

金徽酒 (603919)

夙兴夜寐，陇南美酒耀西北

买入 (维持)

2024年04月22日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

证券分析师 王颖洁

执业证书: S0600522030001

wangyj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	2,012	2,548	3,057	3,588	4,249
同比 (%)	12.49	26.64	19.98	17.38	18.44
归母净利润 (百万元)	280.24	328.86	402.26	487.77	596.05
同比 (%)	(13.73)	17.35	22.32	21.26	22.20
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.55	0.65	0.79	0.96	1.18
P/E (现价&最新摊薄)	34.99	29.82	24.38	20.10	16.45

股价走势



投资要点

■ **经营蜕变，品牌之路稳步向前。**2019年以来，金徽酒通过“二次创业”实现战略转型、复星赋能扩宽视野、市场化的体制机制改革，实现经营自驱动和品牌认知度提升。公司实现了1) 正能量品牌形象积极强化，品质始终如一，产品矩阵构筑完善，引领省内消费升级，2023年百元以上产品占比67% (16-23年收入增速CAGR=14%)。2) 内部事业部精准细分，组织架构持续精进，全员竞聘上岗，完善考核力度与奖惩机制，人才梯队建设不断优化。3) 销售体系上建立了“深度分销+大客户运营”的双轮驱动，扁平化精耕市场，充分扎实厂商一体化关系。未来公司通过进一步夯实基础和管理升级，经营效率有望持续优化，释放品牌势能。

■ **根据地市场纵深突破，坐稳甘肃龙头。**甘肃省内白酒市场约80亿，未来随着人口流入+基建规划，省内白酒空间增速有望超全国平均。金徽酒省内综合市占率近30%，我们认为公司进入持续强基固本和上市率提升的正循环阶段：1) 分价格带看，公司在100元以下、100-300元价位带市占率均超过30%，公司产品矩阵完善打法清晰，增加三四星对县乡镇的覆盖面、提升五星在宴席端占比、增强柔和系列的商务人群扩展及终端客情服务，相对竞品相对优势显著 (管理层稳定且视野前瞻、省内经销商忠诚度高、品牌知名度持续提升)，未来百元以下优势稳固、100-300元优势有望继续扩大。在300元以上价位，产品基数小但坚持重点圈层培育，并已实现规模逐年突破，年份系列渗透空间值得期待。2) 分区域看，公司采取“一县一策”区域运营策略分而治之，陇东南引领结构升级维持市占率稳固；圈层培育思路打造“大兰州”市场，年份系列口碑持续提升有望推动市占率上升，中部和河西市场市占率较低，通过增投资源以获增量，渗透有空间。

■ **持恒心深耕西北、布局全国，销售区域结构持续优化。**公司依次从环甘肃向华东/北方延申布局，点状市场站位已成形，当前各重点市场市占率小，先解决品牌认知度，渗透率提升可期。1) 公司将“陕青宁新”列为西北大本营市场，四省白酒规模200亿元+，市占率小个位数，通过聚焦资源精准营销，已打造有宝鸡样板市场。2) 华东市场开拓第三年、北方分公司成立一年多，公司均当地现招团队，采用特定产品系列先进入团购，目前华东市场基本解决金徽老窖 (次高端以上价位) 的认知问题，未来仍将处于高投入、持续提升认知度、完成销售目标的阶段，预计24-25年逐步迈向盈亏平衡。北方市场有河套酒业经验丰富老将加盟，整体表现趋势向好。

■ **盈利预测与投资评级：**公司短期收入的增长意义大于利润，要尽快做到体量快速且良性的增长、口碑持续放大。我们维持2024-2026年归母净利润4.0/4.9/6.0亿元，同比+22%/21%/22%，对应24/20/16X。公司内外变化积极，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**省内竞争加剧，省外开拓不及预期；经济环境持续疲软影响产品升级、食品安全问题。

市场数据

收盘价(元)	19.33
一年最低/最高价	17.20/30.80
市净率(倍)	2.76
流通A股市值(百万元)	9,805.34
总市值(百万元)	9,805.34

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.99
资产负债率(%,LF)	24.02
总股本(百万股)	507.26
流通A股(百万股)	507.26

相关研究

《金徽酒(603919): 陇上明珠放光辉, 盘踞西北进全国》

2023-11-03

内容目录

1. 前言	5
2. 蜕变之路稳步前行，运营体系不断完善	5
2.1. 发展：二次创业开新局，品质始终如一	5
2.2. 多维度积极变革，凝聚内外向心力	7
2.2.1. 品牌建设，久久为功	7
2.2.2. 团队打造，持续精进	7
2.2.3. 产品矩阵构筑完善，结构升级应趋势	8
2.2.4. “深度分销+大客户运营”双轮驱动，渠道精耕细化	10
3. 根据地市场：纵深突破，市占率稳升	11
3.1. 省内白酒小市场，稳健扩容	11
3.2. 分价格带看空间：年份系列渗透高端，柔和系列快速放量	13
3.2.1. 300元以下价格带竞争分析：广撒网、精触达，金徽酒优势显著	15
3.2.2. 300元以上价格带竞争分析：圈层培育持久战，金徽18/28年渗透进行时	17
3.3. 分区域看空间：省内区域发展分化，一市一策逐步提升市占率	19
4. 省外快增长：华东北方具雏形，团购细耕换高增	21
4.1. 大本营周边市场聚焦资源，精准营销	21
4.2. 华东/北方市场持续圈层培育，打造样板	21
5. 盈利预测	22
6. 风险提示	24

图表目录

图 1: 金徽酒发展历程及销售表现.....	5
图 2: 酒厂地理位置.....	6
图 3: 公司数字化生产与管理.....	6
图 4: 公司爱心助学活动.....	7
图 5: 公司广告费用投放.....	7
图 6: 公司股权结构灵活 (截至 2024Q1)	8
图 7: 公司员工学历构成.....	8
图 8: 公司销售人员稳步增加.....	8
图 9: 公司人均创收/人均创利及增速	8
图 10: 金徽酒产品矩阵及终端销售价格 (元)	9
图 11: 2016-2023 年公司产品结构变化	9
图 12: 2017-2023 年公司销量及吨价变化	9
图 13: 年报披露营业收入口径变更 (亿元)	9
图 14: 分价位段公司产品毛利率表现 (%)	9
图 15: 分渠道销售收入及同比增速 (亿元)	10
图 16: 收入分渠道结构.....	10
图 17: 公司省内外经销商数量.....	11
图 18: 省内/外单个经销商贡献销售额 (万元)	11
图 19: 双十一天猫平台线上直播.....	11
图 20: 公司线上“双十一”活动.....	11
图 21: 甘肃省内区域发展现状.....	12
图 22: 甘肃省 GDP 及同比增速.....	12
图 23: 甘肃省内分地区 GDP 收入及人口数量.....	12
图 24: 2022 年预计省内竞争格局.....	13
图 25: 预计金徽酒在省内市占率历年表现.....	13
图 26: 预计 2022 年省内 100 元以下价位段竞争格局.....	15
图 27: 预计 2022 年省内 100-300 元价位段竞争格局	15
图 28: 预计 2022 年省内 300-800 元竞争格局	15
图 29: 预计 2022 年省内 800 元+竞争格局	15
图 30: 2022 年竞品对比渠道利润率表现.....	16
图 31: 各产品系列近几年的增速情况.....	16
图 32: 金徽酒正能量宣传.....	17
图 33: 金徽酒省内品牌/公益活动	17
图 34: 甘肃“一核三带”区域发展格局	19
图 35: 兰州市产业表现.....	19
图 36: 河西走廊产业表现 (武威市为例)	19
图 37: 陇东南区域的产业表现 (陇南市为例)	19
图 38: 预计 2022 年甘肃各区域白酒市场份额占比 (%)	20
图 39: 公司分区域的销售市占率表现 (%)	20
图 40: 销售费用率表现.....	23
图 41: 销售费用率细项拆分.....	23
图 42: 历年管理费用率表现.....	23

图 43: 管理费用率细项拆分.....	23
表 1: 浓香型白酒酿造方式对比.....	6
表 2: 金徽酒上市以来产能变化 (单位: 千升)	6
表 3: 金徽酒渠道模式的演变.....	10
表 4: 兰州白酒规模/人口/人均白酒支出与全国的对比	13
表 5: 省内分价格带竞争表现.....	14
表 6: 公司管理层一览.....	16
表 7: 金徽酒与西凤酒在宝鸡市耕耘的主要不同.....	21
表 8: 环甘肃的市场推进动作.....	21
表 9: 华东/北方市场的开拓进展	22
表 10: 公司收入拆分.....	22
表 11: 可比公司估值表 (截至 20240421, 仅金徽酒已披露 23 年报)	24

1. 前言

金徽酒 2023 年年报披露，公司实现营业收入 25 亿，达成年初既定目标，省内市占率保持第一地位（22-23 年增速超过省内地产竞争对手，23 年销售额超过红川+滨河）。产品端，300 元产品销售额初具规模、300 元以下产品底盘稳固；分区域看，省内陇东南市占率提升、兰州和河西地区持续渗透，省外增长来源于持续品牌投入和消费培育，而不仅仅是汇量式增长，全国市场亦已经构建起华东分公司、北方分公司，环甘肃氛围逐步浓厚。未来几年公司将持续向西北第一品牌的地位奋进，2026 年总体销售额目标先进入 50 亿阵营。

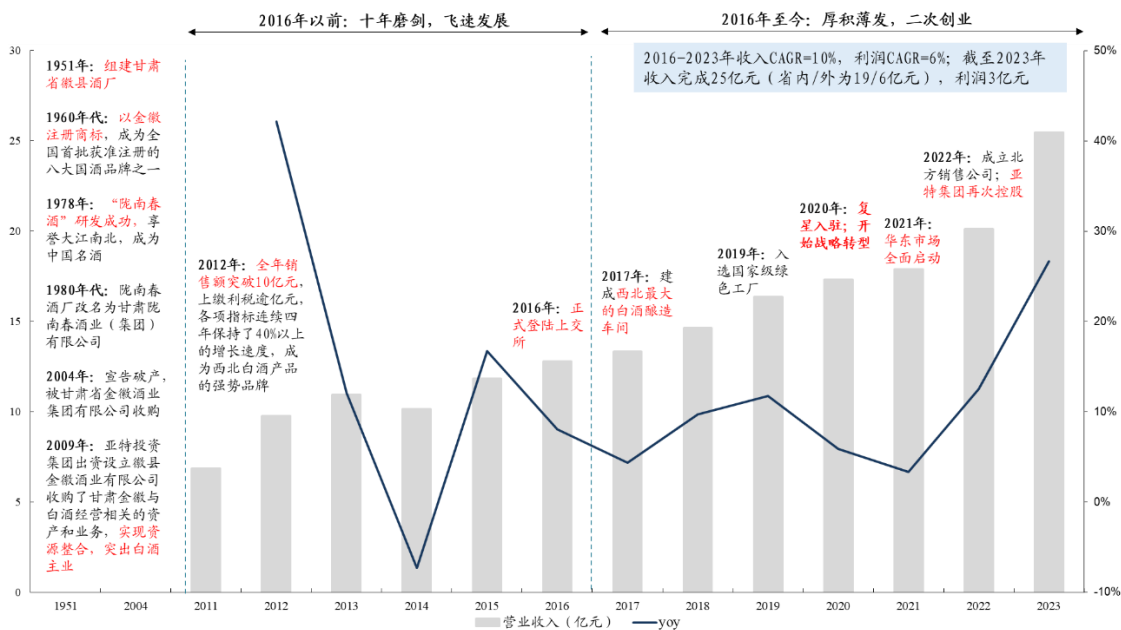
本篇更新报告我们将着重于几个问题：1、拉长时间看公司这几年的蜕变，发生了什么积极的变化？2、省内市占率提升空间？3、省外扩张的战略思考和实现路径。

2. 蜕变之路稳步前行，运营体系不断完善

2.1. 发展：二次创业开新局，品质始终如一

金徽酒品牌历史悠久，二次创业迈入新征程。金徽酒源自西汉，1951 年甘肃省徽县酒厂组建，即甘肃陇南春酒厂前身，2004 年被甘肃省金徽酒业集团有限公司收购。转折点在 2016 年，公司正式登陆上交所，随后开启“二次创业”征程；第二次转折在 2020 年，复星集团入主金徽酒，公司营销模式也逐步开始转型。2022 年复星集团退出，亚特投资集团再次控股，截至 2023 年公司实现营收 25 亿元（16-23 年 CAGR=10%）。

图1：金徽酒发展历程及销售表现



数据来源：iFinD、公司官网、东吴证券研究所

匠心工艺，产能保障，塑造差异化浓香风味。1) 金徽酒厂址地处秦岭南麓、嘉陵江畔，气候湿润，为微生物提供了最佳生存环境；公司继承了原“永盛源”、“万盛魁”等烧酒作坊遗留的已有百年历史的老窖池及窖泥，以及 50 余具明清时期以来遗留下来保存完好的国槐酒海。在发酵过程中，采用独特的“三低”工艺（低温入窖、低温发酵、低温馏酒）让口感更加绵柔甜润、“三长”工艺（窖龄年份长、发酵周期长、储酒时间长）成就了金徽酒“只有窖香，没有泥味”的风格，塑造独树一帜的浓香风味。2) 上市以来公司积极扩产，加上数字化生产与管理保障产品品质，截至 2023 年公司设计产能 3.5 万吨，原酒实际产能 1.9 万吨。

图2：酒厂地理位置



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

图3：公司数字化生产与管理



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

表1：浓香型白酒酿造方式对比

白酒品牌	金徽酒	五粮春	洋河	古井贡酒
产地	甘肃	四川	江苏	安徽
酿造方式	三低工艺	坑窖出池	三低工艺	泥窖发酵、混蒸续楂、老五甑操作
发酵周期	90-180 天	70-140 天	180 天左右	60-180 天左右
制曲温度	15℃左右	30-35℃	28-32℃	25℃左右
发酵容器	酒海	老窖池	老窖池	老窖池

数据来源：公司官网、东吴证券研究所

表2：金徽酒上市以来产能变化（单位：千升）

	设计产能	实际产能
2016 年	30,000	18,311
2017 年	30,000	15,029
2018 年	30,000	15,817
2019 年	30,000	15,854
2020 年	30,000	14,499
2021 年	30,000	13,849
2022 年	35,000	16,016
2023 年	35,000	19,042

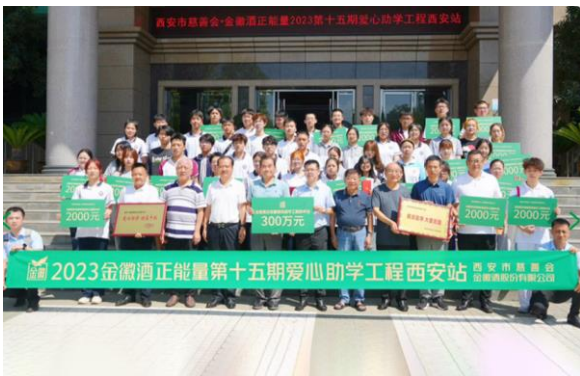
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

2.2. 多维度积极变革，凝聚内外向心力

2.2.1. 品牌建设，久久为功

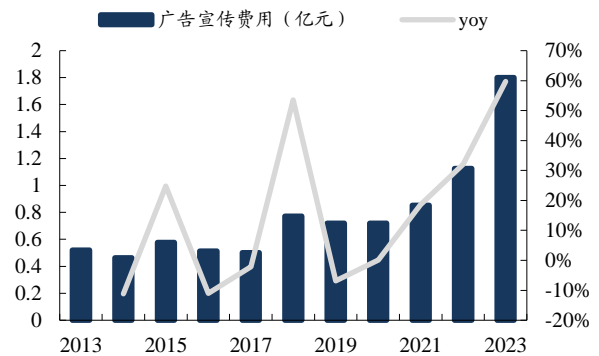
持续强化正能量品牌形象，积极打开省外知名度。正能量是文化金徽的核心，也是金徽酒的品牌形象。1) **社会责任强化品牌力**：金徽酒创立金徽正能量公益基金会，数年来持续开展爱心公益助学活动，助力广大学子圆梦大学，成为金徽酒具有标志性的品牌公益活动，在消费者心中营造热心公益的品牌形象；2) **品牌营销积极**：公司开展品牌体验活动（如樱花节赏樱之旅、探秘金徽之旅等），结合“天水麻辣烫”的火爆配合文旅加大幅度的宣传；同时在西北和华东数十个重点城市高铁站和机场大规模投放广告，冠名高铁站列，增强在全国的知名度。

图4：公司爱心助学活动



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

图5：公司广告费用投放



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

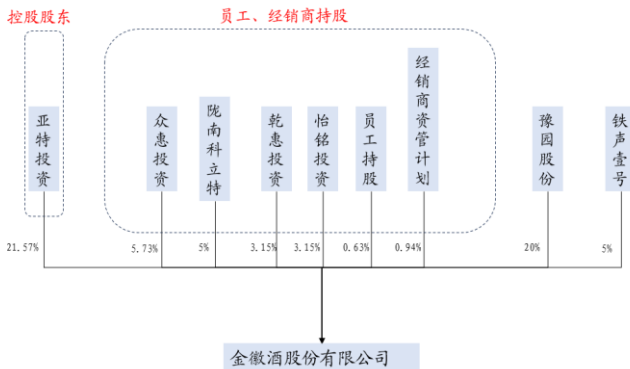
2.2.2. 团队打造，持续精进

实施全员竞聘上岗，通过机制和文化打造团队。1) 人才引进方面，强化外部校园招聘，从过去更多从本地学校招生，随着持续品牌塑造，延申到吸引 985/211 人才，2015 年本科及以上学历员工占比 15%，2023 年占比 28%，高学历员工占比不断增加。2) 考核上，公司坚信要人尽其才，2019-2020 年战略转型以来，将全员考核推行开，高管两年内要完成既定目标考核，中层每半年进行考核并排名，不断完善考核晋升-淘汰机制，机制灵活度充分提升。3) 员工福利上，包吃住，薪酬有竞争力（在甘肃属于上等水平），核心人员还有股权激励和分红，满足员工基础生活保障，增强员工的归属感。

省内外销售架构明细，事业部精准细分。公司 19 年起将省内分为三个事业部—年份事业部、柔和事业部、星级事业部，销售人员稳步提升，省内做实，把不同档次不同价位产品运营区分开，更精准运营。2021 年依托复星在华东市场的资源，成立上海销售公司和江苏分公司 进军华东市场；2022 年成立金徽酒北方（内蒙古）品牌运营有限公

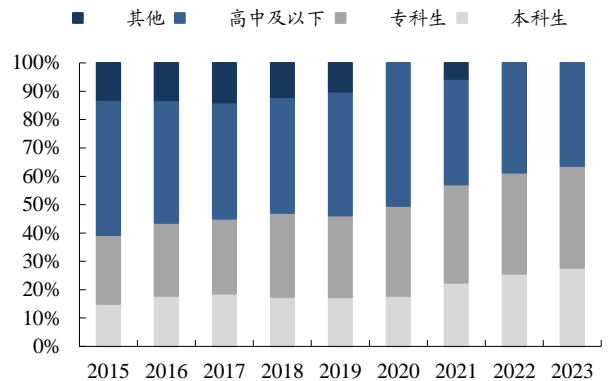
司，进一步开拓北方市场。

图6: 公司股权结构灵活 (截至 2024Q1)



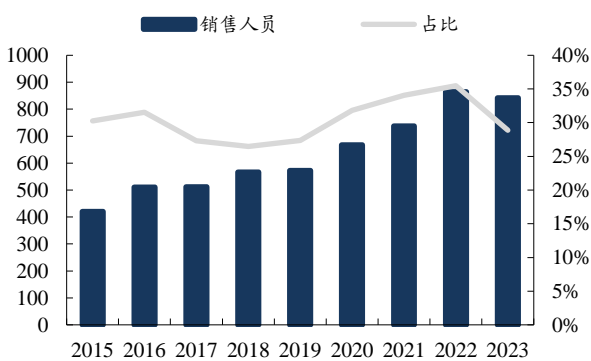
数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图7: 公司员工学历构成



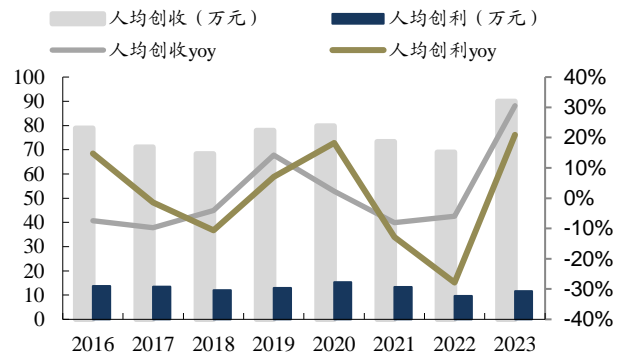
数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图8: 公司销售人员稳步增加



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图9: 公司人均创收/人均创利及增速



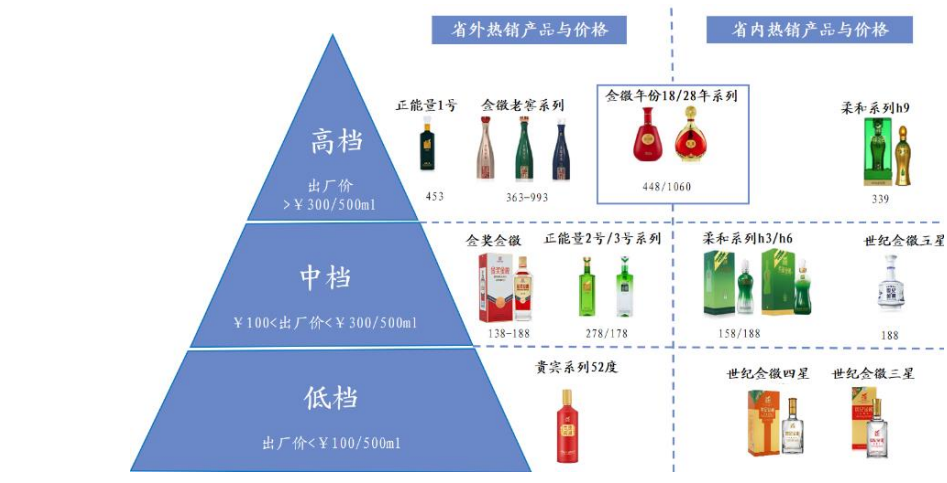
数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

2.2.3. 产品矩阵构筑完善，结构升级应趋势

成功打造产品“金字塔”，百元产品占比超60%。当前省内100-200价位段逐渐成为主流价格带，省外尤其是像在华东区域，公司主要投放高价位段的金徽老窖系列，也已逐步建立消费者品牌认知；同时公司为扩大在省内外高端酒的销售知名度，2023年起加大力度在品鉴、赠酒投放，销量有较大幅度的提升。综合来看，2016年百元以上产品收入占比26%，2023年百元以上占比67%（收入增速CAGR=14%）。

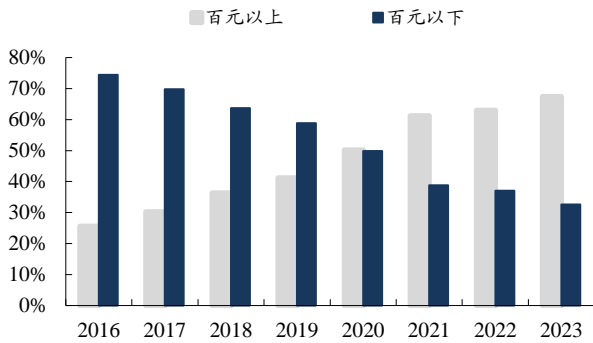
23年年报披露重划分，300元以上已成规模。公司产品结构不断升级，以金徽18/28年作为高端主要抓手，打造品牌力和价格站位，并带动低纬度产品放量。过去年报披露划分将出厂价百元以上产品划分高档产品，2023年年报将300元以上价位段的销售单独划分，公司2023年出厂价300元以上的产品收入4亿，同比+37%，保持高速增长，收入占比达到16%。

图10: 金徽酒产品矩阵及终端销售价格 (元)



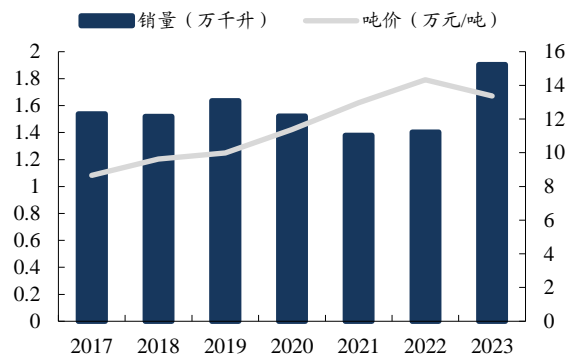
数据来源: 公司公告、京东、东吴证券研究所

图11: 2016-2023 年公司产品结构变化



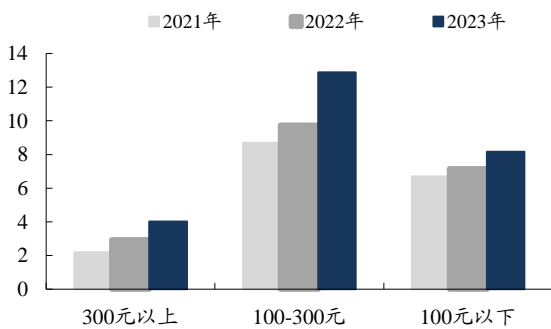
数据来源: iFinD、东吴证券研究所

图12: 2017-2023 年公司销量及吨价变化



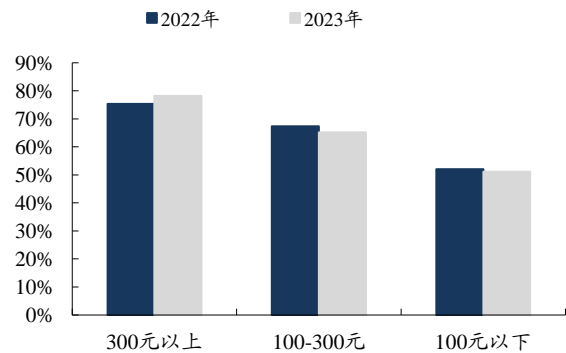
数据来源: iFinD、东吴证券研究所

图13: 年报披露营业入口径变更 (亿元)



数据来源: iFinD、东吴证券研究所

图14: 分价位段公司产品毛利率表现 (%)



数据来源: iFinD、东吴证券研究所

2.2.4. “深度分销+大客户运营”双轮驱动，渠道精耕细化

“千网工程”布局，金网工程升级，渠道渐进精细。2009年公司以“千网工程”模式为抓手，占据县级市场的优质渠道和优质门店，2013年渠道模式升级为“金网工程”，省内进一步下沉到村镇级市场，环甘肃市场陆续渗透，积极开展品鉴/赠饮等活动，业务人员定时定点维系客情，渠道更加精细化。

二次创业确立“深度分销+大客户运营”模式，双轮驱动。随着产品结构持续提升，原有分销模式在省内外适用度不够，2020年公司正式提出“深度分销+大客户运营”的双轮驱动，全面升级营销体系，内部推行事业部机制，增加大客户运营部门，在原有深度分销的基础上，通过专人专项去辅助经销商和门店开发商务资源，高管齐上阵辅助推进业务。配合公司模式的变动，销售人员从2015年的420名增加至2023年的842名。

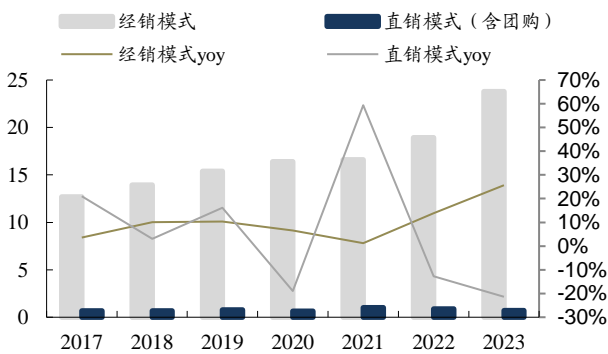
表3: 金徽酒渠道模式的演变

	年份	模式	优点
千网工程	2009	以县为单位，筛选出占据县销售额60%-70%的烟酒店，门店规范执行合同，公司对门店及经销商给予奖励	掌握了最优质的渠道资源，加大了终端掌控力度
金网工程	2013	下沉到村镇级市场，在部分酒店终端举办免费品尝活动，业务人员定期定点维护活动和客情	将销售网络辐射至甘肃、青海、陕西等市场
深度分销+大客户运营	2020	除了深度分销，公司增加大客户运营专员去重点开发和对接商务资源	适应高价位产品的销售，持续推进消费升级

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

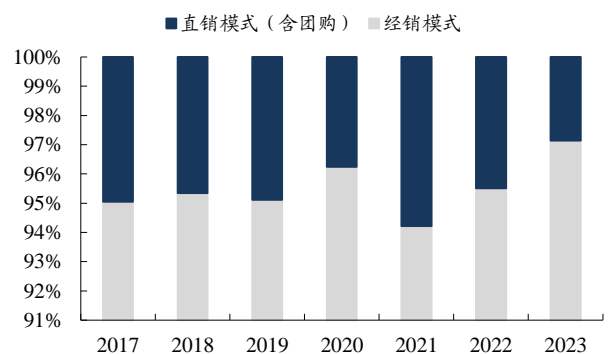
厂商一体化关系扎实，C端置顶消费者培育。1)公司自二次创业以来“立足甘肃、发展西北、有序推进、重点突破”的区域发展策略逐步清晰，对于经销商也有自身的规划：省内大部分以老商为主，单商贡献收入高，2019年公司亦引入优质经销商作为公司股东，厂商关系更紧密；省外逐步开发，数量从2021年起超过省内，并实现快速增长。2)此外，公司每年积极开展“名酒进名企、金徽宴品鉴会、樱花春酿回厂游”等主题活动，将C端置顶做好消费者的精准运营，通过BC联动、精细化渠道管理，充分夯实各市场基础。

图15: 分渠道销售收入及同比增速(亿元)



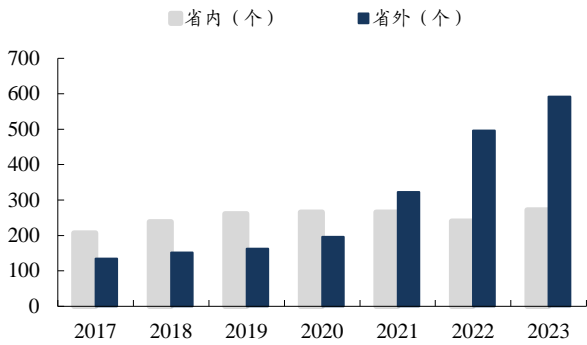
数据来源：iFinD、东吴证券研究所

图16: 收入分渠道结构



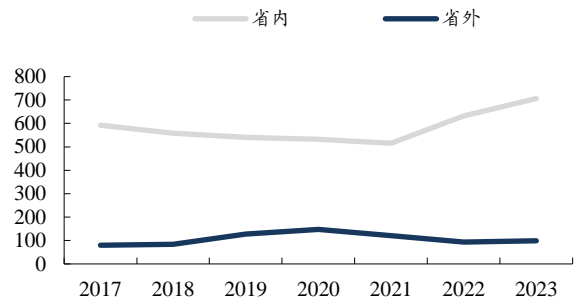
数据来源：iFinD、东吴证券研究所

图17: 公司省内外经销商数量



数据来源: iFinD、东吴证券研究所

图18: 省内/外单个经销商贡献销售额 (万元)



数据来源: iFinD、东吴证券研究所

通过电商+直播拓宽销售渠道，线上营销提速。金徽酒视频号运营日臻完善，除系列宣传片外还聚焦优秀员工故事，使品牌富有人情味，点赞量领跑竞品的视频号。品牌抖音账号与天猫、京东、拼多多旗舰店相辅相成，线上引流消费渠道顺畅。双十一期间公司电商全面开展“线上直播双11全国路演”，在线观看每小时段600多人，直播小时榜排名第1。公司通过线上反哺线下，线下拉升线上，不断刷新和提升品牌形象，通过系列创新赋能金徽酒营销新生态。2023年电商渠道实现收入0.6亿元，同比+128%。

图19: 双十一天猫平台线上直播



数据来源: 金徽酒官方公众号、东吴证券研究所

图20: 公司线上“双十一”活动



数据来源: 金徽酒官方公众号、东吴证券研究所

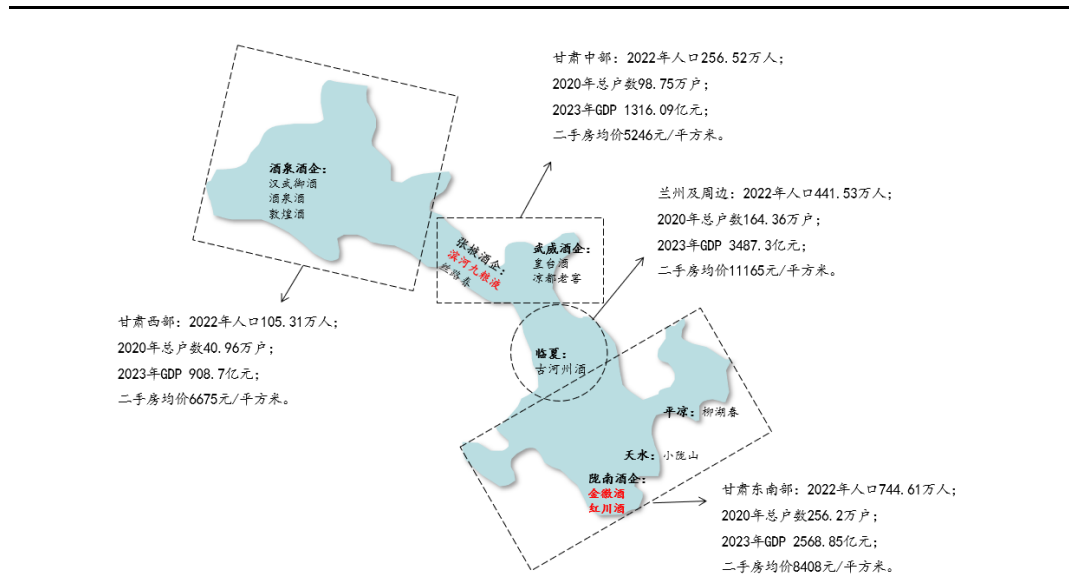
3. 根据地市场：纵深突破，市占率稳升

3.1. 省内白酒小市场，稳健扩容

省内白酒规模约80亿元，各地市发展不均。甘肃省位于我国西北部，人口相对华东区域稀疏，人均可支配收入在全国各省中较低水平，截至2022年全省白酒规模接近80亿元。分区域看，兰州市白酒规模约为15-20亿元，但由于省内是从西北至东南方向

延伸的狭长分布，较难形成以省会为中心的辐射效应，兰州名酒表现较好，其它区域在地方政策扶持下更多呈现的是地产酒和名酒分庭抗礼的现象。

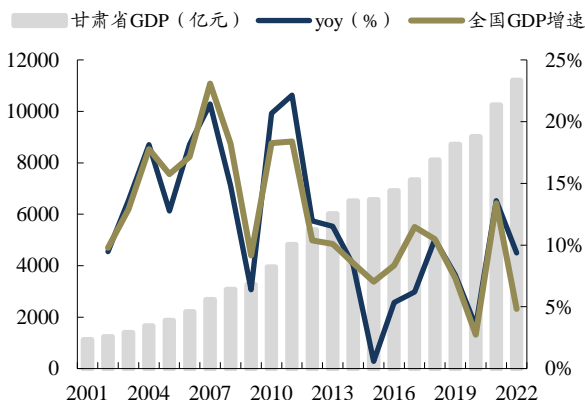
图21: 甘肃省内区域发展现状



数据来源: ifind、东吴证券研究所

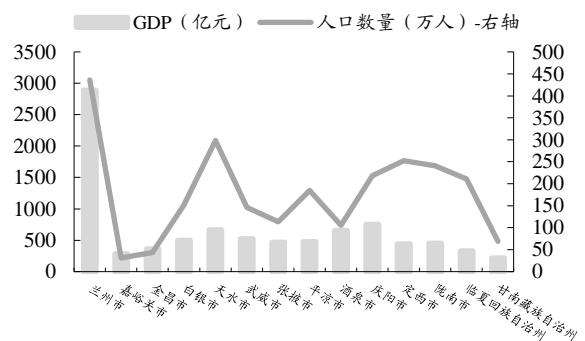
人口流入+基建规划前行，未来省内白酒消费扩容增速有望超全国平均。甘肃素有酿酒传统，饮酒氛围较浓，对标省会城市与全国平均的人均白酒支出表现，我们预计从2017-2022年兰州人均白酒支出CAGR为3.3%，低于华东重点城市，比全国平均更高；同时，纵观人口及经济表现，兰州人口保持持续流入，人口增速略低于合肥，较南京和全国平均增速更高。此前甘肃省出台《甘肃省国土空间规划（2021-2035年）》提出要将全省打造成为国家西部生态安全屏障、国内大循环的重要支撑点和国内国际双循环的重要链接点、西部地区创新驱动发展新高地、国家文化强省和旅游大省，未来我们预计随着人口流入、基建发展及人均消费提升，省内白酒消费规模及人均白酒支出增速有望快于全国，逐步扩容。

图22: 甘肃省 GDP 及同比增速



数据来源: wind、东吴证券研究所

图23: 甘肃省内分地区 GDP 收入及人口数量



数据来源: wind、东吴证券研究所

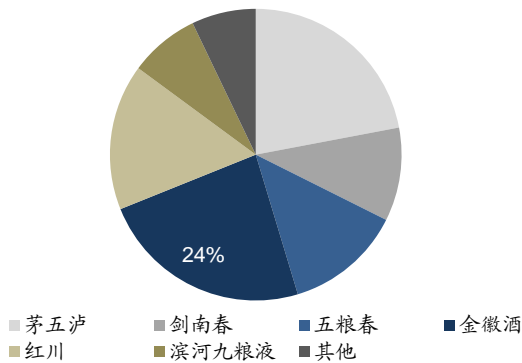
表4: 兰州白酒规模/人口/人均白酒支出与全国的对比

省份	省会	白酒规模 (亿元)			人口 (万人)			人均白酒支出 (元/人/年)		
		2017年	2022年	CAGR	2017年	2022年	CAGR	2017年	2022年	CAGR
甘肃	兰州	12	16	6.8%	373	442	3.4%	308	362	3.3%
安徽	合肥	50	75	8.4%	797	963	3.9%	628	778	4.4%
江苏	南京	65	90	6.7%	834	949	2.6%	780	948	4.0%
	全国	5654	6627	7-9%	140,011	141175	0.2%	404	469	3.1%

数据来源: wind、东吴证券研究所 (规上企业白酒收入规模每年口径有调整, 此处预估规模 CAGR 为 7-9%)

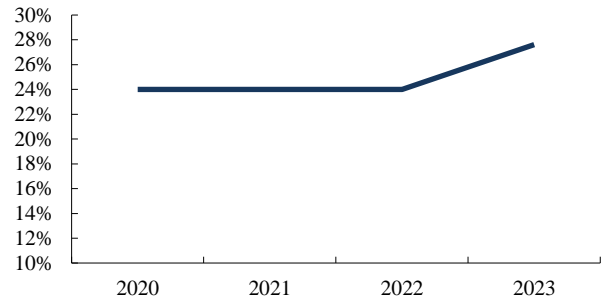
“广撒网、精触达、分圈层”, 公司 23 年省内市占率第一, 约 30%。随着近几年白酒容量逐步扩容, 金徽酒受益于消费升级和持续精耕实现快速且稳健的发展, 龙头地位稳固, 2023 年公司在省内白酒销售额超过 20 亿元, 在省内市占率接近 30%, 销售规模超越红川和滨河九粮液。

图24: 2022年预计省内竞争格局



数据来源: 微酒、东吴证券研究所

图25: 预计金徽酒在省内市占率历年表现



数据来源: ifind、微酒、东吴证券研究所

3.2. 分价格带看空间: 年份系列渗透高端, 柔和系列快速放量

复盘地产酒的发展历程, 不管是古井迎驾、还是洋河今世缘, 省内精耕运作大单品势能释放实现快速发展, 老白干持续聚焦次高端以上单品。相比之下, 市场过去认为金徽酒的产品线相对较多, (星级/柔和/正能量/年份系列预计占比约 50%/30%/10%/10%左右), 对品牌和产品所处阶段和未来成长潜力有所疑问, 近几年公司通过产品结构上移、份额稳步提升逐步打消这些疑问。

分价位带看, 金徽酒在 100 元以下、100-300 元价位带市占率较为稳固, 其中柔和系列逐步放量, 未来在 100-300 元优势有望逐步扩大; 在 300 元以上价位产品基数小但坚持重点培育, 并已实现规模逐年突破, 年份系列有望成为长期成长引擎, 渗透空间值

得期待。

表5：省内分价格带竞争表现

价格带	22年白酒规模 (亿元)	20-22年规模 CAGR	主要品牌	对应产品	批价表现 (元)
800元以上	16	9.4%	茅台	飞天茅台	2600-2650
			五粮液	普五	940
			泸州老窖	国窖1573	890
			金徽酒	金徽28年	850-900
300-800元	17	10.1%	剑南春	水晶剑	450-500
			滨河九粮液	53度九粮液	400-450
			金徽酒	金徽18年	400-450
			红川	46度锦绣陇南	350-400
100-300元	27	10.6%	洋河	天之蓝	250-300
			五粮春	50度五粮春	240-260
			金徽酒	柔和H6	240-260
			红川	46度金成州	200-220
			金徽酒	五星	140-180
			金徽酒	柔和H3	100-120
百元以下	19	7.1%	金徽酒	四星	80-100
			金徽酒	三星	50-80
			红川	金红川	50-70
			汾酒	玻汾	50-60

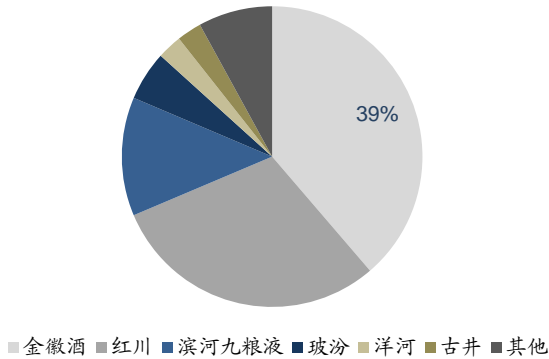
数据来源：wind、微酒、东吴证券研究所

1) 100元以下销售额占比约24%，预期小个位数扩容。2022年此价位段白酒销售额约19亿元，消费群体多为外出务工人员，因此这部分消费有较为明显的节假日走量特点，四季度或者春节期间销售占比较大。我们预计20-22年价格带保持7%左右增速扩容，当前金徽酒在百元内价格带销售额占比接近40%，市占率第一。随着省内产品结构升级，预期该价格带或保持微增的扩容态势。

2) 100-300元销售额占比34%，增速最快的价格带。目前省内宴席主流价位段逐步提升到100元左右，尤其像兰州和陇南区域因经济发展靠前，200元以上的宴席数量亦有增加。因此100-300价格带规模最大，增速最快；而金徽酒通过五星和柔和系列持续耕耘，该价位段市占率30%左右。当前100-200元仍处于承接百元内产品升级的放量阶

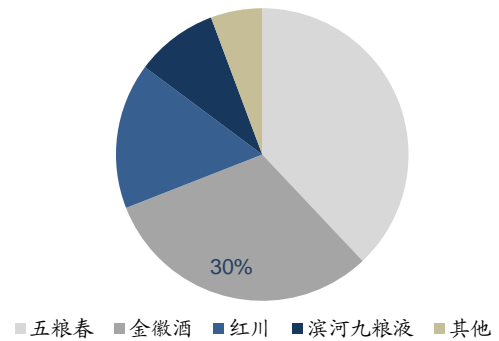
段，宴席场景较为刚需，扩容增速预期仍为最快。

图26: 预计 2022 年省内 100 元以下价位段竞争格局



数据来源：微酒、wind、东吴证券研究所

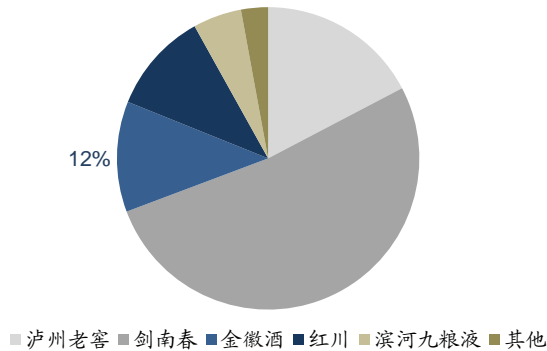
图27: 预计 2022 年省内 100-300 元价位段竞争格局



数据来源：微酒、wind、东吴证券研究所

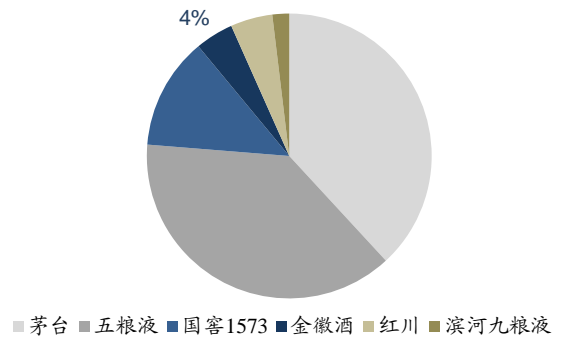
3) 300+元价位段：名优酒带动销售额增速扩张。300-800 元占比最高为剑南春、800 元以上主要是茅台、五粮液占比高。虽然金徽酒目前离剑南春和茅五的份额差距较大，但近几年随着大客户运营的市场操作稳步推进和口碑提升，市占率仍有渗透空间。

图28: 预计 2022 年省内 300-800 元竞争格局



数据来源：微酒、wind、东吴证券研究所

图29: 预计 2022 年省内 800 元+竞争格局



数据来源：微酒、wind、东吴证券研究所

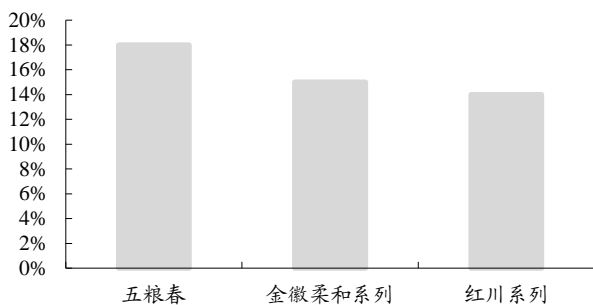
3.2.1. 300 元以下价格带竞争分析：广撒网、精触达，金徽酒优势显著

百元以内优势延续，广撒网提份额，三星四星底盘稳固。公司主要百元以内价位段为三星、四星产品，收入占公司总收入比约 35%，在省内百元以内价位段市占率超过 30%。一方面，公司通过产品结构升级和有节奏的涨价，从最早的零星-二星产品淘汰和升级到三星/四星，并把价格拉高到 50-100 元的位置；另一方面通过省内精耕，持续加强对乡镇的覆盖面，未来受益于人口流动和产品高认知度，三四星仍有望持续稳健增长，保持在 100 元以内的优势。

柔和系列快速增长，操作精触达，扩大在 100-300 元的优势。柔和系列中 H3 和 H6

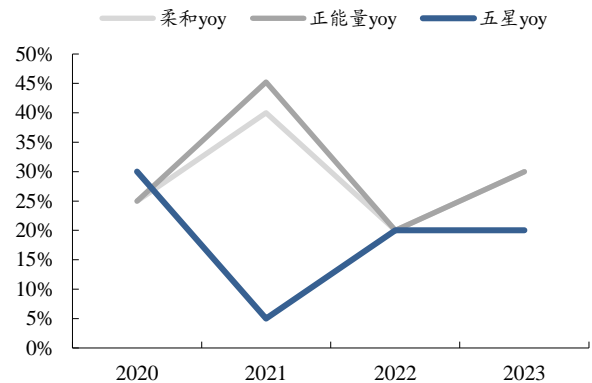
主攻 100-300 元的商务场景，公司于 22 年设立柔和事业部，专人专项针对商务团购精细化运作三款单品，23 年上线终端扫码增厚渠道和终端利润，加强后续的客情维护服务，H3 承接百元内的产品升级，放量带动柔和系列收入占总收入比重 30%左右，近几年保持 30%+的平均增速，且势能仍在持续向上。同时，五星作为星级系列的拔高产品，红瓶外观在宴席市场接受度高，公司也针对五星持续推进宴席拉动活动，使用频次提升。未来随着省内 100-300 元规模扩容，加上公司精准操作，市占率仍有向 40%提升的空间。

图30: 2022 年竞品对比渠道利润率表现



数据来源: wind、微酒、东吴证券研究所

图31: 各产品系列近几年的增速情况



数据来源: wind、微酒、东吴证券研究所

从目前竞争态势来看，公司在 100~300 元价位面临的竞争主要来自于五粮春、红川的金成州及滨河年份系列产品。在公司近几年战略转型、内部结构/人员建设持续完善之下，我们认为在省内扩张已具备 3 个相对优势，势能有望保持强劲：

1) **管理层稳定，现代化企业体系结构完善。**管理层从 2006 年接手至今未有大变动，高管稳定，年富力强，经验丰富且视野前瞻，在复星海内外宽视角的赋能之下理念和认知是日进提升。而且品牌带动影响力扩大后，公司紧抓时机持续吸纳优秀人才，薪酬梯度/奖惩制度日趋完善。

表6: 公司管理层一览

姓名	职务	出生年份	最新年薪 (万元)
周志刚	总经理	1974	285.66
廖结兵	副总经理	1979	158.01
唐云	副总经理	1974	179.27
张斌	副总经理	1983	170.84
黄小东	副总经理	1985	194.30
王宁	副总经理	1985	197.61
石少军	副总经理	1985	261.41
王永强	副总经理	1966	208.43
郑飞	副总经理	1979	176.13
谢小强	财务总监	1974	206.25
任岁强	董秘	1988	62.65

数据来源: wind、东吴证券研究所

2) 省内经销商分享成长红利，有较高忠诚度。省内经销区域划分较小，因此金徽酒对于经销商均是分产品代理，公司保证经销商利润率 10%+左右，虽在跟其它名优酒竞争中并不是最高的渠道利润水平，但公司的优势更在于保持管理层及人员架构稳定、渠道政策贯彻如一、不压库助动销、帮维系客情等，作为省内的酒类唯一一家上市公司，股权激励计划也将经销商纳入，打造合作利益共同体，整体金徽酒在省内经销商满意度最高，截至 2024Q1 省内经销商 283 名，其中超过半数以上是伴随公司成长而一起成长的十几年老商。

3) 品牌知名度持续提升，省内的广宣行动效果显著。金徽酒正能量的广告不仅持续在省外打开认知度，省内也持续以统一颜色、统一标语的门头进行持续宣传，扩大影响力；公司广宣亦一城一策，在陇东南的正能量门头投放比例高，氛围浓厚，在兰州市市场以团购渠道为主，因此在门头和广告投放相对较少。同时，公司在省内持续吸收劳动力并给予很好的生活环境，各项品牌宣传和公益活动（捐资助学等）推进，充分使用上市公司平台，企业知名度及品牌认知度进一步在提升。综合比较下，其它地产酒企的认知度更偏区域化。

图32：金徽酒正能量宣传



数据来源：搜狐网、东吴证券研究所

图33：金徽酒省内品牌/公益活动



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

3.2.2. 300 元以上价格带竞争分析：圈层培育持久战，金徽 18/28 年渗透进行时

从竞争格局来看，全国性名优酒品牌更多在次高端及以上占据较大的市场份额，与当地地产酒过去产品结构较低、未及时向上培育高端价格产品有关。当前主要省外名酒的竞争来自于五粮春（实际成交 240-260 元左右）和剑南春（实际成交 400 元+），我们认为金徽酒在省内已有持续品牌释放、强基固本的能力。

参考其它省份，地产酒龙头长期发展的前提是筑牢大本营市场根基。地产酒企保持品质优势、本地人员优势、渠道/终端信心优势的情况下，大单品系列势能释放，将省内强势根基打牢，一定程度可缓冲/阻碍省外名品牌带来的竞争：

1) 山西: 汾酒在省内的市占率超过 80%以上, 借力国企改革推动内部管理升级、品质优势保证、青花系列“拔中高控低端”推动结构不断上行、渠道分类运作、优选终端以增强渠道掌控力, 龙头势能强劲, 其它名优酒品牌在省内的竞争力较弱。

2) 安徽: 古井管理层眼光前瞻叠加团队人员数量优势&强执行力, 运用“三通工程”推进极致深度的分销模式, 达成了年份原浆系列引领省内消费升级、深度绑定厂家/经销商/终端, 古井市占率已提升到 30%以上, 稳居第一; 而迎驾早年在省内通过大商推金银星产品, 储备了餐饮渠道的实力, 为实现洞藏系列在省内“小区域高占有”目标, 转深度分销模式逐步推进渠道扁平化, 重视终端和团购业务推进(2017 年起建立酒店终端/商超/城市直销/会务品鉴→2020 年重心转向强化对于核心烟酒行的管控, 加强与宴席酒店的合作→2021 年开始与烟酒店签署包量合同), 洞藏系列实现放量增长和口碑提升。口子在安徽品质基础夯实, 金种子在华润进驻后逐步规范和改革, 我们预计四家徽酒公司 2023 年省内销售额市占率超过 60%, 已经形成了龙头强势&格局稳固的格局, 省外同价位段的名酒品牌在徽酒市场竞争需要耗费较大的成本。

3) 江苏: 今世缘品质始终如一, 适应江苏的经济发展和人均消费表现, 战略主打国缘四开产品, 将公司的产品结构提升到次高端为主; 通过商务团购渠道和抓核心意见领袖, 叠加高渠道利润, 四开实现在苏北和南京的放量, 渠道/终端信心持续提升, 共推四开势能释放。近两年四开利用优秀的口碑逐步向苏中/苏南区域及省外点状市场渗透, 同时顺应消费升级和填补空白, V 系列向上承接、淡雅填补过去的终端空白, 将四开的口碑向上向下放大, 2023 年报表成功做上百亿, 2025 年向 150 亿销售额目标进发。

4) 地产酒较弱的省份像河南、山东等, 白酒市场容量大, 但当地缺乏较为强势的龙头地产酒企, 大部分地产酒企存在产品结构综合较低、品牌效应不集中(条码多)、扩张期品质不太稳定、依赖渠道、较少做消费者培育等问题, 因此受到外来名优酒品牌的强竞争。

纵观甘肃区域特点, 借鉴外省名优地产酒企的做法, 当地地产酒可攻可守。1) 防守性在于: 甘肃各区域之间相隔较远, 当地区域酒通过自身的口碑精耕细作和品牌宣传, 具备发展空间, 区域内相对易守难攻; 同时甘肃属于白酒小市场, 随着近两年人员流入、省内跨区流动增强(17-22 年人口 CAGR=3.4%, 仅低于合肥, 远高于全国平均), 地产酒也更具口碑培育、消费群体接受的优势。**2) 进攻性基于:** 金徽酒综合市占率已第一, 公司截至 2023 年有销售人员 842 人, 其中约一半在省内, 高于地产酒竞品的人员投放。此外, 金徽酒业已形成了年份引领、100-300 元放量的产品矩阵, 柔和系列既有明确的产品升级路径, 近几年也保持快速的增长, 公司专人专项持续运作商务团购场景, 处于正起势的阶段; 同时向上看, 对于年份系列, 公司单独成立了事业部和配套了人员, 贯彻大客户运营的思路, 在企业团购、品鉴场次、高端赛事、宴席赠酒等各个方面加大投入力度, 同时充分提升终端的开发和效率, 加强客情服务, 重视终端推力, 预计金徽 18 销售额在次高端价位市占率 12%左右(剑南春约 50%、泸州特曲 10%+, 参考图 28),

当前已在兰州事业单位/部分宴席积累一定口碑，仍有较大渗透空间。

3.3. 分区域看空间：省内区域发展分化，一市一策逐步提升市占率

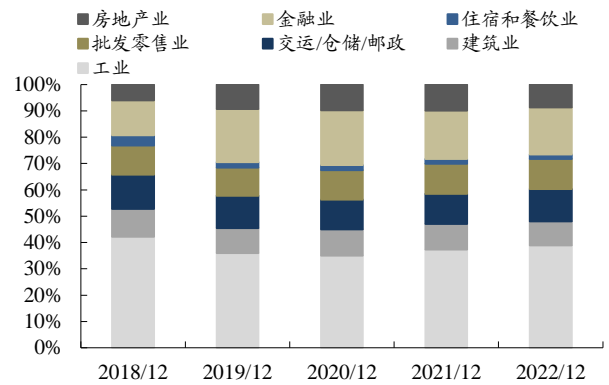
按照《甘肃省国土空间规划（2021-2035年）》来看，甘肃整体发展趋向于建设“一核三带”区域发展格局。目前看，河西走廊区域更多以重工业生产为主、兰州及周边区域主要以能化产业/制造装备产业驱动、陇东南区域主要以旅游产业/资源型产业为主，经济发展侧重点略有不同。

图34：甘肃“一核三带”区域发展格局



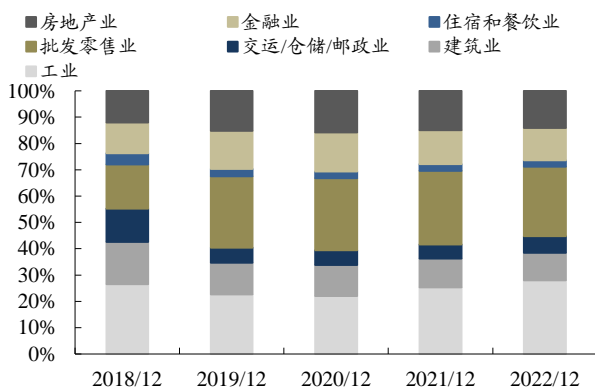
数据来源：搜狐网、东吴证券研究所

图35：兰州市产业表现



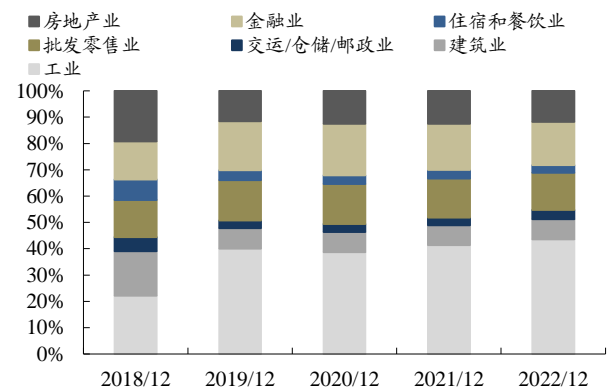
数据来源：ifind、东吴证券研究所

图36：河西走廊产业表现（武威市为例）



数据来源：ifind、东吴证券研究所

图37：陇东南区域的产业表现（陇南市为例）



数据来源：ifind、东吴证券研究所

公司聚焦资源，精准营销，深度掌控。公司在厂商 1+1 深度分销的基础上，增加大客户运营进行联动，厂家协助终端进行大客户运营，既增强了厂商的主导作用，又辅助经销商和终端持续推进销售，渠道进一步放大。同时积极营造消费氛围，一方面费用结

构调整，将B端部分露出费用调整向C端倾斜，增加扫码红包等形式，带动动销，另一方面，适当调整价格表现，控盘分利，维持经销商的拉力。

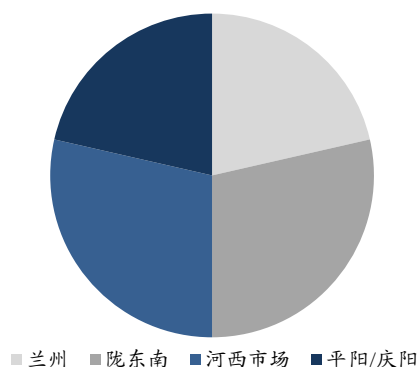
1) 陇东南市占率高，引领升级。陇东南白酒市场份额预计超过20亿元，我们预计公司综合市占率超过30%，份额逐年提升。根据公司反馈，目前金徽酒在陇南市约60%，天水市超过40%，基地市场稳固。陇南市当地有两家百亿市值的上市公司（金徽酒和金徽股份），就业人口有保障，消费水平稳提升，公司配合用星级和柔和持续做结构提升，提价在本地市场也比较容易传导，宴席从过去三四星为主逐步提升到柔和H3或者五星，通过产品升级带动规模扩大。

2) 中部区域竞争激烈，势能带动。甘肃中部区域（包括庆阳/平凉）市场规模10-20亿元左右，竞争较为激烈，公司当前市占率10%+。庆阳/平凉向南接壤天水、陕西宝鸡，均是公司产品势能较好的区域，规模扩大之下有较好的带动效应。

3) 打造兰州高地市场，辐射周边。兰州市经济发展居前，交通便利，整体白酒份额在15-20亿元左右。公司持续打造“大兰州”市场，采用团购策略，门头露出较少，抓住核心意见领袖进行年份系列的饮用习惯培育和品牌认知度提升，通过酒店赠酒的形式持续营造消费氛围，公司反馈，金徽18年的酒店自带情况整体有提升，宴席口碑也在增强，我们预计2022年公司在兰州市场市占率20%+，随着口碑提升有望推升市占率。

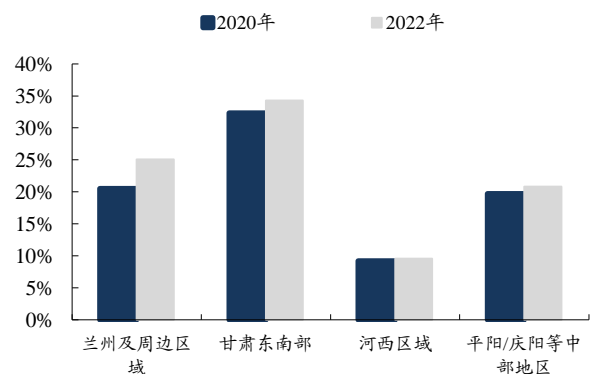
4) 河西市场空间大，逐步渗透。河西区域预计超过20亿元的白酒份额，其中河西走廊重工业集中，消费水平较高，西部区域饮酒风气较盛。近几年当地地产酒表现势头不足，公司从2018年起加大在当地区域的投入，2022年在河西地区市占率接近20%，通过经销商的精耕细作在宴席/团购分别导入星级和柔和系列，通过产品认知度配合渠道渗透获发展。

图38: 预计2022年甘肃各区域白酒市场份额占比(%)



数据来源: ifind、微酒、公司公告、东吴证券研究所

图39: 公司分区域的销售市占率表现(%)



数据来源: 公司公告、微酒、东吴证券研究所

4. 省外快增长：华东北方具雏形，团购细耕换高增

布局全国、深耕西北、重点突破。1)公司以本土市场为核心，布局环甘肃市场，西北五省（包括甘肃省）预计白酒体量共 300-400 亿元，以期将金徽打造成西北地区优势白酒品牌。2)2021 年公司成立华东销售公司，主要负责江苏/河南/山东/江西/浙江/安徽/上海等，规模预计超过白酒行业的一半。3)2022 年成立北方销售公司，负责内蒙古/河北/北京/东北地区。截至目前公司完成了“西北+华东+北方”及海南共 20 个省级市场、互联网营销的布局。

4.1. 大本营周边市场聚焦资源，精准营销

环甘肃已有样板，市场稳步推进。陕西白酒规模约 130 亿，毗邻甘肃，风俗和饮酒习惯相似，尤其宝鸡市直接毗邻陇东南区域。作为西凤酒的大本营，宝鸡市 2022 年白酒产业链产值 152 亿元（同比+28%），公司 2016-2017 年先在宝鸡试点，利用与竞品不同的产品香型、精细化运营（跟竞品不同，主要是厂商协同，厂家客情服务到位），当前宝鸡市销售额超过 5000 万元，消费者认知度较高。公司 23-24 年将持续对宝鸡市场进行产品改版和聚焦、营销转型的推动去针对性获取份额。

表7：金徽酒与西凤酒在宝鸡市耕耘的主要不同

项目	金徽酒	西凤酒
香型	浓香	凤香
宝鸡市规模	千万级（元）	十亿级（元）
营销模式	深度分销	部分大单品是经销商买断模式
重点产品价位段	100-300 元，正能量产品系列	各价位段
长期目标	布局全国、深耕西北、重点突破。2016-17 年起渗透宝鸡，当前宝鸡是环甘肃市场样板市场之一	2023 年集团实现营收 103 亿元，同比 +23%，聚焦高端化、全国化战略

数据来源：公司官网、公司公告、东吴证券研究所

表8：环甘肃的市场推进动作

省份	核心战略	推进动作
陕西		2023 年对市场全面梳理，聚焦产品、聚焦费用、聚焦重点样板区域发展，宝鸡是重点样板市场
宁夏	聚焦重点 样板市场	陕西/宁夏/内蒙一体化，以能量系列为主
青海		实施甘肃/青海/新疆一体化战略，柔和系列为主，复制甘肃打法
新疆		2024 年 4 月成立新疆事业部，确立乌鲁木齐、石河子、昌吉三个重点区域

数据来源：wind、公司公告、东吴证券研究所

4.2. 华东/北方市场持续圈层培育，打造样板

华东市场开拓三年，基本解决产品认知问题。金徽酒起初并未把华东作为省外开拓首要阵地，但是 2020-2021 年复星逐步入驻后，公司借助股东力量在东部市场进行品牌化的运作，华东市场布局提前提上议程。公司于 2021 年设立上海公司及江苏销售公司。在产品方面，公司最终确定新上市金徽老窖系列作为华东专属产品，以团购为主，主要是复星体系内的采购和企业采购（通过复星、招商来持续渗透，当前复星虽不再控股，仍保持正常合作关系），2022-2023 年年均实现五千万左右的销售额，目前在江苏/江西都有较好的反馈。展望 24 年，思路清晰，仍处于高投入、持续提升认知度、完成销售目标的阶段，预计 24-25 年能逐步迈向盈亏平衡。此外，复星在华东也有餐饮市场，团队人员持续配备后也将在华东区域市场重点突破。

北方分公司成立一年，经验丰富老将加盟。公司于 2022 年设立北方运营公司，负责在内蒙古、河北、天津、北京及东北地区的品牌运营及市场销售工作。就内蒙古而言白酒消费氛围浓厚，跟西北相似性相对较高，当地小酒厂林立，但具有全国性品牌基因的酒企较少；北方运营公司也邀请河套酒业经验丰富的高管加盟助阵，团队磨合等方面陆续推进，去年销售额约四千万，表现较好。

表9：华东/北方市场的开拓进展

	成立	2023 年销售额	主要区域	盈亏平衡
华东市场	2021 年陆续成立上海公司及江苏销售公司	6000 多万元	华东市场	预期 2025 年
北方市场	2022 年设立北方运营公司	4000 万元	内蒙古、河北、天津、北京及东北地区	预期 2026 年

数据来源：公司公告、wind、东吴证券研究所

5. 盈利预测

对于公司来说，短期收入的增长意义大于利润的增长，仍要尽快做到体量快速且良性的增长、品牌口碑持续放大。

收入端：1) 300 元以上，金徽老窖基数较小，随着团购的逐渐渗透有望实现快增，年份系列在全国范围内渗透，通过大客户开拓、培育核心意见领袖等方式亦有望快增。2) 100-300 元，柔和系列势能向上，随着省内空间开拓和消费升级，预计产品年均复合增速能有 20%以上；正能量系列在环甘肃、金徽五星渗透宴席，均有望保持稳定增长。3) 100 元以下，三星四星受益于人流量变动和口碑提升，未来三年仍有望实现年均个位数的复合增长率。整体来看，我们预期 2024-2026 年收入端实现 30.6、35.9、42.5 亿元，同比+20%/17%/18%。

表10：公司收入拆分

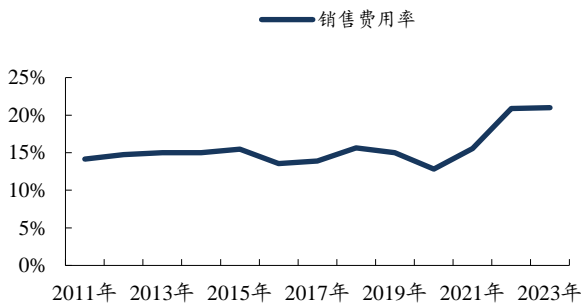
分价位段	分项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总计	营收（亿元）	20.12	25.48	30.57	35.88	42.49
	yoy		26.6%	20.0%	17.4%	18.4%
	毛利率	62.8%	62.4%	62.9%	63.3%	63.9%

300 元以上	收入 (亿元)	2.9	4.0	5.5	7.0	8.7
	yoy		37%	36%	28%	25%
	毛利率	75.3%	78.1%	80.2%	81.2%	81.6%
100-300 元	收入 (亿元)	9.7	12.9	15.9	19.1	23.6
	yoy		32%	23%	21%	24%
	毛利率	67%	65%	65%	65%	65%
100 元以下	收入 (亿元)	7.1	8.2	8.8	9.3	9.7
	yoy		14%	8%	6%	4%
	毛利率	52%	51%	49%	48%	46%
其他业务	收入	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4

数据来源: wind、东吴证券研究所

利润端: 1) 毛利率方面, 公司的产品结构持续保持提升, 但高端产品前期的培育仍然尤为重要, 我们预期毛利率保持小幅稳中有升。2) 费用率方面, 公司费用投放严格遵守前期的预算, 销售费用内部结构调整, 重点在于人员薪酬和 C 端培育费用, 随着收入快速增长, 我们预期公司销售费用率保持稳中略有降; 管理费用方面, 人员薪酬费用预计稳步增长, 整体管理费用率有望平稳表现。整体来看, 我们预期 2024-2026 年归母净利润 4.0、4.9、6.0 亿元, 同比+22%/21%/22%。

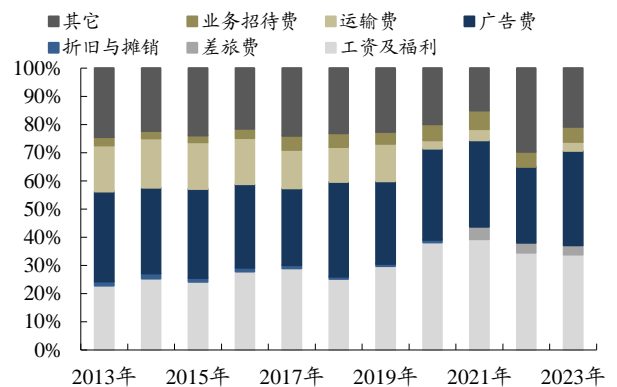
图40: 销售费用率表现



数据来源: ifind、东吴证券研究所

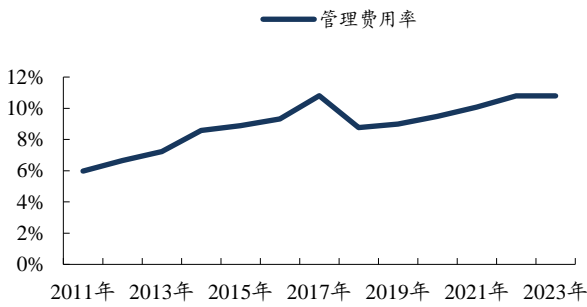
图42: 历年管理费用率表现

图41: 销售费用率细项拆分

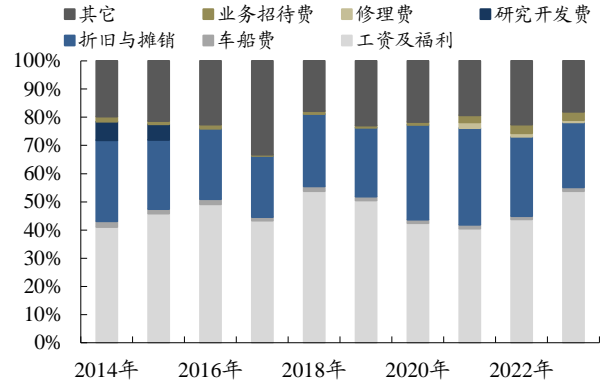


数据来源: ifind、东吴证券研究所

图43: 管理费用率细项拆分



数据来源: ifind、东吴证券研究所



数据来源: ifind、东吴证券研究所

我们选取区域酒代表企业古井贡酒、迎驾贡酒、洋河股份、今世缘、老白干、伊力特作为可比公司，可比公司 24-25 年 PE 均值分别为 18、14 倍。展望公司，公司内外变化积极，品牌认可度持续提升，收入表现稳健且有保障，随着市占率提升，业绩预期能够保持快速的增长，长期净利率成长空间较大，我们维持“买入”评级。

表11: 可比公司估值表 (截至 20240421, 仅金徽酒已披露 23 年报)

公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2022A	2023A/E	2024E	2025E	2022A	2023A/E	2024E	2025E
古井贡酒	1,143	252	31	47	59	73	36	24	19	16
迎驾贡酒	489	61	17	22	28	35	29	22	17	14
洋河股份	1,438	95	94	105	123	143	15	14	12	10
今世缘	698	56	25	31	39	47	28	22	18	15
老白干酒	164	18	7	6	8	11	23	25	20	15
伊力特	91	19	2	3	4	6	55	28	21	16
均值							31	23	18	14
金徽酒	98	19	3	3	4	5	35	30	24	20

数据来源: wind、东吴证券研究所 (老白干、伊力特采用 wind 一致预期, 其它公司采用东吴证券入库报告预测)

6. 风险提示

省内竞争加剧, 省外开拓不及预期。倘若今年名优酒企持续增加在甘肃省内的投放力度造成更为激烈竞争的环境, 省外竞争加剧影响公司的市场开拓, 预计对于公司业绩有负面影响。

经济环境持续疲软影响产品升级。消费复苏持续疲软, 省内的增长放缓, 省外市场的消费力也不够, 将对公司产品结构升级和整体收入贡献造成较大的影响。

食品安全问题。食品安全是消费品企业的红线, 倘若出现问题则对企业的品牌造成很大的负面影响。

金徽酒三大财务预测表

资产负债表 (百万元)				利润表 (百万元)					
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,739	3,167	3,661	4,268	营业总收入	2,548	3,057	3,588	4,249
货币资金及交易性金融资产	1,042	1,186	1,388	1,648	营业成本(含金融类)	957	1,134	1,315	1,534
经营性应收款项	18	21	25	29	税金及附加	375	452	533	633
存货	1,620	1,895	2,180	2,521	销售费用	535	643	753	892
合同资产	0	0	0	0	管理费用	275	329	380	448
其他流动资产	59	65	67	70	研发费用	51	61	75	93
非流动资产	1,663	1,607	1,551	1,495	财务费用	(20)	(10)	(12)	(14)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	23	31	36	42
固定资产及使用权资产	1,386	1,304	1,224	1,143	投资净收益	0	1	1	1
在建工程	2	2	3	3	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	213	227	241	256	减值损失	(1)	1	1	1
商誉	1	1	1	1	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	24	34	44	54	营业利润	397	480	580	706
其他非流动资产	38	38	38	38	营业外净收支	(17)	(14)	(14)	(14)
资产总计	4,402	4,773	5,212	5,763	利润总额	380	466	566	693
流动负债	1,029	1,204	1,391	1,605	减:所得税	57	70	85	105
短期借款及一年内到期的非流动负债	20	20	20	20	净利润	323	396	481	587
经营性应付款项	175	211	238	277	减:少数股东损益	(6)	(6)	(7)	(9)
合同负债	575	680	789	920	归属母公司净利润	329	402	488	596
其他流动负债	259	292	345	388	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.65	0.79	0.96	1.18
非流动负债	51	51	51	51	EBIT	376	438	530	648
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	500	553	647	765
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	62.44	62.91	63.34	63.90
租赁负债	10	10	10	10	归母净利率(%)	12.91	13.16	13.60	14.03
其他非流动负债	41	41	41	41	收入增长率(%)	26.64	19.98	17.38	18.44
负债合计	1,080	1,254	1,442	1,656	归母净利润增长率(%)	17.35	22.32	21.26	22.20
归属母公司股东权益	3,326	3,528	3,786	4,132					
少数股东权益	(3)	(9)	(16)	(25)					
所有者权益合计	3,323	3,519	3,770	4,107					
负债和股东权益	4,402	4,773	5,212	5,763					

现金流量表 (百万元)				重要财务与估值指标					
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	450	414	505	582	每股净资产(元)	6.56	6.96	7.46	8.15
投资活动现金流	(65)	(71)	(73)	(73)	最新发行在外股份(百万股)	507	507	507	507
筹资活动现金流	(162)	(200)	(230)	(250)	ROIC(%)	9.77	10.78	12.26	13.85
现金净增加额	223	143	202	260	ROE-摊薄(%)	9.89	11.40	12.88	14.42
折旧和摊销	124	115	116	117	资产负债率(%)	24.52	26.28	27.67	28.73
资本开支	(66)	(62)	(64)	(63)	P/E(现价&最新股本摊薄)	29.82	24.38	20.10	16.45
营运资本变动	19	(110)	(104)	(134)	P/B(现价)	2.95	2.78	2.59	2.37

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>