华福证券
仅供内部参考，请勿外传！



公司研究

公司首次覆盖

证券研究报告

# 金徽酒（603919.SH）

买入（首次评级）

## 甘肃龙头地位已显，西北进取深化

**投资要点：**

➢ **当前白酒行业呈现 3 大核心特征。**其一、从产业格局发展趋势看，“强者恒强”的品牌集中特征仍在继续。其二、从近两年的需求场景看，呈现“两端消费”更稳定的特征。其三、从近期公司应对看，龙头企业正积极进行供需、内在管理等调整。

➢ **甘肃龙头地位已显。**甘肃过去的经济发展速度较慢，而近年来则展现出强劲的经济追赶势头。金徽酒已逐步成长为甘肃省内白酒龙头。甘肃白酒以金徽酒、红川酒、滨河集团等几家规模较大的地方性酒企为代表，竞争激烈，全国性名酒也较早就在一些核心价位有所表现。在一片激烈的竞争环境中，金徽酒凭借深厚的战略定力与精细化的市场深耕，逐步与省内竞争对手拉开了销售体量的差距。金徽酒稳健成长的背后，是由清晰的产品战略与高效的营销体系共同支撑。此外，与省内其他竞对相比，组织建设和团队文化是金徽酒的核心优势。

➢ **西北进取深化。**省酒龙头向来必拓省外，金徽酒也不例外，其省外市场布局较早，策略应时应势调整，路线逐步清晰。公司省外拓展第一阶段始于 2019 年前后，首先就基于区域与文化相近原则，依托已设立的陕西区域销售主体，向宁夏、内蒙古等环甘肃周边区域推进常态化招商和终端建设，建立对环甘肃市场的初步网点覆盖与消费氛围培育；2020 年 - 2022 年是第二阶段，伴随复星集团的进入与资源赋能，公司先后设立上海、江苏等区域销售主体，进军上海、江苏等东部有消费力的高地城市，同步深化西北布局，新设新疆、内蒙古等区域销售公司；从 2024 年以来，面对白酒行业步入深度调整期的现实，管理层审时度势，进行了战略收束与聚焦，将省外战略重新明确为 “深耕西北，重点突破”，并且同步优化城市拓展策略。

➢ **公司 2026 半年报点评：**公司 2026H1 实现营业收入 18.16 亿元，同比+3.19%；实现归母净利润 2.14 亿元，同比-28.24%。Q2 收入边际改善，高端及省外市场贡献核心增量。2026H1 公司营业收入同比+3.19%，其中 Q1 同比-1.46%，Q2 恢复至同比+11.12%，经营端呈现逐季改善趋势。公司受到补税等因素扰动短期利润，费用端则优化持续推进；同时，省外扩张稳步推进，互联网渠道持续成为新增量。

➢ **盈利预测与投资建议：**预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 2.96 亿元、4.03 亿元、4.54 亿元，同比增速分别为-16.48%、36.25%、12.52%。短期看，公司可能是白酒板块中率先企稳的企业之一；中长期看，公司在陕西市场的持续渗透与西北周边市场拓展层面还有显著的成长空间。我们认为后续随着行业需求回暖、渠道精细化运营深化与次高端产品结构升级，公司有望在当前区域龙头的基础上迎来更强突破。当前股价对应 2026-2028 年 PE 分别为 29/21/19 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

➢ **风险提示**

宏观经济恢复不及预期；政策风险；食品质量安全风险等

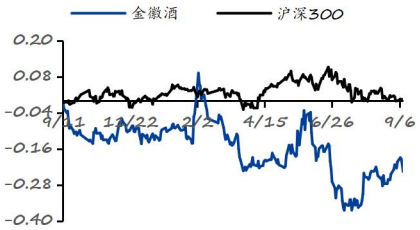
| 财务数据和估值 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 3,021 | 2,918 | 3,030 | 3,238 | 3,558 |
| 增长率 | 19% | -3% | 4% | 7% | 10% |
| 净利润（百万元） | 388 | 354 | 296 | 403 | 454 |
| 增长率 | 18% | -9% | -16% | 36% | 13% |
| EPS（元/股） | 0.77 | 0.70 | 0.58 | 0.80 | 0.89 |
| 市盈率（P/E） | 22.2 | 24.3 | 29.1 | 21.4 | 19.0 |
| 市净率（P/B） | 2.6 | 2.5 | 2.4 | 2.3 | 2.1 |

数据来源：公司公告、华福证券研究所

### 基本数据

| | |
|---|---|
| 日期 | 2026-09-10 |
| 收盘价： | 17.00 元 |
| 总股本/流通股本(百万股) | 507.26/507.26 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 8,623.42 |
| 每股净资产(元) | 6.71 |
| 资产负债率(%) | 34.58 |
| 一年内最高/最低价(元) | 26.08/13.90 |

### 一年内股价相对走势




### 团队成员

**分析师：** **龚源月(S0210526030001)**

**分析师：** **杨良俊(S0210525040010)**

ylj30774@hfzq.com.cn

### 相关报告

1、产品结构持续优化，省外市场稳步开拓——2024.10.27

2、24H1 稳健增长，产品结构向上趋势不改——2024.08.20

3、深耕甘肃，西北白酒龙头势能向上——2024.07.13

华福证券
仅供内部参考，请勿外传！


## 正文目录

1 当前白酒行业的三大核心特征 ..... 3
1.1 从产业格局发展趋势看，“强者恒强”的品牌集中特征仍在继续 ..... 3
1.2 从近两年的需求场景看，呈现“两端消费”更稳定的特征 ..... 3
1.3 从近期公司应对看，龙头企业正积极进行供需、内在管理等调整 ..... 4
2 甘肃龙头地位已显 ..... 4
3 西北进取深化 ..... 5
4 公司 2026 半年报点评：收入正增长，战略稳步向前 ..... 6
5 盈利预测与投资建议 ..... 7
5.1 盈利预测 ..... 7
5.2 投资建议 ..... 9
6 风险提示 ..... 10

## 图表目录

图表 1： 中国规模以上白酒企业数量（单位：家） ..... 3
图表 2： 2016-2025 年金徽酒营业收入稳健增长 ..... 5
图表 3： 公司业绩拆分预测表（单位：百万元） ..... 9
图表 4： 可比公司估值表 ..... 10
图表 5： 财务预测摘要 ..... 11

华福证券
仅供内部参考，请勿外传！

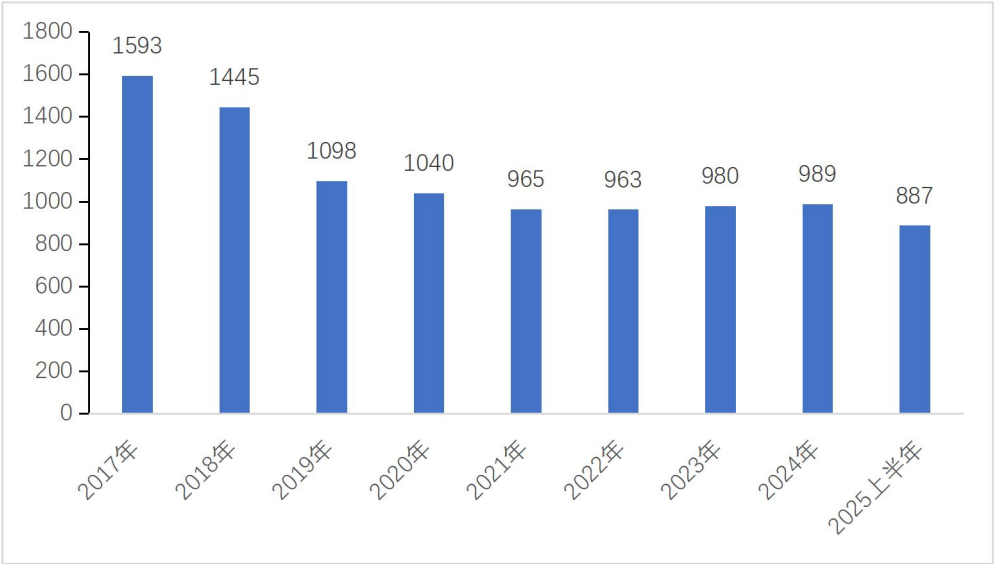

# 1 当前白酒行业的三大核心特征

白酒行业当前正面临新一轮的周期考验与格局重塑。结合宏观数据情况，我们认为当前行业主要呈现以下 3 大特征：

## 1.1 从产业格局发展趋势看，“强者恒强”的品牌集中特征仍在继续

2015 年以来，白酒行业基本告别产能扩张的红利期，进入“量减利增”的存量甚至缩量博弈阶段，这种特征当前仍在延续：根据商务部、市场运行司披露的国家统计局数据及新浪网数据，2025 年上半年白酒产业产量完成 191.59 万千升，同比下降 5.8%；白酒规模以上企业数量已从 2017 年的 1593 家减少至 2025 年上半年的 887 家，中小酒企进一步出清，市场份额与行业利润以高速向头部集中。根据新浪财经转引的云酒头条及毕马威和中国酒业协会发布的《2025 年中国白酒市场中期研究报告》数据，以“茅五洋汾泸古”为代表的 6 家百亿级头部白酒企业（CR6），2024 年其营业收入占全行业的比重已攀升至 48.08%，而利润总额占比更是高达 86%。龙头酒企在这一过程中将持续占据优势。

**图表 1：中国规模以上白酒企业数量（单位：家）**




数据来源：国家统计局，商务部，市场运行司，抖酒客，中国酒业新闻网，华夏酒报，云酒头条，封面新闻，酒业家，新浪网，新浪财经，前瞻产业研究院，央广网，证券日报，东方财富网，华福证券研究所

## 1.2 从近两年的需求场景看，呈现“两端消费”更稳定的特征

2022 年开始，一些次高端品牌业绩开始出现波动，商务需求有减弱迹象，一直到 2025 年又叠加了“禁酒令”相关政策影响，白酒消费持续承压。但在此过程中，行业出现价位分化的特征：中间价位受影响较大，“两端消费”更加稳定。

顶端是超高端礼赠、核心政商宴请等刚需场景，这类场景对头部品牌的依赖度极高，因此头部高端品牌的消费表现坚挺。底端是大众口粮酒市场，得益于民间基础消费的支撑，需求同样保持相对稳定。位于中间的次高端则成为了需求萎缩的重灾区，根据央广财经数据显示，目前行业中约有 60%的酒企面临着严峻的批价倒挂

华福证券
仅供内部参考，请勿外传！


现象，渠道盈利空间遭到严重挤压。根据消费站转引艾媒咨询数据，调整过程中，消费场景结构已发生显著变化，家庭聚会（49.11%）和朋友聚会（48.00%）的场景占比已实质性超越传统的商务宴请（42.22%），跃升为白酒前两大核心消费场景，这一变迁，既印证了大众口粮酒的底盘支撑，也解释了商务萎缩致使次高端承压的原因。而超高端名酒凭借礼赠与政商刚需成功跨越冲击，共同印证了行业‘两端更稳’的韧性特征。

### 1.3 从近期公司应对看，龙头企业正积极进行供需、内在管理等调整

自 2025 年二季度以来，面对终端动销的持续承压，酒企开始主动进行调整。面对渠道端高库存与批价倒挂，酒企一改过去主张压货稳定报表的激进模式，倡导“去库存”，合理供给，缓解渠道压力，保护渠道健康，同时运用数字化手段追踪终端开瓶率、强化开瓶返利与补贴等组合拳，促进市场良性循环。在这一轮调整周期中，金徽酒主动优化经销商结构、严控渠道库存，通过削减低效率经销商、聚焦重点市场投放资源，以稳健的经营节奏应对行业波动，不仅为后续轻装上阵、重回增长轨道奠定了坚实基础，也为区域白酒企业通过精细化渠道运营回归良性健康的发展模式提供了实践样本。

## 2 甘肃龙头地位已显

受地理位置和历史发展因素影响，甘肃过去的经济发展速度较慢，而近年来则展现出强劲的经济追赶势头：据官方数据显示，2025 年甘肃省地区生产总值增速达 5.8%，高于全国平均水平 0.8pct，且已连续 16 个季度高于全国平均增速。这种区域经济的持续向上与提速跃升，带动了当地居民收入水平的提高、以及政商务消费场景的扩容，为甘肃本土白酒产业的结构性升级与长远发展提供了良好的外部环境。

金徽酒已逐步成长为甘肃省内白酒龙头。从竞争格局看，甘肃白酒以金徽酒、红川酒业与滨河集团等几家规模较大的地方性酒企为代表，竞争激烈，同时全国性名酒也较早就在一些核心价位有所表现。在激烈的竞争环境中，金徽酒凭借深厚的战略定力与精细化的市场深耕，逐步与省内竞争对手拉开了销售体量的差距。公司前身为 1951 年组建的国营金徽酒厂，2006 年甘肃亚特实施独资经营，公司完成民营化改制，民营机制优化了公司的治理结构，有效理顺了管理层与企业长期发展的利益一致关系，公司经营活力得到充分释放，业绩在此后十年间步入快速增长通道，并最终于 2016 年成功登陆上交所主板上市。尤其近几年，在白酒行业面临需求波动的调整期，金徽酒表现可谓独树一帜，市场体现出进攻性、业绩体现出韧性。2024 年公司实现营收 30.21 亿元，站稳省内品牌第一的位置。2025 年，在行业整体深度承压背景下，公司依然实现了 29.18 亿元的营收规模，稳定的表现显著优于行业平均水平。

金徽酒稳健成长的背后，是由清晰的产品战略与高效的营销体系共同支撑。从产品结构看，早年，公司以百元及以下价位的“星级系列”切入市场，在甘肃省内建立

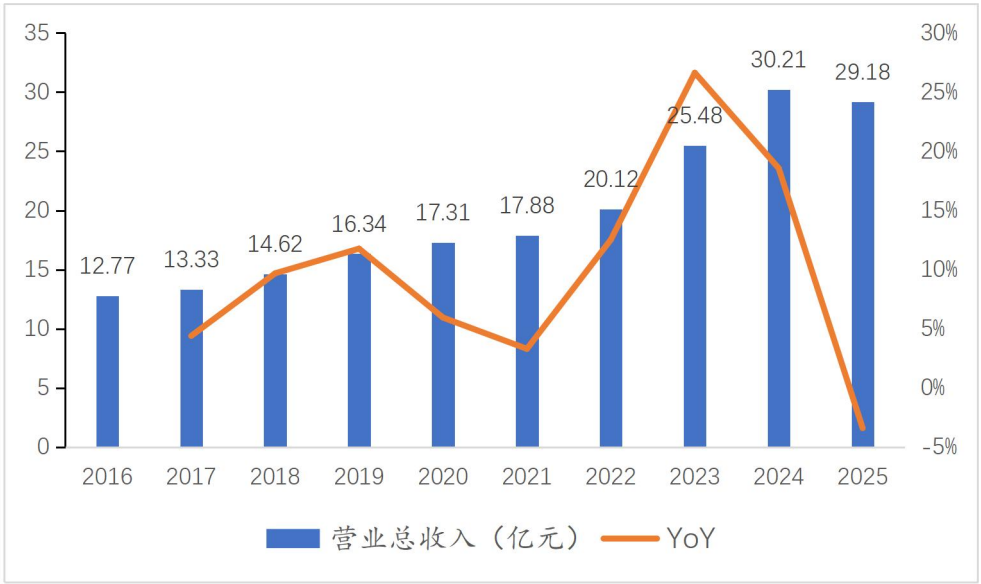
华福证券
仅供内部参考，请勿外传！


了大众消费的基本盘，而后为了顺应省内消费升级趋势，推出了 100-300 元价格带的柔和系列：H3、H6 与 H9 单品，柔和系列精准卡位大众宴席升级与商务入门场景，通过公司精细化的运营，逐步成为甘肃省内的核心品牌，尤其 H6 产品在 200 元价位建立了明显的竞争优势，带动公司产品结构上移。近年来，公司坚定推进结构升级，发力 300 元以上的次高端价格带，主推 300 元以上价位的年份系列：金徽 18 与金徽 28 两大单品，同时营销体系也逐步完善，渠道与消费群培育并重，在营销层面敢于投入，打造“深度分销+大客户运营”双轮驱动模式转型发展，持续优化产品结构。

与省内其他竞对相比，组织建设和团队文化是金徽酒的核心优势。公司多年注重团队建设，已经打造出一支匹配精细化运营需求、打法全面的营销队伍。2025 年报表端销售人员已扩充至 1024 人，人均创收约 280 万元以上，内部架构上细分为年份系列事业部、星级系列事业部与柔和系列事业部三大核心板块，全面实行独立核算与专业化运营，充分保障各主力产品人力与营销资源的聚焦突破。公司的文化旗帜鲜明：以“酿造生态酒，传递正能量”为使命，秉持“老老实实做人，认认真真做事”的务实作风，员工福利突出，队伍的归属感强，也因此呈现出更强的营销战斗力。今年，公司刚刚落地了第二期员工持股计划，将核心骨干激励覆盖规模扩大至近 800 人，更一步实现了核心团队利益与公司长远发展的深度绑定。

自 2016 年以来，金徽酒的营业收入由 12.77 亿元增长至 2025 年的 29.18 亿元，稳步前行。

**图表 2：2016-2025 年金徽酒营业收入稳健增长**




数据来源：iFinD，公司公告，华福证券研究所

## 3 西北进取深化

华福证券
仅供内部参考，请勿外传！


省酒龙头向来必拓省外，金徽酒也不例外，其省外市场布局较早，策略应时应势调整，路线逐步清晰。公司省外拓展第一阶段始于 2019 年前后，首先就基于区域与文化相近原则，依托 2013 年已设立的陕西区域销售主体，向宁夏、内蒙古等环甘肃周边区域开展常态化招商和终端建设，建立对环甘肃市场的初步网点覆盖与消费氛围培育，完成西北毗邻市场的首轮渗透。2020-2022 年是第二阶段，伴随复星集团的进入与资源赋能，公司先后设立上海、江苏等区域销售主体，进军上海、江苏等东部有消费力的高地城市，采取资源协同策略，链接复星体系内的产业生态与企业客户资源，通过跨界合作与精准的圈层营销，进行品牌曝光与团购破局；同期公司同步深化西北市场布局，陆续设立新疆、内蒙古等区域销售公司，夯实大西北市场基本盘。从 2024 年以来，面对白酒行业步入深度调整期的现实，管理层审时度势，进行了战略收束与聚焦，将省外战略重新明确为 “深耕西北，重点突破”，并且同步优化城市拓展策略：不再沿用此前机会性广撒网的布局，转而聚焦重点城市实现单点突破，提升省外拓展效率；营销端推进以 “C 端置顶、品牌引领下的用户工程 + 市场深度掌控 = 以小生态带动大生态” 为核心转型。从成绩看，大西北市场已有一些亮点表现，以陕西市场为例，2024 年销售规模已突破 3 亿元，建立了标杆效应。2025 年，公司省外市场已实现 6.65 亿元的营收，策略深化后未来可期。

## 4 公司 2026 半年报点评：收入正增长，战略稳步向前

公司发布 2026 年半年度报告，2026H1 实现营业收入 18.16 亿元，同比+3.19%；实现归母净利润 2.14 亿元，同比-28.24%；实现扣非归母净利润 2.19 亿元，同比-24.28%。其中，26Q2 实现营业收入 7.24 亿元，同比+11.12%；实现归母净利润 0.10 亿元，同比-85.26%；实现扣非归母净利润 0.17 亿元，同比-70.08%。

Q2 收入边际改善，高端及省外市场贡献核心增量。2026H1 公司营业收入同比+3.19%，其中 Q1 同比-1.46%，Q2 恢复至同比+11.12%，经营端呈现逐季改善趋势。分产品看，26H1 300 元以上产品实现收入 4.14 亿元，同比+8.95%；100-300 元产品实现收入 9.23 亿元，同比-4.75%；100 元以下产品实现收入 4.27 亿元，同比+16.67%。其中单 Q2 300 元以上产品同比+40%，增长表现突出，100-300 元产品同比基本持平，100 元以下产品同比+8.97%，预计随着商务场景逐步恢复以及产品结构持续升级，高端产品仍将保持较好增长，大众价格带消费需求亦具备较强韧性。分区域看，26H1 省内收入同比-2.17%，省外收入同比+20.42%；其中 Q2 省内收入已恢复同比+7.97%，省外继续同比+20.14%，预计省内消费逐步恢复、省外市场持续扩张，共同推动公司收入端边际改善。

补税等因素扰动短期利润，费用端优化持续推进。2026H1 公司销售毛利率 62.57%，同比-3.08pct；销售净利率 11.37%，同比-5.14pct。Q2 毛利率 62.09%，同比-1.58pct，销售净利率仅 1.04%，同比下降 8.17pct。公司 Q2 利润同比大幅下滑，主要受到前期补缴税款的影响，同时预计促销用酒增加及员工持股计划新增股份支付

华福证券
仅供内部参考，请勿外传！


亦对利润形成一定扰动。从费用端看，公司 H1 销售费用率 18.59%，同比-0.37pct，基本保持稳定；管理费用率 7.93%，同比-1.31pct，费用管控成效较为明显。我们认为，一次性补税因素对当期利润形成较大扰动，但并不改变公司经营端 Q2 逐步改善的趋势，随着一次性因素影响减弱及产品结构持续优化，预计后续盈利能力仍有改善空间。

省外扩张稳步推进，互联网渠道持续成为新增量。2026H1 公司省外收入同比+20.42%，占酒类收入比例提升至 26.06%，仍是公司最主要的增长引擎。公司持续推进“布局全国、深耕西北、重点突破”战略，重点推进甘青新及陕宁蒙市场一体化建设，省外市场拓展成效持续显现。同时，互联网销售 H1 同比+70.18%，Q2 同比+155%，收入占比持续提升；经销商渠道整体保持稳定，H1 同比+0.37%，Q2 同比+5.29%。我们认为，公司正通过省外市场扩张与线上渠道建设持续打开增长空间，随着用户工程、渠道深耕及区域一体化建设持续推进，长期成长逻辑仍在逐步兑现。

我们认为，公司 Q2 收入已呈现明显改善，高端产品及省外市场持续贡献增量，短期利润则主要受到补税等一次性因素扰动。随着省内市场逐步恢复、省外市场持续扩张以及产品结构进一步优化，公司经营改善趋势有望延续。

# 5 盈利预测与投资建议

## 5.1 盈利预测

我们对 2026-2028 年业绩做出以下假设：

(1) 高档酒业务：公司高档酒为次高端升级核心载体，定位 300 元以上价格带，以金徽年份 18/28 系列、金徽老窖系列为主，聚焦政商务消费场景，是品牌价值提升与全国化拓展的关键抓手。2025 年受高端消费场景波动、省外样板市场前期投入拖累，板块增速阶段性承压。公司持续强化高端产品的品牌势能释放，深化数字化营销，精准触达高净值消费群体，推动产品结构升级与省外市场突破。我们预计 2026 年行业处于修复初期，省外高端市场拓展节奏放缓，产品结构升级带动吨价上行，销量小幅平稳增长；2027-2028 年随着全国化样板市场模式成熟、渠道库存充分出清，品牌影响力持续提升，高端产品省外渗透加速，吨价随高端单品占比提升稳步增长，量价协同改善。预计 2026-2028 年高档酒销量增速为 4.00%/4.50%/5.00%，吨价随渠道优化与品牌力提升逐步提升，营收增速分别为 8.16%/8.99%/10.20%，毛利率在 76.20%-76.40%区间稳步上行，业务收入占总营收比重提升至 25%以上。

(2) 中档酒业务：公司中档酒为营收核心支柱，卡位 100-300 元价格带，以世纪金徽五星、柔和 H3/H6 系列为核心，深度覆盖甘肃省内婚宴、大众商务宴请等主流消费场景，依托省内渠道壁垒与品牌心智，构筑稳固的基本盘；同时以陕西市场为省外拓展重点，导入核心单品，依托团购与餐饮渠道协同渗透，持续夯实省外动销

华福证券
仅供内部参考，请勿外传！


基础。2025 年受省内消费场景阶段性波动、省外渠道拓展节奏影响，业务增长有所放缓。公司持续深化渠道精细化运营，通过 “一地一策” 精准资源投放、数字化终端管控强化市场掌控力，优化渠道库存与价格体系，保障业务稳健发展。我们预计 2026 年受行业调整延续影响，省内渠道库存优化仍在推进，销量有所下降，吨价随产品结构小幅升级稳步抬升；2027-2028 年随着陕西市场样板打造成熟、渠道库存回归健康区间，宴席场景持续回暖，省外市场持续贡献增量，中高段产品占比提升带动量价稳步上行。预计 2026-2028 年中档酒销量增速为-2.50%/1.00%/3.00%，吨价随产品结构优化小幅抬升，营收增速分别为-1.48%/3.02%/6.24%，毛利率在 67.20%-67.30%区间稳步上行，业务收入占总营收比重稳定在 46%以上。

(3) 低档酒业务：低档酒主打 100 元以下价格带，覆盖世纪金徽二星、三星、大众简装系列，深耕甘肃县域、乡镇下沉市场，适配基层自饮、小型家宴场景，是公司区域流量基本盘与大众价格带品牌触点。2025 年受消费分级下大众群体向中档酒升级、区域竞品价格带下沉挤压，叠加公司主动开展渠道去库存与低效产品清退影响，板块规模出现明显收缩，收入与销量均出现超 30% 的同比下滑，终端动销承压、渠道库存处于高位。公司通过加固下沉经销商网络、集中消化渠道滞销库存、优化大众价位产品矩阵，提升流通周转效率，为后续恢复增长夯实基础。我们预计 2026 年渠道调整将基本完成，随着库存逐步出清与网络修复，销量恢复双位数增长，产品结构优化带动吨价上行；2027-2028 年随着下沉市场渠道网络持续夯实、产品结构逐步优化，销量保持稳健增长，吨价稳步提升，盈利水平逐步修复。预计 2026-2028 年低档酒销量增速为 10.00%/10.65%/13.00%，吨价持续提升，营收增速分别为 12.92%/13.75%/17.92%，毛利率在 47.80%-48.15%区间稳步修复，业务收入占总营收比重维持在 19%-23%区间。

(4) 其他业务：公司其他业务主要为酒类配套相关的包装物销售、仓储物流服务及少量副产品销售，整体体量偏低，以服务白酒主业渠道建设、补充营收结构为定位。2025 年公司主动收缩低毛利贸易业务，叠加主业渠道去库存拖累配套需求，收入增速回落。公司将持续聚焦白酒主业发展，优化配套业务运营效率，强化与主业的协同效应，为全国化拓展提供支撑。我们预计 2026 年受白酒主业渠道调整延续影响，配套业务规模低速增长；后续随白酒主业全国化推进、渠道生态持续改善，配套业务需求逐步释放，业务有望回归稳健增长。预计 2026-2028 年其他业务营收增速为 5.00%/7.00%/9.00%，毛利率随业务结构持续优化、高毛利仓储配套服务占比提升在 20.00%-24.00%区间稳步修复，收入占总营收比重维持在 4.9%左右。

仅供内部参考，请勿外传！

**图表 3：公司业绩拆分预测表（单位：百万元）**

| | | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 高档酒业务 | | | | | |
| | 收入 | 709.22 | 767.09 | 836.08 | 921.34 |
| | YoY | 25.21% | 8.16% | 8.99% | 10.20% |
| | 成本 | 168.98 | 182.57 | 198.15 | 217.44 |
| | 毛利率 | 76.17% | 76.20% | 76.30% | 76.40% |
| | 业务收入比例 | 24.30% | 25.32% | 25.82% | 25.89% |
| 中档酒业务 | | | | | |
| | 收入 | 1532.45 | 1509.83 | 1555.42 | 1652.55 |
| | YoY | 3.09% | -1.48% | 3.02% | 6.24% |
| | 成本 | 513.38 | 495.22 | 509.40 | 540.38 |
| | 毛利率 | 66.50% | 67.20% | 67.25% | 67.30% |
| | 业务收入比例 | 52.51% | 49.83% | 48.04% | 46.45% |
| 低档酒业务 | | | | | |
| | 收入 | 535.78 | 604.98 | 688.15 | 811.43 |
| | YoY | -36.88% | 12.92% | 13.75% | 17.92% |
| | 成本 | 279.43 | 315.80 | 358.53 | 420.73 |
| | 毛利率 | 47.85% | 47.80% | 47.90% | 48.15% |
| | 业务收入比例 | 18.36% | 19.97% | 21.25% | 22.81% |
| 其他业务 | | | | | |
| | 收入 | 141.03 | 148.08 | 158.45 | 172.71 |
| | YoY | 18.15% | 5.00% | 7.00% | 9.00% |
| | 成本 | 113.13 | 118.47 | 123.59 | 131.26 |
| | 毛利率 | 19.78% | 20.00% | 22.00% | 24.00% |
| | 业务收入比例 | 4.83% | 4.89% | 4.89% | 4.85% |

数据来源：iFinD，公司公告，华福证券研究所

## 5.2 投资建议

作为白酒行业区域龙头公司，公司与洋河股份、老白干酒、伊力特同属区域白酒龙头赛道，商业模式与客户群体具备高度可比性，故选取上述公司作为可比公司；根据计算，2025A-2028E 可比公司平均 PE 分别为 24/26/22/19 倍；预计公司 2026-2028E 归母净利润将达到 2.96/4.03/4.54 亿元，2026-2028 年分别同比增长-16.48%/36.25%/12.52%。

展望未来，我们认为，公司核心单品金徽年份系列、星级系列在西北市场的竞争优势仍在。短期看，公司可能是白酒板块中率先企稳的企业之一；中长期看，公司在陕西市场的持续渗透与西北周边市场拓展层面还有显著的成长空间。我们认为后续随着行业需求回暖、渠道精细化运营深化与次高端产品结构升级，公司有望在当前区域龙头的基础上迎来更强突破。当前股价对应 2026-2028 年 PE 分别为 29/21/19 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

华福证券
仅供内部参考，请勿外传！


**图表 4：可比公司估值表**

| 证券代码 | 公司名称 | 股价（元） | EPS（元） | | | | PE（倍） | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 2026/9/10 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| 002304 | 洋河股份 | 38 | 1 | 1 | 2 | 2 | 26 | 27 | 24 | 21 |
| 600559 | 老白干酒 | 11 | 0 | 0 | 1 | 1 | 24 | 24 | 21 | 19 |
| 600197 | 伊力特 | 10 | 0 | 0 | 0 | 1 | 21 | 27 | 22 | 19 |
| | | | 平均值 | | | | 24 | 26 | 22 | 19 |
| 603919 | 金徽酒 | 17 | 1 | 1 | 1 | 1 | 24 | 29 | 21 | 19 |

数据来源：Wind，华福证券研究所
注：数据截取日期为 2026 年 9 月 10 日，可比公司盈利预测数据来源为 Wind 一致预期

## 6 风险提示

**宏观经济恢复不及预期。**公司主营白酒产品，白酒消费与宏观经济有着密切关联，若宏观经济恢复不及预期，公司产品动销将受到影响，从而影响整体业绩。

**政策风险。**白酒主要消费场景包括商务宴请、礼赠等，若白酒政策出现重大变动，将直接影响公司核心单品销量。

**食品质量安全风险。**若公司出现食品安全问题，将对公司名誉与市场地位产生重大影响。

华福证券
仅供内部参考，请勿外传！


**图表 5：财务预测摘要**

**资产负债表**

| 单位:百万元 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 990 | 1,046 | 1,262 | 1,466 |
| 应收票据及账款 | 8 | 11 | 12 | 12 |
| 预付账款 | 6 | 9 | 8 | 9 |
| 存货 | 2,002 | 1,848 | 1,965 | 2,260 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 76 | 95 | 110 | 108 |
| 流动资产合计 | 3,083 | 3,009 | 3,357 | 3,855 |
| 长期股权投资 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 固定资产 | 1,470 | 1,400 | 1,334 | 1,271 |
| 在建工程 | 176 | 172 | 168 | 165 |
| 无形资产 | 355 | 381 | 417 | 471 |
| 商誉 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 其他非流动资产 | 191 | 144 | 167 | 170 |
| 非流动资产合计 | 2,195 | 2,100 | 2,089 | 2,080 |
| **资产合计** | **5,277** | **5,109** | **5,446** | **5,935** |
| 短期借款 | 169 | 32 | 0 | 0 |
| 应付票据及账款 | 236 | 214 | 232 | 265 |
| 预收款项 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 合同负债 | 820 | 725 | 790 | 906 |
| 其他应付款 | 98 | 85 | 91 | 91 |
| 其他流动负债 | 308 | 261 | 284 | 311 |
| 流动负债合计 | 1,631 | 1,317 | 1,397 | 1,573 |
| 长期借款 | 123 | 165 | 219 | 293 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 121 | 87 | 99 | 103 |
| 非流动负债合计 | 244 | 252 | 319 | 395 |
| **负债合计** | **1,875** | **1,569** | **1,716** | **1,968** |
| 归属母公司所有者权益 | 3,430 | 3,574 | 3,776 | 4,028 |
| 少数股东权益 | -28 | -34 | -46 | -61 |
| **所有者权益合计** | **3,402** | **3,540** | **3,730** | **3,967** |
| **负债和股东权益** | **5,277** | **5,109** | **5,446** | **5,935** |

**现金流量表**

| 单位:百万元 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流** | **480** | **404** | **513** | **460** |
| 现金收益 | 449 | 438 | 535 | 581 |
| 存货影响 | -312 | 153 | -117 | -295 |
| 经营性应收影响 | 9 | -5 | -1 | -1 |
| 经营性应付影响 | 36 | -36 | 25 | 33 |
| 其他影响 | 297 | -146 | 70 | 142 |
| **投资活动现金流** | **-394** | **-68** | **-140** | **-138** |
| 资本支出 | -391 | -105 | -118 | -138 |
| 股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期资产变化 | -2 | 37 | -22 | 0 |
| **融资活动现金流** | **45** | **-280** | **-157** | **-118** |
| 借款增加 | 305 | -108 | 27 | 74 |
| 股利及利息支付 | -251 | -206 | -204 | -189 |
| 股东融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他影响 | -8 | 34 | 19 | -4 |

**利润表**

| 单位:百万元 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 2,918 | 3,030 | 3,238 | 3,558 |
| 营业成本 | 1,075 | 1,112 | 1,190 | 1,310 |
| 税金及附加 | 432 | 503 | 479 | 527 |
| 销售费用 | 630 | 651 | 690 | 747 |
| 管理费用 | 311 | 282 | 298 | 327 |
| 研发费用 | 40 | 48 | 52 | 57 |
| 财务费用 | -10 | -5 | -7 | -8 |
| 信用减值损失 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 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 | 23 | 27 | 26 |
| **营业利润** | **468** | **462** | **563** | **624** |
| 营业外收入 | 3 | 2 | 2 | 2 |
| 营业外支出 | 15 | 20 | 22 | 25 |
| **利润总额** | **457** | **444** | **544** | **601** |
| 所得税 | 119 | 154 | 152 | 162 |
| **净利润** | **337** | **290** | **391** | **439** |
| 少数股东损益 | -17 | -6 | -12 | -15 |
| **归属母公司净利润** | **354** | **296** | **403** | **454** |
| EPS（按最新股本摊薄） | 0.70 | 0.58 | 0.80 | 0.89 |

**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% | 6.9% | 9.9% |
| EBIT 增长率 | 0.3% | -1.9% | 22.4% | 10.6% |
| 归母公司净利润增长率 | -8.7% | -16.5% | 36.2% | 12.5% |
| **获利能力** | | | | |
| 毛利率 | 63.2% | 63.3% | 63.3% | 63.2% |
| 净利率 | 11.6% | 9.6% | 12.1% | 12.3% |
| ROE | 10.4% | 8.4% | 10.8% | 11.4% |
| ROIC | 12.4% | 12.2% | 14.1% | 14.5% |
| **偿债能力** | | | | |
| 资产负债率 | 35.5% | 30.7% | 31.5% | 33.2% |
| 流动比率 | 1.9 | 2.3 | 2.4 | 2.5 |
| 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 |
| 存货周转天数 | 618 | 623 | 577 | 581 |
| **每股指标（元）** | | | | |
| 每股收益 | 0.70 | 0.58 | 0.80 | 0.89 |
| 每股经营现金流 | 0.95 | 0.80 | 1.01 | 0.91 |
| 每股净资产 | 6.76 | 7.05 | 7.44 | 7.94 |
| **估值比率** | | | | |
| P/E | 24 | 29 | 21 | 19 |
| P/B | 3 | 2 | 2 | 2 |
| EV/EBITDA | 16 | 15 | 13 | 12 |

数据来源：公司报告、华福证券研究所

华福证券
仅供内部参考，请勿外传！


## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券股份有限公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

| 类别 | 评级 | 评级说明 |
|---|---|---|
| 公司评级 | 买入 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数指数涨幅在 20%以上 |
| | 持有 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
| | 卖出 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下 |
| 行业评级 | 强于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上 |
| | 跟随大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下 |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

**华福证券研究所　上海**
公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层
邮编：200120
邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn