

金徽酒 (603919)

夙兴夜寐，陇南美酒耀西北

2024年04月22日

买入 (维持)

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

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、复星赋能拓宽视野、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市占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。

股价走势



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 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。

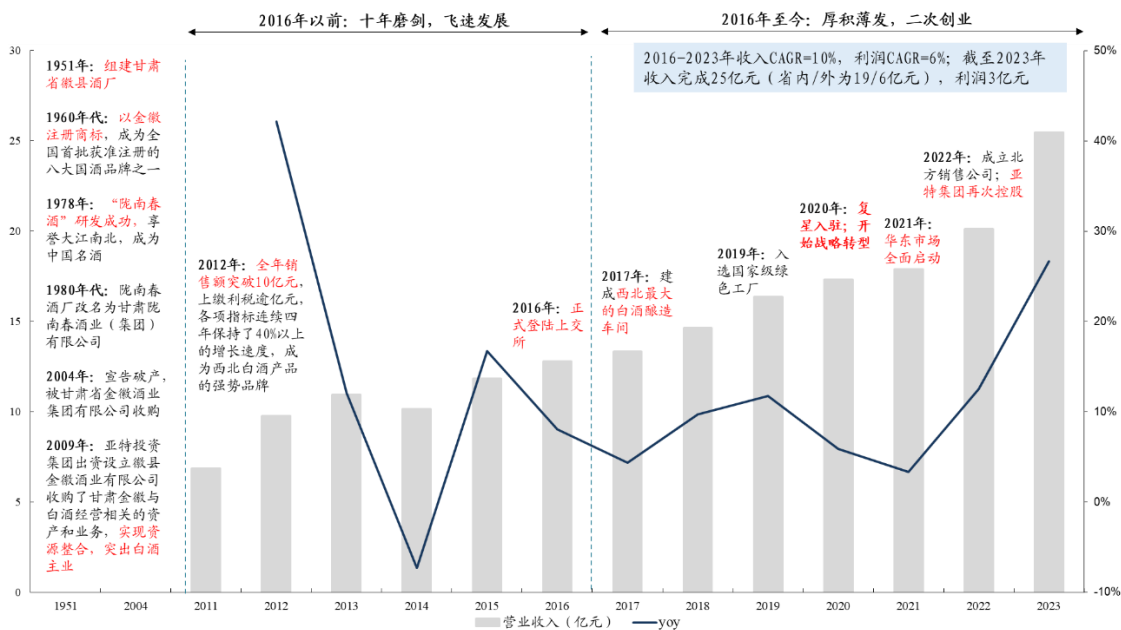
本篇更新报告我们将着重于几个问题：1、拉长时间看公司这几年的蜕变，发生了什么积极的变化？2、省内市占率提升空间？3、省外扩张的战略思考和实现路径。

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：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：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：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：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

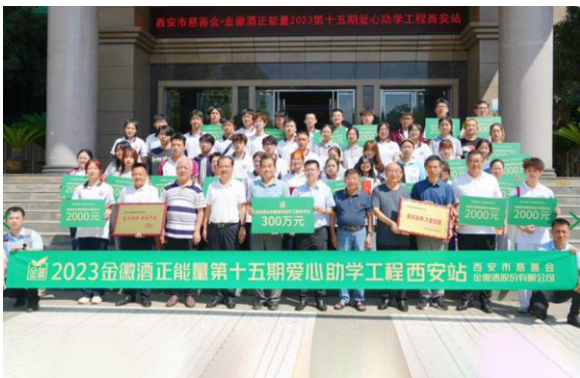
数据：公司公告、东吴证券研究所

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

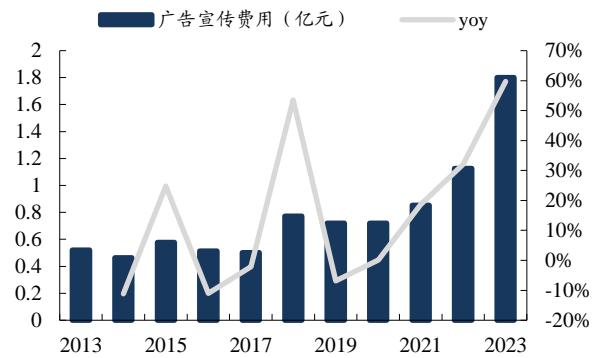
持续强化正能量品牌形象，积极打开省外知名度。正能量是文化金徽的核心，也是金徽酒的品牌形象。1) **社会责任强化品牌力**：金徽酒创立金徽正能量公益基金会，数年来持续开展爱心公益助学活动，助力广大学子圆梦大学，成为金徽酒具有标志性的品牌公益活动，在消费者心中营造热心公益的品牌形象；2) **品牌营销积极**：公司开展品牌体验活动（如樱花节赏樱之旅、探秘金徽之旅等），结合“天水麻辣烫”的火爆配合文旅加大幅度的宣传；同时在西北和华东数十个重点城市高铁站和机场大规模投放广告，冠名高铁站列，增强在全国的知名度。

图4：公司爱心助学活动



数据：公司官网、东吴证券研究所

图5：公司广告费用投放



数据：公司公告、东吴证券研究所

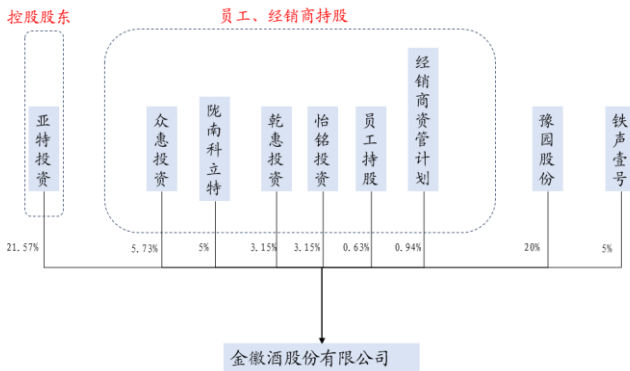
2.2.2. 团队打造，持续精进

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一年份事业部、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

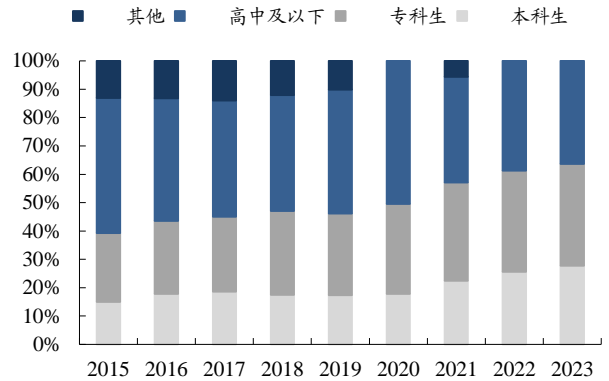
司，进一步开拓北方市场。

图6: 公司股权结构灵活 (截至 2024Q1)



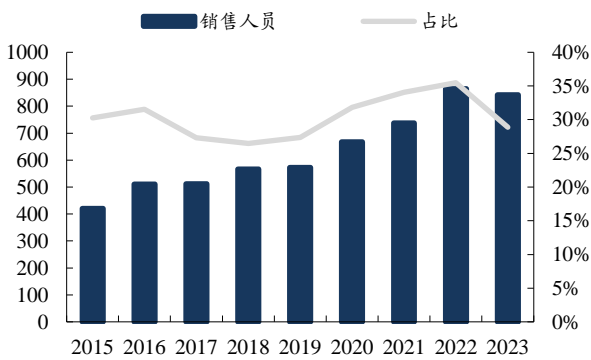
数据 : 公司公告、东吴证券研究所

图7: 公司员工学历构成



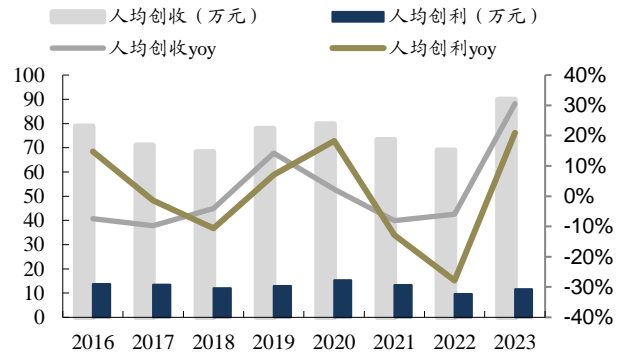
数据 : 公司公告、东吴证券研究所

图8: 公司销售人员稳步增加



数据 : 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



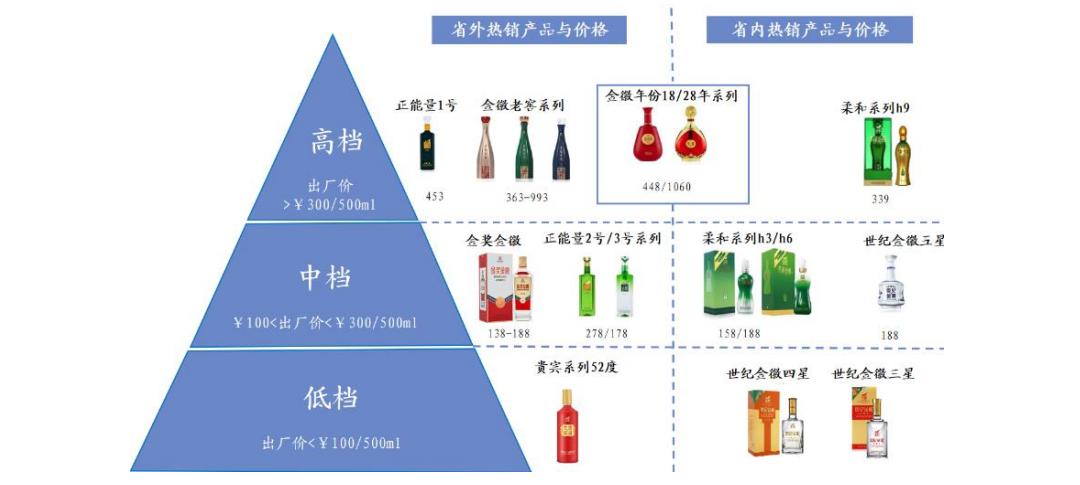
数据 : 公司公告、东吴证券研究所

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%）。

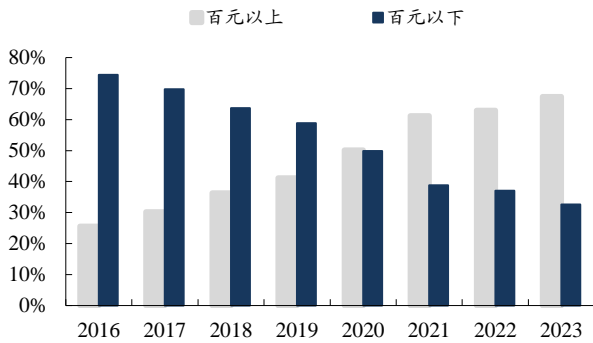
23年年报披露重划分，300元以上已成规模。公司产品结构不断升级，以金徽18/28年作为高端主要抓手，打造品牌力和价格站位，并带动低纬度产品放量。过去年报披露划分将出厂价百元以上产品划分高档产品，2023年年报将300元以上价位段的销售单独划分，公司2023年出厂价300元以上的产品收入4亿，同比+37%，保持高速增长，收入占比达到16%。

图10: 金徽酒产品矩阵及终端销售价格 (元)



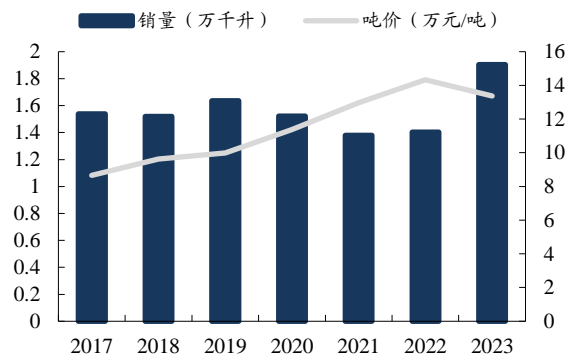
数据 : 公司公告、京东、东吴证券研究所

图11: 2016-2023 年公司产品结构变化



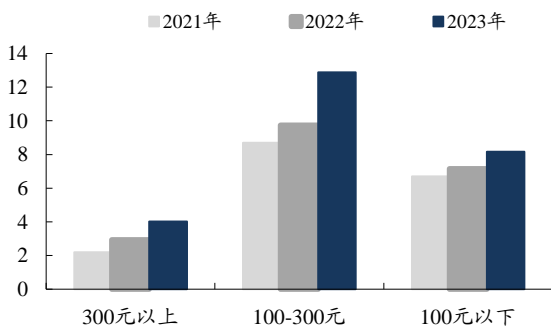
数据 : iFinD、东吴证券研究所

图12: 2017-2023 年公司销量及吨价变化



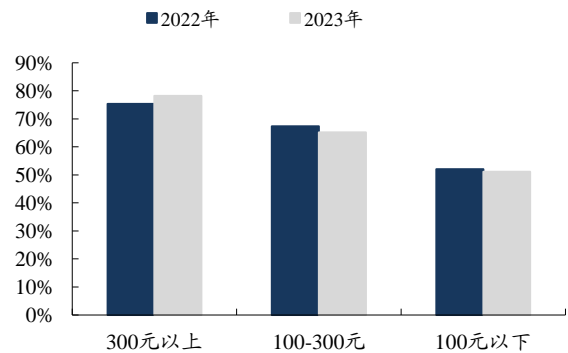
数据 : iFinD、东吴证券研究所

图13: 年报披露营业入口径变更 (亿元)



数据 : 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 : 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。

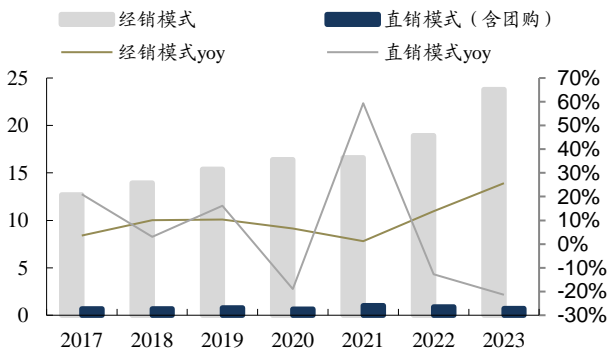
表3: 金徽酒渠道模式的演变

	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：公司公告、东吴证券研究所

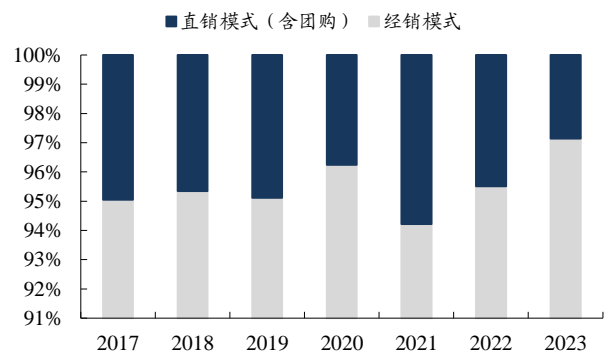
厂商一体化关系扎实，C端置顶消费者培育。1)公司自二次创业以来“立足甘肃、发展西北、有序推进、重点突破”的区域发展策略逐步清晰，对于经销商也有自身的规划：省内大部分以老商为主，单商贡献收入高，2019年公司亦引入优质经销商作为公司股东，厂商关系更紧密；省外逐步开发，数量从2021年起超过省内，并实现快速增长。2)此外，公司每年积极开展“名酒进名企、金徽宴品鉴会、樱花春酿回厂游”等主题活动，将C端置顶做好消费者的精准运营，通过BC联动、精细化渠道管理，充分夯实各市场基础。

图15: 分渠道销售收入及同比增速(亿元)



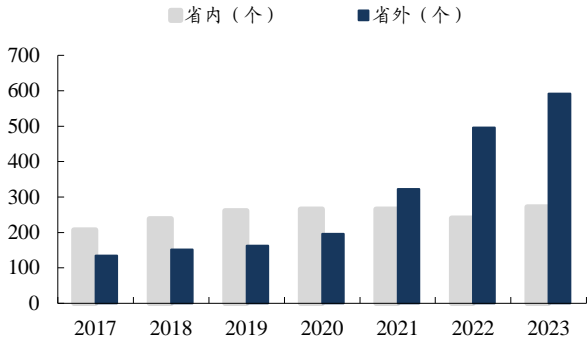
数据：iFinD、东吴证券研究所

图16: 收入分渠道结构



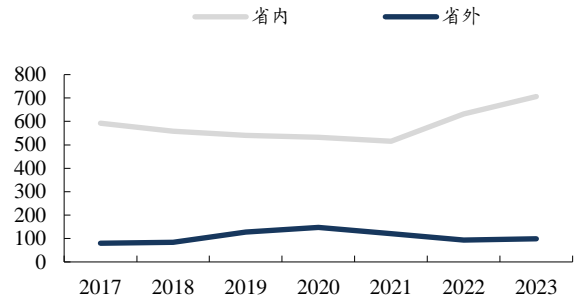
数据：iFinD、东吴证券研究所

图17: 公司省内外经销商数量



数据 : 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 : 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 : 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 : 金徽酒官方公众号、东吴证券研究所

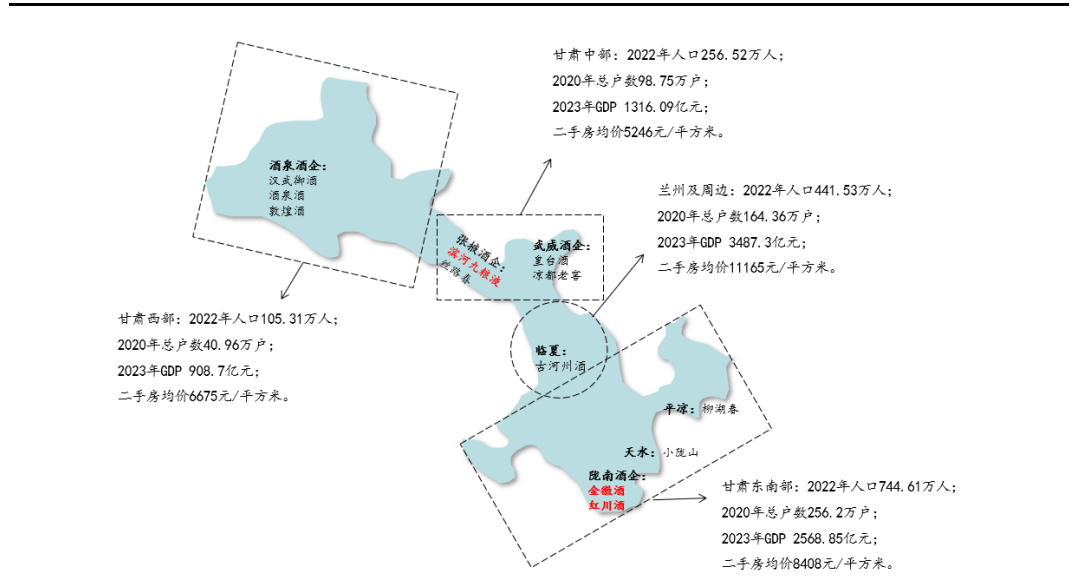
3. 根据地市场：纵深突破，市占率稳升

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。

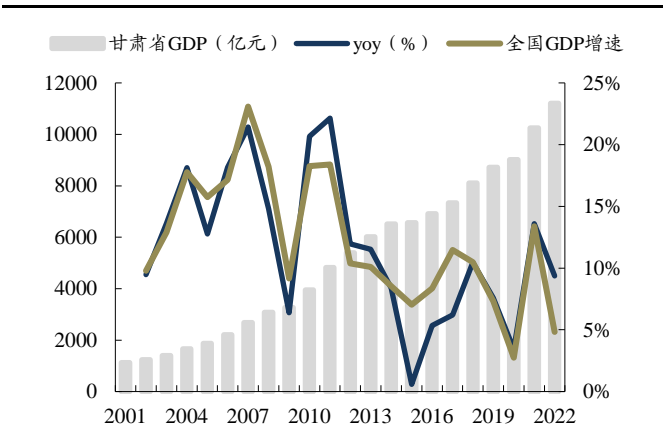
图21: 甘肃省内区域发展现状



数据 : ifind、东吴证券研究所

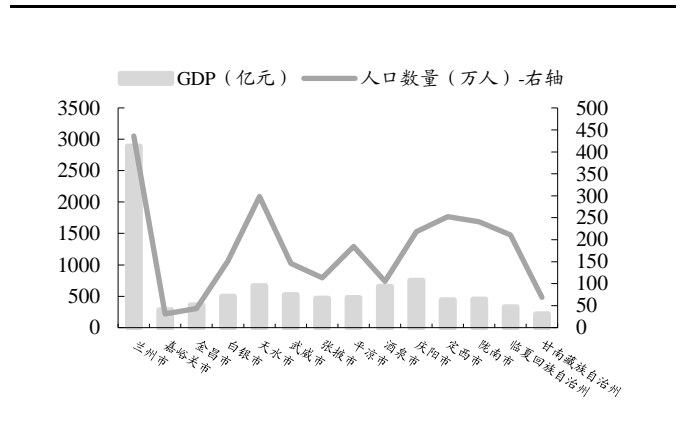
人口流入+基建规划前行，未来省内白酒消费扩容增速有望超全国平均。甘肃素有酿酒传统，饮酒氛围较浓，对标省会城市与全国平均的人均白酒支出表现，我们预计从2017-2022年兰州人均白酒支出CAGR为3.3%，低于华东重点城市，比全国平均更高；同时，纵观人口及经济表现，兰州人口保持持续流入，人口增速略低于合肥，较南京和全国平均增速更高。此前甘肃省出台《甘肃省国土空间规划（2021-2035年）》提出要将全省打造成为国家西部生态安全屏障、国内大循环的重要支撑点和国内国际双循环的重要链接点、西部地区创新驱动发展新高地、国家文化强省和旅游大省，未来我们预计随着人口流入、基建发展及人均消费提升，省内白酒消费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

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/436204114121010121>