

# 金徽酒 (603919.SH)

## 西北区域名酒发展步入快车道

买入

### 核心观点

**金徽酒：陇南名酒复兴正当时，二次创业结硕果。**金徽酒位于甘肃省陇南市，是西北区域名酒品牌。公司主推年份系列、柔和系列、正能量系列、星级系列等产品，实现省内全价格带布局，并有序开展泛全国化扩张。2018年以来，公司开启“二次创业”，相继在战略、机制、渠道等进行全方位改革，营收由2018年的14.62亿元增长至2022年的20.12亿元，CAGR达8.3%；归母净利润由2.59亿元增长至2.80亿元，CAGR达2.0%左右。2023年至今，公司持续加大省内渠道下沉以及省外开拓进度，有望实现陇南名酒复兴。

**份额提升：马太效应凸显，金徽酒省内份额有望持续提升。**公司在省内份额约26%，后续在优势区域下沉、马太效应和新兴市场开拓下，份额有望提升至40-50%。在巩固省内成熟市场基础上，公司大力推进河西市场和大兰州市市场的布局。产品上，公司重点推广柔和系列和年份系列，持续引领兰州、河西价位升级。渠道上，公司采取不饱和营销，聚焦资源重点投放团购渠道等。

**消费升级：甘肃200元价位开始扩容，金徽酒有望引领省内升级。**2022年甘肃省内白酒规模约80亿元，在基建投资、产业发展等拉动下，2025年有望扩容至100亿元，CAGR约7.8%。对标安徽，金徽酒作为省内区域酒龙头，有望率先受益：1) 产品端实现全价位布局，抢占价位升级红利。2) 渠道端通过金网工程和大客户运营保证渠道合理利润。

**泛全国化：布局全国、深耕西北、重点突破，区域扩张有望打开业绩天花板。**金徽酒区域扩张规划较为前瞻，在省内能提供稳定费投支持下，相继切入宁夏、陕西、华东等市场。大西北地区，公司凭借地理优势+渠道利润丰厚+渠道精细化运作，有望将份额提升至10-20%。华东地区，公司借助股东资源，导入金徽老窖系列，创新渠道模式，围绕团购渠道重点运作。

**费用优化：费用端仍存优化期权，2025年后净利率或有望提升。**金徽酒处于区域化扩张前期，对标其他区域性酒企，未来或在省内消费升级+省外逐步实现盈利+费用规模效应等推动下，2025年净利率或有望提升至20%+。

**金徽酒是甘肃消费升级显著受益标的，维持“买入”评级。**预计公司2023-2025年实现营收25.05/30.06/36.00亿元，同比+24.5%/20.0%/19.8%；实现归母净利润3.46/4.72/6.28亿元，同比+23.4%/36.5%/33.0%，对应PE 33.8/24.8/18.6X。考虑到省内消费升级，区域化扩张和费用优化期权，给予2024年25-30X PE，对应目标价23.27-27.92元，维持“买入”评级。

**风险提示：**消费升级不及预期；竞争加剧；省外开拓不及预期等。

### 盈利预测和财务指标

|              | 2021  | 2022   | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)    | 1,788 | 2,012  | 2,505 | 3,006 | 3,600 |
| (+/-%)       | 3.3%  | 12.5%  | 24.5% | 20.0% | 19.8% |
| 净利润(百万元)     | 325   | 280    | 346   | 472   | 628   |
| (+/-%)       | -2.0% | -13.7% | 23.4% | 36.5% | 33.0% |
| 每股收益(元)      | 0.64  | 0.55   | 0.68  | 0.93  | 1.24  |
| EBIT Margin  | 21.4% | 14.0%  | 15.8% | 17.9% | 19.8% |
| 净资产收益率 (ROE) | 10.9% | 8.9%   | 10.3% | 13.0% | 15.6% |
| 市盈率 (PE)     | 36.0  | 41.7   | 33.8  | 24.8  | 18.6  |
| EV/EBITDA    | 25.7  | 32.6   | 26.9  | 20.9  | 16.5  |
| 市净率 (PB)     | 3.92  | 3.71   | 3.48  | 3.21  | 2.91  |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·深度报告

#### 食品饮料·白酒 II

证券分析师：张向伟 021-60933131  
zhangxiangwei@guosen.com.cn  
S0980523090001

证券分析师：李文华 021-60375461  
liwenhua2@guosen.com.cn  
S0980523070002

联系人：张未艾

021-61761031

zhangweiai@guosen.com.cn

#### 基础数据

|            |                |
|------------|----------------|
| 投资评级       | 买入(维持)         |
| 合理估值       | 23.27 - 27.92元 |
| 收盘价        | 23.05元         |
| 总市值/流通市值   | 11692/11692百万元 |
| 52周最高价/最低价 | 30.80/22.29元   |
| 近3个月日均成交额  | 94.14百万元       |

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《金徽酒 (603919.SH) - 三季度高档酒表现突出，产品结构持续向上》——2023-10-21

《金徽酒 (603919.SH) - 2 疫情拖累 2 季度业绩下滑，产品结构优化稳步推进》——2022-08-22

## 内容目录

|  |           |
|--|-----------|
| <b>金徽酒：陇南名酒，有望成为西北龙头酒企</b>             | <b>5</b>  |
| 1) 历史复盘：金徽酒陇南名酒，品牌复兴稳健推进               | 5         |
| 2) 发展历程：二次创业谱新篇，泛全国化有序扩张               | 6         |
| 3) 股权结构：管理层深度持股，多元持股治理结构               | 6         |
| 4) 产品矩阵：多品牌价位布局，产品结构持续升级               | 8         |
| <b>份额提升：马太效应加速凸显，省内份额有望持续提升</b>        | <b>10</b> |
| 1) 甘肃市场：白酒市场规模约 80 亿，坐中联结西北六省          | 10        |
| 2) 空间测算：预计 2025 年将达 100 亿元，CAGR 约 7.8% | 12        |
| 3) 市场策略：薄弱市场重点突破，“品牌引领+渠道动销”双轮驱动       | 13        |
| 4) 区域测算：区域下沉、份额集中、河西市场是份额提升三大路径        | 15        |
| <b>消费升级：甘肃省内主流价格带有望跃迁至 200 元</b>       | <b>17</b> |
| 1) 区域分析：兰州、河西是消费升级高地市场                 | 17        |
| 2) 价位分析：甘肃有望复刻安徽价位升级路径                 | 18        |
| <b>泛全国化：立足甘肃深耕西北，有望打开业绩天花板</b>         | <b>21</b> |
| 1) 战略规划：立足甘肃、深耕西北、布局全国                 | 21        |
| 2) 省外策略：稳扎稳打、滚动式有序实现西北化                | 22        |
| 3) 环甘肃扩张：精耕西北市场，打开业绩天花板                | 23        |
| <b>费用优化：费用优化打开业绩弹性，2025 年后净利率或有望提升</b> | <b>25</b> |
| <b>财务分析与盈利预测：省内消费升级加速推进，区域扩张打开业绩空间</b> | <b>29</b> |
| 财务分析：营收快速增长，产品结构持续升级                   | 29        |
| 盈利预测：省内消费升级加速，区域扩张有序推进                 | 31        |
| <b>估值分析与投资建议：甘肃区域消费升级显著受益标的</b>        | <b>33</b> |
| 绝对估值：23.91-30.24 元                     | 33        |
| 相对估值：23.27-27.92 元                     | 34        |
| 投资建议：甘肃省内消费升级受益标的，看好区域扩张期权兑现           | 34        |
| <b>风险提示</b>                            | <b>36</b> |
| <b>附表：财务预测与估值</b>                      | <b>37</b> |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1: 金徽酒地处西南黄金酿酒带 .....                                   | 5  |
| 图 2: 金徽酒发展历史梳理 .....                                      | 6  |
| 图 3: 金徽酒股权结构梳理 .....                                      | 6  |
| 图 4: 金徽酒四大维度打造“只有窖香，没有泥味”的典型风格 .....                      | 8  |
| 图 5: 金徽酒产品结构 .....  | 9  |
| 图 6: 大西北白酒市场规模约 400 亿元 .....                              | 10 |
| 图 7: 甘肃省 GDP 增速情况（亿元） .....                               | 10 |
| 图 8: 甘肃城镇化率低于全国平均水平 .....                                 | 10 |
| 图 9: 甘肃省城镇人均支配收入增速 .....                                  | 10 |
| 图 10: 2022 年甘肃省内区域性酒企市场规模占比（%） .....                      | 11 |
| 图 11: 2019 年甘肃省内市场竞争格局（%） .....                           | 11 |
| 图 12: 未来五年甘肃各价位段市场规模增速（亿元，%） .....                        | 13 |
| 图 13: 2022-2025 年甘肃各价位段市场规模变动情况（亿元） .....                 | 13 |
| 图 14: 金徽酒目标实现“三大突破” .....                                 | 13 |
| 图 15: 金徽酒目标打好“四大战役” .....                                 | 13 |
| 图 16: 金徽酒渠道策略梳理 .....                                     | 14 |
| 图 17: 金徽酒搭建“深度分销+大客户运营”双轮驱动 .....                         | 15 |
| 图 18: 金徽酒的渠道策略与渠道管控 .....                                 | 15 |
| 图 19: 金徽酒在陇东南、兰州、河西地区营收情况（亿元） .....                       | 16 |
| 图 20: 甘肃省各区域市场规模占比（%） .....                               | 17 |
| 图 21: 甘肃省内各地市区域酒企分布 .....                                 | 17 |
| 图 22: 甘肃省内白酒各价位端拆分 .....                                  | 18 |
| 图 23: 消费升级、渠道推理、厂家拉力助推价格带升级 .....                         | 19 |
| 图 24: 2017-2022 年，金徽酒各价位带营收占比（%） .....                    | 19 |
| 图 25: 甘肃省白酒市场结构和安徽省的对比（亿元） .....                          | 20 |
| 图 26: 金徽酒各区域营收情况（亿元） .....                                | 21 |
| 图 27: 金徽酒各区域经销商数量（家） .....                                | 21 |
| 图 28: 金徽酒省内外市场布局情况 .....                                  | 22 |
| 图 29: 金徽酒滚动式有序实现西北市场的扩张 .....                             | 23 |
| 图 30: 金徽酒其他地区营收情况（亿元） .....                               | 24 |
| 图 31: 金徽酒其他地区经销商数量（家） .....                               | 24 |
| 图 32: 金徽酒近三年 PE（TTM）均值在 45.40X（截至 2023 年 12 月 31 日） ..... | 25 |
| 图 33: 2022 年金徽酒毛利率略低于其他区域性酒企（%） .....                     | 26 |
| 图 34: 2022 年金徽酒管理费用率高于其他酒企（%） .....                       | 26 |
| 图 35: 2022 年金徽酒销售费用率或存在优化空间（%） .....                      | 26 |
| 图 36: 2021 年起，金徽酒开始加大区域扩张费用投放（%） .....                    | 26 |
| 图 37: 2022 年至今，古井贡酒出现明显费用率优化（%） .....                     | 27 |

|   |    |
|---|----|
| 图 38: 山西汾酒全国化扩张中, 销售费用率出现明显优化 (%)                     | 27 |
| 图 39: 2018-2022 年金徽酒销售费用结构大致稳定 (%)                    | 27 |
| 图 40: 2022 年金徽酒广告宣传推广占到销售费用的 49%                      | 27 |
| 图 41: 2018-2022 年金徽酒管理费用结构大致稳定 (%)                    | 28 |
| 图 42: 2022 年金徽酒工资薪酬占管理费用约 44%                         | 28 |
| 图 43: 金徽酒营收情况 (亿元)                                    | 29 |
| 图 44: 金徽酒归母净利润 (亿元)                                   | 29 |
| 图 45: 金徽酒整体毛利率 (%)                                    | 29 |
| 图 46: 金徽酒净利率 (%)                                      | 29 |
| 图 47: 金徽酒高端白酒营收占比不断提升 (%)                             | 30 |
| 图 48: 金徽酒高端白酒销量占比不断提升 (%)                             | 30 |
| 图 49: 金徽酒各档次白酒吨价变动 (万元/吨)                             | 30 |
| 图 50: 金徽酒吨价持续提升 (万元/吨)                                | 30 |
| 图 51: 金徽酒可比公司估值表 (截至 2024 年 01 月 12 日)                | 34 |
| <br>  |    |
| 表 1: 2019 年金徽酒第一期员工持股情况                               | 7  |
| 表 2: 2019 年金徽酒定增募资情况                                  | 7  |
| 表 3: 金徽酒管理层业绩对赌协议及达成情况                                | 8  |
| 表 4: 金徽酒各价位段产品  | 9  |
| 表 5: 金徽酒省内外竞品梳理                                       | 11 |
| 表 6: 从结构升级维度测算 2025 年甘肃省白酒市场份额 (亿元)                   | 12 |
| 表 7: 2025 年金徽酒营收各区域测算 (亿元)                            | 16 |
| 表 8: 甘肃省内各地级地市区酒企梳理                                   | 17 |
| 表 9: 金徽酒产品迭代梳理  | 19 |
| 表 10: 金徽酒产品提价信息梳理                                     | 20 |
| 表 11: 金徽酒在西北市场区域扩张路线图                                 | 22 |
| 表 12: 2022 年金徽酒等区域性酒企盈利指标对比 (%)                       | 25 |
| 表 13: 假定金徽酒销售费用率 2026 年优化至 15%, 测算 2024-2025 年还原后估值水平 | 28 |
| 表 14: 金徽酒主营业务拆分及预测 (亿元, %)                            | 31 |
| 表 15: 金徽酒费用率预测假设条件                                    | 32 |
| 表 16: 金徽酒盈利预测简表 (截至 2024 年 01 月 12 日)                 | 32 |
| 表 17: 金徽酒 FCFF 估值中盈利预测假设                              | 33 |
| 表 18: 金徽酒 WACC 假设                                     | 33 |
| 表 19: 金徽酒 FCFF 估值法敏感性分析                               | 33 |



## 金徽酒：陇南名酒，有望成为西北龙头酒企

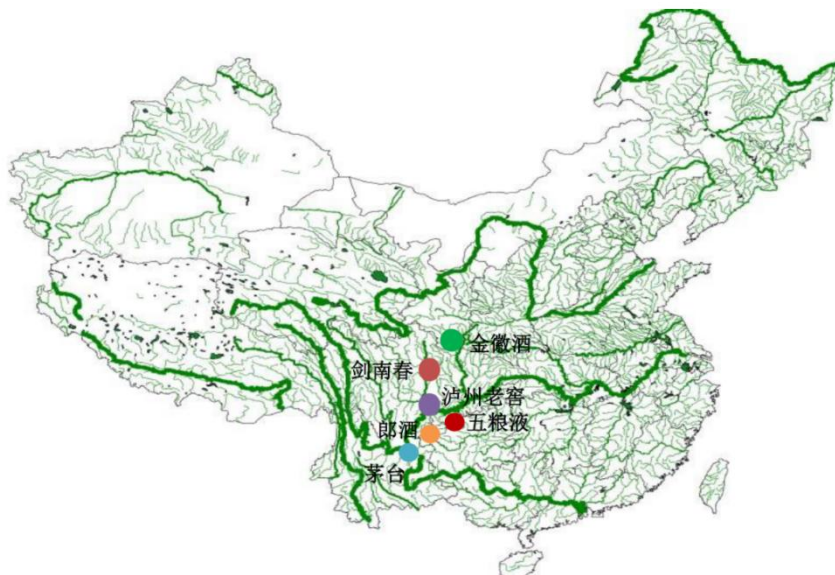
### 1) 历史复盘：金徽酒陇南名酒，品牌复兴稳健推进

**甘肃白酒龙头，酿造历史悠久。**据徽县《县志》记载，1134年，南宋抗金名将吴玠在徽县仙人关以少胜多，众将士以头盔为盏，得名“金盔酒”，吴玠以“名虽响却欠雅，何不称之金徽酒，徽者，美也”，改名为“金徽酒”。金徽酒为甘肃省白酒龙头公司，前身系康庆坊、万盛魁等多个徽酒老作坊基础上组建的省属国营大型白酒企业，是国内建厂最早的中华老字号白酒酿造企业之一。

**地处西南黄金酿酒板块，不可复制的地理环境。**金徽酒和五粮液等名酒企业同属中国西南黄金酿酒板块，有着生产优质白酒的自然优势和物质条件。金徽酒的产地陇南伏家镇，地处秦岭南麓、长江上游，素有“陇上江南”之称，自古以来就是绝佳的酿酒圣地，被誉为“中国西部酒乡”。金徽酒位于我国酿酒黄金板块，是长江水系名酒长廊最深处的一杯美酒。

**千年泥池老窖，三低工艺成就“只有窖香，没有泥味”。**公司生产一区的浓香西北第一窖，始于上世纪60年代，延续了传统古法酿造工艺，传承了万盛魁、康庆坊等明清时代“西部酒乡”名酒作坊窖泥基因，一直沿用至今。工艺上，金徽酒传承低温入窖、低温发酵、缓火蒸馏、低温馏酒的酿造工艺，发酵周期长达70天，成就了公司“只有窖香，没有泥味”。产能上，金徽酒是甘肃省内生产规模最大的白酒生产企业，目前拥有白酒产能约1.5万吨。品牌上，公司拥有“金徽酒”和“陇南春”两大品牌，属于甘肃省内优势白酒品牌。

图1：金徽酒地处西南黄金酿酒带



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

## 2) 发展历程：二次创业谱新篇，泛全国化有序扩张

**1951-2006年，金徽酒成立。**1951年，在众多老酒作坊的基础上，组建了地方国营徽县酒厂，即陇南春酒厂的前身。1988年，公司更名为陇南春酒业。1993年，公司入选国家统计局“中国100家最大饮料制造业企业”。2004年，公司由于经营不善政策性破产，原有管理层接手。

**2007-2017年，快速发展阶段。**2007年亚特集团进行股权重组金徽酒，实施一系列大刀阔斧的改革。2012年，金徽酒营收由6000余万元增长至10亿元以上，连续四年保持40%以上的增速，迎来了高速发展的黄金期。2016年，金徽酒成功在A股上市。

**2018年至今，二次创业阶段。**2018年，金徽酒提出“二次创业”口号，拟对优秀员工和经销商开展股权激励。2019年，金徽酒定增引入经销商持股和员工持股计划，实现经销商利益深度绑定。同年，公司制定2019-2023年五年发展规划，目标2023年实现营收30亿元，归母净利润6亿元。为了确保五年规划的顺利实现，公司同期与管理层签订业绩对赌协议，锚定未来五年业绩高增趋势。2020年，复星系两次合计收购金徽酒38%股权，成为公司控股股东，对公司全方位进行赋能。2021年，公司在复星集团的赋能下，推出金徽老窖系列开始进攻华东市场。2022年，亚特集团受让豫园公司所持公司股份，重掌公司控股权。

图2：金徽酒发展历史梳理

| 1951                 | 1960S                   | 1980S       | 1993                     | 1995                  | 2004        | 2006        | 2007                                  | 2010                | 2012                  | 2014       | 2016   | 2018                        | 2019                         | 2020          | 2021            | 2022                   | 2023 |  |
|----------------------|-------------------------|-------------|--------------------------|-----------------------|-------------|-------------|---------------------------------------|---------------------|-----------------------|------------|--|-----------------------------|------------------------------|---------------|-----------------|------------------------|------|--|
| 甘肃省徽县酒厂成立，即甘肃陇南春酒厂前身 | 甘肃陇南春酒厂更名为甘肃陇南春酒业集团有限公司 | 获得中华老字号荣誉称号 | 入选国家统计局“中国100家最大饮料制造业企业” | 陇南春集团破产，甘肃金徽酒业收购陇南春集团 | 亚特集团全面控股金徽酒 | 亚特集团开始经营金徽酒 | 销售额突破10亿元，连续四年保持40%以上的增速；成为国家地理标志保护产品 | 改扩新车间竣工，形成三十余款产品的规模 | 特曲系列、小徽、口啤酒以及三年五年陈酿上市 | 在上交所成功实现上市 | 中信兴业受让5.5%股权；定增3.6亿元，引入经销商持股以及员工持股计划；制定五年规划；与管理层签订业绩对赌协议 | 提出“二次创业”口号，拟对优秀员工和经销商开展股权激励 | 完成“三定”工作：复星收购金徽酒38%股权，成为控股股东 | 进改华东市场，推出老窖系列 | 豫园股份转让5%股权予济南铁晟 | 豫园股份转让15%股权，亚特集团重掌控制权。 |      |  |

资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

## 3) 股权结构：管理层深度持股，多元持股治理结构

**亚特集团及一致行动人持股 26.57%，构建多元化股权治理结构。**2020年，复星旗下豫园股份及其子公司先后两次斥资 25.5 亿元，收购金徽酒 38% 股权，成为公司控股股东。金徽酒有望借助复星系股东资源，在省外市场开拓产生协同效应：1) **渠道赋能上**，复星集团旗下豫园股份在华东地区有极其丰富的餐饮端等资源。公司在深耕甘肃的同时，走出大西北，成立金徽酒销售江苏公司，开始进攻华东市场。目前，公司四大置顶战役中就涵盖了“江浙沪市场布局战”，预计公司有望在华东市场团购渠道实现点状突破，进而由点及面实现华东市场的拓展。2) **管理赋能上**，复星集团在企业内部管理方面具有丰富的国际化经验，2021-2022 年将先进的内部管理体系复刻到金徽酒，助力公司“大客户战略”的稳步推进。2022 年，复星旗下豫园股份及其子公司将 13% 股权转让于亚特投资及一致行动人，亚特集团开始重掌公司控制权。2023 年，豫园股份将持有的 5% 股权转让于山东国资铁晟叁号，实现公司治理结构的优化平衡。截至 2023 年中报，亚特集团/豫园股份/管理层/山东国资（铁晟叁号）分别持股 21.57%/20%/17.03%/5%，构建了多元化治理结构，有助于战略决策更加科学化。

图3：金徽酒股权结构梳理



资料来源：Wind、公司年报、国信证券经济研究所整理

**管理层持股 17.03% 实现深度绑定，业绩对赌协议锚定业绩增长趋势。**陇南众惠、陇南怡铭、陇南乾惠、科立特四个持股平台合计持有 17.03% 股权，分别是董事长及高管持股、亚特高管持股、其他员工持股平台和亚特集团一致行动人。同时，公司还构建了员工持股计划（目前持股 0.63%），公司通过深度绑定公司管理层利益，完善了管理层、员工的长效激励机制，同时与核心管理团队签署业绩对赌协议，为公司高质量发展打下基础。2019 年 8 月，公司和与核心管理团队签署《业绩目标及奖惩方案协议》，锚定 2019–2023 年业绩增长趋势，营收端 GAGR 15%，利润端 GAGR 18%，考核 2023 年目标营收 30 亿元，扣非归母净利润 6 亿元。在奖惩兑现方面，采取 50% 当期兑现，50% 递延兑现的方式。由于疫情突发等不可抗力因素，公司 2022 年 12 月调整业绩考核要求，将 2022 年、2023 年考核目标延后一年，并取消扣罚方案。因此，管理层 2023–2024 年调整后营收考核目标为 25/30 亿元，目标扣非归母净利润为 4.7/6.0 亿元。

**引入经销商持股，构建厂商共赢新模式。**2019 年，金徽酒通过定增方式首次引入经销商持股，截至 2022 年中报，经销商通过金徽酒正能量 1 号集合资管计划持股 0.94%，实现厂商利益共同体建设，相较西凤酒、伊力特、青青稞酒等其他区域性酒企激励机制更加充分。

表 1：2019 年金徽酒第一期员工持股情况

| 序号 | 参加对象            | 职务       | 认购金额上限 | 认购比例    |
|----|-----------------|----------|--------|---------|
| 1  | 周志刚             | 董事长、总经理  | 200    | 2.74%   |
| 2  | 张志刚             | 董事、副总经理  | 200    | 2.74%   |
| 3  | 王栋              | 董事、副总经理  | 350    | 4.79%   |
| 4  | 廖结兵             | 董事、副总经理  | 680    | 9.30%   |
| 5  | 熊建基             | 董事       | 150    | 2.05%   |
| 6  | 石少军             | 董事、董事会秘书 | 200    | 2.74%   |
| 7  | 崔海龙             | 职工代表监事   | 40     | 0.55%   |
| 8  | 杜学义             | 副总经理     | 100    | 1.37%   |
| 9  | 唐云              | 副总经理     | 100    | 1.37%   |
| 10 | 谢小强             | 财务总监     | 100    | 1.37%   |
| 11 | 张斌              | 副总经理     | 130    | 1.78%   |
|    | 小计              |          | 2,250  | 30.78%  |
| 12 | 其他员工（不超过 680 人） | —        | 5,061  | 69.22%  |
|    | 合计              |          | 7,311  | 100.00% |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表 2：2019 年金徽酒定增募资情况

| 序号 | 参加对象                 | 职务 | 认购金额上限 | 认购比例 (%) |
|----|----------------------|----|--------|----------|
| 1  | 中央企业贫困地区产业投资基金股份有限公司 | 其他 | 1.00   | 27.26    |
| 2  | 贫困地区产业发展基金有限公司       | 其他 | 0.50   | 13.63    |
| 3  | 甘肃长城兴陇丝路基金（有限合伙）     | 其他 | 0.45   | 12.27    |

|    |                    |     |      |       |
|----|--------------------|-----|------|-------|
| 4  | 金徽酒正能量 1 号集合资产管理计划 | 经销商 | 1.03 | 28.03 |
| 5  | 金徽酒股份有限公司第一期员工持股计划 | 关联方 | 0.69 | 18.81 |
| 合计 |                    |     | 3.67 | 100   |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表3：金徽酒管理层业绩对赌协议及达成情况

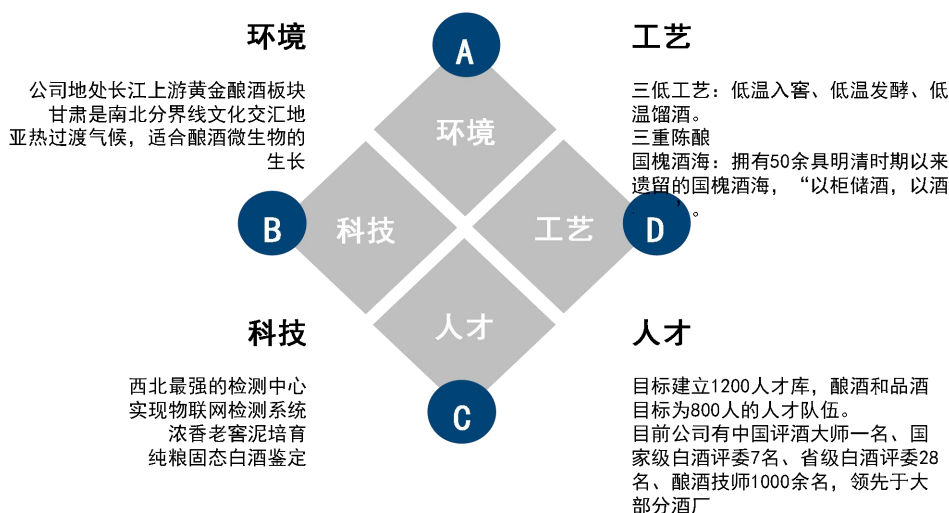
| 单位：亿元     | 2019年   | 2020年   | 2021年 | 2022年  | 2023年 | 2024年 |
|-----------|---------|---------|-------|--------|-------|-------|
| 目标营收      | 16.2    | 18.3    | -     | 21     | 25    | 30    |
| 实际营收      | 16.34   | 17.31   | 17.88 | 20.12  |       |       |
| 完成度       | 100.86% | 94.59%  |       | 95.80% |       |       |
| 目标扣非归母净利润 | 2.8     | 3.2     | -     | 3.8    | 4.7   | 6.0   |
| 实际营收      | 2.71    | 3.31    | 3.22  | 2.71   |       |       |
| 完成度       | 96.79%  | 103.44% |       | 71.37% |       |       |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

#### 4) 产品矩阵：多品牌价位布局，产品结构持续升级

四大维度打造“只有窖香，没有泥味”的典型风格。金徽酒品质为基，利用环境、工艺、科技和人才四方面优势，打造西北独特风味的白酒品牌。1) 环境：公司地处长江上游黄金酿酒板块，具有酿造美酒的气候环境。2) 工艺：三低工艺，打造金徽酒“只有窖香，没有泥味”的典型风格。同时，公司拥有 50 余具明清遗留下来的国槐酒海，通过“以柜储酒，以酒养柜”的方式，提升高端酒的品质。3) 科技：金徽酒拥有西北最强的检测中心，搭建物联网检测系统等，实现科技赋能。4) 人才：金徽酒目标建立 1200 人才库，酿酒和品酒目标为 800 人的人才队伍。目前公司有中国评酒大师一名、国家级白酒评委 7 名、省级白酒评委 28 名酿酒技师 1000 余名，领先于大部分酒厂。

图4：金徽酒四大维度打造“只有窖香，没有泥味”的典型风格



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

产品梯度错落有致，产品结构向百元以上价位段纵向突破。金徽酒在产品结构方面，不断优化和细分不同价位段的消费者需求，百元价位以上产品占比不断提升。百元价位以上，公司持续加大对金徽 28 年、金徽 18 年、世纪金徽五星、柔和金



徽系列、金徽老窖系列等高端产品的升级。三十至百元价位段，强化对世纪金徽三星、世纪金徽四星等中档产品的推广。

表4：金徽酒各价位段产品

| 价格带          | 产品            | 度数      | 规格    | 零售价   |
|--------------|---------------|---------|-------|-------|
| 高端 800 元+    | 金徽 28 年       | 50 度    | 500ml | 1090  |
| 高端 300-800 元 | 金徽老窖 180      | 52 度    | 500ml | 998   |
|              | 金徽 18 年       | 46 度    | 500ml | 494   |
|              | 能量 1 号        | 52 度    | 500ml | 458   |
|              | 金徽老窖 120      | 52 度    | 500ml | 698   |
|              | 柔和金徽 H9       | 50 度    | 500ml | 352   |
|              | 中高端 100-300 元 | 世纪金徽红五星 | 50 度  | 500ml |
| 能量 2 号       |               | 48 度    | 500ml | 308   |
| 柔和金徽 H6      |               | 46 度    | 500ml | 234   |
| 世纪金徽五星       |               | 52 度    | 500ml | 200   |
| 金徽老窖 90      |               | 42 度    | 500ml | 370   |
| 能量 3 号       |               | 45 度    | 500ml | 198   |
| 中低端 30-100 元 | 柔和金徽 H3       | 45 度    | 500ml | 150   |
|              | 世纪金徽四星        | 52 度    | 500ml | 123   |
|              | 世纪金徽三星        | 52 度    | 500ml | 66    |
| 低端 30 元以下    | 世纪金徽二星        | 52 度    | 500ml | 38    |
|              | 金徽陈酿          | 45 度    | 500ml | 25    |

资料来源：淘宝网、公司官网，国信证券经济研究所整理

图5：金徽酒产品结构



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

## 份额提升：马太效应加速凸显，省内份额有望持续提升

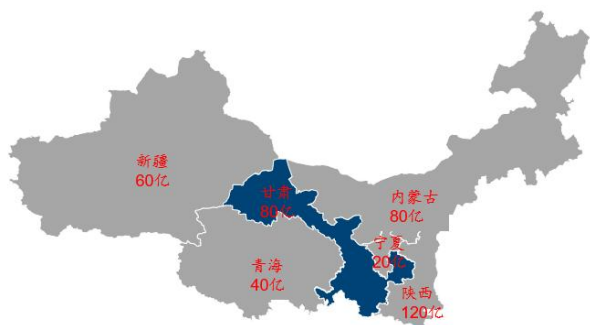
### 1) 甘肃市场：白酒市场规模约 80 亿，坐中联结西北六省

甘肃具有“坐中联六”的独特地理位置，与其他西北五省均有接壤。从地理上看，甘肃省形似一把“玉如意”，与其他西北五省不仅在地理上相互接壤，而且在文化、人口流动方面相通。金徽酒作为甘肃省内名酒，在西北地区均具有较高的知名度，因此进军西北市场相较其他酒企具有地理优势。

甘肃过去五年 GDP 维持在 8.5% 左右的增速，2023 年固定资产投资增速远快于全国水平。过去甘肃地区的 GDP 增速相对华东、华南增速较慢，因此消费升级趋势相对滞后 3-5 年。2021-2022 年，随着疫情冲击的逐渐弱化，甘肃省内 GDP 实现同比增速 13.6%/9.4%，高于全国平均水平。从近五年来看，甘肃省 GDP 复合增速约 8.5% 左右。从固定资产投资来看，2023 年 1-8 月，甘肃省固定资产投资完成额累计同比增长 8.2%，远高于全国 3.2%，为省内消费升级打下坚实基础。

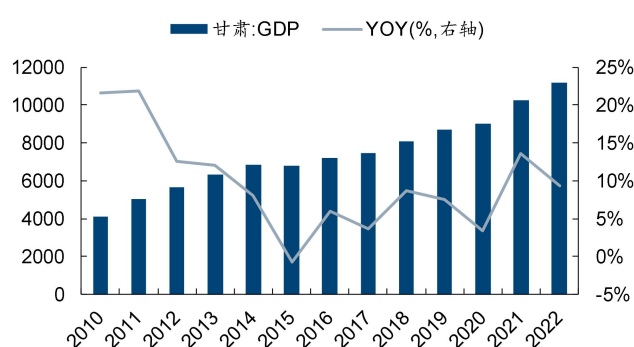
甘肃地区白酒市场空间约 80 亿元，大西北整体市场规模在 400 亿左右。根据公司公告，目前甘肃白酒市场规模约 80 亿元，我们预计西北六省白酒市场规模在 400 亿左右。根据甘肃省“陇酒计划”，十四五规划末，预计甘肃省酒销售总额超过 100 亿元，其中白酒企业销售达 60 亿元。

图6：大西北白酒市场规模约 400 亿元



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

图7：甘肃省 GDP 增速情况 (亿元)



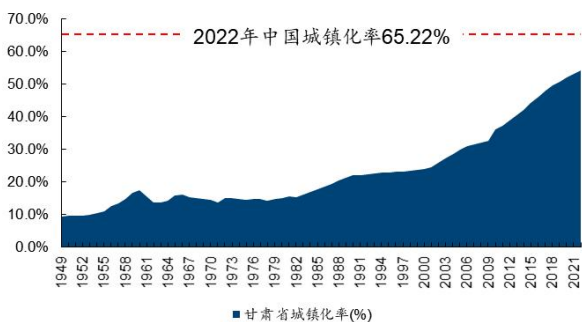
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

甘肃常住人口维持相对稳定，城镇化率仍有较大的提升空间。甘肃属于典型的劳务输出省份，常住人口维持在 2500 万左右，增长空间相对有限。从城镇化率来看，截止 2022 年底，甘肃省城镇化水平仅为 54.2%，远低于我国城镇化率 65.2% 水平。未来，甘肃省内城镇化率的逐步提升，将成为消费升级的主要驱动力，预计省内白酒价位带升级将出现明显加速。

从收入端看，预计甘肃居民人均可支配收入维持 6.5% 增速。根据国家统计局数据，2013-2022 年甘肃居民人均可支配收入增速 CAGR 为 7.8%。后续，随着基建等投资加速，甘肃省内将为白酒消费提供较为坚实的基础。根据甘肃省十四五规划，十四五期间甘肃省地区生产总值年均增长将达到 6.5%，预计人均可支配收入维持 6.5% 的增速。

图8：甘肃城镇化率低于全国平均水平

图9：甘肃省城镇人均支配收入增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

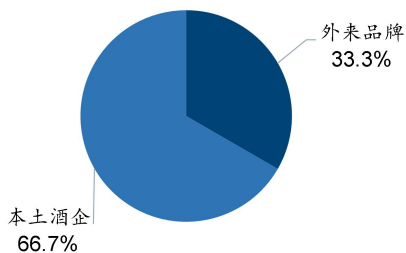


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

甘肃省白酒市场省外品牌约 25 亿元, 省内区域性酒企市场份额约 55 亿元。从竞争格局看, 甘肃省内区域性本地白酒品牌市场份额约 2/3, 外来品牌份额约 1/3。其中, 2022 年金徽酒省内市占率约 26-27%左右, 相较 2019 年的 23%市占率提升 3-4pcts。从价位段看, 省外强势品牌主要位于次高及以上价位段, 区域性酒企份额主要集中在 300 元以下价位, 形成相对的错位竞争。

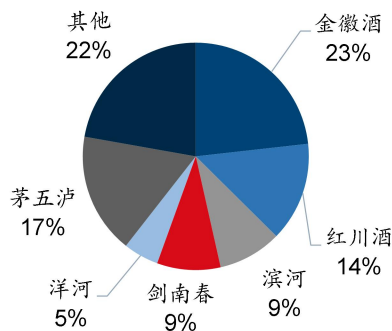
金徽酒省内主要竞争对手是红川、滨河、汉武、武酒以及古河洲等。在 100 元价位段, 世纪金徽四星、世纪金徽三星、九酿滨河、汉武御年份、武酒年份等产品较为强势。在 200-400 价位段, 金徽 18 年、九粮液、锦绣陇南、金徽柔和、世纪金徽五星、金成州等产品在各自核心市场均能和外来品牌直接竞争。后续随着甘肃省内消费升级和消费者意识觉醒, 金徽酒在省内进一步提升的空间。

图 10: 2022 年甘肃省内区域性酒企市场规模占比 (%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 11: 2019 年甘肃省内市场竞争格局 (%)



资料来源: 华经情报网、国信证券经济研究所整理

表 5: 金徽酒省内外竞品梳理

| 档次 | 零售价格               | 发行人主要产品               | 省内竞品                                  | 省外竞品   |
|----|--------------------|-----------------------|---------------------------------------|--|
| 高档 | 500 元/500ml 以上     | 金徽二十八年                | 滨河九粮液二十年                              | 飞天茅台、五粮液 1618、五粮液、国窖 1573、红花郎、青花 30 汾酒、52° 剑南春、水晶水井坊、洋河梦之蓝 M9 和 M6、今世缘国缘 V6 和 V9、酒鬼酒内参、品味舍得酒 |
|    | 300 元至 500 元/500ml | 金徽十八年、柔和金徽 H9、正能量 1 号 | 滨河九粮液, 汉武礼泉十八年, 古河洲中华牡丹, 红川锦绣陇南       | 汉酱、仁酒、五粮特曲、青花 20 汾酒、52° 剑南福、洋河梦之蓝、洋河天之蓝、西凤三十年  |
|    | 100 元至 300 元       | 世纪金徽五星、柔和             | 滨河九粮春、九酿滨河, 汉武茅台王子酒、茅台迎宾酒、五粮春、郎酒 1912 |  |

|    |                    |  |  |
|----|--------------------|--|--|
|    | /500ml             | 金徽 H3、柔和金徽 御五星、沙窖，古河洲一品，（Z6）、老白汾酒、剑南液、洋河海之蓝、金六 H6、正能量 2 号、正红川五星、金成州、成州接待福四星、金六福五星、凤香醇 10 年、沱牌特曲、能量 3 号 | 小糊涂仙、习酒、衡水老白干、伊利春、酱领、今世缘典藏   |
| 中档 | 30 元至 100 元 /500ml | 世纪金徽三星、世纪金徽四星  | 滨河九酿滨河、九粮醇，汉武陈泥香、尖庄、五粮醇、老郎酒、经典贵宾郎、御四星，古河洲二品、红川三剑南娇子、洋河大曲、泸州老窖精品头曲、泸州星、四星、特曲 老窖二曲、西凤老酒、枝江二星、今世缘地绿 |
| 低档 | 30 元/500ml 以下      | 世纪金徽二星   | 滨河蓝特液、古河洲双支牡丹、好日子、红川曲酒 绵竹大曲、西凤家乐酒、老村长酒、兰陵特酿  |

资料来源：公司公告、各大酒企公司官网，国信证券经济研究所整理

## 2) 空间测算：预计 2025 年将达 100 亿元，CAGR 约 7.8%

预计 2025 年甘肃省内白酒市场规模有望达到 100 亿元，GAGR 约 7.8%。2022 年甘肃白酒市场规模约 80 亿元，本文分别从量价拆分、结构升级两个维度来测算 2025 年甘肃白酒市场规模，进而相互验证。

**1) 量价维度测算：**从量上看，甘肃省内常住人口维持持平，叠加“喝好酒，少喝酒”的消费趋势，预计白酒销量下滑 1%。从价上看，根据甘肃省十四五规划《“十四五”规划和二〇三五年远景目标纲要》指引，预计十四五期间 GDP 复合增长维持 6.5%，假设 CPI 维持 2.0%左右，考虑到甘肃城镇化率的提升空间，预计吨价提升贡献约 7-8%。综合来看，预计 2022 年-2025 年甘肃白酒市场规模年复合增速维持在 6-7%，对于市场规模约 97 亿左右。

**2) 结构维度测算：**我们根据甘肃省内各个价位带增长情况，预计 2025 年甘肃省高端/次高端/中高端/低端酒价位市场份额约 20/20/35/26 亿，合计约 100 亿元，对应 CAGR 约 7.8%

**高端价位段：**甘肃高端酒增速预计快于整体白酒增速，从量价维度拆分，销量增长与高净值人群数增长相关，预计 GAGR 在 8%左右。价格维度看，高端白酒消费具有刚性，考虑到历史高端酒价格提升幅度，预计吨价提升 GAGR 在 7-8%之间。因此，预计未来三年高端酒板块营收年复合增速高达 10%左右。

**次高端价位段：**甘肃省内次高端主要由金徽酒、红川、滨河以及剑南春等占据，参考过去三年次高端价位带的扩容速度，以及未来甘肃省内基建投资情况，预计增速在 10%左右。

**中高端价位段：**100-300 元是甘肃省内的主流价格带，受益于宴席需求、商务需求，预计进一步扩容至 35 亿左右，GAGR 约 20%，将成为主要的增量空间。

**低端价位段：**在消费升级的趋势下，百元以下酒将持续保持萎缩状态，预计收缩至 26 亿元左右。

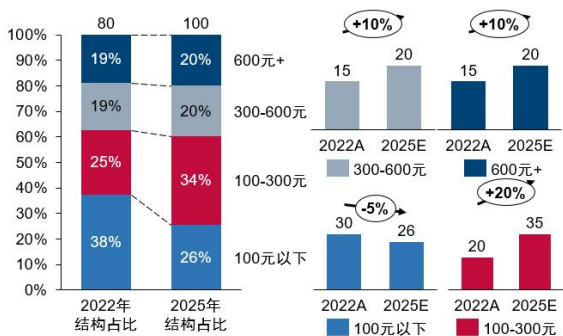
表 6: 从结构升级维度测算 2025 年甘肃省白酒市场份额（亿元）

| 价位段（元）  | 2022 年（亿元） | 占比   | 2022A-2025E CAGR | 2025 年（亿元） | 占比   |
|---------|------------|------|------------------|------------|------|
| 600+    | 15.0       | 19%  | 10.0%            | 20.0       | 20%  |
| 300-600 | 15.0       | 19%  | 10.0%            | 20.0       | 20%  |
| 100-300 | 20.0       | 25%  | 20.0%            | 34.6       | 34%  |
| 100 以下  | 30.0       | 38%  | -5.0%            | 25.7       | 26%  |
| 合计      | 80.0       | 100% | 7.8%             | 100.2      | 100% |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

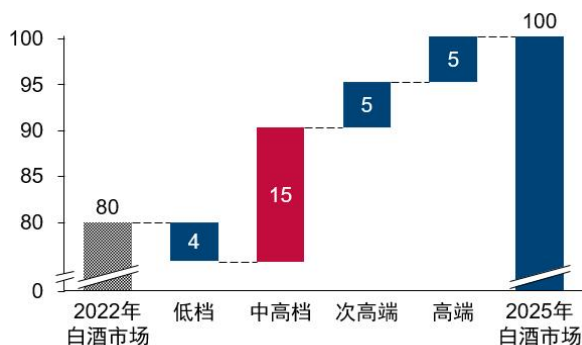


图 12: 未来五年甘肃各价位段市场规模增速 (亿元, %)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测

图 13: 2022-2025 年甘肃各价位段市场规模变动情况 (亿元)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测

### 3) 市场策略: 薄弱市场重点突破, “品牌引领+渠道动销” 双轮驱动

#### 3.1 市占战略: 三大突破, 四大战役

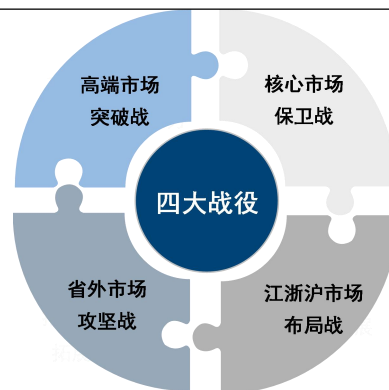
金徽酒实现大客户运营、省内核心市场、省外重点市场三大突破。金徽酒的既定战略是“布局全国、深耕西北、重点突破”，通过不饱和营销策略，省内市场向薄弱的西北市场要增量。省外市场采取滚动式渗透的方式，采取不对称营销策略，打造西安、宝鸡样板市场，由点及面实现省外市场的渗透。在销售渠道方面，金徽酒顺应省内消费升级趋势，通过团购渠道来推次高端及以上产品，一方面推动产品结构升级，另一方面掌握省内次高端价位段定价权，拔高品牌高度。我们复盘其他区域性酒企的发展历程，发现一旦不能及时实现产品结构带升级，或将丧失当地价格带的主导权。

图 14: 金徽酒目标实现“三大突破”



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 15: 金徽酒目标打好“四大战役”



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

#### 3.2 渠道策略: 聚焦资源, 精准营销

市场营销策略方面，在费用资源相对约束下，金徽酒采取“聚焦资源，精准营销，深度掌控”的策略。1) 渠道模式上，公司采取“品牌引领+渠道动销”双轮驱动的营销策略，通过扁平化来加强对渠道终端的把控，但是亦容易造成渠道毛利收

窄。在团购渠道，传统的快消品打法不再胜任，公司搭建以C端置顶以及核心消费群体的圈层营销模式。2) **渠道管理上**，公司采取“控盘分利”的模式，强化对终端渠道价盘的管控，同时通过稽查来管控窜货、乱价等行为。此外，公司采取经销商入股的方式，打造厂商合作利益共同体。3) **渠道分润上**，公司通过千店网络和万商联盟来保证渠道利润合理分配。我们预计公司主流大单品县城毛利率在6-8%左右，地级市毛利率达到8-10%左右，省会城市在15%左右。

**图16: 金徽酒渠道策略梳理**

| 全覆盖，扁平化   | 分产品，分工制  | 灵活性，高效率   | 结果导向，优胜劣汰  | 千店网络，万商联盟   | 经销商持股  |
|---|--|---|--|---|--|
| 1) 采取“深度分销+大客户运营”双轮驱动，地产酒依靠渠道下沉以及地缘情节对抗全国名酒的竞争。<br>2) 采取厂家-经销商-门店的深度分销模式，问题在于价格体系透明，渠道利润较低。<br>3) 大客户战略，发力省内的政商务团购市场。 | 1) 经销商分产品进行代理，分区域代理，厂家稽查部严格查窜货，维护渠道价格体系稳定。<br>2) 厂家主导，渠道配合。在传统渠道，经销商主要起到物流和资金流的作用。在团购渠道，厂家帮助经销商开发客户，并对接给经销商。 | 1) 采取一县一策，因地制宜实施渠道策略。公司充分赋予终端业务人员的自主性，放权搞活，充分授权一线营销人员。极大地考验公司精细化管理的能力，需要防止费投不一样带来的乱价。 | 1) 放权搞活，充分赋予一线营销人员自主性，同时加强内部财务管理和审计监督。<br>2) 采取竞争上岗的方式，2020年完成内部的三定工作。<br>3) 末位淘汰制激发员工积极性。按照262的绩效考核排名，每年强制淘汰末尾3%。 | 1) 千店网络，省内采取深度分销，完成90%以上的渠道覆盖。千店网络进一步升级为金网工程。<br>2) 万商联盟，合理分配渠道利润。成熟市场，地级市毛利率达到8-10%左右，省会城市15%左右。 | 1) 定增完成核心经销商入股，基本将营收75%以上的核心经销商纳入经销商持股计划中，打造合作利益共同体。 |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

### 3.3 渠道策略：省内不饱和营销，深度分销+大客户运营双轮驱动

金徽酒营销模式从“大客户运营+深度分销”到全面推进“品牌引领+渠道动销”双轮驱动的营销策略，通过BC联动，强化万商联盟，精准核心店建设，辐射更广泛消费群体，加快场景塑造和渠道动销。

**深度分销上，公司过去搭建“千网工程”，实行不饱和营销。**金徽酒作为甘肃区域酒龙头，过去采取“不饱和营销”策略，通过构建全价格产品矩阵，在省内重点地区推行深度分销的厂商1+1模式。公司实施省内“不饱和营销”，立足“金网工程”，建立遍及城乡的三级销售网络，实现经销渠道扁平化、深耕目标市场，以超强终端掌控能力实现了较高的市占率。过去，金徽酒在渠道端采取“千网工程”，主要包括两个网络，一是“金网体系”，主要针对中高价位产品的渠道客户，包括金徽18年、柔和金徽、世纪金徽五星等产品的渠道客户；另一个是“核心店策略”，针对中低价位的销售终端，包括世纪金徽的三星、四星等产品的终端客户。

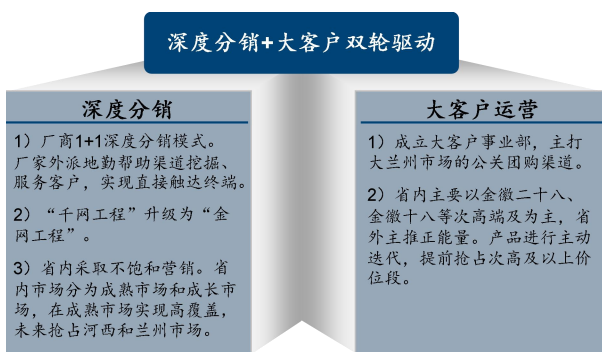
**数字化赋能，进一步强化万商联盟体系。**金徽酒在省内采取的是全渠道、全价位和全产品线覆盖，进而实现省内高市占率。在经销商利润空间方面，公司通过“万商联盟”来锁定和保证各级渠道利润，并通过推出经销商持股计划，深度绑定优质大商。在数字化赋能方面，金徽酒持续加大数字化和信息化方面的投入，加强对渠道和终端的把控。

**深度分销上，公司在“千网工程”的基础上升级为“金网工程”。**金徽酒在“千网工程”的基础上升级为“金网工程”，即指对乡镇以上的零售商、批发商、小酒店、大酒店进行备案登记，并设专人管理，通过加强与经销商的沟通，及时了解终端动销情况。例如，在渠道库存管控方面，金徽酒能通过“金网工程”制定各地月度安全库存，每月安排大区人员进行渠道库存自查以及市场人员复盘相结合，严禁出现渠道压货或者大商囤货的行为，确保终端价格体系稳定，侧面凸显

金徽酒控量挺价的量价政策。

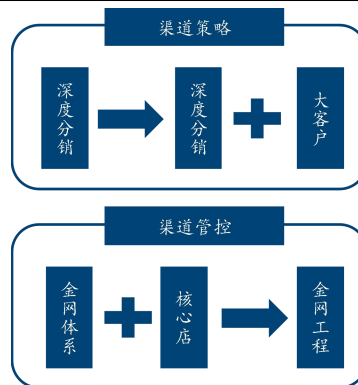
大客户运营上，公司以金徽 28 年为抓手，重点开展商务团购攻坚。目前，公司为实现产品结构升级，主动挖掘团购客户，抢占省内次高端价格带的主导权，成立大客户部，整合资源试为前台销售赋能，集中精力做好客户运维。此外，公司以金徽二十八年等高端产品为主导，打造高端白酒品牌，持续优化产品结构。

图 17: 金徽酒搭建“深度分销+大客户运营”双轮驱动



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 18: 金徽酒的渠道策略与渠道管控



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

#### 4) 区域测算：区域下沉、份额集中、河西市场是份额提升三大路径

金徽酒目标省内市占率提升至 40-50%，成熟区域下沉、份额集中、河西市场开发是主要路径。西凤酒在陕西市场占有率达 40%以上、伊力特在新疆市占率 30%左右、青青稞酒在青海市场份额 30%以上，金徽酒目前省内市占率约 26-27%。未来金徽酒省内市占率目标提升至 40%-50%左右，提升份额的路径主要包括：1) 现有成熟区域的进一步深耕下沉；2) 挤压式增长，抢占中小酒企市场份额；3) 加强弱势区域（河西地区）的开发。

**陇东南地区：**陇南天水定西市场主要是农村市场，主流的消费价格带还是在 30-100 元左右。金徽酒在该市场的主要策略是稳量为主，在保证市占率的基础上，逐步引导消费者过渡到到百元以上产品。渠道端来看，陇东南地区人口密度较大，继续执行深度分销的策略。产品端来看，甘肃省内低线城市的渠道毛利水平相对过低，淘汰了世纪金徽一星，亟需对三星和四星进行换代升级。

**兰州市场：**兰州市场占据甘肃 30%左右市场份额，金徽酒在“大客户战略”的指引下，围绕政企项目，加强意见领袖培育，重点推广 300 元以上的金徽 18 年和金徽 28 年，占据省内价格的制高点，进而带动 13 个地州市的消费趋势。例如，今世缘在省会南京市场团购渠道的成功突破，撬动整个江苏市场。目前，金徽酒在大兰州地区市场份额在 20%左右，主要策略为稳量，同时进一步调整产品结构，提升次高端价位及以上产品占比，预计产品结构升级的速度快于百元价位段以下的低端产品。渠道策略方面，公司聚焦政商务消费场景，通过圈层营销、品鉴会的方式，主推高价位的金徽年份系列和柔和系列，省内主要竞品是红川酒业的锦绣陇南等。金徽酒在兰州市场的主要逻辑是挤压其他地产酒的中高端份额，享受价格带上移的增量红利。

**河西走廊：**金徽酒在河西地区营收占比相对较小，市占率在 10%左右，主要份额被滨河酒业、汉武酒业等当地区域性酒企占据。金徽酒在河西地区主推 100-200

元价位段的柔和系列。经过 2017-2019 年的市场运作，市场动销明显出现好转，2022 年公司在河西地区已经放量至 1.69 亿元。从 2020 年三季度开始，公司的市场策略是以市场秩序维护、渠道梳理分级和联盟价值分配、消费者引导激励为主。渠道方面，金徽酒继续围绕“深度分销+大客户运营”战略，加大终端渠道的铺设，经销商数量由 2018 年 40 家增长至 52 家。

图 19: 金徽酒在陇东南、兰州、河西地区营收情况 (亿元)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

中性预期下，通过分区域测算，预计金徽酒 2025 年酒类有望实现营收约 34.22 亿元，CAGR 约 20%。从金徽酒省内市占率提升、结构升级以及省外区域扩张的逻辑推演，本文基于以下假设，引入市场成熟度模型，分区域来测算金徽酒 2025 年酒业营收空间：1) 我们将省内各个市场分为成熟市场、成长市场等；2) 分析金徽酒在省内各个地市的成熟度（渠道搭建情况、消费者培育情况等）、市场竞争烈度（是否有强势区域酒企）、消费者偏好；3) 分析金徽酒在该区域的产品结构，是否处于消费升级通道等。综合来看，在中性预期下，我们测算出 2025 年金徽酒酒类营收有望达 34.22 亿元，CAGR 约 20%。

表 7: 2025 年金徽酒营收各区域测算 (亿元)

| 区域    | 2022 年营收 (亿元) | 市场成熟度       | 市占率     | 产品结构          | 增长驱动           | 2022A-2025E 增速 CAGR |       |       | 悲观预期下营收 | 中性预期下营收 | 乐观预期下营收 |
|-------|---------------|-------------|---------|---------------|----------------|---------------------|-------|-------|---------|---------|---------|
|       |               |             |         |               |                | 悲观                  | 中性    | 乐观    |         |         |         |
| 陇东南地区 | 6.57          | 大本营市场，非常成熟  | 40.0%   | 星级系列为主，导入柔和系列 | 结构升级为主         | 10.0%               | 15.0% | 20.0% | 8.75    | 10.00   | 11.36   |
| 兰州周边  | 4.57          | 成长市场，中度成熟   | 20.0%   | 柔和系列为主，导入年份系列 | 区域精耕+结构升级+团购渠道 | 15.0%               | 20.0% | 25.0% | 6.95    | 7.90    | 8.93    |
| 甘肃中部  | 2.33          | 成熟市场        | 36%-40% | 以中低档产品销售为主    | 结构升级为主         | 10.0%               | 15.0% | 20.0% | 3.10    | 3.55    | 4.03    |
| 甘肃西部  | 1.69          | 成长市场        | 15.0%   | 导入柔和系列        | 区域扩张为主         | 10.0%               | 15.0% | 20.0% | 2.25    | 2.57    | 2.92    |
| 其他地区  | 4.64          | 新兴市场，市场开拓为主 | -       | 省外能量系列等       | 招商扩点为主         | 20.0%               | 30.0% | 35.0% | 8.03    | 10.20   | 11.43   |
| 合计    | 19.81         |             |         | 持续提升柔和年份系列占比  | 省内升级+省外区域扩张    | 13.6%               | 20.0% | 25.0% | 29.08   | 34.22   | 38.67   |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测



## 消费升级：甘肃省内主流价格带有望跃迁至 200 元

### 1) 区域分析：兰州、河西是消费升级高地市场

甘肃白酒消费呈现区域不对称性，兰州白酒高地市场具有较强包容性。甘肃地区白酒消费偏豪爽，单次饮用量较大。分区域看，甘肃省内独特的地理环境，造成省内白酒发展出现不对称性。河东地区人口密度相对较高，是白酒的主要消费区，河西地区人口密度相对偏小，是主要的白酒产区。其中，1) 兰州及周边，白酒市场空间预计在 30 亿左右，占省内白酒消费的 39%左右。在 300 元左右商务宴请价格带，省内金徽 18 年和红川的锦绣陇南表现较为突出。省外品牌看，剑南春、五粮春等全国性品牌占据较大市场份额。兰州作为甘肃省内的政治和经济中心，未来有望将持续引领省内价格带升级。2) 河西地区，白酒消费营收占比约 26.5%，市场份额约 21 亿元，区域性酒企相对较多，且地广人稀不适合传统的深度分销模式。3) 陇东南地区，主要以乡镇为主，GDP 约占全省 GDP 的 12.3%，白酒消费档次以 100 元中低档为主。

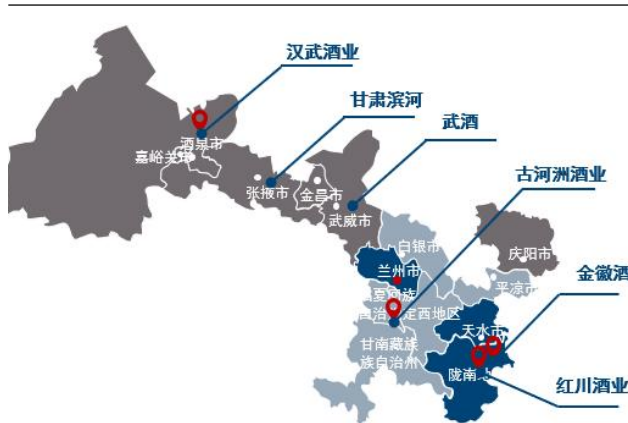
甘肃区域性酒企的强势区域各有差异，金徽酒主销区集中在陇东南区域。甘肃区域酒企在当地渠道掌控力度较强，例如滨河酒业在河西地区，红川酒业在陇南地区等。金徽酒则是凸显全省化的市场布局，在陇南、陇中、陇东等地市场占比都较为均衡，但在河西地区的发展相对滞后。因此，兰州市场和河西走廊是金徽酒后续重点开拓的省内区域市场。从产能维度来看，金徽酒产能遥遥领先，预计未来随着产能的逐步释放，将进一步巩固省内的龙头地位。

图 20: 甘肃省各区域市场规模占比 (%)



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

图 21: 甘肃省内各地市区域酒企分布



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表 8: 甘肃省内各地级地市区酒企梳理

| 酒企   | 金徽酒                  | 红川酒业         | 甘肃滨河             | 汉武酒业       | 武酒             | 古河州      |
|------|----------------------|--------------|------------------|------------|----------------|----------|
| 地点   | 陇南市徽县                | 成县           | 张掖               | 酒泉         | 武威             | 临夏       |
| 成立日期 | 1951 年               | 1951 年       | 1984 年           | 1970s      | 1953 年         | 1998 年   |
| 主营业务 | 白酒                   | 白酒           | 白酒和葡萄酒           | 白酒         | 白酒、葡萄酒         | 白酒、黄酒、果酒 |
| 香型   | 浓香                   | 浓香           | 浓香、酱香、清香         | 沙窖香        | 浓香             | 浓香       |
| 大单品  | 年份系列、星级系列、柔和系列、正能量系列 | 锦绣陇南、金成洲、金红川 | 九粮液、陇派、九醴泉品牌、味国香 | 汉武御雷台系列、品牌 | 凉都系古河洲系列、刘家峡系列 | 刘家峡系列    |

| 强势地区 | 陇东南   | 陇南地区 | 河西地区 | 河西地区  | 河西地区 | 南部地区  |
|------|-------|------|------|-------|------|-------|
| 产能   | 1.6万吨 | 1万吨  | 1万吨  | 0.8万吨 | 1万吨  | 0.3万吨 |

资料来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

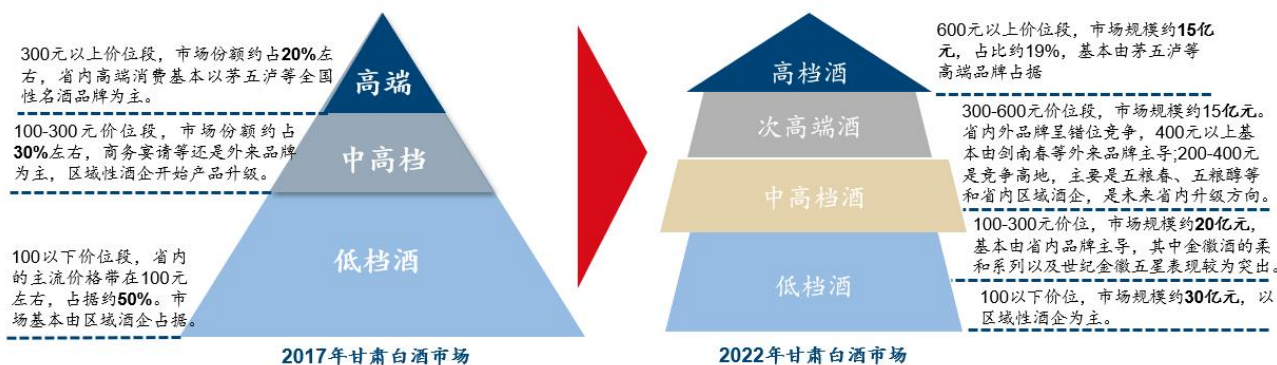
## 2) 价位分析：甘肃有望复刻安徽价位升级路径

### 1) 价格带升级：省内主流价格带由 100 元往 200-300 元跃迁

甘肃省内白酒主流价格带 100-200 元，市场空间约 20 亿元。分价位段来看，600 元以上高端酒板块，市场份额基本被茅台、五粮液、国窖等全国性品牌占据，区域性酒企由于品牌张力缺乏大单品。300-600 元价位段，甘肃白酒份额约 15 亿元，其中 400 元价位的剑南春较为强势。在 100-300 元中端价位段，甘肃省内白酒份额约 20 亿，柔和金徽、五粮春、五粮醇等在 200 元价位带增速相较明显。在 100 元以下低端价位，牛栏山、一担粮、老村长、红星二锅头等光瓶酒品牌市场份额相对较小，光瓶酒竞争格局较为激烈。

甘肃省内主流价位开始加速升级，未来三年主流价格带有望跃迁至 200-300 元左右。甘肃消费升级相较东部地区慢 2-3 年左右，2017 年甘肃市场主流价格带在 100 元左右，低端市场规模约在 50%。白酒主流价格带的升级是后验型的，通常需要区域性龙头酒企通过产品结构迭代升级以及渠道管控来实现。近几年，金徽酒高端化效果明显，带动整体价格带上移，预计未来三年省内主流价格带在产品结构升级以及团购渠道放量基础上，由 100 元跃迁至 200-300 元左右价位段。

图 22：甘肃省内白酒各价位端拆分



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及测算

### 2) 路径推演：区域性酒企主流价格带的升级路径，甘肃主流价格带往 300 元价位跃迁

消费升级&渠道推力&厂家拉力，三大因素共同驱动甘肃省内白酒消费升级。目前，甘肃省内白酒主流价格带在 100-150 元左右，安徽在 200-300 元，江苏在 400-500 元左右，相较东部地区白酒消费升级相对滞后 3-5 年左右。随着甘肃省内基建等投资加速、省内居民可支配收入持续上行，甘肃省内白酒主流价位端有望向 200-300 元上移。消费升级是白酒产品结构升级的底层驱动逻辑，同时受益于厂家和渠道的推拉结合。下面我们从消费升级、渠道推力、厂家拉力三个维度来展开：

#### 1) 消费升级：一是甘肃省内白酒消费升级的底层驱动力是城镇人均可支配收入的

提升以及城镇化率的提升。甘肃省内城镇人均可支配收入十四五期间年复合增速约 6.5%左右，城镇化率还有较大的提升空间；二是白酒消费观念转变，消费者转向“少喝酒，喝好酒”。在宴席、送礼等消费场景下，白酒消费总额不变情况下，消费量下滑有望带来消费吨价的提升。

2) **渠道推力**：一是低价位白酒的渠道毛利率相对较低，因此渠道更愿意推高价位白酒产品；二是厂家在推广高价位产品时，渠道费投入力度加大，经销商能变相提升自身盈利水平。

3) **厂家拉力**：一是金徽酒在省内主动推广高价位金徽 18 年和金徽 28 年等；二是厂家在渠道端主打团购渠道，帮助经销商和核心店开发团购客户。金徽酒在河西市场主要推广 100-200 元价位的柔和系列，在大兰州市场推广更高价位段的金徽 18 年等，主动地去适应省内的消费升级趋势。

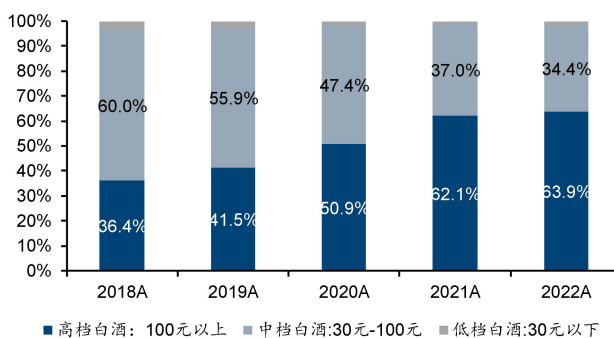
**金徽酒提前布局次高端及以上价格带，积极拥抱省内消费升级趋势。**金徽酒自 2018 年提出“二次创业”以来，在产品、渠道、品牌和管理四个维度，全方位布局省内消费升级风口。**在产品端**，高端酒(100 元以上)营收占比由 2018 年的 36.4% 提升至 2022 年 63.9%，产品结构升级显著。省内成熟市场主推 100-200 元的柔和的五星系列，河西地区同样用柔和系列去覆盖，缩减低档价位世纪金徽三星和四星的占比。在消费升级较为充分的大兰州市场，政商务渠道主打金徽 18 年和 28 年，布局次高端价位段。**在渠道端**，金徽酒从“大客户运营+深度分销”到全面推进“品牌引领+渠道动销”双轮驱动的营销策略，通过 BC 联动，强化万商联盟，精准核心店建设，辐射更广泛消费群体，抢夺省内锦绣陇南等区域酒企的份额；再之，公司正面和五粮春和金剑南等全国性品牌竞争。

图 23：消费升级、渠道推理、厂家拉力助推价格带升级



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 24：2017-2022 年，金徽酒各价位带营收占比（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

**甘肃省白酒市场或有望复刻 2018 年安徽白酒价格带跃迁的路径。**我们发现 2022 年甘肃白酒各价位段呈现倒 T 型结构。高端价位（600 元以上）和次高端价位（300-600 元）营收占比不高，中高端价位（100-300 元）占比最大，低端（100 元以下）次之。从白酒消费结构上，我们发现现在甘肃省白酒发展阶段与 2018 年的安徽市场存在较大的相似性，后续在消费升级背景下，叠加厂家和渠道推拉结合，甘肃白酒主流价位带有望实现 100-200 元主向 200-300 元价位跃迁。

表 9：金徽酒产品迭代梳理

| 时间     | 金徽酒产品迭代           |
|--------|-------------------|
| 2003 年 | 推出世纪金徽星级系列        |
| 2004 年 | 推出世纪金徽陈酿系列        |
| 2007 年 | 世纪金徽换代升级，推出三重防伪系统 |

|       |  |
|-------|--|
| 2014年 | 推出柔和金徽 H3、H6、H9 系列；推出正能量系列；推出金徽特曲、金徽头曲、金徽曲酒、小金徽和口杯酒五款新产品 |
| 2020年 | 正能量系列换代升级；推出红五星，268元，补了200到300价格带的空隙，主要针对宴席场景。           |
| 2021年 | 针对华东市场，金徽老窖上市。   |
| 2022年 | 针对陕西市场，金奖金徽上市，定位80-150元。                                 |

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

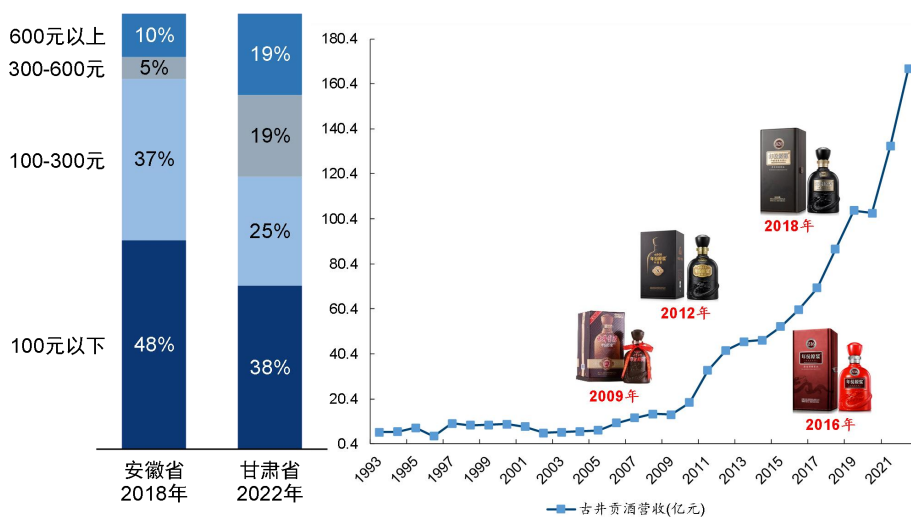
表10：金徽酒产品提价信息梳理

| 时间    | 金徽酒提价信息                                    |
|-------|--|
| 2017年 | 由于包材等成本涨价，对部分中档产品价格上调5%，主要涉及世纪金徽酒三星、四星。    |
| 2020年 | 由于由于原材料价格上涨、人力成本增加，对百元以上提价10%以上，二星、三星提价5%。 |

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

**龙头酒企产品升级的速度决定价位带升级的斜率，甘肃省内有望迎来第二次价位带升级机遇。**对标徽酒，复盘古井贡酒在安徽省内发展历史，古井贡酒在省内取得价位带引领主要受益于：1) 在安徽省内，古井贡酒倾注所有资源实现本省规模的极大占有；2) 在省内采取100-200元中档酒进行市场开拓，率先将规模做大，规模是品牌的基础，随后向次高端价位带延伸；3) 古井贡酒抓住了安徽省内每一次主流价格带的升级机会，在每个价位段市占率达到第一之后，开发新的SKU向更高价位带延伸，实现对省内竞争对手的超越；4) 省外市场开拓采取“资源换规模”的策略，前期通过大量资源投入实现份额占有。综合来看，古井贡酒在省内采取全价格带布局，有侧重地进行升级，省外从开始规模优先转为聚焦战略。对标甘肃，从底层驱动来看，2023年以来甘肃省内基建等固定资产投资边际加速、居民可支配收入边际提速，预计甘肃省或迎来第二轮主流价格带的升级机遇。

图25：甘肃省白酒市场结构和安徽省的对比（亿元）



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理及预测



# 泛全国化：立足甘肃深耕西北，有望打开业绩天花板

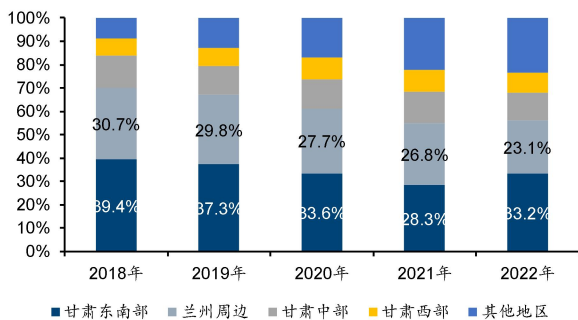
## 1) 战略规划：立足甘肃、深耕西北、布局全国

### 4.1 立足甘肃，走向西北

金徽酒立足陇东南地区，加快河西走廊和省外布局，实现“两条腿走路”。公司在省内市场坚持“不饱和营销”策略，从陇东南出发至省会兰州，再到敦煌嘉峪关，省内市场实现了全价位、全渠道、全覆盖。同时，公司加强对河西走廊市场的长期投入，逐步打开河西市场，截止 2022 年底，柔和金徽、世纪金徽星级等产品成功实现放量。

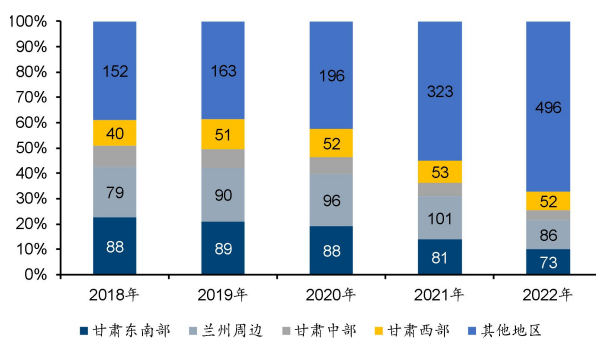
河西市场白酒市场规模在 20 亿左右，金徽酒占比仅 8%左右。河西走廊是甘肃的主要经济中心，金徽酒的强势市场主要在陇东南地区，但在河西地区的营收占比比较低。目前，河西市场主要被红川、滨河、汉武御等区域性酒企占据，金徽酒 2022 年近实现 1.69 亿元，随着省内渠道不断下沉，预计金徽酒在河西地区能实现较快的增长。从经销商数量来看，河西地区经销商由 2017 年的 30 家扩容至 2022 年的 52 家。

图 26: 金徽酒各区域营收情况 (亿元)



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 27: 金徽酒各区域经销商数量 (家)



资料来源: Wind、公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 4.2 布局全国，深耕西北，重点突破

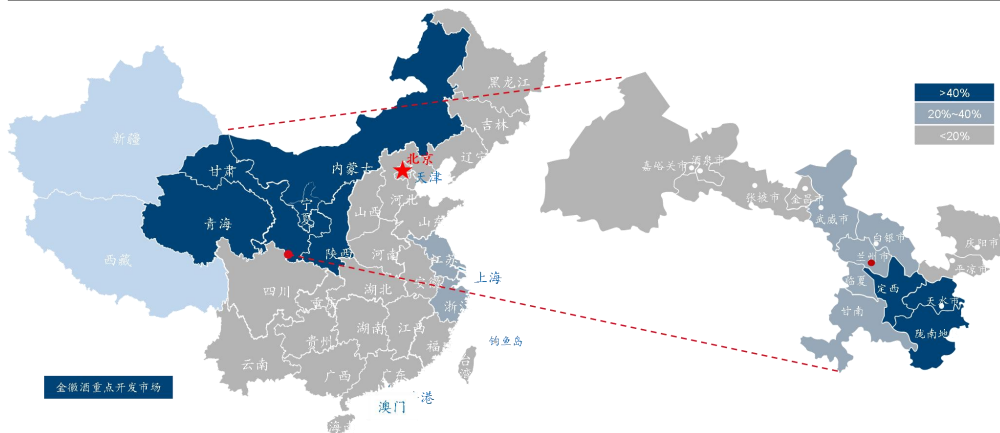
**甘肃省内：基本盘市场为区域扩张提供稳定费投支持。**金徽酒作为甘肃省酒龙头，继续深耕省内渠道来对抗全国性品牌的竞争，基本实现全渠道、全价位、高占有，通过深度分销的模式来占据省内基本盘市场，金徽酒在省内的市占率超过 26%。甘肃省是金徽酒的利润高地，为泛区域化和进军华东市场提供费投支持。目前，公司在陇东南和甘肃中部市场保持 40%以上的高占有，在大兰州市场及周边实现 20%-40%左右市占率，在河西等地区市占率低于 20%，河西地区和大兰州市场是金徽酒省内的主要增量空间。

**西北市场：泛全国化扩张的“桥头堡”，在陕西市场开始出现点状突破。**公司以 100-300 元中高端的正能量系列切入省外市场，实施“深度分销+大客户运营”，重点布局陕西西安和宝鸡市场。市场策略上，公司在省外市场采用多品牌、多产品的布局，通过较高的渠道利润实现对陕西等西北市场的区域突破，目前陕西宝

鸡等地开始出现点状突破。

**华东市场：泛全国化竞争高地市场，进攻团购渠道开始稳健扩张。**金徽酒在推出金徽老窖系列，前期借助股东复星系在华东地区的资源禀赋，聚焦资源主打商务团购渠道，进而有望打造华东地区样板市场，构建第二增长曲线。

图28：金徽酒省内外市场布局情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

## 2) 省外策略：稳扎稳打、滚动式有序实现西北化

**金徽酒通过滚动式小步快走，有序实现“西北化”区域扩张。**从市场分布来看，甘肃是西北六省的纽带，辐射周边5个市场，甘肃也是金徽酒的基本盘，为进军西北市场提供费投支持。从市场开放度来看，新疆、青海属于相对封闭的消费市场，陕西则呈现当地区域酒和外来酒“百花齐放”的态势。金徽酒主要通过“宁夏—陕西、新疆—内蒙古、青海”的滚动模式，实现有序“西北化”渠道扩张。

**1) 第一阶段：宁夏&陕西。**宁夏市场空间在20亿元左右，风土人情和甘肃存在较大的相似之处，同时省内缺乏强势区域性品牌，因此成为金徽酒进军西北的“桥头堡”。陕西是西北最大的市场，拥有120亿元左右的市场空间。陕西西安是大西北的窗口城市，且和甘肃存在一定的相似性，因此成为省外拓展的大本营。

**2) 第二阶段：新疆&内蒙古&青海。**新疆属于相对封闭的市场，市场空间约60亿元，金徽酒在第二阶段坚持“滚动”策略，在优先发展陕西市场的同时，再向新疆市场延伸，随后再向内蒙古市场、青海市场发力。

表11：金徽酒在西北市场区域扩张路线图

| 时间    | 省外市场路线   |
|-------|--|
| 2010年 | 金徽酒率先在宁夏布局，在随后4年中，不断摸索合适的产品组合、渠道模式、营销策略等，并培育省外营销团队。  |
| 2014年 | 金徽酒进入锁定中高端价位段市场，将能量系列导入陕西、新疆市场，同时选择陕西宝鸡、汉中以及新疆乌鲁木齐作为样板市场打造。  |
| 2017年 | 金徽酒在陕西市场的开拓卓见成效，在西安市场精耕南区、北区两大市场，布局了120多家店，基本形成成熟的市场执行体系和市场战略。   |
| 2018年 | 金徽酒目标用3-4年实现陕西、新疆市场全覆盖，3年内实现收支平衡。金徽酒根据市场潜力将陕西市场分为4级：西安核心市场、A级市场、B级市场、C级市场，每个市场又划分成若干个小区域市场，合计97个市场，不同市场对应不同的开发节点。2018年，金徽酒将瞄准包括西安核心市场和A级市场在内的全部地市级市场、部分重点县级市场的全覆盖，新疆市场则重点发力东北疆的部分市场。 |

|             |  |
|-------------|--|
| 2019 年      | 金徽酒在陕西目标确定为实现重点市场覆盖，同时全线发力新疆东北疆市场，在南疆重点布局“南大门”库尔勒。 |
| 2020 年      | 金徽酒启动喀什、和田等市场进行市场深度拓展。                             |
| 2021-2022 年 | 陕西、新疆市场实现全面布局、渗透。                                  |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图29：金徽酒滚动式有序实现西北市场的扩张



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

### 3) 环甘肃扩张：精耕西北市场，打开业绩天花板

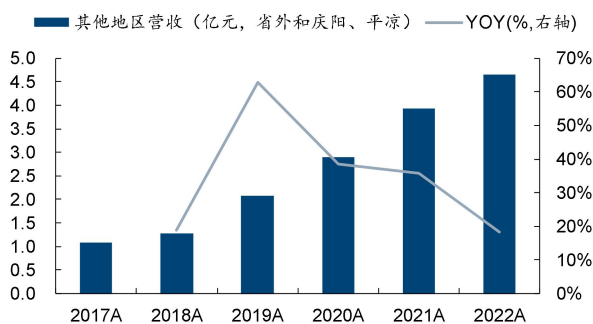
区域酒企省外突破往往依靠泛区域化和外延并购，打开市场空间天花板。金徽酒作为甘肃省内的地产酒龙头，在深耕甘肃省内市场同时（目标市占率 26%-27% 提升至 45%），需要向周边市场辐射，打开市场空间天花板。一方面，区域酒企在省内市场份额提升至 35%-40% 左右时，省内市占率很难有提升的空间，更多享受省内消费升级的红利，因此需要向周边市场进行实现区域化。区域酒企泛区域化的路径：一是通过次高端及以上产品导入省外市场，同时持续进行省外渠道运作，加大外省市场的品宣，培育消费氛围；二是通过外延并购的方式，来进军省外市场，例如古井贡酒并购黄鹤楼酒业、今世缘并购景芝酒业等，通过输出先进的管理经验，来盘活省外白酒品牌，但是极其考验公司的管理能力。

金徽酒二次创业再出发，2024 年目标省外实现 5 亿元，远期大西北市占率达 10-20% 左右。目前，金徽酒在甘肃省内的市占率约在 26-27% 左右，深度分销体系下享受了渠道扩张的红利，后续省内增长更多的依靠挤占其他区域酒品牌以及推动省内消费升级。从市场空间维度来看，甘肃省内市场规模约 80 亿元，整个大西北地区市场规模高达 400 亿元左右，金徽酒 2022 年省外营收 3 亿元左右，还具备较大的增长空间。根据金徽酒营收规划，2024 年实现营收 30 亿元，其中省内实现营收 25 亿元，省外 5 亿元。

金徽酒省外市场十年耕耘，有望迎来业绩拐点。在战术打法上，金徽酒以陕西市场为突破口，发展环甘肃西北市场。陕西是西北地区最大的白酒消费市场，同时

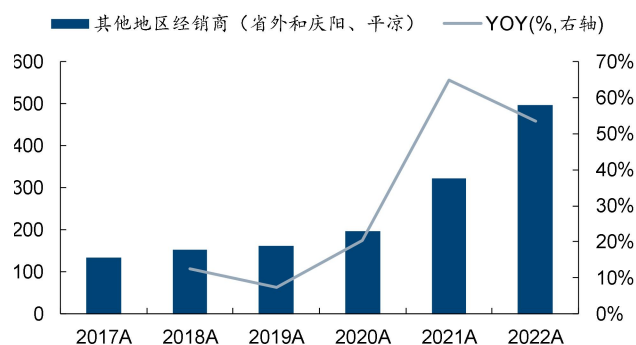
白酒消费更加包容开放。**产品端**，甘肃省外主推正能量系列，在酒体方面突出只“只有窖香，没有泥味”的典型风格，并于2020年成功实现换代升级。金徽酒通过100-300元中高端价位段来切入省外市场，一方面该价位段市场份额往往能达到30%-50%左右；另一方面，金徽酒在省外占据该价位段后，可以沿着价格带向上和向下来延伸发展。**渠道端**，公司发展年富力强的具有创业精神的经销商，继续执行“不对称策略”，在西安和宝鸡市稳扎稳打，2022年其他地区（省外地区为主，含庆阳、平凉市场）营收已经成功放量至4.64亿元。渠道铺设，省外市场经销商数量由2020年的196个增长至2022年496个，预计省外区域扩张将进一步提速。

图30：金徽酒其他地区营收情况（亿元）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图31：金徽酒其他地区经销商数量（家）



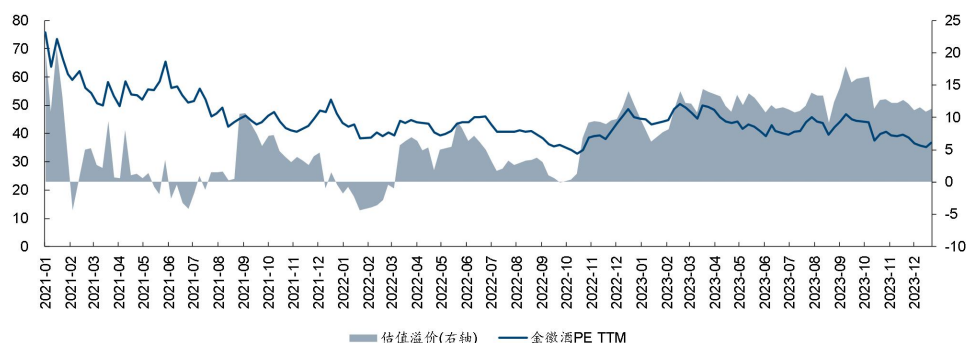
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理



## 费用优化：费用优化打开业绩弹性，2025 年后净利率或有望提升

省内升级加速&费用端优化&泛全国化是金徽酒远期净利率提升的三条路径。从估值层面来看，金徽酒近三年的 PE TTM 中枢在 45X 左右，高于其他区域性白酒企业和白酒行业估值水平。针对金徽酒表现高估值问题，可以从以下三个维度来进行展开：1) 费用端存在较大的优化空间，2022 年金徽酒的销售费用率/管理费用率为 20.9%/13.3%，远高于其他酒企；2) 存在泛全国化的机遇，金徽酒大力推进环甘肃和华东市场开拓，泛全国化发展机遇有望打开业绩天花板；3) 省内主流价位带出现升级趋势，金徽酒作为甘肃区域龙头酒企，有望充分享受产品结构升级带来的毛利率提升。

图 32：金徽酒近三年 PE (TTM) 均值在 45.40X (截至 2023 年 12 月 31 日)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：估值溢价计算方式=金徽酒 PE TTM 减去白酒板块 PE TTM

金徽酒省内深度分销渠道模式和泛全国化扩张决定当前费用率相对较高。2022 年金徽酒整体净利率仅 13.9%，远低于其他区域性酒企今世缘（31.7%）、迎驾贡酒（31.0%）、口子窖（30.2%）等。我们对金徽酒净利率进行细拆发现，金徽酒盈利能力较低主要系费用端远高于其他酒企：1) 金徽酒省内深度分销模式下，通过“金网工程”等实现对核心终端的高占有；2) 金徽酒正处于由区域性酒走向泛全国化的关键期，广告宣传费前期相对较高；3) 金徽酒开始进攻华东等省外市场，省外开拓前期通常需要大量的渠道费用预投。

表 12：2022 年金徽酒等区域性酒企盈利指标对比 (%)

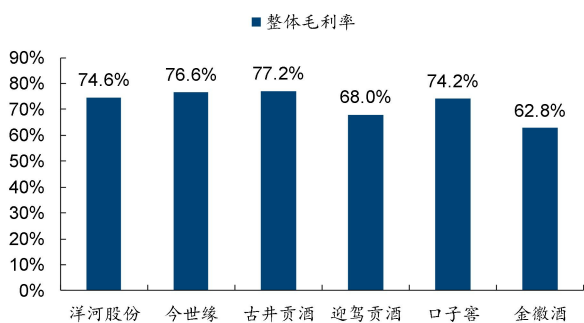
| 财务指标        | 洋河股份  | 今世缘   | 古井贡酒  | 迎驾贡酒  | 口子窖   | 金徽酒          |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------|
| 整体毛利率       | 74.6% | 76.6% | 77.2% | 68.0% | 74.2% | <b>62.8%</b> |
| 期间费用率       | 19.0% | 20.9% | 34.0% | 13.7% | 18.5% | 33.6%        |
| 销售费用率       | 13.9% | 17.6% | 27.9% | 9.2%  | 13.6% | <b>20.9%</b> |
| 管理费用率       | 7.3%  | 4.6%  | 7.3%  | 4.6%  | 5.7%  | <b>13.3%</b> |
| 研发费用率       | 0.8%  | 0.5%  | 0.3%  | 1.1%  | 0.5%  | 2.5%         |
| 财务费用率       | -2.1% | -1.3% | -1.3% | 0.0%  | -0.8% | -0.6%        |
| 毛销差         | 60.7% | 59.0% | 49.2% | 58.9% | 60.5% | 41.9%        |
| EBIT margin | 39.4% | 40.8% | 25.5% | 40.8% | 40.1% | 14.4%        |
| 净利率         | 31.2% | 31.7% | 19.5% | 31.0% | 30.2% | <b>13.9%</b> |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

甘肃省内价格带升级、省外营收起量或打开金徽酒费用率优化空间。从表现费用率看，金徽酒 2022 年销售费用率和管理费用率高于其他区域性酒企，预计公司在

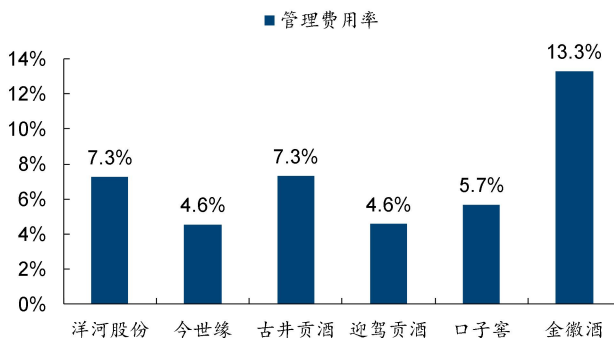
费用端仍存在较大的优化空间：1) 目前，甘肃省内白酒主流价位从 100 元往 200 元价位跃迁，品牌拉力和消费者自点率提升所占权重会有望提升。金徽酒作为甘肃省内区域性龙头酒企，有望在省内消费升级趋势下，报表端表现呈现为职工薪酬和综合促销费相对优化。2) 从三年维度看，能量系列和金徽老窖系列在省外起量后，广告费用的规模摊薄&渠道费用的回收将一定程度上优化销售费用率。

图 33: 2022 年金徽酒毛利率略低于其他区域性酒企 (%)



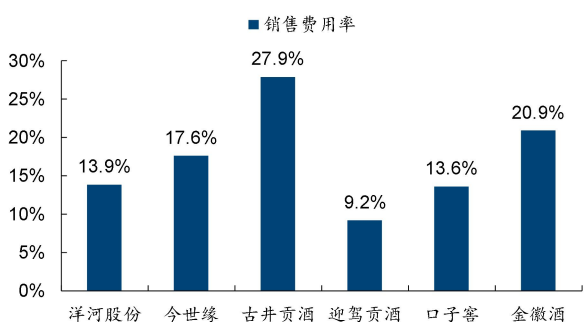
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 34: 2022 年金徽酒管理费用率高于其他酒企 (%)



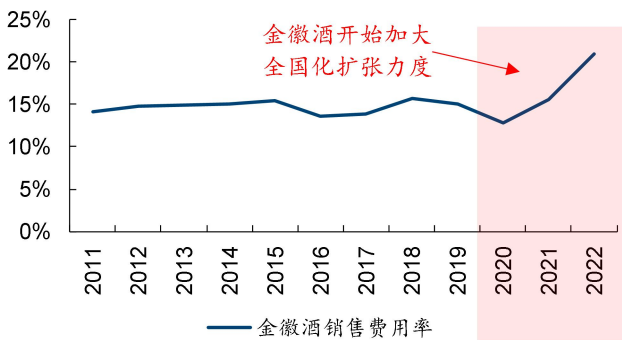
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 35: 2022 年金徽酒销售费用率或存在优化空间 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 36: 2021 年起, 金徽酒开始加大区域扩张费用投放 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

古井贡酒和山西汾酒等企业在全国化后期享受了费用优化红利，预计金徽酒营收破 30 亿后费用端优化空间凸显。在渠道模式上，金徽酒和古井贡酒、洋河股份、山西汾酒等具有一定相似性，且古井贡酒、洋河股份、山西汾酒均已实现从区域基地市场走向泛全国化、全国化，因此其他酒企费用端优化路径对于金徽酒具有一定参考价值。以山西汾酒为例，山西汾酒在李秋喜董事长的主导下经历了两轮全国化历程，2008-2009 年开启第一轮全国化，2017 年至今进行第二轮全国化。从费用端，山西汾酒学习洋河进行深度分销，全国面上有 4000 人+的营销团队，随后在玻汾和青花 20 全国化放量推动下，销售费用由 2014 年的 28.5% 优化到 2022 年的 13.0%。泸州老窖从 2015 年开始大单品战略，并有序推进国窖 1573 和特曲系列的全国化。以古井贡酒为例，古井贡酒在古 20 初步实现区域扩张后，费用端的摊薄效应于 2022 年凸显。预计 2023 年随着古 20 和古 16 在合肥、省外市场由点状生存转向连片发展，渠道费用端边际存在进一步收窄的空间。因此，逻辑推演金徽酒费用端优化路径：1) 公司省内市占率达到 45%+后，经营的规模效应凸

显，随着消费升级存在费用优化空间；2) 在公司体量达到 30 亿后，预计公司在环甘肃、华东市场开始实现盈利，预计费用端规模效应凸显。

图 37: 2022 年至今，古井贡酒出现明显费用率优化 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

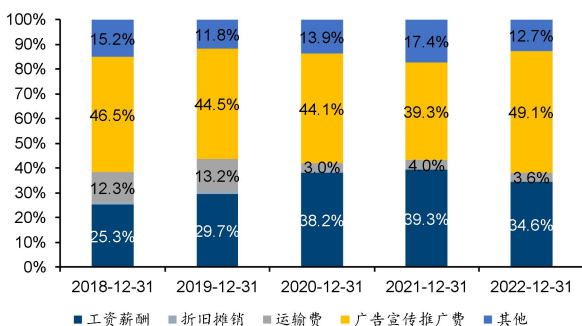
图 38: 山西汾酒全国化扩张中，销售费用率出现明显优化 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

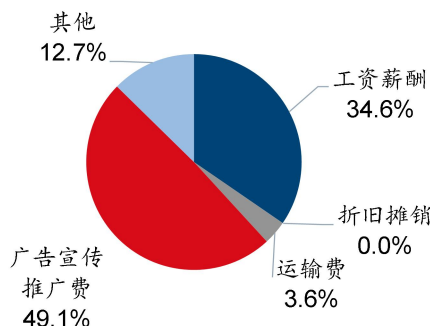
**未来广告费用摊薄和业务推广费用优化或是金徽酒成本优化的两条路径。**从销售费用结构来看，2022 年金徽酒的工资薪酬、运输费和其他费用等刚性费用占比约 51%，广告宣传费、业务推广费等弹性费用占比达到 49%。从短期看，金徽酒短期处于区域扩张阶段、渠道模式暂时不会出现明显变化，费用优化的弹性主要集中在广告费用和业务推广费（渠道费用）。**在广告费用方面**，金徽酒加大省外市场高铁广告、户外媒体等费用投入。目前，公司正处于前期投入阶段，未来随着销售体量和市场成熟度提升，广宣费用的规模效应或有所凸显。**在业务推广费用方面**，金徽酒渠道费用投入主要受到渠道模式、甘肃省内竞争激烈度、省外市场开拓进度等因素影响，我们认为需要分价位段、分区域去推演业务推广费的优化空间：1) 在 300 元以下价位，区域性酒企的竞争更多偏向于增投渠道费用，实现渠道资源的占有；2) 在 300 元以上价位，区域酒企的竞争更多集中在品牌高度、消费者培育以及团购资源等维度的竞争；3) 在省外市场开拓前期三年，酒企很难实现盈利，短期会出现省外费效比较低的情况。目前，甘肃市场处于 100-150 元价位往 200 元价位升级的构成中，省内年份系列和柔和系列起量后会出现明显的费用摊薄。其次，随着公司在环甘肃、华东市场有序开拓，费效比也有一定提升的空间。

图 39: 2018-2022 年金徽酒销售费用结构大致稳定 (%)



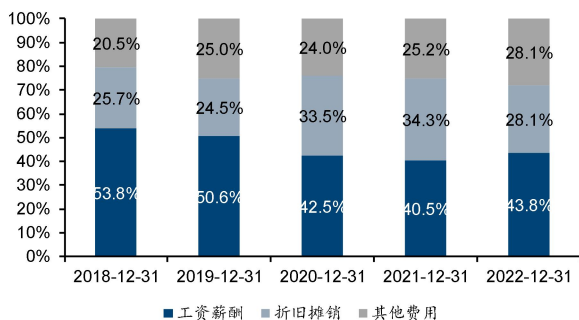
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 40: 2022 年金徽酒广告宣传推广占到销售费用的 49%



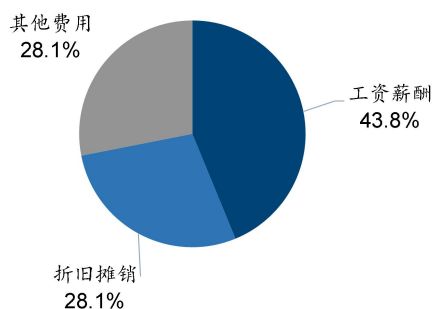
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 41：2018–2022 年金徽酒管理费用结构大致稳定（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 42：2022 年金徽酒工资薪酬占管理费用约 44%



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

**假设金徽酒销售费用率三年优化至 15%，每年优化空间在 2.0pcts 左右。**在横向对比古井贡酒、山西汾酒、洋河股份的费用端表现之后，我们做出以下假定来测算金徽酒还原后估值水平：1) 假设金徽酒实现 30 亿营收后，销售费用率稳态水平在 15%左右；2) 管理费用率涉及到公司内部管理效能问题，暂时维持管理费用率稳定；3) 假设按照 3 年维度时间兑现销售费用率优化的齐全，按照直线法计算，预计 2024–2025 年每年还原约 3.0pcts 销售费用率。基于以上假设，我们测算出 2024–2025 年还原后销售费用率水平在 19.0%/17.0%，对应的净利率水平约为 17.0%/20.0%，现价对应还原后 PE 水平在 22.8/16.2X。

表 13：假定金徽酒销售费用率 2026 年优化至 15%，测算 2024–2025 年还原后估值水平

| 假设销售费用率三年优化至 15% | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------|-------|-------|
| 当年销售费用率优化幅度-%    | 0.0%  | 2.0%  | 2.0%  |
| 还原后销售费用率-%       | 21.0% | 19.0% | 17.0% |
| 还原后销售费用(亿元)      | 5.26  | 5.71  | 6.12  |
| 还原后净利润(亿元)       | 3.47  | 5.12  | 7.21  |
| 还原后净利率-%         | 13.9% | 17.0% | 20.0% |
| 还原后归母净利润(亿元)     | 3.47  | 5.13  | 7.21  |
| 还原后 PE (倍)       | 33.7  | 22.8  | 16.2  |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及测算；股价截至 2024 年 01 月 12 日



## 财务分析与盈利预测：省内消费升级加速推进，区域扩张打开业绩空间

### 财务分析：营收快速增长，产品结构持续升级

过去五年公司营收维持近8%增速，预计未来三年增速高达20%。2017-2022年，由于甘肃地区消费升级速度相较缓慢，公司营收维持在8.6%左右低速增长。未来三年随着甘肃省内白酒主流价格带上移，金徽酒有望充分享受消费升级红利。根据公司五年发展规划以及管理层的业绩对赌协议，预计2024年实现30亿左右营收，占全省“陇酒计划”的50%。

过去五年利润端增速慢于收入端主要系费用前置投入。过去五年，公司归母净利润GAGR约2.1%，低于营收增速，主要系公司持续增投费用进行区域化扩张。盈利能力看，公司整体毛利率从2018年的62.3%提升至2022年的62.8%。未来随着甘肃白酒价格带的上移，公司毛利率将持续上行，带动净利率重回上行通道。

图43：金徽酒营收情况（亿元）



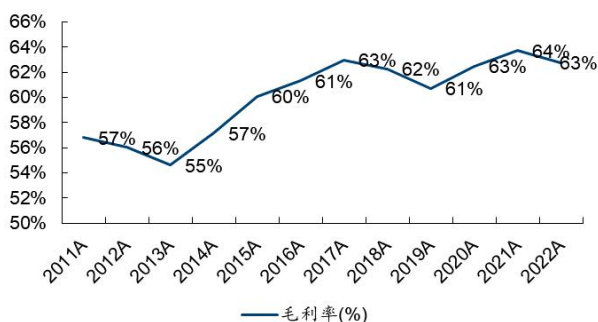
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图44：金徽酒归母净利润（亿元）



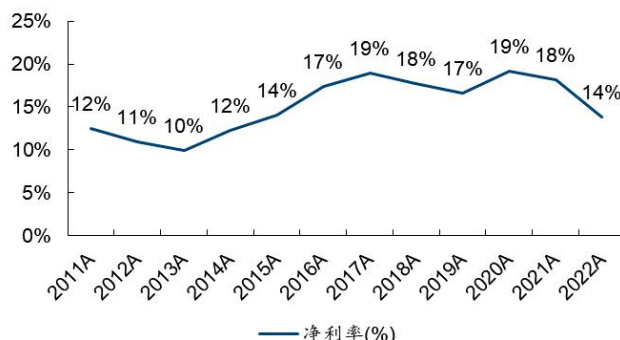
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图45：金徽酒整体毛利率（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图46：金徽酒净利率（%）



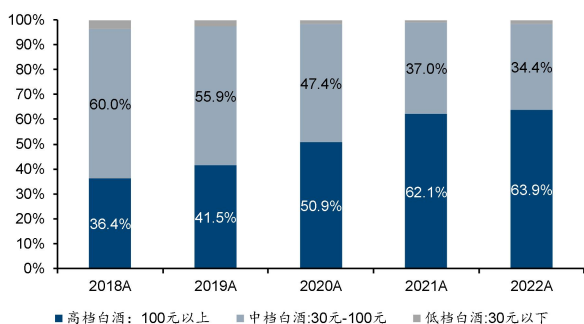
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

金徽酒呈现显著的“量降价升”趋势，吨价提升贡献主要增量。2017-2022年，金徽酒销量上空间不大，年复合降幅约1.8%。拆分销量结构，高端白酒销量由2017

年的 1995 吨增长至 6092 吨，占比持续提升至 43.4%，中低端白酒销量持续收缩。价盘提升贡献主要业绩增量，整体吨价 2017 年的 8.66 万/吨提升至 14.12 万/吨，年复合增速高达 10.3%。吨价主要受益于产品结构持续升级，各价位段白酒吨价变动不显著。

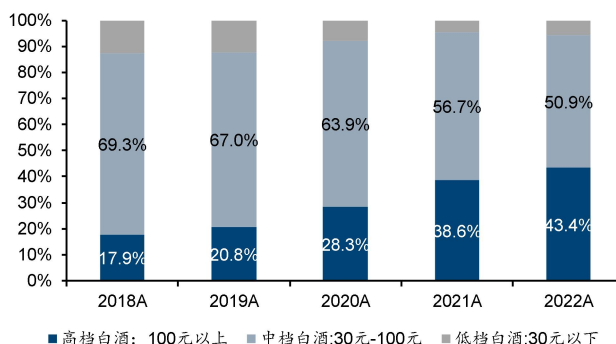
**高端白酒营收占比提升至 64%，未来仍有进一步提升空间。**分价位段来看，高端白酒（零售价 100 元/500ml 以上）占比持续攀升，营收由 2017 年的 4.03 亿元扩容至 12.67 亿元，营收占比由 30% 提升至 64%，产品结构升级凸显。百元以下的中低端白酒占比持续收缩，30-100 元的中端酒占比收缩明显，主要系公司主动减少中低端酒费投以及削减条码所致。

图 47: 金徽酒高端白酒营收占比不断提升 (%)



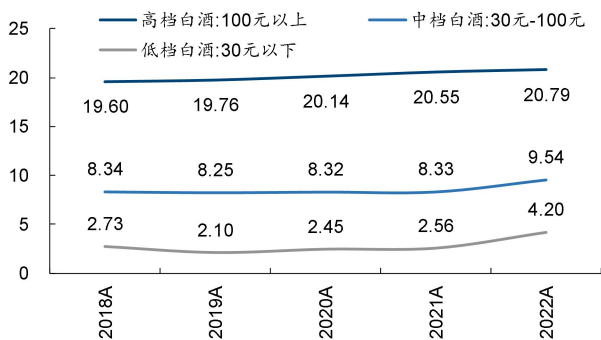
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 48: 金徽酒高端白酒销量占比不断提升 (%)



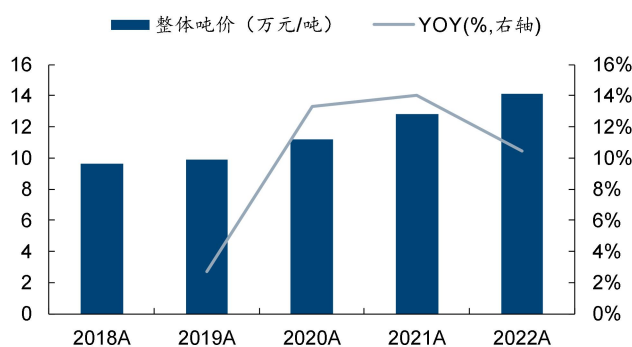
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 49: 金徽酒各档次白酒吨价变动 (万元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 50: 金徽酒吨价持续提升 (万元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 盈利预测：省内消费升级加速，区域扩张有序推进

### 核心假设：甘肃省内消费升级加速，金徽酒区域化扩张有序推进

金徽酒从 2018 年开启“二次创业”，相继在战略、市场策略、机制、产品、渠道等多维度进行了全方位的改革。目前，公司省内目标是提升市占率、引领省内价格带消费升级；省外的战略目标主要是实现区域性扩张。我们将公司营收分成高档酒（100 元+）、中档酒（30-100 元）和低档酒（30 元以下），然后按品类从量价的角度来进行假设。

**高档白酒：**金徽酒高端酒主要分为 600 元以上价位的金徽酒 28 年，300-600 元次高端金徽 18 年，100-300 元中高端价位五星和柔和系列，以及省外的正能量系列。我们通过详细拆分各品类的增速，预计 2023-2025 年，百元以上板块在省内消费升级的趋势下，价盘上维持 5.0%/6.0%/7.0% 的增速，量盘上继续保持高增，增速预计维持 25.5%/18.7%/16.5% 左右。高端白酒预计营收增速维持在 31.7%/25.9%/24.6% 左右，贡献公司主要业绩增量。

**中档白酒：**主要包括 30-100 元左右的三星和四星系列，中档白酒在甘肃的消费具有典型的周期性，Q4 春节期间消费量能占到全年的 50% 左右。消费地区来看，主要在陇东南等农村地区，随着城镇化的推进，该价位段消费量逐步向百元以上靠拢。预计 2023-2025 年中档酒销量同比 +6.7%/2.9%/2.9%；吨价同比 +5.0%/5.0%/5.0%；营收同比 +12.0%/8.0%/8.0%。

**低端白酒：**主要以 30 元以下的二星口粮酒为主，预计未来仍呈下滑趋势，金徽酒将逐步引导该价位消费者向中档酒跃迁。预计 2023-2025 年低档酒销量同比 +1.9%/1.9%/1.9%；吨价同比 +3.0%/3.0%/3.0%；营收同比 +5.0%/5.0%/5.0%。

我们从量价维度对分品类进行拆分，具体分拆数据如下表所示：

表 14：金徽酒主营业务拆分及预测（亿元，%）

| 单位（亿元）      | 2020A   | 2021A  | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入（亿元）   | 17.31   | 17.88  | 20.12  | 25.05  | 30.06  | 36.00  |
| yoy         | 5.9%    | 3.3%   | 12.5%  | 24.5%  | 20.0%  | 19.8%  |
| 成本（亿元）      | 6.49    | 6.48   | 7.49   | 9.03   | 10.48  | 12.07  |
| 毛利（亿元）      | 10.82   | 11.40  | 12.63  | 16.01  | 19.59  | 23.93  |
| 毛利率         | 62.5%   | 63.7%  | 62.8%  | 63.9%  | 65.1%  | 66.5%  |
| <b>高档白酒</b> |         |        |        |        |        |        |
| 销量（吨）       | 4307    | 5330   | 6092   | 7643   | 9075   | 10571  |
| yoy         | 26.6%   | 23.7%  | 14.3%  | 25.5%  | 18.7%  | 16.5%  |
| 吨价（万元/吨）    | 20.14   | 20.55  | 20.79  | 21.83  | 23.14  | 24.76  |
| yoy         | 1.9%    | 2.0%   | 1.2%   | 5.0%   | 6.0%   | 7.0%   |
| 营收（亿元）      | 8.67    | 10.95  | 12.67  | 16.69  | 21.00  | 26.17  |
| yoy         | 29.1%   | 26.2%  | 15.7%  | 31.7%  | 25.9%  | 24.6%  |
| <b>中档白酒</b> |         |        |        |        |        |        |
| 销量（吨）       | 9727    | 7822   | 7137   | 7613   | 7831   | 8054   |
| yoy         | -11.2%  | -19.6% | -8.7%  | 6.7%   | 2.9%   | 2.9%   |
| 吨价（万元/吨）    | 8.32    | 8.33   | 9.54   | 10.01  | 10.52  | 11.04  |
| yoy         | 0.8%    | 0.2%   | 14.5%  | 5.0%   | 5.0%   | 5.0%   |
| 营收（亿元）      | 8.09    | 6.52   | 6.81   | 7.62   | 8.23   | 8.89   |
| yoy         | -10.5%  | -19.5% | 4.5%   | 12.0%  | 8.0%   | 8.0%   |
| <b>低档白酒</b> |         |        |        |        |        |        |
| 销量（吨）       | 1179.95 | 640.46 | 806.22 | 821.87 | 837.83 | 854.10 |
| yoy         | -41.1%  | -45.7% | 25.9%  | 1.9%   | 1.9%   | 1.9%   |

|           |        |        |        |      |      |      |
|-----------|--------|--------|--------|------|------|------|
| 吨价 (万元/吨) | 2.45   | 2.56   | 4.20   | 4.33 | 4.46 | 4.59 |
| yoy       | 16.8%  | 4.4%   | 64.4%  | 3.0% | 3.0% | 3.0% |
| 营收 (亿元)   | 0.29   | 0.16   | 0.34   | 0.36 | 0.37 | 0.39 |
| yoy       | -31.2% | -43.3% | 107.0% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

### 费用率预测

1) **销售费用率**: 考虑到金徽酒处于泛全国化区域扩张的前期, 公司仍需一定的费用去市场开拓和消费者教育等, 假设 2023-2025 年销售费用率分别为 20.0%/19.5%/19.0%。

2) **管理费用率**: 考虑到公司今年大力提高内部管理效能提升, 我们预计 2023-2025 年公司管理费用率呈现下滑趋势, 分别为 10.8%/10.5%/10.5%。

3) **研发费用率**: 考虑到公司持续进行白酒风味研究和产品研究, 预计 2023-2025 年研发费用率保持相对稳定, 分别为 2.5%/2.5%/2.5%。

4) **财务费用率**: 由于公司有息负债较少, 在手现金较为充沛, 预计 2023-2025 年财务费用率维持在-0.9%/-1.0%/-1.0%。

表 15: 金徽酒费用率预测假设条件

|          | 2020A | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入增长率 | 5.9%  | 3.3%  | 12.5% | 24.5% | 20.0% | 19.8% |
| 毛利率      | 62.5% | 63.7% | 62.8% | 63.9% | 65.1% | 66.5% |
| 管理费用率    | 9.2%  | 9.8%  | 10.5% | 10.8% | 10.5% | 10.5% |
| 研发费用率    | 2.3%  | 2.6%  | 2.5%  | 2.5%  | 2.5%  | 2.5%  |
| 销售费用率    | 12.8% | 15.5% | 20.9% | 20.0% | 19.5% | 19.0% |
| 财务费用率    | -0.4% | -0.4% | -0.6% | -0.9% | -1.0% | -1.0% |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测及整理

### 盈利预测结果

预计 2023-2025 年金徽酒实现营业总收入 25.05/30.06/36.00 亿元, 同比增长 24.5%/20.0%/19.8%。预计 2023-2025 年公司实现归母净利润 3.46/4.72/6.28 亿元, 同比增长 23.4%/36.5%/33.0%, 对应 EPS 0.68/0.93/1.24 元。

表 16: 金徽酒盈利预测简表 (截至 2024 年 01 月 12 日)

| 盈利预测及市场重要数据  | 2021A | 2022A  | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)    | 1,788 | 2,012  | 2,505 | 3,006 | 3,600 |
| (+/-%)       | 3.3%  | 12.5%  | 24.5% | 20.0% | 19.8% |
| 净利润(百万元)     | 325   | 280    | 346   | 472   | 628   |
| (+/-%)       | -2.0% | -13.7% | 23.4% | 36.5% | 33.0% |
| 每股收益 (元)     | 0.64  | 0.55   | 0.68  | 0.93  | 1.24  |
| EBIT Margin  | 21.4% | 14.0%  | 15.8% | 17.9% | 19.8% |
| 净资产收益率 (ROE) | 10.9% | 8.9%   | 10.3% | 13.0% | 15.6% |
| 市盈率 (PE)     | 36.0  | 41.7   | 33.8  | 24.8  | 18.6  |
| EV/EBITDA    | 25.7  | 32.6   | 26.9  | 20.9  | 16.5  |
| 市净率 (PB)     | 3.92  | 3.71   | 3.48  | 3.21  | 2.91  |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测及整理



## 估值分析与投资建议：甘肃区域消费升级显著受益标的

**绝对估值：23.91-30.24 元**

我们将公司分为显性期（2023-2025 年）、半显性期（2026-2032 年）和永续期（2033 年起）三个阶段，采取 FCFF 估值法来反映公司内在价值。

1) **显性期（2023-2025 年）**：参考前文盈利预测，我们预计 2023-2025 年营收实现增长 24.5%/20.0%/19.8%，预计 2023-2025 年归母净利润实现增长 23.9%/36.5%/32.6%。

2) **半显性期（2026-2032 年）**：假设公司营收增速逐年衰减至 7.8%左右。

3) **永续期（2033 年起）**：白酒消费具有社会性和个体性双重属性，同时受益于我国特有的礼仪文化，白酒需求具有较强的韧性。白酒作为高端品，从历史数据看，具有较强的提价能力且能大幅跑赢同期通胀水平。其次，白酒企业品牌壁垒较强，行业竞争格局较为稳固。综合来看，我们预测 FCFF 永续增长率为 2.0%。

表 17: 金徽酒 FCFF 估值中盈利预测假设

|             | 2020A | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入增长率     | 5.9%  | 3.3%  | 12.5% | 24.5% | 20.0% | 19.8% | 16.8% | 13.8% | 10.8% | 7.8%  |
| 营业成本/营业收入   | 37.5% | 36.3% | 37.2% | 36.1% | 34.9% | 33.5% | 33.0% | 32.5% | 32.0% | 31.5% |
| 管理费用/营业收入   | 9.2%  | 9.8%  | 10.5% | 10.8% | 10.5% | 10.5% | 10.5% | 10.5% | 10.5% | 10.5% |
| 研发费用/营业收入   | 2.3%  | 2.6%  | 2.5%  | 2.5%  | 2.5%  | 2.5%  | 2.5%  | 2.5%  | 2.5%  | 2.5%  |
| 销售费用/销售收入   | 12.8% | 15.5% | 20.9% | 20.0% | 19.5% | 19.0% | 18.0% | 17.0% | 16.0% | 15.0% |
| 营业税及附加/营业收入 | 14.0% | 14.2% | 14.6% | 14.5% | 14.5% | 14.4% | 14.4% | 14.4% | 14.4% | 14.4% |
| 所得税税率       | 21.3% | 16.8% | 7.8%  | 15.0% | 15.0% | 15.0% | 15.0% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 股利分配比率      | 29.5% | 37.8% | 39.9% | 40.0% | 40.0% | 40.0% | 40.0% | 40.0% | 40.0% | 40.0% |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测及整理

**资本成本假设**：无风险利率我们选取 10 年期国债利率 2.66%，股票市场风险溢价 6.0%，债务成本采取 5.0%。基于以上假设，金徽酒 WACC 约 10.0%。

表 18: 金徽酒 WACC 假设

|              |       |             |        |
|--------------|-------|-------------|--------|
| 无杠杆 Beta     | 1.23  | T           | 15.05% |
| 无风险利率        | 2.66% | Ka          | 10.04% |
| 股票风险溢价       | 6.00% | 有杠杆 Beta    | 1.23   |
| 公司股价（元）      | 23.48 | Ke          | 10.05% |
| 发行在外股数（百万）   | 507   | E/(D+E)     | 99.82% |
| 股票市值(E, 百万元) | 11910 | D/(D+E)     | 0.18%  |
| 债务总额(D, 百万元) | 21    | WACC        | 10.04% |
| Kd           | 5.00% | 永续增长率（10年后） | 2.0%   |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测及整理

**FCFF 估值**：我们选取 FCFF 估值法对金徽酒进行绝对估值，测算 WACC 为 10.0%，永续增长率按 2.0%计算，预计公司的内在每股价值约 23.91-30.24 元（中值 26.69 元），对应市值约 121-153 亿元（中值约 135 亿）。

表 19: 金徽酒 FCFF 估值法敏感性分析

| 敏感性分析               |             | WACC 变化      |              |              |              |              |
|---------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                     |             | 9.0%         | 9.5%         | 10.04%       | 10.5%        | 11.0%        |
| 永续<br>增长<br>率变<br>化 | 3.5%        | 37.23        | 33.69        | 30.70        | 28.15        | 25.95        |
|                     | 3.0%        | 34.94        | 31.83        | 29.17        | 26.88        | 24.88        |
|                     | 2.5%        | 33.01        | 30.24        | 27.85        | 25.77        | 23.94        |
|                     | <b>2.0%</b> | <b>31.35</b> | <b>28.86</b> | <b>26.69</b> | <b>24.78</b> | <b>23.10</b> |
|                     | 1.5%        | 29.91        | 27.65        | 25.66        | 23.91        | 22.35        |
|                     | 1.0%        | 28.65        | 26.58        | 24.75        | 23.12        | 21.67        |
|                     | 0.5%        | 27.54        | 25.63        | 23.94        | 22.42        | 21.06        |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测及整理

### 相对估值：23.27-27.92 元

金徽酒作为甘肃省内区域性龙头酒企，率先享受甘肃省内价格带升级红利。其次，公司开始有序区域化扩张，有望打开远期业绩天花板。从 PE 估值角度，我们选择古井贡酒、洋河股份、今世缘、迎驾贡酒、口子窖等区域性白酒企业，2024 年区域性白酒企业 PE 估值中枢在 15X 左右。我们预计 2024-2025 年金徽酒的 PE 水平在 24.8/18.6X，考虑到甘肃省内消费升级加速，以及泛区域化扩张，享受成长性溢价，我们给予公司 2024 年 25-30X 估值水平，目标价 23.27-27.92 元（中值约 25.60 元），对应市值约 118-142 亿元（中值约 130 亿元），维持“买入”评级。

图51：金徽酒可比公司估值表（截至 2024 年 01 月 12 日）

| 股票代码             | 公司         | 市值         | 收盘价          | 市盈率          |              |              |              |              | EPS         |             |             |             |             |
|------------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                  |            |            |              | 2021A        | 2022A        | 2023E        | 2024E        | 2025E        | 2021A       | 2022A       | 2023E       | 2024E       | 2025E       |
| 000596.SZ        | 古井贡酒       | 1,135      | 214.76       | 49.40        | 36.09        | 25.77        | 20.06        | 16.06        | 4.35        | 5.95        | 8.34        | 10.70       | 13.37       |
| 002304.SZ        | 洋河股份       | 1,479      | 98.16        | 19.70        | 15.77        | 14.08        | 12.22        | 10.42        | 4.98        | 6.23        | 6.97        | 8.03        | 9.42        |
| 603369.SH        | 今世缘        | 559        | 44.54        | 27.54        | 22.19        | 17.89        | 14.90        | 12.34        | 1.62        | 2.01        | 2.49        | 2.99        | 3.61        |
| 603198.SH        | 迎驾贡酒       | 484        | 60.55        | 35.05        | 28.43        | 21.85        | 17.70        | 14.60        | 1.73        | 2.13        | 2.77        | 3.42        | 4.15        |
| 603589.SH        | 口子窖        | 253        | 42.14        | 14.64        | 16.33        | 14.25        | 12.10        | 10.48        | 2.88        | 2.58        | 2.96        | 3.48        | 4.02        |
|                  | 中位数        |            |              |              |              | 17.89        | 14.90        | 12.34        |             |             |             |             |             |
|                  | 均值         |            |              |              |              | 18.77        | 15.40        | 12.78        |             |             |             |             |             |
| <b>603919.SH</b> | <b>金徽酒</b> | <b>117</b> | <b>23.05</b> | <b>35.99</b> | <b>41.72</b> | <b>33.80</b> | <b>24.77</b> | <b>18.63</b> | <b>0.64</b> | <b>0.55</b> | <b>0.68</b> | <b>0.93</b> | <b>1.24</b> |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测及整理

注：收盘价采取 2024 年 01 月 12 日数据

### 投资建议：甘肃省内消费升级受益标的，看好区域扩张期权兑现

甘肃省内消费升级斜率加速，金徽酒省内份额有望持续提升。从价格带升级来看，甘肃省内主流价格带升级速度落后东部地区 3-5 年，随着省内基建等投资加速，省内价格带有望加速升级。目前，甘肃省内主流价位在 100-150 元左右，2023 年开始往 200-300 元价位升级，金徽酒作为省内区域性龙头酒企，有望率先受益。从省内份额提升看，2022 年金徽酒在省内份额约 26-27%，后续在“深度分销+大客户运营”策略下，未来甘肃省内份额有望提升至 40-50%。

金徽酒有序进行西北、华东等区域性扩张，费用端仍存有较大优化空间。从区域扩张维度看，在大西北地区，金徽酒有序导入能量系列和年份系列，通过高渠道毛利，立体化运作陕西、宁夏等市场。在华东区域，公司前期借助复星系资源导入老窖系列，切入华东江苏等团购市场。从费用端优化看，随着省内消费升级、区域化扩张或打开金徽酒费用端优化的空间，带动整体净利率上行。

综合来看，预计金徽酒 2023-2025 年实现营收 25.05/30.06/36.00 亿元，同比增长 24.5%/20.0%/19.8%；实现归母净利润 3.46/4.72/6.28 亿元，同比增长 23.4%/36.5%/33.0%，对应 EPS 0.68/0.93/1.24 元，现价对应 PE 33.8/24.8/18.6X。结合绝对估值和相对估值，考虑到甘肃省内消费升级，区域化扩张和费用优化期权，我们给予 2024 年 25-30X PE，目标市值约 118-142 亿元，对应目标价 23.27-27.92 元，维持“买入”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 23.27-27.92 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.66%、风险溢价 6.0%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2.0%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的古井贡酒、洋河股份、今世缘、迎驾贡酒、口子窖、伊力特等酒企相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2024 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的省内龙头地位和成长性，在行业平均 PE 的基础上给予一定溢价，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

### 盈利预测的风险

我们假设公司未来三年收入增长 24.5%/20.0%/19.8%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来三年业绩的风险；

我们预计公司未来三年毛利率分别为 63.9%/65.1%/66.5%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来三年盈利预测值高于实际值的风险。

### 经营风险

金徽酒的泛全国化扩张及省内消费升级更多依靠管理层的战略定力及执行力，后续或存在管理层变动的风险；

甘肃省内区域性白酒企业众多，后续或加大省内市场竞争力度；

省内竞争对手红川酒业等加大省内次高端价位带的投入力度等。

### 减持风险

金徽酒重要股东豫园股份等或存在减持风险；第一期员工持股计划或存在到期减持风险等。

### 市场风险

白酒行业竞争加剧；区域扩张不及预期；省内消费升级不及预期等。



## 附表：财务预测与估值

| 资产负债表（百万元）       |             |             |             |             |             | 利润表（百万元）         |              |              |              |              |              |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                  | 2021        | 2022        | 2023E       | 2024E       | 2025E       |                  | 2021         | 2022         | 2023E        | 2024E        | 2025E        |
| 现金及现金等价物         | 667         | 810         | 962         | 1209        | 1526        | 营业收入             | 1788         | 2012         | 2505         | 3006         | 3600         |
| 应收款项             | 23          | 26          | 27          | 36          | 43          | 营业成本             | 648          | 749          | 903          | 1048         | 1207         |
| 存货净额             | 1327        | 1512        | 1850        | 2102        | 2370        | 营业税金及附加          | 253          | 294          | 364          | 436          | 520          |
| 其他流动资产           | 22          | 37          | 30          | 43          | 54          | 销售费用             | 278          | 420          | 501          | 586          | 684          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>2039</b> | <b>2386</b> | <b>2869</b> | <b>3390</b> | <b>3993</b> | 管理费用             | 180          | 217          | 279          | 324          | 386          |
| 固定资产             | 1501        | 1445        | 1371        | 1366        | 1357        | 研发费用             | 47           | 50           | 63           | 75           | 90           |
| 无形资产及其他          | 183         | 199         | 191         | 183         | 175         | 财务费用             | (7)          | (13)         | (21)         | (26)         | (33)         |
| 投资性房地产           | 49          | 66          | 66          | 66          | 66          | 投资收益             | (0)          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 长期股权投资           | 1           | 0           | 0           | 0           | 0           | 资产减值及公允价值变动      | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>      | <b>3773</b> | <b>4095</b> | <b>4497</b> | <b>5005</b> | <b>5591</b> | 其他收入             | (35)         | (30)         | (63)         | (75)         | (90)         |
| 短期借款及交易性金融负债     | 17          | 21          | 21          | 21          | 21          | 营业利润             | 401          | 314          | 416          | 564          | 747          |
| 应付款项             | 120         | 144         | 181         | 214         | 250         | 营业外净收支           | (11)         | (11)         | (11)         | (11)         | (11)         |
| 其他流动负债           | 614         | 740         | 897         | 1089        | 1262        | <b>利润总额</b>      | <b>390</b>   | <b>303</b>   | <b>406</b>   | <b>554</b>   | <b>736</b>   |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>751</b>  | <b>905</b>  | <b>1099</b> | <b>1324</b> | <b>1533</b> | 所得税费用            | 65           | 24           | 61           | 83           | 111          |
| 长期借款及应付债券        | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 少数股东损益           | (0)          | (1)          | (1)          | (2)          | (3)          |
| 其他长期负债           | 40          | 39          | 39          | 39          | 39          | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>325</b>   | <b>280</b>   | <b>346</b>   | <b>472</b>   | <b>628</b>   |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>40</b>   | <b>39</b>   | <b>39</b>   | <b>39</b>   | <b>39</b>   | 现金流量表（百万元）       |              |              |              |              |              |
| <b>负债合计</b>      | <b>792</b>  | <b>944</b>  | <b>1138</b> | <b>1363</b> | <b>1572</b> | 净利润              | 325          | 280          | 346          | 472          | 628          |
| 少数股东权益           | 0           | 1           | 1           | 1           | 1           | 资产减值准备           | (0)          | 0            | 72           | (0)          | (0)          |
| 股东权益             | 2981        | 3150        | 3358        | 3641        | 4017        | 折旧摊销             | 104          | 106          | 82           | 86           | 89           |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>3773</b> | <b>4095</b> | <b>4497</b> | <b>5005</b> | <b>5591</b> | 公允价值变动损失         | (0)          | (0)          | (0)          | (0)          | (0)          |
|                  |             |             |             |             |             | 财务费用             | (7)          | (13)         | (21)         | (26)         | (33)         |
| 关键财务与估值指标        |             |             |             |             |             | 营运资本变动           | (199)        | (71)         | (65)         | (50)         | (77)         |
| 每股收益             | 0.64        | 0.55        | 0.68        | 0.93        | 1.24        | 其它               | 0            | (1)          | (72)         | 0            | 0            |
| 每股红利             | 0.24        | 0.22        | 0.27        | 0.37        | 0.50        | <b>经营活动现金流</b>   | <b>230</b>   | <b>314</b>   | <b>362</b>   | <b>508</b>   | <b>640</b>   |
| 每股净资产            | 5.88        | 6.21        | 6.62        | 7.18        | 7.92        | 资本开支             | 0            | (44)         | (72)         | (72)         | (72)         |
| ROIC             | 11.31%      | 8.95%       | 11%         | 15%         | 18%         | 其它投资现金流          | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| ROE              | 10.90%      | 8.90%       | 10%         | 13%         | 16%         | <b>投资活动现金流</b>   | <b>0</b>     | <b>(43)</b>  | <b>(72)</b>  | <b>(72)</b>  | <b>(72)</b>  |
| 毛利率              | 64%         | 63%         | 64%         | 65%         | 66%         | 权益性融资            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| EBIT Margin      | 21%         | 14%         | 16%         | 18%         | 20%         | 负债净变化            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| EBITDA Margin    | 27%         | 19%         | 19%         | 21%         | 22%         | 支付股利、利息          | (123)        | (112)        | (138)        | (189)        | (251)        |
| 收入增长             | 3%          | 12%         | 25%         | 20%         | 20%         | 其它融资现金流          | 91           | 96           | 0            | 0            | 0            |
| 净利润增长率           | -2%         | -14%        | 23%         | 36%         | 33%         | <b>融资活动现金流</b>   | <b>(155)</b> | <b>(128)</b> | <b>(138)</b> | <b>(189)</b> | <b>(251)</b> |
| 资产负债率            | 21%         | 23%         | 25%         | 27%         | 28%         | <b>现金净变动</b>     | <b>75</b>    | <b>143</b>   | <b>152</b>   | <b>247</b>   | <b>317</b>   |
| 股息率              | 1.1%        | 1.0%        | 1.2%        | 1.6%        | 2.1%        | 货币资金的期初余额        | 592          | 667          | 810          | 962          | 1209         |
| P/E              | 36.0        | 41.7        | 33.8        | 24.8        | 18.6        | 货币资金的期末余额        | 667          | 810          | 962          | 1209         | 1526         |
| P/B              | 3.9         | 3.7         | 3.5         | 3.2         | 2.9         | 企业自由现金流          | 0            | 250          | 280          | 421          | 546          |
| EV/EBITDA        | 25.7        | 32.6        | 26.9        | 20.9        | 16.5        | 权益自由现金流          | 0            | 346          | 298          | 443          | 574          |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

| 投资评级标准  | 类别         | 级别 | 说明                     |
|---|------------|----|------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票<br>投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场代表性指数20%以上     |
|   |            | 增持 | 股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间 |
|   |            | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间    |
|   |            | 卖出 | 股价表现弱于市场代表性指数10%以上     |
|   | 行业<br>投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场代表性指数10%以上   |
|   |            | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间  |
|   |            | 低配 | 行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上   |

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032