

进入快速成长阶段

金徽酒(603919)

推荐 (首次)

核心观点:

- 业绩呈加速增长趋势。**2023 年公司业绩呈快速反弹趋势,前三季度收入同比+29.3%,归母净利同比+27.6%。除了前期低基数影响,我们认为在经历前期布局、沉淀,公司自身发展进入到新阶段。叠加甘肃亚特 2022 年重回公司第一大股东,核心管理团队稳定、激励充分的有利因素,我们认为公司未来业绩将延续加速增长趋势。
- 省内:以完善的产品矩阵享消费升级红利。**2022 年甘肃白酒市场规模约 80 亿元,公司市占率约 20%。目前甘肃省内地酒主要布局中低端价格带,公司产品结构升级趋势明显,发展机遇广阔。公司省内主推年份、星级和柔和三大系列,年份系列通过核心客户挖掘发力次高端;星级系列通过经销商深度分销持续拓展乡县下沉市场;柔和系列立足核心门店引导承接市场需求。2023 年前九月高档白酒收入占比达 69.1%,16-22 年吨价涨幅达 90.1%,产品结构持续优化。对标伊力特在新疆 40%市占率,天佑德酒在青海 35%市占率,以 40%市占率水平测算,我们预计未来公司省内至少有 15 亿元增长空间。
- 省外:稳扎稳打开拓西北华东市场。**公司在西北主推能量系列,滚动扩张下西北五省布局基本完成。华东主推金徽老窖,打造“首席”品鉴 IP,广告投放密集,2022 年华东四省 19 座重点城市已完成了千万级广告投放计划。预计公司密集营销投入将利于渠道端持续渗透,2023 年前九月公司省外收入 yoy+20.6%,占比达 23.8%,预计未来省外市场增长空间广阔。
- 投资建议:**公司 2023 年前三季度业绩呈加速增长趋势,未来受益于省内结构升级+省外全国化进程稳步推进,我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 3.6/4.9/6.3 亿元,同比增速分别为 28%/37%/27%。12 月 28 日股价(24.5 元)对应 2023-2025 年 P/E 分别为 35/25/20x,首次覆盖给予“推荐”评级。
- 风险提示:**消费需求恢复不及预期的风险,省内品牌竞争加剧的风险,省外市场扩张不及预期的风险。

主要财务指标预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2011.73	2561.46	3137.71	3748.10
收入增长率%	12.49	27.33	22.50	19.45
归母净利润(百万元)	280.24	359.19	494.20	626.46
利润增速%	-13.73	28.17	37.58	26.76
毛利率%	62.78	63.60	64.50	65.00
摊薄 EPS(元)	0.55	0.71	0.97	1.23
PE	44.42	34.66	25.19	19.87
PB	3.95	3.71	3.42	3.12
PS	6.19	4.86	3.97	3.32

资料来源:公司公告,中国银河证券研究院

分析师

刘来珍

☎: 021-20252647

✉: liulaizhen_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523040001

研究助理: 韩勉

☎: 010-80927653

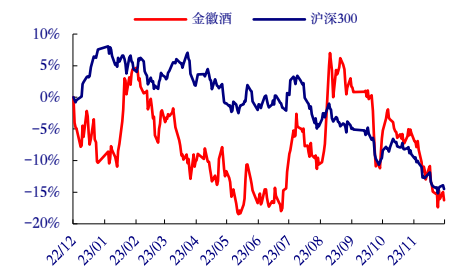
✉: hanmian_yj@chinastock.com.cn

市场数据

2023-12-28

股票代码	603919
A 股收盘价(元)	24.54
上证指数	2,898.88
总股本万股	50,726
实际流通 A 股万股	50,726
流通 A 股市值(亿元)	120

相对沪深 300 表现图



资料来源:中国银河证券研究院

相关研究

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

假定公司 2023-2025 年省内收入分别为 19.5、24.1、29.0 亿元, yoy+28%、24%、20%;

2023-2025 年省外收入分别为 5.7、6.8、8.0 亿元, yoy+22%、20%、18%。

2023-2025 年公司毛利率分别为 63.6%、64.5%、65.0%。

我们的主要观点:

公司近年省外扩张持续加速, 现已形成西北六省+华东发展格局。

短期看: 目前甘肃省内地酒主攻 200 元以下低端价位, 公司产品矩阵完善, 产品结构持续上移, 伴随省内消费升级和渠道策略见效, 省内市占率有望进一步提高。对标伊力特新疆 40%市占率, 天佑德酒青海 35%市占率, 以 40%市占率水平测算, 我们预计未来公司省内至少有 15 亿元增长空间。

长期看: 公司西北+华东布局逐步完成, 前期费用投放密集, 规模效应有望显现。2023 年前九月公司省外收入 yoy+20.6%, 占比达 23.8%, 预计未来收入贡献有望继续提升。

估值与投资建议:

公司 2023 年前三季度业绩呈加速增长趋势, 未来受益于省内结构升级+省外全国化进程稳步推进。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 3.6/4.9/6.3 亿元, 同比增速分别为 28%/37%/27%。12 月 28 日股价 (24.5 元) 对应 2023-2025 年 P/E 分别为 35/25/20x, 首次覆盖给予“推荐”评级

股价表现的催化剂:

省内金徽年份系列、世纪金徽系列放量; 省外全国化市场开拓进程提速。

主要风险因素:

消费需求恢复不及预期的风险, 省内品牌竞争加剧的风险, 省外市场扩张不及预期的风险。

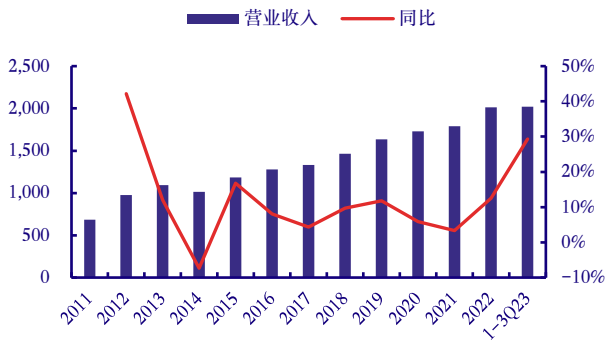
目 录

一、金徽酒：业绩呈加速增长趋势.....	4
二、省内：以完善的产品矩阵享消费升级红利.....	6
（一）甘肃白酒市场：100-300 元为主流价格带.....	6
（二）金徽酒：产品矩阵精简，价格带覆盖完整.....	10
（三）未来空间：市占率有望提升，高端化进程加速.....	11
三、省外：稳扎稳打开拓西北、华东市场.....	13
（一）滚动扩张、循序渐进.....	13
（二）不对称营销，因地制宜.....	14
四、盈利预测与估值.....	19
（一）盈利预测.....	19
（二）相对估值.....	19
（三）绝对估值.....	20
五、风险提示.....	22
附录：.....	25
（一）公司财务预测表.....	25

一、金徽酒：业绩呈加速增长趋势

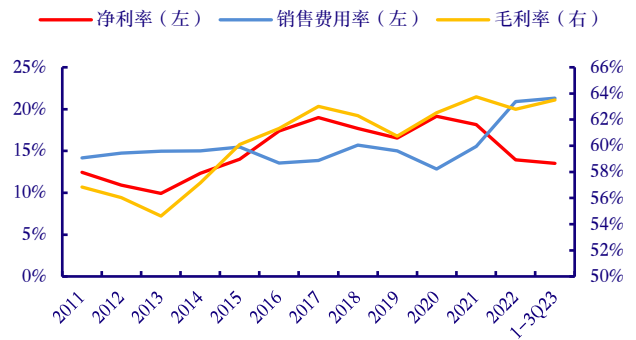
金徽酒是西北地区地产白酒龙头企业，位于陇南徽县。前身是康庆坊、万盛魁等多个老作坊基础上组建的省属国营大型白酒企业，曾用名甘肃陇南春酒厂，是国内建厂最早的中华老字号白酒酿造企业之一。2015年-2019年公司业绩呈稳健增长的发展态势，收入CAGR+8.4%、归母净利CAGR+13.3%，在19家上市白酒企业中增长速度并不快，但稳健性好。2020-2022年公司业绩整体因疫情而承压，其中2022年收入增速提升，但利润因销售费用投入加大而承压。2023年公司业绩呈快速反弹趋势，前三季度收入同比+29.3%，归母净利同比+27.6%。2023年加速增长一方面有疫情导致的低基数因素，但我们认为更重要的是经历前期布局、沉淀，公司自身发展进入到一个新的阶段。

图1：金徽酒营业收入（百万元）和同比增速（右）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图2：金徽酒净利率、毛利率、销售费用率变化趋势



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

回顾分析公司发展历程，我们认为驱动变化的一个重要因素是管理层面的因素：**核心管理团队稳定+激励充分**。2007年以来公司经历了亚特集团→复星系→亚特集团的几次控股股东变化，但是负责企业经营的核心管理团队保持稳定，其中周志刚先生自2007年亚特收购以来至今任公司董事长、总经理，由此保障了公司经营战略策略的连续性。激励方面，在上市之前，公司高管和业务骨干已通过众惠投资、乾惠投资、怡铭投资持有公司股份；2018年公司提出“二次创业”，推出了第一期员工持股计划，2019年公司与核心管理团队就2019-2023年经营业绩目标及薪酬奖惩事项签署了《业绩目标及奖惩方案协议》。2020年-2022年疫情使公司业绩承压，此前协议中的业绩目标未达成，业绩目标调整延长至2024。由于充分的利益捆绑，我们相信公司管理层推动公司加速发展的动力充足。

- 公司控股股东变化历程：酒厂因经营不善于2004年宣告破产，2007年甘肃亚特集团收购成为公司控股股东，2016年公司在上交所挂牌上市。2020年10月复星通过旗下企业合计收购公司38%股份成为公司控股股东，2022年9月复星旗下企业合计向亚特集团及其一致行动人出售13%公司股份，亚特集团重新成为公司控股股东，复星系退居第二大持股股东。2023年8月复星系转让5%股份给山东国资背景的济南铁晟叁号投资公司。

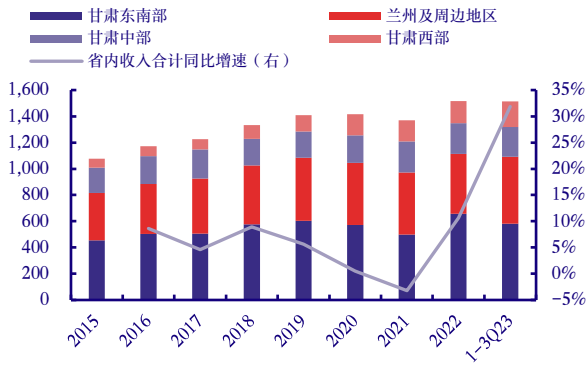
表1：股权激励目标

	2019	2020	2021	2022 (调整后)	2023年 (调整后)	2024年 (调整后)
目标营收 (亿元)	16.2	18.3	21	21	25	30
YoY		13%	15%	0%	19%	20%
目标归母净利 (亿元)	2.8	3.2	3.8	3.8	4.7	6
YoY		14%	19%	0%	24%	28%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

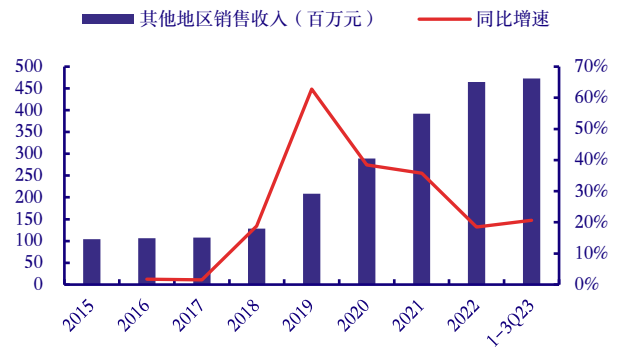
在未来的发展路径和方向上，我们认为与其他地方酒企并无二致：提升省内市占率、升级产品和扩张省外销售区域。具体情况我们将在下文论述。

图3：金徽酒甘肃省内各区域销售收入（单位：百万元）



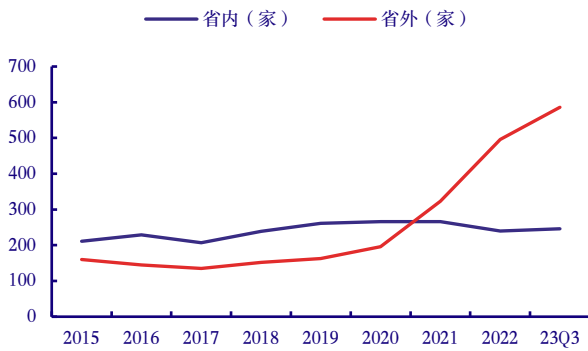
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图4：金徽酒省外收入



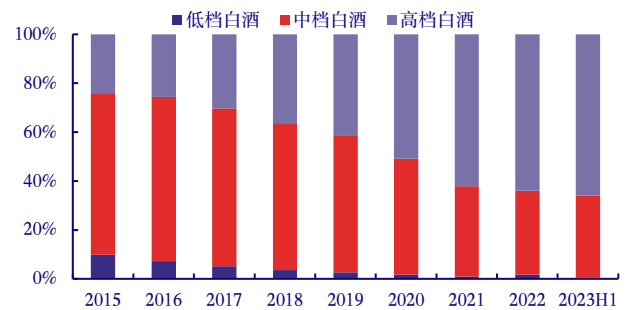
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图5：金徽酒甘肃省内外经销商数量变化



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图6：金徽酒产品分档次收入占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院。备注：高档产品指出厂价在100元/500ml以上的产品，中档产品指出厂价30元至100元/500ml的产品，低档产品指出厂价30元/500ml以下的产品。

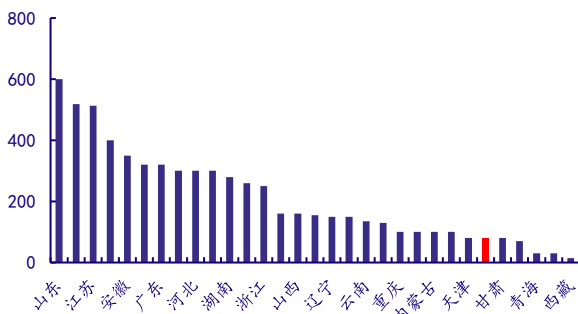
二、省内：以完善的产品矩阵享消费升级红利

(一) 甘肃白酒市场：100-300 元为主流价格带

➢ 市场规模较小，地产酒占比达 60%-70%

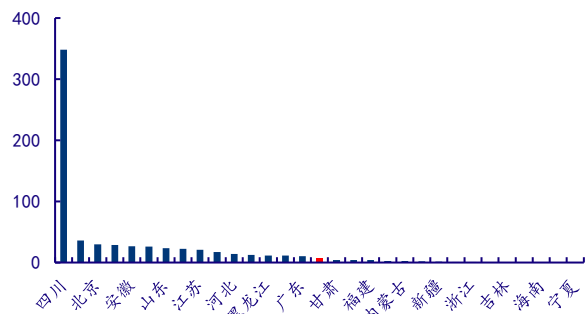
据甘肃酒业协会，2022 年甘肃省白酒市场规模约 80 亿元，白酒产量约 4.2 万千升，和其他省份相比，市场整体规模较小。其中地产酒占比达 60%-70%，主要布局中低端。代表性地产酒包括金徽酒（市占率 20%）、红川酒（市占率 15%）、滨河酒（市占率 15%），以及汉武、古河州等。

图7：2022 年甘肃白酒市场规模约 80 亿元



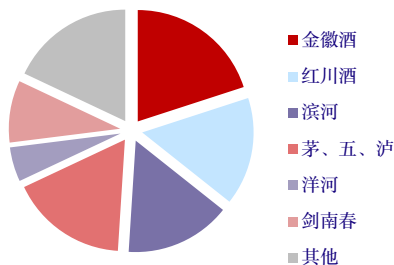
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图8：2022 年甘肃白酒产量约 4.2 万千升



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图9：2022 年甘肃白酒市场格局



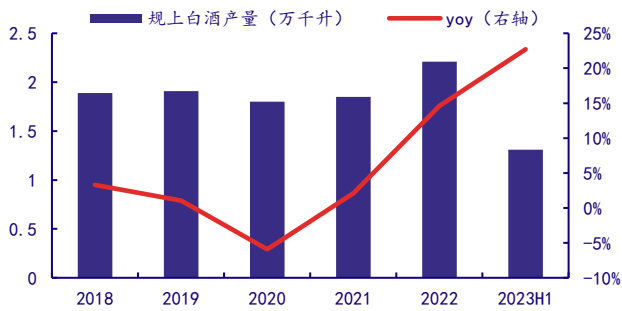
资料来源：甘肃酒业协会，中国银河证券研究院

➢ 区域分布：金徽酒甘肃东南部占优，河西/东部空间广阔

1、 陇东南地区：核心产区之一，公司优势区域

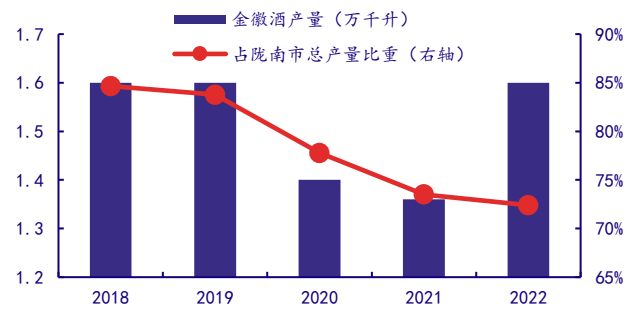
陇南地理位置优越，气候温和，地下水水质优良，是大麦、高粱等农产品的重要产区，为优质白酒生产基地。2022 年陇南市规上白酒产量 2.2 万千升，同比+14.6%，约占甘肃省总产量的一半。当地酒企有金徽酒、红川等。金徽酒在水、陇南等地市场市占率较高。2022 年公司甘肃东南部实现收入 6.6 亿元，占比 33.2%，同比+31.7%，是公司收入占比最高的区域。

图10: 2022年陇南市白酒产量增长提速



资料来源: 陇南市统计局, 中国银河证券研究院

图11: 2022年公司白酒产量恢复



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

2、兰州：省会城市市场容量大，竞争激烈

兰州作为甘肃省会，经济发展水平较高，白酒市场容量较大。据甘肃酒业协会，2022年兰州白酒市场规模 15-20 亿元，占甘肃省白酒市场规模比重约 25%。兰州是地产酒和省外品牌竞争较为激烈的区域，公司在区域内通过挖掘企业大客户的方式进行重点开发，带动周边区域市场发展。2022 年公司兰州及周边地区收入占比达 23.1%

3、河西：地产酒份额下降构成增量空间

河西地区酒企众多，白酒氛围浓厚，且近年经济发展迅速，为白酒产业提供了坚实的经济基础。由于地产酒较多，公司在河西区域历史收入占比较低（2022 年占比 8.5%），但伴随省内白酒消费高端化进程加速，部分地产低端酒市场份额逐渐萎缩，构成未来发展增量空间。

4、甘肃东部：陕甘宁交接处，成长空间广阔

甘肃东部煤炭、石油产业发达，经济基础好，市场成长性较高。当前西凤酒等陕酒在庆阳等地市占率较高，未来可成为公司向西北省外市场扩张突破口。

图12: 甘肃省内地产酒格局



资料来源: 甘肃酒业协会, 公司公告, 中国银河证券研究院

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

➤ 竞争格局：地产酒主要布局中低端

1、300 元以下价格带：地产酒核心价格带，五粮液系列产品表现亮眼

该价格带内地产酒竞争较为激烈，红川酒拥有飞天成州、绣陇南、金成州等多个亿级大单品，金徽酒星级系列具有较好的市场基础，古河州、汉武等品牌在区域内销售额较高。

五粮春、五粮醇重点布局。五粮液将兰州等甘肃省内市场定位为 200-300 元价格带的五粮春和五粮醇的战略样板市场，并通过开瓶扫码、定制礼盒、发力宴席市场等营销方式进行推广，2019 年五粮春在甘肃市场销售额同比增长超 20%（甘肃酒业协会），近年来持续维持高增速。

周边省份地产酒亦有布局。陕西地产酒西凤酒、新疆地产酒伊力特、青海天佑德酒亦将甘肃作为重点省份进行突破。西凤酒占据靠近陕西的庆阳等地；伊力特 2019 年在甘肃成立专门的品牌运营公司，基本完成各市布局；天佑德酒 2022 年确立“聚焦青甘，立足西北”的市场战略，将经营中心逐步向甘肃转移。

2、300-800 元价格带：滨河九粮液销量高增、剑南春宴席市场表现强势

滨河是地产高端酒的代表。其核心产品九粮液定价 539 元/瓶，1994 年上市以来经历六代产品升级迭代，销量持续增长。据甘肃酒业协会，2020 年九粮系列整体增速达 40.7%，单品销量突破 2.8 亿元，连续五年平均增幅 18.3%。

400 元左右价格带，剑南春表现较为强势。四川与甘肃地理位置接近，消费者对品牌的认可度较高，剑南春自 2002 年起即将大商义顺供应链管理集团签约为省内一级经销商，义顺为茅台、五粮液、泸州老窖等名酒省内经销商，拥有丰富的区域渠道资源。借力于此，品牌目前已重点布局兰州、嘉峪关、酒泉、张掖等核心市场，市占率约 9%。

3、800 元以上价格带

目前省内高端价格带仍主要被茅台、五粮液、泸州老窖等头部品牌垄断，三者 2022 年市占率合计约 17%。金徽酒年份 28 产品定位于千元价格带，通过高端品鉴会、名酒进名企等方式拓展高端大客户，参与高端化竞争。

表2：甘肃省内个价格带白酒产品情况

时间	省内其他品牌产品	省外品牌产品	金徽酒品牌产品	竞争竞争情况
100 元以下	汉武御四星、古河洲二星、红川三星/四星	西凤老酒、红星二锅头、老村长酒、老郎酒 五粮醇、五粮春、茅台王子酒、茅台迎宾酒、伊力特曲、西凤特曲、西凤绿瓶	世纪金徽二星、三星、金徽陈酿	地产酒产品集中，竞争激烈
100-300 元	汉武御五星、红川五星、金成州、飞天成州	西凤陈酿、红西凤、汉酱、剑南春水晶剑、金剑南	柔和金徽 H3、H6、世纪金徽四星、五星、红五星	省内白酒核心价格带，五粮春、五粮醇系列销量较高
300-800 元	滨河九粮液、红川锦绣陇南、汉武礼泉十八年	飞天茅台、五粮液、国窖 1573	金徽十八年、柔和金徽 H9	剑南春、滨河九粮液、金徽十八年开展直接竞争
800 元以上	滨河九粮液二十年		金徽二十八年	次高端价格带主要仍被茅五泸等名酒垄断

资料来源：各公司官网，中国银河证券研究院

表3：甘肃省内各价格带白酒收入占比测算

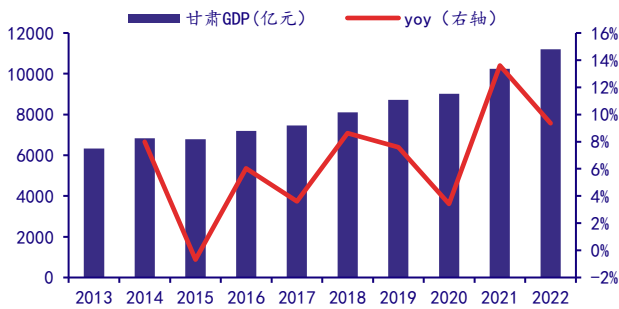
	收入 (亿元)	占比
300元以下		
金徽酒（世纪、柔和系列）	12	15%
红川酒	15	19%
其他（古河州、汉武等地产酒；西风、伊力特等邻省强势品牌）	15	19%
合计		52%
300-800		
滨河酒	12	15%
剑南春	8	10%
其他（金徽年份系列等）	5	5%
合计		31%
800元以上		
茅、五、泸等	14	17%
合计		17%

资料来源：甘肃省酒业协会，甘肃酒业网，中国银河证券研究院

➤ 省内白酒消费升级趋势明显

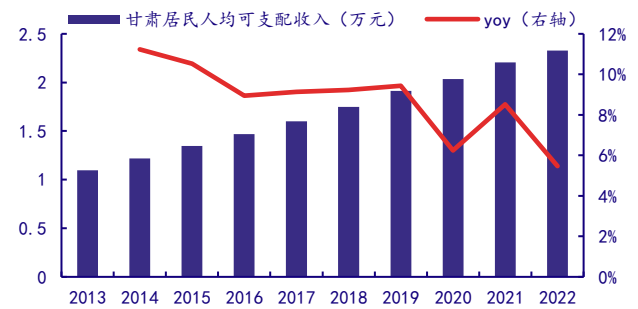
消费水平升级带动白酒价格带提升。2022年甘肃GDP1.1万亿元，同比增长9.4%；居民可支配收入2.3万元，同比增长5%，13-22年复合增长率达8.7%。经济增长拉动白酒市场消费升级，宴席消费逐渐从百元以下升至150-200元价格带，商务消费达到200-400元价格带。

图13：2013-2022年甘肃GDP增速较高



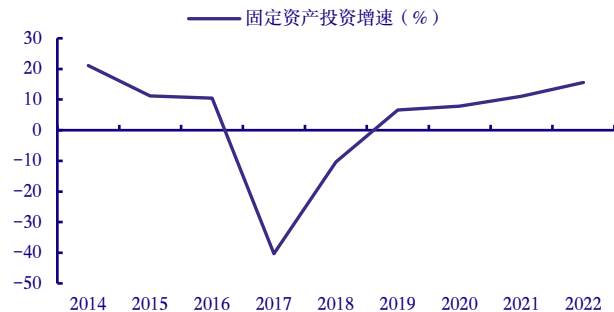
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图14：2013-2022年甘肃居民收入上升



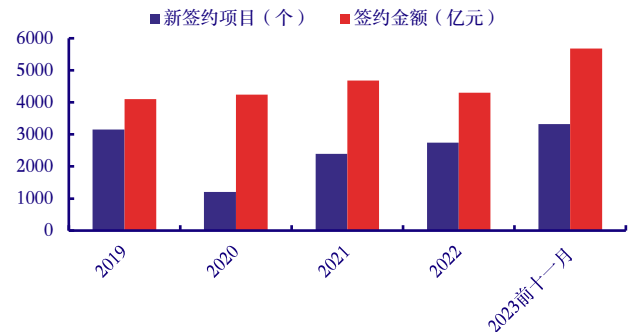
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图15：2019-2022年甘肃省固定资产投资增加



资料来源：甘肃省统计局，中国银河证券研究院

图16：2010-2023年甘肃省签约投资项目增加



资料来源：甘肃省统计局，中国银河证券研究院

（二）金徽酒：产品矩阵精简，价格带覆盖完整

产品矩阵完整。公司目前已形成金徽年份系列、世纪金徽系列、柔和金徽系列、金徽正能量系列、金徽老窖系列等完整涵盖各价格带的产品矩阵。公司结合市场情况在省内主打年份系列、世纪金徽系列和柔和系列产品，其中金徽二十八年定位千元价格带树立品牌形象，金徽十八年、柔和金徽 H9 立足次高端价格带，柔和金徽 H6、H3 及世纪金徽三星、四星、五星发力中端价格带，世纪金徽二星则在百元以下价格带，拓展乡、县级下沉市场。

图17：甘肃省内主销产品

产品分类	产品名称	产品图片	产品价格（元/500ml）
年份系列	金徽二十八		1090
	金徽十八		468
世纪金徽系列	世纪金徽红五星		288
	世纪金徽五星		198
	世纪金徽四星		118
	世纪金徽三星		90
	世纪金徽二星		38
	柔和系列	柔和金徽 H9	
	柔和金徽 H6		238
	柔和金徽 H3		148

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

事业部拆分，因“部”施策。公司 2021 年针对性的成立年份、柔和、星级三个事业部，对运营管理和经销商进行拆分，不同事业部因地制宜采用不同发展战略。

1、 年份系列：增加广告投放，挖掘重点客户

年份系列目前在省内兰州、陇南、天水等地销售氛围较好，公司针对重点市场集中进行广告投放，如在机场、高铁站、户外大屏广告集中投放年份二十八产品广告，加大宣传力度，利用年份系列进军高端市场，树立品牌形象。

细分来看，年份 18 定位于 400 元价格带，位于甘肃政务、商务消费主流价格带，在场景拓展上有较好发展空间。年份 28 立足千元价格带，是公司进军高端市场的核心产品，公司主要通过高端品鉴会、名酒进民企等活动挖掘高端客户群体，并通过培养、挖掘资源丰富的团购商、核心店扩展市场份额。

表4：甘肃省内各价格带白酒收入占比测算

时间	地点	品鉴会	嘉宾
2021.1	兰州	“金徽浓香·岁月成就”年份酒高端品鉴会	省内销售公司经理、核心大客户
2021.1	陇南	金徽明宴暨年份酒品鉴会	金徽酒高管和省内经销商
2021.5	兰州	“酒海藏 年份长”金徽 28 年高端品鉴会	年份 28 年战略合作伙伴、省内销售公司高管、事业部大区经理、大客户业务代表及新闻媒体近 200 人
2023.5	陇南	“醴遇·金徽 1580”主题晚宴	甘肃省国资委、人社厅、企业联合会领导等 200 余名嘉宾
2023.7	陇南	“醴遇·金徽 1580 主题晚宴	中国酒业协会理事长、陇南市人民政府副市长、国内白酒专家、科研院校学者和企业负责人等 100+家单位、200+嘉宾
2023.8	敦煌	“金徽之夜”品鉴晚宴	中国酒业流通协会、各省市酒协领导

资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

2、 世纪金徽系列：经销商深度分销，三星+五星主导

世纪金徽系列推出时间早，完整覆盖 30-300 元价格带，在省内已经形成比较成熟的销售渠道，特别是百元及以下产品在城乡、农村地区积累了比较稳固的消费群体。目前依托经销商深度分销模式，以三星+五星产品为核心、经销商+核心门店运营方式，以“千乡万村”战略拓展乡镇下沉市场。

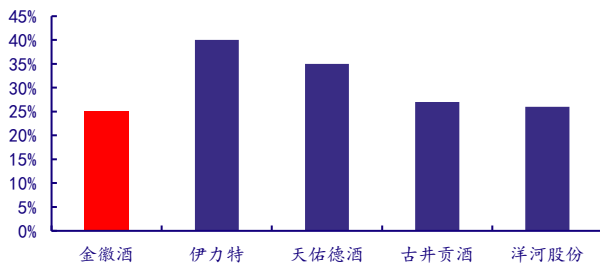
3、 柔和系列：成长性广阔，立足核心门店

公司于 2013 年首次推出柔和金徽系列，该系列具有“生态酿造、低温甜润”的特点，目前在省内市场中仍有较大成长空间，在基本完成省内招商布局后，公司将重点逐渐从围绕关键客户转向围绕核心门店，引导经销商利用自身客户资源承接市场需求。

（三）未来空间：市占率有望提升，高端化进程加速

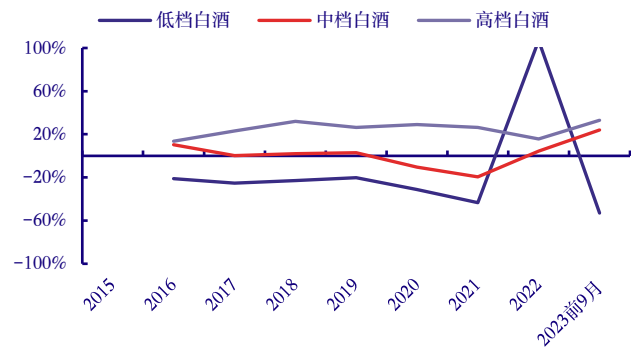
省内市占率仍有提升空间。将公司与其余区域强势酒企比较，伊力特在新疆省内市占率约 40%，天佑德酒在青海省省内市占率约 35%，而公司当前在省内市占率约 25%，2023 年前九月公司省内收入同比+23.7%，其中甘肃西部/甘肃中部/兰州周边/甘肃东南部收入分别同比+40%/+50%/+28%/27%，皆维持高增，预计未来仍有上升空间（特别是对于陇东、河西地区等历史相对薄弱市场）。

图18：各区域强势酒企在所在省份市占率情况



资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

图19：公司高档白酒增速较高



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

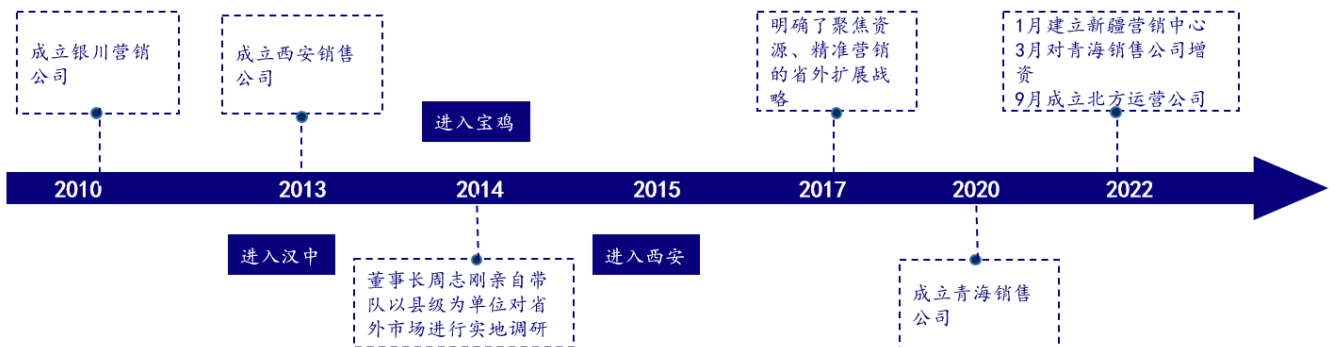
毛利率、吨价水平持续上升。得益于公司产品结构优化和提价控货政策，公司毛利率水平持续改善。从吨价上来看，公司 16-22 年吨价涨幅达 90.1%，在同业中亦处于较高水平。

三、省外：稳扎稳打开拓西北、华东市场

（一）滚动扩张、循序渐进

公司省外扩张循序渐进，建立在大量调研和对市场的充分了解之上。2014年董事长周志刚亲自带队以县级为单位对省外市场进行实地调研，并于2017年正式明确了聚焦资源、精准营销的省外扩展战略，现已基本完成西北六省+华东的省外市场布局。

图23：公司甘肃省外扩张进程



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

1、宁夏：外拓第一站，毗邻甘肃市场认可度好

2010年公司成立银川营销中心，将宁夏作为省外扩张的第一站。选择宁夏的原因为：①与甘肃接壤，生活消费习惯较为相似。②没有强势本土品牌，消费者对外来品牌接受度高。公司利用两年时间完成银川、银南、银北多地布局，宁夏市场逐渐成熟。

2、陕西：西北窗口城市，省外营销中心

2013年公司成立西安销售公司，开启陕西市场开拓工作。陕西白酒市场相对较大，且有较为强势的地产酒，因此公司以滚动开发策略代替全面铺开，于2013-2014年首先打开与天水、陇南临近的宝鸡、汉中两地市场，2015年正式进入西安市场。西安在地理位置和经济水平上属于西北市场的窗口城市，因此公司将西北营销中心设在西安，将陕西市场分位核心、A级、B级、C级四类，2018年实现对西安核心市场和A级市场的覆盖，2020年实现B级市场覆盖，2021年基本实现全省覆盖。

3、青海/新疆：成长空间大

2020年公司成立青海销售公司，并于2022年3月进一步增资控股；2022年1月成立新疆销售公司。青海、新疆白酒市场相对封闭，是国内名酒布局的相对薄弱区域，但市场高端化趋势明显，未来成长空间广阔。以青海为例，据青海酒业协会，2022年青海白酒市场规模约30亿元，其中高端酒市场占比约达10%，预计2023年可能达到15%-18%。公司在区域内采用公司销售团队+合作伙伴的经营方式，销售团队主推正能量系列产品，合作伙伴根据当地情况开发新产品，灵活发展。

4、内蒙：打造样板城市，辐射北方市场

在西北五市布局基本完成后，公司于 2022 年 9 月出自在内蒙古建立北方运营公司，用于打造内蒙古样板市场，并逐渐辐射东北三省、京津冀地区市场。据内蒙古酒业协会，2022 年内蒙古白酒市场规模约 100 亿元，是一个大有可为的市场。

5、华东：借力复星，着力枢纽打造

2021 年公司成立华东销售公司，负责江苏、河南、山东、浙江、江西、安徽、上海等地营销工作，正式打开华东市场格局。华东经济发展水平较高，白酒消费大省多，公司借助复星集团的餐饮和团购渠道资源持续加强渗透，逐步完善西北六省+华东的市场布局。2023 前九月省外实现销售收入 4.7 亿元，收入占比达 23.7%，2017-2022 年省外收入复合增长率达 8.3%。

(二) 不对称营销，因地制宜

公司坚持因地制宜的产品推广和营销策略，当前产品矩阵完整覆盖各价格带，但产品系列精简（仅六个）。公司综合分析各省不同的经济水平、消费习惯市场基础等因素后在不同区域主推不同系列，并制定相应的营销策略。

1、西北六省：主打能量系列，“核心店”模式扩张

产品端：能量系列持续迭代升级。

公司于 2015 年推出专供西省外市场的能量系列，2018 年在陕西、新疆、宁夏等西北市场正式导入，作为区域主推产品。产品系列中的三款主推产品覆盖 100-500 元价格带，其中定价 198 元/瓶的能量 3 号为主导走量产品，定价 498 元/瓶的能量 1 号则立足次高端，定价 348 元/瓶的能量 2 号在中间价位起过渡作用。

图24：公司能量系列产品概览

产品分类	产品名称	产品图片	产品价格（元/500ml）
能量系列	正能量 1 号		498
	正能量 2 号		348
	正能量 3 号		198

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

两次迭代升级：公司于 2020 年 7 月对产品进行第一次升级，①包装升级：瓶身凸印雄鹰徽标、V 字造型，体现了“化繁为简”的设计语言；②酒体升级：发酵周期自 90 天延长至 100 天，优质原酒比例提升 10%；③文化升级：提出“五粮自酿，绿色好酒”的口号；④营销升级：按照成熟、成长、新市场的划分，进行新品投放，其中新市场直接投放新品，成长和成熟市场采用“一换一”方式回收老产品，确保终端和渠道同步实现产品升级。

2023 年 6 月进行第二次升级，在包装上对三款产品采用不同层次的色彩设计（祖母绿、精粹绿、透亮绿），凸显各产品个性，也从设计上凸显了三款产品的价格区隔。

图25：公司能量系列两次升级



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

➤ **渠道端：核心店模式理顺厂商关系**

对贡献主要销量的门店进行重点资源投放。公司的核心店运营模式包括包括六个步骤：①选店：选取区域内贡献主要销量的门店，进行重点资源投放。②生动化：对门店进行费用投放，构建营销场景。③终端客情：核心在于和终端店老板拉近关系，包括群互动、动销红包；晚餐计划；生日蛋糕；四节团拜和季度联谊五个动作。④动销促进。⑤季度奖励⑥年度奖励。公司在对西北市场拓展期内，核心门店终端费用投放（品鉴会、客情维护等）的比例远高于媒体投放，对核心门店进行资源聚焦，可以让费用投放更有效率，见效更好。

图26：公司“核心门店”运营模式



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

➤ **营销端：积极开展公益活动，树立品牌形象**

在西北市场，公司注重有温度的营销方式，积极开展爱心助学等公益活动，彰显甘企社会责任感。公司十五年间连续开展十五期“正能量爱心助学工程”，在甘肃、陕西、宁夏、青海、内蒙古等地资助贫困学子完成学业，2023年1-8月累计爱心捐赠超1000万元。

2、华东：主推金徽老窖，高密度广告投放

➤ 产品端：金徽老窖卡位核心价值带

公司 2021 年 11 月针对华东市场消费水平和饮食习惯推出华东专供产品“金徽老窖”系列，该产品的“华东专供”独特价值主要体现在：

1) **主打“超长发酵”，生产工艺升级：**①普通浓香型白酒的发酵周期一般在 70-80 天，金徽老窖将其发酵周期进一步延长至 90、120、180 天，牺牲一部分出酒率而使得微生物充分繁衍，酒体发酵更彻底，酒香更浓郁，品质更上一层楼。②采用低温发酵工艺，馏酒温度控制在 10-20 度，在各香型酒中皆属最低，低温陈酿和低温过滤使得产品口感更加醇和细腻。

2) **口感更适合华东饮食习惯：**得益于超长低温发酵工艺，金徽老窖“只有窖香，没有泥味”，在口感上兼具两淮流域绵柔和川酒香浓特征，华东消费市场对其口感接受度高

3) **覆盖华东白酒市场核心价格带：**金徽老窖三款产品分别定位于 300+、600+、1000+，精准卡位华东白酒市场核心价格带，主攻中高端价位，市场空间广阔。

图27：公司金徽老窖系列产品

产品分类	产品名称	产品图片	产品价格(元/500ml)
老窖系列	金徽老窖 90 天 (52 度/42 度)		398/368
	金徽老窖 120 天 (52 度/42 度)		698/658
	金徽老窖 180 天 (52 度/45 度)		1288/1078

资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

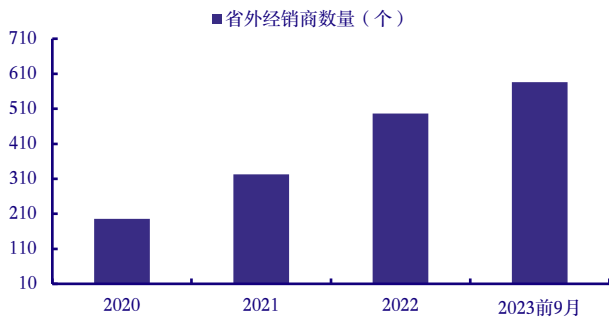
➤ 渠道端：经销商网络持续扩张

上海+江苏销售公司，B、C 端双管齐下。2022 年公司在上海、江苏分别成立销售公司，其中上海销售公司负责复星集团内部餐饮、团购渠道大客户销售；江苏销售公司负责区域内 C 端销售，在江西、江苏、浙江、河南、山东等重点省份内大范围进行市场布局，现已基本完成团队组建和品牌布局

B 端：借力复星，打通团购+餐饮渠道。2020-2022 年，借力复星集团在餐饮板块的渠道资源，公司大力开发华东市场，复星集团内部团购及餐饮渠道已逐渐开始使用公司产品。鉴于复星集团在华东市场的丰富渠道资源，公司迅速打开市场局面。

C 端：激活合伙人机制，深耕区域市场。公司采用合伙人制度，以区域团队搭建的方式代替公司内部派出，充分吸收华东区域内优秀团队达成合作，渠道网络迅速扩张。2022 年江苏销售公司提出“百人百商百万”计划：①百人：成立超 100 人的优质销售团队。②百商：扩大招商，以团购商为切入点打开市场。③百万：打造百万级别经销商，构建样本市场。公司 2022 年在华东区域大幅招聘大区经理、营销业务人员等岗位，体现了公司区域市场打造的决心。2020-2023 前九月，公司省外经销商由 196 家增长至 586 家，经销商网络初具规模，预计未来规模效应有望逐步显现。

图28：公司省外经销商数量持续增加



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图29：2022 年公司在华东市场大规模招聘



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

➤ 营销端：首席 IP+广告宣传，高举高打

打造首席 IP。公司打造金徽老窖首席发布会，“以首席，敬首席”的宣传语彰显产品高端品质和公司对于核心客户圈层的看重。2022 年 1 月首场以“金徽+你，超凡匠心”为主题的首席品鉴会在南京举办，2022-2023 年公司陆续在南京、镇江、东台、句容等十余个城市开展品鉴活动，累计触达 2000+核心消费者和行业人士。

首席品鉴会具有几个特点：①**小范围邀约：**每场仅面向最多六十名核心客户定制，突出高端私享性，确保与核心客户的深度互动。②**高品质服务：**每场品鉴会提供邀请函、具有地域色彩的文化场景和互动体验，邀请品酒大师进行产品品鉴和介绍，让客户深入了解金徽老窖的高品质，凸显品牌价值。

高密度广告投放，增加品牌知名度。公司自 2022 年起在华东区域对金徽老窖产品系列投放大量广告，不断增强品牌知名度。2022 年在华东四省 19 座重点城市打造立体广告矩阵，完成了高铁、高速广告的千万级投放计划。2023 年进一步利用春糖、五一黄金周、暑期档等特殊是按节点在潮流地标 LED 屏、高铁站机场等商旅出行场景进行广告投放，通过高频率、高密度的广告提高品牌知名度。

图30：公司在华东十余个城市开展首席品鉴活动



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

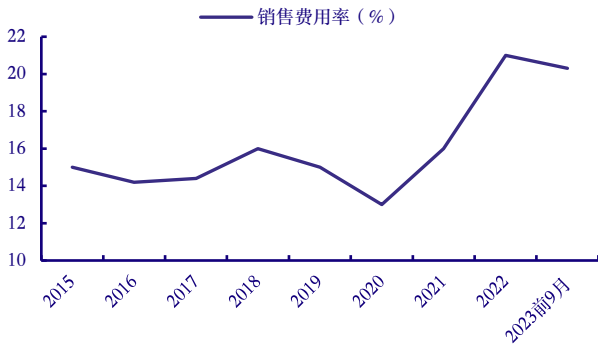
图31：2022-2023 年公司在华东市场进行密集广告投放



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

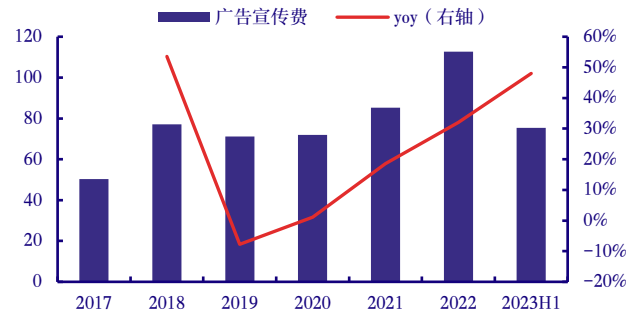
公司 2021-2022 销售费用率上升，其中 2022/2023H1 广宣费用分别同比+32.1%、48.3%。预计公司高费用投入的打法将在华东市场逐渐见效。

图32: 公司销售费用率情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图33: 公司广告宣传费用



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

四、盈利预测与估值

（一）盈利预测

省内业务：目前甘肃省内地产酒主要布局中低端价格带，公司省内主推年份、世纪金徽、柔和系列，产品核心价格带略高于竞品，产品结构升级趋势明显，未来有望继续争夺中高端市场份额。预计公司 2023-2025 年省内收入分别为 19.5、24.1、29.0 亿元，yoy+28%、24%、20%。

省外业务：公司西北+华东全国化进程稳步推进，预计 2023-2025 年省外收入分别为 5.7、6.8、8.0 亿元，yoy+22%、20%、18%。

毛利率：产品结构升级趋势下，公司吨价稳步提升，2016-2022 年吨价涨幅达 90.1%。预计未来公司毛利率水平将稳步提高。

预测公司 2023-2025 年收入分别为 25.6、31.4、37.5 亿元，yoy 分别为 27.3%、22.5%、19.5%。2023-2025 年归母净利润分别为 3.6、4.9、6.3 亿元，yoy 分别为 28.2%、37.6%、26.8%。首次覆盖给予“推荐”评级。

表5：金徽酒盈利预测关键假设

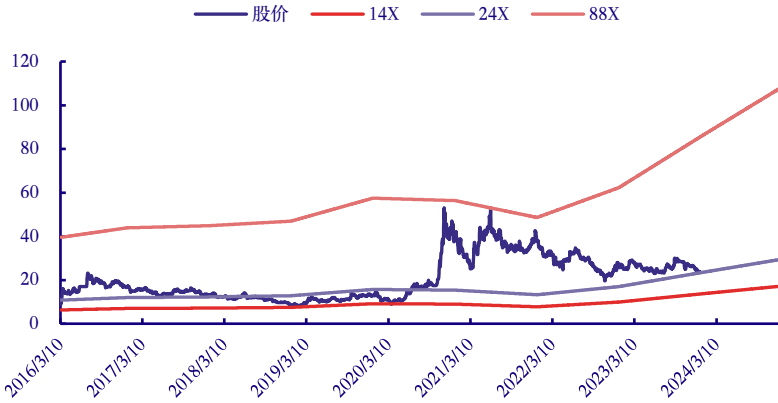
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
省内收入（百万元）	1,371	1,517	1,946	2,407	2,895
YoY	-3%	11%	28%	24%	20%
省外收入（百万元）	392	464	567	680	803
YoY	36%	18%	22%	20%	18%
收入合计（百万元）	1788	2012	2561	3138	3748
YoY	3%	12%	27%	22%	19%
公司毛利率	63.7%	62.8%	63.6%	64.5%	65.0%
公司销售费用率	15.5%	20.9%	21.7%	21.0%	20.8%
归母净利润（百万元）	325	280	359	494	626
YoY	-2%	-13%	28%	38%	27%
EPS（元）	0.64	0.55	0.71	0.97	1.23

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）相对估值

公司为甘肃龙头酒企，选取天佑德酒、伊力特、今世缘、迎驾贡酒作为公司的可比公司进行比较，四家公司均为地产强势品牌，且致力于加强全国化布局，与公司发展特点具有相似性。公司当前估值水平位于历史低位，考虑公司全国化进程加速，未来估值有望提升。

图34: 金徽酒未来1年 P/E Band



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表6: 可比公司估值表

证券代码	证券简称	股价		EPS			P/E			
		12月28日	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
002646	天佑德酒	13.2	0.16	0.23	0.37	0.51	82.44	57.35	35.65	25.86
600197	伊力特	21.2	0.35	0.68	0.92	1.20	60.46	31.12	23.00	17.63
603369	今世缘	46.6	1.62	2.00	2.51	3.12	28.77	23.30	18.57	14.94
603198	迎驾贡酒	64.4	2.13	2.82	3.53	4.34	30.24	22.84	18.25	14.84
平均值							50.48	33.65	23.87	18.32
603919	金徽酒	23.7	0.55	0.71	0.97	1.23	42.95	33.51	24.36	19.21

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

注: 天佑德酒、伊力特、今世缘、迎驾贡酒 EPS 数据为 wind 一致盈利预测

(三) 绝对估值

我们采用 FCFF 法分增长期 (2023-2025 年)、永续增长期 (2026 年及以后) 对公司进行绝对估值, 主要参数设定及依据如下表所示。在加权平均资本成本 (WACC) 正负波动 0.2%、永续增长率 (g) 正负波动 0.2% 的情况下, 公司合理每股价值区间为 30.89-40.76 元, 对应市值区间为 157-207 亿元。

表7: FCFF 估值参数假设及说明

假设数值	假设数值依据说明	
无风险利率 Rf=	2.55%	取十年期国债收益率 (中国外汇交易中心, 2023/12/28)
市场预期收益率 Rm=	4.50%	沪深 300 十年平均收益率
贝塔系数 β =	1.13	取公司近三年相对沪深 300 的 Beta
债务资本比重 Wd=	0.46%	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益)
债务资本成本 Kd=	4.75%	取中国人民银行 1-5 年中长期贷款利率
加权平均资本成本 WACC=	4.75%	加权平均资本成本, 计算可得
税率=	11%	参照 2019-2021 年公司实际所得税税率
永续增长率 g=	2%	假设公司永续增长率 2%
无风险利率 Rf=	2.55%	取十年期国债收益率 (中国外汇交易中心, 2023/12/28)

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表8: FCFF 估值敏感性分析

永续增长率 (g)	加权平均资本成本 (WACC)						
	4.15%	4.35%	4.55%	4.75%	4.95%	5.15%	5.35%
1.4%	35.30	33.01	31.00	29.24	27.68	26.28	25.02
1.6%	37.88	35.23	32.95	30.95	29.19	27.63	26.23

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

1.8%	40.91	37.81	35.17	32.89	30.89	29.13	27.58
2.0%	44.50	40.83	37.74	35.11	32.83	30.83	29.08
2.2%	48.82	44.41	40.76	37.68	35.04	32.77	30.78
2.4%	54.13	48.73	44.33	40.68	37.61	34.98	32.71
2.6%	61.26	54.47	49.08	44.69	41.04	37.97	35.35

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

五、风险提示

消费需求恢复不及预期的风险，省内品牌竞争加剧的风险，省外市场扩张不及预期的风险。

图表目录

图 1: 金徽酒营业收入（百万元）和同比增速（右）	4
图 2: 金徽酒净利率、毛利率、销售费用率变化趋势	4
图 3: 金徽酒甘肃省内各区域销售收入（单位：百万元）	5
图 4: 金徽酒省外收入	5
图 5: 金徽酒甘肃省内外经销商数量变化	5
图 6: 金徽酒产品分档次收入占比	5
图 7: 2022 年甘肃白酒市场规模约 80 亿元	6
图 8: 2022 年甘肃白酒产量约 4.2 万千升	6
图 9: 2022 年甘肃白酒市场格局	6
图 10: 2022 年陇南市白酒产量增长提速	7
图 11: 2022 年公司白酒产量恢复	7
图 12: 甘肃省内地产酒格局	7
图 13: 2013-2022 年甘肃 GDP 增速较高	9
图 14: 2013-2022 年甘肃居民收入上升	9
图 15: 2019-2022 年甘肃省固定资产投资增加	9
图 16: 2010-2023 年甘肃省签约投资项目增加	9
图 17: 甘肃省内主销产品	10
图 18: 各区域强势酒企在所在省份市占率情况	11
图 19: 公司高档白酒增速较高	11
图 20: 公司毛利率水平较高	12
图 21: 公司 16-22 年吨价涨幅较高	12
图 22: 甘肃省内地产酒主要价格带和公司产品主流价格带对比	12
图 23: 公司甘肃省外扩张进程	13
图 24: 公司能量系列产品概览	14
图 25: 公司能量系列两次升级	15
图 26: 公司“核心门店”运营模式	15
图 27: 公司金徽老窖系列产品	16
图 28: 公司省外经销商数量持续增加	17
图 29: 2022 年公司在华东市场大规模招聘	17
图 30: 公司在华东十余个城市开展首席品鉴活动	17
图 31: 2022-2023 年公司在华东市场进行密集广告投放	17
图 32: 公司销售费用率情况	18
图 33: 公司广告宣传费用	18
图 34: 金徽酒未来 1 年 P/E Band	20

表格目录

表 1: 股权激励目标	4
表 2: 甘肃省内各价格带白酒产品情况	8
表 3: 甘肃省内各价格带白酒收入占比测算	9
表 4: 甘肃省内各价格带白酒收入占比测算	11
表 5: 金徽酒盈利预测关键假设	19
表 6: 可比公司估值表	20

表 7: FCFF 估值参数假设及说明	20
表 8: FCFF 估值敏感性分析	20

附录：
(一) 公司财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2385.68	2831.69	3379.67	4014.44	营业收入	2011.73	2561.46	3137.71	3748.10
现金	810.13	907.57	1132.45	1372.57	营业成本	748.70	932.45	1113.89	1311.84
应收账款	6.48	8.54	10.46	12.49	营业税金及附加	294.12	377.57	458.11	547.22
其它应收款	11.06	14.23	17.43	20.82	营业费用	420.24	556.60	658.92	779.61
预付账款	6.69	8.39	10.02	11.81	管理费用	217.32	265.03	313.77	356.07
存货	1512.42	1851.95	2165.89	2550.79	财务费用	-12.54	-20.00	-25.02	-25.98
其他	38.89	41.01	43.42	45.96	资产减值损失	-0.06	0.00	0.00	0.00
非流动资产	1709.78	1692.11	1671.76	1647.03	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.19	0.19	0.19	0.19	投资净收益	0.06	0.00	0.00	0.00
固定资产	1443.19	1412.41	1379.50	1344.93	营业利润	313.70	414.21	570.29	719.38
无形资产	198.78	198.78	198.78	198.78	营业外收入	1.73	2.00	2.00	2.00
其他	67.63	80.73	93.29	103.13	营业外支出	12.56	16.43	17.00	17.00
资产总计	4095.46	4523.80	5051.43	5661.47	利润总额	302.87	399.78	555.29	704.38
流动负债	905.11	1127.42	1368.90	1625.45	所得税	23.67	45.30	61.09	77.92
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	279.20	354.48	494.20	626.46
应付账款	144.42	181.31	216.59	255.08	少数股东损益	-1.04	-4.71	0.00	0.00
其他	760.70	946.11	1152.31	1370.37	归属母公司净利润	280.24	359.19	494.20	626.46
非流动负债	39.30	43.03	48.03	52.03	EBITDA	416.32	486.86	640.62	792.13
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.55	0.71	0.97	1.23
其他	39.30	43.03	48.03	52.03					
负债合计	944.42	1170.45	1416.93	1677.48	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	1.04	-3.67	-3.67	-3.67	营业收入	12.49%	27.33%	22.50%	19.45%
归属母公司股东权益	3150.00	3357.02	3638.17	3987.66	营业利润	-21.74%	32.04%	37.68%	26.14%
负债和股东权益	4095.46	4523.80	5051.43	5661.47	归属母公司净利润	-13.73%	28.17%	37.58%	26.76%
					毛利率	62.78%	63.60%	64.50%	65.00%
					净利率	13.93%	14.02%	15.75%	16.71%
					ROE	8.90%	10.70%	13.58%	15.71%
					ROIC	8.72%	9.95%	12.86%	15.00%
					资产负债率	23.06%	25.87%	28.05%	29.63%
					净负债比率	29.97%	34.90%	38.99%	42.11%
					流动比率	2.64	2.51	2.47	2.47
					速动比率	0.92	0.83	0.86	0.87
					总资产周转率	0.51	0.59	0.66	0.70
					应收帐款周转率	256.48	341.01	330.33	326.59
					应付帐款周转率	5.66	5.73	5.60	5.56
					每股收益	0.55	0.71	0.97	1.23
					每股经营现金	0.63	0.70	1.06	1.22
					每股净资产	6.21	6.62	7.17	7.86
					P/E	44.42	34.66	25.19	19.87
					P/B	3.95	3.71	3.42	3.12
					EV/EBITDA	30.73	23.77	17.72	14.03
					P/S	6.19	4.86	3.97	3.32

数据来源：公司数据 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘来珍，食品饮料行业分析师。上海交通大学金融学硕士，7年食品饮料和其他消费品行业证券研究经验，重点覆盖酒类板块以及部分非酒标的。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn