香型主导的特征



注：渠道调研反馈
资料来源：甘肃省酒业协会，酒业家，和君咨询，华泰研究预测

图表15：甘肃省地产酒三大品牌营业收入走势及最新位次（亿元）

品牌	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
金徽酒	17.31	17.88	20.12	25.48	第23名
红川酒	>9	11.65	12.54	14.74	第56名
滨河集团	10.39	11.91	12.27	14.46	第47名
合计	>36.7	41.44	45	55	-

注：2024 年标识的是公司在 2025 甘肃民营企业 100 强榜单中的位次（按 2024 年营业收入排序）
资料来源：甘肃省酒业协会，酒业家，和君咨询，华泰研究

从现有市场格局看，金徽酒已经形成较为明确的区域龙头地位。据甘肃省酒业协会披露，2024 年金徽酒省内营业收入已达到陇酒销售额的三成，公司营收长期领先于红川与滨河两大省内对手，金徽酒领先的收入规模与其在省内更广泛的品牌认知相互印证。

综上，甘肃市场具备相对稳健的消费需求，在白酒行业整体承压的背景下，受到的冲击相对较小。金徽酒产品布局与当地主要需求较为匹配，并具备较深的区域品牌认知，因此有望更充分地受益于这种区域韧性，并继续争取省内市场份额。

仅供内部参考，请勿外传！

3 渠道壁垒夯实经营基础，调整期主动权凸显

上文已经说明，金徽酒当前处在相对有利的市场环境中。因此，值得关注的是公司能否持续承接这部分需求，并争取更多的市场份额。

我们认为，金徽酒靠长期深耕形成了较深的渠道和用户网络，并恪守渠道纪律，在行业调整期中保持了较好的渠道状态，回款和现金流整体保持稳健，支持公司继续进行市场投入，公司在调整期的经营主动权进一步增强，并有望推动市场份额持续提升。

3.1 渠道与用户网络构筑属地经营壁垒

3.1.1 渠道网络深入区县，基本盘稳固

金徽酒已经形成以区域经销商和核心终端为基础的属地渠道网络。公司通过“千网工程”、核心店建设和深度分销持续完善终端布局，对不同门店实施分层经营，并向重点终端集中产品和市场资源。2025 年公司省内经销商达到 319 家，经销商负责下线门店、商超的覆盖与服务，并持续拓展酒店、团购等渠道，公司销售团队同步参与终端维护和市场执行，形成较深的厂商协同。

长期稳定且较为分散的经销商关系进一步夯实了渠道基础。2025 年前十大经销客户中有 7 家合作 9 年以上，其中 3 家合作超过 20 年；前十大客户销售占比合计仅 12.37%，最大单一客户占比 1.55%。较长的合作周期有利于经销商持续沉淀当地终端、客户和市场经验，较低的客户集中度则降低了公司对少数大商的依赖。

图表16：金徽酒部分渠道经营政策

经营政策	主要举措	经营重点
千网工程/金网体系	对终端进行分级管理，区分核心店、1类店、2类店等，并分级配置相应产品和市场资源	核心终端经营
深度分销	经销商持续维护下线门店、商超等终端，并拓展酒店、团购渠道；厂家销售人员同步参与终端销售、展示和市场执行	终端做深
万商联盟/精准核心店	强化优质终端合作和精准核心店建设，依托核心终端扩大消费人群覆盖，并通过BC联动促进渠道动销	核心终端拓展

资料来源：公司公告，华泰研究

图表17：金徽酒 2025 年前十大经销客户合作情况

经销商	合作期限	销售占比	经销商	合作期限	销售占比
礼县徽达	12年	1.55%	陇西县孚泰	21年	1.15%
陇南鸿源	13年	1.44%	兰州红安泰	22年	1.11%
西和县东盛	10年	1.39%	临洮艺顺翔	21年	1.11%
陇南金豪源	3年	1.30%	甘肃锋华鑫杨	2年	1.04%
岷县盛玖源	3年	1.25%	甘肃元一嘉禾	9年	1.03%

资料来源：公司公告，华泰研究

经销商和核心终端的长期积累，使新品导入、宴席团购和重点产品培育可以直接依托既有渠道展开，一线团队也持续沉淀对当地的经营认知。**稳定的经销关系、核心终端资源和本地市场经验，共同构成公司持续经营甘肃市场的渠道基本盘。**

3.1.2 用户工程链接核心消费人群

在渠道覆盖之外，金徽进一步通过用户工程直接连接企业客户、影响力人群和核心消费者。公司围绕当地关键人和企业客户开展交流、品鉴、宴席互动及回厂游等活动，通过持续接触形成产品体验和消费认知，再由经销商和核心终端承接具体购买、宴席和团购需求。用户经营由此与既有渠道形成衔接，进一步向实际消费需求延伸。

近年来，公司持续强化“C 端置顶”，并通过用户画像、会员运营和圈层活动提高核心消费者经营的针对性。“醴遇金徽 1580”、“民间品酒师”等运营活动持续面向企业客户和重点消费人群开展，在单次品鉴之外增加持续触达和关系维护。BC 联动则将消费者培育与核心终端结合，使用户活动形成的需求能够在现有渠道中实现转化。

仅供内部参考，请勿外传！

图表18： 金徽酒“醴遇金徽 1580”活动



资料来源：公司官网，华泰研究

图表19： 金徽酒“民间品酒师”活动



资料来源：公司官网，华泰研究

具体营销活动容易学习，稳定的经销合作、重点终端、当地用户关系和市场经验则需要长期积累。经过多年深耕，公司已经形成较为完整的渠道和用户网络，为后续产品升级和区域份额提升提供了较好的经营基础。

3.2 管理机制保障渠道纪律，调整期渠道状态稳健

真实动销和合理库存是金徽酒在渠道经营中长期贯彻的原则。公司持续跟踪终端销售和渠道库存，并据此安排厂家发货和市场资源配置；当库存偏离实际消化能力时，相应调整供给节奏、推动存量消化。围绕这一原则，公司逐步形成了动销监测、库存约束、销售考核等配套机制，使终端需求能够向供给端及时反馈。

3.2.1 渠道纪律：动销监测与库存约束形成闭环

金徽酒长期重视渠道质量，并将终端动销作为营销考核的重点。公司早在 2019 年年报中就披露，内部正在通过终端门店销售考核营销人员，后续进一步加强核心门店建设、终端信息化和销售人员考核，并强化销售团队的终端服务职责。销售人员既要开发和维护渠道，也要持续关注门店销售、消费者活动和产品动销。

随着市场范围扩大，金徽酒还持续完善渠道监测体系，提高动销考核和库存状态的及时性与准确性。公司跟踪物流、经销商和终端门店的入库、出库数据，同时保留市场督察和区域人员现场盘点。系统数据用于观察产品流向，现场检查用于核实实际库存，两者结合后，公司能够更及时地判断渠道销售和库存水平。

在此基础上，公司通过规划合理库存，将终端动销情况传导至发货决策。公司长期安排业务人员和市场专员检查经销商库存，现行规则下，经销商合理库存以上一年度月均销量为基础，并结合当年经营情况确定，使真实销售变化能够及时传导至厂家；库存超过标准后暂停发货，公司与经销商共同推动现有库存消化。

图表20： 金徽酒长期重视渠道质量

管理重点	具体内容
终端动销监测	结合经销商及终端门店出入库、开瓶扫码和现场盘库判断实际动销；几乎全部产品纳入扫码监测体系，实际扫码参与度约50%以上，主要系列约每半个月检查一次库存。
库存分层管理	以上一年度月均销量和当年经营情况为基础核定合理库存，并结合淡旺季和市场成熟度动态调整；新市场、培育市场和成熟市场采用不同的库存周转要求。
发货节奏控制	库存达到标准后控制新增发货，优先推动现有库存消化；旺季实行“紧回款、慢发货”，并通过总额控制限制集中囤货。
销售考核约束	将终端门店销售纳入营销人员考核；超出库存标准的发货不计入业务人员销售任务，将实际动销和库存纪律同时纳入一线考核。
价盘与渠道维护	长期实行顺价销售和价格管控，主导产品设置价格红线；根据不同市场经营阶段配置相应的渠道利润和支持政策。

资料来源：公司公告，渠道调研，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传！

总体来看，相较于更侧重回款和发货进度的经营方式，金徽酒更重视收入质量与渠道长期健康。动销监测与库存约束形成了从需求端到供给端的反馈闭环，减少了新增供给持续偏离实际销售的风险。

3.2.2 管理优势：长期经营导向保障渠道纪律的延续

金徽酒虽经历两次控制权变更，核心管理团队整体保持稳定。周志刚自 2009 年起担任董事长兼总裁，现任 10 名高级管理人员中有 8 人在 2020 年前已任职于公司，形成了跨越两次控制权变化的管理团队。多名管理人员由内部培养成长，长期负责营销、生产、财务、供应链及公司治理等关键条线。稳定的团队结构使公司对甘肃各区域市场、经销体系和产品培育保持持续认知，也保障了真实动销、合理库存等经营原则的跨周期执行。

图表21：金徽酒高级管理人员简况（2025 年报数据）

姓名	2025年末职务	首次担任高管时间	累计任职年限	主要履历线
周志刚	董事长、总裁	2009年12月	16.1年	金徽酒业集团董事长兼总经理→公司董事长兼总裁
石少军	董事、副总裁、首席人力资源官	2017年9月	8.3年	国泰君安投行→公司董事会秘书→副总裁、首席人力资源官
王宁	职工代表董事、副总裁	2019年8月	6.4年	市场管理部→销售大区→柔和产品事业部→总经理助理→副总裁
谢小强	财务总监	2012年9月	13.3年	外部财务岗位→公司财务部副经理→财务总监
王永强	副总裁	2022年8月	3.4年	河套酒业董事、总经理及河套投资总裁等→公司副总裁
廖结兵	副总裁	2012年4月	13.7年	酒企销售与营销咨询→公司总经理助理→副总裁
唐云	副总裁	2016年4月	9.7年	集团生产部→公司生产部→职工代表监事→副总裁
黄小东	副总裁	2019年8月	6.4年	采购及集团部门管理→公司供应部→总经理助理→副总裁
郑飞	副总裁、首席数字官	2023年3月	2.8年	软件项目管理、复星信息科技→公司首席数字官→副总裁
任岁强	董事会秘书	2022年3月	3.8年	公司办公室、法律事务部、证券事务部→证券事务代表→董事会秘书

资料来源：公司公告，华泰研究

跨期考核强化了公司的长期经营导向。公司历史考核除收入利润外，也关注重点市场建设和团队培养，并通过递延激励强化约束；在实际执行中，既有业绩未达标后的扣罚，也会根据外部环境调整目标和考核周期。2022 年公司曾将原考核目标顺延，2026 年第二期员工持股计划不设置统一的公司层面业绩考核，而是根据区域情况将考核责任落实到个人绩效，**这都体现了公司顺应行业变化、坚持长期经营的理念。**

图表22：金徽酒实行长效激励机制

激励安排	实施时间	覆盖对象	约束周期	核心机制	执行状态
2019—2023年业绩目标及奖惩协议	2019年	周志刚等9名核心管理人员	原规划期5年，后延长至2024年	以营业收入、扣非归母净利润等经营目标进行跨年度考核；高级管理人员当年激励薪酬的50%递延	2021年未达目标，核心管理团队实际扣罚631.77万元；2022年顺延目标并取消未达标扣罚条款
第一期员工持股计划	2019年	董监高及核心骨干	存续期延长至2027年5月	员工出资持股，将个人收益与公司中长期价值绑定	转增后持股640.71万股，占总股本1.26%；截至2026年3月仍持有320.36万股
第二期员工持股计划	2026年	664名高级管理人员、中层管理人员及核心业务骨干	存续期60个月	股份分三期解锁，解锁比例与个人绩效挂钩	持股1,017.99万股，占总股本2.01%；12/24/36个月分别解锁30%/30%/40%

资料来源：公司公告，华泰研究

稳定的管理团队与跨期激励共同降低了短期经营波动对渠道策略的扰动，使公司能够围绕真实动销和合理库存持续安排销售节奏，构成渠道稳健经营的重要管理基础。

仅供内部参考，请勿外传！

3.2.3 压力测试：主动控量与客户优化验证渠道纪律

2025 年需求压力进一步加深，公司围绕供给节奏、客户结构集中推进渠道调整，当年的渠道变化较好反映了公司应对需求收缩的执行效果。2025 年，公司发货量（经销商进货量）同比下降 14.48%，高于经销商出货量和终端门店出货量降幅 10.79%和 10.43%；经销商及终端门店的进出货差额均收窄约 79%，供给端调整已经传导至两级渠道。

供给调整期间，公司同步优化经销商结构，形成省内补点、省外提效的调整方向。2025 年末，公司经销商数量由 1,001 家降至 941 家。其中，省内经销商由 288 家增至 319 家，系围绕年份、星级、柔和系列产品细分运营增加经销商；省外经销商由 713 家降至 622 家，全年退出的 179 家经销商中有 171 家位于省外，主要为规模较小、合作意愿下降或经营理念匹配度较低的客户。

图表23：金徽酒 2024-2025 年渠道进销情况

项目（万箱）	2024年	2025年	同比变化
经销商进货量	1011.25	864.86	-14.48%
经销商出货量	956.31	853.14	-10.79%
经销商进出货差额	54.94	11.72	-78.67%
终端门店进货量	882.76	768.73	-12.92%
终端门店出货量	850.77	762.05	-10.43%
终端门店进出货差额	31.99	6.68	-79.12%

资料来源：公司公告，华泰研究

图表24：公司 2025 年经销商变动明细

区域	2025年初	2025年减少	2025年增加	2025年末
省内	288	8	39	319
省外	713	171	80	622
合计	1001	179	119	941

资料来源：公司公告，华泰研究

省外渠道在客户数量压降的同时保持了销售规模稳定。2025 年省外经销商数量同比下降 12.8%，省外收入仅下降 0.81%，表明退出客户对整体销售贡献较低。公司对其中 36 家经销商实施库存回购，回购金额为 1,405.27 万元，占主营业务收入的 0.51%；其余退出客户继续消化原有库存，公司同步推进新客户签约和市场衔接。

需求下行阶段，公司通过主动收缩供给和优化低效客户及时调整经营节奏，两级渠道进出货缺口明显收窄，新增库存压力得到缓解。**2025 年的渠道变化表明，公司长期坚持的真实动销和合理库存原则能够在需求承压阶段实际落实，为后续继续开展市场经营保留了较健康的渠道基础。**

3.3 调整期保持持续投入，市场经营优势显现

3.3.1 营收与现金流稳健，支撑持续投入

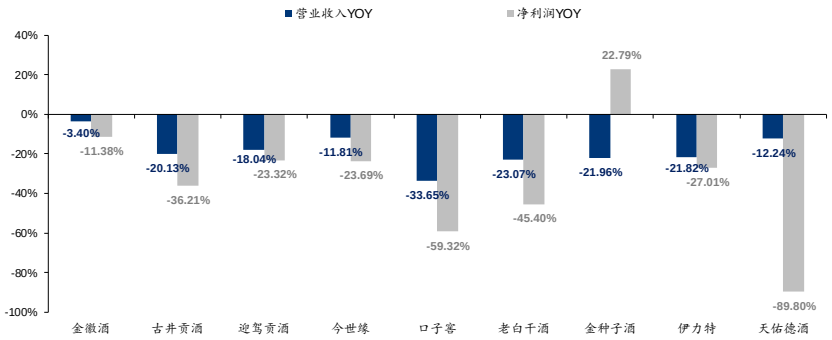
白酒行业仍处于渠道修复阶段，库存、价盘和渠道利润正在加大酒企的经营约束。需求放缓后，厂家需要通过控量、调整产品投放和增加渠道支持推动库存消化，渠道资金占用和价格压力也逐步向酒企收入、回款及现金流传导。酒企既要处理已有渠道问题，又要继续维持终端和消费者经营，渠道状态和资金状况由此开始影响后续市场投入能力。

2025 年区域酒企普遍进入业绩调整阶段，金徽酒经营表现相对稳定。全年实现营业收入 29.18 亿元，同比下降 3.40%；净利润 3.37 亿元，同比下降 11.38%，调整幅度在主要区域酒企中相对有限。在需求承压与渠道调整同步发生的环境下，公司前期形成的收入规模得到较好保持，经营规模相对稳定。

延展到整个调整期，以标准化 TTM 收入作为观察变量，可以看到金徽酒较好保留了前期的增长成果。以 2020Q4 为 100，公司 TTM 收入指数于 2025Q1 升至 176.5，至 2026Q1 仍为 167.7，较阶段高点仅回撤 5.0%；而同期样本区域酒企较各自高点回撤 16.5%-58.1%。

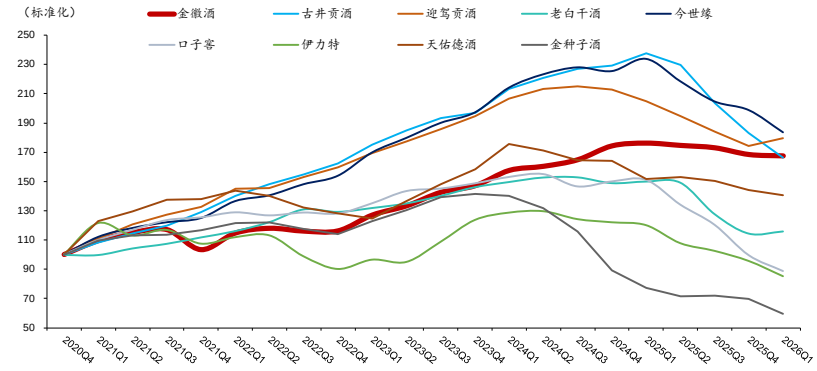
仅供内部参考，请勿外传！

图表25：2025 年部分区域酒企业绩同比变动



资料来源：同花顺 iFinD，华泰研究

图表26：主要区域酒企 TTM 营业收入指数（2020Q4=100）



注：TTM 营业收入为当季及此前三个季度营业收入之和，以降低季度性差异的影响；图中以各公司 2020Q4 的 TTM 营业收入为 100 进行标准化

资料来源：同花顺 iFinD，各公司公告，华泰研究

公司也保持了较好的收入兑现能力。2021-2025 年，公司销售回款由 21.76 亿元增至 35.02 亿元，复合增速为 12.6%；经营活动净现金流连续五年为正，累计达到约 20.9 亿元；2025 年公司经营性净现金流同比虽有下降，但显著优于其他区域酒企，现金流质量稳定。**结合前述主动控量的举措，可以看出公司在减少新增渠道供给、降低库存压力的同时，渠道打款并未同步明显收缩，调整压力向厂家资金端的传导相对温和。**

图表27：金徽酒近年现金流情况

年度	营业收入（亿元）	销售回款（亿元）	销售收现比	经营性净现金流（亿元）	期末合同负债（亿元）
2021	17.88	21.76	1.217	2.79	3.58
2022	20.12	24.42	1.214	3.19	5.1
2023	25.48	29.36	1.152	4.5	5.75
2024	30.21	34.19	1.132	5.58	6.38
2025	29.18	35.02	1.2	4.8	8.2

资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，华泰研究

图表28：2025 年部分区域酒企回款及经营性现金流对比

公司	金徽酒	古井贡酒	迎驾贡酒	今世缘	天佑德酒
销售回款同比	2.42%	-12.70%	-15.27%	-7.26%	-12.99%
经营性净现金流同比	-13.95%	-58.81%	-35.27%	-47.39%	-16.61%
公司	老白干酒	金种子酒	伊力特	口子窖	
销售回款同比	-26.23%	-14.87%	-22.87%	-37.50%	
经营性净现金流同比	由5.35亿元转为净流出	净流出同比收窄0.85亿元	由0.87亿元转为净流出	由14.59亿元转为净流出	

资料来源：同花顺 iFinD，各公司公告，华泰研究

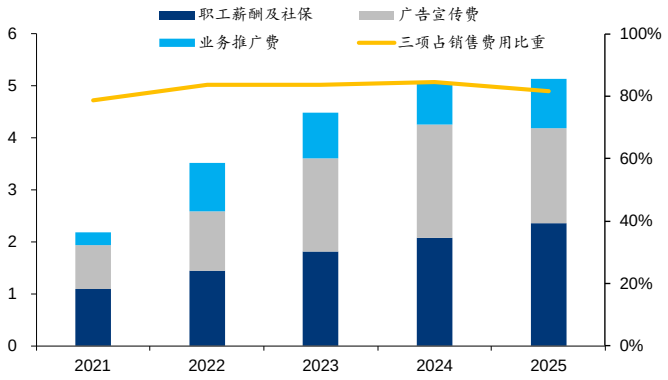
渠道调整并未明显传导为资金端收缩，使公司在本轮调整中仍保留了较强的市场投入余力。前述渠道纪律的价值也由此进一步体现：健康的渠道状态降低了公司在存量问题上的资源消耗，使人员和费用能够继续向重点市场配置。

仅供内部参考，请勿外传！

3.3.2 一线投入持续，属地资源提高承接效率

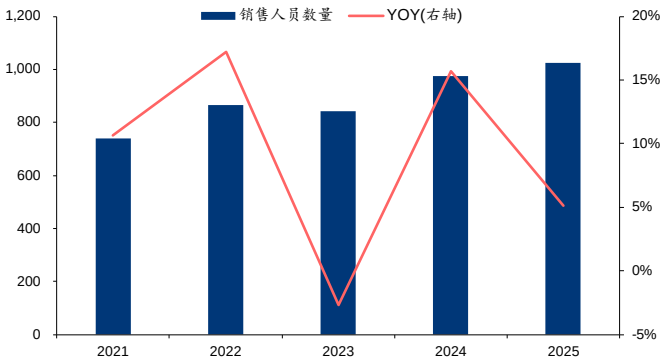
公司在调整期仍保持了较强的一线市场投入。2025 年公司销售费用 6.30 亿元，同比增长 5.8%。其中，业务推广费同比增长 22.4%，销售人员薪酬同比增长 14.1%，广告宣传费同比下降 16.5%；销售人员数量由 2021 年末 738 人增加至 2025 年末 1,024 人。费用结构变化显示，公司减少泛化宣传的同时，仍在持续补充一线销售和消费者培育资源。

图表29：金徽酒 2021-2025 年销售费用明细（亿元）



资料来源：公司公告，华泰研究

图表30：金徽酒 2021-2025 年销售人员数量（人）



资料来源：公司公告，华泰研究

前期形成的属地网络，为新增投入进入具体市场提供了较好的承接基础。依托前述经销商、核心终端和用户资源，新增销售人员和推广费用可以围绕现有体系继续开展终端维护、宴席团购、品鉴和消费者培育，并逐步向尚有提升空间的重点区域延伸，减少重新建立渠道和消费者关系所需的培育过程。

公司同时通过“一地一策”和区域授权提高资源配置的针对性。预算内事项主要由一线根据当地市场情况自主安排，预算外事项按照金额和事项分级决策。甘肃不同县区在竞争品牌、主流价位和消费场景上存在差异，一线团队可以据此调整产品组合、消费者活动和费用投放，使新增人员和市场资源更贴近具体区域的竞争需求。

属地网络和持续投入相结合，使公司的竞争优势在调整期进一步体现。全国名酒具有更强的品牌势能，但品牌影响力进一步转化为县区终端覆盖和具体消费需求，仍需要当地经销商、终端资源和消费者关系的持续经营，达到与金徽酒相近的经营深度需要一定培育周期；对于同样长期经营甘肃市场的省内酒企，竞争则更多取决于调整期能否继续维持足够的市场投入和执行强度。

金徽酒既具备多年经营形成的属地基础，又凭借相对稳健的收入、回款和现金流保持了一线投入能力，两者叠加，使公司能够在行业调整期继续经营重点市场，并有望将资源优势进一步转化为省内份额提升。

仅供内部参考，请勿外传！

4 省内深化构筑成长主线，省外拓展补充增量空间

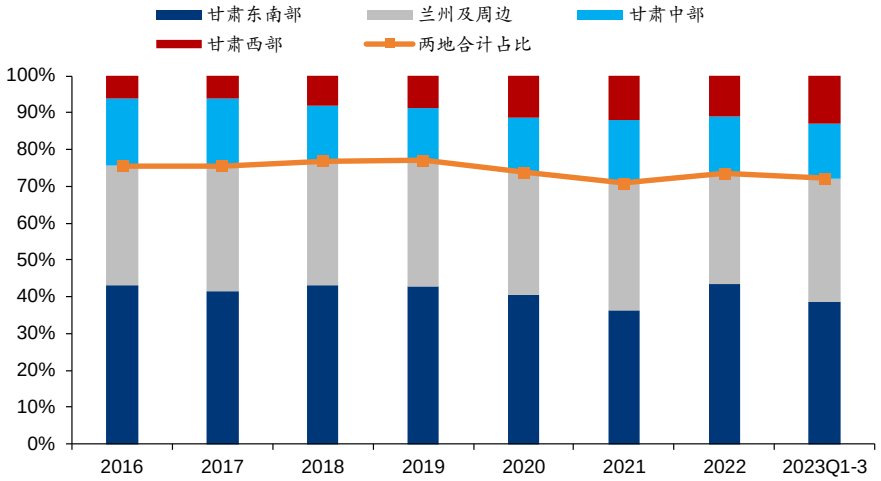
省内市场始终是金徽酒最重要的收入来源，也是未来增长的核心。经过多年经营，公司在省内不同区域形成差异化的市场基础，区域经营深度仍有进一步提升空间；省外则以陕西为主要支点，并围绕重点市场持续培育，为省内增长提供补充增量。

4.1 省内市场：区域经营深化支撑主要增长

4.1.1 省内形成经营梯度，双核心支撑基本盘

金徽酒省内市场已形成陇东南、兰州及周边双核心支撑，西部市场持续拓展的区域格局。两大核心区域长期贡献七成以上收入，西部市场则随着渠道覆盖扩大和单商收入提升，收入贡献逐步增加。

图表31：金徽酒 2017-2023 前三季度省内营收分布



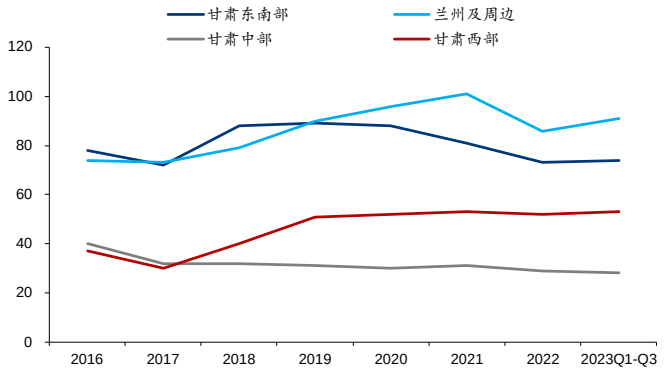
注：“两地合计占比”指甘肃东南部与兰州及周边两区域占上述四个区域总和的比例，图表未纳入财报“其他地区”数据；金徽酒自 2023 年报起，不再披露省内明细数据
资料来源：公司公告，华泰研究

甘肃东南部是公司传统优势市场，也是省内战略调整最早落地的区域。2018 年经销商扁平化带动合作主体明显增加，单商收入阶段性回落；此后，公司逐步加强高端产品推广、核心消费者培育和大客户运营，并持续优化经销商结构。2022 年，东南部经销商数量降至 73 家，区域收入则回升至 6.57 亿元，超过历史高点。经销商数量收缩的同时区域收入恢复增长，反映渠道资源逐步向核心客户集中，东南部经营由网络扩张逐步进入存量提质阶段。

兰州及周边经历了更长时间的市场扩张。兰州汇集省内外主要酒企，中高价位产品和品牌活动投入较为集中。公司自 2018 年起持续推进“大兰州”建设，2018-2021 年经销商数量由 79 家增至 101 家，区域收入仍维持在 4.5 亿-4.8 亿元，渠道扩张未充分转化为收入增长；2022 年，公司加快经销商结构调整，2023 年前三季度，区域收入同比增长 28.33%至 5.09 亿元，已超出历史高点。当前兰州已具备较广的渠道基础，经营重点逐步转向核心终端产出和中高档产品渗透。

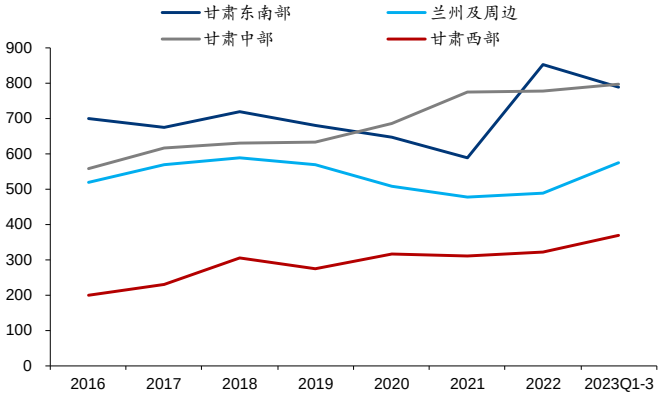
仅供内部参考，请勿外传！

图表32：金徽酒 2017-2023 前三季度省内经销商分布（家）



注：数据为报告期末值；金徽酒自 2023 年报起，不再披露省内明细数据
资料来源：公司公告，华泰研究

图表33：金徽酒 2017-2023 前三季度省内经销商单商收入（万元/家）



注：单商收入=区域销售收入/平均经销商数；平均经销商数=(期初经销商数+期末经销商数)/2；金徽酒自 2023 年报起，不再披露省内明细数据
资料来源：公司公告，华泰研究

甘肃西部仍处于市场拓展阶段。2017-2020 年，经销商数量快速增加，区域收入由不足 1 亿元提升至 1.6 亿元以上；此后经销商数量趋于稳定，收入继续增长，2023 年前三季度同比增长 40.15%，显示前期渠道建设正逐步转化为市场产出。

甘肃中部市场体量相对有限，但渠道产出表现较好。2019-2022 年，区域收入由约 2.0 亿元增至 2.33 亿元，经销商数量始终维持在 30 家左右，平均单商收入由约 634 万元提升至 778 万元，已接近东南部水平。这表明，中部增长主要由现有渠道深化承接，较为集中的经销网络能够覆盖区域内的核心市场。

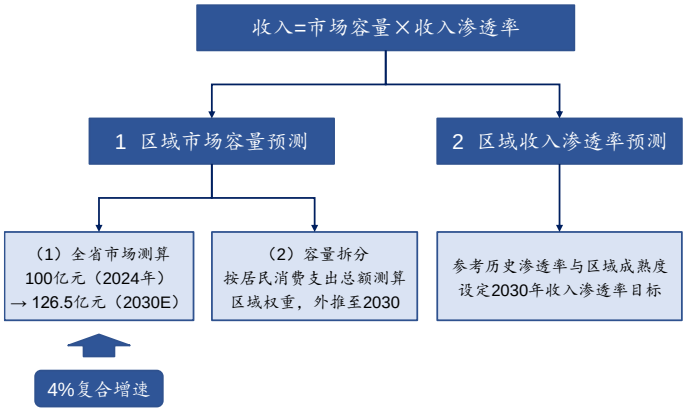
近期经营数据也显示省内市场正在边际改善。2026H1 公司省内收入同比下降 2.2%，但压力主要集中在一季度，26Q2 省内收入已恢复至约 8%的同比增长。同时，公司上半年终端动销增长、渠道回款稳定，期末合同负债同比增长 23.2%至 7.37 亿元，渠道库存保持健康。我们认为，随着前期控量和渠道调整效果逐步显现，省内收入已出现初步恢复信号，后续可重点关注终端动销、渠道库存及价盘、经销商回款等指标。

综合来看，公司省内市场基本盘仍较稳固，不同区域的经营深化空间清晰，随着前期渠道调整逐步见效，省内增长有望逐步恢复。

4.1.2 市场扩容叠加经营深化，2030 年省内收入空间约 35.7 亿元

我们以“区域市场容量×区域收入渗透率”测算区域收入空间，由此可将收入增长的动因拆分为“市场自然扩容×金徽酒区域经营成效”，具体测算过程如下图所示。

图表34：金徽酒省内市场空间测算逻辑



注：区域收入渗透率=金徽酒区域营业收入/该区域市场总容量，并不等同于市占率；区域市场容量依据居民消费支出等指标模拟测算。
资料来源：公司公告，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传！

预计 2024-2030 年甘肃白酒市场保持约 4%的复合增长率：

2021-2025 年甘肃居民消费支出总额复合增长约 4.0%，同期餐饮收入复合增长约 5.3%，居民消费及餐饮活动整体保持增长；行业端，2025 年甘肃白酒市场继续实现个位数增长。综合消费增长中枢、主要消费场景及行业实际表现，我们给予 2024-2030 年甘肃白酒市场 4%的复合增速，对应 2030 年市场容量约 126.5 亿元。

区域容量权重整体稳定，西部占比小幅提升：

基于各市州居民消费支出测算，2019-2024 年东南部、兰州及周边容量权重基本稳定，中部略有下降，西部小幅提高；我们沿历史变化方向进行温和外推，测算 2030 年区域容量。

收入渗透率则根据不同经营阶段分别设定：

- 由于公司自 2023 年报起不再披露省内分区域收入，我们根据 2023 年前三季度区域收入结构对全年进行模拟。

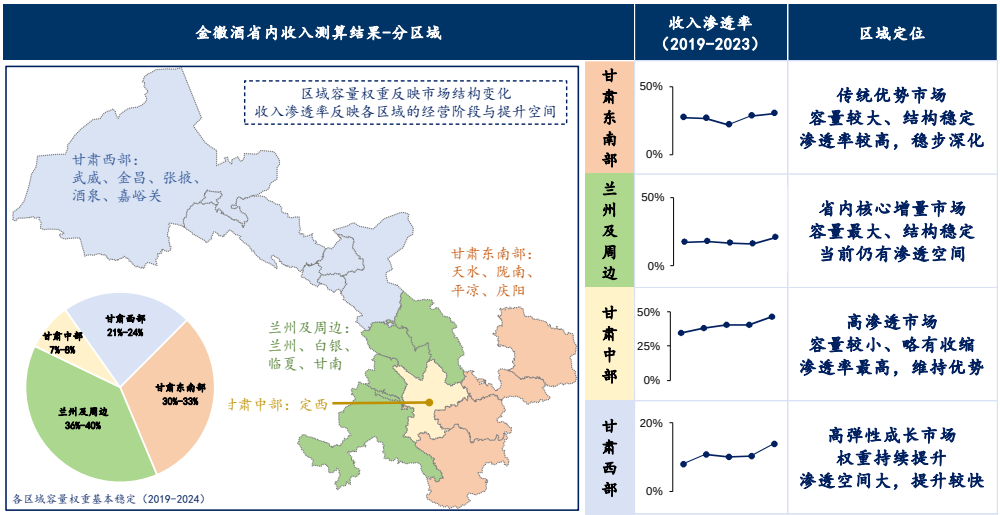
- 东南部是公司传统优势区域，当前收入渗透率已处于较高水平，市场经营逐步由渠道扩张转向存量网络提质和消费者深耕。考虑成熟市场进一步提升的边际幅度相对有限，2030 年收入渗透率由 2023 年的 30.0%提升至 33%。

- 兰州及周边市场竞争更为充分，当前收入渗透率明显低于东南部。但公司在此已形成一定经营基础，且随着核心终端、团购及消费者培育继续深入，公司仍具备进一步提升份额的空间，预计 2030 年收入渗透率由 2023 年的 20.7%提升至 25%。

- 中部市场容量相对有限，公司依靠较集中的渠道布局已形成较高市场产出，收入渗透率长期处于省内高位，进一步提升的空间相对有限。因此 2030 年主要延续高位经营状态，收入渗透率由 2023 年的 46.2%小幅提升至 48%。

- 西部仍处于渠道覆盖扩展和重点城市渗透深化阶段，现有收入渗透率仍明显低于其他成熟区域。测算显示，其收入渗透率已由 2019 年的约 8%提升至 2023 年的 13.9%，与同期区域收入持续增长的趋势一致。考虑当前经营深度仍处低位、前期渠道建设持续向市场产出转化，2030 年收入渗透率设定为 21%。

图表35：金徽酒省内收入测算结果



区域	容量权重				2030E市场容量（亿元）	收入渗透率			2030E收入（亿元）
	2019	2024	2019—2024 CAGR	2030E		2023	2030E	2023—2030E 年均提升	
甘肃东南部	30.91%	30.69%	-0.14%	**30.42%**	**38.49**	29.98%	33.00%	0.43%	**12.70**
兰州及周边	39.32%	39.04%	-0.14%	**38.69%**	**48.95**	20.67%	25.00%	0.62%	**12.24**
甘肃中部	8.04%	7.83%	-0.54%	**7.58%**	**9.59**	46.18%	48.00%	0.26%	**4.60**
甘肃西部	21.73%	22.44%	0.65%	**23.32%**	**29.50**	13.86%	21.00%	1.02%	**6.20**
合计	100.00%	100.00%		**100.00%**	**126.53**		**28.24%**		**35.74**

资料来源：国家统计局，公司公告，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传！

按上述假设测算，2030 年金徽酒省内营收有望增长至约 35.7 亿元，较 2025 年增加约 14.6 亿元，对应 2025-2030 年复合增速约 11.1%；其中市场自然扩容贡献约 30%的收入增量，区域经营深化贡献约 70%；兰州及西部合计贡献约 63%的新增收入。随着前期投入进一步转化为终端和消费者产出，公司省内收入仍具备较充足的中长期增长空间。

4.2 省外市场：陕西形成省外支点，区域协同提供补充增量

金徽酒省外市场已逐步覆盖西北、华东及北方部分区域。**2020 年以来，公司按照“布局全国、深耕西北、重点突破”的战略持续扩大省外布局，**先后完善华东、北方及西北市场组织；近年来随着省外经营进入新的阶段，资源进一步向已有渠道和消费者基础的重点市场集中，陕西形成主要省外支点，甘青新、陕宁蒙推进区域协同，华东及其他北方市场则聚焦重点区域培育。

4.2.1 西北市场容量可观，市场格局差异显著

据酒业家 2024 年西北五省渠道调研，陕西白酒市场容量接近 250 亿元，新疆约 100 亿元，宁夏约 30 亿元，青海约 25 亿元。区域空间主要集中在陕西和新疆，四地的地产酒基础和品牌集中度存在明显差异。

图表36：陕宁青新 2024 年白酒市场规模与品牌格局

省份	市场规模	地产酒及规模	省外名酒及规模
陕西	近250亿	西凤酒70-80亿	五粮液30亿+；剑南春10亿+；泸州老窖近10亿；汾酒约10亿；习酒10亿+
新疆	约100亿	伊力特约20亿	主要品牌有五粮液、泸州老窖、剑南春，其中国窖1573、头曲、特曲等表现突出
宁夏	约30亿	老银川、大夏贡、沙湖春	舍得1亿左右；剑南春1亿+；习酒6000万左右；古井6000－7000万；国台约2000万
青海	约25亿	天佑德13亿+	洋河近2亿；五粮液系列近2亿；汾酒5000－6000万；牛栏山5000万+

资料来源：酒业家，华泰研究

陕西市场中，西凤酒规模约 70-80 亿元，全国浓香品牌合计约 70-80 亿元，酱香品牌约 50-60 亿元。本地龙头与全国名酒均已形成较强基础，陕西既是金徽酒省外业务最主要的规模市场，也对品牌培育和渠道经营提出了更高要求。

宁夏的品牌结构更为开放。酒业家 2024 年调研显示，宁夏地产酒份额不足 10%，省外品牌占据主导；从香型看，酱香和清香分别约占 40%和 20%，浓香及其他香型占据剩余市场。当地主要省外品牌多处于数千万元至亿元规模，市场格局较为分散。较低集中度为省外品牌进入提供了空间，但当地市场容量相对有限，更适合作为陕西市场的相邻延伸。

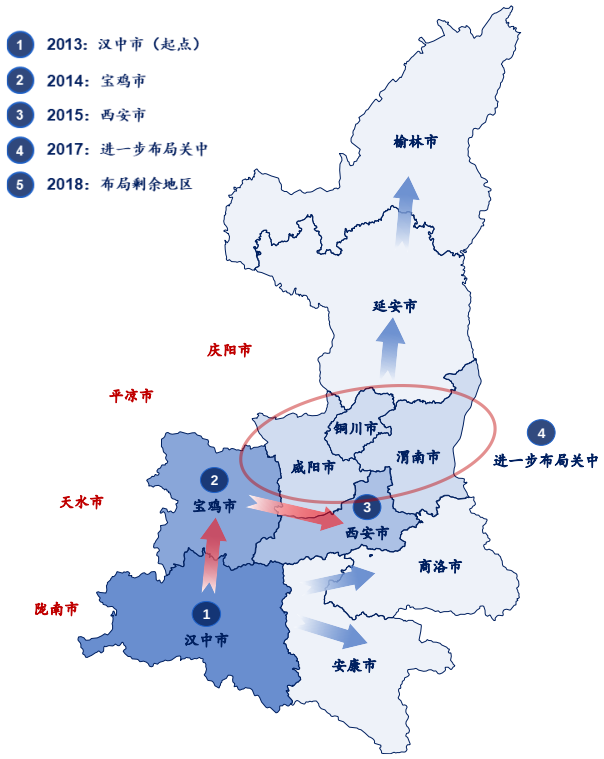
青海和新疆的地产酒基础相对突出。酒业家 2024 年调研显示，天佑德约占青海市场的 55%；新疆市场中，伊力特公司端销售规模超过 20 亿元，酒业家按终端口径估算，伊力特在当地市场规模约 40-50 亿元，对应当地百亿市场的四至五成。两地本地品牌根基较深，市场进入更依赖重点区域的持续培育，公司需要结合区域和价格带寻找切入点。

4.2.2 深耕陕西十余年，资源向优势区域集中

陕西与甘肃地理相邻，消费习惯和渠道结构具有一定共性。相近的环境使金徽酒能够沿甘肃东南部成熟市场向外延伸，汉中、宝鸡等毗邻区域也成为公司进入陕西的首批落点。

仅供内部参考，请勿外传！

图表37：金徽酒陕西市场扩展路径



注：地图素材来源于国家地理信息公共服务平台-天地图（https://www.tianditu.gov.cn/）
资料来源：公司公告，华泰研究

随着覆盖范围扩大，公司同步补充产品和渠道布局。早期主要以 100-400 元的能量金徽系列开拓陕西市场，随后导入百元价格带的金奖金徽和价位更高的年份系列，逐步覆盖不同需求。公司同时深耕当地流通与团购渠道，并按照县域和产品系列分别招商，产品配置和渠道组织随市场培育持续细化。

市场进入一定规模后，公司再次根据市场条件调整战略，由扩大覆盖转向聚焦优势区域。2024 年以来，公司对前期投入产出较低的区域进行收缩，将资源进一步向西安、咸阳、宝鸡、汉中及关中周边等已有基础的市场集中，陕北投入相应减少；产品端继续以能量系列为主，随着单点市场规模和团购基础形成，再逐步导入年份系列。

前期培育效果逐步显现，据时代周报 2025 年 3 月采访，金徽酒在陕西市场的规模已超过 3 亿元。十余年的持续经营使陕西成为公司省外基础最深、规模最大的市场；随着市场策略由扩大覆盖转为聚焦优势区域，已有渠道、消费者和产品基础仍可支撑后续收入增长。

4.2.3 重点市场分层培育，2030 年省外营收有望增长至约 11.9 亿元

在陕西形成一定规模基础后，公司进一步调整省外市场的区域组织。甘青新板块以甘肃市场为基础，协同青海、新疆，陕宁蒙则依托陕西既有经营基础继续培育宁夏、内蒙古；华东及其他北方市场则收缩至基础较好的重点市场。**省外资源逐步向重点市场集中，不同区域根据现有基础分层推进。**

公司省外市场多数仍处于发展阶段，考虑陕西已形成较明确的经营规模，我们将省外市场拆分为“陕西”和“其他”两部分。2025 年公司省外收入 6.65 亿元，我们参考“陕西市场规模已超过 3 亿元”，取 3.0 亿元作为陕西收入的近似测算基准，其余 3.65 亿元计入其他省外市场。从历史表现看，公司省外收入 2021-2025 年复合增速约 14.1%；2025 年经销商调整带来短期阻力，2026Q1 同比增长 20.49%，渠道调整后省外收入重新实现较快增长。

仅供内部参考，请勿外传！

陕西市场：2025-2030 年收入复合增速假设为 15%。

陕西是公司经营时间最长、规模最大的省外市场，渠道调研显示，陕西重点市场的能量系列仍保持较快增长，随着既有样板市场继续深化，并逐步导入年份系列等更高价格带产品，陕西市场渠道产出和产品结构均有提升空间。考虑陕西已经形成 3 亿元以上收入规模及行业整体环境，我们给予 2025-2030 年 15%的收入复合增速。

其他省外市场：2025-2030 年收入复合增速假设为 10%。

渠道调研显示，金徽酒在省外其他市场的规模普遍处在数千万级别，单一市场体量小，因此未来增长确定性和扩张效率相对低于陕西。考虑这些市场当前整体基数较低，渠道和消费者覆盖仍有提升空间，同时新市场培育需要一定时间，我们对其合并采用 10%的中长期复合增速，低于陕西市场的假设增速。

图表38：金徽酒省外收入测算结果

市场	2025收入（亿元）	2025-2030E CAGR	2030E收入（亿元）	收入增量（亿元）
陕西	3.00	15.00%	**6.03**	3.03
其他省外	3.65	10.00%	**5.88**	2.23
省外合计	6.65	12.37%	**11.91**	5.26

资料来源：公司公告，华泰研究

按照上述假设，2030 年陕西收入预计达到约 6.0 亿元，其他省外市场约 5.9 亿元，省外收入合计约 11.9 亿元，对应 2025-2030 年复合增速约 12.4%。整体增速低于公司 2021-2025 年约 14.1%的历史复合增速，在延续省外重点市场扩张趋势的同时，也考虑了收入基数提升及新市场培育周期。

综上，2030 年公司酒类营收有望实现约 47.7 亿元，其中省内增长至 35.7 亿元、省外增长至 11.9 亿元，对应 2025-2030 年复合增速约 11.4%，整体收入规模约为当前的 1.7 倍。整体来看，公司现有市场布局下的中长期收入空间仍较充足，省内经营深化与省外持续拓展能够支撑未来的收入增长。

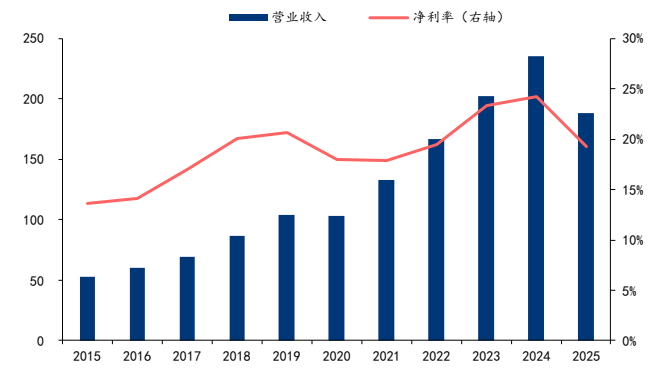
仅供内部参考，请勿外传！

投资建议：份额提升支撑规模增长，盈利弹性有望释放

当前白酒行业进入存量竞争阶段，渠道状态和持续投入能力成为区域份额竞争的重要分化因素。金徽酒长期深耕甘肃市场，本轮行业调整中主动控量、推动渠道减负，同时保持较为稳健的回款和市场投入，为后续继续经营重点市场保留了较强的主动权。省内兰州及周边、西部等市场仍具备份额提升空间，陕西等省外市场也有增量空间，公司的持续投入有望进一步转化为重点市场份额提升，推动收入规模继续增长。

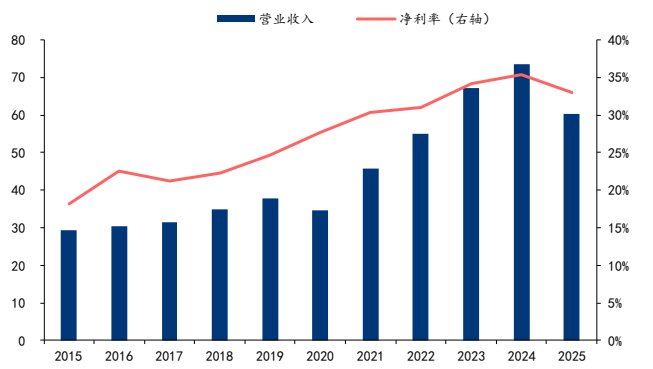
从成熟区域龙头的发展路径看，龙头公司往往先实现收入规模扩张，随着市场成熟度提高，产品结构和经营效率进一步改善，盈利能力也随之提升。古井贡酒和迎驾贡酒的历史表现说明，区域龙头在市场份额扩大、产品结构升级和经营体系成熟过程中，存在逐步释放规模效应的可能。对于金徽酒而言，若后续重点市场份额持续提升、产品结构进一步改善，盈利能力也具备进一步提升空间。

图表39：古井贡酒营收与净利率对比（亿元）



资料来源：公司公告，华泰研究

图表40：迎驾贡酒营收与净利率对比（亿元）



资料来源：公司公告，华泰研究

金徽酒当前仍处于这一成长路径的前半程，市场份额提升带来的收入弹性相对更为突出。随着区域市场逐步成熟，金徽 18、柔和系列等核心产品放量、产品结构升级以及费用效率改善有望进一步接力。我们认为，随着区域份额持续提升，公司收入规模有望进一步扩大，并在规模效应和产品结构升级带动下逐步释放盈利弹性。

盈利预测与估值

收入与毛利率预测

300 元以上——金徽 18 承担主要增量，中高端产品持续放量

该价格带主要包括年份金徽系列及金徽老窖系列。2024-2025 年 300 元以上产品销量由约 1,248 千升增至 1,717 千升，吨价由约 45.4 万元/吨下降至 41.3 万元/吨，销量保持较快增长；2026H1 该价格带收入同比增长 8.9%，核心产品放量趋势延续，后续随着金徽 18 等产品进一步培育，该价格带有望贡献主要增量。

分产品看，金徽 28 定位较高，主要承担品牌高度和核心消费者培育功能，考虑当前高端消费恢复仍相对缓慢，预计 2026-2028 年收入分别增长 5%/15%/15%；金徽 18 价格覆盖面更广，是公司中高端产品中主要的规模增长来源，随着省内重点市场持续渗透以及宴席、团购等场景拓展，预计同期收入分别增长 20%/30%/30%；金徽老窖当前规模相对较小，预计收入分别增长约 13%/20%/18%。

综合各产品，我们预计 2026-2028 年 300 元以上产品收入分别达到 8.15/10.19/12.74 亿元，同比增长 15%/25%/25%。销量方面，考虑未来增长主要由金徽 18 等核心产品放量驱动，预计同期销量分别增长 16%/27%/26%。由于增量更多来自相对低价的金徽 18，价格带内部产品结构变化使平均吨价分别下降约 0.9%/1.6%/0.8%。

仅供内部参考，请勿外传！

成本端，随着销量扩大带来的规模效应以及产品结构变化，预计 2026-2028 年单吨成本分别下降约 1.4%/3.7%/1.2%，降幅整体快于吨价，对应毛利率由 2025 年的 76.2%小幅提升至 76.3%/76.8%/76.9%。因此，该价格带未来增长主要由核心产品放量驱动，同时单位成本改善支撑盈利能力稳步提升。

100-300 元——柔和系列支撑核心基本盘，市场深化带动后续增长。

100-300 元价格带主要包括世纪金徽五星、柔和金徽及能量金徽系列，是公司目前规模最大的价格带。2024-2025 年 100—300 元产品销量由约 9,319 千升小幅增至 9,417 千升，吨价由约 16.0 万元/吨提升至 16.3 万元/吨，量价整体保持稳定。

2026H1 该价格带收入同比下降 4.8%，主要受到省内柔和系列主动控量影响，其中 H3 控量较为明显，二季度表现已较一季度明显改善。展望下半年，随着前期控量影响逐步减弱，宴席、商务及企业团购等场景恢复，以及中秋国庆旺季需求释放，省内柔和系列有望逐步恢复；同时，能量系列在陕西等省外市场保持较快增长，为该价格带后续增长提供支撑。

分产品看，世纪金徽五星经营时间较长，渠道和消费者基础较为成熟，预计 2026-2028 年收入分别增长 2%/3%/5%；柔和金徽是公司省内主流价格带的核心产品，随着兰州及周边、西部等重点市场持续深化，预计同期收入分别增长 5%/6%/10%；能量金徽更多承担陕西等省外市场拓展，当前基数较低，随着省外市场持续培育，预计收入分别增长约 11%/11%/18%。

综合预计 2026-2028 年 100-300 元产品收入分别为 16.09/17.06/18.76 亿元，同比增长 5%/6%/10%。销量方面，预计同期分别增长 6%/6%/12%；由于柔和、能量等产品占比变化，平均吨价分别下降约 0.9%/基本持平/下降 1.8%，该价格带增长仍以销量和市场份额提升为主要驱动。

成本端，我们预计单吨成本整体保持稳定，其中 2027 年考虑金徽生态智慧产业园四期技改项目推进，生产效率提升叠加规模效应有望带动单位成本阶段性下降；预计 2026-2028 年分别变化约+0.5%/-2.4%/+0.6%。在吨价和单位成本共同变化下，预计毛利率分别为 66.0%/66.8%/66.0%，整体维持在 66%左右。该价格带未来的核心看点仍在于省内主流价格带份额提升以及省外市场拓展带来的销量增长，价格和毛利率贡献相对有限。

100 元以下——短期以企稳为主，大众产品逐步恢复。

100 元以下价格带主要包括世纪金徽四星、三星、二星及金徽陈酿等大众产品。2025 年公司持续优化低价产品结构，该价格带收入和销量分别同比下降约 37%和 34%，基数已经明显收缩。随着公司重新补充大众价格带产品，我们预计后续销量逐步恢复，但新增产品更多集中于低价盒装酒、光瓶酒等产品，平均吨价仍有一定下行压力。

销量方面，预计 2026-2028 年分别增长 2%/2%/1%；考虑产品结构向更大众价格带倾斜，平均吨价分别下降约 6.9%/2.0%/1.0%，对应收入分别为 5.09/5.09/5.09 亿元，同比变化 -5%/0%/0%。成本端，考虑低价产品占比提升以及销量恢复初期的成本结构变化，预计 2026 年单吨成本同比上升约 6.8%；随着产品结构和生产规模逐步稳定，2027-2028 年单吨成本分别下降约 2.0%/1.0%。最终预计 2026-2028 年该价格带毛利率均约为 40.2%。

费用率与净利润预测

公司仍处于省内份额提升和省外重点市场培育阶段，销售团队、渠道建设及消费者培育仍需要维持一定投入。考虑收入规模逐步扩大以及前期市场投入逐步形成产出，预计 2026-2028 年销售费用率分别为 21.3%/20.8%/19.5%，呈逐步下降趋势。管理费用方面，预计同期管理费用率分别为 9.5%/9.5%/10.0%，整体保持相对稳定。

此外，公司 2026 年 8 月 1 日公告补缴税款及滞纳金事项，预计减少合并报表净利润 7,499.82 万元，我们在 2026 年盈利预测中一次性考虑相关影响，2027 年起不再考虑。

仅供内部参考，请勿外传！

基于上述假设，预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 2.72/4.48/5.72 亿元，同比变化-23.2%/+64.5%/+27.6%，对应归母净利率分别为 8.5%/12.6%/14.2%。2026 年利润下滑主要受到一次性补税事项影响，剔除该影响后归母净利润约 3.47 亿元，与 2025 年基本持平；2027 年起，随着收入增长提速、300 元以上产品占比提升以及销售费用率下降，盈利能力逐步改善，归母净利率由 2025 年的 11.6%提升至 2027 年的 12.6%，2028 年进一步提升至 14.2%。

图表41：金徽酒盈利预测（单位：百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	2548	3021	2918	3054	3370	3820
YOY	26.6%	18.6%	-3.4%	4.6%	10.4%	13.4%
白酒业务收入	2506	2902	2777	2933	3234	3659
YOY	26.5%	15.8%	-4.3%	5.6%	10.2%	13.2%
300元以上	401	566	709	815	1019	1274
YOY	37.1%	41.2%	25.2%	15.0%	25.0%	25.0%
销量（吨）	781	1248	1717	1992	2529	3187
YOY	51.9%	59.8%	37.5%	16.0%	27.0%	26.0%
吨价（万元/吨）	51	45	41	41	40	40
YOY	-9.7%	-11.7%	-9.0%	-0.9%	-1.6%	-0.8%
毛利率	78.1%	76.0%	76.2%	76.3%	76.8%	76.9%
100-300元	1288	1487	1532	1609	1705	1876
YOY	32.3%	15.4%	3.1%	5.0%	6.0%	10.0%
销量（吨）	7573	9319	9417	9982	10581	11851
YOY	35.8%	23.0%	1.0%	6.0%	6.0%	12.0%
吨价（万元/吨）	17	16	16	16	16	16
YOY	-2.6%	-6.2%	2.0%	-0.9%	0.0%	-1.8%
毛利率	65.2%	63.8%	66.5%	66.0%	66.8%	66.0%
100元以下	816	849	536	509	509	509
YOY	14%	4%	-37%	-5%	0%	0%
销量（吨）	9626	10264	6820	6956	7096	7166
YOY	21%	7%	-34%	2%	2%	1%
吨价（万元/吨）	8	8	8	7	7	7
YOY	-6%	-2%	-5%	-7%	-2%	-1%
毛利率	51.2%	50.9%	47.8%	40.2%	40.2%	40.2%
其他业务收入	42	119	141	121	136	161
YOY	36.5%	186.5%	18.1%	-14.7%	13.0%	18.0%
销售毛利率	62.4%	60.9%	63.2%	62.8%	64.5%	65.5%
销售费用率	21.0%	19.7%	21.6%	21.3%	20.8%	19.5%
管理费用率	10.8%	10.1%	10.6%	9.5%	9.5%	10.0%
归母净利率	**12.7%**	**12.6%**	**11.6%**	**8.5%**	**12.6%**	**14.2%**
归母净利润	**329**	**388**	**354**	**272**	**448**	**572**
YOY	17.3%	18.0%	-8.7%	-23.2%	64.5%	27.6%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

仅供内部参考，请勿外传！

PE 估值法

考虑 2026 年补税事项对当期利润形成一次性影响，同时当前已进入 2026 年下半年，我们选取 2027 年盈利预测作为 PE 估值基期。

考虑区域属性、业务模式及成长阶段等因素，我们选取今世缘、老白干酒、洋河股份、天佑德酒、伊力特及古井贡酒作为可比公司。相比部分已经进入相对成熟阶段的区域酒企，金徽酒目前仍处于省内份额提升和省外市场培育阶段，中期增长空间相对更大。根据盈利预测，我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别同比增长 4.6%/10.4%/13.4%（较前次持平/+4%/+8%）；剔除 2026 年一次性补税影响后，2027-2028 年归母净利润同比增长约 65%和 28%（26-28 年较前次持平/+11%/+23%）。同时，随着 300 元以上产品占比提升以及销售费用率逐步下降，公司归母净利率预计由 2025 年的 11.6%提升至 2027 年的 12.6%和 2028 年的 14.2%，利润增长快于收入增长，盈利能力仍处于改善阶段。

综上，我们认为金徽酒在可比公司估值基础上可享有一定成长性溢价，参考可比公司估值 2027 年 23xPE（可比公司估值添加洋河股份、古井贡酒主因其为区域龙头，其增长模式主要以根据地市场为主，同时稳步扩大周边板块市场，与金徽酒类似；添加天佑德酒、伊力特主因其与金徽酒同为西北区域地产龙头；删除顺鑫农业主因其以光瓶酒销售为主，与金徽酒主力产品不符），给予公司 2027 年 26xPE。对应 2027 年 EPS 约 0.88 元，目标价 22.88 元（前次目标价 20.54 元，可比公司估值 26xPE，给予公司 26xPE）。我们认为公司近年来的业绩表现验证了其根据地市场的稳固以及对外扩张的能力，未来随营业收入规模逐步提升，结构优化带来的毛利率提升以及费用端的优化将带来更大的利润弹性，上调至“买入”评级。

图表42： 盈利预测调整表

	原预测（调整前）			现预测（调整后）			变化幅度		
项目	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	3,054	3,248	3,551	3,054	3,370	3,820	0%	4%	8%
收入增速（pct）	4.6%	6.3%	9.3%	4.6%	10.4%	13.4%	0.00	4.00	4.00
毛利率（pct）	62.8%	63.5%	64.0%	62.8%	64.5%	65.5%	0.00	1.00	1.50
销售费用率（pct）	21.3%	21.0%	20.5%	21.3%	20.8%	19.5%	0.00	(0.20)	(1.00)
管理费用率（pct）	9.5%	9.5%	10.0%	9.5%	9.5%	10.0%	0.00	0.00	0.00
归母净利率（pct）	8.5%	11.8%	12.5%	8.5%	12.6%	14.2%	0.00	0.86	1.78
归母净利（百万元）	272	402	465	272	448	572	0%	11%	23%
归母净利增速（pct）	-23.2%	47.7%	15.6%	-23.2%	64.5%	27.6%	0.00	16.77	12.02

注： 26-28 年营业收入较前次同比分别持平/+4%/+8%，上调归母净利润较前次持平%/+11%/+23%，主要系 1）西北市场传统产业占比较高，公司未来需求较沿海区域更加稳健，营收逐公司规模逐步扩大将延续增长态势；2）26-28 年毛利率分别较前次持平/+1.0/+1.5pct，主因公司 100-300 元、300 元以上价位产品持续保持高增，产品结构优化将带动毛利率提升；3）销售费用率 26-28 年同比较前次持平/-0.2/-1.0pct，管理费用率较前次稳定，下调主因公司规模稳步提升，未来费用投放趋于稳定，费投效率将稳步提高；4）归母净利率 26-28 年较前次上调主要系上述因素综合影响。

资料来源：Wind，华泰研究预测

图表43： 可比公司估值表

		股价	PE (倍)				EPS (元)			
公司代码	公司简称	(元)	2024	2025	2026E	2027E	2024	2025	2026E	2027E
603369 CH	今世缘	30.90	11	15	15	14	2.74	2.09	2.09	2.23
600559 CH	老白干酒	11.69	14	25	22	20	0.86	0.47	0.52	0.59
002304 CH	洋河股份	39.59	9	27	25	22	4.43	1.46	1.58	1.79
002646 CH	天佑德酒	7.19	80	719	144	51	0.09	0.01	0.05	0.14
600197 CH	伊力特	9.70	16	21	21	18	0.61	0.46	0.46	0.53
000596 CH	古井贡酒	101.17	10	15	15	14	10.44	6.71	6.78	7.38
	平均值		**23**	**137**	**40**	**23**				
	中间值		12	23	22	19				

注：数据截至 2026 年 9 月 4 日，可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期；

资料来源：Wind，华泰研究

仅供内部参考，请勿外传！

风险提示

1）宏观经济及消费需求恢复不及预期。若宏观经济修复偏弱、居民消费意愿不足，可能影响白酒消费需求及公司终端动销表现。

2）行业竞争加剧及渠道库存去化不及预期。若全国名酒及区域酒企持续加大市场投入，或行业需求偏弱导致渠道库存消化放缓，可能对公司市场份额、回款及盈利能力造成影响。

3）省外市场拓展不及预期。公司省外市场仍处于持续培育阶段，若品牌建设、渠道拓展及市场投入效果低于预期，可能影响省外收入增长。

4）收入空间测算不及预期。若甘肃白酒市场扩容、公司区域收入渗透率提升及省外市场增长不及假设，2030 年收入空间可能低于本文测算。

仅供内部参考，请勿外传！

免责声明

分析师声明

本人，宋英男、王可欣，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格) 。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

仅供内部参考，请勿外传！

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure

其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师宋英男、王可欣本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

仅供内部参考，请勿外传！

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司
滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话：+65 68603600
传真：+65 65091183
https://www.htsc.com.sg

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司