

金徽酒 (603919)

证券研究报告
2024年03月12日

“二次创业”势头正劲，陇上名酒大有可为

名酒金徽历久更弥新，亚特再度控股焕活力

金徽酒位于甘肃陇南徽县伏家镇，前身可溯源自1951年的甘肃省徽县酒厂，历经七十余载起伏后，2022年亚特集团再度控股助力公司“二次创业”，通过构建“公司+核心管理层”命运共同体，踏实落实五年规划目标。

巩固省内市场提市占率，泛全国化布局寻求增量

省内市场：公司依次提出“大兰州”市场建设战略、“不饱和”市场营销策略及“一县一策”运营策略。短期看，公司以兰州市为省内提升市占率的重点区域，23年以来以取得较好进展。长期来看，公司亦将河西作为市占率提升的重点区域，目前已具备较好基础。**省外市场：1) 环甘肃五省：**公司主推能量系列，并在陕西、青海分别差异化推出金奖系列、柔和系列等产品抢占中低端，以开拓增量。**2) 华东：**2021年底，公司在华东成立上海和江苏销售公司，以次高端产品金徽老窖系列产品打开市场。公司上市后七年间（2016年-2022年）省外业务占比由8%提升至23%，2018-2022年省外收入CAGR达37.97%，泛全国化扩张初见成效。

产品+品牌+渠道三力并进，稳定内核蓄势待发

产品力：金徽酒主营浓香型，产品主要分为金徽年份、能量金徽、柔和金徽、世纪金徽、金奖金徽和金徽老窖六大系列，顺应消费升级趋势收缩低端升级结构，高档酒量价齐升推动高端化，2016-2022年高档酒销量CAGR达24.37%，吨价提高至20.79万元/千升。**品牌力：**“金徽酒”历史底蕴深厚，目前主要通过“广告投放+事件营销+消费者互动+影响力客户工程”实现品牌势能释放。**渠道力：**省内从“干网工程”升级为“金网体系”加码深度分销，推进“大客户运营”直触C端消费；省外以“一地一策”差异化打造“西北+北方+华东”市场格局，贡献全国布局主要加速度。

股价催化因素：1) **产品结构升级：**省内正处于消费升级加速阶段，产品结构上行趋势不改，高端酒提价放量延续增势；2) **省内市占率提升：**省内加速深耕决心坚定，市场整体未达饱和，兰州及周边&河西地区增量空间较大（市占率不足20%）；3) **泛全国化扩张稳步推进：**泛全国化稳步推进，经销商布局提速，环西北五省差异化产品投放以抢占份额；华东市场凭金徽老窖口味价位双契合优势有望实现利润端改善。

投资建议：“二次创业”启动后，坚持“深度分销+大客户运营”双轮驱动，重点落实高端品拔高提价&中高端品放量、提升西北市占率抢位龙头&差异化突破省外市场、加强销售团队建设&数字化全覆盖，秉持长期主义发展，实现省内外扩张。预计公司23-25年归母净利润分别为3.57/4.78/6.32亿元，给予目标价28.28元，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济修复不及预期；市场扩张不达预期；渠道库存去化不及预期；省外扩张不及预期；市场竞争加剧；测算具有主观性；人才流失风险；环境保护风险

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,788.40	2,011.73	2,543.03	3,139.98	3,796.97
增长率(%)	3.34	12.49	26.41	23.47	20.92
EBITDA(百万元)	532.90	437.47	474.19	613.95	786.77
归属母公司净利润(百万元)	324.84	280.24	357.07	478.31	632.14
增长率(%)	(1.95)	(13.73)	27.41	33.96	32.16
EPS(元/股)	0.64	0.55	0.70	0.94	1.25
市盈率(P/E)	34.53	40.02	31.41	23.45	17.74
市净率(P/B)	3.76	3.56	3.37	3.10	2.81
市销率(P/S)	6.27	5.58	4.41	3.57	2.95
EV/EBITDA	35.44	29.07	21.78	16.74	12.70

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/白酒 II
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	22.11元
目标价格	28.28元

基本数据

A股总股本(百万股)	507.26
流通A股股本(百万股)	507.26
A股总市值(百万元)	11,215.52
流通A股市值(百万元)	11,215.52
每股净资产(元)	6.45
资产负债率(%)	21.94
一年内最高/最低(元)	30.80/17.20

作者

吴立	分析师
SAC执业证书编号：S1110517010002	
wuli1@tfzq.com	
谢文旭	联系人
xiwenxu@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《金徽酒-季报点评:收入端表现超预期，费用加大投放影响利润表现》2023-10-23
- 《金徽酒-首次覆盖报告:陇南雄鹰，俯瞰西北，望眼全国》2022-11-01

内容目录

1. 陇上白酒龙头，行则将至	5
1.1. 历史回溯：名酒金徽历久更弥新，七十余载起伏见月明	5
1.1.1. 1951-2004：陇原金徽名声渐起，经营受阻深陷困境	5
1.1.2. 2005-2015：品牌聚势重振白酒，战略调整焕发新生	5
1.1.3. 2016 至今：成功上市表现亮眼，复星入主锦上添花	5
1.2. 亚特再度控股唤活力，二次创业加速进行	7
2. 竞争格局初显，内耕外拓	9
2.1. 立足省内：龙头主导奠定“一超多强”，差异化竞争布局潜在市场	9
2.1.1. 市场容量：地产酒占据主导，西北王逆势突围	9
2.1.2. 价位带：聚焦中高档，全覆盖下形成差异布局	10
2.1.3. 区域扩张提市占率：突破兰州市场，陇东西亦有开拓空间	11
2.2. 辐射西北：渠道渗透开拓西北疆域，天时地利打造区域龙头	13
2.2.1. 市场规模：聚焦环甘肃，存量竞争中兼顾广度深度	13
2.2.2. 价位带：布局中低端，差异竞争中价位精准定位	14
2.2.3. 龙头对比：转型促增长，竞相角逐中业绩表现领先	15
2.3. 远眺华东：借力复星打通华东市场，依托高端突破重点区域	17
3. 金徽酒内核稳定，三力并进	18
3.1. 产品力：产品矩阵结构向上，价位实现全面覆盖	18
3.2. 品牌力：“金徽酒”历史底蕴深厚，文化沉淀提升价值	20
3.3. 渠道力：省内“千店”深度分销，省外因地多措并举	21
3.3.1. 省内：“千网”到“金网”加码深度分销，“大客户运营”直触 C 端消费	21
3.3.2. 省外：“不对称营销”到“一地一策”差异化打造市场，全国布局加速中	22
4. 未来要点聚焦：高端化&提价放量、拓市&渠道营销或超预期	24
4.1. 管理亮点：五年发展战略规划将收官，精细化奖惩考核成效优异	24
4.2. 产品亮点：结构固定侧重提价增量	26
4.3. 市场亮点：营销宣传力度持续加码，根据地市占率有上升空间	27
5. 投资建议	29
6. 风险提示	31

图表目录

图 1：甘肃陇南徽县嘉陵江峡谷局部地貌	5
图 2：陕甘宁新内蒙古地区金徽酒相对位置	5
图 3：金徽酒历史发展沿革	6
图 4：金徽酒从战略调整步入快速发展，潜力可观	6
图 5：金徽酒股权结构集中，集团规模不断扩大（截至 2023 年 9 月末）	8

图 6: 甘肃经济基础薄弱, 常住人口逐年下滑	9
图 7: 2020 年甘肃地产酒占据主导, 金徽酒稳居省内龙头	9
图 8: 甘肃主要地产酒品牌省内布局	10
图 9: 甘肃白酒 “一超多强” 竞争格局	10
图 10: 甘肃人均可支配收入和消费支出逐年增加	10
图 11: 金徽酒积极顺应消费升级, 高档酒营收贡献显著	10
图 12: 甘肃省内东南部/兰州周边/中部贡献主要营收	12
图 13: 甘肃省内西部毛利略有下滑, 其余地区毛利稳定	12
图 14: 2022 年西北六省经济基础与人口基数比较	13
图 15: 金徽酒市场布局辐射西北六省	13
图 16: 2022 年西北六省消费水平接近	15
图 17: 西北区域上市龙头酒企营收对比	15
图 18: 西北区域上市龙头酒企净利润对比	16
图 19: 西北区域上市龙头酒企毛净利率对比	16
图 20: 西北区域上市龙头酒企销管费率对比	16
图 21: 2022 年豫园股份业务主要覆盖上海等华东地区	17
图 22: 2022 年豫园股份具有白酒运营经验	17
图 23: 金徽老窖主打 “超长发酵” 独特价值, 瓶身线型流畅	17
图 24: 中国长江上游嘉陵江水系白酒分布	18
图 25: “只有窖香, 没有泥味” 独有特质	18
图 26: 2016-2022 年高档酒营收逐年增加	20
图 27: 2022 年高档酒营收占比超六成	20
图 28: 中高档酒毛利表现优秀, 低档酒毛利下滑	20
图 29: 2016-2022 年高档酒实现量价齐升	20
图 30: 2020 年起毛利率相对稳定, 净利率略有下滑	21
图 31: 2020 年起销售费用率大幅提升	21
图 32: 2022 年广告宣传推广费用投入大幅增长	21
图 33: 2013-2022 年金徽酒广宣费用 CAGR 位列靠前	21
图 34: “深度分销+大客户运营” 到 “品牌引领+渠道动销”	22
图 35: 积极建设 “互联网+” 渠道市场	22
图 36: 金徽酒全国区域销售公司分布	23
图 37: 金徽酒省内销售公司 2022 年度营销大会	23
图 38: 2016-2022 年省外地区营收 CAGR 双位领先	23
图 39: 2016-23Q1-Q3 年省外地区营收占比不断提升	23
图 40: 经销模式占主导, 同比增速稳定提升	23
图 41: 省外经销商布局提速, 2023Q3 未达 586 家	23
图 42: 12-15 年深度调整期与 20 年疫情期间金徽酒营收增速超部分细分板块平均水平	24
图 43: 12-15 年深度调整期与 20 年疫情期间金徽酒净利润维持正增长	24
图 44: 2016-2022 年员工人均薪酬高于当地平均水平	26
图 45: 2016-2022 年公司员工学历结构向上 (单位: 人)	26
图 46: 金徽酒根据地市占率仍有上升空间	28

表 1: 金徽酒发展历程中获奖及荣誉.....	7
表 2: 豫园股份与亚特集团股份转让情况.....	8
表 3: 甘肃主要地产酒基本情况.....	9
表 4: 甘肃地产酒和外来酒分价位布局情况.....	11
表 5: 2022 年甘肃省内各区域白酒市场规模及金徽酒市占率估算.....	12
表 6: 西北主要地产酒龙头基本情况.....	14
表 7: 西北主要省份地产酒及金徽省外价位带布局情况.....	15
表 8: 金徽酒系列产品矩阵规格及价位情况.....	18
表 9: “金徽”与“陇南春”品牌获奖情况.....	20
表 10: 金徽酒省内外销售网络分类情况.....	22
表 11: 2012-2015 年白酒行业深度调整, 2016 年金徽酒脱离行业调整期较早.....	25
表 12: 2020 年受疫情因素催化宏观趋势下行, 金徽酒业绩表现相对稳健.....	25
表 13: 公司与核心管理团队签署《业绩目标及奖惩方案协议》具体内容(截至 2023 年 11 月最新).....	25
表 14: 金徽酒两次提价内容及原因.....	26
表 15: 近两年金徽酒销售费用率提升明显, 区域龙头中仅次于古井贡酒.....	27
表 16: 2022 年金徽酒广宣费用占比提升至 10.27%, 首次超其余区域龙头仅次于古井贡酒.....	27
表 17: 2022 年金徽酒销售人员数量达 865 人, 离徽酒苏酒龙头仍有差距.....	27
表 18: 盈利预测.....	29
表 20: 可比公司估值 (PE).....	30

1. 陇上白酒龙头，行则将至

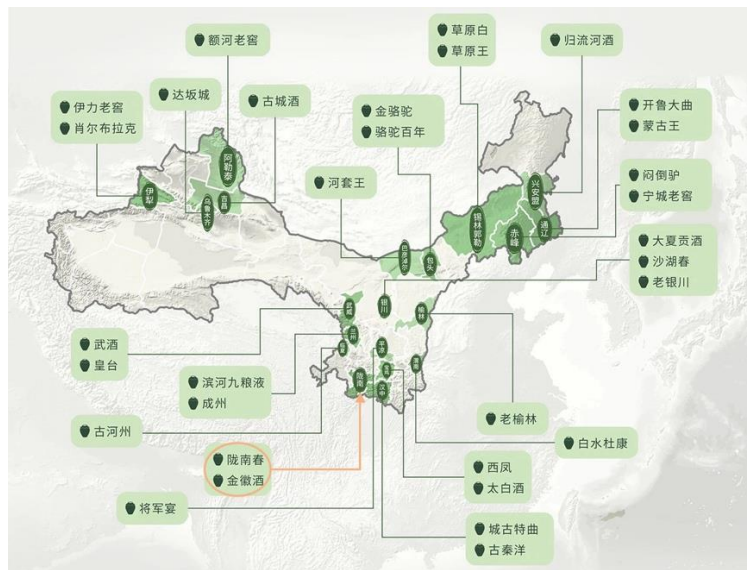
1.1. 历史回溯：名酒金徽历久更弥新，七十余载起伏见月明

秦岭南麓嘉陵江畔，天时地利成就历史底蕴。坐落于甘肃省陇南市徽县伏家镇的金徽酒，是甘肃省内生产规模最大、经营业绩最佳的白酒生产企业之一。金徽酒所处的徽县位于长江流域嘉陵江水系上游，与五粮液等名酒企业同属中国西南黄金酿酒板块，生态环境得天独厚，酿酒历史和白酒文化源远流长。据记载，金徽酒源自西汉，盛于唐宋，并先后经历三大发展阶段，具体来看：

图 1：甘肃陇南徽县嘉陵江峡谷局部地貌



图 2：陕甘宁新内蒙古地区金徽酒相对位置



资料来源：微酒公众号，天风证券研究所

资料来源：中国酒业协会 CADA 公众号，天风证券研究所

1.1.1. 1951-2004：陇原金徽名声渐起，经营受阻深陷困境

陇上白酒萌芽初显，具备名酒基因。公司前身最早溯源自 1951 年甘肃省徽县酒厂，其在“恭信福、永盛源、万盛魁”等当地众多白酒（烧酒）老作坊的基础上组建而成。1960 年代，金徽酒厂正式以“金徽”注册商标，成为全国首批获准注册的八大国酒品牌之一并跻身国内一线酒厂行列。1977 年成功研发陇南春酒，后于 1980 年代更名为甘肃陇南春酒业（集团）有限责任公司，成为省属国有独资企业。其后十余年间，公司凭借“陇南春”品牌名声渐起，于 1983 年荣获国家“轻工业部酒类质量大赛”优质酒称号，于 1990 年被中国酒文化博览会授予“中华酒文化优秀企业”荣誉称号，于 1993 年入选国家统计局“中国 100 家最大饮料制造业企业”。进入 20 世纪 90 年代，由于经营管理不善，陇酒集团生产经营陷入困境。2004 年，陇酒集团实施政策性破产并于次年被甘肃金徽收购。

1.1.2. 2005-2015：品牌聚势重振白酒，战略调整焕发新生

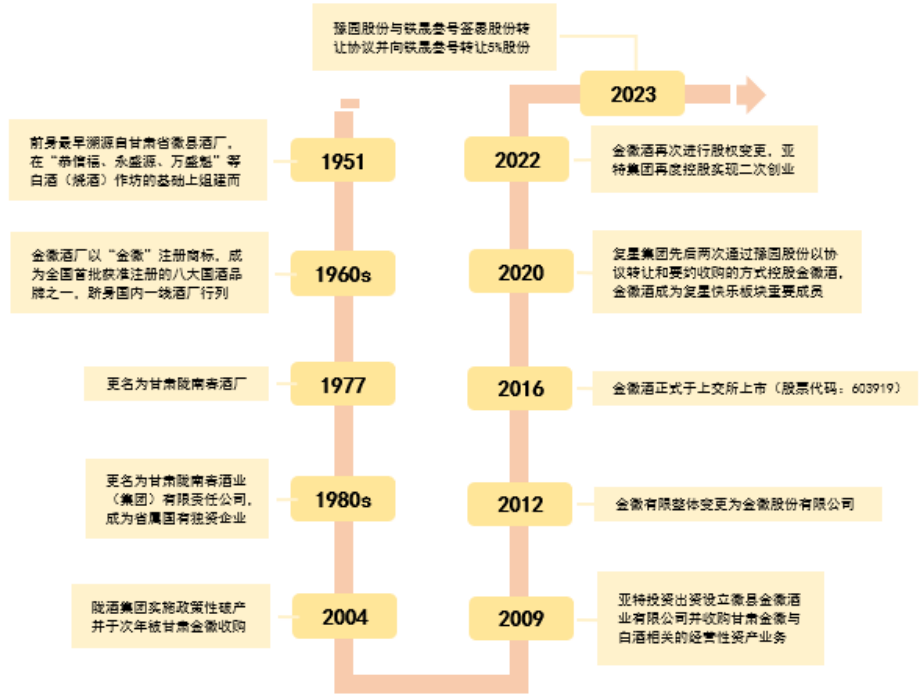
亚特投资接手经营，调整效果显著。2004-2006 年经过多轮股权转让，亚特投资成为甘肃金徽酒业集团实际控股股东。2009 年 12 月，亚特投资出资设立徽县金徽酒业有限公司并收购甘肃金徽与白酒相关的经营性资产业务，资源实现整合，白酒主业突出。2012 年 6 月，金徽有限整体变更为金徽股份有限公司，同年全年销售突破 10 亿元，各项指标连续四年保持 40%+ 增长速度，成为西北白酒强势品牌。2014-2015 年，公司先后推出“特曲系列”（如红瓷特曲）、“小金徽”及“三年五年陈酿”，对“金徽特曲”和“金徽头曲”全新改版升级，产品线不断丰富壮大。

1.1.3. 2016 至今：成功上市表现亮眼，复星入主锦上添花

金徽复星协同发展，扩产拓市并举。2016 年 3 月 10 日，金徽酒正式于上交所上市，标志

着全新征程的启动。2017年，金徽酒改扩建窖泥车间顺利投产运行，同年酿酒四车间投产启用，标志着西北最大白酒酿造车间建成。次年，全新制曲中心也顺利建成投产。2020年，复星集团通过豫园股份以协议转让和要约收购的方式控股金徽酒，金徽酒成为复星快乐板块重要成员，同年11月金徽酒股价创历史新高，市值突破200亿元。2021年，金徽酒江苏销售有限公司开业运营，金徽全面启动华东市场，全国化步伐不断加速。2022年，金徽酒再次进行股权变更，亚特集团再度控股。

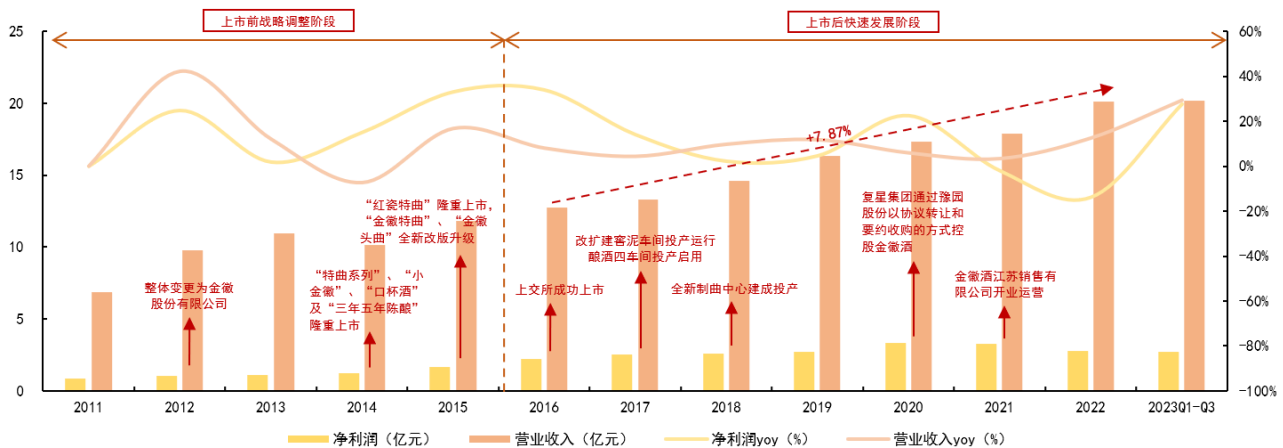
图 3：金徽酒历史发展沿革



资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

上市以来营收净利双增，业绩潜力可观。2016-2022年营业收入和净利润 CAGR 分别达 7.87% 和 3.97%，处于稳步上升阶段。2023 年前三季度分别实现营业收入和净利润 20.19 亿元和 2.73 亿元，同比变动+29.32%和+27.55%。

图 4：金徽酒从战略调整步入快速发展，潜力可观



资料来源：Wind，公司官网，天风证券研究所

表 1: 金徽酒发展历程中获奖及荣誉

时间	获奖及荣誉
1960 年代	“金徽”成为全国首批获准注册八大国酒品牌之一
1983 年	“陇南春”酒荣获国家“轻工业部酒类质量大赛”优质酒称号
1990 年	中国酒文化博览会授予“中华酒文化优秀企业”荣誉称号
1993 年	入选国家统计局“中国 100 家最大饮料制造业企业”
1995 年	国家国内贸易部为“金徽”品牌颁发“中华老字号”荣誉称号
2008 年	“金徽”品牌被认定为“中国驰名商标”，系甘肃白酒行业获此殊荣首个品牌
2009 年	荣选为《党的建设》主办的“新中国成立 60 周年甘肃省成就地标” 荣获中华全国总工会授予“全国五一劳动奖状”，系甘肃同业唯一获此殊荣先进集体
2011 年	荣获中国酒类流通协会主办的“金樽奖 2011 中国酒业最具成长力企业”大奖
2012 年	国家质检总局发布第 178 号公告批准金徽酒为“国家地理标志保护产品” 荣获“国家地理标志保护产品”，是继“中华老字号”、“中国驰名商标”和“纯粮固态发酵白酒”后荣获的第四项重量级资质 获得由中国食品工业协会白酒专业委员会颁发的“纯粮固态发酵白酒”标志认证
2015 年	金徽酒股份有限公司包装中心荣获“全国五一巾帼标兵岗”称号
2016 年	金徽酒股份有限公司自主研发的“固态酿酒发酵物联网温度监控系统”被国家知识产权局授予国家发明专利技术和实用新型专利技术证书 中国食品工业协会授予“1985-2015 中国白酒历史标志性产品”荣誉称号
2018 年	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 全国大中城市社科联工作会议授予金徽酒文化展览馆“全国社科组织先进单位”称号 金徽酒股份有限公司与伊利集团、泸州老窖等知名食品企业一齐荣获“2017-2018 食品安全百家诚信示范单位” 第二届“陇上金融家圆桌会议”暨“陇上金融家”授予“最具影响力上市公司”荣誉称号
2019 年	全国构建和谐劳动关系先进表彰会授予金徽酒“全国模范劳动关系和谐企业”称号 国家工业和信息化部发布绿色制造名单，金徽酒股份有限公司入选国家级绿色工厂
2020 年	公司郭涛红、唐亮、张娟、陈菊、任爱琴被中国酒业协会聘为国家级白酒评委
2021 年	金徽酒股份有限公司荣获“第七届甘肃省人民政府质量奖”
2022 年	金徽酒荣获“2022 年度 ESG 特别奖” 金徽酒荣获“甘肃省先进企业贡献奖”荣誉称号
2023 年	50%VOL 金徽 28 酒荣获第二十二届中国绿色食品博览会金奖 金徽老窖 超长发酵 180 荣获中国酒业协会“青酌奖” 金徽酒原产地徽县荣获“世界美酒特色产区”称号 荣膺第十届西北五省酒类质量品评“优秀产品奖” 中华老字号“金徽”品牌复核通过

资料来源：公司官网、酒志网、食品新观察公众号、食品评论日刊公众号等，天风证券研究所

1.2. 亚特再度控股焕活力，二次创业加速进行

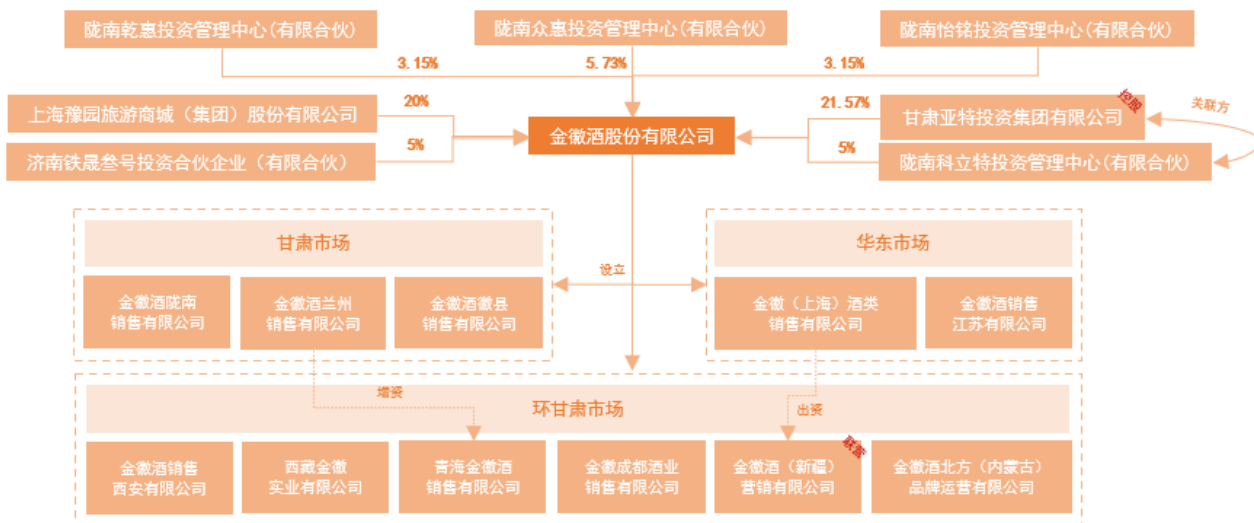
复星出让股权，亚特再度控股。2020 年 5 月，公司原控股股东亚特集团与豫园股份签订股份转让协议，豫园股份以协议转让的方式受让亚特集团持有公司 30%股份；2020 年 9 月至 10 月，豫园股份全资孙公司海南豫珠以要约收购的方式增持公司 8%股份，要约收购完成后豫园股份及其一致行动人海南豫珠合计持有公司 38%股份，豫园股份成为公司控股股东，郭广昌先生为公司实际控制人。2022 年 9 月至 11 月，公司原控股股东豫园股份及其一致行动人海南豫珠与亚特集团及其一致行动人陇南科立特签署股份转让协议，豫园股份、海南豫珠将其合计持有的公司股份的 13%转让给亚特集团和陇南科立特，其中豫园股份向陇南科立特转让 5%股权，海南豫珠向亚特集团转让 8%股权，股权变更后公司控股股东由豫园股份再度变更为亚特集团。2023 年 7 月，豫园股份与铁晟叁号签署股份转让协议并向铁晟叁号转让 5%股份，权益变动后豫园股份和铁晟叁号分别持有公司 20%和 5%股份。

表 2：豫园股份与亚特集团股份转让情况

股东	转让前持股比例	2020 年		2022 年		2023 年	
			转让后持股比例		转让后持股比例		转让后持股比例
亚特集团	51.57%	→	13.57%	→	21.57%	→	21.57%
陇南科立特	-	→	-	→	5.00%	→	5.00%
海南豫珠	-	→	8.00%	→	-	→	-
豫园股份	-	→	30.00%	→	25.00%	→	20.00%
铁晟叁号	-	→	-	→	-	→	5.00%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：金徽酒股权结构集中，集团规模不断扩大（截至 2023 年 9 月末）



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

“员工+经销商”持股计划激发积极性，深度绑定核心利益。2019 年，金徽酒实施非公开发行股票，为实现公司、股东、员工及经销商利益的一致性，公司设立第一期员工持股计划参与非公开发行认购，持股 1.26%，经销商通过华龙证券-正能量 1 号集合资产管理计划参与非公开发行认购，持股 1.88%。

管理层经验丰富，坚定执行“布局全国、深耕西北、重点突破”的发展战略。董事长周志刚见证了公司从破产收购到成功上市的“一次创业”。公司高层“亚特系”和“复星系”董事通力合作，为金徽酒稳住甘肃省内市场、布局环甘肃地区、开拓华东市场夯实管理基础。2019 年，公司与核心团队就未来 5 年经营业绩和奖惩事项签署协议，2022 年底适时调整目标和奖惩方案，调动核心管理团队凝聚力、积极性，坚定执行“布局全国、深耕西北、重点突破”的发展战略，加大渠道开发、客户运营、品牌宣传、团队建设等核心能力提升。

2. 竞争格局初显，内耕外拓

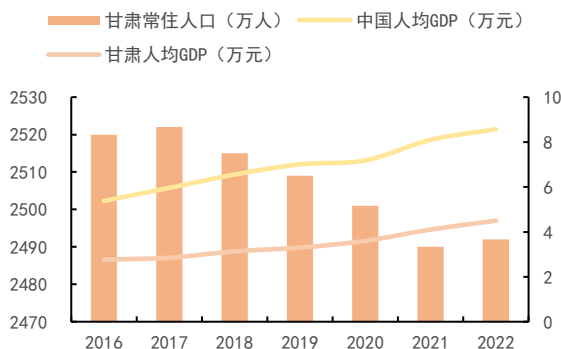
2.1. 立足省内：龙头主导奠定“一超多强”，差异化竞争布局潜在市场

2.1.1. 市场容量：地产酒占据主导，西北王逆势突围

甘肃经济基础薄弱，白酒市场容量为 80 亿元。甘肃省位于中国西北部，地处黄河中上游，地广人稀，属于经济欠发达地区。2016 年来常住人口数量呈下降态势，2022 年甘肃常住人口仅 2492 万人；叠加经济发展限制，甘肃人均 GDP 偏低，离全国平均水平仍有差距，2022 年甘肃人均 GDP 仅 4.5 万元。人口稀少和经济欠发达导致甘肃白酒消费需求整体偏弱，2023 年，甘肃白酒市场规模在 80 亿元，整体市场容量有提升空间。

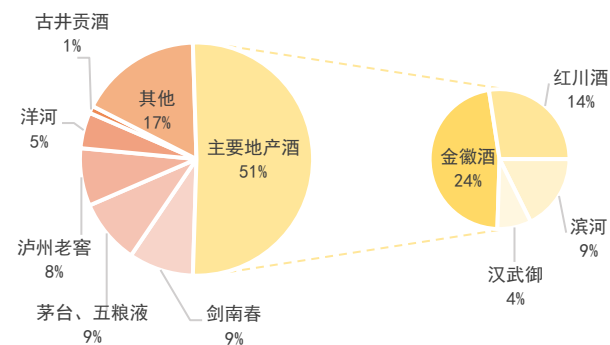
省内地产酒占据主导，外来名优酒势均力敌。甘肃的经济基础决定其白酒市场扩容上限，全国化名酒在省内仅作适当布局，为地产酒在本地崛起创造了市场机会；另一方面，甘肃消费者性情豪爽，消费观重视性价比，在选择上对顺应消费习惯的地产酒更具倾向性，因此形成目前省内品牌众多且势均力敌的局面。具体看，1) **主要地产酒**：2020 年，金徽酒以 24% 的市占率稳居省内龙头（截至 23Q3 末，市占率已经超过 25%），红川酒/滨河/汉武御随其后市占率分别为 14%/9%/4% 左右；2) **外地酒**：省内高端市场主要由茅五泸占据，市占率约 17%，次高端市场则主要包括剑南春和洋河等。整体看，甘肃省地产酒和外地酒市场份额占比约为 7：3。

图 6：甘肃经济基础薄弱，常住人口逐年下滑



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：2020 年甘肃地产酒占据主导，金徽酒稳居省内龙头



资料来源：乐酒圈公众号，天风证券研究所

表 3：甘肃主要地产酒基本情况

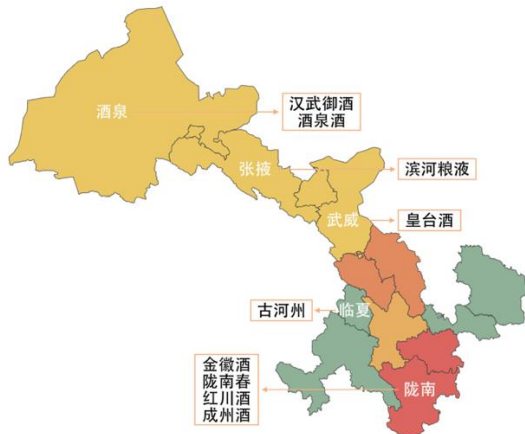
	金徽酒股份有限公司	甘肃红川酒业有限责任公司	甘肃滨河集团	甘肃酒泉汉武酒业有限责任公司	甘肃古河州酒业有限责任公司
成立时间	2012	2008	1984	2007	1998
地理位置	甘肃陇南徽县	甘肃陇南成县	甘肃张掖	甘肃酒泉	甘肃临夏
白酒香型	浓香型	浓香型	浓/酱/清香型	浓香型	浓香型
产品系列	年份/柔和/星级系列	红川/成州系列	滨河九粮液/滨河粮液/滨河九粮春系列	汉武御/沙窖/酒泉系列	星级/刘家峡/中华牡丹系列
知名区域	全域	陇南地区	河西地区	河西地区	甘肃省南部地区
销售额	2022 年 20.12 亿	2022 年 12.54 亿	2019 年 5-6 亿	2019 年 2.5 亿左右	-

资料来源：乐酒圈公众号，酒展网，公司公告，天风证券研究所

地产酒逆势承压，“一超多强”格局显现。甘肃地产酒在自身根据地均展现出较强控制力，如汉武御和滨河主要掌控河西地区，金徽和红川在陇南和天水地区市占率较高。公司依靠上市后形成的品牌和资金优势，已实现省内全域化市场布局，除东部平庆地区由于靠近陕西被西凤等品牌占领外，在陇中和陇东南市场占位均衡。甘肃外地名酒近年也呈现出集中下沉趋势，泸州老窖等知名品牌正不断加大对甘肃市场的投入。当前，长期扎根和纵深运

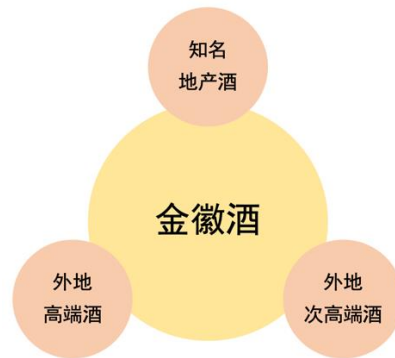
作的甘肃地产酒正致力打破来自名酒优酒的降维打击，叠加外来品牌在渠道上的强势下沉，甘肃省内逐渐形成“一超多强”的竞争格局。

图 8：甘肃主要地产酒品牌省内布局



资料来源：乐酒圈公众号，天风证券研究所

图 9：甘肃白酒“一超多强”竞争格局

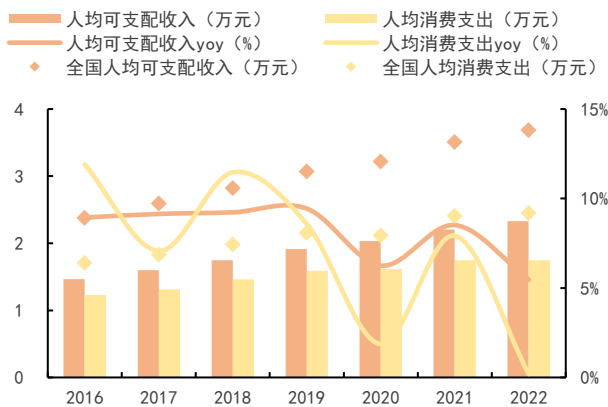


资料来源：乐酒圈公众号，天风证券研究所

2.1.2. 价位带：聚焦中高档，全覆盖下形成差异布局

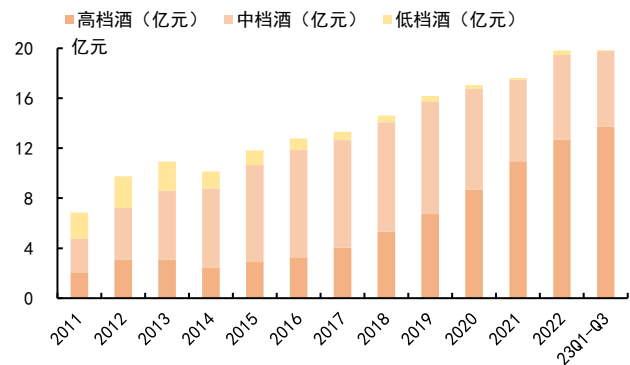
消费升级趋势不改，产品结构上行显著。2016-2022 年，甘肃人均可支配收入和消费支出稳步上行，消费升级态势延续，主流价格带从以往 100 元以下攀升到 100-300 元。金徽酒及时顺应消费升级带来的需求结构变化，积极调整产品价格带布局，高档酒（100 元以上）营收大幅提升，23Q1-Q3 高档酒贡献整体营收 69.08%，较 2011 年的 29.99%提升显著。

图 10：甘肃人均可支配收入和消费支出逐年增加



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：金徽酒积极顺应消费升级，高档酒营收贡献显著



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所 注：根据官方口径，根据出厂价格将产品划分为三个档次。

稳固 100-300 元市场，上攻 300 元以上价位带。金徽酒在省内市场实现全价位覆盖，主要布局年份系列、柔和系列和星级系列。分价位带具体看：1) **100 元-300 元价位带**：此价位带为公司核心布局价位带，金徽代表产品有世纪金徽五星和柔和金徽 h3/h6，受甘肃当地消费习性及其外来名酒在该价位知名度有限等因素，该价位带的竞争主要围绕地产酒。2) **300 元以上价位带**：此价位带涵盖各家酒企的中高档产品，公司代表产品有金徽十八年/二十八年、柔和金徽 h9、正能量 1 号。目前公司全力抢抓高端白酒发展机遇，将年份十八年定位为公司上攻 300 元以上价位带重要抓手，有望配合政府政商务活动实现放量。锦绣陇南、剑南春等产品为公司在商务消费场景的主要竞争对手。

表 4：甘肃地产酒和外来酒分价位布局情况

档次	价位带		地产酒品牌		省外品牌
			金徽酒	其他地产酒	
高端	800 元以上	高档	金徽二十八年	滨河九粮液二十年	飞天茅台、五粮液、国窖 1573、青花 30、洋河 M9、国缘 V6/V9
次高端	500-800 元	高档	金徽十八年	滨河九粮液、汉武礼泉十八年、古河州中华牡丹、红川	红花郎、剑南春、水井坊、舍得
	300-500 元		柔和金徽 h9 金徽正能量 1 号	锦绣陇南	青花 20、梦之蓝/天之蓝、西凤三十年、汉酱、仁酒、五粮特曲
中端	100-300 元	高档	世纪金徽五星 柔和金徽 h3/h6 金徽正能量 2 号/3 号	滨河九粮春、汉武御五星、沙窖、古河州一品、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、习酒、衡水老白干、古井贡酒
低端	30-100 元	中档	世纪金徽三星/四星	九粮滨河、九粮醇、古河州二品、红川三星/四星	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	低档	世纪金徽二星 金徽陈酿	滨河蓝特液、古河州双支牡丹、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：乐酒圈公众号，公司公告等，天风证券研究所

2.1.3. 区域扩张提市占率：突破兰州市场，陇东西亦有开拓空间

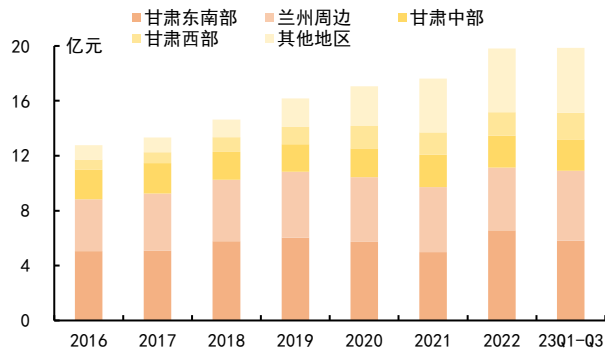
兰州为省内提升市占率重点区域，陇西地区为成长型市场。针对省内市场，公司顺势依次提出“大兰州”市场建设战略、“不饱和”市场营销策略及“一县一策”运营政策。整体省内市场营收占比达 75%以上，其中甘肃东南部、兰州及周边贡献主要份额。2016-2022 年甘肃西部地区营收 CAGR 突出达 14.69%，其余重点区域也具有正向复合增长。**毛利率来看**，西部地区近年略有下滑，东南部、中部和兰州周边表现平稳。目前整体省内市场未达饱和，未来兰州及周边地区、甘肃西部（河西地区）及东部（平庆地区）增量空间较大。短期内，公司以兰州市为省内提升市占率的重点区域，今年以来以取得较好进展。长期来看，公司亦将河西地区作为市占率提升的重点区域，目前已具备较好基础，具体来看：

1) **兰州地区**：兰州作为甘肃省会城市，辐射周边白银市、临夏回族自治州市场，是甘肃消费核心地带，居民收入和消费水平高于东部、中部和东南部，为公司在省内提升市占率的重点区域。公司在兰州地区市占率约 25%-30%，此区域主要竞争对手有外来品牌五粮春、剑南春和省内地方性品牌红川、滨河等。公司自 2021 年下半年分事业部运营后，以不同品类打入打通市场，其中年份系列以 28 年为重点，通过大客户运营实现销售；柔和系列目前聚焦 h6，在 200 元价位带放量；星级系列则重点扎根乡村市场。

2) **甘肃西部（河西地区）**：甘肃河西走廊由酒泉、武威、张掖、金昌和嘉峪关五市组成，重工业较多，居民收入水平高于东部，是仅次于兰州及其周边的重要经济区。据测算，河西地区白酒市场规模约 9.37 亿元，此区域主要竞争对手有汉武御和滨河等，金徽酒市占率仅不到 20%，市场开拓空间可观。

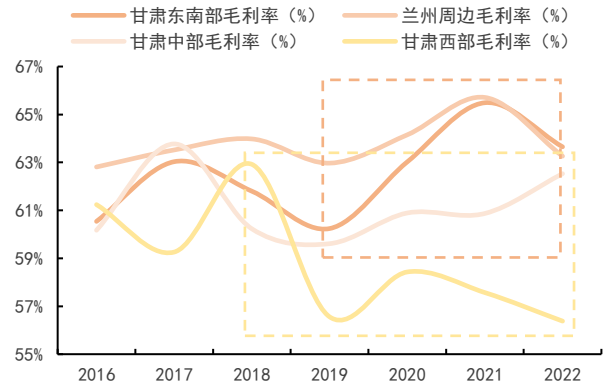
3) **甘肃东部（平庆地区）**：陇东两市毗邻宁夏和陕西，经济基础和人口规模发展较好，市场主要受陕西西凤酒等知名品牌外溢影响，目前并不属于金徽酒重点覆盖区域，未来对平庆两市加大渗透有望提升本省全域覆盖度，进一步为省内提供市场增量。

图 12：甘肃省内东南部/兰州周边/中部贡献主要营收



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 13：甘肃省内西部毛利略有下滑，其余地区毛利稳定



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 5：2022 年甘肃省内各区域白酒市场规模及金徽酒市占率估算

区域	主要城市/自治州	人均消费支出 (元)	常住人口 (万人)	相对占比 (%)	调整因子	白酒市场规模 (亿元)	金徽酒收入 (亿元)	金徽酒市占率 (%)
甘肃东南部	天水市	11096.68	295.44	7.46%		-	-	-
	陇南市	13461.37	238.91	7.32%		-	-	-
	平均/小计		534.35	14.77%	1.3	15.36	6.57	42.78%
兰州周边	兰州市	26879.67	441.53	27.00%		-	-	-
	白银市	17118.79	150.21	5.85%		-	-	-
	临夏回族自治州	12603.56	211.66	6.07%		-	-	-
	平均/小计		803.40	38.91%	0.9	28.02	4.57	16.32%
甘肃中部	定西市	14470.70	250.58	8.25%		-	-	-
	平均/小计		250.58	8.25%	1.7	11.22	2.33	20.80%
甘肃西部	酒泉市	25847.26	105.31	6.19%		-	-	-
	武威市	20315.89	144.51	6.68%		-	-	-
	张掖市	21283.34	112.01	5.42%		-	-	-
	金昌市	27857.74	43.44	2.75%		-	-	-
	嘉峪关市	33107.27	31.63	2.38%		-	-	-
	平均/小计		436.90	23.43%	0.5	9.37	1.69	18.04%
甘肃东部	庆阳市	16298.33	215.84	8.00%		-	-	-
	平凉市	16018.59	182.25	6.64%		-	-	-
	平均/小计		398.09	14.64%	0.7	16.03	-	-
甘肃整体				100.00%		80.00	-	-

注：相对占比=各地区人均消费支出*当地人口 / (各地区人均消费支出*当地人口) 之和，调整因子为根据各地白酒消费偏好设置的调整项

资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 辐射西北：渠道渗透开拓西北疆域，天时地利打造区域龙头

2.2.1. 市场规模：聚焦环甘肃，存量竞争中兼顾广度深度

环甘肃带市场容量可观，重点把握陕蒙新潜在区域。甘肃地带狭长，与我国西北其他五省接壤，包括新疆、青海、内蒙古、宁夏和陕西，西北地域辽阔，从气候地貌、风土人情至消费习惯皆大同小异，形成高度浓香的饮酒风气。2022年甘肃省常住人口位列西北第三，人均GDP则位列末位，整体看西北各省经济基础和人口基数差距较大，金徽酒在立足甘肃大本营基础上，“深耕西北”抢占其余潜力市场尤为必要。在西北六省整体约450亿的市场容量中，陕西、内蒙古、甘肃、新疆（来自酒说公众号）、宁夏和青海分别占据约130-150亿、100亿、70-80亿、40-50亿、35-40亿和约30亿。具体看：

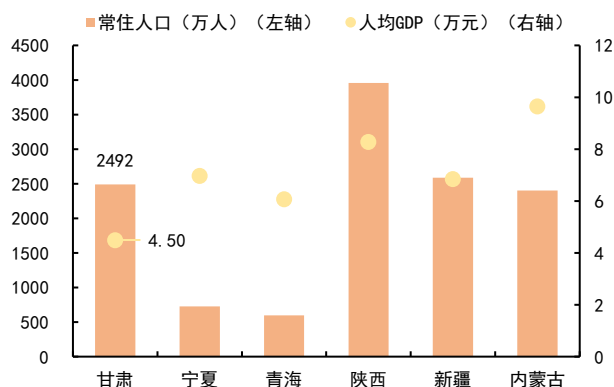
1) **陕西市场**：2022年陕西常住人口位列西北第一，人均GDP靠前，是西北六省中白酒市场容量最大、品牌最多的省份。**规模方面**，地产酒品牌中仅西凤酒一骑绝尘，次位杜康酒销售规模在10亿元左右，与西凤酒相距甚远；其余地产酒知名度较低，面对省外品牌竞争主要采取防守策略。**香型方面**，规模较大的西凤酒和杜康酒均为凤香型，不对金徽酒构成正面竞争，其后的泸康酒等浓香型白酒规模也仅2-3亿元，相对降低了金徽酒在陕西市场的开拓难度。

2) **内蒙市场**：2022年内蒙人均GDP位列西北第一，常住人口靠前，由于地缘辽阔人口密度较低，经济发展呈现东低西高的不平衡性，叠加东西部文化差异，地产酒也难以实现全域覆盖。**规模方面**，仅呼市、包头和赤峰达到10亿级体量，地产酒中河套王、蒙古王和草原王居前。**香型方面**，蒙西地区（除河套根据地巴彦淖尔）清香型占主流，蒙东地区则相对包容，各香型均有所布局；龙头河套王主打淡雅型白酒，虽然属于浓香型大类，但于金徽酒而言仍存差异化竞争的空间。

3) **新疆市场**：2022年新疆常住人口和人均GDP均靠前，伴随近年旅游热度高涨其客流量大幅提升。**规模方面**，新疆地产酒曾一度占据市场80%以上份额，近年来随着外来品牌的快速发展，地产酒份额收缩至不到50%，目前主要本地品牌代表有伊力特、第一窖古城和肖尔布拉克等。**香型方面**，浓香型略有萎缩但仍保持主力香型地位，占比50%以上，清香型次之占比约20%，酱香型占比约15%；目前，新疆香型有转向酱香、清香主导的趋势，金徽在新疆市场的布局策略需加以考量。

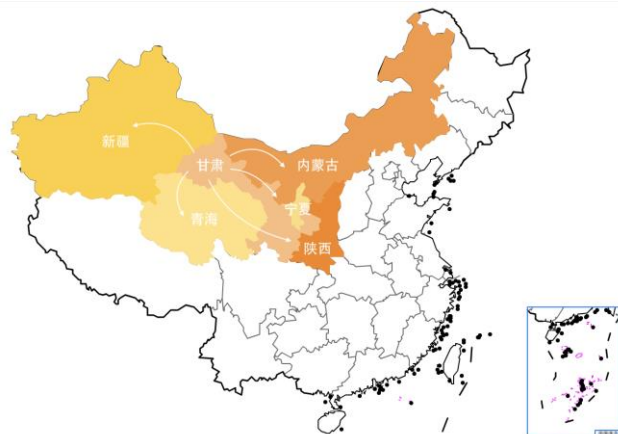
金徽酒积极布局西北，在环甘肃市场相应设有销售公司，在巩固样板的同时扩大市场布局深度以实现更多区域的突破。

图 14：2022 年西北六省经济基础与人口基数比较



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：金徽酒市场布局辐射西北六省



资料来源：公司公告，自然资源部，天风证券研究所

表 6：西北主要地产酒龙头基本情况

	金徽酒	西凤酒	河套酒	伊力特	天佑德酒
所属区域	甘肃	陕西	内蒙古	新疆	青海
白酒香型	浓香型	凤香型	浓香型（淡雅型）	浓香型	清香型
销售规模	20 亿 (2022 年)	84 亿 (2022 年)	不足 10 亿 (2019 年)	16 亿 (2022 年)	10 亿 (2022 年)
市占率	24% (2020 年)	30% (2019 年)	30% (2012 年前)	40%+ (2021 年)	70% (2018 年)
市场布局	“布局全国，深耕西北，重点突破”。即省内一县一策精准运营；西北市场巩固样板；华东市场、北方市场、互联网市场差异化营销	“陕西省内市场+陕西省外市场+特区市场”协同发展。即陕西大本营市场“一核辐射”；河北、河南、山东“三轴”；东北、浙江、江苏、广东“四区带动”	以总厂所在地“巴彦淖尔”为圆心辐射蒙西地区；以蒙东经济区“赤峰”为圆心辐射蒙东地区；以呼包鄂集为核心区重整内蒙	推进疆内市场区域下沉，实现主流价位产品全疆布局；打造疆外样板市场，立足江苏、四川等重点市场	“扎根青海，拓展西北，布局全国”。即依托青甘一体化战略辐射新疆、宁夏等西北市场；全力开发晋、陕、豫市场，打造全国第二根据地

资料来源：Wind，各公司公告，乐酒圈公众号，酒业家公众号，糖酒快讯公众号，斗酒公众号，天风证券研究所

2.2.2. 价位带：布局中低端，差异竞争中价位精准定位

一线名酒占据西北中高端价位带，着眼中低端因地制宜抢占市场。2022 年甘肃人均可支配收入和消费支出水平在西北中排位靠后，但各省之间消费水平差距较小。从价位带角度分析“深耕西北”战略，金徽根据各地白酒消费环境合理布局产品，在甘肃实行全价位覆盖，主推星级、年份和柔和系列；在陕西、宁夏等西北市场覆盖 100-400 元价位带，主推正能量系列；近年在陕西市场导入次高端的年份系列省外版本，以及百元价位带的金奖系列；新疆市场目前仍处于调整期，当前销售产品为正能量系列；在青海则主推柔和系列并撤下山水金徽等单品。分市场分价位带具体看：

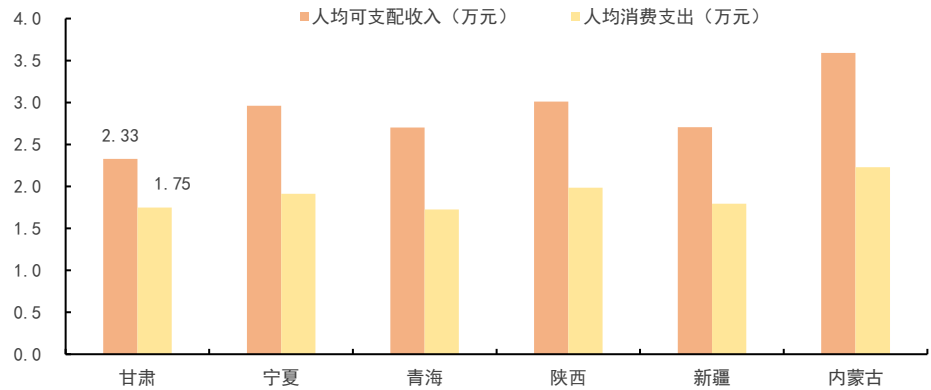
1) 陕西市场：陕西地产酒主要布局中低端价位带，仅少数典型酒企如西凤酒向上布局，次高端及以上价位带主要由省外品牌占据，如茅五泸、洋河、汾酒和水井坊等。目前，金徽在陕西市场已实现高中低三大主力产品布局，高端年份深耕重点区域、中高端正能量系列覆盖陕西全域、中低端金奖系列掘金乡镇。受近年疫情等宏观因素催化，人均可支配收入略有紧缩，消费预期回归理性和保守，中低端白酒市场相对中高端红海市场潜力显现，金奖金徽有望成为百元价位带经典单品，而陕西的中低端市场较为薄弱，自然成为首选样板。

2) 宁夏市场：宁夏由于存在民族消费特性，白酒市场呈现出区域消费不均衡，整体缺乏主导品牌，各细分价位带竞争的品牌多达十余种，高端市场依然由茅五泸等外来品牌占据，中低端市场主要由地产酒及周边市场品牌占据，如内蒙河套老窖、陕西西凤酒和甘肃金徽酒等，与陕西市场类似，宁夏市场已从样板转变为金徽的大本营市场。

3) 青海市场：青海作为金徽酒近年布局的样板市场，金徽曾量身打造一款山水金徽单品，但销售不容乐观随之撤下。青海市场较为突出的地产酒仅有青青稞酒，虽其在高中低价位带均有布局，但省外名优酒的渠道下沉严重挤压其高档产品，近年业绩不佳。金徽酒避开中高端价位带正面竞争，选择通过柔和系列抢位中低端和低端，顺应市场百元主流消费带。

4) 新疆市场：新疆是金徽酒布局的另一重点样板市场，据酒说公众号，中低端价位带新疆地产酒较为强势，集中于几十元至百元左右的中高档酒，百元价位也成为主流消费价位；而 100-300 元价位带占比约 30%，300-400 元价位带占比约 10%-20%，扩容速度较快；高端以上市场主要由一线名酒如茅五泸填补空白。随着近年新疆地产酒市场份额的逐步收缩，叠加浓香主力香型地位稳固，我们认为金徽酒或能在新疆培育与省内类似的单品，打造第二增长极。

图 16：2022 年西北六省消费水平接近



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 7：西北主要省份地产酒及金徽省外价位带布局情况

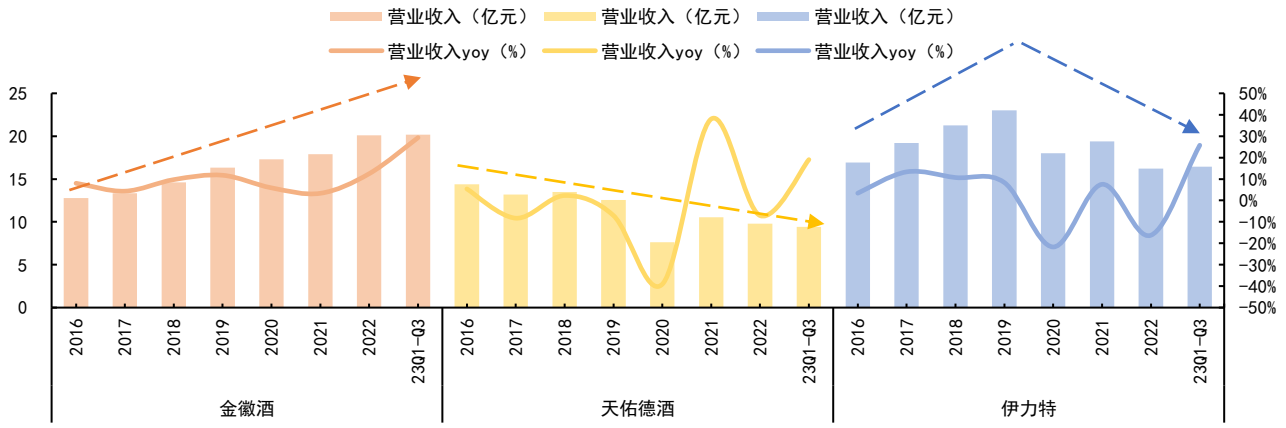
	陕西		宁夏		青海		新疆	
	地产酒	金徽酒	地产酒	金徽酒	地产酒	金徽酒	地产酒	金徽酒
500 元以上	红西凤酒	年份系列			天佑德国之德 G6		伊力壹号窖黄金窖池 20	
300-500 元	西凤酒旗帜珍藏版	年份系列 正能量系列		正能量系列	天佑德国之德 G3	柔和系列	伊力壹号窖黄金窖池 15	正能量系列
100-300 元	西凤 6 年 西凤 15 年	正能量系列 金奖系列	沙湖春	正能量系列	天佑德青稞王子	柔和系列	伊力壹号窖黄金窖池 10 伊力老窖	正能量系列
100 元以下	白水杜康 友缘西凤酒		老银川 沙湖春		互助		镀金时光伊力老窖	

资料来源：乐酒圈公众号，同诚约酒礼宴公众号，食品新观察公众号，酒业家公众号，微酒公众号，糖酒快讯公众号等，天风证券研究所

2.2.3. 龙头对比：转型促增长，竞相角逐中业绩表现领先

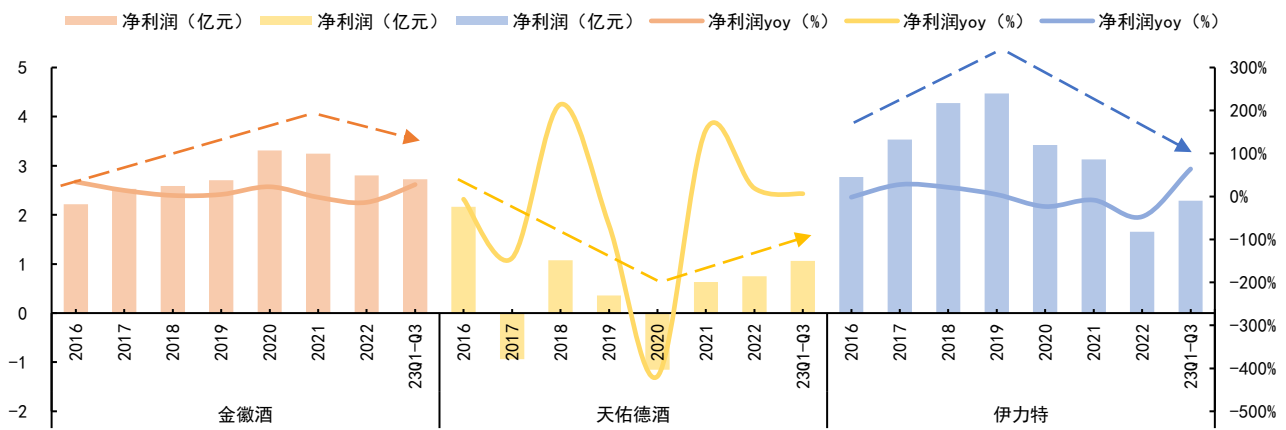
金徽业绩增速西北领先，费用上调助力营销转型。西北共有四家上市酒企，除皇台酒业曾几度面临退市风险，其余的金徽酒、伊力特和天佑德酒近年来业绩表现均较为可观。**业绩方面**，纵向看，2016-2022 年金徽酒营收稳定增长，净利润在 2022 年略有回落，除 2021、2022 年净利负增长外其余营收净利增速保持良好；伊力特营收净利在 2019 年后逐步下降，2023 前三季度实现大幅增长有望回归；天佑德酒营收则一路下滑，净利润近年略有回升，增速变化幅度较大。横向看，金徽酒业绩表现与伊力特较为相似，营收净利水平相当，业绩增速略微浮动趋势稳定，天佑德酒相较之下则整体处于调整阶段。**盈利方面**，金徽酒毛利稳定在 62%左右，天佑德酒稳定在 64%左右，伊力特稳定在 49%左右，伊力特相对较低的毛利率背后却具有与金徽酒相对持平的净利率。**进一步看费用方面**，伊力特的销管费率均较低处于个位数水平，天佑德酒销售费用率曾一度高达 40%后迅速调低，金徽酒销售费用率近年略有上升。整体上，金徽酒在多家西北区域龙头中表现较佳，2023 年开始重点围绕营销转型促进业绩增长。

图 17：西北区域上市龙头酒企营收对比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

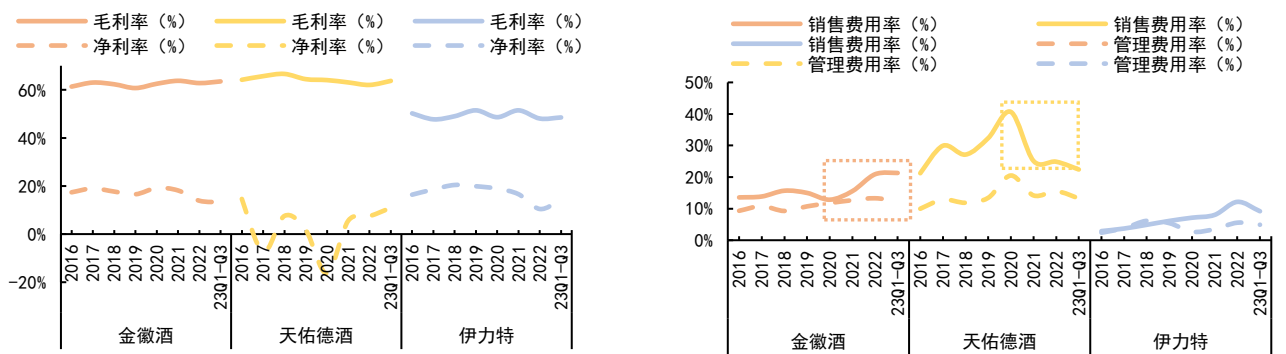
图 18: 西北区域上市龙头酒企净利润对比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 19: 西北区域上市龙头酒企毛净利率对比

图 20: 西北区域上市龙头酒企销管费率对比



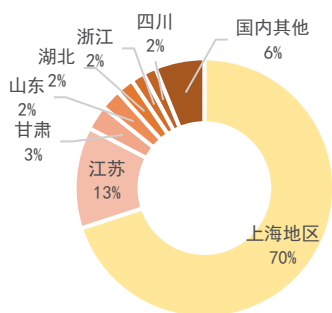
资料来源: Wind, 天风证券研究所

资料来源: Wind, 天风证券研究所

2.3. 远眺华东：借力复星打通华东市场，依托高端突破重点区域

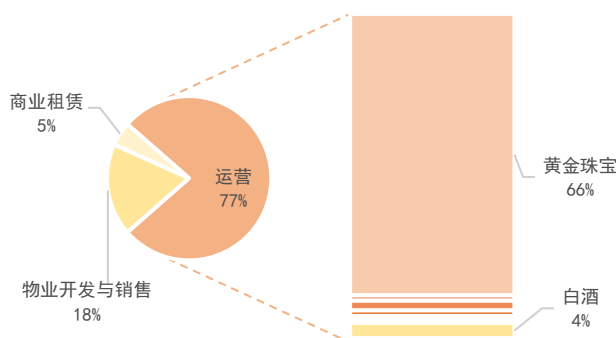
复星加持打开华东市场，金徽老窖顺利导入。2020年复星旗下豫园股份控股金徽酒，其业务主要覆盖上海等华东地区，具有一定白酒运营经验，有利于助力金徽酒进军华东市场。2021年底，金徽酒在华东市场成立上海和江苏销售公司，前者负责复星生态体系内金徽酒销售工作，以大客户运营和团购为主；后者负责江苏、河南、山东、浙江和江西五省的渠道销售工作。2022年，复星虽退居第二股东，但之前帮助金徽酒建立的优势仍在体现；金徽酒在华东市场进一步扩充营销团队，加大招商力度，致力将华东市场打造成为除西北外的第二发展引擎。产品与价位方面，金徽酒在华东市场导入300-900元价位的金徽老窖系列，既顺应当地绵柔浓香型酒的消费偏好，又精准卡位核心消费价位带，为远自西北的陇酒与洋河等强势苏酒品牌之间的竞争留有余地。

图 21：2022 年豫园股份业务主要覆盖上海等华东地区



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：2022 年豫园股份具有白酒运营经验



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：金徽老窖主打“超长发酵”独特价值，瓶身线型流畅



资料来源：酒业家公众号，天风证券研究所

苏酒市场价位偏高，金徽量身定制“超长发酵”高端单品。江苏市场地产酒品类繁多，以“三沟一河”（洋河、今世缘、高沟大曲、双沟酒、汤沟酒）闻名，占据苏酒约 75% 的市场份额，其中洋河与今世缘两家上市酒企已实现全省覆盖。品质上，金徽老窖采用独特的“超长发酵”工艺，具有“入口柔、下咽顺、回味甜、醒酒快”的感官优势，成功打入以窖香浓郁、绵甜爽净为主要特点的苏酒市场，叠加其瓶身修长流线型设计附加四瓣莲花瓶盖的精致外观，传达生态酿造理念，与当地消费者喜好相匹配。价位上，面对苏酒市场较高的主流消费价格带（400 元左右），金徽老窖定位 300-900 元价格带，精准卡位地区核心价格带。渠道上，公司定制三年品牌计划，坚持“深度内容+场景活动”，如举办首席品鉴会培育品牌认知，聚焦新媒体持续输出优质内容，跨界品牌合作打造潮品牌，投放核心高铁、机场、城市 LED 等枢纽地标增加曝光。我们认为金徽老窖以差异化形象及优质工艺打入华东市场，在产品与销售上顺应当地趋势，获得新版图消费者的同理心和购买欲，代表着金徽在省外高端市场的上限，华东市场的良好表现或印证了公司全国化策略的布局正确。

3. 金徽酒内核稳定，三力并进

3.1. 产品力：产品矩阵结构向上，价位实现全面覆盖

天时地利成就金徽品质风韵，创新工艺酿就金徽品味余韵。生态环境方面，金徽酒所在徽县地处长江流域上游嘉陵江水系，天然具备酿酒所需的优质弱碱性用水，同时秦岭林木也提供了适宜酿酒的微生物菌系。工艺技术方面，金徽酒依靠天然生态环境，在继承传统固态酿酒工艺基础上通过低温发酵、缓火蒸馏、国槐陈酿、低温过滤等独创低温酿酒工艺，辅以质量管理体系和 HACCP 体系对全生产环节的监控，酿就了“窖香富郁、绵甜圆润、香味协调、香长味净”的口感特质。人才研发方面，公司目前拥有中国评酒大师、国家级白酒评委、省级白酒评委等高级技术人才数十名，制曲、酿酒、包装、质检技师千余名；同时，公司会围绕金徽酒体风格进行系统分析和研究，持续有效推进产品创新。

图 24：中国长江上游嘉陵江水系白酒分布



资料来源：公司公告，自然资源部，天风证券研究所

图 25：“只有窖香，没有泥味”独有特质


















资料来源：公司官网，天风证券研究所

产品矩阵价位全覆盖，场景应用各有所侧重。公司白酒主营浓香型，产品矩阵主要涵盖六大系列和三大档次（按出厂价分类），涵盖“金徽年份”、“能量金徽”、“柔和金徽”、“世纪金徽”、“金奖金徽”和“金徽老窖”等系列及高中低三档划分（按出厂价），其中高档产品（出厂价 100 元以上）主要包含金徽年份、柔和金徽、金徽正能量、金徽老窖和世纪金徽五星等，中档产品（出厂价 30-100 元）主要包含世纪金徽三星、世纪金徽四星等，低档产品（出厂价 30 元以下）则包含金徽陈酿等。消费场景方面，商务场景主推金徽年份等高端价位带单品，宴席等大众消费场景主推金徽正能量、柔和金徽和世纪金徽星级等中高端单品，近期推出的百元价位单品金奖金徽系列则主要面向陕西县级和乡镇的宴席市场。

表 8：金徽酒系列产品矩阵规格及价位情况

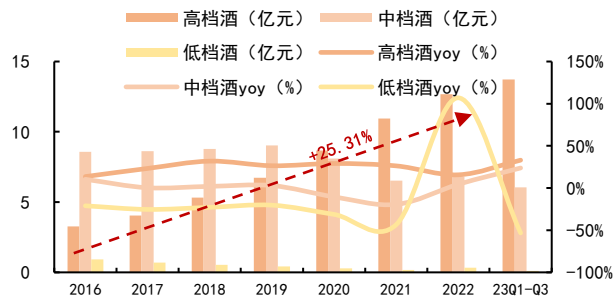
档次（价位带）	产品系列	产品名称	产品规格	产品价格（元）	产品图示
高端 (800 元以上)	金徽年份系列	金徽 28 年	50%vol; 500ml	1380	
	金徽老窖系列	金徽老窖超长发酵 180	52%vol; 500ml	1158	
次高端 (300-800 元)	金徽老窖系列	金徽老窖超长发酵 120	52%vol; 500ml	798	

	金徽年份系列	金徽 18 年	46%vol; 500ml	528	
	柔和金徽系列	柔和金徽 H9	50%vol; 500ml	429	
	金徽正能量系列	金徽正能量 1 号	52%vol; 500ml	458	
	金徽老窖系列	金徽老窖超长发酵 90	52%vol; 500ml	448	
	金徽正能量系列	金徽正能量 2 号	48%vol; 500ml	308	
中端 (100-300 元)	柔和金徽系列	柔和金徽 H6	46%vol; 500ml	269	
	世纪金徽星级系列	世纪金徽五星	42%vol; 500ml	218	
	柔和金徽系列	柔和金徽 H3	45%vol; 500ml	169	
	金徽正能量系列	金徽正能量 3 号	45%vol; 500ml	198	
	金奖金徽系列	金奖金徽 2018	46%vol; 500ml	219	
	金奖金徽系列	金奖金徽 1988	46%vol; 500ml	208	
	金奖金徽系列	金奖金徽 1993	46%vol; 500ml	148	
	世纪金徽星级系列	世纪金徽四星	52%vol; 500ml	138	
低端 (100 元以下)	世纪金徽星级系列	世纪金徽三星	52%vol; 500ml	72	
	陈酿系列	金徽陈酿	50%vol; 480ml	70	

资料来源：公司公告，京东金徽官方旗舰店，天风证券研究所（价格信息截至 2024 年 3 月 9 日）注：此表根据产品销售价格将产品分为 4 个档次。

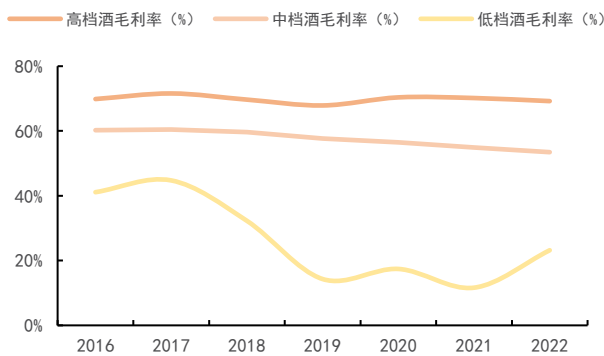
收缩低端升级结构，高档酒量价齐升推动高端化。顺应整体消费升级趋势，公司高档酒营收逐年增加并在 2020 年首次超越中档酒，2016-2022 年营收 CAGR 达 25.31%，2023Q1-Q3 高档酒实现营收 13.72 亿元，已超 2022 全年数额；同时，高档酒占比不断提升，中低档酒占比相对缩减，2016-2022 年高档酒占比提升 38.31PCT 至 63.93%，产品结构向上趋势显著。产品盈利看，高档酒和中档酒贡献主要盈利能力，毛利率分别稳定在 70%和 58%左右。量价拆分看，2016-2022 年高档酒销量 CAGR 达 24.37%，而中低档酒销量逐年下降，2023 全年高档酒销量有望超过中档酒；高中低档酒吨价均微幅提升，2022 年分别达 20.79 万元/千升、9.54 万元/千升、4.20 万元/千升，高档酒实现量价齐升。

图 26：2016-2022 年高档酒营收逐年增加



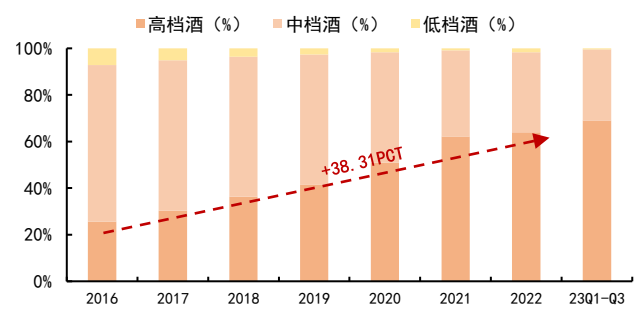
资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 28：中高档酒毛利表现优秀，低档酒毛利下滑



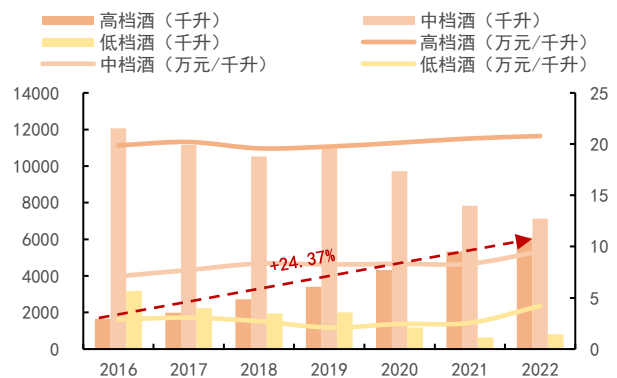
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 27：2022 年高档酒营收占比超六成



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 29：2016-2022 年高档酒实现量价齐升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2. 品牌力：“金徽酒”历史底蕴深厚，文化沉淀提升价值

源远流长铸就品牌底蕴，文化沉淀造就名酒基因。“金徽酒”其名可追溯至南宋将士用金兵头盔饮酒的史料记载，至明清时期徽县已出现“永盛源”、“万盛魁”、“宽裕成”、“缙绅坊”和“恭信福”等规模较大的知名白酒（烧酒）作坊。1951 年，“永盛源”等作坊合并组建成为甘肃徽县酒厂。悠久历史的沉淀奠定了金徽酒的声誉基础，1960 年“金徽酒”商标与“茅台”和“五粮液”等品牌成为全国首批登记注册的八大著名白酒品牌之一。1977 年，“陇南春”浓香型白酒品牌得以问世，随后接连斩获国际、国家和省级奖项共 40 余项，成为西北乃至华北地区当之无愧的知名白酒品牌。

表 9：“金徽”与“陇南春”品牌获奖情况

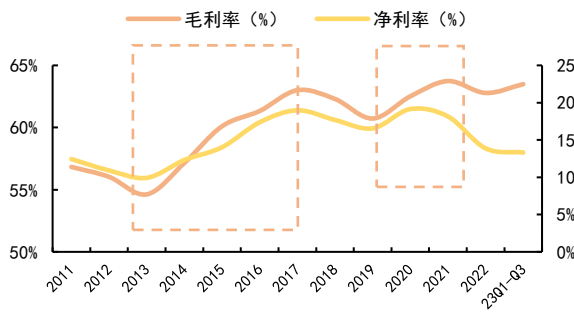
品牌	获奖时间	所获奖项
金徽酒	2023 年	“第十届西北五省酒类质量品评”优秀产品奖（柔和金徽 H9&正能量 3 号） 中国酒业协会“天人合一世界美酒文创产品大赛”最佳艺术创意奖（金徽 28） 金徽酒首席 IP 获得上市公司品牌优秀案例奖项
	2022 年	中国酒业金樽奖“2022 中国酒业最受欢迎国潮品牌”（世纪金徽星级系列）
	2018 年	“布鲁塞尔国际烈性酒大赛”金奖（正能量 1 号）

2017年	“金樽杯·2017 酒业十大文化影响力品牌”
2016年	“中国白酒历史标志性产品”
陇南春	法国巴黎国际名优酒展评会金奖
	泰国曼谷国际名酒展览会金奖
1987年	甘肃省优质产品

资料来源：公司官网，金徽酒公众号，酒之情公众号，酒志网，每日经济新闻，天风证券研究所

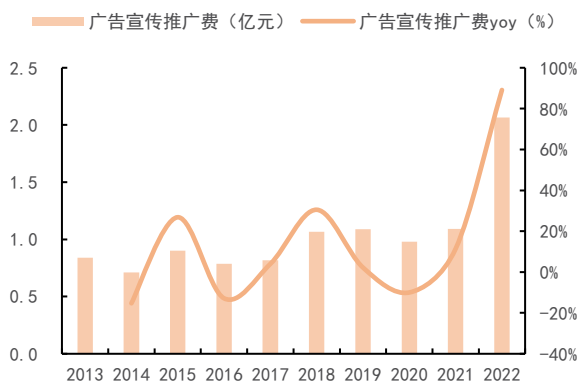
省内外品宣策略定位清晰，费用投放增幅明显。对于省内市场，2020年起公司开始实施“不饱和”营销策略，根据成熟市场及成长性市场特点，一县一策深度掌控；在省外实施“不对称”营销策略，聚焦资源并以消费者为中心精准营销。具体措施看，金徽主要通过“广宣投放+事件营销+消费者互动+影响力客户工程”实现品牌势能释放，如传统媒体广告投放、打造“樱花春酿”等IP、举办“亮相糖酒会”和“民间品酒师大赛”等特色活动、参与政府组织的“结对帮扶”活动等。此外，公司还针对金徽年份系列产品成立独立的事业部负责运营。业绩反映上，2011-2019年公司毛净利率走势趋同，2020年后毛利率保持稳定下净利率有所下滑，或因品牌宣传活动集中增加导致销售费用率较大幅度提升，2022年较2020年提升8.05PCT至20.89%，其中广告宣传推广费用2022年同比增长89.11%至2亿元左右。2013-2022年公司广告相关费用CAGR达10.53%，在多家上市酒企中位列靠前。

图 30：2020 年起毛利率相对稳定，净利率略有下滑



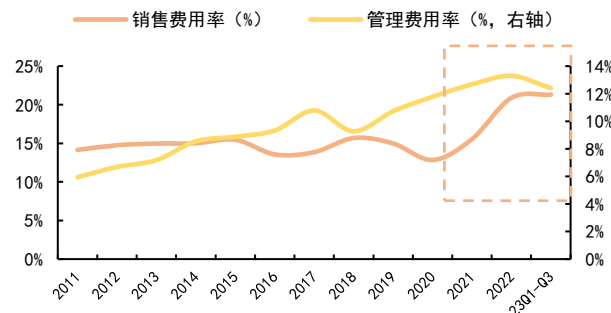
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 32：2022 年广告宣传推广费用投入大幅增长



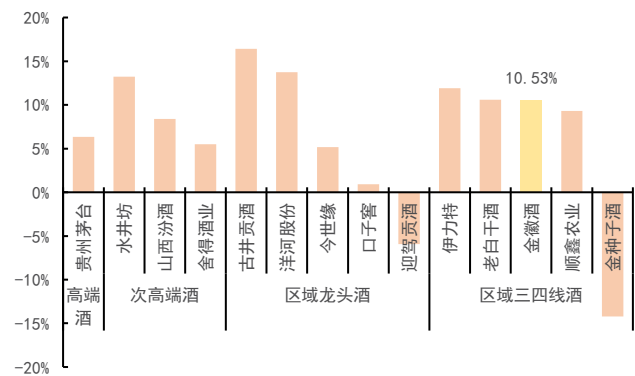
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 31：2020 年起销售费用率大幅提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 33：2013-2022 年金徽酒广宣费用 CAGR 位列靠前



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.3. 渠道力：省内“千店”深度分销，省外因地多措并举

3.3.1. 省内：“干网”到“金网”加码深度分销，“大客户运营”直触 C 端消费

渠道作用力历次升级，呈现深度分销下沉态势。早在 2010 年公司推出“1134 工程”，随后 2013 年随着市场规模扩大逐步完善为“干网工程”。“干网工程”本质目的是对渠道客户实现数据化、流程化和标准化管理，通过将所有门店进行等级划分为核心店、1 类店、2 类店以精准实施资源、政策的聚焦与倾斜，实现远超铺市带来的杠杆效应。具体包括两大网络，1)“金网体系”：针对中高端价位产品如金徽十八年、柔和金徽和世纪金徽五星等

销售状况较好且具备团购资源的终端门店，以一定销售量或生动化陈列为前提给予相应的奖励政策；2)“核心店”：针对中低端价位产品如世纪金徽三星、四星等销售的终端门店实行定量管理，通过逐单逐笔记录门店销售比例、打款数额、库存进度等资料，为来年公司制定销售目标等决策提供参考依据，同时作为定量工具支持营销工作开展。目前，公司中高档产品占比稳步提升系“金网工程”主要贡献，深度分销网络也逐步形成，目前经销商、商超和酒店等网络已覆盖甘肃全省市县。

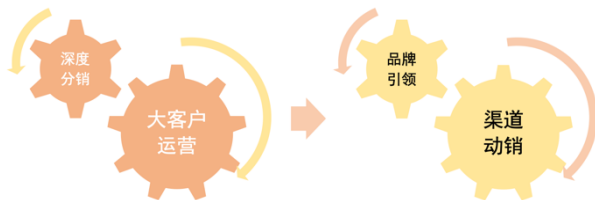
表 10：金徽酒省内外销售网络分类情况

市场类型	覆盖区域
核心市场	甘肃武都、兰州、天水、徽县
板块市场	甘肃定西、临夏、白银、甘南、平凉
培育性市场	甘肃敦煌、酒泉/嘉峪关、金昌/武威、张掖、庆阳及甘肃周边省份银川、汉中、宝鸡
机会性市场	省外其他市场

资料来源：公司公告，天风证券研究所

“深度分销+大客户运营”双轮驱动，“互联网+”拓宽纵向渠道市场。2020年起营销模式从“深度分销”向“深度分销+大客户运营”双轮驱动转变，成立大客户部整合公司资源赋能销售，积极培育意见领袖和消费顾问。2022年4月公司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，目前已在天猫商城、京东商城、拼多多、抖音和快手平台设立“金徽酒旗舰店”，在抖音和快手开启直播销售，致力在纵向打造“线上+线下”产品渠道，发挥互联网品牌推广和消费洞察的先导作用。

图 34：“深度分销+大客户运营”到“品牌引领+渠道动销”



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 35：积极建设“互联网+”渠道市场



资料来源：公司官网，天风证券研究所

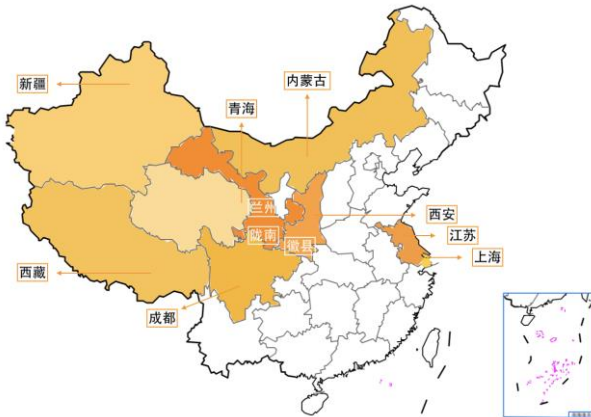
“品牌引领+渠道动销”新双轮驱动，“C 端置顶”推进消费培育由点及面。2022年起从“深度分销+大客户运营”升级为“品牌引领+渠道动销”的新双轮驱动模式，以更好贴合“聚焦资源、精准营销、深度运营”的营销理念，具体措施包括：1) 开展“名酒进名企”、“金徽高端品鉴会”等主题活动；2) 加强关键人物和品牌顾问的开发、筛选及网络建设工作；3) 升级线下传统运营模式，重点突破会员数据资产沉淀和智慧化生态运营；4) 精准识别消费圈层，针对不同场景和群体做好消费者培育转化工作。此外，通过 C 端置顶，即利用影响力用户工程和品牌宣传精准触达用户，实现小生态带动大生态的营销闭环。

3.3.2. 省外：“不对称营销”到“一地一策”差异化打造市场，全国布局加速中

循序渐进开拓省外市场，“西北+北方+华东”格局形成。公司基于稳健管理风格，早期在省外率先布局宁夏市场，经过充分调研分析后提出“梯次滚动发展的不对称营销”模式拓

展省外，从县区市场起步逐渐做深做透。2020 年，陕西和宁夏已成为重点市场，采取深度开发模式，选择创业型商户和经验丰富的白酒销售商作为经销商；内蒙、青海和新疆由于地域辽阔主要采取合作经营模式，与当地白酒销售资源富余的客户达成合作关系。2022 年，公司先后组建北方品牌运营公司、青海销售公司和互联网销售公司，全国化布局再提速。2023 上半年，公司各销售公司连开多场营销大会，“因地制宜”策略得到有效落实：北方公司大力推进优质团购商和政商大客户；银川公司围绕“C 端置顶+一县一策+以授权促转型”进行营销转型；西安公司以用户思维打造意见领袖；青海公司聚焦核心网点拓展和终端网络覆盖。目前，公司横向的“西北+北方+华东”市场格局不断形成，销售公司已遍及陕西、青海、新疆、西藏、内蒙古、四川、江苏和上海等地区。

图 36：金徽酒全国区域销售公司分布



资料来源：公司公告，自然资源部，天风证券研究所

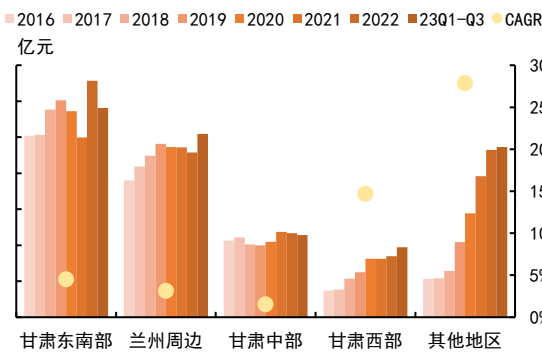
图 37：金徽酒省内销售公司 2022 年度营销大会



资料来源：金徽酒公众号，天风证券研究所

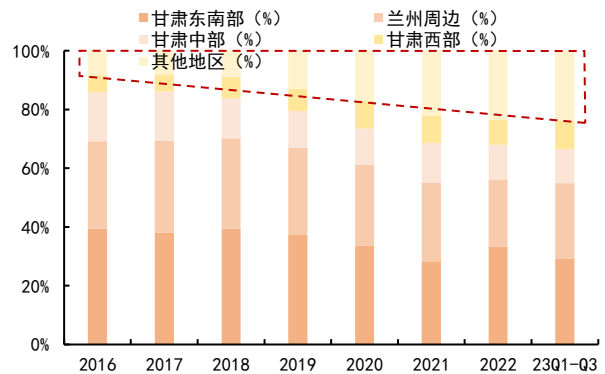
省外营收规模增速领先，全国经销商布局持续加速。2016-2022 年，主要包括省外地区的其他地区营收 CAGR 达 27.86%，2023 前三季度实现营收 4.72 亿元，接近省内兰州周边等强势地区表现。相较 2016 年，2022 年其他地区营收占比提高 15.12PCT 至 23.44%，首度超过兰州周边地区占比，六年内除甘肃西部占比略有提升其他省内地区占比均有所下滑，省外表现优于省内。公司经销模式占主导，2023 年三季度末经销商数量累计达 832 家，较 2016 年 374 家大幅增加，平均经销商规模或因拓商较快呈小幅下滑。其中，自 2020 年起包括省外地区在内的其他地区经销商数量增幅较大，2023 年三季度末经销商数量累计达 586 家，省外地区贡献全国布局主要加速度。

图 38：2016-2022 年省外地区营收 CAGR 双位领先



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

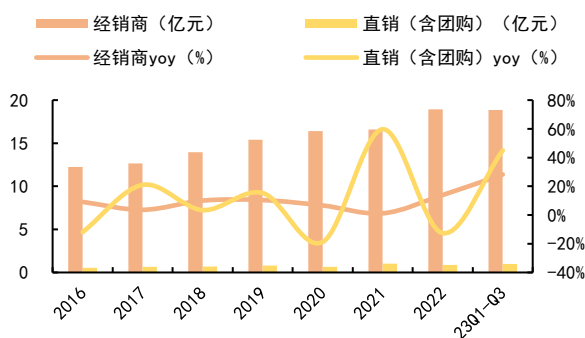
图 39：2016-23Q1-Q3 年省外地区营收占比不断提升



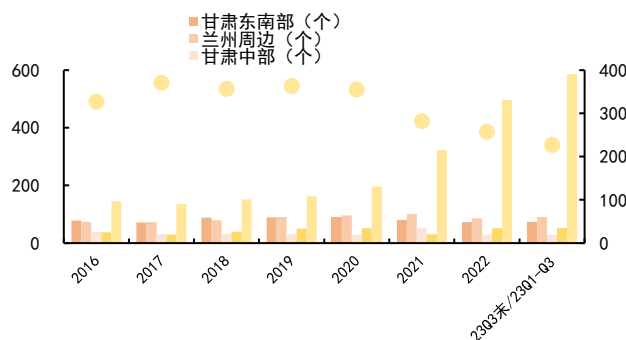
资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 40：经销模式占主导，同比增速稳定提升

图 41：省外经销商布局提速，2023Q3 末达 586 家



资料来源：公司公告，天风证券研究所



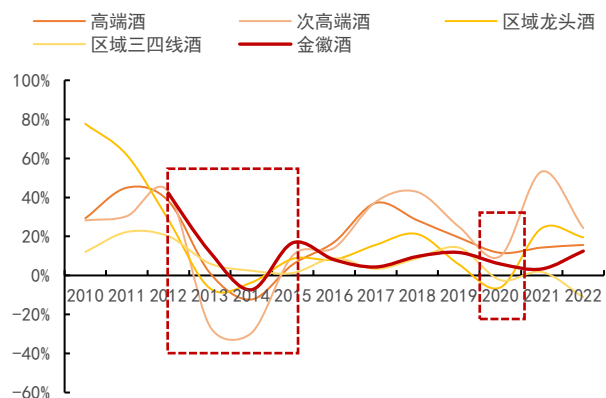
资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 未来要点聚焦：高端化&提价放量、拓市&渠道营销或超预期

4.1. 管理亮点：五年发展战略规划将收官，精细化奖惩考核成效优异

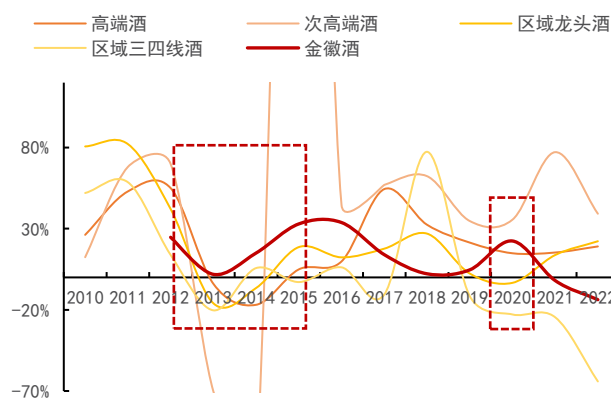
公司秉持稳健管理风格，行业调整期和疫情期期间尽显韧性。公司在 2012-2015 年白酒行业深度调整期间表现出较强韧性，营收增速水平多年高于所在区域三四线酒及其他细分白酒板块平均水平，净利润始终保持正增长。2016 年，金徽酒较其他酒企更早脱离行业调整期，公司意识到此轮调整期的结束将伴随各酒企产品结构的全面升级，遂逐步推进世纪金徽星级和柔和金徽等系列高档单品的营销布局，不断优化自身产品结构。2020 年，受宏观疫情因素和行业挤压式增长压力，公司业绩仍较为稳健，主受益于产品结构优化拉动整体营收/公司内部精益管理成效兑现。

图 42：12-15 年深度调整期与 20 年疫情期期间金徽酒营收增速超部分细分板块平均水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 43：12-15 年深度调整期与 20 年疫情期期间金徽酒净利润维持正增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 11：2012-2015 年白酒行业深度调整，2016 年金徽酒脱离行业调整期较早

类型	酒企	营业收入yoy (%)				归母净利润yoy (%)			
		2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
高端酒	贵州茅台	16.91%	13.13%	14.77%	28.59%	12.01%	11.07%	3.58%	4.27%
	五粮液	31.03%	-1.11%	13.49%	4.84%	31.91%	-10.31%	-6.97%	7.00%
	泸州老窖	16.01%	14.98%	22.30%	28.44%	10.01%	7.78%	30.74%	184.42%
次高端酒	山西汾酒	2.45%	17.56%	17.79%	-4.62%	36.87%	0.19%	7.46%	-0.89%
	舍得酒业	35.35%	13.23%	69.21%	6.52%	178.57%	363.12%	1231.79%	699.25%
	水井坊	13.88%	53.64%	31.23%	61.83%	62.71%	521.55%	181.33%	340.70%
区域龙头酒	酒鬼酒	3.70%	-14.77%	12.30%	31.98%	48.53%	48.78%	24.39%	56.29%
	古井贡酒	10.57%	14.90%	12.23%	22.00%	13.61%	12.04%	26.04%	14.99%
	迎驾贡酒	3.23%	-8.11%	2.00%	14.97%	23.57%	1.65%	30.47%	49.45%
	口子窖	20.29%	4.25%	5.89%	5.26%	54.45%	39.32%	15.06%	6.76%
	洋河股份	9.32%	1.17%	9.39%	5.21%	10.28%	1.05%	10.89%	9.29%
	今世缘	7.75%	4.95%	1.24%	-3.73%	10.62%	17.40%	6.92%	-1.16%
区域三四线酒	顺鑫农业	12.35%	4.93%	40.57%	14.80%	-8.71%	-0.02%	-60.25%	87.71%
	金徽酒	23.82%	3.06%	4.85%	-2.56%	32.82%	174.11%	16.29%	26.30%
	老白干酒	10.45%	21.27%	1.21%	-4.05%	40.30%	40.46%	47.10%	56.45%
	伊力特	6.30%	-3.36%	4.42%	5.67%	21.43%	-16.76%	-3.46%	-13.68%
	金种子酒	-8.57%	-17.29%	-30.17%	-14.55%	24.62%	236.47%	-119.91%	-49.27%
	天佑德酒	-5.55%	18.19%	-0.06%	21.10%	-9.56%	-81.63%	-12.38%	579.32%

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 12：2020 年受疫情因素催化宏观趋势下行，金徽酒业表现相对稳健

类型	酒企	营业收入yoy (%)				归母净利润yoy (%)			
		2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
高端酒	贵州茅台	12.76%	9.55%	8.46%	13.09%	16.69%	8.9%	6.87%	19.70%
	五粮液	15.05%	10.13%	17.83%	13.92%	18.98%	10.16%	15.03%	11.34%
	泸州老窖	-14.79%	6.20%	14.45%	16.45%	12.72%	22.51%	52.55%	40.59%
次高端酒	山西汾酒	18.44%	18.44%	25.15%	33.12%	39.36%	16.11%	69.36%	140.38%
	舍得酒业	-42.02%	18.83%	18.40%	16.56%	-73.46%	62.02%	24.86%	31.83%
	水井坊	-21.63%	-90.08%	18.86%	19.32%	-12.64%	-172.59%	33.09%	22.68%
区域龙头酒	酒鬼酒	-9.68%	12.89%	56.37%	28.50%	32.24%	6.3%	419.02%	39.26%
	古井贡酒	-10.55%	-3.51%	15.13%	0.39%	-18.71%	-16.51%	3.94%	-10.96%
	迎驾贡酒	-33.55%	-17.30%	12.40%	8.34%	-34.07%	9.4%	27.80%	27.72%
	口子窖	-42.92%	-25.07%	6.75%	9.77%	-55.36%	-30.53%	-5.86%	-2.93%
	洋河股份	-14.89%	-18.57%	7.57%	7.82%	-0.46%	-10.89%	14.07%	25.39%
	今世缘	-9.41%	3.81%	21.03%	22.32%	-9.52%	1.9%	32.70%	54.28%
区域三四线酒	顺鑫农业	15.93%	9.45%	9.57%	-19.44%	-17.64%	-10.91%	-789.81%	-109.35%
	金徽酒	-33.37%	22.70%	14.42%	29.83%	-47.00%	141.59%	40.07%	59.60%
	老白干酒	-34.19%	-9.04%	16.37%	-8.90%	-44.05%	-32.65%	49.70%	-40.15%
	伊力特	-70.45%	51.78%	-36.09%	-18.59%	-94.42%	163.08%	-44.10%	-3.45%
	金种子酒	-32.94%	-0.72%	35.78%	69.57%	-391.83%	30.93%	-27.17%	231.25%
	天佑德酒	-44.56%	-14.03%	-32.45%	-49.09%	-109.25%	-8.40%	-675.51%	-691.37%

资料来源：Wind，天风证券研究所

积极应变调整业绩目标，奖惩方案实现有效激励。为推动“二次创业”改革，2019 年公司制定“2019-2023 五年发展规划”明确目标和路径，并与核心管理团队签订《业绩目标及奖惩方案协议》辅助规划实施落地。2019-2022 年业绩目标完成情况欠佳，仅 2019 年营收和 2020 年扣非净利润达标，叠加 2020 年疫情不可抗力影响，2022 年底公司决定适当调整方案，将业绩目标延后一年及取消原有扣罚方案。公司虽在业绩目标完成度上有提升空间，但奖励方案的实施效果较为显著，2019 年起员工人均薪酬较大幅提升，吸引了更多优秀员工加入企业，公司员工学历结构不断向上。

表 13：公司与核心管理团队签署《业绩目标及奖惩方案协议》具体内容（截至 2023 年 11 月最新）

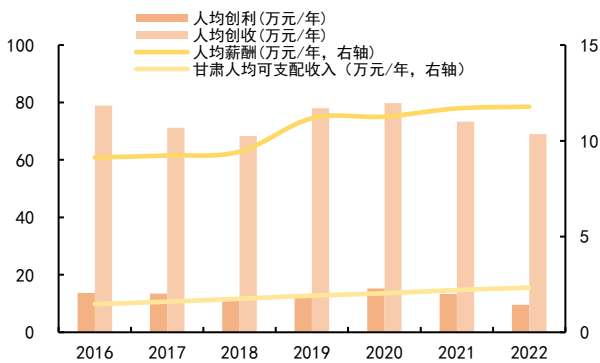
业绩目标	2019	2020	2021	2022	2023	2024
目标营业收入 (亿元)	16.20	18.30	21.00	21.00	25.00	30.00
实际营业收入 (亿元)	16.34	17.31	17.88	20.12	-	-
目标扣非归母净利润 (亿元)	2.80	3.20	3.80	3.80	4.70	6.00
实际扣非归母净利润 (亿元)	2.71	3.31	3.25	2.80	-	-
奖惩方案		2019-2024 年执行期间				
实际营业收入 > 目标营业收入	奖励薪酬 = (当年目标营业收入 - 前一年经审计实际营业收入) × 2% + (当年经审计实际营业收入 - 当年目标营业收入) × 2.5%					
实际营业收入 ≤ 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% (2022 年删除)					
实际扣非归母净利润 > 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%					
目标扣非归母净利润 × 85% < 实际扣非归母净利润 ≤ 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 - 前一年实际扣非归母净利润) × 15%					
实际扣非归母净利润 ≤ 目标扣非归母净利润	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% (2022 年删除)					

非归母净利润×85%

奖惩实现方式	奖励	当年奖励金额的 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	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
奖惩兑现时间	2019-2023 年	上一年度经营业绩经年审会计师审计结束对外披露后 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
	2024 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确定
提取奖励薪酬门槛	只有当年扣非归母净利润率 ≥ 12% 时，乙方才能提取奖励薪酬	
备注	受宏观因素影响，经审慎评估，公司拟调整《业绩目标及奖惩方案协议（2019-2023）》业绩考核要求： 1) 协议执行期间由 2019-2023 年调整为 2019-2024 年 ，至 2024 年 12 月 31 日止； 2) 将 2022-2023 年业绩目标调整为 2022-2024 年业绩目标 （延后一年），如上所示； 3) 取消扣罚方案 ，删除原协议相应条款。	

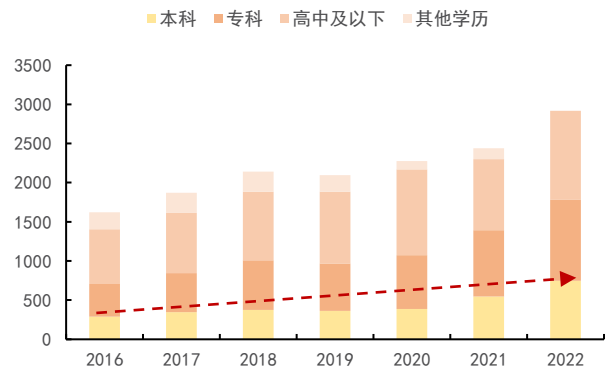
资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 44：2016-2022 年员工人均薪酬高于当地平均水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 45：2016-2022 年公司员工学历结构向上（单位：人）



资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 产品亮点：结构固定侧重提价增量

产品结构保持稳定，量价提升双管齐下。为实现制定的未来业绩目标，公司表示在西北市场将不再调整产品架构，而是重点聚焦大单品的提价增量工作，从而提高主要单品的市占率。具体看：

1) **提价**：受原材料价格上涨等因素影响，金徽酒近年两次先后对中档和高档产品上调价格，既一定程度消化成本压力，又顺应价位升级趋势，有利于金徽酒保持与其他名优酒产品升级的步调。2) **增量**：年份系列方面，公司在省内以兰州市场为核心推进高端化，布局重点依次是年份系列、柔和系列和星级系列，目前兰州销售中年份十八年及以上产品占比超 30%。近年来，公司年份十八年在兰州宴席市场表现优异，对 400 元价位带最大竞品剑南春形成压制；柔和系列方面，公司预计 2023 年在省内实现 30%+ 的销售增长及 8 个亿销售规模（未来目标 13 个亿）。

表 14：金徽酒两次提价内容及原因

时间	内容	原因	对象
2017 年 10 月 9 日	对部分中档产品价格上调 5%	包装材料和酿酒原粮价格大幅上涨	世纪金徽三星 世纪金徽四星
2020 年 8 月 1 日	对部分高档产品价格进行上调	原材料价格上涨、人力成本增加	世纪金徽星级系列 金徽十八年

资料来源：微酒公众号，酒说公众号，天风证券研究所

4.3. 市场亮点：营销宣传力度持续加码，根据地市占率有上升空间

对标古井贡酒，加大营销宣传力度。与安徽和江苏市场相比，西北地区目前仍未形成体系化的市场，徽酒、苏酒龙头如古井贡酒、洋河等酒企已在相应地方性市场建立起稳固的根基，激烈的市场竞争成为一种常态化现象。公司原先对标洋河而目前对标古井贡酒发展自身，这两家酒企作为区域龙头酒的优秀代表以渠道精耕细作闻名，对比来看，1) **销售费用**：古井贡酒在近七年中销售费用率一直保持 30%左右的高位，其中广告宣传推广费占比也连续达到 15%以上占比；金徽酒 2022 年销售费用和其中广宣费用较以前年度均有大幅提升，在古井贡酒、迎驾贡酒、口子窖、洋河和今世缘几家酒企中费用占比排位升至第二，公司加大费用投放以抢占市场份额。2) **销售人员**：洋河自 2016 年起销售人员数量已达 5000 余人，处于遥遥领先地位；古井贡酒 2016 年销售人员数量为 489 人，2022 年达到 3082 人，复合增长达 36%，在酒企中增长最快；金徽酒销售人员增速与今世缘接近，离对标的古井贡酒仍有一定上升空间。

表 15：近两年金徽酒销售费用率提升明显，区域龙头中仅次于古井贡酒

地区	龙头酒企	销售费用率 (%)							
		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023前三季度
甘肃	金徽酒	13.56%	13.85%	15.69%	14.99%	12.84%	15.55%	20.89%	21.31%
	古井贡酒	32.91%	31.14%	30.88%	30.57%	30.32%	30.20%	27.93%	27.35%
安徽	迎驾贡酒	12.58%	12.95%	12.93%	12.26%	12.17%	9.73%	9.17%	8.47%
	口子窖	12.75%	8.85%	7.88%	8.47%	13.62%	12.71%	13.63%	14.27%
江苏	洋河股份	10.88%	11.99%	10.60%	11.64%	12.34%	13.98%	13.88%	11.76%
	今世缘	18.29%	14.48%	15.65%	17.50%	17.09%	15.10%	17.62%	17.65%

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 16：2022 年金徽酒广宣费用占比提升至 10.27%，首次超其余区域龙头仅次于古井贡酒

地区	龙头酒企	广宣费用占比 (%)						
		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
甘肃	金徽酒	6.15%	6.13%	7.29%	6.66%	5.66%	6.11%	10.27%
	古井贡酒	17.75%	16.17%	18.71%	17.72%	15.51%	16.34%	16.81%
安徽	迎驾贡酒	7.54%	7.81%	7.64%	6.81%	6.84%	4.95%	4.60%
	口子窖	9.86%	6.10%	5.58%	6.19%	11.80%	7.23%	6.74%
江苏	洋河股份	4.78%	6.08%	6.18%	6.78%	6.69%	7.54%	8.02%
	今世缘	9.19%	8.02%	8.73%	10.60%	10.67%	8.38%	7.26%

资料来源：Wind，天风证券研究所

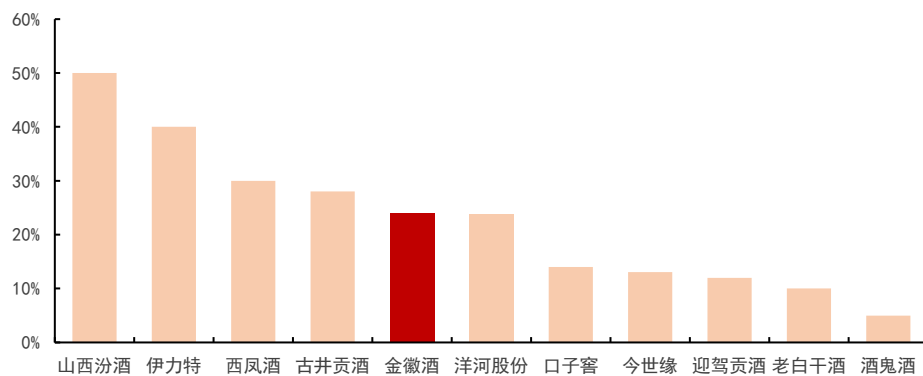
表 17：2022 年金徽酒销售人员数量达 865 人，离徽酒苏酒龙头仍有差距

地区	龙头酒企	销售人员数量 (人)						
		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
甘肃	金徽酒	511	512	567	573	667	738	865
	古井贡酒	489	1500	1600	2378	2619	2911	3082
安徽	迎驾贡酒	1501	1534	1556	1511	1617	1632	1786
	口子窖	345	307	272	270	283	299	294
江苏	洋河股份	5000	5036	5259	5632	5644	6087	6614
	今世缘	621	713	913	996	1074	1070	1214

资料来源：Wind，天风证券研究所

致力扩大省内市场份额，立足品牌建设夯实西北地位。2023 年前三季度末，金徽酒在甘肃省内的市占率达 25%，作为省内龙头，对比其他地区龙头酒企如山西汾酒（山西）、伊力特（新疆）、西凤酒（陕西）和古井贡酒（安徽）等其市占率仍有较大上升空间。未来白酒酒企的发展将呈现强者恒强态势，头部名优酒集中度将进一步提升，真正落实品牌建设以赢得消费者信赖的品牌将会更快速实现库存去化，而仅依靠压货、渠道促销、做短期业绩的品牌可能面临被边缘化的风险。

图 46：金徽酒根据地市占率仍有上升空间



资料来源：酒业家公众号，乐酒圈公众号，糖酒快讯公众号，斗酒公众号，山西省酒业协会，天风证券研究所 注：金徽酒数据为 2023 年数据，古井贡酒、洋河股份、口子窖、今世缘、迎驾贡酒数据为 2022 年数据，伊力特数据为 2021 年数据，山西汾酒、酒鬼酒数据为 2020 年数据，西凤酒、老白干酒数据为 2019 年数据

5. 投资建议

“二次创业”启动后公司首个五年战略规划临末，公司秉持长期主义，内耕外拓以抢位西北远眺华东。2022 年亚特重新控股后，公司产品结构持续升级、渠道策略优化，“二次创业”势头正劲。公司为甘肃省地产酒龙头，把握省内价格带上移趋势，拔高产品结构+加大渠道推力提升省内市占率；推出差异化产品抢位西北远眺华东，泛全国化布局致力实现高增长目标，预期未来 450 亿西北市场中占据 100 亿+市场份额，华东地区有望贡献业绩增量。

根据公司发布的 2023 年三季度报告，综合来看预计公司仍将快速增长，我们预计 2023-2025 年公司营收 25.43/31.40/37.97 亿元，同比增长 26.41%/23.47%/20.92%，公司归母净利润分别为 3.57/4.78/6.32 亿元，同比增长 27.41%/33.96%/32.16%，EPS 分别为 0.70/0.94/1.25 元/股，维持公司“买入”评级。

假设依据：

随着公司结构升级逐步推进，我们认为高端酒增速将快于整体白酒类整体收入增速。我们预计公司 2023-2025 年高档酒收入为 16.98/22.03/27.84 亿元，增速分别为 34.09%/29.71%/26.36%；中档酒收入增速下滑；低档酒收入增速表现平稳。

表 18：盈利预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（亿元）	17.88	20.12	25.43	31.40	37.97
YoY	3.34%	12.49%	26.41%	23.47%	20.92%
高档酒（亿元）	10.95	12.67	16.98	22.03	27.84
YoY	26.24%	15.66%	34.09%	29.71%	26.36%
毛利率	70.17%	69.22%	69.51%	70.07%	70.18%
中档酒（亿元）	6.52	6.81	7.72	8.59	9.29
YoY	-19.46%	4.47%	13.42%	11.30%	8.15%
毛利率	54.94%	53.46%	53.90%	53.46%	53.02%
低档酒（亿元）	0.16	0.34	0.36	0.38	0.40
YoY	-43.35%	106.95%	6.09%	6.08%	6.05%
毛利率	11.63%	23.19%	23.04%	22.89%	22.28%
白酒类收入合计（亿元）	17.63	19.81	25.06	31.00	37.53
YoY	3.38%	12.37%	26.51%	23.70%	21.06%
毛利率	64.00%	63.01%	64.03%	64.88%	65.41%
归母净利润（亿元）	3.25	2.80	3.57	4.78	6.32
YoY	-1.95%	-13.73%	27.41%	33.96%	32.16%

资料来源：Wind，天风证券研究所

1) 省内市场：消费升级趋势明显，公司以年份系列为抓手推动结构升级，以柔和 H6 为核心产品提前布局 200 元价位带。2) 省外市场：开拓空间广阔，公司“一地一策”实施营销策略，渗透环甘肃五省抢占市场份额，远眺华东寻找新的增长极。我们采用可比公司估值法，选取在 100-300 元大众价位带产品占比较高的地产酒公司古井贡酒、迎驾贡酒、伊力特、老白干酒作为可比公司，结合 Wind 一致预期，2024 年可比公司的 PE 平均值 29.61。考虑到金徽酒：1) 所在甘肃地区目前正处于消费升级较快阶段，宴席用酒价格带上移趋势明显；2) 环甘肃五省扩张稳步推进，泛全国化布局具备潜力；3) 短期内重视收入端，费用率高于同业，中长期费用端收缩后，利润或弹性释放，我们认为公司具备较强的成长性，给予公司 2024 年 PE 30x，对应目标价 28.28 元/股。

表 19：可比公司估值（PE）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
古井贡酒	56.13	44.89	39.41	30.67	24.49
迎驾贡酒	40.20	29.45	30.17	24.10	19.56
伊力特	40.92	70.01	46.15	33.38	25.51
平均值	45.75	48.12	38.58	29.39	23.19

资料来源：Wind，天风证券研究所（参考 Wind 一致预期，截至 3 月 12 日收盘）

6. 风险提示

- 1、宏观经济修复不及预期：**宏观经济修复不及预期，消费需求疲软对白酒行业的发展有可能产生不利的影响。
- 2、市场扩张不达预期：**如果市场竞争加剧或消费者对白酒的消费需求下降，且公司未能及时有效拓展其他市场，将对公司的生产经营活动产生不利，从而影响战略目标的实现。
- 3、渠道库存去化不及预期：**白酒消费需求不及预期，导致公司渠道库存去化不及预期。
- 4、省外扩张不及预期：**白酒行业竞争加剧，公司省外扩张效果不及预期。
- 5、市场竞争加剧：**中国白酒行业总体产能过剩，市场竞争非常激烈，竞品若不断加入市场方面的投入，公司未来抢占全国市场份额将会存在较大挑战。
- 6、测算具有主观性：**报告中测算数据有一定主观性，或存在误差。
- 7、人才流失风险：**白酒业从业人员流动性较大，人才是酒企的核心竞争力，随着各酒企对人才争夺的竞争加剧，公司或面临人才流失风险。
- 8、环境保护风险：**公司需要扩张产能支撑后续业务发展，或造成周边地区环境受到影响，面临环境保护风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	666.68	810.13	861.68	905.79	1,189.55	营业收入	1,788.40	2,011.73	2,543.03	3,139.98	3,796.97
应收票据及应收账款	18.61	15.03	22.72	25.90	33.65	营业成本	648.48	748.70	926.38	1,112.38	1,319.50
预付账款	9.44	6.69	11.98	10.49	16.74	营业税金及附加	253.27	294.12	363.65	458.44	531.58
存货	1,326.97	1,512.42	1,776.48	2,354.94	2,508.18	销售费用	278.02	420.24	523.86	640.56	759.39
其他	17.19	41.40	23.32	41.50	31.14	管理费用	179.75	217.32	267.02	323.42	391.09
流动资产合计	2,038.88	2,385.68	2,696.18	3,338.63	3,779.26	研发费用	46.97	50.23	60.52	65.94	83.53
长期股权投资	1.15	0.19	0.19	0.19	0.19	财务费用	(7.26)	(12.54)	(15.49)	(16.37)	(19.41)
固定资产	1,490.40	1,443.19	1,382.74	1,316.36	1,249.99	资产/信用减值损失	(0.90)	(0.84)	(0.64)	(0.79)	(0.76)
在建工程	10.37	1.51	0.18	0.18	0.18	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	183.35	198.78	197.33	208.89	201.79	投资净收益	(0.28)	0.06	(0.41)	(0.21)	(0.19)
其他	49.16	66.12	48.03	53.61	52.81	其他	(10.52)	(19.27)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1,734.43	1,709.78	1,628.47	1,579.24	1,504.96	营业利润	400.86	313.70	416.03	554.62	730.34
资产总计	3,773.31	4,095.46	4,324.66	4,917.86	5,284.22	营业外收入	0.71	1.73	1.05	1.16	1.31
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	11.47	12.56	12.70	12.25	12.50
应付票据及应付账款	120.15	144.42	210.69	160.10	279.74	利润总额	390.09	302.87	404.38	543.54	719.16
其他	272.99	250.88	744.93	1,101.55	969.17	所得税	65.42	23.67	47.31	65.22	87.02
流动负债合计	393.14	395.29	955.63	1,261.65	1,248.90	净利润	324.67	279.20	357.07	478.31	632.14
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(0.17)	(1.04)	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	324.84	280.24	357.07	478.31	632.14
其他	40.19	39.30	39.44	39.65	39.46	每股收益(元)	0.64	0.55	0.70	0.94	1.25
非流动负债合计	40.19	39.30	39.44	39.65	39.46						
负债合计	791.63	944.42	995.07	1,301.29	1,288.37						
少数股东权益	0.33	1.04	1.04	1.04	1.04	主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
股本	507.26	507.26	507.26	507.26	507.26	成长能力					
资本公积	870.92	870.92	870.92	870.92	870.92	营业收入	3.34%	12.49%	26.41%	23.47%	20.92%
留存收益	1,603.18	1,771.83	1,950.36	2,237.35	2,616.63	营业利润	-7.74%	-21.74%	32.62%	33.31%	31.68%
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	-1.95%	-13.73%	27.41%	33.96%	32.16%
股东权益合计	2,981.68	3,151.05	3,329.58	3,616.57	3,995.85	获利能力					
负债和股东权益总计	3,773.31	4,095.46	4,324.66	4,917.86	5,284.22	毛利率	63.74%	62.78%	63.57%	64.57%	65.25%
						净利率	18.16%	13.93%	14.04%	15.23%	16.65%
						ROE	10.90%	8.90%	10.73%	13.23%	15.82%
						ROIC	15.00%	12.16%	15.40%	19.42%	23.36%
						偿债能力					
						资产负债率	20.98%	23.06%	23.01%	26.46%	24.38%
						净负债率	-21.78%	-25.04%	-25.34%	-24.58%	-29.39%
						流动比率	2.71	2.64	2.82	2.65	3.03
						速动比率	0.95	0.96	0.96	0.78	1.02
						营运能力					
						应收账款周转率	134.33	119.60	134.70	129.14	127.51
						存货周转率	1.45	1.42	1.55	1.52	1.56
						总资产周转率	0.49	0.51	0.60	0.68	0.74
						每股指标(元)					
						每股收益	0.64	0.55	0.70	0.94	1.25
						每股经营现金流	0.55	0.63	0.45	0.47	1.03
						每股净资产	5.88	6.21	6.56	7.13	7.88
						估值比率					
						市盈率	34.53	40.02	31.41	23.45	17.74
						市净率	3.76	3.56	3.37	3.10	2.81
						EV/EBITDA	35.44	29.07	21.78	16.74	12.70
						EV/EBIT	44.07	38.36	25.73	19.06	14.04

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com