



## 西北酒王“二次创业”，蹄疾步稳扩张有方

## 买入（首次）

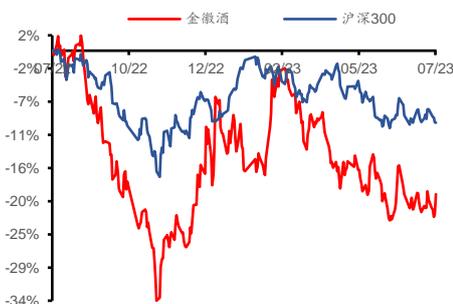
行业： 食品饮料  
日期： 2023年07月21日

分析师： 王珠琳  
Tel: 021-53686405  
E-mail: wangzhulin@shzq.com  
SAC 编号: S0870523050001  
联系人： 赖思琪  
Tel: 021-53686180  
E-mail: laisiqi@shzq.com  
SAC 编号: S0870122080016

## 基本数据

最新收盘价（元）	24.00
12mth A 股价格区间（元）	19.91-30.80
总股本（百万股）	507.26
无限售 A 股/总股本	100.00%
流通市值（亿元）	121.74

## 最近一年股票与沪深 300 比较



## 相关报告：

## ■ 投资摘要

**陇南品质名酒，省内市占稳居龙头。**金徽酒地处甘肃省陇南徽县，是甘肃省内生产规模最大、经营业绩最好的现代化大型白酒企业。公司凭借得天独厚的自然环境优势和独创的低温酿酒工艺，成就了“只有窖香，没有泥味”的独特品质。根据酒业家数据，当前甘肃省内白酒市场容量约 70-80 亿元，近年来，省内白酒市场容量持续扩容，金徽酒市占率稳步提升至 30% 左右，多年稳居省内第一。

**产品结构持续升级，省内省外差异化布局。**公司产品聚焦五大系列，依次分为金徽年份系列、金徽老窖系列、能量金徽系列、柔和金徽系列、世纪金徽系列。公司针对差异化消费场景精准投放产品，区隔省内外。省内产品全价位全渠道覆盖，贡献 75% 以上的营收，省外正在将高端产品金徽 28 打造成西北高端白酒代表，引领品牌形象，整合资源突破重点区域。2017-2022 年间公司产品吨价显著增长，5 年 CAGR 达到 10.27%，其中高档酒占比从 30.25% 提升至 62.96%。未来，公司也计划持续推出高端新品，产品矩阵的丰富有望进一步带动结构升级与利润提升。

**“影响力客户引领+深度运营”双轮驱动，构建利益共同体提升员工积极性。**公司长期坚持精耕细作提升省内渗透率，强化渠道掌控力保障基地市场的稳定增长，同时在 2020 年后提出了大客户运营战略以辐射省外空白市场，广纳贤才打造优秀的营销团队。公司在 2019 年推出的员工、经销商持股计划，有利于提高渠道积极性、稳固厂商关系，经销商数量近年来显著提升，从 2019 年的 424 个增长至 2022 年的 736 个。我们认为公司渠道战略规划清晰，渠道增量也有望进一步带动未来业绩增长。

**扩张之路蹄疾步稳。**公司依托直接接壤环甘肃五省的区位优势，有序扩张竞争格局相对分散，可渗透市场容量可观的西北市场，公司在陕西市场实现全价格带覆盖，内蒙市场引入高管，聚焦能量系列发展优质团购和大客户，有望打造成辐射北方市场的样板市场。公司坚持“布局全国、深耕西北、重点突破”的发展路径，加速全国化布局，截至 2022 年底，金徽酒已经基本完成全国 20 个省级市场的营销网络布局。公司坚守“品质主义”和“长期主义”，做深做透甘肃根据地市场的同时，加大资源投入打造省外标杆市场，致力于实现“跻身中国白酒 10 强”的战略目标，实现可持续增长。

## ■ 投资建议

公司的护城河在于省内具有高市占率、销售网络全覆盖优势，未来在产品结构优化升级、空白市场持续渗透、省外“一地一策”稳步扩张的加持下，公司短期受益于新市场放量带来的增长点，长期受益于高端产品年份 28、战略新品树品牌，样板市场顺利打造，辐射周边市场，推进全国化布局。我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 24.99 亿元、30.45 亿元、36.10 亿元，增速分别为 24.2%、21.8%、18.5%，

归母净利润分别为 4.06 亿元、5.24 亿元、6.44 亿元，增速分别为 44.7%、29.2%、22.9%，对应 PE 估值分别为 30.02x，23.23x，18.90x，首次覆盖，给予“买入”评级。

#### ■ 风险提示

省内竞争加剧风险，新市场开拓不及预期风险，原材料价格上涨风险，食品安全风险。

#### ■ 数据预测与估值

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2012	2499	3045	3610
年增长率	12.5%	24.2%	21.8%	18.5%
归母净利润	280	406	524	644
年增长率	-13.7%	44.7%	29.2%	22.9%
每股收益（元）	0.55	0.80	1.03	1.27
市盈率（X）	48.42	30.02	23.23	18.90
市净率（X）	3.86	3.58	3.10	2.66

资料来源：Wind，上海证券研究所（2023 年 07 月 21 日收盘价）

## 目 录

<b>1 金徽酒：陇上江南，美酒佳酿</b> .....	<b>5</b>
1.1 公司概况：西北区域强势白酒品牌，历史悠久奠定名酒基因.....	5
1.2 公司治理：股权结构合理，激励制度丰富.....	6
1.3 经营情况：业绩表现凸显韧性，产品矩阵升级完善.....	9
<b>2 省内消费升级，省外空间广阔</b> .....	<b>10</b>
2.1 甘肃省内份额三分天下，金徽独占龙头.....	10
2.2 西北地区空间广阔，口味偏好铸就壁垒.....	13
<b>3 “品质+渠道”双轮驱动，扩张之路稳步前行</b> .....	<b>15</b>
3.1 产品：品质上乘，全价格带覆盖.....	15
3.1.1 品质为基，产品矩阵完备清晰.....	15
3.1.2 产品结构逐步优化，吨价毛利稳步上行.....	16
3.2 市场：聚焦资源，有序扩张.....	17
3.2.1 省内稳扎稳打，精耕细作，市占仍有提升空间.....	19
3.2.2 省外步步为营，稳中求进，营收有望保持高增.....	19
3.3 财务横向对比：盈利能力提升，费用管控良好.....	21
<b>4 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>23</b>
<b>5 风险提示</b> .....	<b>25</b>

## 图

图 1：中国长江水系（嘉陵江水系）名酒长廊.....	5
图 2：公司酒厂全景图.....	5
图 3：泥池古窖实拍图.....	5
图 4：槐木酒海实拍图.....	5
图 5：金徽酒发展历程.....	6
图 6：金徽股权结构图（单位：%）.....	6
图 7：2011~2022 年业务分档次营收占比（单位：%）.....	10
图 8：2016-2022 年业务分区域营收占比（单位：%）.....	10
图 9：甘肃省 2003-2022 年 GDP 及同比增速情况（单位：亿元，%）.....	10
图 10：甘肃省 2003-2022 年年末常住人口数及同比增速情况（单位：万人，%）.....	10
图 11：甘肃省 2003-2022 年居民人均可支配收入及同比增速情况（单位：元，%）.....	11
图 12：省内酒企分布图.....	11
图 13：2019 年省内酒企市占率（单位：%）.....	12
图 14：西北区划图.....	14
图 15：2016-2022 年分档次酒收入及增速（单位：亿元，%）.....	17
图 16：2016-2022 年综合毛利率和分档次毛利率情况（单位：%）.....	17

图 17: 2016-2022 年分档次酒销量及增速 (单位: 千升, %)	17
图 18: 2016-2022 年分档次酒吨价及增速 (单位: 万元/千升, %)	17
图 19: 2016-2022 年省内外经销商数量 (单位: 个)	18
图 20: 2016-2022 年省内外经销商营收体量及增速 (单位: 万元/个, %)	18
图 21: 金徽酒营销战略变化	18
图 22: 2022 年省内业务分区域营收占比 (单位: %)	19
图 23: 2016-2022 年业务分区域营收及增速 (单位: 亿元, %)	19
图 24: 2016-2022 年省外营收及增速 (单位: 亿元, %)	20
图 25: 金徽酒省外拓展路径	21
图 26: 2016-2022 年西北各酒企营收情况 (单位: 亿元)	21
图 27: 2016-2022 年西北各酒企营收增速 (单位: %)	21
图 28: 2016-2022 年西北各酒企毛利率情况 (单位: %)	22
图 29: 2016-2022 年西北各酒企净利率情况 (单位: %)	22
图 30: 2016-2022 年西北各酒企销售费用率情况 (单位: %)	22
图 31: 2016-2022 年西北各酒企管理费用率情况 (单位: %)	22

## 表

表 1: 公司举贤纳士, 核心高管与公司共成长	7
表 2: 公司五年业绩目标及实际完成情况 (单位: 亿元, %)	7
表 3: 公司奖惩方案协议主要内容	8
表 4: 省内代表酒企产品对比 (单位: 亿元)	12
表 5: 省内主要竞品对比	13
表 6: 西北代表酒企香型、营收、产品对比 (单位: 亿元)	14
表 7: 公司产品展示及零售价格 (单位: 元/500ml)	15
表 8: 2022 年金徽酒分区域市占率测算 (单位: 亿元, %)	19
表 9: 公司分业务增速与毛利预测 (单位: 百万元人民币)	23
表 10: 同行业上市公司估值比较	24

## 1 金徽酒：陇上江南，美酒佳酿

### 1.1 公司概况：西北区域强势白酒品牌，历史悠久奠定名酒基因

金徽酒是甘肃省内生产规模最大、经营业绩最好的现代化大型白酒企业，是国内建厂最早的中华老字号白酒酿造企业之一。公司地处秦岭腹地、嘉陵江畔，毗邻世界自然遗产九寨沟的陇南徽县，优越的自然环境为优质酒酿造提供得天独厚酿造环境。

图 1：中国长江水系（嘉陵江水系）名酒长廊



资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

图 2：公司酒厂全景图



资料来源：公司官网，上海证券研究所

金徽酒源自西汉，盛于唐宋，明清时期成为闻名遐迩的“西部酒乡”。公司依靠天然生态环境，采用地下自然深循环山泉水、泥池古窖和国槐柜藏等原生态酿造条件，通过低温发酵、缓火蒸馏、国槐陈酿、低温过滤等独创低温酿酒工艺，形成了“窖香浓郁、绵甜圆润、香味协调、香长味净”的金徽酒特色。

图 3：泥池古窖实拍图



资料来源：公司官网，上海证券研究所

图 4：槐木酒海实拍图



资料来源：公司官网，上海证券研究所

公司目前主要产品有五大系列，销售网络已实现甘肃省市县全覆盖，在甘肃省内市场形成较高知名度和较强竞争力。此外，

公司稳步拓展甘肃省周边市场，逐渐成为西北区域强势白酒品牌。

图 5：金徽酒发展历程



资料来源：公司官网，公司年报，上海证券研究所

## 1.2 公司治理：股权结构合理，激励制度丰富

2022年9月3日，豫园股份为消除潜在同业竞争问题，计划让渡金徽酒的控制权，豫园股份及其一致行动人海南豫珠将其合计持有的13%的股权转让给亚特集团、陇南科立特。本次股份转让后，亚特集团成为公司控股股东，亚特集团董事长李明为公司实际控制人。亚特投资及其一致行动人陇南科立特合计持有26.57%的股权，豫园股份持有25%的股份，股权结构合理。

图 6：金徽股权结构图（单位：%）



资料来源：公司年报，上海证券研究所（截至最新年报2022年12月31日）

公司激励制度完善，建立经销商、员工持股平台，充分调动员工积极性、提高团队凝聚力，实现利益共享。2019年，公司与核心管理团队就未来五年经营业绩目标及奖惩事项签署协议，并因时因势于2022年底调整目标，保障管理团队稳定，激励团队达成净利润翻倍目标。

**表 1：公司举贤纳士，核心高管与公司共成长**

姓名	职务
周志刚	董事长兼总经理（2009.12-至今）、亚特集团董事（2023.02-至今）
张世新	公司董事（2020.11-至今）、亚特集团董事、执行董事长、金徽矿业股份有限公司董事
郭宏	曾在徽县财政局、徽县地税局工作、现任公司董事（2022.12-至今）
吴毅飞	公司董事（2020.11-至今）、复星全球合伙人、豫园股份副总裁
邹超	公司董事（2020.11-至今）、豫园股份执行总裁兼 CFO
石少军	曾任公司董事会秘书（2017.09-2022.03）；现任公司董事（2022.12-至今）、副总经理（2022.03-至今）
王宁	曾任公司市场管理部经理、销售大区经理、柔和产品事业部总经理、公司总经理助理；现任金徽酒兰州销售有限公司、金徽酒陇南销售有限公司、西藏金徽实业有限公司、金徽成都酒业销售有限公司总经理；现任董事（2022.12-至今）、副总经理（2019.08-至今）
廖结兵	公司总经理助理（2010.07-2012.04）、公司董事（2012.04-2020.10）；现任金徽酒销售西安有限公司总经理、金徽（上海）酒类销售有限公司总经理，公司副总经理（2012.04-至今）
王永强	曾任内蒙古河套酒业集团股份有限公司董事、总经理，内蒙古河套投资股份有限公司总裁、内蒙古河套酒业集团股份有限公司监事会主席；现任公司副总经理（2022.08-至今）
任岁强	曾在公司办公室、法律事务部、证券事务部任职；公司证券事务代表（2017.04-2022.03）；公司证券法务部经理（2016.03-至今），公司董事会秘书（2022.03-至今）

资料来源：公司年报，上海证券研究所

**表 2：公司五年业绩目标及实际完成情况（单位：亿元，%）**

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
目标营业收入 (亿元)	16.20	18.30	21.00	21.00	25.00	30.00
YOY (%)		12.96%	14.75%	0.00%	19.05%	20.00%
目标归母净利润 (亿元)	2.80	3.20	3.80	3.80	4.70	6.00
YOY (%)		14.29%	18.75%	0.00%	23.68%	27.66%
实际营业收入 (亿元)	16.34	17.31	17.88	20.12	-	-

YOY (%)	11.76%	5.89%	3.34%	12.49%		
实际归母净 利润 (亿 元)	2.71	3.31	3.25	2.8	-	-
YOY (%)	4.64%	22.44%	-1.95%	-13.73%		
营收目标完 成度	100.86%	94.59%	85.14%	95.81%	-	-
利润目标完 成度	96.79%	103.44%	85.53%	73.68%	-	-

资料来源：公司公告，上海证券研究所

表 3：公司奖惩方案协议主要内容

类别	指标	条件	结果	结算公式
奖惩 计算 方式	营业收入	经审计实际营业收入 > 目标营业收入	奖励	(当年目标营业收入 - 前一年经审计实际营业收入) * 2% + (当年经审计实际营业收入 - 当年目标营业收入) * 2.5%
		经审计实际营业收入 ≤ 目标营业收入	惩罚 (注：公司于 2022 年 12 月取消此条款)	(当年目标营业收入 - 当年经审计实际营业收入) * 2%
	扣非 归母 净利润	经审计实际扣非归母净利润 > 目标扣非归母净利润	奖励	(当年目标扣非归母净利润 - 前一年经审计实际扣非归母净利润) * 15% + (当年经审计实际扣非归母净利润 - 当年目标扣非归母净利润) * 20%
		扣非归母净利润 * 85% < 经审计实际扣非归母净利润 ≤ 扣非归母净利润	奖励	(当年经审计实际扣非归母净利润 - 前一年实际扣非归母净利润) * 15%
		经审计实际扣非归母净利润 ≤ 扣非归母净利润 * 85%	惩罚 (注：公司于 2022 年 12 月取消此条款)	(当年目标扣非归母净利润 * 85% - 当年经审计实际扣非归母净利润) * 15%

奖 惩 实 现 方 式	奖励 薪酬	当年的奖励金额 50%当期兑付，剩余 50%存入奖励资金池，业绩目标期间届满后统一结算
	惩罚 金额	先从已计提未发放的奖励资金中冲抵，部分从下一年度税前工资中予以扣除，部分于业绩目标期间届满后统一结算 注：公司于 2022 年 12 月取消惩罚方案。
奖 惩 兑 现 时 间	2019- 2022 年	公司上一年度经营业绩经年审会计师审验结束对外披露后 3 个月内，甲方对乙方完成上年度业绩情况按照本条约定进行核算，并兑现奖惩。 注：公司于 2022 年 12 月取消惩罚方案。
	2023 年	奖惩兑现时间由公司董事会薪酬与考核委员会综合评定
提 取 奖 励 薪 酬 门 槛	只有当年扣非归母净利润率 $\geq 12\%$ 时，乙方才能提取奖励薪酬	

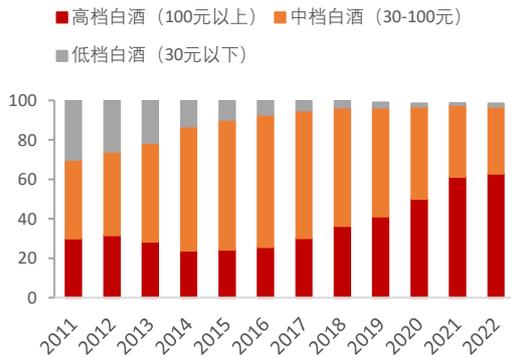
资料来源：公司公告，上海证券研究所

### 1.3 经营情况：业绩表现凸显韧性，产品矩阵升级完善

公司自设立以来，一直从事浓香型白酒的生产及销售。2006 年底亚特接手公司后，公司营收历时十年，从 2007 年的 8000 多万飞跃到 2016 年的 12.77 亿元，营收贡献来源从中低档白酒为主转变为中高档白酒为主。

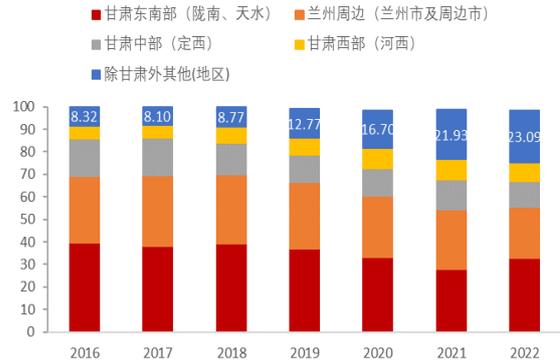
2016 年上市之后，公司加大市场推广力度，产品结构持续优化调整。公司积极布局 100 元以上价格带，带动收入稳步增长。2020 年起，公司加速全国化布局。深耕省内基地市场的同时，扩大省外市场布局广度和深度。2011-2022 年公司收入年复合增速为 10.28%，归母净利润年复合增速为 11.45%，净利润增速高于营收增速。

图 7：2011~2022 年业务分档次营收占比（单位：%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 8：2016-2022 年业务分区域营收占比（单位：%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

## 2 省内消费升级，省外空间广阔

### 2.1 甘肃省内份额三分天下，金徽独占龙头

甘肃省位于我国西北部，其经济基础相对东部较弱，经济发展水平相对落后，省内主流价格带较东部地区低。近年来，得益于甘肃经济转型升级，甘肃经济稳中向好，增长潜力持续释放。省内 GDP 稳步上升，常住人口稳定在 2490-2560 万人，居民人均可支配收入在 2005-2015 年十年间始终保持双位数增长，2016 至今保持高个位数增长，居民消费能力有所上升，我们预测，省内主流价格带将会有上升趋势。

图 9：甘肃省 2003-2022 年 GDP 及同比增速情况（单位：亿元，%）



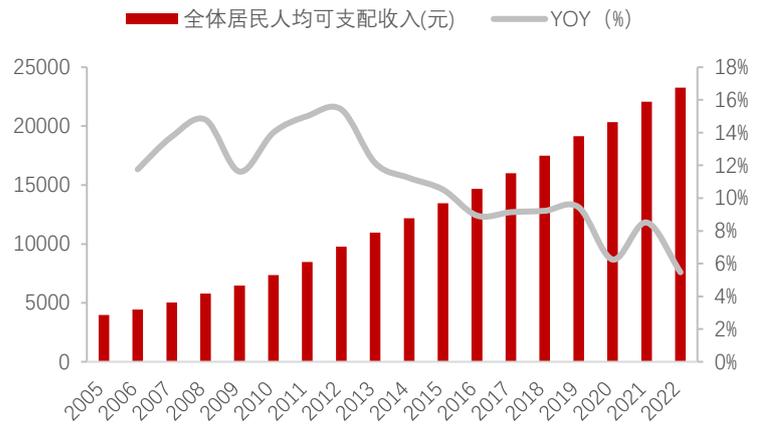
资料来源：国家统计局，上海证券研究所

图 10：甘肃省 2003-2022 年年末常住人口数及同比增速情况（单位：万人，%）



资料来源：国家统计局，上海证券研究所

图 11: 甘肃省 2003-2022 年居民人均可支配收入及同比增速情况 (单位: 元, %)



资料来源: 国家统计局, 上海证券研究所

根据酒业家数据, 省内白酒市场容量约 70-80 亿元左右, 主要为浓香型酒, 由于其地势狭长, 各酒企地域分布较为分散。根据华经产业研究院数据, 省内地产酒占据 60-70% 的规模, 品牌分布呈现出“一超多强”的竞争格局。2022 年, 金徽酒凭借营收 20.12 亿元的骄人业绩, 30% 左右的市占率稳坐省内龙头。

图 12: 省内酒企分布图



资料来源: 乐酒圈, 上海证券研究所

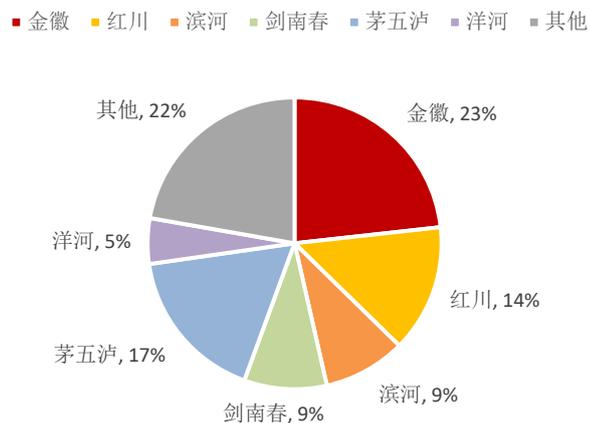
表 4：省内代表酒企产品对比（单位：亿元）

代表企业	白酒香型	产地	主要品牌	主流产品	2022 年销售额
金徽酒股份有限公司	浓香型	陇南徽县	金徽、陇南春	世纪金徽星级系列、柔和系列、能量系列等	20.12
甘肃红川酒业有限责任公司	浓香型	陇南成县	红川、成州	金红川系列、金成州系列、锦绣陇南	12.54
甘肃滨河食品工业有限公司	浓/酱/清香型	张掖	滨河粮液	滨河九粮液系列、隴派系列、滨河酒系列、滨河酒粮春	未披露
甘肃酒泉汉武酒业有限责任公司	浓香型	酒泉	汉武御、酒泉	汉武御、醴泉、神舟、酒泉等系列	未披露

资料来源：乐酒圈，各公司官网，金徽酒 2022 年年报，央广网，上海证券研究所

除省内品牌外，外来全国性知名白酒品牌如茅五泸剑洋河等品牌在甘肃也占有三分之一左右的市场份额。省内外产品在不同价格带错位竞争，在 300 元/500ml 以上的高档白酒市场，省外品牌凭借品牌壁垒保持较高的市场份额，在 100-300 元/500ml 价格带及中低档白酒市场，区域性知名白酒品牌、省内及地方品牌在当地覆盖能力较强，占该层次大部分市场份额。

图 13：2019 年省内酒企市占率（单位：%）



资料来源：华经产业研究院，上海证券研究所

表 5：省内主要竞品对比

档次	零售价格	公司主要产品	省内主要竞争品牌	其他省外主要竞争品牌
高档	500 元以上 /500ml	金徽二十八年	滨河九粮液二十年	飞天茅台、五粮液 1618、五粮液、国窖 1573、红花郎、青花 30 汾酒、52°剑南春、水晶水井坊、洋河梦之蓝 M9 和 M6、今世缘国缘 V6 和 V9、酒鬼酒内参、品味舍得酒
	300 元至 500 元/500ml	金徽十八年、柔和金徽 H9、正能量 1 号	滨河九粮液、汉武礼泉十八年、古河州中华牡丹、红川锦绣陇南	汉酱、仁酒、五粮特曲、青花 20 汾酒、52°剑南福、洋河梦之蓝、洋河天之蓝、西凤三十年
	100 元至 300 元/500ml	世纪金徽五星、柔和金徽 H3、柔和金徽 H6、正能量 2 号、正能量 3 号	滨河九粮春、九酿滨河、汉武御五星、沙窖、古河洲一品、红川五星、金成州、成州接待	茅台王子酒、茅台迎宾酒、五粮春、郎酒 1912(Z6)、老白汾酒、剑南液、洋海之蓝、金六福四星、金六福五星、凤香醇 10 年、沱牌特曲、小糊涂仙、习酒、衡水老白干、伊利春、酱领、今世缘典藏
中档	30 元至 100 元/500ml	世纪金徽三星、世纪金徽四星	滨河九酿、滨河九粮醇、汉武御四星、古河洲二品、红川三星、四星、特曲	陈泥香、尖庄、五粮醇、老郎酒、经典贵宾郎、剑南娇子、洋河大曲、泸州老窖精品头曲、泸州老窖二曲、西凤老酒、枝江二星、今世缘地缘
低档	30 元以下 /500ml	世纪金徽一星、世纪金徽二星	滨河蓝特液、古河洲双支牡丹、好日子、红川曲酒	绵竹大曲、西凤家乐酒、老村长酒、兰陵特酿

资料来源：招股说明书，上海证券研究所

## 2.2 西北地区空间广阔，口味偏好铸就壁垒

西北地区位于中国内陆，包括陕西、宁夏、甘肃、青海、新疆和内蒙古。当地民风淳朴，气候寒冷，素有“大碗喝酒、大口吃肉”的习俗。根据兰州酒类同业协会酒之情数据，西北整体白酒市场容量约 400 亿元，竞争格局相对分散，规模大的龙头酒企

较少，各品牌香型、核心大单品价格带错位，可渗透市场容量可观。西北地区地广人稀，幅员辽阔，外来品牌运输成本高，金徽作为西北优势白酒品牌，凭借西北消费习惯类似及直接接壤环甘肃五省的区位优势，更容易打开西北市场。

图 14：西北区划图



资料来源：上海证券研究所

表 6：西北代表酒企香型、营收、产品对比（单位：亿元）

	龙头品牌	香型	2022 年营收	核心大单品
陕西	西凤	凤香型	84	中国红西凤、53 度旗帜珍藏版、七彩西凤酒、酒海陈藏、老绿瓶
甘肃	金徽	浓香型	20.12	金徽年份、柔和金徽、能量金徽、世纪金徽
新疆	伊力特	浓香型	16.23	伊力老窖 52 度浓香型、伊力特曲十年珍藏、伊力特曲十年精制、蓝王 浓香型
青海	天佑德酒	清香型	9.8	国之德 G6、出口型 42 度 750ml 装、海拔昆仑山、祁连山、生态五星

资料来源：公司官网，澎湃新闻，Wind，京东官方旗舰店，上海证券研究所

### 3 “品质+渠道”双轮驱动，扩张之路稳步前行

#### 3.1 产品：品质上乘，全价格带覆盖

##### 3.1.1 品质为基，产品矩阵完备清晰

公司主要产品分为五个系列：金徽年份系列、世纪金徽系列、柔和金徽系列、能量金徽系列、金徽老窖系列。公司产品矩阵定位清晰，根据甘肃省内白酒市场情况，消费者购买力情况等，将产品分为低、中、高三档，分别定位不同消费场景，其中：低档产品指出厂价 30 元/500ml 以下的产品，主要代表有世纪金徽二星、金徽陈酿等，主要用于自饮；中档产品指出厂价 30 元至 100 元/500ml 的产品，主要代表有世纪金徽三星、四星等，主要用于普通档次宴会、聚饮；高档产品指出厂价在 100 元/500ml 以上的产品，主要代表有金徽 28、金徽 18、世纪金徽五星、柔和金徽系列、能量金徽系列、金徽老窖系列等，主要用以送礼、商务宴请、高档聚会。

表 7：公司产品展示及零售价格（单位：元/500ml）

产品系列	产品名称	京东价 (元/500ml)	产品图片
年份系列	金徽 28、金徽 18	1380、634	
老窖系列	超长发酵 180 52 度、超长发酵 180 45 度、超长发酵 120、超长发酵 90	998、958、698、398	
柔和系列	H9、H6、H3	499、289、179	
能量系列	正能量 1 号、正能量 2 号、正能量 3 号	688、568、468	

星级系列	金徽红五星、世纪金徽五星 52 度、世纪金徽五星 42 度、世纪金徽四星、世纪金徽三星	318、254、244、148、94	
贵宾系列	黄贵宾、红贵宾、蓝贵宾	118、94、94	
陈酿系列	五年陈酿、陈酿	74、60	
特曲系列	红瓷特曲、金徽特曲	219、77	

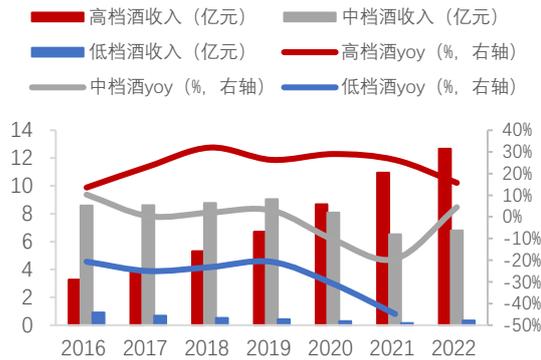
资料来源：公司年报，京东金徽官方旗舰店，上海证券研究所

### 3.1.2 产品结构逐步优化，吨价毛利稳步上行

公司聚焦中高端市场，培育区域大单品。省内外产品做区隔，省内市场实行全价位、全渠道覆盖，持续提升世纪金徽星级系列市场占有率，培育金徽十八年、金徽柔和超级大单品，省外市场针对百元以上消费群体，环甘肃西北市场重点打造金徽正能量系列大单品，华东市场重点布局金徽老窖系列。近年来，受益于消费力的稳步提升和广宣费用的稳定投入，金徽持续优化产品结构，省内坚持“不饱和营销”、省外实施“不对称营销”，聚焦资源突破核心区域、因地制宜进行差异化营销，提升品牌形象，将金徽 28 打造成西北高端白酒代表。

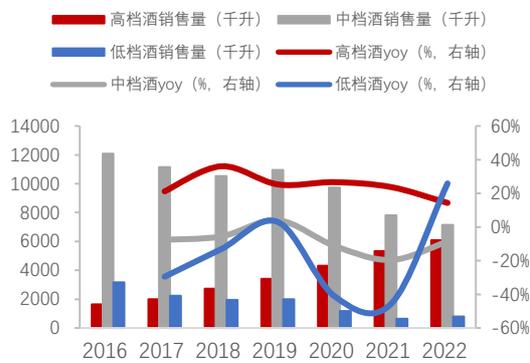
上市以来，高档酒营收从 2016 年的 3.27 亿元增长到 2022 年的 12.67 亿元，占比高达 62.96%。中低档酒营收持续下降系公司主动削减低毛利 SKU 所致。量价角度来看，高档酒量价齐升，中低档酒量减价增，结构升级带动整体毛利稳中有升。

图 15：2016-2022 年分档次酒收入及增速（单位：亿元，%）



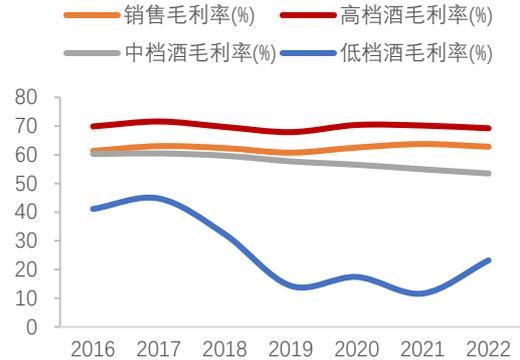
资料来源：公司年报，上海证券研究所

图 17：2016-2022 年分档次酒销量及增速（单位：千升，%）



资料来源：公司年报，上海证券研究所

图 16：2016-2022 年综合毛利率和分档次毛利率情况（单位：%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 18：2016-2022 年分档次酒吨价及增速（单位：万元/千升，%）



资料来源：公司年报，上海证券研究所

### 3.2 市场：聚焦资源，有序扩张

公司秉持不盲目招商原则，对区域“优中选优”，划分市场等级，做到“选择一个、扶持一个、发展一个”，严格控制区域拓展范围，力求精准匹配，而非贪大、贪全，

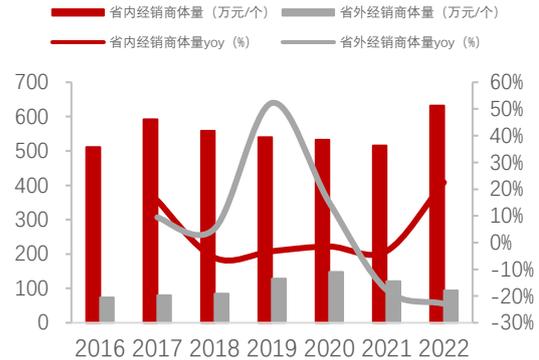
公司近年来省内经销商数量稳定在 240-270 个，规模小幅上升，省外快速招商扩容，带动省外营收上升较快。公司将延续核心店策略，聚焦资源，看好省内经销商体量提升，省外数量、体量同步攀升。

图 19: 2016-2022 年省内外经销商数量 (单位: 个)



资料来源: 公司年报, 上海证券研究所

图 20: 2016-2022 年省内外经销商营收体量及增速 (单位: 万元/个, %)



资料来源: 公司年报, 上海证券研究所

### 营销策略上, 建立利益共同体, 全渠道掌控提升渠道利润。

公司早在 2009 年开始实施“千店网络工程”计划, 以县为单位筛选烟酒店, 并与经销商和门店签订三方联营协议, 建立利益共同体。

2013 年, 公司将营销体系升级为“金网工程”, 对终端门店进行细分后, 针对高端产品销售较好, 且具备团购资源的终端门店, 给予相应的销售奖励或陈列奖励。截至 2017 年, 累计签约合作商户多达 6000 余家。

2020 年起, 公司重组营销机构, 在省内多年深度分销的基础上, 集中精力做大客户运营, 开启双轮驱动转型发展, 战略上“聚焦资源、精准营销、深度运营”, 通过“C 端置顶”、“BC 联动”等举措, 辐射更广泛消费群体。

图 21: 金徽酒营销战略变化

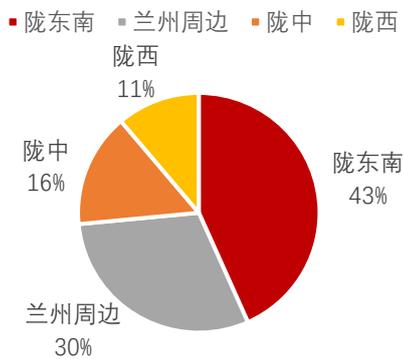


资料来源: 云酒头条, 酒业报, 新疆甘肃企业商会公众号, 公司年报, 上海证券研究所

### 3.2.1 省内稳扎稳打，精耕细作，市占仍有提升空间

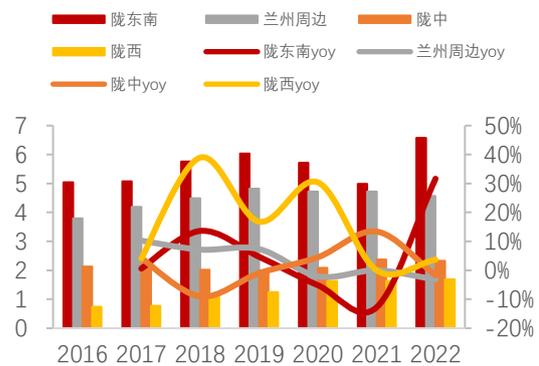
复盘上市后至今省内各区域营收情况，公司省内营收主要来源于陇东南和兰州区域，两地贡献超过 50% 以上营收，陇东南市场为公司成熟市场，根据我们测算，陇东南市场金徽市占率超过 60% 以上，兰州区域 2016-2019 年营收持续上升，自 2020 年起因疫情增速放缓，中西部营收相对薄弱，河西区域基数低，增速较快。公司持续渗透空白市场，我们认为，除陇东南市场外，其余市场市占率均有较大提升空间。

图 22：2022 年省内业务分区域营收占比（单位：%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 23：2016-2022 年业务分区域营收及增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

表 8：2022 年金徽酒分区域市占率测算（单位：亿元，%）

区域	GDP 占比 (%)	分区域白酒市场容量 (亿元)	金徽酒 2022 年营收 (亿元)	金徽酒市占率 (%)
兰州、白银	35.52%	24.87	4.57	18.38%
甘肃东南部	14.47%	10.13	6.57	64.84%
甘肃西部	26.52%	18.57	1.69	9.10%
陇东地区和甘肃中部	23.48%	16.44	2.33	14.17%

资料来源：天水生活网，酒业家，公司年报，上海证券研究所  
注：分区域市场容量=省内总容量 70 亿元\*分区域 GDP 占比

### 3.2.2 省外步步为营，稳中求进，营收有望保持高增

公司布局省外筹谋已久，坚定“布局全国、深耕西北、重点突破”战略，因地施策，上市后省外营收始终保持高增。

图 24：2016-2022 年省外营收及增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

(1) **宁夏**：公司选择与甘肃接壤，拥有地域、人口优势，没有强势当地品牌的宁夏作为省外第一站，凭借“选定一个、开发一个、成长一个”的战略，用两年时间完成银川、银南、银北市场的布局。

(2) **陕西**：公司借助天水与陇南徽县地域和乡土人情的优势，从宝鸡市场入手，再采取“小步慢走”的市场开拓方式，进入西安。产品战略上，2018 年，公司在陕西市场全面导入正能量系列，2021 年导入高端年份系列，2022 年 7 月，发布金奖金徽战略单品，配合年份系列、能量系列，实现全价格带覆盖。

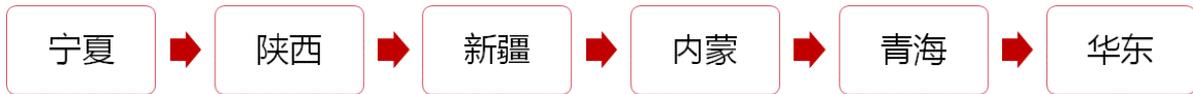
(3) **新疆**：2018 年，公司开启新疆市场扩张元年，以乌鲁木齐为核心快速扩张，次年全线发力新疆东北疆市场，在南疆重点布局“南大门”库尔勒，2020 年主要启动喀什、和田等市场进行市场深度拓展，逐步实现新疆的布局、渗透。

(4) **内蒙**：2018 年，公司开始开拓内蒙市场，打造内蒙古为样板市场，形成辐射东北三省、京津冀地区的北方市场。2022 年 8 月，公司引入王永强先生担任公司副总经理，王总深耕酒业多年，曾任内蒙古河套酒业董事、总经理、总裁、监事会主席，助力公司开拓北方市场。9 月底，公司成立北方品牌运营公司，以“品牌引领+大客户运营+深度分销”的营销思路，加强品牌建设，聚焦能量系列产品和重点市场，大力发展优质团购商和政商大客户。内蒙古白酒消费氛围浓厚，市场容量大孕育着巨大的发展潜力。

(5) **青海**：2020 年，公司成立青海销售公司。2022 年 3 月，金徽酒兰州销售公司声称将通过增资方式控股青海金徽酒销售公司，进一步加大在青海的市场投入，利用甘肃地缘优势抢抓青海市场发展机遇，为金徽酒在青海市场的发展提供强有力的保障，逐步形成“甘青一体化”同步发展局面。

(6) **华东**：2020 年，公司积极布局江浙沪、河南、山东等华东市场，构建“西北+北方+华东”核心发展区。2021 年，公司设立上海、江苏销售公司，并打造战略新品金徽老窖，并在华东 4 大枢纽站点 19 座重点城市打造纵贯陆空的立体广告矩阵，强化品牌形象。

图 25: 金徽酒省外拓展路径

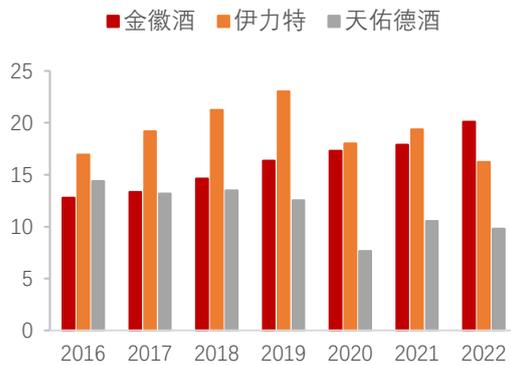


资料来源: 徽酒, 云酒头条, 公司年报, 上海证券研究所

### 3.3 财务横向对比: 盈利能力提升, 费用管控良好

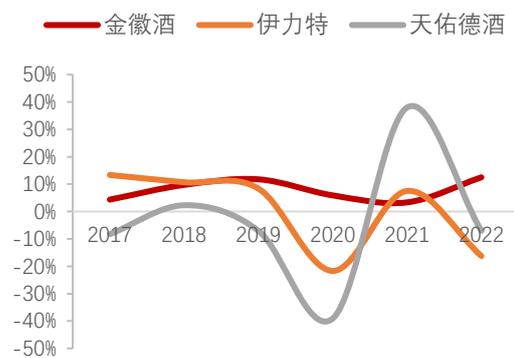
我们选取同为西北上市公司的区域性龙头酒企天佑德酒、伊力特与金徽做对比。从营收情况看, 金徽酒稳扎稳打, 营收稳步上升, 增速平稳, 成功跃升西北上市酒企营收老大。

图 26: 2016-2022 年西北各酒企营收情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

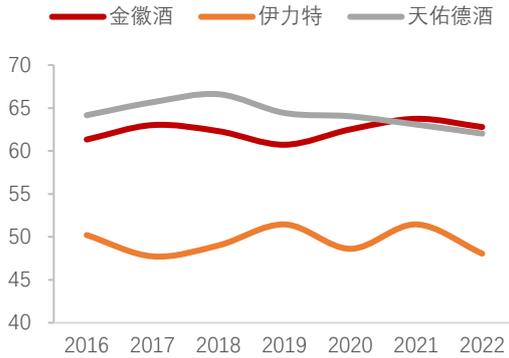
图 27: 2016-2022 年西北各酒企营收增速 (单位: %)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

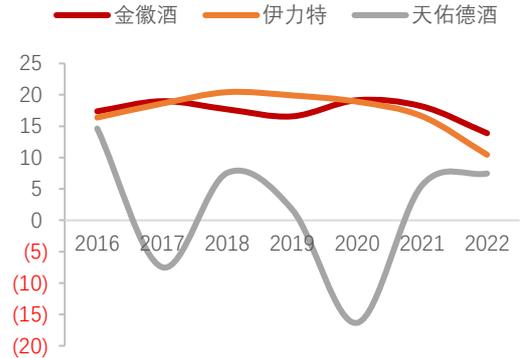
从盈利能力来看, 得益于产品结构优化和对渠道的强掌控力, 公司毛利率逐步上行, 从 2011 年的 56.83% 提升至 2022 年的 62.78%。因疫情和开拓新市场时高投入影响, 净利率短期有所波动。横向对比西北酒企, 公司盈利能力处于西北酒企前列, 2022 年毛利率、净利率均为西北酒企第一。

图 28：2016-2022 年西北各酒企毛利率情况（单位：%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

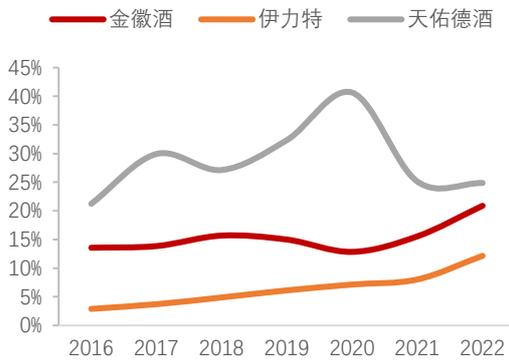
图 29：2016-2022 年西北各酒企净利率情况（单位：%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

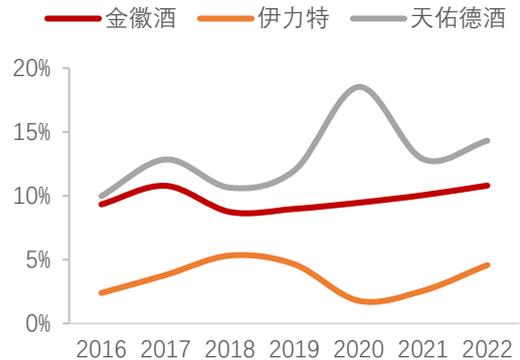
从费用管控角度来看，公司销售费用率和管理费用率均呈上升趋势，处于西北酒企中等水平。公司正处于“二次创业”扩张期，费用主要增量来自于广宣费用和人员薪酬，费用率上升与公司省外扩张进程有关。

图 30：2016-2022 年西北各酒企销售费用率情况（单位：%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 31：2016-2022 年西北各酒企管理费用率情况（单位：%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

## 4 盈利预测与投资建议

### 盈利预测：

#### (1) 营业收入假设

公司产品矩阵升级，省内柔和系列、年份系列放量，省外能量系列放量，金奖金徽、金徽老窖等新品有望带来增量，带动高档产品增速提升，高档白酒有望实现高增。同时，公司实行“抓两头，带中间”的竞争策略，低档酒也将保持高增。我们预计 2023-2025 年高档酒营收增速分别为 31.97%/26.24%/21.96%，中档酒营收增速分别为 9.71%/12%/10%，低档酒营收增速分别为 30%/25%/20%。综合来看，预计公司 2023-2025 年营收分别为 24.99 亿元、30.45 亿元、36.10 亿元，增速分别为 24.2%、21.8%、18.5%

#### (2) 毛利率和费用率假设

省内升级延续，省外高端产品上市，受高端酒高毛利带动，预计公司 2023-2025 年毛利率小幅上升，分别为 63.45%/63.59%/63.71%。

费用率角度，公司处在拓市场阶段，品鉴、赠酒、广告费用等仍需投入，销售人员也将按需扩容，广宣费用和人员薪酬将随营收增长同比例增加，预计公司费用率将维稳略降，2023-2025 年销售费用率分别为 18.2%/17.5%/17%，管理费用率分别为 10.5%/10.2%/10%。

表 9：公司分业务增速与毛利预测（单位：百万元人民币）

分业务收入测算	2022A	2023E	2024E	2025E
高档白酒	1,266.58	1,671.57	2,110.22	2,573.61
中档白酒	680.75	746.85	836.48	920.12
低档白酒	33.89	44.05	55.07	66.08
其他业务	30.52	36.62	43.21	49.69
合计	2,011.73	2,499.09	3,044.98	3,609.50
分业务成本测算	2022A	2023E	2024E	2025E
高档白酒	389.91	501.47	633.07	772.08
中档白酒	316.85	358.49	409.88	460.06
低档白酒	26.03	35.24	44.05	52.86
其他业务	15.92	18.31	21.61	24.85
合计	748.70	913.51	1,108.60	1,309.85
分业务增速	2022A	2023E	2024E	2025E
高档白酒	15.66%	31.97%	26.24%	21.96%

中档白酒	4.47%	9.71%	12%	10%
低档白酒	106.95%	30%	25%	20%
其他业务	20.36%	20%	18%	15%
<b>分业务毛利率</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
高档白酒	69.22%	70%	70%	70%
中档白酒	53.46%	52%	51%	50%
低档白酒	23.19%	20%	20%	20%
其他业务	47.84%	50%	50%	50%

资料来源: Wind, 上海证券研究所

**相对估值:** 公司属于以基地市场为核心, 向外辐射全国的地产酒品牌, 我们选取安徽、江苏、西北等区域同类型地产酒龙头品牌作为可比公司, 分别有古井贡酒、迎驾贡酒、洋河股份、今世缘、伊力特、天佑德酒。截至 2023 年 7 月 21 日, 2023E 地产酒品牌平均 PE 为 27.96x, 作为西北龙头、稳步扩张的金徽酒, 公司 PE 为 30.02x, 估值仍有上升空间。

表 10: 同行业上市公司估值比较

简称	代码	股价	EPS			PE		
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
古井贡酒	000596.SZ	252.83	5.95	8.04	10.19	44.89	31.45	24.79
迎驾贡酒	603198.SH	65.58	2.13	2.69	3.32	29.45	24.4	19.77
洋河股份	002304.SZ	133.81	6.22	7.52	8.95	25.79	17.8	14.95
今世缘	603369.SH	56.06	2	2.51	3.13	25.51	22.35	17.92
伊力特	600197.SH	25.56	0.35	0.86	1.11	70.01	29.75	23.01
天佑德酒	002646.SZ	13.78	0.16	0.33	0.53	96.06	42.01	25.74
平均值						48.62	27.96	21.03
金徽酒	603919.SH	24	0.55	0.8	1.03	48.42	30.02	23.23

资料来源: Wind, 上海证券研究所, 注: 其他公司采用 wind 一致预期, 截至 2023/7/21

#### 投资建议:

公司的护城河在于省内具有高市占率、销售网络全覆盖优势, 未来在空白市场持续渗透、省外一地一策稳步扩张的加持下, 公司短期受益于新市场放量带来的增长点, 长期受益于年份 28、战略新品树品牌, 样板市场顺利打造, 辐射周边市场, 推进全国化布局。我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 24.99 亿元、30.45 亿元、36.10 亿元, 增速分别为 24.2%、21.8%、18.5%, 归母净利润分别为 4.06 亿元、5.24 亿元、6.44 亿元, 增速分别为 44.7%、29.2%、22.9%, 对应 PE 估值分别为 30.02x, 23.23x, 18.90x, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

## 5 风险提示

**省内竞争加剧风险：**省内深耕不及预期；公司主动收缩低毛利、低价格带产品，高端产品份额提升或受阻。

**新市场开拓不及预期风险：**西北及华东均有当地强势品牌，消费者培育情况若不及预期，新市场拓展速度或受限。

**原材料价格上涨风险：**原材料价格受国家宏观经济调控、市场供需等因素影响，原材料价格波动或影响利润。

**食品安全风险：**白酒作为可饮用消费品，若行业内任一酒企出现产品质量问题，或导致行业信心受挫。

**公司财务报表数据预测汇总**
**资产负债表 (单位: 百万元)**

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	810	1057	1557	2213
应收票据及应收账款	15	18	21	24
存货	1512	1751	2063	2365
其他流动资产	48	54	59	65
流动资产合计	2386	2880	3700	4666
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	1443	1389	1324	1253
在建工程	2	1	1	1
无形资产	199	209	217	225
其他非流动资产	66	72	78	82
非流动资产合计	1710	1672	1620	1561
<b>资产总计</b>	<b>4095</b>	<b>4552</b>	<b>5320</b>	<b>6228</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	144	178	222	273
合同负债	510	650	822	1011
其他流动负债	251	282	309	333
流动负债合计	905	1109	1353	1617
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	39	39	39	39
非流动负债合计	39	39	39	39
<b>负债合计</b>	<b>944</b>	<b>1148</b>	<b>1392</b>	<b>1655</b>
股本	507	507	507	507
资本公积	871	871	871	871
留存收益	1772	2025	2549	3193
归属母公司股东权益	3150	3403	3927	4572
少数股东权益	1	1	1	1
<b>股东权益合计</b>	<b>3151</b>	<b>3404</b>	<b>3928</b>	<b>4573</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>4095</b>	<b>4552</b>	<b>5320</b>	<b>6228</b>

**现金流量表 (单位: 百万元)**

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流量</b>	<b>319</b>	<b>474</b>	<b>560</b>	<b>710</b>
净利润	279	406	524	644
折旧摊销	115	100	101	101
营运资金变动	-54	-45	-77	-47
其他	-21	14	12	12
<b>投资活动现金流量</b>	<b>-57</b>	<b>-76</b>	<b>-61</b>	<b>-54</b>
资本支出	-57	-76	-61	-54
投资变动	-1	0	0	0
其他	1	0	0	0
<b>筹资活动现金流量</b>	<b>-121</b>	<b>-151</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
债权融资	0	1	0	0
股权融资	0	0	0	0
其他	-121	-152	0	0
<b>现金净流量</b>	<b>142</b>	<b>247</b>	<b>500</b>	<b>656</b>

**利润表 (单位: 百万元)**

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>2012</b>	<b>2499</b>	<b>3045</b>	<b>3610</b>
营业成本	749	914	1109	1310
营业税金及附加	294	370	457	549
销售费用	420	455	533	614
管理费用	217	262	311	361
研发费用	50	75	91	108
财务费用	-13	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>314</b>	<b>448</b>	<b>575</b>	<b>704</b>
营业外收支净额	-11	-12	-11	-11
<b>利润总额</b>	<b>303</b>	<b>436</b>	<b>564</b>	<b>693</b>
所得税	24	31	39	48
净利润	279	406	524	644
少数股东损益	-1	0	0	0
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>280</b>	<b>406</b>	<b>524</b>	<b>644</b>

**主要指标**

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	62.8%	63.4%	63.6%	63.7%
净利率	13.9%	16.2%	17.2%	17.8%
净资产收益率	8.9%	11.9%	13.3%	14.1%
资产回报率	6.8%	8.9%	9.9%	10.3%
投资回报率	8.7%	11.8%	13.2%	14.0%
<b>成长能力指标</b>				
营业收入增长率	12.5%	24.2%	21.8%	18.5%
EBIT 增长率	-23.5%	44.9%	29.2%	22.9%
归母净利润增长率	-13.7%	44.7%	29.2%	22.9%
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.55	0.80	1.03	1.27
每股净资产	6.21	6.71	7.74	9.01
每股经营现金流	0.63	0.94	1.10	1.40
每股股利	0	0	0	0
<b>营运能力指标</b>				
总资产周转率	0.51	0.58	0.62	0.63
应收账款周转率	256.48	354.11	380.45	411.20
存货周转率	0.53	0.56	0.58	0.59
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	23.1%	25.2%	26.2%	26.6%
流动比率	2.64	2.60	2.73	2.89
速动比率	0.92	0.98	1.18	1.40
<b>估值指标</b>				
P/E	48.42	30.02	23.23	18.90
P/B	3.86	3.58	3.10	2.66
EV/EBITDA	30.73	20.80	16.02	12.59

资料来源: Wind, 上海证券研究所

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

### 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

### 免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。