

金徽酒 (603919.SH)

控股权变更带来发展机遇，二次创业踏上新征程

2021年05月24日

——公司首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）

张宇光（分析师）

逢晓娟（联系人）

zhangyuguang@kysec.cn

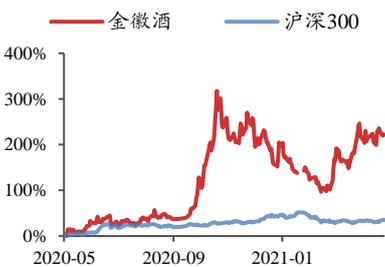
pangxiaojuan@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790120040011

日期	2021/5/21
当前股价(元)	42.45
一年最高最低(元)	56.17/11.86
总市值(亿元)	211.78
流通市值(亿元)	205.12
总股本(亿股)	5.07
流通股本(亿股)	4.91
近3个月换手率(%)	222.1

股价走势图



数据来源：贝格数据

● 公司成长路径清晰，控股股东变更带来新机遇，首次覆盖给予“增持”评级

金徽酒产品结构持续提升，市场扩张稳步进行，成长路径清晰；管理机制完善，激励充分，内生动力足，近期控股权变化为公司发展带来新机遇。预计公司 2021-2023 年净利润分别为 4.06、5.07、6.48 亿元，同比增长 22%、25%、28%；EPS 分别为 0.80 元、1.00 元、1.28 元，当前股价对应 PE 为 53.1、42.5、33.2 倍。我们看好公司未来的发展潜力，首次覆盖，给予“增持”评级。

● 控股权结构变更带动公司内部动力提升和外部扩张提速

2020 年 5 月，复星集团入主成为第一大股东，带来公司内部动力提升和外部市场扩张加速。内部来看，公司 2019 年 8 月公司推出五年期业绩奖惩协议，高管薪酬与公司营收、净利润目标挂钩，要求 2023 年收入、业绩较 2019 年实现翻倍增长，复星系入主后将按原计划推进，同时现有管理层动力进一步提升。外部来看，金徽酒可借助控股股东资源扩充实力，加速省外扩张。

● 公司管理机制优秀，产品结构完善，渠道基础扎实，具有持续发展的基础

管理机制上，公司通过实施高管持股、经销商持股和员工持股计划，将各方利益与公司利益充分绑定，建立起完善的长效激励机制，为公司长期发展提供保障。产品生产上，公司注重产能建设和工艺研发，产品品质优良、结构升级持续。渠道建设上，省内实施深度分销，掌控优质终端；省外一地一策，务实稳步扩张。公司通过十多年踏实稳健经营，为未来加速发展打下了良好基础。

● 省内市场仍有空间，省外布局加速推进，成长路径清晰

公司深耕省内，龙头地位稳固，一方面顺应省内消费升级趋势，聚焦 150 元-500 元价位段的中高端产品，产品结构持续升级；另一方面公司发力薄弱区域，抢占竞争对手份额，省内市占率仍有提升空间。公司在深耕省内的同时加速布局省外市场。目前公司已经基本完成了对宁夏和陕西市场的全面布局，部分进入新疆市场，同时开始布局青海、内蒙古市场，公司的西北扩张之路稳步推进。随着复星入主，公司未来可借助大股东的资源布局华东，增量空间明显。

● 风险提示：白酒行业景气下行、外省扩张不及预期、费用投放超预期

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,634	1,731	2,120	2,619	3,170
YOY(%)	11.8	5.9	22.5	23.6	21.0
归母净利润(百万元)	271	331	406	507	648
YOY(%)	4.6	22.4	22.4	24.9	27.9
毛利率(%)	60.7	62.5	65.2	67.4	69.3
净利率(%)	16.6	19.1	19.1	19.3	20.5
ROE(%)	10.6	11.9	13.2	14.7	16.3
EPS(摊薄/元)	0.53	0.65	0.80	1.00	1.28
P/E(倍)	79.6	65.0	53.1	42.5	33.2
P/B(倍)	8.5	7.8	7.0	6.2	5.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 西北白酒龙头，开启二次创业	4
1.1、 历史底蕴深厚，产品品质优良	4
1.2、 立足甘肃，辐射西北	5
1.3、 控股股权顺利变更，凝心聚力共谋发展	5
1.4、 加强业绩激励，二次创业踏上新征程	6
2、 西北市场空间广阔，金徽酒竞争优势明显	7
2.1、 甘肃市场容量相对有限，金徽酒市占率第一	7
2.2、 西北发展空间较大，金徽酒成长可期	10
3、 内外基础扎实，成长路径清晰	11
3.1、 产品策略：聚焦高档产品，主动引导升级	11
3.1.1、 产品品质优良，特点鲜明	11
3.1.2、 产品矩阵清晰，升级趋势明显	12
3.2、 渠道建设：精耕渠道，聚焦优质终端	14
3.3、 品牌宣传：聚焦消费者互动，加强地面沟通与服务	14
3.4、 市场布局：省内持续提升市占率，省外加速扩张	15
3.4.1、 产品结构升级+市占率持续提升，省内仍有增长空间	15
3.4.2、 做深做透西北，借势布局华东	17
4、 盈利预测与投资建议	18
5、 风险提示	19
附： 财务预测摘要	20

图表目录

图 1： 金徽酒和五粮液、剑南春、泸州老窖等同处长江水系名酒长廊	4
图 2： 公司营收和归母净利润增长稳健	5
图 3： 2011-2019 公司归母净利润复合增速排在第五	5
图 4： 公司省外营收增速多年高于省内增速	5
图 5： 公司营收主要来自省内，省外占比提升明显	5
图 6： 转让前控股股东为亚特投资	6
图 7： 转让后控股股东为豫园股份	6
图 8： 2019 年甘肃省人均可支配收入处于较低水平（元）	8
图 9： 2019 年甘肃省常住人口数量较低（万）	8
图 10： 2018 年甘肃省白酒产量（单位：万千升）	8
图 11： 甘肃白酒市场主流消费价格带处于低位	8
图 12： 金徽酒省内规模与竞品拉开档次（单位：亿元）	9
图 13： 金徽酒省内市场占有率约 27%	9
图 14： 公司收入主要来自甘肃省东南部及兰州周边	10
图 15： 兰州周边市场金徽酒毛利率较高	10
图 16： 甘肃省毗邻西北 5 个省份	10
图 17： 西北 6 省人均可支配收入稳步增长（万元）	10
图 18： 金徽酒在西北地产酒龙头中收入规模排第三，营收复合增速排第二（亿元）	11
图 19： 宣传聚焦“只有窖香，没有泥味”的独特品格	12
图 20： 积极参加公益助学，公司形象积极向上	12

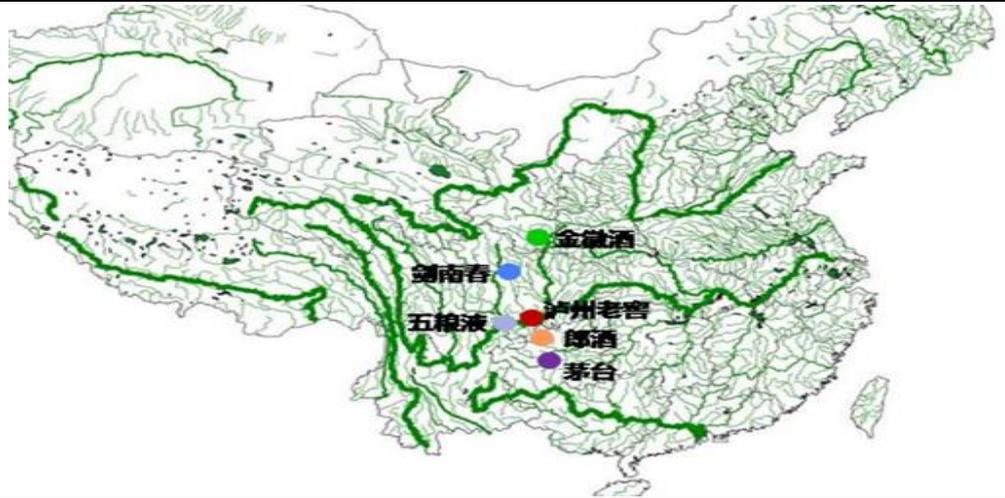
图 21: 主打世纪金徽系列, 三星、四星占主导	14
图 22: 公司高档产品占比持续提升	14
图 23: 金徽酒在户外投放广告	15
图 24: 金徽酒在电视投放广告	15
图 25: 公司组织“金徽生态游”线下活动	15
图 26: 金徽酒举办线下品鉴会	15
图 27: 公司中高档白酒收入占比不断提升	16
图 28: 公司高档白酒收入增速最快	16
图 29: 公司整体毛利率主要由中高档白酒带动	16
图 30: 公司中高档白酒销量占比不断提升	16
图 31: 公司甘肃西部等弱势地区收入增速很快	17
图 32: 对比其他品牌, 公司在基地市场市占率仍有空间	17
图 33: 公司来自外省的收入比重不断提高	17
图 34: 公司省外收入高速增长	17
表 1: 《公司与核心管理团队关于业绩目标及奖惩方案之协议》调动管理层积极性	7
表 2: 2019 年 5 月公司非公开发行股票实现优秀经销商与员工共同持股	7
表 3: 本土品牌与外来品牌价格带卡位错位明显	9
表 4: 金徽酒与其他西北地产酒龙头相比具备体制优势	11
表 5: 金徽酒产品矩阵完善, 价格带划分清晰	13
表 6: 收入预测: (百万元)	18
表 7: 可比公司估值: 金徽酒估值高于行业平均水平	19

1、西北白酒龙头，开启二次创业

1.1、历史底蕴深厚，产品品质优良

酿造环境优越，品牌历史悠久。金徽酒股份有限公司（以下简称“公司”或“金徽酒”）位于甘肃陇南徽县，地处长江上游，秦岭南麓，和五粮液、剑南春、泸州老窖等同处长江水系名酒长廊。这里属于亚热带向北温带过渡性气候，微生物活跃期长达 10 个月，为酿酒创造了得天独厚的环境。同时，由于徽县地处甘陕川交界要地，自古即为入蜀必经之路，驿站客栈集聚，使当地大小酿酒作坊渐渐增多，形成具有一定规模和知名度的酿酒产业。徽县酿酒历史悠久，最早可追溯至西汉时期，明清时期这里就是闻名遐迩的“西部酒乡”。公司前身系康庆坊、万盛魁等多个徽酒老作坊基础上组建的省属国营大型白酒企业，曾用名甘肃陇南春酒厂，是国内建厂最早的中华老字号白酒酿造企业之一。

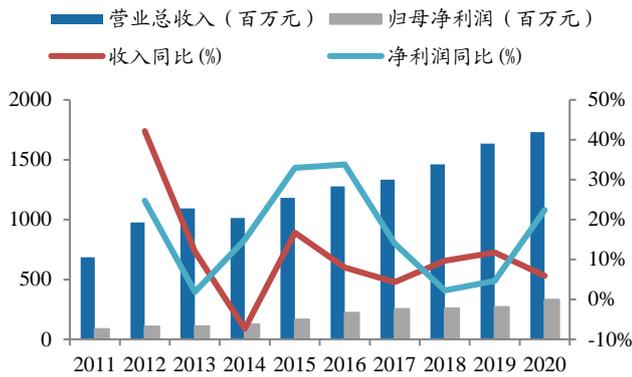
图1：金徽酒和五粮液、剑南春、泸州老窖等同处长江水系名酒长廊



资料来源：招股说明书

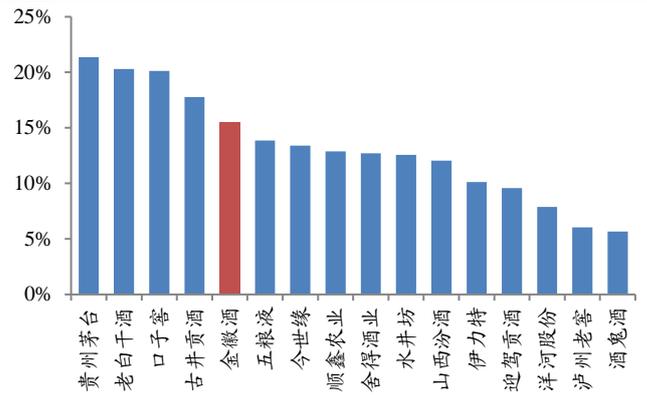
西北历史名酒，被收购整合后开启快速发展阶段。1951 年，甘肃省徽县酒厂由当地知名白酒作坊基础上组建成立，后更名改制为甘肃陇南春酒业有限责任公司，2005 年被甘肃金徽收购，2009 年金徽有限成立，收购了甘肃金徽与白酒经营相关的资产和业务，实现资源整合，开始走上高速发展的快车道，2011-2019 年公司归母净利润复合增速为 15.5%，复合增速位居行业前列；2012 年，金徽有限改制为股份有限公司。2016 年，金徽酒在上海交易所 A 股上市。经过多年发展，金徽酒成为甘肃省内龙头企业，在西北白酒市场也具有较大影响力。

图2: 公司营收和归母净利润增长稳健



数据来源: Wind、开源证券研究所

图3: 2011-2019 公司归母净利润复合增速排在第五



数据来源: Wind、开源证券研究所

1.2、立足甘肃，辐射西北

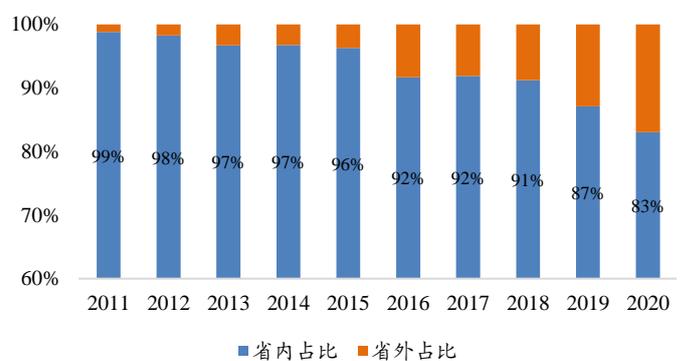
公司营收主要来自于省内，2019 年公司营收 16 亿元，其中省内收入 14 亿元，占总营收比重为 87%。复星控股前战略为“立足甘肃、发展西北、有序推进”；复星控股后为“深耕西北、布局全国、重点突破”的战略，复星控股前后战略对比，可见公司加快了全国化进程。公司坚持“立足甘肃、发展西北、有序推进、重点突破”的发展战略，一方面深耕省内渠道；另一方面还积极稳妥地推进在宁夏、陕西、新疆、内蒙古的扩张，同时借助大股东的力量进军全国市场，重点布局华东。省外市场自 2016 年以来发展迅速，占比从 2015 年 4%，提升至 2019 年 17%。

图4: 公司省外营收增速多年高于省内增速



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图5: 公司营收主要来自省内，省外占比提升明显



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

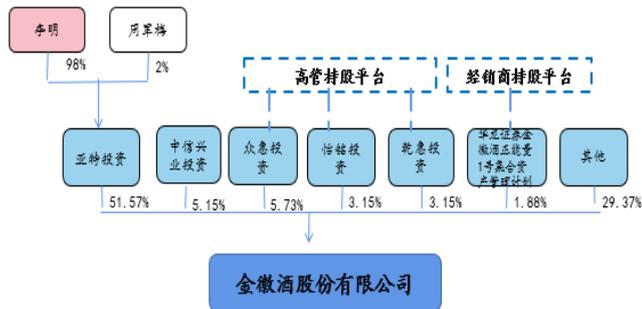
1.3、控股股权顺利变更，凝心聚力共谋发展

控股股东顺利变更，资源协同值得期待。2020 年 5 月 27 日，公司控股股东亚特投资和豫园股份签订了《股份转让协议》，约定亚特投资将其持有的 30% 股份以 12.07 元/股的价格转让给复星集团旗下上市公司豫园股份。2020 年 9 月 16 日至 2020 年 10 月 15 日，豫园股份全资孙公司海南豫珠要约收购金徽酒 8% 的股权，截至 2020 年 10 月 20 日，本次要约收购已经完成，豫园股份的持股比例提升至 38%，成为公司控股股东，郭广昌成为公司的实际控制人，亚特投资股份下降至 13.57%，为公司的第二

大股东。

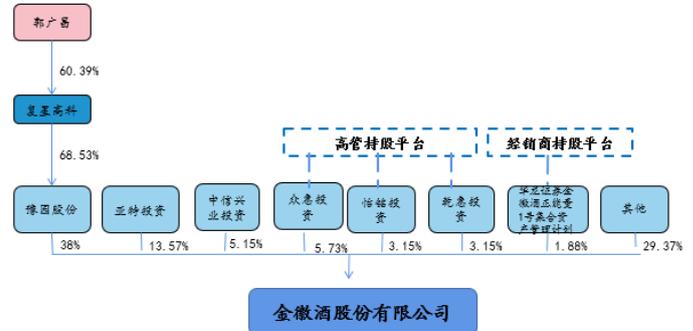
复星集团旗下产业涉及医药、金融、矿业、商业零售和食品饮料等业务板块，产业运营经验丰富、渠道资源广泛，金徽酒可借助股东资源推动公司营销网络在华东地区的快速扩张，同时增强品牌建设、提高品牌知名度。

图6：转让前控股股东为亚特投资



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图7：转让后控股股东为豫园股份



资料来源：公司公告、开源证券研究所

管理层、员工和经销商持股，长效激励机制完善。公司于2018年起通过非公开发行先后引进了高管、骨干员工及经销商的股权激励计划：（1）公司高管持股：公司核心管理团队通过众惠投资（5.73%）、乾惠投资（3.15%）和怡铭投资（3.15%）间接持有本公司股份；（2）骨干员工持股：2019年5月公司通过非公开发行引入第一期员工持股计划（1.26%），涉及公司员工不超过691人，覆盖范围较广；（3）经销商持股：2019年5月公司通过引入金徽正能量1号集合资产管理计划（1.88%），作为经销商持股平台。公司通过实施高管持股、经销商持股和员工持股计划，将管理层、核心员工、经销商利益与公司利益充分绑定，建立起了完善的长效激励机制，为公司长期发展提供了保障。

1.4、加强业绩激励，二次创业踏上新征程

签订五年期业绩奖惩协议，力争跻身中国白酒十强。2019年8月，公司公告发布《五年战略发展规划》，明确提出公司战略发展目标是“建成中国大型白酒酿造基地，打造中国知名白酒品牌，跻身中国白酒十强”，提出到2023年要实现营业收入30亿元，年均复合增长15.45%；归属于母公司净利润6亿元，年均复合增长19.03%。同时，公司还和核心管理团队签订了业绩奖惩协议，制定了奖惩方案，根据业绩目标完成情况进行奖励或惩罚，不设上下限，每年兑付50%，剩余奖惩于业绩目标期届满后统一结算。公司此举调动了公司管理层的积极性，彰显了公司未来发展的信心和决心，有利于保障公司稳步成长，实现战略目标。

表1: 《公司与核心管理团队关于业绩目标及奖惩方案之协议》调动管理层积极性

项目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
目标营业收入	16.2	18.3	21	25	30
目标扣非归母净利润	2.8	3.2	3.8	4.7	6
实际营业收入>当年目标营业收入	奖励薪酬=(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%				
实际营业收入≤当年目标营业收入	惩罚金额=(当年目标营业收入-当年经审计实际营业收入)*2%				
实际扣非归母净利润>当年目标扣非归母净利润	奖励薪酬=(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%				
当年目标扣非归母净利润*85%≤当年实际扣非归母净利润<当年目标扣非归母净利润	奖励薪酬=(当年经审计实际扣非归母净利润-前一年经审计实际扣非归母净利润)*15%				
当年实际扣非归母净利润≤当年目标扣非归母净利润*85%	惩罚金额=(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%				

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

实现优秀经销商和员工共同持股, 激发二次创业活力。2018年, 为激发发展新动能, 公司提出了“二次创业, 成为西北地区强势品牌”的新目标, 为此公司致力于释放制度潜力, 实行全面预算管理和内部模拟市场化管理, 有效调动全员增收节支的积极性, 同时积极推行“二线部门”的职能转变, 从单一管理职能向“管理+服务”双职能转变。同时, 公司还积极打通员工晋升渠道, 实施全员公开竞聘上岗, 优化绩效考核制度, 提升管理效能, 从而激发公司全员“二次创业”的动力和活力。2019年5月, 公司通过非公开发行股票引入了第一期员工持股计划和金徽酒正能量1号集合资产管理计划, 实现了核心管理层、优秀经销商和骨干员工持股, 建立了长效激励机制, 为公司踏上“二次创业”新征程增添动力。

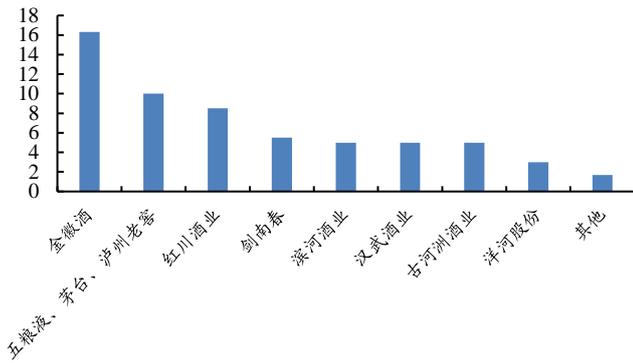
表2: 2019年5月公司非公开发行股票实现优秀经销商与员工共同持股

发行对象全称	配售股数(股)	配售金额(元)	占发行总量比例(%)	锁定期(月)
中央企业贫困地区产业投资基金股份有限公司	7,142,857	99,999,998.00	27.26	12
贫困地区产业发展基金有限公司	3,571,428	49,999,992.00	13.63	12
甘肃长城兴陇丝路基金(有限合伙)	3,214,285	44,999,990.00	12.27	12
华龙证券股份有限公司(华龙证券-金徽酒正能量1号集合资产管理计划)	7,342,857	102,799,998.00	28.03	36
金徽酒股份有限公司第一期员工持股计划	4,928,571	68,999,994.00	18.81	36

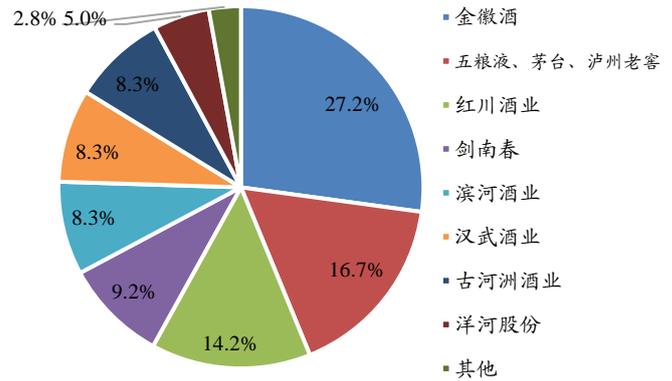
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2、西北市场空间广阔, 金徽酒竞争优势明显

2.1、甘肃市场容量相对有限, 金徽酒市占率第一

图12: 金徽酒省内规模与竞品拉开档次 (单位: 亿元)


数据来源: 公司年报、开源证券研究所

图13: 金徽酒省内市场占有率约 27%


数据来源: Wind、开源证券研究所

本土品牌与省外品牌在价格带卡位上错位竞争。具体来看, 500 元以上价格带省外名酒占有明显优势, 表现较好的包括五粮液、茅台、国窖 1573 等。在 300-500 元价格段, 剑南春优势明显, 本土品牌也有产品布局, 包括金徽 18 年、滨河九粮液、汉武礼泉 18 年等单品。本土品牌大部分产品价位还是集中在 300 元以下。

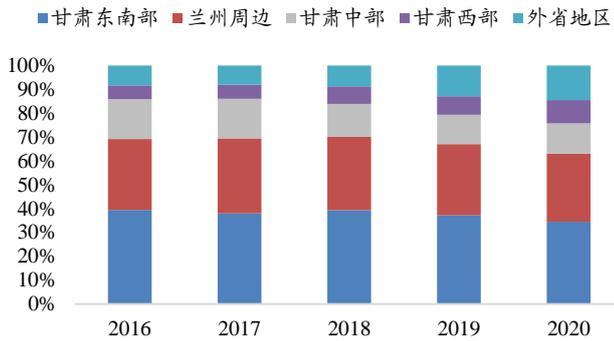
表3: 本土品牌与外来品牌价格带卡位错位明显

档次	零售价格	本公司主要产品	省内主要竞争品牌	市场其他主要竞争品牌
高档	>500 元/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、品味舍得酒等
	300 元-500 元 /500ml	金徽十八年、柔和金徽 H9	滨河九粮液, 汉武礼泉十八年, 古河洲中华牡丹, 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、西凤三十年等
	100 元-300 元 /500ml	世纪金徽五星、世纪金徽四星、柔和金徽 H3、柔和金徽 H6、世纪金徽百里陈香	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	茅台王子酒、茅台迎宾酒、五粮春、郎酒 1912 (Z6)、老白汾酒、剑南春、洋河海之蓝、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、今世缘典藏等
中档	30 元-100 元 /500ml	世纪金徽三星、世纪金徽二星、五年陈酿、三年陈酿、金徽头曲、金徽特曲	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、成州接待	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、今世缘地缘等
低档	<30 元/500ml	世纪金徽一星、金徽小酒、金徽陈酿	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、开源证券研究所

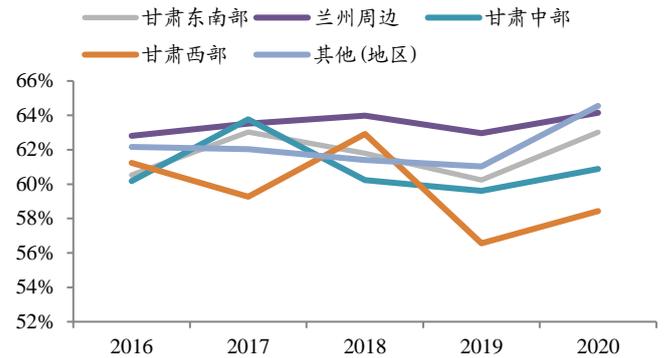
从地区分布看, 本土品牌各自优势区域明显。金徽酒主要覆盖兰州周边和甘肃东南部地区, 古河洲、红川酒业主要覆盖甘肃南部地区, 汉武、滨河酒业主要集中在河西地区, 金徽酒在中部、西部仍有较大发展空间。

图14: 公司收入主要来自甘肃省东南部及兰州周边



数据来源: 公司年报、开源证券研究所

图15: 兰州周边市场金徽酒毛利率较高

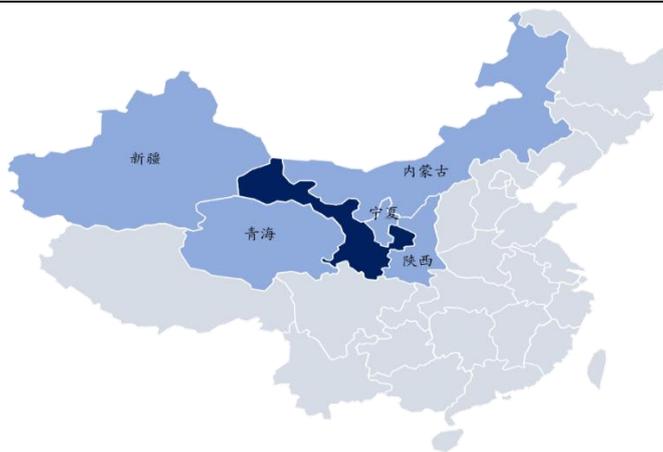


数据来源: 公司年报、开源证券研究所

2.2、西北发展空间较大，金徽酒成长可期

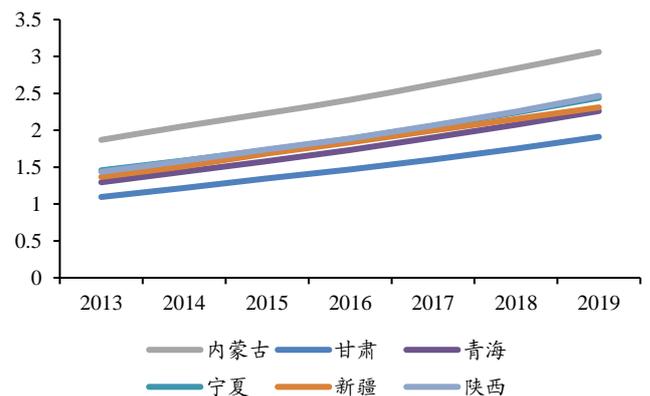
我国西北地域辽阔，甘肃省轮廓狭长，共接壤西北五个省份及自治区，包括青海、新疆、内蒙古、陕西、宁夏，相似的地理环境和风俗习惯使得金徽酒更容易在邻省打开市场。西北气候严寒、冬季漫长、民风淳朴豪放，饮酒风气浓厚，有 1.23 亿人口，白酒市场容量约为 300-350 亿元。近年来西北其他五省人均可支配收入稳步增长且均高于甘肃省，截至 2019 年，内蒙古、陕西、宁夏、新疆、青海、甘肃的年人均可支配收入分别为 3.06、2.47、2.44、2.31、2.26 和 1.91 万元，较 2013 年分别增长了 63.7%、71.6%、67.5%、69.0%、74.5% 和 74.4%，金徽酒走出甘肃，扩张西北市场的发展空间较大。

图16: 甘肃省毗邻西北 5 个省份



资料来源: 中国地图

图17: 西北 6 省人均可支配收入稳步增长 (万元)

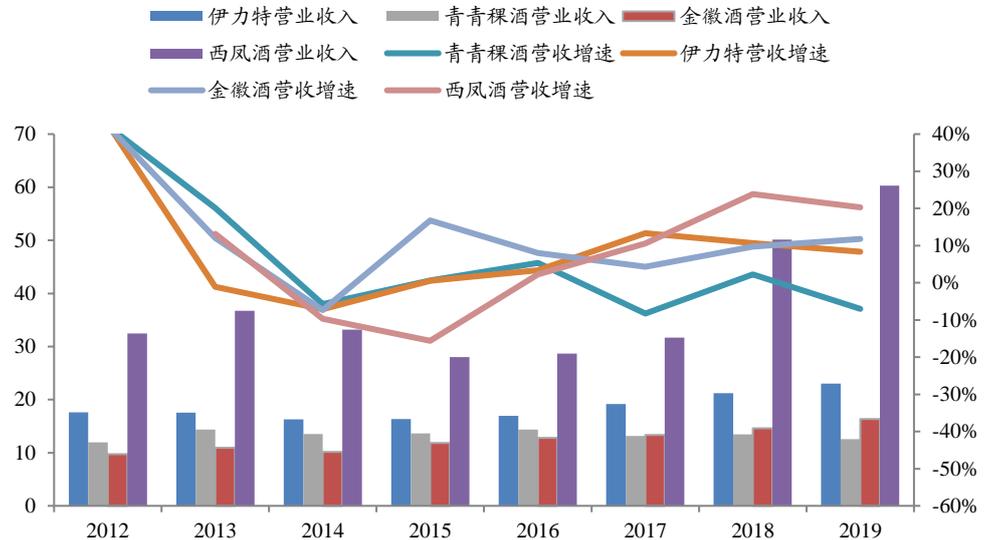


数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

西北地区名声远、规模大的白酒品牌并不多，目前还缺少可以独冠西北、揽下绝大多数市场份额的龙头品牌。近年来发展强劲的地产酒主要有新疆的伊力特、青海的青青稞酒和陕西的西凤酒以及甘肃的金徽酒。从收入规模来看，西凤酒发展历史较早，收入规模最大，2019 年营收约 60 亿元，伊力特稳居第二，2019 年营收 23.02 亿元，金徽酒 2017 年收入超过青青稞酒，并逐渐拉大差距，2019 年营收 16.34 亿元，

排名第三。从收入增速来看，2012-2019年，西凤酒、金徽酒、伊力特和青青稞酒营收复合增速分别为9.2%、7.6%、3.9%和0.7%，金徽酒排名第二，属于增速较快，具有很大发展潜力的企业。

图18: 金徽酒在西北地产酒龙头中收入规模排第三，营收复合增速排第二（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

从经营模式来看，金徽酒为民营体制，管理层、经销商和员工共同持股，发展活力足、激励强，而伊力特和西凤酒均为国企控股，且金徽酒产品层面主打20余个核心单品，而伊力特、西凤酒有成百上千个品牌，青青稞酒则主要生产低度白酒和葡萄酒，因此和其他西北名酒相比，金徽酒存在体制和经营管理上的优势。

表4: 金徽酒与其他西北地产酒龙头相比具备体制优势

	金徽酒	青青稞酒	伊力特	西凤酒
公司体制	优秀民企，管理层、员工和经销商联合持股	民企控股	国企控股，可交债发行走出体制变革第一步	国企控股，多投资方参股
产品及品牌	产品线清晰，聚焦20余个核心单品	主要覆盖低度白酒和葡萄酒	七大系列，近40个品类，上百个品牌	自2000余个品牌逐年减少至近千个，计划2019年再减少20%以上
营销模式	厂商1+1模式，厂家承担前置投入较多，减小经销商压力	厂家主导的大商制	经销商买断制，不同区域不同品牌由经销商自主运营，后续开发自主品牌	经销商开发品牌仍占比过半，后续将开发自有品牌

资料来源：微酒、公司年报、开源证券研究所

3、内外基础扎实，成长路径清晰

3.1、产品策略：聚焦高档产品，主动引导升级

3.1.1、产品品质优良，特点鲜明

继承历史遗产，加大产能建设。公司继承了万盛魁、康庆坊等明清时期“西部酒乡”名酒作坊的老窖池和窖泥，储存了一定的优质原酒，为公司优化产品结构打下了

基础。上市以来，公司积极进行产能扩建，原酒实际产能从 8000 吨提升至 2019 年的 1.6 万吨，为产品品质提供了保障。

注重工艺研发，产品品质优良。公司拥有一支由中国评酒大师、7 名国家级白酒评委领衔，28 名省级白酒评委和 500 余名酿酒师组成的技术团队，专业人员数量在西北白酒行业中居于首位。在酿造过程中，传承低温入窖、低温发酵、缓火蒸馏、低温馏酒的独特酿造工艺，比之于其他浓香型白酒，发酵周期更长，口感更温和。

产品特点定位清晰，公司形象积极向上。一方面，金徽酒立足自己工艺特点，“只有窖香，没有泥味”的独特品格，公司抓住了这一具有记忆点的特性着力宣传，塑造了鲜明的产品形象，抢占了消费者心智。另一方面，金徽酒积极履行社会责任，成立了金徽正能量公益基金会，参与精准扶贫和公益助学活动，为贫困学子发放爱心助学金，为贫困村留守老人发放长寿老人爱心金、组织慰问环卫工人等。金徽酒的公益行动进一步提升了市场对金徽酒的认知，使得金徽酒正能量的品牌形象深入人心。

图19: 宣传聚焦“只有窖香，没有泥味”的独特品格



资料来源：公司年报

图20: 积极参加公益助学，公司形象积极向上



资料来源：公司官网

3.1.2、产品矩阵清晰，升级趋势明显

覆盖高、中、低档价格带，产品线清晰完善。公司拥有“金徽”和“陇南春”两个品牌，包括八个系列、40 多个单品：金徽年份系列、柔和系列、能量系列、世纪金徽系列、陈酿系列、陈香系列和曲酒系列，覆盖了高档（100 元以上/500ml）、中档（30-100 元/500ml）、低档（30 元以下/500ml）三个价格带，产品矩阵完善，满足了不同消费层次的需求。

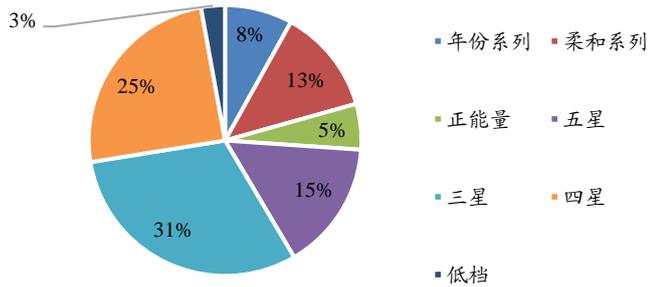
表5: 金徽酒产品矩阵完善, 价格带划分清晰

系列	产品	价格 (元/瓶)	产品图示
陇南春系列 (酱香型)	----	500-1000	待推出
金徽年份系列	金徽二十八年、金徽十八年	1280、458	
柔和系列	柔和金徽 H9、柔和金徽 H6、柔和金徽 H3	389、259、159	
能量系列	能量 1 号、能量 2 号、能量 3 号	428、288、188	
世纪金徽系列	世纪金徽红五星、世纪金徽五星、世纪金徽精品四星、世纪金徽四星、世纪金徽三星、世纪金徽二星	268、198、128、118、60、42	
陈酿系列	五年陈酿、三年陈酿	58、48	
陈香系列	百里陈香	138	
曲酒系列	金徽头曲、金徽特曲、金徽红瓷特曲 (46°)	48、88、168	

资料来源: 金徽酒京东旗舰店、开源证券研究所

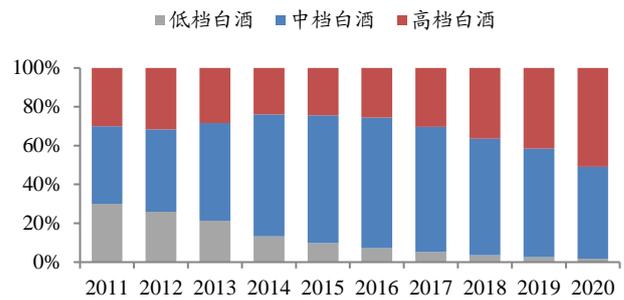
主打世纪金徽系列, 产品结构不断升级。世纪金徽系列占公司总营收约 70%, 包括二星、三星、四星、五星几个大单品, 是公司的基石系列。其中三星 (终端价 80 元左右) 和四星 (终端价 110 元左右) 卡位百元价格带, 目前属于省内主销产品, 占比总营收比重近 50%, 目前比较成熟, 未来处于平稳增长状态。随着省内消费升级, 以及公司资源投放倾斜, 近年来百元以上产品增长远高于公司整体水平, 预计 100 元以上的世纪金徽五星、100-400 元的柔和金徽系列和 300 元以上金徽十八年等百元以上价位段占比将持续提升。

图21: 主打世纪金徽系列, 三星、四星占主导



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图22: 公司高档产品占比持续提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3.2、渠道建设: 精耕渠道, 聚焦优质终端

省内实施深度分销, 掌控优质终端。公司深耕甘肃大本营市场, 从2009年就开始导入“千店网络”工程, 通过建立终端数据库, 对所有门店进行等级划分, 然后再聚焦核心优质终端加大营销资源和人力投入, 使客情维护更到位, 费用投放更有效率。通过实施“千网工程”, 金徽酒在甘肃全省掌控了优质的经销系统、分销系统和终端网络, 对外来品牌形成了渠道壁垒。2013年, 公司将“千店网络”工程进一步升级为“金网工程”, 在优质销售终端中挑选高端产品销售良好且具备团购资源的核心终端, 以完成销售量或者生动化陈列为前提, 给予相应的店面形象、销售或陈列奖励, 从而调动门店的积极性, 促进金徽酒中高档产品的良性销售。同时, “金网工程”还致力于将营销重心向终端下沉, 推动渠道扁平化, 并逐渐延伸至乡镇、村级市场, 销售网络覆盖了甘肃全部市县。形成了涉及专卖店、酒店、大型商超和零售店等消费场所, 遍及城乡的三级销售网络。

成立大客户运营部, 积极培育意见领袖带动高端产品动销。针对省内外消费升级的趋势以及公司聚焦中高端的产品战略, 2020年下半年开始, 公司成立大客户运营部, 加强与意见领袖和消费顾问的互动, 重视场景营销和终端客情维护, 帮助经销商和终端培育市场和消费者, 促进中高端产品动销。

省外渠道模式因地制宜, 积极借助渠道力量。公司在开发和建设外省渠道时按照一地一策的运作模式, 根据当地竞品、渠道、消费方式等方面的不同情况, 因地制宜设计营销策略思路, 开展渠道模式的搭建与设立。针对青海市场, 公司与经销商成立了合资公司, 在内蒙古和新疆市场, 公司招募优质大经销商, 开发个性化产品, 积极借助渠道力量开拓空白市场, 而在陕西市场, 公司采用了精耕样板市场, 复制经验滚动扩张。复星控股之后, 华东市场人员、渠道模式仍在搭建之中。终端店层面主要推行“核心店”策略, 即“聚焦资源、精准营销、做不对称”, 通过选取核心终端门店聚焦资源进行重点投入, 不断提升单店销售占比。

此外, 金徽酒还积极布局网络渠道, 不仅搭建了金徽酒官方积分商城, 还在天猫商城、京东商城和酒仙网分别开通“金徽酒旗舰店”, 进行品牌推广、产品形象展示以及为线下销售区域以外的消费者提供产品销售、配送服务。

3.3、品牌宣传: 聚焦消费者互动, 加强地面沟通与服务

合理布局空中广告，高举高打，有效解决产品认知度。公司合理投放空中广告，开展媒体组合拳，运用包括电视媒体、机场杂志、交通路网广告等方式来做形象推广，同时2018年开始探索利用新媒体去做广告精准到达。目标市场利用正能量公益基金会的品牌背书，全范围做公益、阐述正能量的形象。

图23: 金徽酒在户外投放广告



资料来源: 每日甘肃网

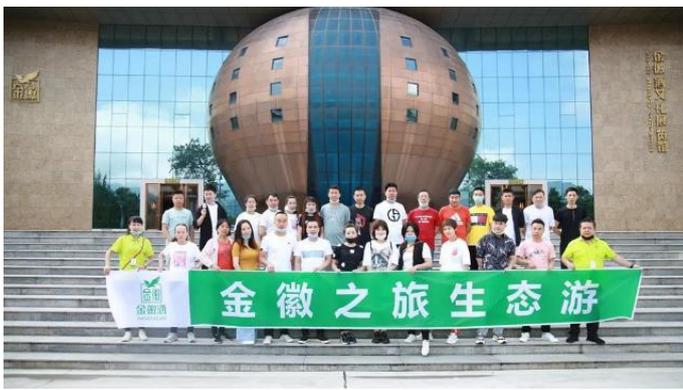
图24: 金徽酒在电视投放广告



资料来源: 每日甘肃网

结合地面经销商、终端力量，与消费者深度互动，提升产品认同感。随着消费者越来越理性，对品牌的追求同时，要让消费者对产品的品质产生认同。公司在做高空广告宣传的同时，更多的资源落在线下与消费者互动上。主要方式就是通过经销商和终端烟酒门店配合，组织线下品鉴会、生态游等线下活动来培育消费者。

图25: 公司组织“金徽生态游”线下活动



资料来源: 每日甘肃网

图26: 金徽酒举办线下品鉴会



资料来源: 每日甘肃网

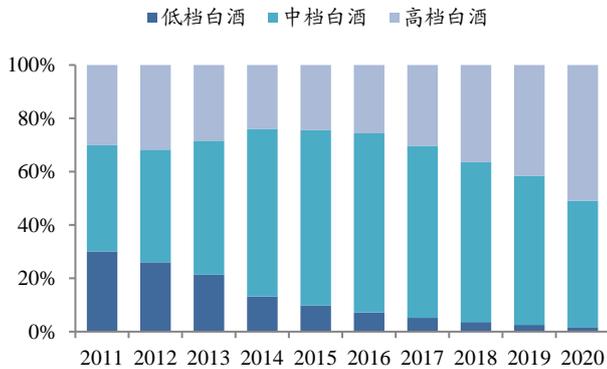
3.4、市场布局：省内持续提升市占率，省外加速扩张

3.4.1、产品结构升级+市占率持续提升，省内仍有增长空间

省内中高端白酒消费扩容，带来新的增长机遇。2013-2019年甘肃省人均可支配收入复合增长率约10%，随着人均收入提升，中高端白酒消费市场的扩容趋势明显。2017年以来，省内宴请消费主流价格逐渐从100元以下提高到150-200元，商务白酒消费主流价格从100-200元上升至200-400元。金徽酒在中高端市场布局较早，受益于消费升级，公司中高档收入占比不断提升，2011-2020年，高档白酒收入

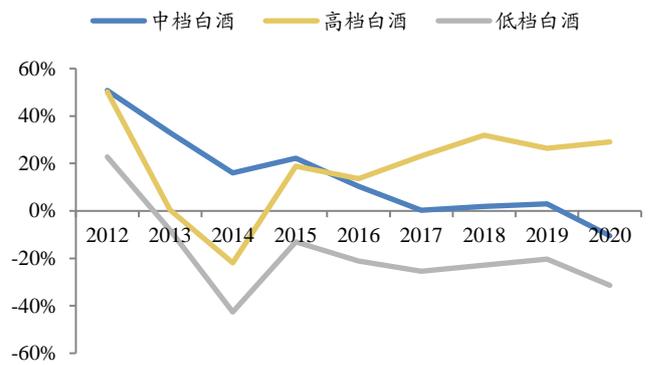
占比从 30% 提高到 50.9%，中档收入占比从 39.9% 提高到 47.4%，而低档收入占比从 30.1% 下降到了 1.7%。

图27: 公司中高档白酒收入占比不断提升



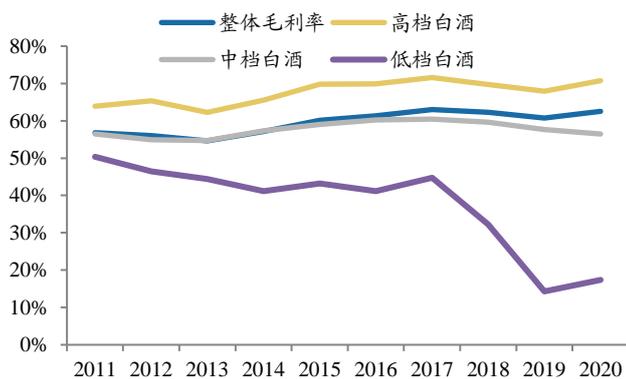
数据来源: 公司年报、开源证券研究所

图28: 公司高档白酒收入增速最快



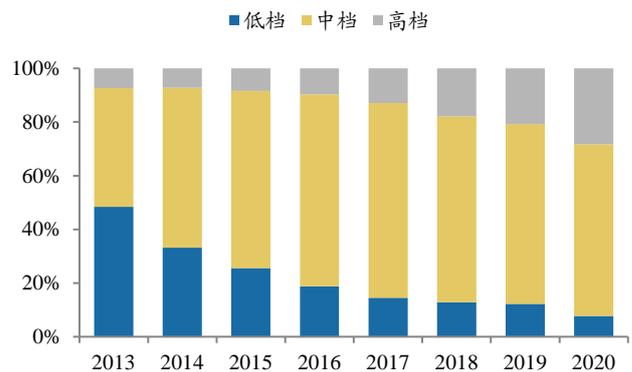
数据来源: 公司年报、开源证券研究所

图29: 公司整体毛利率主要由中高档白酒带动



数据来源: 公司年报、开源证券研究所

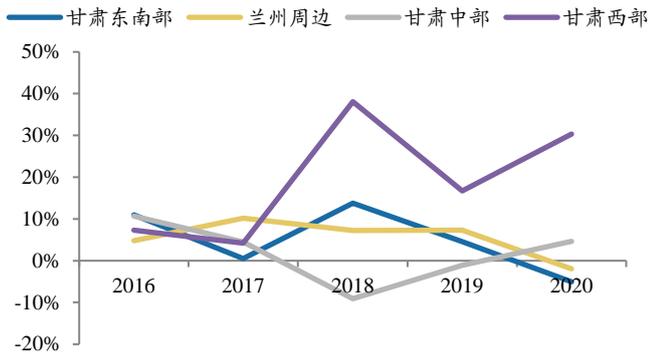
图30: 公司中高档白酒销量占比不断提升



数据来源: 公司年报、开源证券研究所

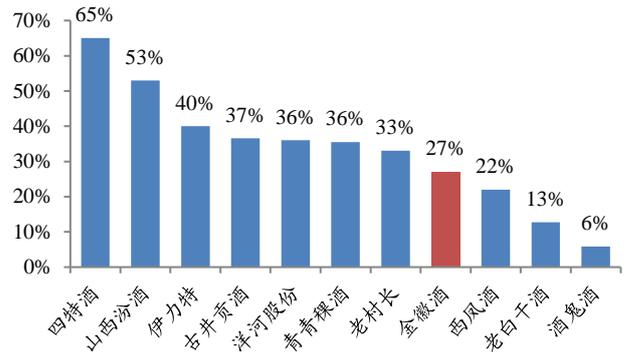
深入挖掘薄弱区域，公司省内市占率还有较大提升空间。公司的优势区域是甘肃东南部和兰州周边地区，而甘肃中部和西部地区是薄弱地区。近年来公司在保持传统优势区域收入稳定增长的同时，加大对薄弱区域的资源投放。金徽酒 2019 年公司省内市场份额约为 27%，公司在省内的市场竞争实力突出，考虑同行业强势品牌在各自基地市场市占率，金徽酒省内市占率仍有较大提升空间。

图31: 公司甘肃西部等弱势地区收入增速很快



数据来源: 公司年报、开源证券研究所

图32: 对比其他品牌, 公司在基地市场市占率仍有空间



数据来源: Wind、开源证券研究所

3.4.2、做深做透西北, 借势布局华东

复星入主之前, 金徽聚焦西北市场, 根据自身地理区位和发展特点制定了“立足甘肃、发展西北, 有序推进、重点突破”的市场发展策略。西北白酒市场(包括甘肃、陕西、宁夏、内蒙古、青海和新疆)容量大概350亿元, 目前公司在其中的市占率不到5%, 预计未来仍有可提升空间。由于宁夏和甘肃风俗相近且缺乏地方龙头白酒品牌, 因此公司早在2009年就开始布局宁夏市场, 2013年又相继进入陕西汉中、宝鸡等地, 目前, 公司已经基本完成了对宁夏和陕西市场的全面布局, 部分进入新疆市场, 同时开始布局青海、内蒙古市场, 公司的西北扩张之路稳步推进。近年来公司来自甘肃以外省区的收入占比不断提高, 2020年占比达到17%, 远高于2011年的1%。同时, 除了2014、2017年以外, 公司在其他省区的收入增速也大幅高于省内收入增速, 说明公司在省外的扩张取得了明显的成效。

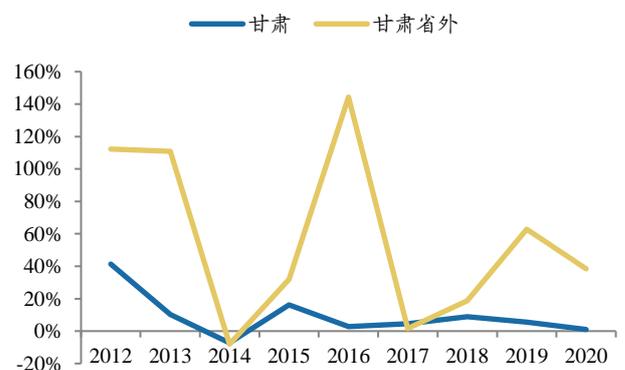
复星入主之后, 一定程度上改变了公司的发展逻辑, 公司积极借助大股东的资源走出西北, 布局华东。首先, 在复星集团内部生态体系内, 公司积极开展兄弟公司的内部用酒、礼赠采购等合作, 目前已经有积极进展。另一方面, 公司计划以卡位500元以上价格带的酱香型产品陇南春切入华东市场, 目前华东市场的人员、渠道仍在搭建过程中, 预计2022年能看到效果。

图33: 公司来自外省的收入比重不断提高



数据来源: 公司年报、开源证券研究所

图34: 公司省外收入高速增长



数据来源: 公司年报、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

收入假设：考虑未来几年公司发力 150 元-500 元价位段的中高端产品，产品结构升级趋势持续，高档产品增速最高；中档产品次之；低档产品因消费升级需求萎缩，因此增速略慢。预计 2021-2023 年整体营收增速分别为 23%、24%、21%。

毛利率假设：公司成本变化不大，考虑公司聚焦打造高价位段产品，毛利率呈逐年提升趋势。预计 2020-2022 年整体毛利率分别为 65.18%、67.36%、69.27%。

费用假设：预计公司聚焦打造高档产品、发力省外市场，公司销售费用将有所上升，管理费用率随着规模扩大逐渐下降，财务费用率保持稳定，期间总费用率呈稳定趋势。

表6：收入预测：（百万元）

		2019	2020	2021E	2022E	2023E
高档白酒	收入	672.01	867.44	1220.20	1675.50	2180.01
	增速	26.42%	29.08%	40.67%	37.31%	30.11%
	毛利率	67.88%	70.37%	71.79%	73.13%	74.41%
中档白酒	收入	903.72	809.05	849.50	891.98	936.58
	增速	5.00%	-3.00%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	57.69%	56.50%	57.35%	58.19%	59.01%
低价白酒	收入	42.07	28.90	30.35	31.87	33.46
	增速	15.00%	-10.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	14.29%	17.41%	19.03%	20.62%	22.18%
合计	收入	1634.40	1730.67	2120.05	2619.34	3170.05
	增速	11.76%	5.89%	22.50%	23.55%	21.02%
	毛利率	60.72%	62.51%	65.18%	67.36%	69.27%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

市场对于食品饮料行业通常采用相对估值方法。我们对比白酒主要企业估值水平，可发现 2021 年白酒行业平均估值在 45 倍左右，金徽酒 2020 年预测估值 53 倍，高于行业平均水平，考虑到公司未来省外扩张有望加速，目前较高估值有一定合理性。

表7: 可比公司估值: 金徽酒估值高于行业平均水平

代码	证券简称	股价 元	市值 亿元	EPS			PE		
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
600519.SH	贵州茅台	25869	2059	42.80	48.56	54.73	48	42	38
000858.SZ	五粮液	11625	300	6.20	7.15	8.47	48	42	35
000568.SZ	泸州老窖	3778	258	5.14	6.36	7.98	50	41	32
600779.SH	水井坊	495	101	2.20	2.85	3.57	46	36	28
600809.SH	山西汾酒	3878	445	5.47	7.17	9.36	81	62	48
002304.SZ	洋河股份	2803	186	5.20	6.16	7.37	36	30	25
600702.SH	舍得酒业	494	147	2.57	3.57	5.26	57	41	28
603589.SH	口子窖	344	57	2.60	3.09	3.60	22	22	19
000596.SZ	古井贡酒	934	217	4.69	5.63	6.81	46	38	32
603198.sh	迎驾贡酒	302	38	1.52	1.88	2.19	25	20	17
603369.SH	今世缘	681	54	1.54	1.91	2.32	35	28	23
000860.SZ	顺鑫农业	353	48	1.17	1.50	1.86	41	32	26
603919.SH	金徽酒	215	42	0.80	1.00	1.28	53	43	33
平均值							45	37	30

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 股价截至 2021 年 5 月 23 日; 除金徽酒、古井贡、五粮液、洋河股份、口子窖、山西汾酒、贵州茅台外, 均使用 Wind 一致预期

投资建议: 首次覆盖给予“增持”评级。金徽酒管理机制优异, 激励充分, 内生动力足。产品品质过硬, 渠道基础扎实, 成长路径清晰。近期控股权变化为公司发展带来新机遇。我们看好公司未来的发展潜力, 预计公司 2021-2023 年净利润分别为 4.06、5.07、6.48 亿元, 同比增长 22%、25%、28%; EPS 分别为 0.80 元、1.00 元、1.28 元, 当前股价对应 PE 为 53.1、42.5、33.2 倍。我们看好公司未来的发展潜力, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

5、风险提示

疫情影响时间过长、白酒行业景气下行、外省扩张不及预期、费用投放超预期

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn