

陇上美酒，C端置顶

——金徽酒（603919）首次覆盖报告

增持|首次推荐

报告要点：

● 金徽酒：甘肃领先酒企，深耕西北、布局全国

1) 甘肃领先酒企。公司是我国甘肃省领先酒企，地处秦岭腹地、嘉陵江畔，毗邻世界自然遗产九寨沟。2022年，公司收入/归母净利润为 20.12/2.80 亿元，2011-2022 年 GAGR 分别为 10.27%/11.41%。23Q1-3，公司收入/归母净利润为 20.19/2.73 亿元，同比+29.32%/+27.55%。

2) 亚特集团重获公司控制权。2022年9-11月，海南豫珠向亚特集团转让金徽酒 8%股份、豫园股份向亚特一致行动人陇南科立特转让金徽酒 5%股份，亚特集团重获公司控制权，控制公司 26.57%股权，实控人为李明先生。

● 甘肃白酒市场规模约 70-80 亿元，地产酒较强势

1) 2022年，甘肃白酒市场规模约 70-80 亿元。甘肃地产酒较强势，根据乐酒圈数据，2020年，省内市占率前三均为地产酒，金徽酒市占率领先，省内市占率约达 24%。目前，甘肃主流白酒价格带为 30-60 元，未来仍存提升空间。

2) 西北五省白酒市场规模约 400 亿元，其中陕西省市场规模最大，约达 150 亿元。西北酒企得益于多年深耕、运输成本优势（西北地广人稀，外来酒企运输成本高）及区域对本地酒企的偏好等因素，各省/自治区都有强势的地方酒企。金徽酒 2022 年的收入规模位居甘肃酒企第一、西北酒企第二。

● 公司省内基本盘稳固，全国化加速

1) 公司省内市占率约 24%，深度分销+大客户运营双轮驱动。2020 年下半年，公司向“深度分销+大客户运营”双轮驱动模式发展，以省会兰州为切入点，按区域划分罗列省内所有规模以上企业，与经销商一起 BC 联动开拓大客户资源，增强密集度，进一步提升省内市占率。

2) 全国化提速，布局环甘肃+华东+北方市场。公司在夯实甘肃省内根据地市场的同时，积极拓展西北市场，新开发华东市场、北方市场，并发力互联网市场。2022 年，公司省外收入达 4.64 亿元，17-22 年收入 CAGR 达 33.90%，占比从 17 年的 8.10%提升至 22 年的 23.09%。

● 引入外部知名咨询公司，产品、营销打法清晰

公司引入波士顿（BCG）、美世等国际领先咨询公司，对公司发展中战略执行、业务变革、工作流程、运营机制和管理能力存在的问题进行系统梳理和提升，形成系统性打法：

1) 产品定位明确，组织结构清晰。公司主要以年份系列、柔和金徽、星级系列布局省内全价位带，以老窖系列、能量金徽、金奖系列分别切入华东、北方及环甘肃、县城乡镇市场。

2) 组合营销打法，树立品牌认知。公司通过“广宣投放+事件营销+消费者互动+影响力客户工程”组合营销打法，打造品牌势能，提升影响力。

● 盈利预测及投资建议

我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 3.74/4.94/6.35 亿元，同比增长 33.50%/32.12%/28.53%，对应 3 月 11 日 PE29/22/17 倍（市值 107 亿元），给予“增持”评级。

● 风险提示

省外拓展不及预期风险、产品结构升级不及预期风险、市场竞争过剧风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1788.40	2011.73	2542.06	3075.09	3664.73
收入同比(%)	3.34	12.49	26.36	20.97	19.17
归母净利润(百万元)	324.84	280.24	374.13	494.31	635.33
归母净利润同比(%)	-1.95	-13.73	33.50	32.12	28.53
ROE(%)	10.90	8.90	11.10	13.44	15.62
每股收益(元)	0.64	0.55	0.74	0.97	1.25
市盈率(P/E)	32.86	38.08	28.53	21.59	16.80

资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

基本数据

52周最高/最低价(元)：30.11 / 18.00

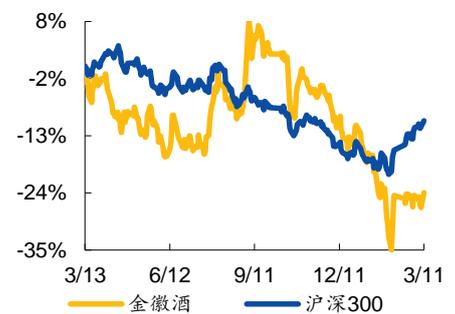
A股流通股(百万股)：507.26

A股总股本(百万股)：507.26

流通市值(百万元)：10672.75

总市值(百万元)：10672.75

过去一年股价走势



资料来源：Wind、Iifind、国元证券研究所整理

相关研究报告

报告作者

分析师 邓晖
执业证书编号 S0020522030002
电话 021-51097188
邮箱 denghui1@gyzq.com.cn

分析师 朱宇昊
执业证书编号 S0020522090001
电话 021-51097188
邮箱 zhuyuhao@gyzq.com.cn

联系人 单蕾
电话 021-51097188
邮箱 shanlei@gyzq.com.cn

目 录

1.甘肃领先酒企，深耕西北、布局全国	4
1.1 甘肃领先酒企，历史源远流长.....	4
1.2 实控人亚特集团控制公司 26.57%股权	5
1.3 产品结构持续优化，价增引领增长	6
2.甘肃白酒市场规模约 70-80 亿元，地产酒较强势.....	8
2.1 白酒行业呈挤压式增长，结构持续优化	8
2.2 甘肃白酒市场规模约 70-80 亿元.....	9
2.3 西北五省白酒市场规模约 400 亿元.....	11
3.产品结构升级，加快省外市场扩张.....	12
3.1 组合拳打出省外市场	12
3.2 “深度分销+大客户运营”双轮驱动，提升省内市占率.....	13
3.3 产品结构持续升级.....	14
3.4 产能充足，支撑未来增长	15
4.历史积淀深厚，产品、营销打法清晰.....	16
4.1 地理禀赋优越，历史积淀深厚.....	16
4.2 产品定位明确，组织结构清晰.....	17
4.3 组合营销打法，树立品牌认知.....	19
4.4 管理团队风雨同舟，全面推进“二次创业”	20
5.盈利预测及投资建议	21
5.1 盈利预测	21
5.2 投资建议	22
6.风险提示.....	22

图表目录

图 1：公司收入、归母净利及增速	6
图 2：公司白酒总销量及增速	6
图 3：公司白酒平均单价及增速.....	6
图 4：公司分渠道收入占比变动.....	6
图 5：公司经销商数量及增速	7
图 6：公司单个经销商收入体量及增速.....	7
图 7：公司毛利率及净利率	7
图 8：公司费用率情况	7
图 9：公司所得税/利润总额	8
图 10：我国白酒行业收入、利润及增速.....	9
图 11：我国白酒行业利润水平（%）	9
图 12：我国白酒年产量（规上）及增速.....	9
图 13：我国不同档次白酒均价波动情况（%）	9
图 14：甘肃白酒市场竞争格局（2020 年，%）	10

图 15: 甘肃省本地白酒品牌众多但规模较小	10
图 16: 公司分地区收入占比变动 (%)	12
图 17: 公司分地区经销商数量及增速	12
图 18: 公司省外收入及增速	13
图 19: 公司分地区经销商平均经销规模及增速	13
图 20: 公司省内收入及增速	13
图 21: 公司省内经销商数量及增速	13
图 22: 公司分档次白酒收入占比变动 (%)	14
图 23: 公司分档次白酒收入及增速	14
图 24: 公司分档次白酒销量及增速	14
图 25: 公司分档次白酒单价及增速	14
图 26: 公司分地区销量及增速	15
图 27: 公司分地区单价及增速	15
图 28: 公司分档次白酒产品毛利情况 (万元, %)	15
图 29: 公司分地区白酒产品毛利情况 (万元, %)	15
图 30: 公司包装车间产能情况	16
图 31: 公司成品酒、半成品酒 (含基酒) 库存及增速	16
图 32: 公司地理位置图	16
图 33: 公司营销组织结构变动	17
图 34: 金徽酒“首席敬首席”品鉴会	20
图 35: 金徽之旅	20
表 1: 公司大事记	4
表 2: 公司近年控制权变动历程回顾	5
表 3: 公司前十大股东持股情况 (截至 2023Q3 末)	5
表 4: 公司费用率情况	7
表 5: 甘肃省白酒市场各价格带主流产品	11
表 6: 西北五省白酒市场情况	11
表 7: 公司省内产品矩阵	18
表 8: 公司省外产品矩阵	19
表 9: 公司董事及高管情况 (不含独立董事)	20
表 10: 公司收入拆分	21
表 11: 可比公司盈利预测及估值	22

1. 甘肃领先酒企，深耕西北、布局全国

1.1 甘肃领先酒企，历史源远流长

甘肃领先酒企。公司是甘肃省白酒领先企业，地处秦岭腹地、嘉陵江畔，毗邻世界自然遗产九寨沟，“金徽酒”是全国首批获准注册的八大国酒品牌之一，代表产品有金徽 28、金徽 18、世纪金徽星级、柔和金徽、能量金徽、金徽老窖等。回顾公司发展历史，主要可分为 3 个阶段：

1) 酒厂成立，几经改制。1951 年，甘肃徽县酒厂成立，是国内建厂最早的中华老字号白酒酿造企业之一。20 世纪 90 年代后，受多方面因素影响，公司两次陷入破产危机，几经改制。

2) 亚特集团入主，开启发展快车道。2009 年，亚特集团设立金徽有限，收购了甘肃金徽白酒相关资产和业务，实现资源整合，突出白酒业务，迎来发展快车道。2007 年公司全年销售额不足亿元，到 2012 年已突破 10 亿元。2016 年，金徽酒成功登陆上交所，开启发展新征程。

3) 产品结构升级，开启全国化。上市后，公司持续推动产品结构升级，上市以来高档酒收入占比实现翻倍以上增长；同时，公司加快省外市场拓展，2022 年省外收入占比已达 23%（2016 年仅为 8%）。

表 1：公司大事记

时间	事件
2022 年	海南豫珠向亚特集团转让金徽酒 8% 股份、豫园股份向陇南科立特转让金徽酒 5% 股份，亚特集团重获公司控制权。
2021 年	金徽酒在上海和江苏分别成立销售公司，其中上海销售公司主要负责复星生态体系内金徽产品的销售，江苏销售公司主要负责江苏、浙江、河南、山东和江西五个省区的渠道销售，标志金徽华东市场全面启动。
2020 年	复星集团先后通过豫园股份以协议转让和要约收购方式控股金徽酒。
2019 年	公司制定发布《五年发展战略规划纲要（2019-2023）》，并且全面启动“二次创业”。
2018 年	公司生产的金徽正能量一号酒在 2018 比利时布鲁塞尔国际烈性酒大赛中荣获金奖。
2016 年	金徽酒登陆上交所。
2012 年	公司全年销售额从 2007 年不足亿元到 2012 年突破 10 亿元，成为西北白酒强势品牌。 金徽有限变更为金徽股份。
2011 年	亚特将其持有的 10% 的股权以 2200 万的价格转让给众惠投资，用于高管持股，提高员工积极性。
2009 年	亚特集团出资设立徽县金徽酒业有限公司，收购甘肃金徽白酒经营相关的资产和业务，实现资源整合，突出白酒主业，专心做大白酒业务。
2006 年	甘肃金徽再次出现产品销售不畅、贷款难以回收、资金周转困难及职工工资无法发放的局面。为解决企业困境，亚特控股甘肃金徽（持股比例提升至 99%），并派出管理团队接管企业经营。
2005 年	甘肃金徽酒业集团有限责任公司收购陇酒集团破产资产。
2004 年	陇南市中级人民法院宣告陇酒集团破产。 亚特收购甘肃金徽 40% 股权，但未参与其经营管理。
90 年代	由于经营管理不善，陇酒集团生产经营陷入困境。
1997 年	陇酒集团（前身为陇南春酒厂）整体改组为国有独资企业。
1960 年	“金徽酒”成为全国首批获准注册的八大国酒品牌之一。
1951 年	在永盛源、万盛魁、宽裕成等白酒（烧酒）作坊的基础上，甘肃省徽县酒厂组建成立。

资料来源：公司公告、公司官网、甘肃日报、酒业时报、Wind、国元证券研究所整理

1.2 实控人亚特集团控制公司 26.57%股权

亚特集团 2022 年重获公司控制权。2020 年，复星集团先后通过豫园股份以协议转让和要约收购的方式控股金徽酒。2022 年，海南豫珠向亚特集团转让金徽酒 8%股份、豫园股份向亚特集团一致行动人陇南科立特转让金徽酒 5%股份，亚特集团重获公司控制权。

表 2：公司近年控制权变动历程回顾

时间	事件
2022 年 9-11 月	海南豫珠向亚特集团转让其持有的金徽酒 8.00%股份、豫园股份向陇南科立特转让其持有的金徽酒 5.00%股份，转让价格均为 29.38 元/股，豫园股份、海南豫珠合计转让 6,594.38 万股，占公司总股本的 13.00%。交易完成后，亚特集团及其一致行动人共持有公司 26.57%股权，豫园股份持股比例下降至 25.00%。公司控股股东从豫园股份变更为亚特集团。
2020 年 10 月	海南豫珠要约收购公司 8%股权，要约价格为 17.62 元/股。交易完成后，豫园股份及其一致行动人海南豫珠持股比例达 38.00%。
2020 年 8 月	亚特集团以 12.07 元/股的价格向豫园股份转让 1.52 亿股，占总股本的比例约为 30.00%，总对价为 18.37 亿元。交易完成后，豫园股份成为公司新控股股东。

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

实控人李明先生控制公司 26.57%股权。公司控股股东为亚特集团，其及其一致行动人陇南科立特共持有公司 26.57%股权（截至 2023Q3）。公司实控人为李明先生，持有亚特集团 98%股权。

表 3：公司前十大股东持股情况（截至 2023Q3 末）

序号	股东名称	股东介绍	持股数量 (万股)	占总股本比例 (%)
1	甘肃亚特投资集团有限公司	公司控股股东，其实控人为李明先生，持有亚特集团 98%股权	10,940	21.57%
2	上海豫园旅游商城(集团)股份有限公司	其实控人为郭广昌先生	10,145	20.00%
3	陇南众惠投资管理中心(有限合伙)	管理人员持股平台，其普通合伙人朝阳、有限合伙人周世斌和张世新均为亚特集团及其控制企业的主要管理人员	2,906	5.73%
4	陇南科立特投资管理中心(有限合伙)	亚特集团一致行动人	2,536	5.00%
5	济南铁晟叁号投资合伙企业(有限合伙)	持有的 5%的公司股份来自 2023/9/4 豫园股份协议转让	2,536	5.00%
6	陇南怡铭投资管理中心(有限合伙)	管理人员持股平台，怡铭投资合伙人主要为亚特集团及其控制企业的管理人员	1,599	3.15%
7	陇南乾惠投资管理中心(有限合伙)	管理人员持股平台	1,599	3.15%
8	招商中证白酒指数证券投资基金	-	1,226	2.42%
9	香港中央结算有限公司	-	942	1.86%
10	中央企业乡村产业投资基金股份有限公司	-	569	1.12%
11	合计	-	34,998	69.00%

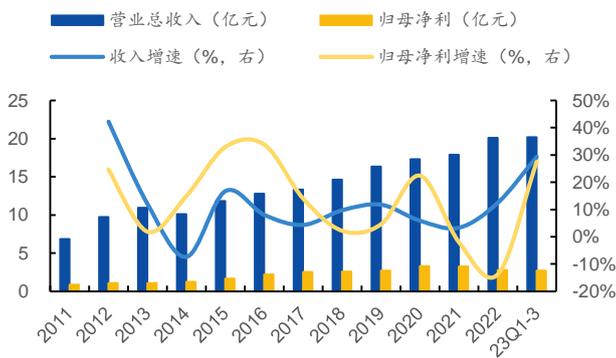
资料来源：公司公告、Wind、国元证券研究所整理

1.3 产品结构持续优化，价增引领增长

收入增长主要来自价增驱动。2022年，公司总收入/归母净利分别为20.12/2.80亿元，2011-2022年CAGR分别为10.27%/11.41%。2023年前三季度，公司总收入/归母净利分别为20.19/2.73亿元，同比+29.32%/+27.55%。分量价来看，2022年，公司白酒产品总销量为1.40万千升，单价为70.58元/500ML，2011-2022年销量/单价CAGR分别为0.85%/9.19%。

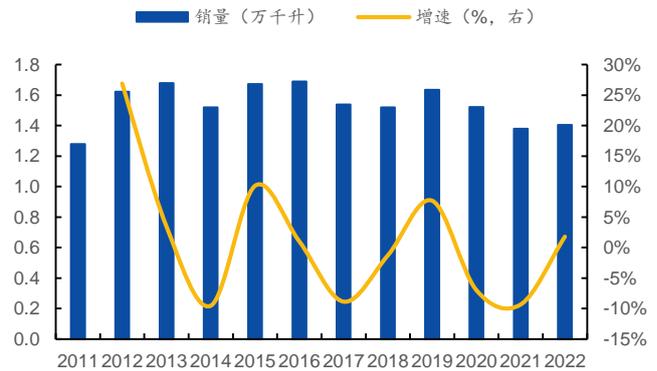
经销模式收入占比超90%。2022年，公司直营、经销收入分别为0.89、18.92亿元，2017-2022年收入CAGR分别为6.22%、8.35%，公司主要通过经销模式销售。

图1：公司收入、归母净利及增速



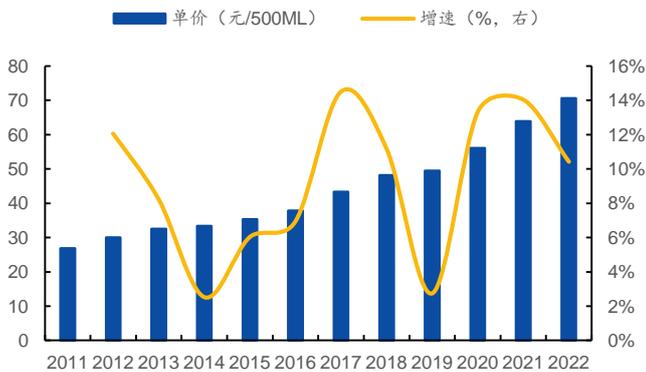
资料来源：公司公告、Wind、国元证券研究所整理

图2：公司白酒总销量及增速



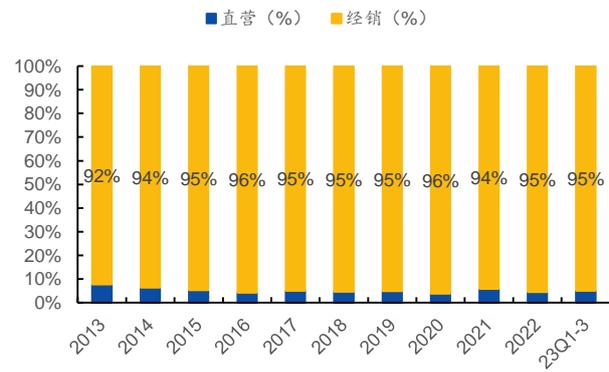
资料来源：公司公告、Iifind、国元证券研究所整理

图3：公司白酒平均单价及增速



资料来源：公司公告、Iifind、国元证券研究所整理

图4：公司分渠道收入占比变动



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

经销商数量逐年增长。2022年末，公司经销商数量达736个，单个经销商平均规模为257.04万元，二者2017-2022年CAGR分别为16.57%、-7.04%，单个经销商平均规模下降主要由于新增的省外新经销商尚处于培育期，经销规模尚较小。

图 5：公司经销商数量及增速



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

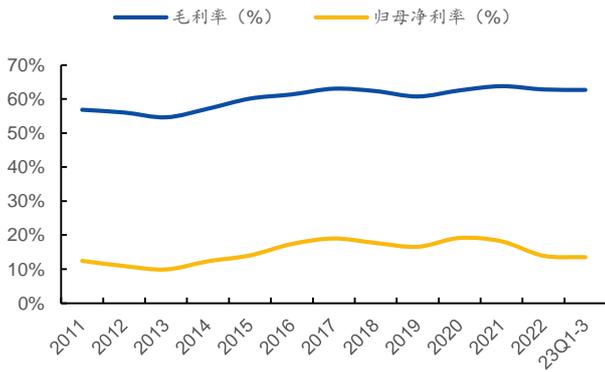
图 6：公司单个经销商收入体量及增速



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

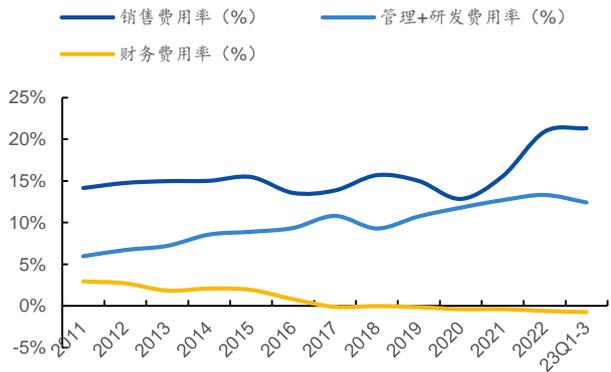
盈利能力：近 5 年，公司毛利率在 61-64% 间波动，净利率在 14-19% 间波动。

图 7：公司毛利率及净利率



资料来源：公司公告、Wind、国元证券研究所整理

图 8：公司费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国元证券研究所整理

公司 2021-2022 年加大消费者培育及品牌建设，销售费用率呈现提升趋势。2020-2022 年，公司销售费用率分别为 12.84%、15.55%、20.89%，2021 年、2022 年销售费用率提升主要由于公司加大消费者培育互动及品牌建设，广告宣传费用、工资薪酬、业务推广费有所增加。

引入外部咨询机构，管理费用率有所提升。近些年，公司管理费用率有所提升，主要由于折旧摊销、职工薪酬及咨询项目费用增加。

表 4：公司费用率情况

序号	费用率	费用率细分项	2018	2019	2020	2021	2022
1	销售费用率		15.69%	14.99%	12.84%	15.55%	20.89%
2	细分来看：	广告宣传费	5.28%	4.40%	4.16%	4.77%	5.60%
3		工资薪酬及社保	3.96%	4.46%	4.91%	6.12%	7.22%
4		运输装卸费	1.93%	1.98%	0.39%	0.62%	0.75%
5		业务推广费	2.01%	2.26%	1.51%	1.34%	4.66%

序号	费用率	费用率细分项	2018	2019	2020	2021	2022
6		折旧费	0.12%	0.12%	0.10%	-	-
7		业务招待费	0.78%	0.64%	0.73%	1.02%	1.12%
8		办公会务费	0.68%	0.36%	0.42%	0.61%	0.24%
9		差旅费	-	-	-	0.68%	0.74%
10		其他	0.93%	0.77%	0.62%	0.39%	0.54%
11	管理费用率		8.73%	8.97%	9.46%	10.05%	10.80%
12	细分来看：	职工薪酬及社保	4.70%	4.54%	4.02%	4.07%	4.73%
13		折旧及摊销	2.24%	2.20%	3.17%	3.45%	3.04%
14		咨询中介费	0.22%	0.23%	0.29%	0.53%	0.78%
15		办公会务费	0.31%	0.28%	0.31%	0.39%	0.46%
16		租赁及水电费	0.23%	0.40%	0.48%	0.43%	0.51%
17		汽车费用	0.14%	0.12%	0.12%	0.14%	0.13%
18		业务招待费	0.09%	0.07%	0.10%	0.24%	0.33%
19		其他	0.80%	1.16%	0.97%	0.80%	0.83%

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

公司实际所得税率下降。2021年，公司旗下西藏实业公司取得税收优惠，按15%的税率征收企业所得税，同时，西藏实业公司适用在2021年1月1日至2030年12月31日期间，暂免征收企业应缴纳的企业所得税中属于地方分享的部分，期间按9%的税率征收企业所得税，使得公司实际所得税率下降。2022年，母公司金徽酒股份有限公司取得高新技术企业所得税优惠政策，2022-2024年期间按15%的税率征收企业所得税，公司实际所得税率进一步下降。

图9：公司所得税/利润总额



资料来源：公司公告、Ifind、国元证券研究所整理

2. 甘肃白酒市场规模约70-80亿元，地产酒较强势

2.1 白酒行业呈挤压式增长，结构持续优化

白酒行业呈挤压式增长。2013年后，白酒行业发展呈挤压式增长，低端产能出清，龙头企业市场份额占比提升。2022年，中国规上白酒企业收入为6626.45亿元，17-

22年 CAGR 为 10.69%，收入增长主要来自价格提升，2022 年，我国规上白酒产量为 671.2 万千升，17-22 年 CAGR 为 -1.32%，推算 17-22 年单价 CAGR 为 12.18%。

图 10：我国白酒行业收入、利润及增速



资料来源：国家统计局、中国酒业协会、国元证券研究所整理

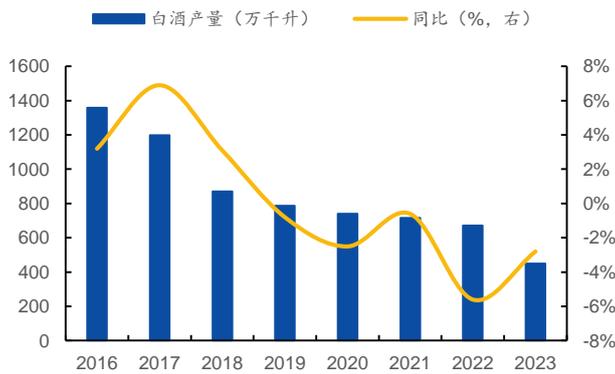
图 11：我国白酒行业利润水平 (%)



资料来源：国家统计局、中国酒业协会、国元证券研究所整理

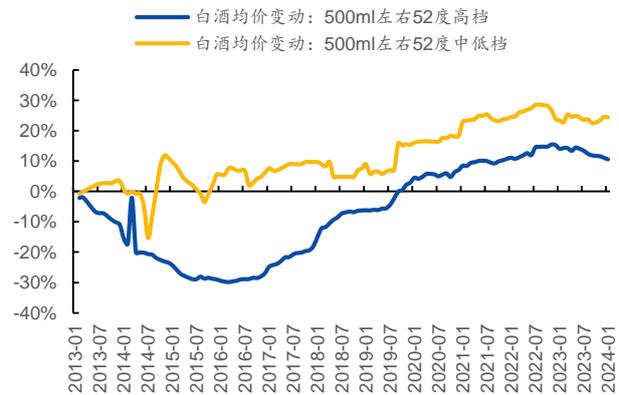
2023 年以来，中档及大众白酒均价较为坚挺。据发改委对全国 36 大中城市消费品价格统计数据显示，2024 年 1 月，高档白酒均价为 1,231 元/500ml，较 22 年末均价下降约 4%，中档及大众白酒均价为 179 元/500ml，23 年以来均价较为坚挺。

图 12：我国白酒年产量（规上）及增速



资料来源：Wind、国家统计局、国元证券研究所整理

图 13：我国不同档次白酒均价波动情况 (%)



资料来源：Wind、国家发改委、国元证券研究所整理

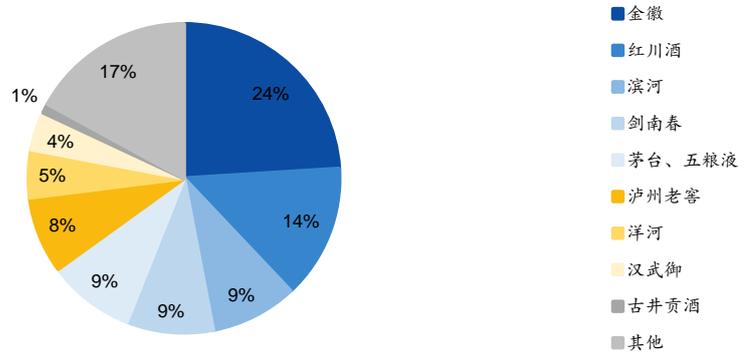
2.2 甘肃白酒市场规模约 70-80 亿元

2022 年甘肃白酒市场规模约 70-80 亿元。甘肃是典型浓香白酒消费市场，根据酒说数据，2022 年，甘肃整体白酒销售市场规模约 70-80 亿元。

1) 2022 年甘肃省白酒生产企业年销售额约 55 亿元。根据甘肃经济日报数据，2022 年，甘肃省白酒生产企业 137 户，年销售额约 55 亿元，其中年销售额上亿元的有金徽（年销售额 22.7 亿元）、滨河（12.5 亿元）、红川（12.3 亿元）、五谷传奇、古河州、皇台等品牌酒。

2) 2022 年省外白酒品牌在甘销售额约 35 亿元。根据甘肃经济日报数据，2022 年，甘肃省外共有 200 多个酒类品牌在甘肃省销售，年总销售额约为 35 亿元。

图 14：甘肃白酒市场竞争格局（2020 年，%）



资料来源：乐酒圈、国元证券研究所整理

从甘肃省内竞争格局看：名酒把控高端市场，次高端及大众市场上地产酒较强势。

1) 高端市场由外来名酒把控，2020 年，茅五泸在甘肃省的市占率约为 17%。根据甘肃经济日报数据，2022 年，甘肃省共有酒类批发和零售企业约 7 万户，酒类从业人员约 25 万人，其中全省销售额上亿元的 6 户酒类流通企业，均是茅台、五粮液、国窖等全国知名品牌酒在甘经销商。

2) 次高端市场中，金徽酒、滨河、红川等本地酒，和剑南春、洋河等外来名酒同台竞争。

3) 大众市场中，本地酒占据主导地位，甘肃省内白酒品牌众多，几乎每个市县都有主导的地产酒品牌，但规模均较小。

图 15：甘肃省本地白酒品牌众多但规模较小



资料来源：乐酒圈、国元证券研究所整理

甘肃省主流白酒消费价格带为 30-60 元。甘肃地处中国西北部，2022 年常住人口数量 2492 万，GDP1.12 万亿，人均 GDP4.50 万元，在全国排名靠后。从消费单价来看，甘肃省内主流消费价格带仍处于百元以下。

表 5：甘肃省白酒市场各价格带主流产品

价位	省内品牌	省外品牌
500 元以上	金徽二十八年、滨河九粮液二十年	飞天茅台、五粮液、国窖 1573、红花郎、青花汾酒 30、剑南春、水井坊、洋河 M9/M6、国缘 V6/V9、舍得
300-500 元	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	青花汾酒 20、梦之蓝/天之蓝、西凤三十年、汉酱、仁酒、五粮特曲
100-300 元	世纪金徽五星、柔和金徽 H3/H6、滨河九粮液、汉武御五星、沙窖、古河洲一品、红川五星、金成州	茅台王子酒/迎宾酒、五粮春、郎酒 1912 (Z6)、老白汾、海之蓝、金六福四星/五星、小糊涂仙、习酒、衡水老白干、古井贡酒
30-100 元	世纪金徽三星/四星、特曲等、九粮滨河、九粮醇、古河洲二品、红川三星/四星/特曲	泸州老窖精品头曲/二曲、尖庄、五粮醇、老郎酒、经典贵宾郎、洋河大曲、剑南娇子、西凤老酒、今世缘
30 元以下	世纪金徽二星、金徽陈酿、滨河蓝特液、古河洲双支牡丹、好日子、红川曲酒	西凤家乐酒、老村长、兰陵特酿、牛栏山、红星二锅头

资料来源：乐酒圈、国元证券研究所整理

2.3 西北五省白酒市场规模约 400 亿元

西北五省地产酒较强势。从全国范围看，西北五省（陕西、甘肃、宁夏、青海、新疆）由于经济基础较薄弱，并非白酒的核心竞争市场。但是，西北酒企得益于在当地的多年深耕、运输成本优势（西北地广人稀，外来酒企运输成本高）及区域对本地酒企的偏好等因素，各省/自治区都有强势的地方酒企。

西北五省白酒市场容量约 400 亿元。根据兰州酒类同业协会数据，2022 年，西北五省白酒市场容量约 400 亿元。其中，陕西省白酒规模最大，整体规模约为 150 亿元。

表 6：西北五省白酒市场情况

序号	省份/自治区	省内情况
1	陕西	2022 年，陕西的西凤酒业营收 84 亿元，收入规模位居西北第一；陕西第二梯队白酒企业有柳林酒业、太白酒业、白水杜康，收入规模在 1-10 亿元；第三梯队白酒企业收入规模在 0.5-1 亿元。
2	甘肃	2022 年，甘肃的金徽酒酒类营收 19.81 亿元，收入规模位居甘肃第一、西北第二。甘肃本土白酒中，金徽、滨河九粮液、红川酒市占率领先。
3	新疆	2022 年，新疆的伊力特营收 15.94 亿元，收入规模位居新疆第一；新疆其他酒企肖尔布拉克、白杨老窖等的年销售额都在 5 亿以下，且基本只在本地销售。
4	宁夏	宁夏葡萄酒产量领先，但白酒企业实力较西北其他省/自治区弱，白酒产量不大，销售范围多仅限于宁夏自治区内。
5	青海	2022 年，青海的天佑德酒的青稞酒营收 8.32 亿元。青海省当地人更偏向于饮用青稞酒，青海省白酒市场销售额中，青稞酒占据了超过 50% 的份额；其中，青海省市场销售前三名青稞酒品牌是天佑德青稞酒、金塔青稞酒、西宁酒业。

资料来源：云头条、上市公司公告、Ifind、金融界、酒业家、人民网、乐酒圈、国元证券研究所整理

3.产品结构升级，加快省外市场扩张

3.1 组合拳打出省外市场

布局全国、深耕西北、重点突破。公司夯实甘肃省内根据地市场的同时，积极拓展西北市场，新开发华东市场、北方市场和互联网市场：

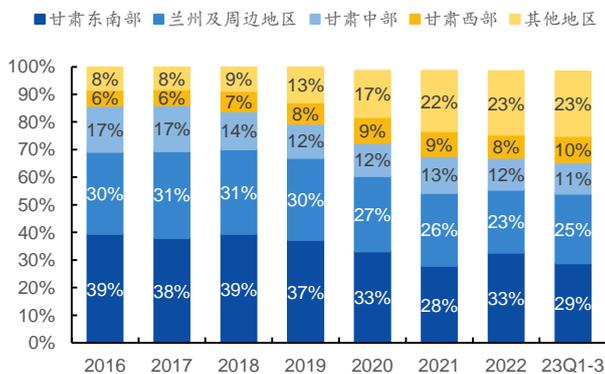
1) **依托甘肃区位优势，深耕西北市场。**依托甘肃坐中连六的区位优势，滚动发展环甘肃西北市场，树立并巩固样板市场，带动陕西、宁夏、青海、新疆市场销售额稳步提升。

2) **沪、苏成立销售公司，构建金徽酒华东市场新版图。**2021年10月，金徽酒在上海和江苏分别成立销售公司，其中，上海销售公司主要负责复星生态体系内金徽酒销售，以大客户运营和团购为主；江苏销售公司主要负责在华东五省（江苏、浙江、河南、山东和江西）的渠道销售工作，以团购为切入点在华东五省打造样板市场，主要产品为300-900元价格带的金徽老窖系列。

3) **呼和浩特成立销售公司，发力北方市场。**2022年9月，公司在呼和浩特成立销售公司，主要负责内蒙、北京、河北、天津和东北地区的品牌运营及市场营销工作，主要产品为100-400元价格带的能量金徽系列。

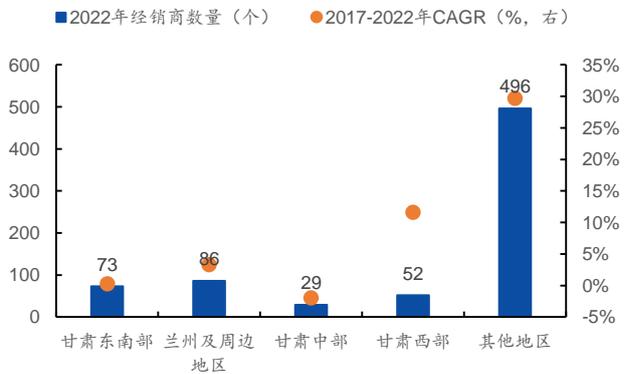
4) **成立互联网公司。**2022年4月，公司投资设立北京盛世金徽科技有限公司，专门负责金徽酒产品在互联网平台的营销工作，已在天猫商城、京东商城、拼多多、抖音平台、快手平台分别设立“金徽酒旗舰店”，在抖音和快手开启直播销售。2022年，公司线上收入达2,568万元，同比增长172.62%。

图 16：公司分地区收入占比变动（%）



资料来源：公司公告、Ifind、国元证券研究所整理

图 17：公司分地区经销商数量及增速



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

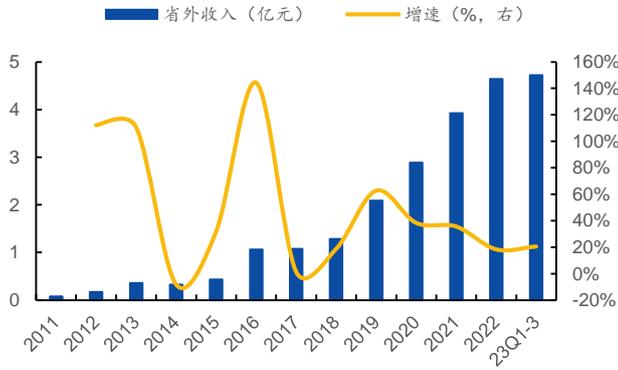
省外市场快速增长。2022年，公司省外收入达4.64亿元，2017-2022年收入CAGR达33.90%，收入占比从2017年的8.10%提升至2022年的23.09%。从经销商数量和体量来看：

1) **省外经销商数量快速增长。**2022年末，公司省外地区经销商数量为496个，2017-2022年CAGR为29.73%，高于省内经销商数量增速。

2) **省外经销商平均经销规模存继续提升空间。**我们估算，2022年，公司省外地区经

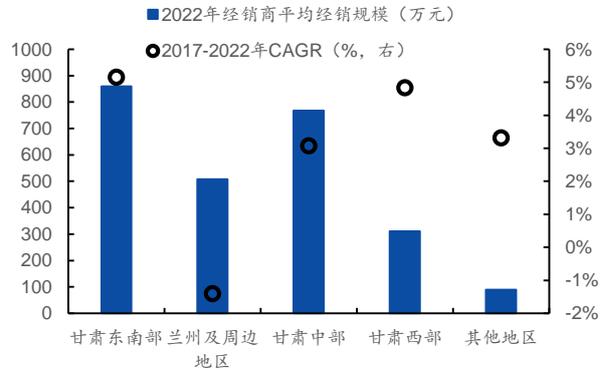
销商平均经销规模为 89.42 万元，2017-2022 年 CAGR 为 3.32%，目前省外经销商的平均经销规模低于省内经销商。

图 18：公司省外收入及增速



资料来源：公司公告、Iifind、国元证券研究所整理

图 19：公司分地区经销商平均经销规模及增速



资料来源：公司公告、Iifind、国元证券研究所整理

注：分地区平均经销规模由分地区收入×整体经销收入占比÷分地区经销商数量估算得到。

3.2 “深度分销+大客户运营”双轮驱动，提升省内市占率

资源向大客户倾斜，成立大客户部。2020 年下半年，公司在两阶段深度分销的基础上，向“深度分销+大客户运营”双轮驱动的模式发展，战略上“C 端置顶、终端运营”，服务方向由渠道端向消费端倾斜。公司以省会兰州为切入口，按区域划分罗列省内所有规模以上企业，与经销商一起 BC 联动开拓大客户资源，集中精力做大客户运营，围绕核心客户做金徽二十八年、金徽十八年品鉴赠饮，配合高端品鉴活动赋能大客户运营。

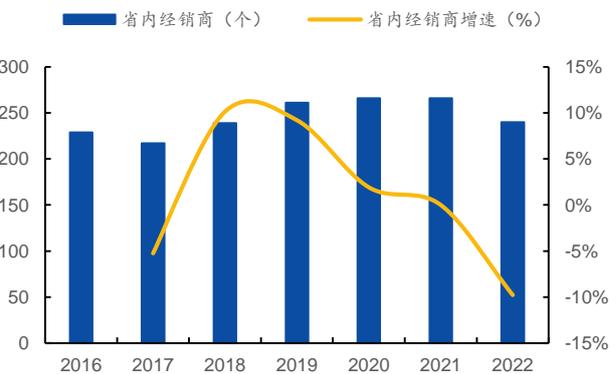
“深度分销+大客户运营”双轮驱动，提升省内市占率。在甘肃省内市场，公司坚持全覆盖、高占有，通过“大客户运营+深度掌控”，提升金徽酒品牌美誉度及忠诚度，增强大众消费领域密集度，持续提升甘肃第一品牌的领先地位。

图 20：公司省内收入及增速



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

图 21：公司省内经销商数量及增速



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

3.3 产品结构持续升级

产品结构持续优化。2022年，公司高档、中档、大众产品收入分别为12.67、6.81、0.34亿元，高档白酒收入占比达62.96%。从公司高端化节奏来看，2011-2016年间主要是大众白酒产品向中档白酒产品升级，2016年中档白酒产品收入占比高达67%；2016年至今，公司产品结构呈现中档白酒产品进一步向高档白酒产品升级的趋势，2022年，公司高档白酒产品收入占比达63%。

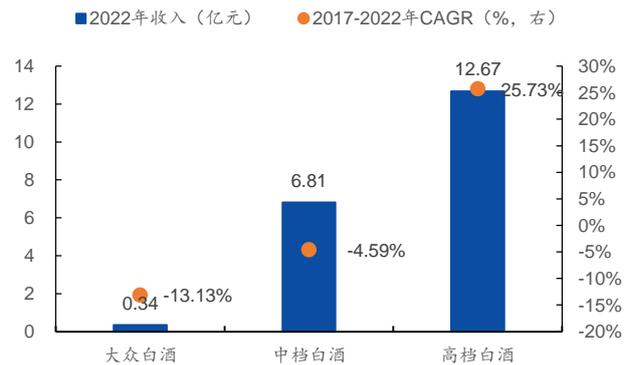
图 22：公司分档次白酒收入占比变动（%）



资料来源：公司公告、Ifind、国元证券研究所整理

注：大众产品指出厂价 30 元/500ml 以下的产品，主要代表有世纪金徽二星、金徽陈酿等；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、世纪金徽四星等；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、能量金徽系列等。

图 23：公司分档次白酒收入及增速

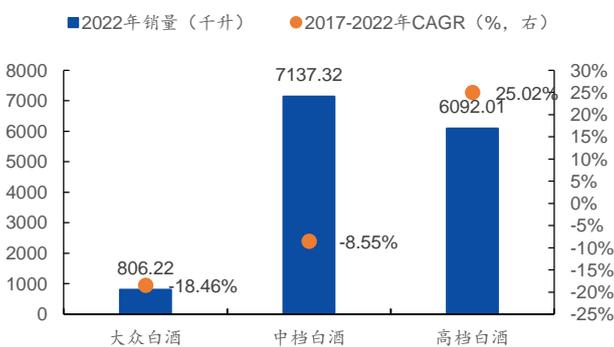


资料来源：公司公告、Ifind、国元证券研究所整理

高档酒销量占比存在继续提升空间，有望带动公司产品结构持续升级。2022年，公司高档酒收入、销量占比分别为63%、43%，近些年，高端酒销量增速领先于中档及大众酒增速，按此趋势，公司产品结构有望持续升级。

高档酒毛利率约70%，产品结构升级有望带动公司整体毛利率提升。公司高档酒毛利率较稳定，在70%左右波动；近些年，中档酒毛利率略有下滑，2022年中档酒毛利率为53.46%。随着产品结构继续优化，公司整体毛利率有望继续提升。

图 24：公司分档次白酒销量及增速



资料来源：公司公告、Ifind、国元证券研究所整理

图 25：公司分档次白酒单价及增速



资料来源：公司公告、Ifind、国元证券研究所整理

省外占比提升，有望带动公司产品结构持续升级。2022年，公司省外白酒产品单价为77.96元/500ML，高于省内产品单价；2017-2022年，随着公司省外战略推进，省外收入增速领先于省内，按此趋势，随着省外市场继续拓展，有望带动公司整体产品结构持续升级。

图 26：公司分地区销量及增速



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

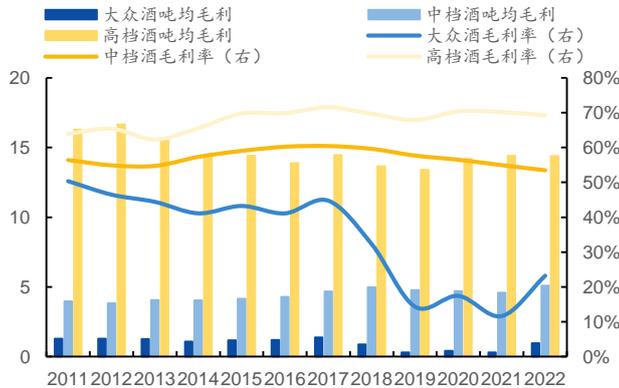
图 27：公司分地区单价及增速



资料来源：公司公告、Iifind、国元证券研究所整理

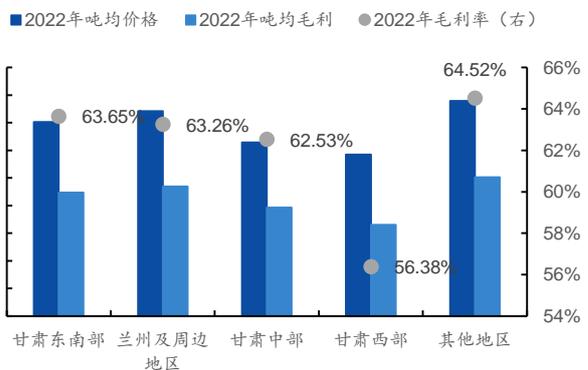
公司省外地区产品毛利率领先于省内。公司省外地区产品毛利率高于省内地区，主要由于省外销售中，高档产品占比较高（公司在省外的吨均单价领先于省内地区）。

图 28：公司分档次白酒产品毛利情况（万元，%）



资料来源：公司公告、Iifind、国元证券研究所整理

图 29：公司分地区白酒产品毛利情况（万元，%）



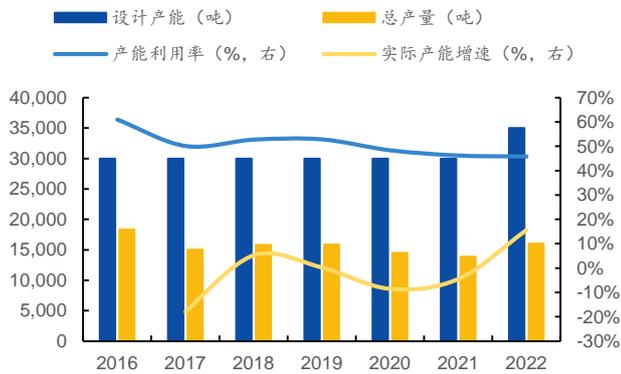
资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

3.4 产能充足，支撑未来增长

包装车间产能充足。从包装车间产能看，2022年，公司包装车间共有3.5万吨产能，产能利用率约为45.76%，包装产能充足，满足未来高档产品的生产需要。

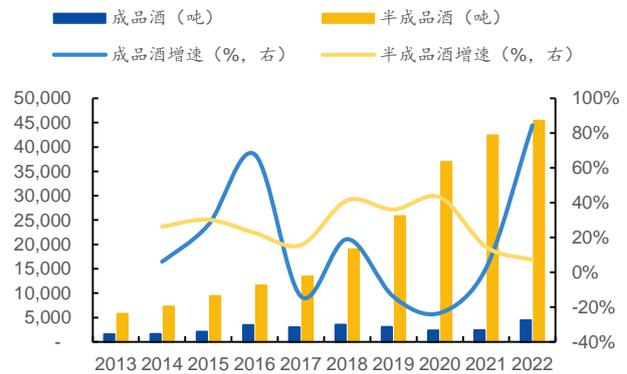
基酒充足，满足未来增长需求。近些年，公司半成品酒（含基酒）储备不断增长，2022年末，公司共有4.54万吨半成品酒（含基酒），按每年约1.5万吨的需求来看，仅目前的基酒就可满足未来3年的需求。

图 30：公司包装车间产能情况



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

图 31：公司成品酒、半成品酒（含基酒）库存及增速



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

4. 历史积淀深厚，产品、营销打法清晰

4.1 地理禀赋优越，历史积淀深厚

地理位置得天独厚，打造出独特品质产品。金徽酒地处长江上游、秦岭南麓，毗邻世界自然遗产九寨沟的陇南徽县。徽县属亚热带向北暖温带过渡性季风气候，气候温和湿润、雨量充沛、冬无严寒、夏无酷暑，空气湿润清新、水源清洁、植被茂密，被誉为“陇上江南”，由此形成了特色适宜酿酒的微生物菌系。同时，徽县坐拥长江流域嘉陵江水系资源，地下水水质优良，水体透明微甜呈天然的弱碱性，上好的酿酒用水保障了金徽酒的优良品质。在独特的酿酒环境下，金徽酒产品具有“生态酿造、低温甜润”的特有品质和“只有窖香、没有泥味”的典型风格。

图 32：公司地理位置图



资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

徽县酿酒历史悠久。徽县因其得天独厚的地理、气候及水域环境，农业种植发达，粮食资源丰富，较早开始发展酿酒业，逐步形成别具特色的烧酒文化。同时，徽县地处甘陕川交界要地，为入蜀必经之路，驿站客栈集聚，逐步形成西部酿酒产业。

金徽酒历史积淀深厚。据徽县《县志》记载，1134年，南宋抗金名将吴玠在徽县仙人关大胜金兵，众将士以头盔为盏，畅饮抒怀，得名“金盏酒”，吴玠以“何不称之金徽酒，徽者，美也”，改名为“金徽酒”。至明清时期，徽县已出现“永盛源”、“宽裕成”、“缙绅坊”、“恭信福”等规模较大、较为知名的白酒（烧酒）作坊。1951年，在“永盛源”等白酒（烧酒）作坊的基础上，“甘肃省徽县酒厂”组建成立。

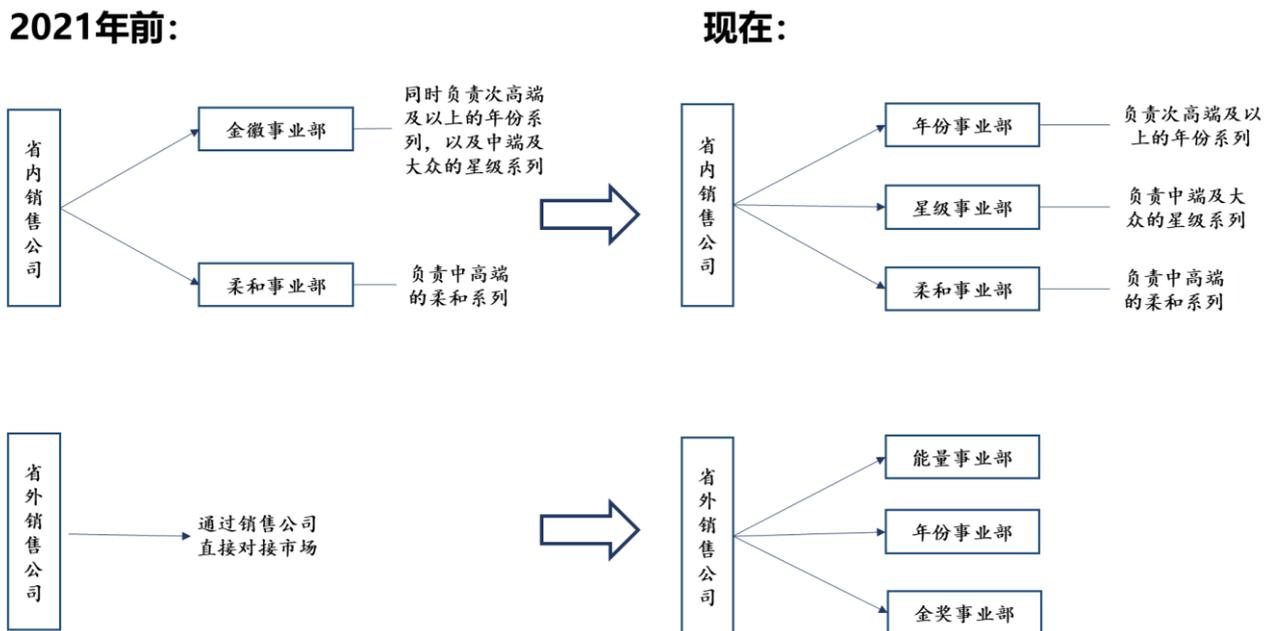
金徽酒产品品质优势突出。公司依靠天然生态环境，采用地下自然深循环山泉水、泥池古窖和国槐酒海柜藏等原生态酿造条件，在继承传统固态酿酒工艺基础上，通过低温入窖、低温发酵、缓火蒸馏、低温馏酒、国槐陈酿等工艺，从原料入厂到成品酒出厂全生产环节严格执行质量管理体系和 HACCP 体系，严格保证产品质量。秦岭是中国地理的南北分界线，也是南北文化的融合点，独特的地理位置和酿造工艺使金徽酒既具南方酒的丰满醇厚又有北方酒的芬芳净爽，形成了金徽酒低温甜润的独特风格，不仅继承发扬金徽酒传统特点，而且适应当代新兴消费群体需要。

4.2 产品定位明确，组织结构清晰

省内金徽事业部裂变为年份、星级事业部，进一步理清组织结构。2021年前，公司省内分为柔和事业部、金徽事业部，其中金徽事业部同时负责星级系列、年份系列的运营，考核划分不够清晰，且中档及大众产品与高档产品运作模式及思维有差异。2021年7月，公司将原金徽事业部裂变为年份、星级事业部，以产品为划分，建立起年份、柔和、星级产品3个事业部，将中低档酒和高档酒的运营划分开来。

省外营销组织架构变革，设立能量、年份、金奖事业部。过去公司省外由销售公司直接对接市场，而2022年针对西安销售公司，分产品裂变为能量、年份、金奖3个事业部，省外其他区域由于初步开拓或主销产品单一，暂未划分事业部。

图 33：公司营销组织结构变动



资料来源：公司公告、微酒、甘肃微发布、糖酒快讯、国元证券研究所整理

产品市场定位明确。目前，公司已建立起定位明确的产品矩阵，利于公司针对性拓展对应市场。

省内：公司主要以年份系列、柔和金徽、星级系列切入省内次高端及以上、中高端、中端及大众市场。

1) 次高端及以上：公司年份系列布局 400 元以上价位带。金徽年份系列产品包括金徽 18、金徽 28，由单独的事业部负责运营。在品牌建设上，公司线下硬广以机场、高铁站、高速出入口户外大牌为主要投放媒介，强化消费者对金徽酒的品牌认知；在渠道上，公司以品、赠、游形式进行大客户运营；在消费者培育上，公司举办名酒进名企、参与大型活动赞助，围绕意见领袖和企业大客户做圈层营销。

2) 中高端：公司柔和系列 H3、H6、H9 由低到高覆盖 100-400 元价位带。公司柔和系列主要投放省内，营销上针对目标人群做圈层营销和消费者培育，渠道上立足有相应销售能力的核心门店+经销商，推动星级系列向柔和系列逐步升级。

3) 中端及大众：公司星级系列产品价格覆盖 10-200 元。目前销售以三星及以上产品为主，消费主要集中在城区低端餐饮及城乡农村地区宴席用酒，渠道上主要依靠经销商深度分销进行渠道下沉。

表 7：公司省内产品矩阵

序号	系列	主要市场	产品	公司内部产品档次划分	规格（每瓶）	到手价（元/瓶）
1	金徽年份系列	省内次高端及以上市场	金徽二十八年	高档	50 度 500ml	1093
2			金徽十八年	高档	46 度 500ml	483
3			世纪金徽红五星	高档	50 度 500ml	283
4	世纪金徽系列	省省内中端及大众市场	世纪金徽五星	高档	52 度 500ml	200
5				高档	42 度 500ml	193
6			世纪金徽四星	中档	52 度 500ml	138
7			中档	42 度 500ml	128	
8			世纪金徽三星	中档	52 度 500ml	72
9	柔和金徽系列	省内中高端市场	柔和金徽 H9	中档	42 度 500ml	66
10				高档	50 度 500ml	364
11				柔和金徽 H6	高档	46 度 500ml
12			柔和金徽 H3	高档	45 度 500ml	158

资料来源：公司公告、京东官方旗舰店、国元证券研究所整理

注：1) 到手价数据使用 2024 年 3 月 6 日京东官方旗舰店到手价数据。2) 中档产品指出厂价 30 元至 100 元/500ml 的产品，高档产品指出厂价在 100 元/500ml 以上的产品。

省外：公司主要以老窖系列、能量金徽、金奖系列切入省外次高端及以上、中高端、中端及大众市场。

1) 以次高端金徽老窖系列切入华东市场。公司主要以 300-900 元价格带的金徽老窖系列切入华东市场（江苏、浙江、河南、山东、江西、安徽和上海等），目前华东市场主要以团购为切入点来打造样板市场。

2) 以中高端能量金徽系列切入北方市场和环甘肃的西北市场。公司主要以 100-400 元价格带的能量金徽系列切入北方市场（内蒙、北京、河北、天津和东北地区）和环

甘肃的西北市场。环甘肃市场在形成一定规模后，公司再逐步导入金徽年份系列。

3) 以中端及大众的金奖金徽系列切入县城乡镇市场。2022年7月，公司已在陕西市场推出金奖金徽系列产品，聚焦陕西县城、乡镇消费，置顶宴席渠道深耕城乡市场。根据公司公告，公司调研发现，陕西县城乡镇市场中低档价位的大单品布局较少，百元左右产品市场空间较大。由此，公司金奖金徽系列定位于中端及大众价位带，以宴席为驱动，形成一套中端及大众白酒产品的商业模式，同时采取直分销模式，由经销商负责城区直销系统，由分销商构建乡镇的分销系统。

表 8：公司省外产品矩阵

序号	系列	主要市场	产品	公司内部产品档次划分	规格（每瓶）	到手价（元/瓶）	
1	金徽正能量系列	北方及环甘肃中高端市场	正能量-能量 1 号	高档	52 度 500ml	453	
2			正能量-能量 2 号	高档	48 度 500ml	303	
3			正能量-能量 3 号	高档	45 度 500ml	178	
4	金徽老窖系列	华东次高端市场	金徽老窖 180	高档	52 度 500ml	993	
5				高档	45 度 500ml	953	
6			金徽老窖 120	高档	52 度 500ml	693	
7				高档	42 度 500ml	653	
8				金徽老窖 90	高档	52 度 500ml	393
9					高档	42 度 500ml	363

资料来源：公司公告、京东官方旗舰店、国元证券研究所整理

注：1) 到手价数据使用 2024 年 3 月 6 日京东官方旗舰店到手价数据。2) 中档产品指出厂价 30 元至 100 元/500ml 的产品，高档产品指出厂价在 100 元/500ml 以上的产品。

4.3 组合营销打法，树立品牌认知

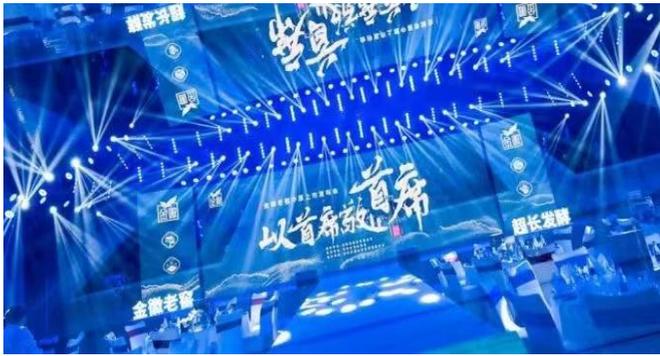
组合营销打法。在品牌建设上，公司以“金徽酒正能量”为品牌引领，通过“广宣投放+事件营销+消费者互动+影响力客户工程”打造品牌势能。

1) 广宣投放：公司在西北 6 省 30 城、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，助力品牌全国化；同时根据产品特性、消费圈层，对主导产品分系列、分层级、有重点进行广宣投放，形成场景与产品调性的强关联，强化品牌认知。

2) 事件营销：公司积极开展“云赏樱暨浓香西北第一窖探秘活动”等全国性品牌活动，并借助体育赛事、公益助学等造势借势，提升品牌影响力。

3) 消费者互动：公司以客户为中心，以品质为载体，通过一场一站广告宣传，“首席敬首席”、“名酒进名企”、“金徽之旅”、“金徽年份酒高端品鉴会”等消费者体验互动活动，打造金徽酒专属文化 IP，强化消费者互动，赋能大客户运营。

4) 影响力客户工程：公司以新媒体为手段，优化视频号、抖音运作，打造消费领袖、品牌顾问等用户工程，增加金徽酒曝光度与知名度，巩固核心消费者的忠诚度。

图 34：金徽酒“首席敬首席”品鉴会


资料来源：公司官微、国元证券研究所整理

图 35：金徽之旅


资料来源：公司官微、国元证券研究所整理

4.4 管理团队风雨同舟，全面推进“二次创业”

管理团队稳定。周志刚先生自 2009 年起至今任公司董事长兼总经理；管理层任职时长多为 5-10 年以上，高管团队稳定，内部一致协同向上，有利于战略的长期坚持与贯彻、战术的坚决落地执行。

表 9：公司董事及高管情况（不含独立董事）

序号	姓名	职位	主要工作经历
1	周志刚	董事长、董事、总经理	男，1974 年 11 月出生，本科。周先生曾任天水市洛坝铅锌矿会计主管、甘肃徽县锌业有限公司总经理、甘肃宝徽实业集团有限公司副总经理、甘肃亚特投资有限公司总经理、甘肃金徽酒业集团有限责任公司董事长兼总经理；现任公司董事长兼总经理。2009 年，周先生被评为甘肃省第七届“优秀青年企业家”，2010 年被评为“甘肃省劳动模范”，当选为甘肃省第十二届、十三届人民代表大会代表，甘肃省工商联第十二届企业家副主席。
2	吴毅飞	董事	男，1979 年 5 月出生，硕士。吴先生曾任复星创投投资总监，复星集团总裁助理兼商业流通产业发展集团总裁，豫园股份总裁助理、战略投资中心总经理；现任复星集团总裁助理、副 CFO、战略投资发展部总经理、投资业务管理部总经理。
3	张世新	董事	男，1962 年 6 月出生，工学博士，正高级工程师，甘肃省政府参事室特约研究员，中国矿业联合会理事，甘肃省地质学会理事，中国地质大学(武汉)客座教授。张先生曾任甘肃有色金属地质研究所遥感室主任、甘肃省有色金属地质勘查局地质队副队长、矿业开发处处长兼甘肃省矿业联合会秘书长、甘肃勘探者地质矿产有限公司董事长、甘肃金徽矿业有限责任公司董事长、金徽矿业研究院院长；现任甘肃亚特投资集团有限公司党委书记兼总裁、金徽矿业股份有限公司董事。
4	邹超	董事	男，1982 年 5 月出生，硕士。邹先生曾任毕马威华振会计师事务所审计助理经理、审计员，世茂集团财务管理中心创新金融部部门负责人、内控部综合组财务高级经理、财务专业经理、报表部财务副经理，复星地产财务董事总经理、资金执行总经理、财务分析高级总监、预算分析总监，复地集团总裁助理、CFO；现任豫园股份副总裁兼 CFO。
5	郭宏	董事	男，1968 年 2 月出生。郭先生曾在徽县财政局、徽县地税局工作；现任甘肃亚特投资集团有限公司董事、总经理，甘肃世纪金徽房地产开发有限公司董事长、总经理，海南亚特健康产业有限公司董事、总经理，甘肃金徽新材料有限公司董事长、总经理，海南亚特投资有限公司监事。
6	石少军	董事、副总经理	男，1985 年 7 月出生。石先生曾任国泰君安证券股份有限公司创新投行部执行董事、保荐代表人，2017 年 11 月至 2020 年 10 月担任公司董事，2017 年 9 月至 2022 年 3 月担任公司董事会秘书；2022 年 3 月至今担任公司副总经理。
7	王宁	董事、副总经理	男，1985 年 5 月出生。王先生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；2019 年 8 月至今担任公司副总经理。
8	廖结兵	副总经理	男，1979 年 10 月出生，毕业于南京审计学院，大专学历。廖先生曾担任济南圣泉集团股份有限公司销售公司经理、广州珠江云峰酒业有限公司大区销售经理、北京盛初营销咨询有限公司副总经理；2010 年 7 月至 2012 年 4 月担任公司总经理助理；2013 年 12 月至今担任金徽酒销售西安有限公司总经理；2012 年 4 月至今担任公司董事、副总经理。
9	唐云	副总经理	男，1974 年 12 月出生，大专学历。唐先生 1994 年至 2001 年任徽县柳林铅锌选矿厂车间主任；2002 年至 2007 年任徽县鸿远矿业有限公司厂长；2008 年 5 月至 2009 年 12 月担任甘肃金徽酒业集团有限责任公司生产部经理；2009 年 12 月至 2016 年 3 月担任公司生产部经理；2012 年 4 月至 2016 年 4 月担任公司职工监事；2016 年 4 月至今担任公司副总经理。2017 年 3 月，唐先生当选为中共甘肃省第十三次代表大会代表。
10	张斌	副总经理	男，1983 年 6 月出生，大专学历。张先生 2002-2006 年任徽县工商银行客户经理；2006-2007 年任北京大都阳光影视文化有限公司财务负责人；2007-2008 年任甘肃亚特矿业有限公司办公室主任；2008-2009 年任甘肃金徽酒业集团有限责任公司部门经理；2010-2016 年任公司物流中心经理、办公室主任、公共事务部经理等职务，2017 年 4 月-2018 年 5 月担任公司总经理助理，2016 年 5 月至今任公司党委副书记、委员，2018 年 5 月起担任公司副总经理。

序号	姓名	职位	主要工作经历
11	黄小东	副总经理	男，1985年2月出生，大专学历。黄先生现任金徽酒股份有限公司总经理助理、徽县金徽酒环保科技有限公司总经理，曾任甘肃宝徽实业集团有限公司统计经理、甘肃成州锌业有限责任公司采购经理、甘肃亚特投资集团有限公司部门经理、甘肃金徽酒业集团有限责任公司部门经理、金徽酒股份有限公司供应部经理。
12	王永强	副总经理	男，1966年4月出生，研究生学历，高级工程师。王先生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。
13	郑飞	副总经理	男，1979年6月出生，硕士研究生学历。郑先生曾任东方钢铁电子商务有限公司IT部项目经理、上海宝信软件股份有限公司协同商务事业部高级项目经理、上海复星高科技(集团)有限公司智能科技部IT总监、上海复星高科技集团财务有限公司信息科技部总经理；2021年9月至今任金徽酒股份有限公司首席数字官。
14	谢小强	财务总监	男，1974年1月出生，高级会计师职称，大专学历，具有注册会计师，注册税务师资格。谢先生1992年至2001年任天水西大厦会计；2001年至2010年任天水百货大楼有限公司华联商厦财务部长；2010年至2012年任天水绿地房地产开发有限公司财务部长；2012年7月至2012年9月担任公司财务部副经理；2012年9月至今担任公司财务总监。
15	任岁强	董事会秘书	男，1988年10月出生。任先生曾在公司办公室、法律事务部、证券事务部任职；2017年4月至2022年3月担任公司证券事务代表；2016年3月至今担任公司证券法务部经理，2022年3月至今担任公司董事会秘书。

资料来源：公司公告、Wind、国元证券研究所整理

制定五年规划，全面启动“二次创业”。2019年，公司制定发布《五年发展战略规划纲要（2019-2023）》，并且全面启动“二次创业”。2021年，金徽酒的“二次创业”再提速，并加强了管理和运营层面的新部署：

- 1) 公司引入波士顿 (BCG)、美世等国际领先咨询公司，对公司发展中战略执行、业务变革、工作流程、运营机制和管理能力存在的问题进行系统梳理和提升。
- 2) 公司携手华为举办中高层领导干部数字化领导力培训，全面剖析了公司二次创业来管理层在思维方式、管理思路等方面存在的问题，促进公司组织、人才、绩效转型发展；
- 3) 公司落实“53211”人才计划，引进和培养灯塔人才，壮实腰部力量，公司被评为“全国就业与社会保障先进民营企业”；
- 4) 公司提炼凝聚金徽酒发展的商业逻辑，形成《企业文化手册》，通过讲座培训、标牌上墙、文化标兵评选等活动，进一步营造“共创共享”的企业文化。

5. 盈利预测及投资建议

5.1 盈利预测

公司盈利预测主要假设：

- 1) 2022年，受消费场景波动影响，高档酒销量增速略有放缓，2023年随着消费场景逐步复苏，高档酒销量有望稳健增长，按此趋势假设。
- 2) 公司产品结构有望持续优化，带动公司单价及毛利率提升，按此趋势假设。

表 10：公司收入拆分

项目	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	17.31	17.88	20.12	25.42	30.75	36.65
增速 (%)	5.89%	3.34%	12.49%	26.36%	20.97%	19.17%
销量 (千升)	15213.95	13791.71	14035.55	15844.68	17806.65	19897.51
增速 (%)	-6.98%	-9.35%	1.77%	12.89%	12.38%	11.74%
单价 (元/500ML)	56.05	63.92	70.58	79.25	85.48	91.32
增速 (%)	13.33%	14.04%	10.42%	12.29%	7.86%	6.82%
毛利率 (%)	62.51%	63.74%	62.78%	63.82%	64.46%	64.99%

项目	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
1. 低档酒收入 (亿元)	0.29	0.16	0.34	0.16	0.12	0.09
增速 (%)	-31.30%	-43.35%	106.95%	-54.25%	-25.74%	-23.56%
销量 (千升)	1179.95	640.46	806.22	335.95	227.37	158.98
增速 (%)	-41.06%	-45.72%	25.88%	-58.33%	-32.32%	-30.08%
单价 (元/500ML)	12.25	12.78	21.02	23.07	25.31	27.68
增速 (%)	16.57%	4.38%	64.40%	9.78%	9.72%	9.33%
毛利率 (%)	17.42%	11.63%	23.19%	23.82%	26.03%	28.82%
2. 中档酒营业收入 (亿元)	8.09	6.52	6.81	8.42	9.94	11.35
增速 (%)	-10.48%	-19.46%	4.47%	23.74%	17.99%	14.18%
销量 (千升)	9726.78	7821.65	7,137.32	7709.73	8120.66	8362.66
增速 (%)	-11.20%	-19.59%	-8.75%	8.02%	5.33%	2.98%
单价 (元/500ML)	41.59	41.65	47.69	54.63	61.19	67.85
增速 (%)	0.81%	0.16%	14.49%	14.55%	12.02%	10.88%
毛利率 (%)	56.50%	54.94%	53.46%	54.09%	54.89%	55.61%
3. 高档酒营业收入 (亿元)	8.67	10.95	12.67	16.54	20.39	24.90
增速 (%)	29.08%	26.24%	15.66%	30.55%	23.31%	22.13%
销量 (千升)	4307.22	5329.60	6,092.01	7798.99	9458.62	11375.88
增速 (%)	26.64%	23.74%	14.31%	28.02%	21.28%	20.27%
单价 (元/500ML)	100.70	102.73	103.95	106.01	107.78	109.45
增速 (%)	1.92%	2.02%	1.19%	1.98%	1.67%	1.55%
毛利率 (%)	70.37%	70.17%	69.22%	69.44%	69.59%	69.61%
4. 其他收入 (亿元)	0.25	0.25	0.31	0.31	0.31	0.31
增速 (%)	52.30%	0.29%	20.36%	0.40%	0.34%	0.24%
毛利率 (%)	36.37%	45.72%	47.84%	47.82%	47.76%	47.67%

资料来源: Wind、Ifind、国元证券研究所整理

5.2 投资建议

我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 3.74/4.94/6.35 亿元, 同比增长 33.50%/32.12%/28.53%, 对应 3 月 11 日 PE29/22/17 倍 (市值 107 亿元), 给予“增持”评级。

表 11: 可比公司盈利预测及估值

序号	代码	公司名称	总市值 (亿元) 2024.3.11	归母净利润及增速 (亿元, %)						PE		
				2023E	增速	2024E	增速	2025E	增速	2023E	2024E	2025E
1	603919.SH	金徽酒	107	3.74	33.50%	4.94	32.12%	6.35	28.53%	28.53	21.59	16.80
2	600197.SH	伊力特	96	3.21	94.01%	4.42	37.82%	5.80	31.04%	29.98	21.76	16.60
3	600559.SH	老白干酒	173	6.42	-9.32%	8.35	30.15%	10.86	30.03%	26.97	20.73	15.94
4	603589.SH	口子窖	250	17.85	15.14%	20.96	17.46%	24.36	16.22%	14.01	11.93	10.27
5	000799.SZ	酒鬼酒	196	6.69	-36.20%	8.70	30.00%	10.97	26.06%	29.33	22.56	17.90
6	600702.SH	舍得酒业	271	18.10	7.37%	21.88	20.91%	26.99	23.38%	15.00	12.40	10.05
7	603369.SH	今世缘	670	31.53	25.98%	39.09	23.97%	47.91	22.57%	21.26	17.15	13.99
8	603198.SH	迎驾贡酒	523	22.55	32.24%	28.24	25.23%	34.79	23.21%	23.21	18.54	15.05
9	000596.SZ	古井贡酒	1,078	44.47	41.48%	57.22	28.68%	71.71	25.33%	24.25	18.85	15.04

资料来源: Wind、Ifind、国元证券研究所整理

注: 可比公司盈利预测统一使用 Wind 一致预期 (180 天)。

6. 风险提示

省外拓展不及预期风险、产品结构升级不及预期风险、市场竞争过剧风险。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2038.88	2385.68	2776.00	3199.24	3714.51
现金	666.68	810.13	852.63	913.19	1030.22
应收账款	9.20	6.48	8.26	9.98	11.87
其他应收款	4.13	11.06	7.41	8.89	11.10
预付账款	9.44	6.69	8.22	9.77	11.47
存货	1326.97	1512.42	1857.97	2207.67	2591.52
其他流动资产	22.46	38.89	41.50	49.74	58.33
非流动资产	1734.43	1709.78	1692.82	1666.41	1677.35
长期投资	1.15	0.19	0.21	0.23	0.24
固定资产	1490.40	1443.19	1406.88	1369.98	1365.31
无形资产	183.35	198.78	209.23	219.51	229.66
其他非流动资产	59.53	67.63	76.50	76.69	82.14
资产总计	3773.31	4095.46	4468.83	4865.65	5391.86
流动负债	751.44	905.11	1051.55	1143.31	1282.10
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	120.15	144.42	214.63	222.78	269.44
其他流动负债	631.28	760.70	836.92	920.54	1012.66
非流动负债	40.19	39.30	44.46	42.54	42.10
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	40.19	39.30	44.46	42.54	42.10
负债合计	791.63	944.42	1096.01	1185.85	1324.20
少数股东权益	0.33	1.04	0.86	0.60	0.28
股本	507.26	507.26	507.26	507.26	507.26
资本公积	870.92	870.92	870.92	870.92	870.92
留存收益	1603.18	1771.83	1993.78	2301.02	2689.20
归属母公司股东权益	2981.36	3150.00	3371.96	3679.20	4067.37
负债和股东权益	3773.31	4095.46	4468.83	4865.65	5391.86

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	279.26	319.24	300.99	362.47	521.31
净利润	324.67	279.20	373.94	494.05	635.01
折旧摊销	105.76	107.31	147.23	157.26	168.99
财务费用	-7.26	-12.54	-14.97	-16.00	-17.78
投资损失	0.28	-0.06	0.11	0.02	0.07
营运资金变动	-158.86	-54.24	-253.15	-327.93	-322.17
其他经营现金流	14.68	-0.43	47.83	55.07	57.20
投资活动现金流	-34.87	-56.66	-123.40	-133.18	-177.47
资本支出	58.16	57.12	103.90	113.40	157.28
长期投资	0.00	1.00	0.02	0.02	0.01
其他投资现金流	23.29	1.46	-19.49	-19.75	-20.17
筹资活动现金流	-137.69	-120.96	-135.09	-168.74	-226.82
短期借款	-10.01	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-127.68	-120.96	-135.09	-168.74	-226.82
现金净增加额	106.70	141.62	42.50	60.56	117.03

资料来源:公司公告、Wind、Iifind、国元证券研究所预测

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1788.40	2011.73	2542.06	3075.09	3664.73
营业成本	648.48	748.70	919.77	1092.88	1282.90
营业税金及附加	253.27	294.12	355.89	430.51	513.06
营业费用	278.02	420.24	546.54	654.69	765.93
管理费用	179.75	217.32	266.92	307.51	355.11
研发费用	46.97	50.23	52.76	55.34	58.03
财务费用	-7.26	-12.54	-14.97	-16.00	-17.78
资产减值损失	-0.01	-0.06	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.28	0.06	-0.11	-0.02	-0.07
营业利润	400.86	313.70	435.37	572.66	732.26
营业外收入	0.71	1.73	1.05	1.16	1.31
营业外支出	11.47	12.56	11.48	12.40	11.98
利润总额	390.09	302.87	424.94	561.43	721.60
所得税	65.42	23.67	50.99	67.37	86.59
净利润	324.67	279.20	373.94	494.05	635.01
少数股东损益	-0.17	-1.04	-0.19	-0.25	-0.32
归属母公司净利润	324.84	280.24	374.13	494.31	635.33
EBITDA	499.36	408.48	567.63	713.91	883.47
EPS (元)	0.64	0.55	0.74	0.97	1.25

主要财务比率					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	3.34	12.49	26.36	20.97	19.17
营业利润(%)	-7.74	-21.74	38.78	31.53	27.87
归属母公司净利润(%)	-1.95	-13.73	33.50	32.12	28.53
获利能力					
毛利率(%)	63.74	62.78	63.82	64.46	64.99
净利率(%)	18.16	13.93	14.72	16.07	17.34
ROE(%)	10.90	8.90	11.10	13.44	15.62
ROIC(%)	12.15	9.67	11.95	14.43	16.90
偿债能力					
资产负债率(%)	20.98	23.06	24.53	24.37	24.56
净负债比率(%)	2.20	2.24	2.12	2.16	2.12
流动比率	2.71	2.64	2.64	2.80	2.90
速动比率	0.95	0.96	0.87	0.87	0.88
营运能力					
总资产周转率	0.49	0.51	0.59	0.66	0.71
应收账款周转率	193.18	235.50	315.60	309.50	307.41
应付账款周转率	3.94	5.66	5.12	5.00	5.21
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.64	0.55	0.74	0.97	1.25
每股经营现金流(最新摊薄)	0.55	0.63	0.59	0.71	1.03
每股净资产(最新摊薄)	5.88	6.21	6.65	7.25	8.02
估值比率					
P/E	32.86	38.08	28.53	21.59	16.80
P/B	3.58	3.39	3.17	2.90	2.62
EV/EBITDA	19.79	24.19	17.41	13.84	11.18

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

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执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188