

金徽酒(603919)

报告日期: 2020年10月20日

深度报告

行业公司研究—食品饮料—

# 二次创业加速进行时, 结构升级及渠道拓展为最大看点

## ——金徽酒深度报告

✍️ 分析师: 邱冠华 执业证书编号: S1230520010003  
☎️ 联系人: 杨骥、张潇倩  
✉️ [qiuguanhua@stocke.com.cn](mailto:qiuguanhua@stocke.com.cn)

### 报告导读

金徽酒历史源远流长, 为甘肃省内白酒龙头。近年来公司通过聚焦高端单品叠加较强渠道力进入业绩上升通道。另外, 对赌加码激励为公司超预期发展奠定基础, 产品结构加速提升, 渠道拓展或超预期为公司未来看点。

### 投资要点

#### □ 陇上独秀名酒, 复星入主有望协同发展

甘肃省呈现一超多强格局, 其中体制灵活的民营企业金徽酒为省内龙头, 据地方志记载, 金徽酒源自西汉, 盛于唐宋, 金徽酒前身为康庆坊、万盛魁等多个徽酒老作坊基础上组建的省属国营大型酒企, 曾用名甘肃陇南春酒厂, 是国内建厂最早的中华老字号白酒酿造企业之一, 今年5月复星集团的入主有望带来协同效应, 加速金徽酒全国化进程。

#### □ 聚焦高端品+较强渠道力助力业绩进入上升通道

**产品方面:** 公司拥有“金徽”、“陇南春”两大品牌及“柔和金徽”等六大系列, 在消费升级背景下, 公司持续收缩低端酒规模的同时, 百元以上高端酒迅速放量, 2020H1 高档白酒占销售收入比重为 55.43%, 同比提高 12.72 个百分点, 收入占比首次超越中端酒;

**渠道方面:** 省内, 公司通过“千店网络工程”助力深度分销推进, 并将其进一步升级至“金网工程”; 省外, 公司通过“核心店”方式拓展市场, 通过“聚焦资源、精准营销、做不对称”方式实现不对称竞争, 金徽酒省外收入占比从 2016 年的 8.30% 上升至 2019 年的 12.91%, 呈逐年上升趋势; 经销商层面, 公司通过万商联盟以构筑利益共同体, 多措并举保障渠道利润;

**营销方面:** 公司费用投放追求精准性, 坚持“省内不饱和营销、省外不对称营销”原则, 同时终端信息化建设的不断加强将赋能营销。

#### □ 未来看点: 产品结构加速提升, 渠道拓展或超预期

**对赌加码激励, 为公司超预期发展奠定基础。**从业绩完成度来看, 17-19 年公司均较好完成当年业绩目标, 显示公司拥有较强执行力; 从激励机制角度来看, 高管、骨干、经销商持股计划保证公司凝聚力, 同时公司通过业绩对赌再次加码激励(收入及净利润要求 19-23 年 CAGR 分别为 15.45%、19.03%), 而奖惩方案明确利于进一步激发员工积极性。

**看点一: 内外齐发力, 省内产品高端化速度或超预期。外部因素:** 甘肃省白酒主流价格带从 100 元以下向 100-300 元转换叠加各酒企均发力次高端, 引领省内白酒价格带向上迁移; **内部因素:** 金徽酒通过收缩低端产品线、推出高端新品等方式优化产品结构, 即将推出高端品牌“陇南春”, 有望成为新的增长点。

**看点二: 立足甘肃聚焦大西北, 有望成为西北王。省内:** 2019 年金徽酒省内市占率约为 27%, 假设公司市占率与伊力特、青青稞酒等酒企类似(省内市占率达 50% 以上), 考虑到甘肃白酒市场规模始终稳定在 60 亿元, 公司未来省内规模或达 30 亿元, 金徽酒省内市占率仍有较大提升空间, 其中较为薄弱的陇东地区及河西走廊发展可期; **省外:** 白酒市场达 400 亿规模的大西北市场为金徽酒未来发展的新机遇, 公司自 18 年起在陕西、宁夏聚焦资源, 19 年金徽酒通过定增布局省外, 未来将完成西北六省布局, 假设未来 5 年公司收入规模将达 30-40 亿元, 预计省外收入可达 4.5-6 亿元, 公司具备成为西北王潜质。

### 评级 买入

上次评级 首次评级  
当前价格 ¥23.84

### 单季度业绩 元/股

3Q/2019	0.43
4Q/2019	0.71
1Q/2020	0.15
2Q/2020	0.24



### 公司简介

公司前身系康庆坊、永盛源等多个徽酒老作坊基础上组建的省属国营大型白酒企业, 曾用名甘肃陇南春酒厂, 是国内建厂最早的中华老字号白酒酿造企业之一。

### 相关报告

《白酒行业双节回顾&Q3 业绩前瞻: 白酒行业回暖明显, 高端酒延续稳健发展态势》(20201015)

《双节专题报告(一): 批价、动销为中秋国庆旺季核心观测指标》(20200910)

《洋河股份深度报告: 梦之蓝 M6+ 或超预期, 深度调整拐点可期》(20200830)

报告撰写人: 邱冠华  
联系人: 杨骥、张潇倩

证券研究报告

### □ 盈利预测及估值

预计 2020-2022 年收入增速分别为 9.4%、17.5%、19.2%；归母净利润增速分别为 12.0%、22.8%、23.8%；EPS 分别为 0.6、0.7、0.9 元/股；PE 分别为 40、32、26 倍。长期看公司具备较强成长性，当前估值具有性价比，首次覆盖给予买入评级。

□ **催化剂：**库存回落、终端价提升、产品结构持续升级、省外拓展加速。

□ **风险提示：**国内疫情二次爆发，影响白酒整体动销；高端酒动销情况不及预期。

### 财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	1634.4	1788.6	2102.1	2506.3
(+/-)	11.8%	9.4%	17.5%	19.2%
净利润	271.4	304.1	373.3	462.2
(+/-)	5.0%	12.0%	22.8%	23.8%
每股收益(元)	0.5	0.6	0.7	0.9
P/E	44.5	39.5	32.3	26.3

## 正文目录

<b>1. 公司概况：陇上独秀名酒，历史源远流长</b>	<b>6</b>
1.1. 品牌：深挖渊源历史文化，塑造正能量品牌形象	6
1.1.1. 甘肃白酒龙头，历史悠久蜚声陇原	6
1.1.2. 企业精神务实，塑造品牌价值	7
1.2. 股权结构：复星入主金徽，有望协同发展	8
<b>2. 聚焦高端单品叠加较强渠道力助力业绩进入上升通道</b>	<b>9</b>
2.1. 产品：矩阵完善，聚焦百元以上核心单品运作	9
2.1.1. 独创低温酿酒工艺，主打“只有窖香，没有泥味”特色	9
2.1.2. 产品矩阵覆盖高中低档，百元以上高端酒发展迅速	10
2.2. 营销：坚持“省内不饱和营销、省外不对称营销”策略	11
2.3. 渠道：省内加码深度分销，省外核心店推升业绩	12
2.3.1. 省内：“千店网络工程”助力深度分销推进	13
2.3.2. 省外：核心店聚焦终端以拓展省外市场	13
2.3.3. 经销商为主，多措并举保证渠道利润	14
<b>3. 省内白酒行业处于消费升级阶段，呈一超多强格局</b>	<b>15</b>
<b>4. 发展点：高端化+渠道拓展速度或超预期</b>	<b>18</b>
4.1. 对赌加码激励，为公司超预期发展奠定基础	18
4.1.1. 执行力较强，公司业绩目标完成度高	18
4.1.2. 高管、骨干、经销商持股计划激发公司活力	20
4.1.3. 五年规划明确指引，业绩对赌加码激励	21
4.2. 产品结构：消费升级正当时，省内高端化潜力可期	22
4.3. 渠道拓展：立足甘肃聚焦大西北，有望成为西北王	26
<b>5. 盈利预测及估值分析</b>	<b>28</b>
5.1. 盈利预测	28
5.2. 估值分析	29
<b>6. 风险因素</b>	<b>30</b>

## 图表目录

图 1: 金徽酒历史发展一览.....	6
图 2: 金徽酒 2019 年营收增速回升.....	7
图 3: 金徽酒近年业绩增速有所放缓.....	7
图 4: 金徽酒正能量精准扶贫公益助学活动.....	8
图 5: 金徽酒文化生态旅游景区.....	8
图 6: 目前公司股权结构情况.....	8
图 7: 金徽酒与复星旗下的老庙黄金进行合作.....	9
图 8: 中国长江水系（嘉陵江水系）白酒企业.....	9
图 9: 金徽酒主打“只有窖香，没有泥味”产品特点.....	9
图 10: 金徽酒的酿造工艺.....	10
图 11: 2020H1 金徽酒高端酒收入占比首次超中端酒.....	11
图 12: 金徽酒高档白酒销售额增速最快.....	11
图 13: 金徽酒广告宣传推广费（亿元）.....	12
图 14: 13-19 年金徽酒广告宣传推广费 CAGR 位居行业中游.....	12
图 15: 金徽酒各地区营业收入（亿元）及增长率情况.....	14
图 16: 金徽酒销售公司负责的市场情况.....	14
图 17: 金徽酒经销商及直销收入（亿元）及增长率情况.....	14
图 18: 金徽酒经销商及直销均价（元/升）及增长率情况.....	14
图 19: 金徽酒经销商数量（个）.....	15
图 20: 金徽酒各地区经销商对收入的平均贡献（万元）.....	15
图 21: 甘肃白酒产量居全国后列.....	16
图 22: 西北六省的市场容量情况.....	16
图 23: 2019 年甘肃省白酒市场份额占比.....	16
图 24: 甘肃省重点地产酒品牌.....	17
图 25: 2016Q1-2020Q2 公司收入增速变动情况分析一览.....	20
图 26: 金徽酒毛利率和净利率呈提升趋势.....	23
图 27: 河西走廊及陇东地区市场为公司省内潜力地区.....	26
图 28: 金徽酒未来市场布局战略.....	28
图 29: 西北地区主要白酒估值情况.....	29
图 30: 金徽酒与伊力特估值差.....	29
表 1: 金徽酒公司及旗下产品获奖及荣誉.....	7
表 2: 金徽酒产品价格带一览.....	11
表 3: 金徽酒实行“省内不饱和营销、省外不对称营销”.....	12
表 4: 金徽酒销售市场分类情况.....	13
表 5: 省外酒企进军甘肃市场情况.....	16
表 6: 甘肃地产酒具体情况.....	17
表 7: 甘肃地区省内外主要品牌情况.....	18
表 8: 2016 年金徽酒较早走出行业调整期.....	18
表 9: 12-15 年行业深度调整期间，金徽酒业绩年均复合增速位居行业前列.....	19
表 10: 近几年公司业绩目标完成度较高.....	19

表 11: 第一期员工持股计划内容 .....	21
表 12: 2019 年 5 月公司非公开发行股票共有五家机构参与 .....	21
表 13: 《五年发展战略规划纲要(2019-2023)》内容 .....	22
表 14: 公司未来五年业绩目标 .....	22
表 15: 公司奖惩方案细则 .....	22
表 17: 金徽酒各档次产销量和均价一览 .....	23
表 17: 金徽酒各档次产品与竞品一览 .....	24
表 18: 近年来金徽酒两次调价 .....	25
表 19: 2020 年高端酒收入增速或超 25% .....	25
表 20: 公司在陕西地区发展迅速 .....	27
表 21: 金徽酒未来市场发展战略 .....	28
表 22: 金徽酒量价拆分 .....	29
表 23: 可比上市公司盈利预测及估值表 .....	30
表附录: 三大报表预测值 .....	31

## 1. 公司概况：陇上独秀名酒，历史源远流长

### 1.1. 品牌：深挖渊源历史文化，塑造正能量品牌形象

#### 1.1.1. 甘肃白酒龙头，历史悠久蜚声陇原

金徽酒为甘肃省白酒龙头公司，其地处长江上游、秦岭南麓，毗邻世界自然遗产九寨沟的陇南徽县。据地方志记载和出土文物考证，金徽酒源自西汉，盛于唐宋。金徽酒股份有限公司前身系康庆坊、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，曾用名甘肃陇南春酒厂，是国内建厂最早的中华老字号白酒酿造企业之一。1960年“金徽酒”商标与“茅台”、“五粮液”等成为全国首批登记注册的8个白酒著名品牌之一。

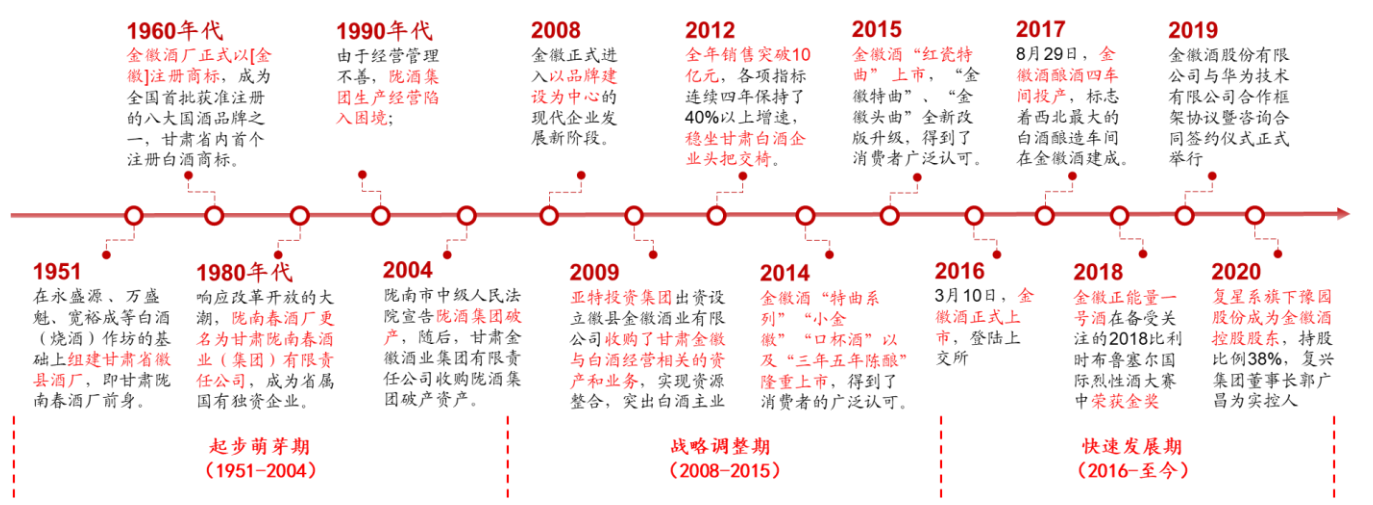
自金徽酒厂成立以来，共历经三大发展阶段：起步萌芽期（1951-2004）、战略调整期（2008-2015）、快速发展期（2016-至今），目前仍处于快速发展阶段，有望称为西北地区白酒龙头。

**1951-2004年，起步萌芽期：**1951年甘肃徽县酒厂成立，后更名为甘肃陇南春酒业（集团）有限责任公司，“金徽”商标是全国首批获准注册的八大国酒品牌之一。20世纪90年代以来由于经营不善，陇酒集团生产经营陷入困境，于2004年宣告破产，但仍为金徽酒奠定了白酒生产的基础。

**2008-2015年，战略调整期：**2008年是金徽酒改革调整的元年，2008年正式进入以品牌建设为中心的现代企业发展新阶段，同年“金徽”品牌被认定为中国驰名商标。2009年亚特投资集团收购甘肃金徽与白酒经营相关的资产和业务，聚焦白酒主业，此后4年各项指标保持40%以上增速，于2012年销售规模突破10亿元。2014、2015年分别推出“三年五年陈酿”、“红瓷特曲”，“金徽特曲”、“金徽头曲”改版升级，进入发展快车道。

**2016年-至今，快速发展期：**2016年金徽酒正式上市，次年酿酒四车间投产，进一步提高了公司原酒产能、提高产品品质、优化产品结构，2018年金徽正能量一号酒获比利时布鲁塞尔国际烈性酒大赛金奖，2019年与华为达成信息化合作协议，2020年复星入主金徽酒，复星将与金徽酒形成协同效应，有望开启金徽酒全国化发展的新时代。

图 1：金徽酒历史发展一览



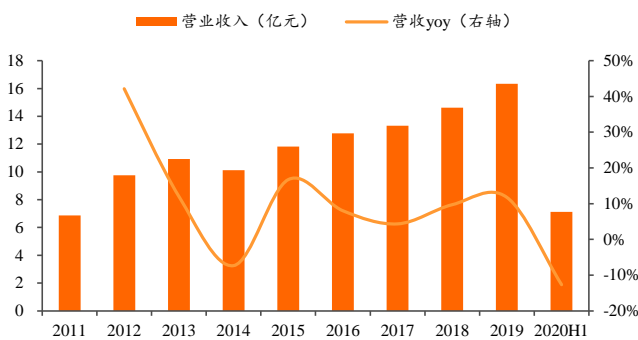
资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 1：金徽酒公司及旗下产品获奖及荣誉

获奖对象	时间	奖项及荣誉
公司	1990	中华酒文化优秀企业
公司	2008	中国驰名商标
公司	2010	千年优秀奖
公司	2011	中华老字号
公司	2012	获准使用地理标志保护产品专用标志企业
公司	2015	中国白酒历史标志性产品
公司	2017	金樽杯·2017酒业十大文化影响力品牌
公司	2019	甘肃省科技进步奖二等奖
公司	2019	中华酒文化百强企业
陇南春	1983	轻工业部酒类质量大赛
柔和金徽 H6、世纪	2014	绿色食品A级产品
正能量一号	2018	布鲁塞尔国际烈性酒大赛金奖
正能量一号	2019	第50届国际葡萄酒暨烈酒大赛（IWSC）烈酒金奖
金徽十八年	2019	最具影响力产品品牌

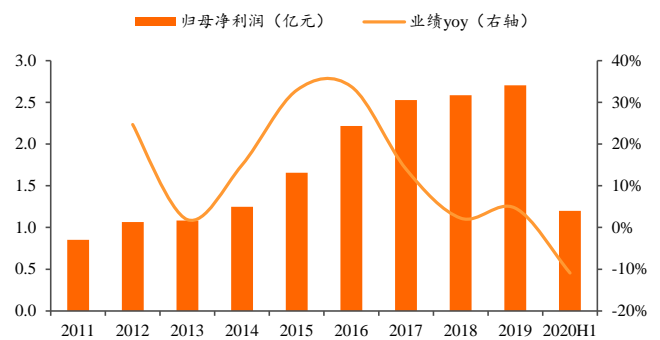
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：金徽酒 2019 年营收增速回升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：金徽酒近年业绩增速有所放缓



资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 1.1.2. 企业精神务实，塑造品牌价值

**企业精神务实，积极承担社会责任。**金徽酒的发展定位是“生态金徽、文化金徽、智慧金徽”，企业使命是“酿造生态酒，传承正能量”，企业精神是“老老实实做人，认认真真做事”，核心价值观是“以客户为中心，以奋进者为本”。相较于其他酒企，金徽酒的企业精神更加务实，与社会的联系更加密切。由于甘肃经济发展相对落后，贫困地区的脱贫工作是社会关注的焦点话题。省内白酒龙头金徽酒的投资人发起成立金徽正能量公益基金会，依照“金徽酒，正能量”的精神诉求，坚持教育助学、精准扶贫等社会公益活动，积极履行社会责任。

**建造绿色工厂，打造文化旅游景区。**金徽酒在“正能量”精神诉求的指引下，构建绿色发展体系，是甘肃唯一一个荣获全国绿色工厂称号的企业。金徽酒通过打造金徽酒文化生态旅游景区，在展示产品、打造消费场景的体验的同时弘扬白酒千年酿造文化，巩固消费者与公司互动沟通的桥梁。该景区为国家 4A 级旅游景区。

图 4：金徽酒正能量精准扶贫公益助学活动



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 5：金徽酒文化生态旅游景区

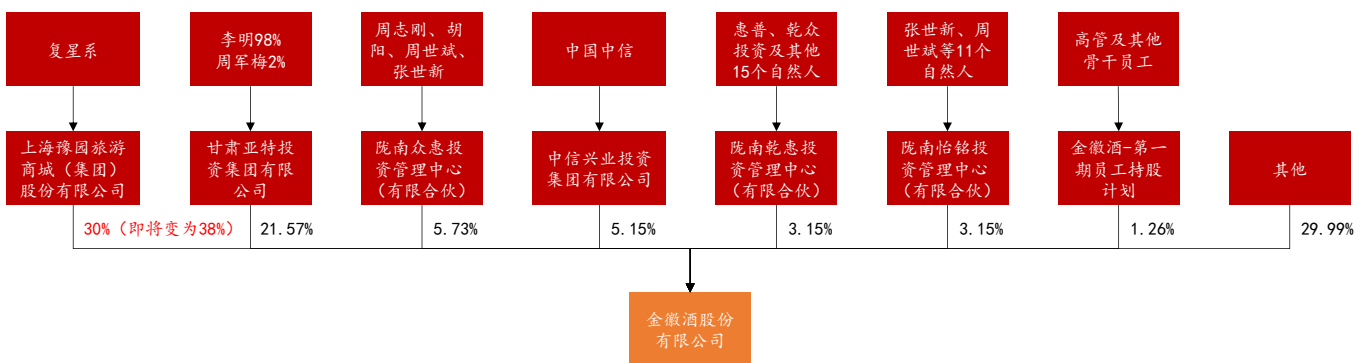


资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 1.2. 股权结构：复星入主金徽，有望协同发展

2020年5月27日，金徽酒发布公告，复星集团旗下的豫园股份以18.37亿元受让亚特集团持有的金徽酒股份的29.99998%，豫园股份旗下全资孙公司海南豫珠于9月7日要约收购金徽酒8%的股权，本次要约收购价格为17.62元/股，所需最高资金总额为7.15亿元，要约收购期限自2020年9月16日至2020年10月15日止，截止2020年10月20日，本次要约收购已经完成，豫园股份的持股比例提升至38%。近期，金徽酒已与复星开展相关业务合作，比如推出“我为金徽代言——喝绿色金徽，中金钞银币”活动，即利用豫园股份旗下的老庙黄金作为宣传物料，目前活动已覆盖宝鸡、西安等省外主要市场区域。未来金徽有望与复星进一步实现协同发展，加速金徽酒省外扩张进程。

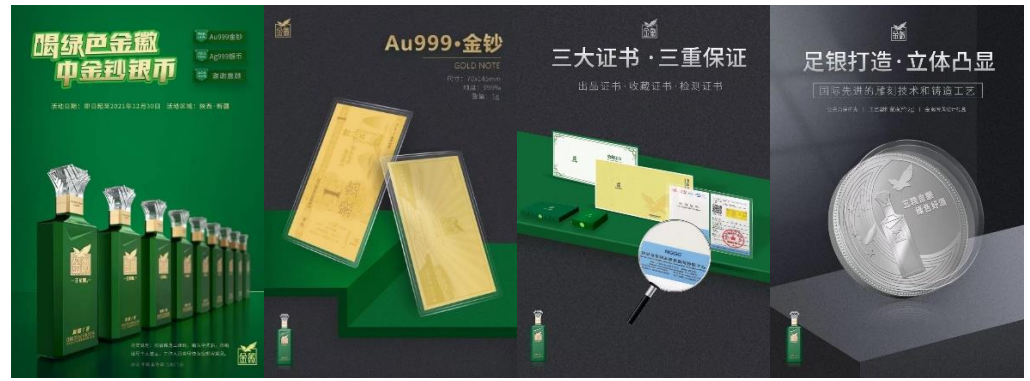
图 6：目前公司股权结构情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：截止时间为2020年10月20日，豫园股份已完成要约收购金徽酒8%的股权，由于本次要约收购清算过户手续尚未完成，所以股权结构图尚未变更



图 7：金徽酒与复星旗下的老庙黄金进行合作



资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 2. 聚焦高端单品叠加较强渠道力助力业绩进入上升通道

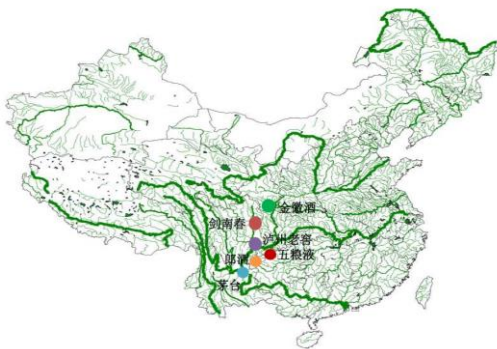
### 2.1. 产品：矩阵完善，聚焦百元以上核心单品运作

金徽酒具有浓香之淡雅型的独特风格，其口感特色为“窖香富郁、绵甜圆润、香味协调、香长味净”，独特的地理位置和酿造工艺使金徽酒既具南方酒的丰满醇厚又有北方酒的芬芳净爽，产品具有“只有窖香，没有泥味”的独特物理属性。

#### 2.1.1. 独创低温酿酒工艺，主打“只有窖香，没有泥味”特色

独创低温酿酒工艺，特色突出。金徽酒地处陇南的徽成盆地，与五粮液、剑南春、郎酒等酒企同处中国白酒黄金酿造板块的长江上游地区，气候温和湿润，水资源相对丰富。公司依靠天然生态环境，利用地下自然深循环山泉水、泥池古窖和国槐拒藏等原生态酿造条件，独创低温酿酒工艺，严格执行质量管理体系和 HACCP 体系，严格保证金徽酒的产品质量，及“窖香富郁、绵甜圆润、香味协调、香长味净”的产品口味。凭借地理优势、独特工艺和高质产品，金徽酒主打“生态酿造，低温甜润，只有窖香，没有泥味”的产品特色。

图 8：中国长江水系（嘉陵江水系）白酒企业



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

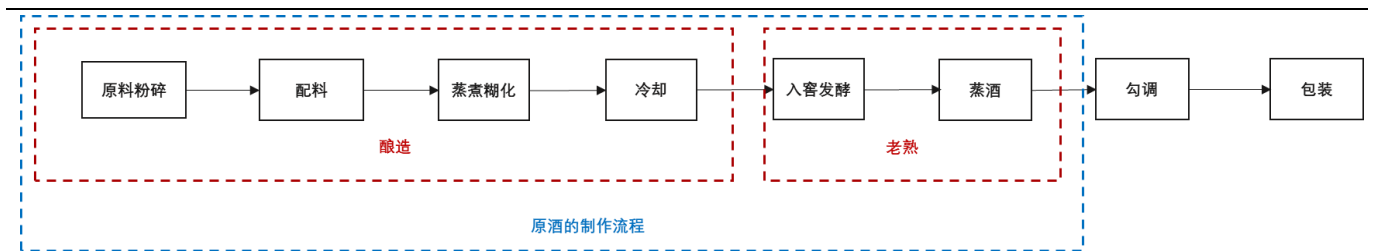
图 9：金徽酒主打“只有窖香，没有泥味”产品特色



资料来源：Wind，浙商证券研究所

**酿酒工艺成熟，外购部分原酒。**金徽酒生产流程包括酿造、老熟、勾调和包装四个环节。金徽酒以多种粮食为主要原料进行纯粮酿造，根据粮食原料特性，按照不同细度粉碎，根据池子的淀粉浓度和酸度进行水、辅料、酒糟等的配料，利用蒸煮使原材料糊化，迅速冷却并扬渣以促进微生物的增长，加入酒母、曲子与水，入窖以窖泥密封3-5天，最后将制成的香醅蒸发为蒸汽再冷却，生产部结合成品酒库存情况制定生产计划，勾调中心按计划对原酒进行勾调，包装中心和金徽罐装公司根据产品特点进行包装。原酒方面，因汶川地震导致原酒产能受损，金徽酒较大比例原酒依赖于外购，2015年公司原酒自产量/外购量为39.06%。随着IPO募投的优质酒酿造技术改造项目和定增募投的陇南春车间技术改造项目的完成，金徽酒原酒产能将逐步释放。

图 10：金徽酒的酿造工艺



资料来源：Wind，浙商证券研究所

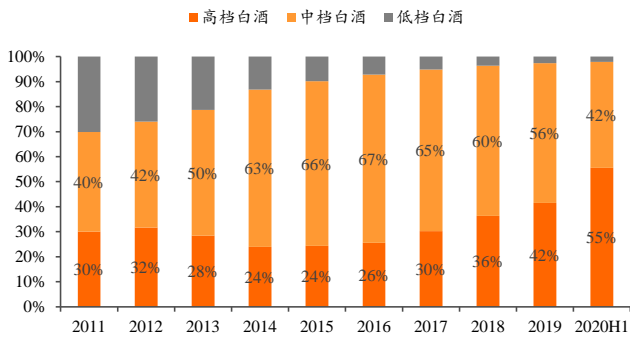
### 2.1.2. 产品矩阵覆盖高中低档，百元以上高端酒发展迅速

**公司产品涵盖两大品牌、六大系列。**公司拥有“金徽”“陇南春”两大品牌，涵盖“金徽年份”“金徽正能量”“柔和金徽”“世纪金徽星级”“金徽曲酒”“金徽陈酿”等多个系列。公司根据甘肃省白酒市场结构、消费者购买能力情况等，将产品分为低、中、高三档，其中：低档产品指对外售价30元/500ml以下的产品，主要代表有世纪金徽二星、金徽陈酿等，主要用于自饮；中档产品指对外售价30元至100元/500ml的产品，主要代表有世纪金徽三星、世纪金徽四星等，主要用于普通档次宴会、聚饮；高档产品指对外售价在100元/500ml以上的产品，主要代表有金徽十八年、世纪金徽五星、柔和金徽系列、金徽正能量系列等，主要用以送礼、商务宴请、高档宴会。

**公司聚焦百元以上高端核心单品，高端酒收入占比超中档酒，低端酒持续收缩。**公司初期中低端酒收入占比较高，而后公司聚焦中高端产品以切入重点城市：2011年后低档白酒占比开始不断缩减，由最高30%缩减至2020H1的3%；2012年开始公司开始发力柔和金徽系列，中高端产品占比不断提升；2015年后公司发力100元以上的高档白酒，针对餐饮渠道中消费者自带酒水消费的比例有所增加、中档价位产品比例大于高档价位产品现象，公司相应减少高档酒店直销，改由经销商渠道供货，从而增加了在普通餐饮渠道的推广和销售；2017年金徽十八年、世纪金徽五星、柔和金徽系列、金徽正能量等百元以上高端酒产品开始放量，成为核心单品，而低端酒收入持续萎缩；今年受疫情影响，中低档酒动销受损严重，但高档白酒仍实现12.11%增长，2020H1高档白酒占销售收入比重为55.43%，同比提高12.72个百分点，收入占比首次超越中端酒。

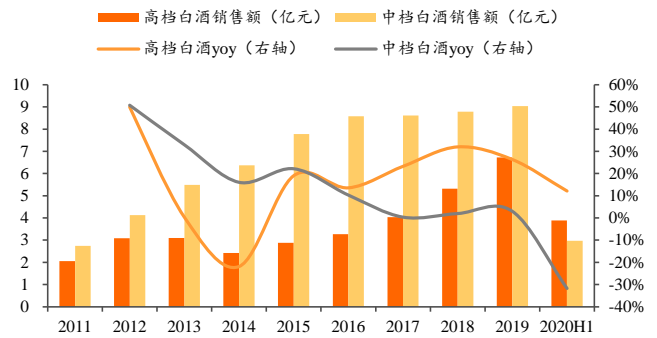
**“正能量”系列主打省外市场。**公司于2010年开始省外扩张步伐，2015年推出独立产品体系“正能量”系列主打省外市场，其中能量3号是主导走量产品，市场成交价在150元以上，而能量2号和能量1号则分别定为250-300元、300-500元价格带，助力金徽酒整体产品结构向上迁移。

图 11：2020H1 金徽酒高端酒收入占比首次超中端酒



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 12：金徽酒高档白酒销售额增速最快



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 2：金徽酒产品价格带一览

档次&价格带	品牌系列	产品	浓度	规格 (ml)	价格 (元)
高档 100元/500ml 以上	金徽年份系列	金徽28年	50	500	1280
		金徽18年	46	500	458
	金徽正能量系列	正能量-能量1号	52	500	428
		正能量-能量2号	48	500	288
		正能量-能量3号	45	500	188
	柔和金徽系列	柔和金徽H9	50	500	329
		柔和金徽H6	46	500	238
		柔和金徽H3	45	500	139
	世纪金徽星级系列	世纪金徽五星	52	500	168
			42	500	160
中档 30-100元/500ml	世纪金徽星级系列	世纪金徽四星	52	500	108
			42	500	99
		世纪金徽三星	52	500	65
			42	500	53.5
	曲酒系列	金徽特曲红瓷	46	500	158
		金徽特曲	50	500	88
		金徽头曲	46	500	44
低档 30元/500ml 以下	陈酿系列	金徽陈酿五年	42	500	58
		金徽陈酿三年	42	500	48
		金徽陈酿	45	480	18
	世纪金徽星级系列	世纪金徽二星	52	500	38
			42	500	30

资料来源：饿了么，京东，浙商证券研究所

## 2.2. 营销：坚持“省内不饱和营销、省外不对称营销”策略

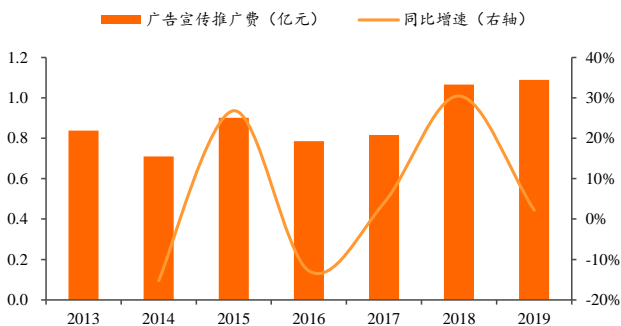
公司费用投放更追求精准性，坚持“省内不饱和营销、省外不对称营销”原则。省内市场：金徽酒在省内市场上采取“不饱和”营销策略—根据不同市场特点，一县一策的灵活制定营销策略，深度掌控、激发渠道动力。在甘肃中部和东南部市场保持全覆盖、高占有；由于兰州是甘肃省发展最快、消费价格水平最高的城市，金徽酒围绕兰州打造“大兰州”市场；在甘肃西部加大市场投入，提升市场占有率。省外市场：公司对省外市场费用投入制定了精准清晰的规划：公司先估算市场总体量，在通过前三年高费用投入后，争取第三年达到盈亏平衡；采取“不对称”营销策略，聚焦资源在核心消费群体上，实行精准营销，重点突破百元以上的中高端价格带产品，以期实现市场的滚动扩张、梯次发展。

表 3：金徽酒实行“省内不饱和营销、省外不对称营销”

区域	市场	特点	2019年收入贡献率	战略
甘肃省内	甘肃东南部市场	是金徽酒发源地，销售收入高，渠道布局更优	37.25%	保持全覆盖、高占有
甘肃省内	甘肃中部市场	对收入的贡献下滑，渠道布局较优	12.35%	保持全覆盖、高占有
甘肃省内	兰州及兰州周边	经济水平位列全省第一，消费水平高	29.77%	围绕兰州打造“大兰州”市场
甘肃省内	甘肃西部	渠道有待进一步下沉	7.72%	加大市场投入，提升市场占有率
省外	省外市场	金徽酒在省外市场的市占率较低，有待进一步布局	12.91%	聚焦资源在核心消费团体，精准营销，重点中高端价格带产品，实现市场的滚动扩张，梯次发展

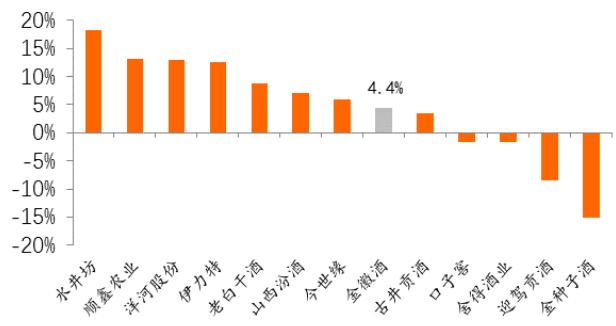
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 13：金徽酒广告宣传推广费（亿元）



资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

图 14：13-19 年金徽酒广告宣传推广费 CAGR 位居行业中游



资料来源：Wind，浙商证券研究所

终端信息化建设不断加强，未来营销将更精准。金徽酒不断推进数字化、信息化管理。2019 年 9 月，金徽酒与华为签署框架协议，未来五年公司将与华为展开密切合作，搭建技术、数据、应用和业务方面的架构，以期通过信息化、智能化提升公司管理效能，同时通过大数据分析进一步进行精准营销。

### 2.3. 渠道：省内加码深度分销，省外核心店推升业绩

公司深耕甘肃大本营，积极拓展省外市场。2019 年金徽酒省内市场销售额为 14.10 亿元，占白酒总收入的 87.09%，其中甘肃东南部及兰州周边市场为金徽酒贡献了 67.02% 的收入，为成熟市场，2018 年起甘肃中部市场收入有所下降；甘肃西部市场由于基数较低，近年来发展最快，成为未来潜力市场。公司销售网络布局全省，金徽酒已形成了由甘肃武都、兰州、天水、徽县等组成的核心市场；由甘肃定西、临夏、白银、甘南、平凉等组成的板块市场；由甘肃敦煌、酒泉、嘉峪关、金昌、武威、张掖、庆阳及甘肃周边省份的银川、汉中、宝鸡等组成的培育性市场，以及省外其他机会性市场，同时，公司根据实际拓展及产品销售情况，将销售业务分为省内及省外销售片区，公司于 13 年分别设立西藏实业公司及西安销售公司以拓展西藏及陕西区域销售业务。未来公司将在深耕省内市场、加强终端监管的同时，开发西北重点市场，重点开拓宁夏、陕西市场，加快开发内蒙、青海、新疆市场。

### 2.3.1. 省内：“千店网络工程”助力深度分销推进

积极推进深度分销，金网工程加码省内深耕细作。为加强省内核心市场维护，公司通过采取“千店网络工程”进行精准营销、一县一策，鼓励经销商向乡镇市场深度分销以巩固市场地位，从而掌控了优质的经销系统、分销系统和终端网络，2016 年公司经销商、商超、酒店等网络已实现覆盖省内 90%以上的市县乡。后来公司将“千店网络工程”升级至“金网工程”，其涉及专卖店、大型商超、酒店、零售店等消费场所，遍及城乡的三级销售网络，覆盖甘肃地区、辐射宁夏、青海、陕西等周边地区，其深度分销思路与洋河有一定相像性。公司对乡镇以上的零售商、批发商、酒店等进行登记，指派专人负责乡镇级终端管理、与经销商交流反馈等工作，针对高端产品销售较好、具备团购资源、销售量和陈列符合要求的终端门店提供相应的销售奖励或陈列奖励，从而调动终端门店销售积极性、强化产品生动化陈列。另外，公司不断推动渠道扁平化，通过在零售端进行买赠、品鉴等活动保证销售质量。

**表 4：金徽酒销售市场分类情况**

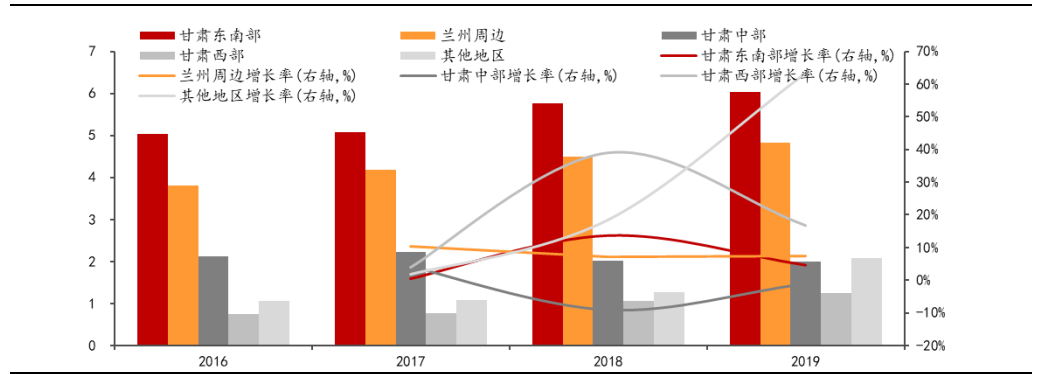
市场分类	覆盖地区
核心市场	甘肃武都、兰州、天水、徽县等
板块市场	甘肃定都、临夏、白银、甘南、平凉等
培育性市场	甘肃敦煌、酒泉/嘉峪关、金昌/武威、张掖、庆阳及甘肃周边省份的银川、汉中、宝鸡等
机会性市场	省外其他市场

资料来源：招股说明书，浙商证券研究所

### 2.3.2. 省外：核心店聚焦终端以拓展省外市场

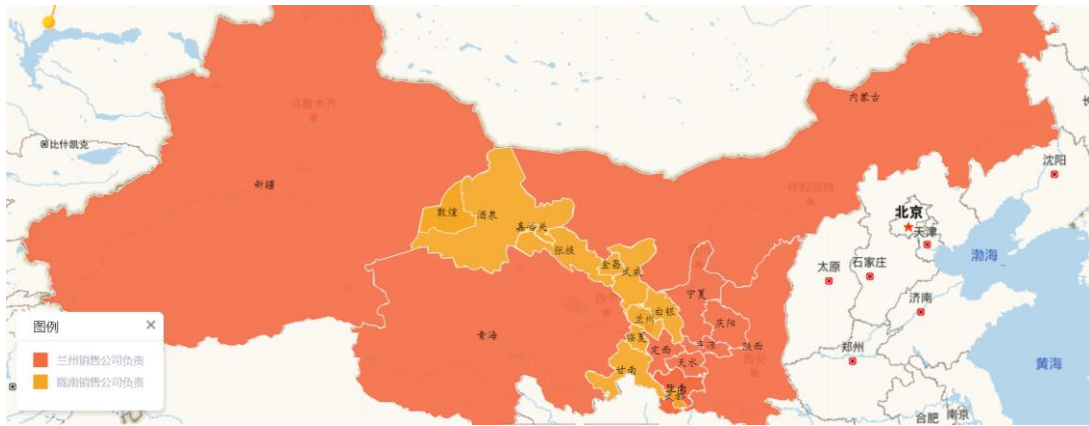
通过“核心店”拓展市场，省外收入规模快速增长。公司利用“核心店”开拓省外市场，通过“聚焦资源、精准营销、做不对称”（布局 10%的终端、只对 5%的终端重点投入）方式实现不对称竞争。一方面，核心店策略明确省外市场重点在于终端销售，公司将 60%以上费用投入终端，不仅承担大部分前置性费用，还通过举办品鉴会等活动实现客情维护，另一方面，核心店策略明确省外市场推进将稳扎稳打，重点在于提升单店销售占比，从而使得金徽酒成为市县的核心品牌后，再进行周边渗透。目前公司已通过“核心店”方式深度渗透山西、宁夏等市场，新疆、内蒙、北京、上海、广州等市场均处于开拓状态中。受益于产品结构升级叠加渠道不断拓展，2019 年金徽酒省外市场收入增长率达 63.28%，同时省外收入占比从 2016 年的 8.30%上升至 2019 年的 12.91%，呈逐年上升趋势。

图 15: 金徽酒各地区营业收入(亿元)及增长率情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 16: 金徽酒销售公司负责的市场情况

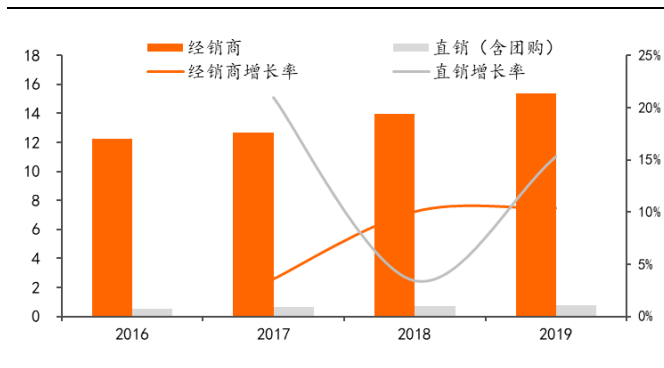


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

### 2.3.3. 经销商为主, 多措并举保证渠道利润

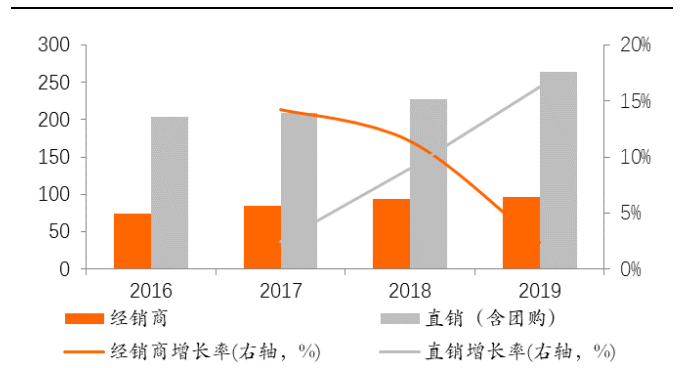
经销商为主, 直销(团购)模式为辅。2016-2019年金徽酒经销商对收入的贡献率均超过95%, 其中2019年为95.12%。金徽酒直销均价更高导致直销毛利率更高, 2019年公司经销商/直销(含团购)渠道的毛利率分别为62.23%、77.93%, 同比提升0.65、1.02个百分点。

图 17: 金徽酒经销商及直销收入(亿元)及增长率情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

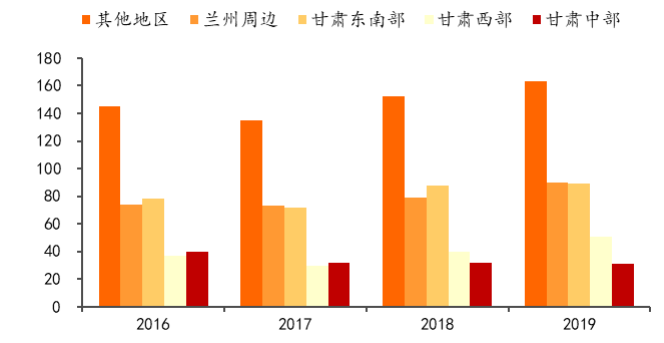
图 18: 金徽酒经销商及直销均价(元/升)及增长率情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

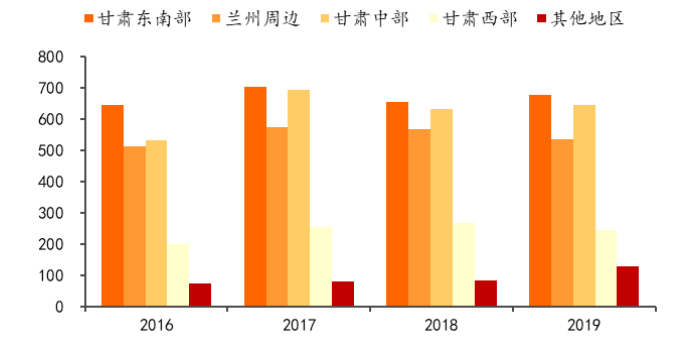
经销商团队不断扩容，平均收入不断提升。金徽酒经销商数量呈上升态势，2019年末，金徽酒经销商总数为424家，较2016年增加50家。分地区来看，甘肃中部经销商数量有所下降，其他地区经销商数量均处于增加态势。经销团队扩容加速金徽酒带收入提升，2019年经销商平均收入贡献较2016年提升11.83%，其中甘肃东南部及甘肃中部的经销商对收入贡献较大，甘肃西部和其他地区对收入的贡献较小。

图 19：金徽酒经销商数量（个）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 20：金徽酒各地区经销商对收入的平均贡献（万元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

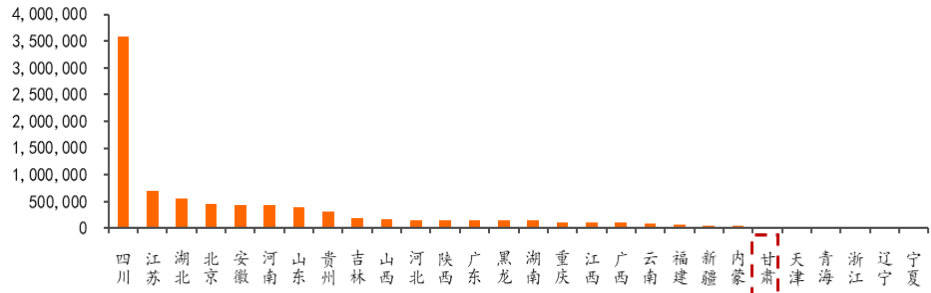
多措并举保障渠道利润，万商联盟构建利益共同体。经销商利润主要包括销售产品的价差、奖励、返利，毛利率超15%，公司主要通过以下方式保障渠道利润：1) 针对零售客户，建立“千网奖励办法”、“经销、分销商奖励办法”（包含陈列奖励、推广奖励等政策支持）等方式以保障渠道利润、提升积极性；2) 在渠道上实施纳入考核的安全库存制度、搭建防伪防窜货系统等方式保证渠道健康；3) 建立“万商联盟体系”，筛选并培育核心终端，掌握动销和利益分配、强化渠道推力、激发渠道效能；4) 2019年，公司非公开发行股票，引入部分优秀经销商以14元/股的价格通过持股计划持有公司股份，共享经营成果，进一步加深厂商利益共同体建设。

### 3. 省内白酒行业处于消费升级阶段，呈一超多强格局

甘肃白酒市场规模为60亿，白酒消费以浓香型为主。相比于经济发达的东南地区，甘肃白酒市场规模较小，2019年甘肃省内白酒市场规模为60亿元。甘肃省的地理特征造就了淳朴且豪放的民风，省内白酒消费度数偏高，以浓香型为主。

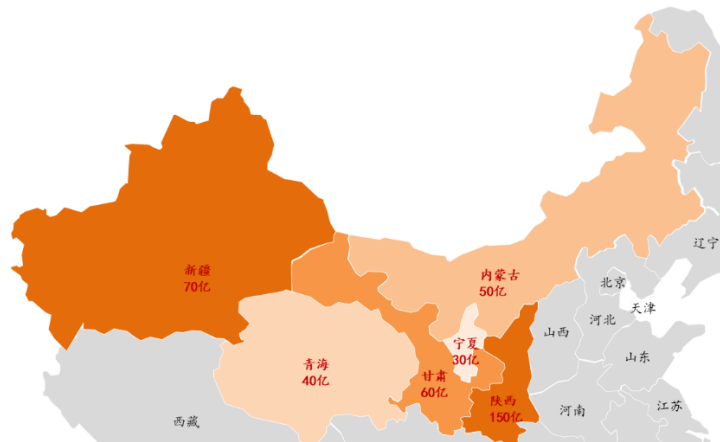
省内白酒市场呈一超多强格局，地产酒市占率约60%。为配合当地白酒口味偏好，甘肃地产酒口味凝重，后味偏苦，使消费者对本省白酒产品具有高依赖度，甘肃市场上地产酒市占率约60%。省内品牌主要有金徽酒、滨河、汉武御、红川、崆峒、皇台、凉都老窖等，其中金徽酒是甘肃省内最大的白酒品牌，滨河、汉武御、红川是省内第二梯队白酒品牌；省外白酒品牌方面，贵州茅台、五粮液、洋河、郎酒等全国性白酒品牌市场扩张步伐加快，积极布局甘肃市场。省内白酒行业竞争方面，整体呈现“一超多强”的竞争格局，金徽酒稳居甘肃省龙头。

图 21：甘肃白酒产量居全国后列



资料来源：Wind，浙商证券研究所

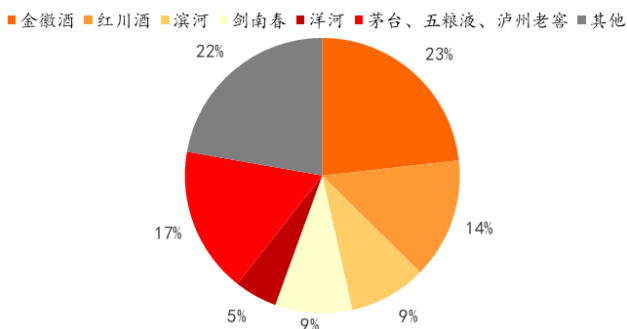
图 22：西北六省的市场容量情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

金徽酒甘肃省内市占率在 23%左右，为甘肃白酒龙头。地产酒方面，金徽酒甘肃省内市占率在 23%左右，其他地产酒红川和滨河的市占率分别为 14%、9%，为公司主要竞争对手。省外白酒品牌方面，茅台、五粮液因强品牌力和知名度占据甘肃高端酒市场；剑南春在甘肃的次高端市场上迅速发展，2019 年剑南春销售规模在 5.5 亿，增速 25%左右。

图 23：2019 年甘肃省白酒市场份额占比



资料来源：华经情报网，浙商证券研究所

表 5：省外酒企进军甘肃市场情况

时间	举措
2014年5月	青青稞酒以中档价位产品切入甘肃市场
2016年1月	五粮液创新产品“自由度”酒进入甘肃市场
2018年5月	古井贡酒年份原浆（中国香）在甘肃上市
2018年6月	伊力特新品进军甘肃市场
2019年1月	珍藏级剑南春重返甘肃市场
2019年12月	五粮春酒在甘肃市场销售同比增长20%以上

资料来源：Wind，浙商证券研究所



表 6：甘肃地产酒具体情况

品牌	金徽酒	滨河	红川	汉武御
地理位置	陇南地区陇南市徽县伏家镇	陇西地区张掖市	陇南地区陇南市成县红川镇	陇西地区酒泉市
香型	浓香型	浓、酱、清三种香型	浓香型	浓香型
酿酒工艺	泥窖发酵	五粮九轮工艺	纯粮酿造	汉室古法酿酒工穴沙窖醇化
2019年销售情况	全年收入为16.34亿元	滨河九粮液和滨河九粮春分别实现了15%和17%的增长率	全年收入为8.5亿元	未披露
产品战略	核心战略大单品主要包括金徽18年、世纪金徽星级系列、柔和系列、能量系列	持续打造滨河九粮液品牌，构建九粮大品系，建立中长期以高带低的品牌战略方向，实现九粮系带动滨河系的发展	核心产品为金成州和锦绣陇南，新品为金红川系列酒	主要产品有汉武神舟、酒泉等系形成高、中、低100余个品种
品牌宣传	2019年广告宣传费用1.09亿元。	发布机场、高铁资、电梯、酒店、媒体的广告，举办九粮白酒文化节、滨河九粮酒城回厂游、高端品鉴会等活动，每年广告宣传费用3000万左右。	多种营销推广方式	针对酒店渠道开饮”活动
市场情况	甘肃是战略重心市场，销售网络已辐射甘肃、陕西、宁夏、新疆、西藏、内蒙等西北市场	张掖为大本营市场，销售网络已覆盖甘肃省14个地州市和86个县级市场。目前正在建设“百镇千乡万村”销售网络	兰州为核心市场；陇南为根据地；天水、定西、白银、甘南、平凉、金昌地区市场快速成长；酒泉、敦煌、庆阳、张掖、武威、临夏已初步布局；省外北京、陕西、河北、河南、广东等省初步接触	根据地酒泉市场甘肃全省市场、兰州市场辐射

资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 24：甘肃省重点地产酒品牌



资料来源：Wind，浙商证券研究所

甘肃白酒市场以中低端酒为主，产品结构处于升级阶段。由于经济水平相对落后，目前甘肃省主流价格带仍处于 100 元以下，中低端酒和低端酒占比较大。受消费升级趋势的影响，甘肃省主流价格带呈向 100-300 元攀升态势，金徽酒近年来顺应消费升级趋势，产品结构持续上移，2019 年金徽十八年收入增速超 50%，柔和系列收入增速超 40%，公司百元以上产品（高端酒）收入占比从 2016H1 的 24.2%提升至 2020H1 的 54.7%。甘肃省地产酒在向高端发力的同时，仍依靠低端酒放量带动业绩增长，例如滨河中长期实行以高带低的品牌战略。

表 7：甘肃地区省内外主要品牌情况

档次	价格带	省内品牌产品	省外品牌产品
高端	500元以上	金徽28年、九粮液20年	飞天茅台、五粮液、国窖1573、红花郎、汾酒青花30、水晶水井坊、洋河M9、
	300-500元	金徽十八年、金徽H9、九粮液、古河州中华牡丹、红川锦绣陇南	汉酱、仁酒、洋河天之蓝、五粮特曲、汾酒青花20
次高端	100-300元	柔和金徽、世纪金徽五星、金徽H3、金徽H6、滨河九粮春、汉武	茅台王子酒、茅台迎宾酒、习酒、洋河海之蓝、小糊涂仙、五粮春
中低端	30-100元	世纪金徽三星、世纪金徽四星、九粮醇、古河州一品、红川三星	尖庄、五粮醇、洋河大曲、西凤老酒、贵宾郎、老郎酒
低端	30元以下	世纪金徽二星、金徽陈酿、古河州双支牡丹、红川曲酒、滨河蓝	牛栏山、红星二锅头、兰陵特酿

资料来源：渠道调研，浙商证券研究所

## 4. 发展点：高端化+渠道拓展速度或超预期

### 4.1. 对赌加码激励，为公司超预期发展奠定基础

金徽酒是国内白酒上市公司中少数几家民营企业之一，与国有企业经营机制相比，民营企业经营更为灵活，可以针对市场变化迅速做出决策。公司自 19Q3 以来内部改革激发了公司经营活力，市场化机制激发公司销售团队和经销商积极性。

#### 4.1.1. 执行力较强，公司业绩目标完成度高

公司过去几年业绩目标完成度高，执行力较强。公司在 12-15 年深度调整期间通过产品结构升级，净利润 CAGR 位居行业前三，且较早走出行业深度调整期。受益于公司拥有较强的计划性及良好的经营能力，17-19 年公司均较好实现当年业绩目标。另外，营业收入目标增速较利润增速目标高显示公司在当前阶段更看重市场份额的扩张。

表 8：2016 年金徽酒较早走出行业调整期

档次	酒企	营业收入增速 (%)				归母净利润增速 (%)			
		16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4
高端酒	贵州茅台	16.91	13.13	14.77	28.59	12.01	11.07	3.58	4.27
	五粮液	31.03	-1.11	13.49	4.84	31.91	-10.31	-6.97	7.00
	泸州老窖	16.01	14.98	22.30	28.44	10.01	7.78	30.74	184.42
次高端二线名酒	山西汾酒	2.45	17.56	17.79	-4.62	36.87	0.19	7.46	-0.89
	酒鬼酒	3.70	-14.77	12.30	31.98	48.53	-48.78	24.39	56.29
	水井坊	13.88	53.64	31.23	61.83	62.71	521.55	181.33	340.70
	舍得酒业	35.35	13.23	69.21	6.52	178.57	363.12	1,231.79	699.25
区域龙头酒	古井贡酒	10.57	14.90	12.23	22.00	13.61	12.04	26.04	14.99
	洋河股份	9.32	1.17	9.39	5.21	10.28	1.05	10.89	9.29
	今世缘	7.75	4.95	11.24	-3.73	10.62	17.40	6.92	-1.16
	口子窖	20.29	4.25	5.89	5.26	54.45	39.32	15.06	6.76
	顺鑫农业	12.35	4.93	40.57	14.80	-8.71	-0.02	-60.25	87.71
区域三四线酒	伊力特	6.30	-3.36	4.42	5.67	21.43	-16.76	-3.46	-13.68
	金徽酒	23.82	3.06	4.85	-2.56	32.82	174.11	16.29	26.30
	金种子酒	-8.57	-17.29	-30.17	-14.55	24.62	-236.47	-119.91	-49.27
	老白干酒	10.45	21.27	1.21	-4.05	40.30	-40.46	47.10	56.45
	迎驾贡酒	3.23	-8.11	2.00	14.97	23.57	1.65	30.47	49.45
	青青稞酒	-5.55	18.19	-0.06	21.10	-9.56	-81.63	-12.38	579.32

资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：浅橘色代表业绩增速较金徽酒高

**表 9：12-15 年行业深度调整期间，金徽酒业绩年均复合增速位居行业前列**

营业收入			归母净利润		
12-15年			12-15年		
排名	酒企	CAGR (%)	排名	酒企	CAGR (%)
1	老白干酒	11.92%	1	顺鑫农业	44.07%
2	古井贡酒	7.77%	2	金徽酒	15.92%
3	贵州茅台	7.28%	3	口子窖	9.91%
4	金徽酒	6.62%	4	伊力特	6.00%
5	顺鑫农业	4.93%	5	贵州茅台	5.22%
6	青青稞酒	4.45%	6	迎驾贡酒	4.41%
7	口子窖	1.02%	7	今世缘	0.42%
8	今世缘	-2.22%	8	古井贡酒	-0.46%
9	洋河股份	-2.41%	9	洋河股份	-4.47%
10	伊力特	-2.42%	10	青青稞酒	-8.49%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

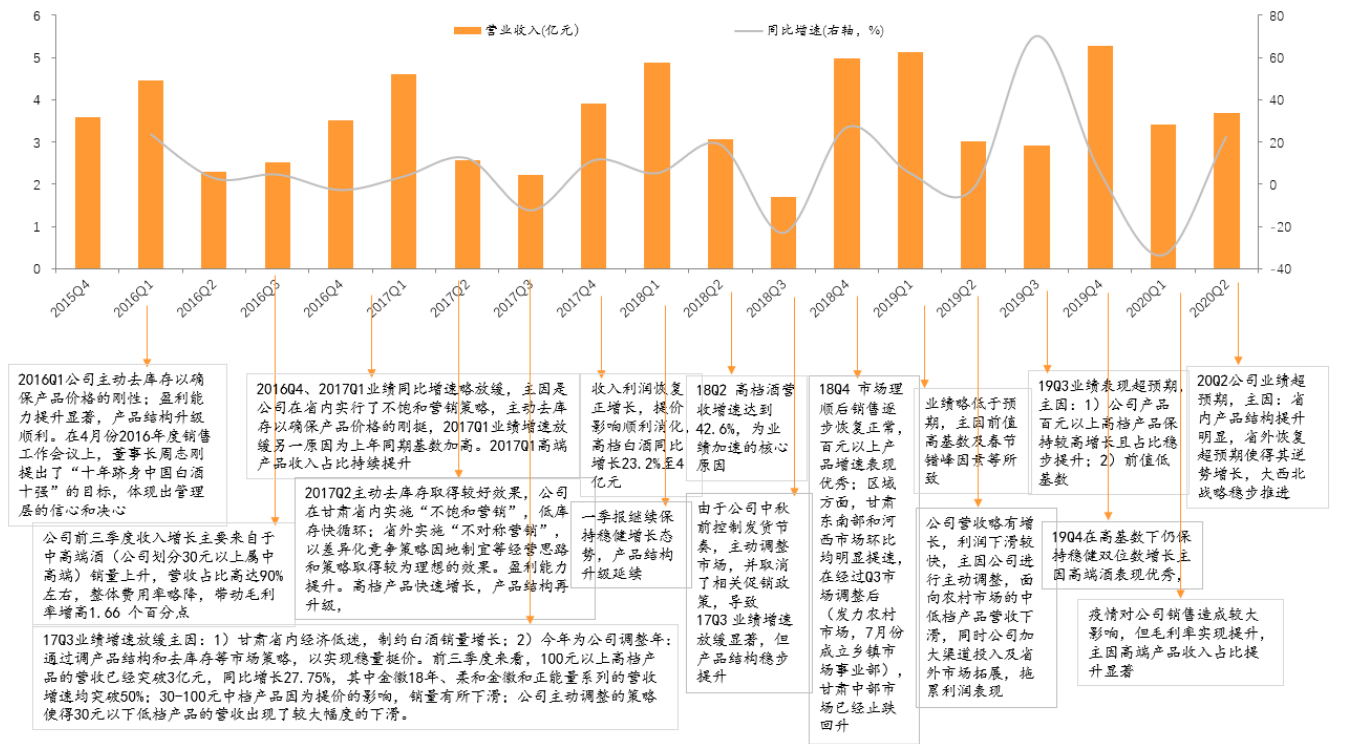
**表 10：近几年公司业绩目标完成度较高**

	2017	2018	2019	2020
目标营业收入(亿元)	14.20	15.00	15.67	18.30
YOY(%)	11.17%	12.54%	7.15%	-
目标归母净利润(亿元)	2.45	2.80	2.72	3.20
YOY(%)	10.43%	10.69%	5.18%	-
实际营业收入(亿元)	13.33	14.62	16.34	-
YOY(%)	8.02%	9.72%	11.76%	-
实际归母净利润(亿元)	2.53	2.59	2.71	-
YOY(%)	14.02%	2.24%	4.64%	-
营收目标完成度	93.87%	97.47%	104.28%	-
利润目标完成度	103.27%	92.50%	99.63%	-

年份	总体思路	经营计划			
		市场营销	品牌建设	生产管理	基础管理
2017	以市场为导向，弘扬工匠精神，追求卓越品质，坚持以质取胜	1) 精准营销，聚焦资源； 2) 省内“不饱和营销”，省外“不对称营销”，继续打造金徽核心大单品和旗帜产品	1) 围绕金徽酒“只有窖香没有泥味”的独特物理属性和“金徽酒正能量”的品牌精神； 2) 多元化宣传	1) 弘扬“工匠精神”，追求卓越品质； 2) 加快推进信息化建设，提升对产供销各环节的支持力度	1) 完善全员绩效管理，发挥各部门工作的主观能动性； 2) 加快推进生产配套设施建设
2018	开启二次创业，实现量向质变，以匠心铸造品质，以服务促进管理，提升金徽酒的核心竞争力	1) 聚焦资源，精准营销； 2) 省内全价位、全渠道覆盖，提升世纪金徽星系列市场占有率，培育金徽十八年、金徽柔和超级大单品，省外重点打造百元以上金徽正能量系列大单品，实现中高端市场大突破； 3) 提高服务质量	1) 坚持“金徽酒正能量”的品牌精神诉求和“只有窖香没有泥味”的产品物理属性； 2) 开展公益活动，赞助各类体育赛事； 3) 多元化宣传； 4) 继续办好樱花节等文旅活动	1) 进一步提升原酒质量、产量； 2) 加强员工培训； 3) 加强科研攻关； 4) 提高包装质量	1) 加强绩效沟通； 2) 优化内部管理制度
2019	量质并举，挖潜降耗，以服务促管理，加快公司高质量发展	1) 省内“不饱和”营销，产品结构优化升级，加快“大兰州”市场、河西走廊市场建设，稳步提高省内市场份额； 2) 省外“不对称”营销，深度开发陕西、宁夏市场，有序开拓新疆、内蒙等西北市场； 3) 数字化打造“万商联盟”体系； 4) 完成非公开发行股票工作，实现优秀经销商持股	1) 强化“金徽酒正能量”精神诉求和“只有窖香没有泥味”产品物理属性的品牌塑造与传播； 2) 多元化宣传； 3) 开展公益助学活动和精准扶贫活动	1) 量质并举，挖潜降耗，努力实现产品质量的新突破； 2) 加强科研攻关、实施自动化改造，提高生产效率； 3) 加强食品安全内外检测	1) 严格落实全面预算管理； 2) 优化绩效考核管理； 3) 优化人力资源配置； 4) 推进“双重预防机制”建设
2020	以客户为中心，以奋进者为本，持续深化公司改革，完善运行机制，加快二次创业步伐	1) 完成省内销售公司组织机构重组和全员竞聘上岗； 2) 推行核心店模式，以终端门店销售考核营销人员； 3) 坚持不饱和、不对称营销，全面推进深度分销模式； 4) 深耕甘肃、陕西、宁夏市场，加快开发内蒙、青海、新疆市场，完成西北六省市场布局； 5) 加大金徽二十八年、金徽十八年等高端产品推广，不断优化产品结构	1) 深入宣传“金徽酒正能量”的精神诉求和“只有窖香没有泥味”的独特产品属性； 2) 利用品鉴会、厂区生态游、公益活动全方位展开品牌宣传	1) 生产系统深化市场化考核，不断提升优级酒率； 2) 持续强化酿酒技术人才培养； 3) 鼓励技术创新和技术竞赛； 4) 高度重视食品安全管理和质量控制	1) 巩固公司机构重组和全员竞聘上岗改革成果； 2) 深化薪酬体系改革，加大绩效考核和二次分配力度； 3) 加快推进与华为的信息化项目合作； 4) 强化安全生产标准化建设

资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 25：2016Q1-2020Q2 公司收入增速变动情况分析一览



资料来源：Wind，浙商证券研究所

#### 4.1.2. 高管、骨干、经销商持股计划激发公司活力

**高管、骨干、经销商持股计划保证公司凝聚力。**为进一步完善治理结构，建立自上而下的全面激励机制，提升省内外经销商积极性，公司于2018年起实施高管、骨干员工及经销商的股权激励计划：**1) 公司高管持股：**包括董事长周志刚在内的高管团队通过陇南众惠投资、陇南乾惠投资、陇南怡铭投资间接持股，同时通过第一期员工持股计划持股；**2) 骨干员工持股：**2018年6月公司宣布实施第一期员工持股计划，此后通过非公开发行股票引入第一期员工持股计划，占非公开发行总量的18.81%，涉及公司员工不超过691人，覆盖范围较广；**3) 经销商持股：**2019年5月公司非公开发行股票共有五家机构参与，其中金徽正能量1号集合资产管理计划为经销商持股平台，占非公开发行总量的28.03%。公司通过实施高管持股、经销商持股和员工持股计划，使得公司与核心高管、骨干员工、经销商利益绑定，有利于团队稳定，形成更高的凝聚力和执行力，提高员工和经销商积极性。

**表 11：第一期员工持股计划内容**

序号	参加对象	职务	认购金额上限 (单位:万元)	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	1.37%
小计			2250	30.78%
12	其他员工 (不超过680人)	-	5061	69.22%
合计			7311	100.00%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

**表 12：2019 年 5 月公司非公开发行股票共有五家机构参与**

序号	发行对象全称	类型	配售股数 (股)	配售金额 (元)	占发行总量 比例 (%)	锁定期 (月)
1	中央企业贫困地区产业投资基金股份有限公司	其他	7,142,857	99,999,998	27.26	12
2	贫困地区产业发展基金有限公司	其他	3,571,428	49,999,992	13.63	12
3	甘肃长城兴陇丝路基金(有限合伙)	其他	3,214,285	44,999,990	12.27	12
4	华龙证券股份有限公司(华龙证券-金徽酒正能量1号集合资产管理计划)	战略投资者	7,342,857	102,799,998	28.03	36
5	金徽酒股份有限公司第一期员工持股计划	关联方	4,928,571	68,999,994	18.81	36
合计			26,199,998	366,799,972	100	-

资料来源：Wind，浙商证券研究所

#### 4.1.3. 五年规划明确指引，业绩对赌加码激励

在制定员工股权激励计划外，公司通过业绩对赌再次加码激励。2019 年公司发布公告《五年发展战略规划纲要（2019-2023）》，同时公司与核心管理人员签订了《业绩目标及奖惩方案协议》，业绩考核期为 19-23 年，要求 19-23 年公司需完成营业收入 16.2 亿元（+10.81%）、18.3 亿元（+12.96%）、21.0 亿元（+14.75%）、25.0 亿元（+19.05%）、30.0 亿元（+20.00%）（19-23 年收入 CAGR 为 15.45%）；需完成扣非后归母净利润 2.8 亿元（+11.55%）、3.2 亿元（+14.29%）、3.8 亿元（+18.75%）、4.7 亿元（+23.68%）、6.0 亿元（+27.66%）（19-23 年净利润 CAGR 为 19.03%）。

对赌奖惩方案明确，利于进一步激发员工积极性。公司围绕营业收入和扣非归母净利润两项指标制定奖惩方案，对设定了规定目标进行奖惩，此外，奖励薪酬当期仅兑付 50%，剩余 50%于业绩目标期间届满后统一结算。方案出台后，19 年 Q3、Q4 表现亮眼，营收达到目标，扣非归母净利润达到目标的 96%，19 年公司营业收入和扣非后归母净利润分别为 16.34 亿元、2.70 亿元，基本完成目标。我们认为该方案以业绩为导向，有效地提高员工积极性，且奖励薪酬当期不完全兑付保障了业绩增长的可持续性。

**表 13:《五年发展战略规划纲要(2019-2023)》内容**

目标	
1 生产经营	到2023年实现主营业务收入 <b>30亿元</b> ，归属于母公司净利润 <b>6亿元</b> ，2019-2023年目标营收CAGR达 <b>16.7%</b> ，目标扣非净利润CAGR达 <b>21.0%</b> ；
2 市场开拓	巩固并提升公司在省内市场领先地位，全面推进陕西、宁夏市场，辐射新疆、内蒙古、青海等西北市场，培育其他机会性市场；
3 品牌发展	加快实施金徽和陇南春双品牌发展战略，打造具有影响力和竞争力的中高端白酒知名品牌。

资料来源：Wind，浙商证券研究所

**表 14: 公司未来五年业绩目标**

项目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2019-2023 CAGR
目标营业收入(亿元)	16.2	18.3	21	25	30	16.7%
营收yoy		13.0%	14.8%	19.0%	20.0%	
目标扣非归母净利润(亿元)	2.8	3.2	3.8	4.7	6	21.0%
扣非净利润yoy		14.3%	18.8%	23.7%	27.7%	

资料来源：Wind，浙商证券研究所

**表 15: 公司奖惩方案细则**

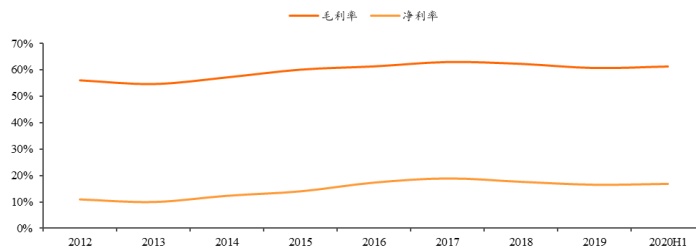
类别	指标	条件	薪酬奖励/惩罚金额
奖惩计算方式	营业收入	当年经审计实际营业收入>当年目标营业收入	奖励薪酬=(当年目标营业收入-前一年经审计实际营业收入)*2%+(当年经审计实际营业收入-当年目标营业收入)*2.5%
		当年经审计实际营业收入≤当年目标营业收入	惩罚金额=(当年目标营业收入-当年经审计实际营业收入)*2%
	扣非归母净利润	当年经审计实际扣非归母净利润>当年目标扣非归母净利润	奖励薪酬=(当年目标扣非归母净利润-前一年经审计实际扣非归母净利润)*15%+(当年经审计实际扣非归母净利润-当年目标扣非归母净利润)*20%
		当年目标扣非归母净利润*85%<当年经审计实际扣非归母净利润≤当年目标扣非归母净利润	奖励薪酬=(当年经审计实际扣非归母净利润-前一年实际扣非归母净利润)*15%
		当年经审计实际扣非归母净利润≤当年目标扣非归母净利润*85%	惩罚金额=(当年目标扣非归母净利润*85%-当年经审计实际扣非归母净利润)*15%
奖惩实现方式	奖励薪酬	当年的奖励金额50%当期兑付，剩余50%存入奖励资金池，业绩目标期间届满后统一结算	
	惩罚金额	先从已计提未发放的奖励资金中冲抵，部分从下一年度税前工资中予以扣除，部分于业绩目标期间届满后统一结算	
奖惩兑现时间	前四年	公司上一年度经营业绩经年审会计师事务所审计结束后对外披露后3个月内，甲方对乙方完成上年度业绩情况按照本条约定进行核算，并兑现奖惩。	
	最后一年	奖惩兑现时间由公司董事会薪酬与考核委员会综合评定确定	
提取奖励薪酬门槛	只有当年扣非归母净利润率≥12%时，乙方才能提取奖励薪酬		

资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 4.2. 产品结构：消费升级正当时，省内高端化潜力可期

金徽酒产品结构不断优化，盈利能力进入上行通道。得益于产品结构优化升级，公司产品均价从2013年的6.51万元/吨提升至2019年的9.89万元/吨；毛利率从2013年54.6%提升至2020H1的61.3%，净利率从2013年9.9%提升至2020H1的16.9%。随着甘肃省白酒主流价格带从100元以下向100-300元转换，金徽酒产品结构拥有进一步优化升级的空间，公司均价和毛利率有望进一步提升。

图 26：金徽酒毛利率和净利率呈提升趋势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 16：金徽酒各档次产销量和均价一览

档次	项目	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
高档	产量(吨)	1,312.29	1,160.02	1,537.47	1,876.05	1,986.20	3,101.18	3,598.00
	产量yoy		-12%	33%	22%	6%	56%	16%
	销量(吨)	1,235.75	1,099.59	1,395.82	1,646.11	1,994.80	2,714.52	3,401.02
	销量yoy		-11%	27%	18%	21%	36%	25%
	产销率	94.17%	94.79%	90.79%	87.74%	100.43%	87.53%	94.53%
	销售单价(万元/吨)	25.11	22.04	20.64	19.88	20.21	19.58	19.76
	单价yoy		-12%	-6%	-4%	2%	-3%	1%
	营业收入(万元)	31,029.79	24,233.43	28,810.57	32,718.82	40,311.40	53,158.03	67,200.94
中档	产量(吨)	7,367.54	9,408.74	11,090.84	12,977.89	11,126.62	11,011.14	10,499.47
	产量yoy		28%	18%	17%	-14%	-1%	-5%
	销量(吨)	7,415.70	9,043.59	11,049.68	12,070.10	11,158.69	10,531.46	10,953.16
	销量yoy		22%	22%	9%	-8%	-6%	4%
	产销率	100.65%	96.12%	99.63%	93.01%	100.29%	95.64%	104.32%
	销售单价(万元/吨)	7.40	7.04	7.04	7.11	7.72	8.34	8.25
	单价yoy		-5%	0%	1%	9%	8%	-1%
	营业收入(万元)	54,892.78	63,673.47	77,799.88	85,825.11	86,115.14	87,801.45	90,371.82
低档	产量(吨)	8,729.62	4,710.77	4,535.45	3,457.45	1,915.95	1,704.98	1,758.38
	产量yoy		-46%	-4%	-24%	-45%	-11%	3%
	销量(吨)	8,137.71	5,042.87	4,275.42	3,173.84	2,237.08	1,943.69	2,002.11
	销量yoy		-38%	-15%	-26%	-30%	-13%	3%
	产销率	93.22%	107.05%	94.27%	91.80%	116.76%	114.00%	113.86%
	销售单价(万元/吨)	2.86	2.65	2.72	2.89	3.06	2.72	2.10
	单价yoy		-7%	3%	6%	6%	-11%	-23%
	营业收入(万元)	23,304.14	13,377.05	11,630.63	9,179.71	6,850.42	5,280.90	4,207.17
合计或平均	产量(吨)	17,409.45	15,279.53	17,163.76	18,311.39	15,028.77	15,817.30	15,855.85
	产量yoy		-12%	12%	7%	-18%	5%	0%
	销量(吨)	16,789.16	15,186.05	16,720.92	16,890.05	15,390.57	15,189.67	16,356.29
	销量yoy		-10%	10%	1%	-9%	-1%	8%
	产销率	96.44%	99.39%	97.42%	92.24%	102.41%	96.03%	103.16%
	销售单价(万元/吨)	6.51	6.67	7.07	7.56	8.66	9.63	9.89
	单价yoy		3%	6%	7%	15%	11%	3%
	营业收入(万元)	109,226.71	101,283.95	118,241.08	127,723.64	133,276.96	146,240.38	161,779.93

资料来源：Wind，浙商证券研究所

**外部+内部齐发力，省内产品高端化发展速度或超预期：**

**(1) 外部：省内价格带向上迁移，锦绣陇南进行消费者培育**

当前甘肃省主流价格带在 100 元以下，正向 100-300 元迁移。由于甘肃省 GDP 在全国排名末尾，因此白酒价格带消费升级节奏滞后东部地区 1-2 年。但甘肃地区饮酒氛围浓厚，近年白酒消费升级趋势明显，主流价格带有望向上迁移至 100-300 元，产品价格带有望向东部安徽等市场靠拢。

各重点酒企发力次高端和中高端，引领白酒消费升级。1) 酒企战略方面，金徽聚焦百元以上高档产品、红川聚焦次高端和中端价格带、汉武御百元以上产品占据 50% 以上的比例、滨河发力次高端和 200 元左右中高端价格带。2) 区域大单品方面，金徽柔和系列（100-300 元）、世纪金徽五星（168 元）、红川锦绣陇南（478 元）、金成洲（288 元）规模均已超 2 亿元，金徽 18 年（458 元）、滨河九粮液（438 元）、汉武御五星（178 元）均是各酒企重点产品。3) 省外竞品方面，茅五沪高端酒在甘肃省内规模已达 10 亿元，次高端剑南春规模已超 5 亿元，加速甘肃省内消费者培育。因此，重点酒企齐心发力次高端和中高端价格带，引领甘肃省白酒价格带向上迁移。

**表 17：金徽酒各档次产品与竞品一览**

价格带	金徽酒产品	价格（元）	规模（亿元）	主要竞品	全国/区域	价格（元）	规模（亿元）
700元以上	金徽28年	1280		飞天茅台	全国	2688	约10亿元
				第八代五粮液	全国	1399	
				国窖1573	全国	990	
300-700元	金徽18年	458	重点产品	红川锦绣陇南	区域	478	2亿元+
				品味舍得	全国	448	
	正能量-能量1号（省外）	428		剑南春	全国	438	约5亿元
				滨河九粮液	区域	438	重点产品
100-300元	柔和金徽H9	329	约2亿元	红川酒金成洲	区域	288	约2亿元
	柔和金徽H6	238		汉武御醴泉	区域	268	
	柔和金徽H3	139		五粮春	全国	258	2亿元+
	正能量-能量2号（省外）	288		滨河九粮春	区域	239	
				泸州老窖特曲	全国	198	过亿元
	正能量-能量3号（省外）	188		茅台王子酒	全国	178	
				汉武御五星	区域	178	重点产品
	世纪金徽五星	168	约3亿元	古河州五星	区域	168	
				红川五星	区域	165	
	金徽特曲红瓷	158		洋河海之蓝	全国	138	2-3亿元
茅台迎宾酒				全国	120		
30-100元	世纪金徽四星	99	约4亿元	红川四星	区域	98	
	金徽特曲	88		汉武御四星	区域	90	
	世纪金徽三星	65	约5亿元	尖庄	全国	78	
	金徽陈酿五年	58		泸州老窖头曲	全国	70	过亿元
	金徽陈酿三年	48		古河州三星	区域	68	
				五粮醇	全国	60	
	金徽头曲	44		西凤酒	全国	50	
九酿滨河陈酿				区域	37		
30元以下	世纪金徽二星	30		古河州42度	区域	18	
				红川特曲	区域	18	
	金徽陈酿	18		红星二锅头	全国	16	重点产品
				老村长	全国	16	重点产品
				牛栏山二锅头	全国	14.8	重点产品

资料来源：饿了么，浙商证券研究所

## （2）内部：产品结构优化、推出高端新品，聚焦高档产品发展

金徽酒通过收缩低端产品线、推出高端新品优化产品结构，收入占比较高的省内致力于打造金徽 18 年、世纪金徽星级系列、柔和系列等高档战略大单品，省外专门推出百元以上能量产品系列，此外采取跟随调价策略提高产品价值。

金徽酒持续优化产品结构，收缩低端产品线，打造核心战略大单品。公司自上市以来持续聚焦资源，优化产品结构，停产低端的世纪金徽一星，精简产品线。精心打造核心战略大单品，主要包括金徽 18 年、世纪金徽星级系列、柔和系列、能量系列，其中世纪金



徽星级系列占比约 75%，柔和系列占比约 12%。近年来，公司百元以上高档酒占比持续攀升，增长主要来源为金徽 18 年、世纪金徽五星、柔和系列和能量系列。

**即将推出高端品牌“陇南春”，有望成为新的增长点。**公司计划于 2020 年重新推出高端品牌“陇南春”系列，价格区间或位于 500-1000 元。陇南春具有名酒基因，拥有深厚的民众认知基础，具备打造成高端品牌的基础：**1) 名酒基因：**1988 年，西安举办的首届中国酒文化节上，陇南春酒和陇南春福寿春酒获得中国文化名酒称号，陇南春系列 9 种包装获得包装大赛二等奖，此外陇南春曾获“首届中国食品博览会金奖”、“法国巴黎国际名酒博览会金奖”、“泰国曼谷国际名酒博览会金奖”等大奖。**2) 拥有民众基础：**上世纪在甘肃省流行“抽海洋烟，喝陇南春酒”，陇南春酒一度作为甘肃特产，具备消费者认知基础。

**受原材料等生产成本上升影响，近年金徽酒小幅提价。**金徽酒调价策略主要根据两方面决定，一是白酒行业整体情况，其他公司提价时公司也会顺势而为，积极参与竞争；二是公司根据市场销售情况和生产成本综合判断后确定是否提价。因此，近年在高端和次高端白酒纷纷提价的背景下，金徽酒适时地于 2017 年 10 月、2020 年 8 月进行两次调价。由于公司聚焦百元以上高档白酒发展，因此 2020 年调价产品中特别包括战略大单品金徽十八年，未来不排除会继续提价。

**表 18：近年来金徽酒两次调价**

日期	调价内容
2017/10/12	金徽酒近日对部分中档产品价格上调 5%。公司表示，此次涨价是由于包装材料和酿酒原粮价格大幅度上涨，公司生产成本上升所致。此次提价的产品主要涉及 <b>世纪金徽酒三星、四星</b> 。
2020/8/1	8月1日，金徽酒省内销售公司发布调价函，表示由于原材料价格上涨、人力成本增加，公司根据原材料上涨实际情况，自2020年8月1日起，对 <b>世纪金徽系列、金徽十八年</b> 产品价格进行上调。

资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 敏感性测试：2020 年高端酒收入增速或超 25%

我们假设高端酒 2020 年毛利率恒定提升 1 个百分点，销量增速位于 20%-35% 区间，吨价增速位于 1%-4% 区间，那么高端酒收入增速位于 21%-40% 区间，考虑到下半年消费逐步恢复，产品结构升级速度或超预期，我们认为 2020 年高端酒收入增速或超 25%。

**表 19：2020 年高端酒收入增速或超 25%**

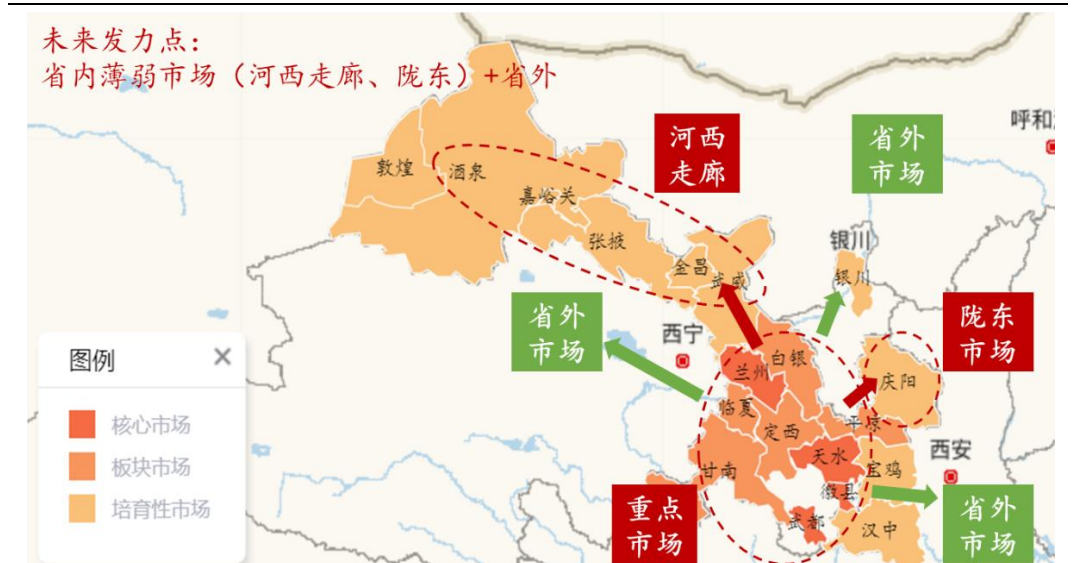
	假设吨价增速为 1%				假设吨价增速为 3%			
	814.48	848.41	882.35	916.29	838.67	873.61	908.56	934.43
营业收入	814.48	848.41	882.35	916.29	838.67	873.61	908.56	934.43
YOY (%)	21.2%	26.3%	31.3%	36.4%	24.8%	30.0%	35.2%	39.1%
销量增速 (%)	20%	25%	30%	35%	20%	25%	30%	35%
吨价增速 (%)	1%	1%	1%	1%	3%	3%	3%	3%
	假设吨价增速为 2%				假设吨价增速为 4%			
	830.60	865.2	899.82	925.36	856.81	891.09	908.56	943.50
营业收入	830.60	865.2	899.82	925.36	856.81	891.09	908.56	943.50
YOY (%)	23.6%	28.8%	33.9%	37.7%	27.5%	32.6%	35.2%	40.4%
销量增速 (%)	20%	25%	30%	35%	20%	25%	30%	35%
吨价增速 (%)	2%	2%	2%	2%	4%	4%	4%	4%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 4.3. 渠道拓展：立足甘肃聚焦大西北，有望成为西北王

**立足甘肃：巩固成熟市场地位，进一步攻破薄弱地区。**2019年金徽酒省内市占率约为27%，相较于伊力特、青青稞酒等省内市占率达50%以上的区域酒企，金徽酒省内市占率仍有较大提升空间，其中较为薄弱的陇东地区及河西走廊发展可期。据公司规划显示，未来公司省内市占率目标为提升至50%左右，假设甘肃白酒市场规模始终稳定在60亿元，公司届时省内规模将达30亿元。未来公司将继续凭借“不饱和营销”、“金网工程”、“万商联盟”加码渠道深耕，进一步巩固优势区域，发力甘肃西部等稍弱市场，在甘肃市场实现全价位、全渠道、全产品线覆盖。

图 27：河西走廊及陇东地区市场为公司省内潜力地区



资料来源：Wind，浙商证券研究所

**发展西北，面向全国：坚持大西北战略，陕西成为样板地区。**甘肃省内市场空间相对较小，白酒市场达400亿规模的大西北市场为金徽酒未来发展的新机遇，公司自18年起加速拓展省外市场。战略方面，金徽酒在立足甘肃的基础上发展西北，有序突破，拓展市场时控制节奏、稳扎稳打。计划方面，公司计划未来5年时间省内外收入占比达85%:15%（假设未来5年公司收入规模将达30-40亿元，预计省外收入为4.5-6亿元）

- 一、省外拓展条件：产能充足叠加西北地区消费习惯相似。1) 西北地区消费习惯较为相似。甘肃省被西北五省环绕，消费者的风俗习惯、文化理念较为相似，为金徽酒在西北地区的发展提供了较优的基础；2) 拥有西北地区最大的白酒酿造基地。
- 二、省外发展战略：通过打造样板城市向西北地区发力。

1) **招商策略—金网工程**：公司通过金网工程筛选经销商，实施定向招商的策略，一个区县由一家经销商独家代理，公司表示“再小的经销商，只要符合我们要求，金徽酒会积极培育，支持做大做强”。

**2) 费用投放策略—非对称营销：**金徽酒负责品牌营销、媒体资源投放等市场前置投入，占金徽酒市场推广费用的30%左右，降低经销商的市场成本，经销商仅承担物流、仓储等费用。

**3) 经销商考核：**在经销商的考核方面，相对于规模，金徽酒更看重动销能力，不设任务、不要求首次打款，每个月要求两次实盘。经销商实行刚性价格制度，进入市场第一年禁止价格促销，一旦存在窜货等行为将直接取消代理权，公司重新招商。

**4) 终端门店策略—核心店：**金徽酒进入市场时前期铺市率要求为10%，其中5%为核心门店。金徽酒聚焦终端门店与消费者，将更多资源向终端门店倾斜，60%以上市场推广费用投放在终端门店的品鉴会和客情维护。

**5) 市场运作策略：**在陕西、宁夏聚焦资源，未来将完成西北六省布局。宁夏作为探索性市场，当前已实现全区域全价位全产品覆盖。陕西为西北地区最大的市场，市场规模在150亿左右，陕西的中高端白酒销售规模占整个西北地区的40%以上。金徽酒自2013年起进入陕西市场，率先进入汉中，此后陆续布局宝鸡、西安、咸阳，2018年起全面启动陕西地级市场开发计划，布局榆林、延安、渭南、铜川、安康、商洛，并全面完成了招商工作，2019年金徽酒在陕西市场的各项指标大幅增长，个别达到80%。未来，金徽酒目标将陕西做深做透，打造成省外样板市场，以陕西为参照，未来金徽酒还将向西北其余各省发力。

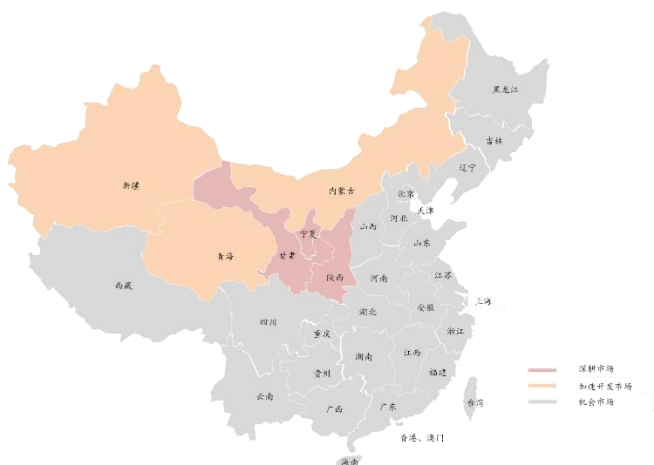
**表 20：公司在陕西地区发展迅速**

具体情况	
产品	陕西市场的消费水平高于甘肃，金徽酒在山西重点突破100元以上价格带的金徽正能量系列。
市场	金徽酒以“不对称”营销策略聚焦目标消费者，将西安、宝鸡、汉中作为主要发力点精准营销。
经销商	金徽酒实行“不饱和”战略，不向经销商压货，根据市场情况有计划的控量，严格对经销商实行库存管理，以保证产品价格的稳定。
营销	通过品鉴会、节日团拜、赞助当地体育赛事和商会等活动进行消费者培育。2019年，金徽酒全面推动酒店搅动计划，力求在陕西市场实现核心终端、团购、酒店三方面全面突破。

资料来源：Wind，浙商证券研究所

2019年，金徽酒通过定增布局省外，目前金徽酒依靠甘肃区位优势，销售网络已辐射陕西、宁夏、新疆、西藏、内蒙等西北市场，并实现了省外收入的快速增长。未来，金徽酒继续深耕甘肃、陕西、宁夏市场，加快开发内蒙、青海、新疆市场，实现完成西北六省的布局，将金徽酒打造成为西北第一酒。

图 28：金徽酒未来市场布局战略



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表 21：金徽酒未来市场发展战略

战略	市场	具体措施
深耕	陕西、宁夏	依托产品品质讲好品牌故事，加强开发力度，通过品质、品牌、文化、服务等多方位竞争，赢得消费者，提高市场占有率
加快开发	新疆、内蒙古、青海	利用甘肃市场辐射能力，实施重点突破、以点带面的营销策略，重点强化品牌影响力，力争在当地市场占据重要地位
其他机会市场	除甘肃、陕西、宁夏、新疆、内蒙古、青海外其他市场	有选择、有重点的进行前期培育，引导消费趋势，增强品牌认知度和美誉度，延伸产品销售网络，为进一步市场导入做好准备

资料来源：《金徽酒五年发展战略规划》，浙商证券研究所

## 5. 盈利预测及估值分析

### 5.1. 盈利预测

1) **销量**：16-19 年公司紧抓消费升级趋势，产品结构实现明显上移，即使在疫情爆发期间，公司高端酒依然实现高速增长，考虑到甘肃省白酒价格带正从 100 元以下往 100-300 元价格带提升、公司聚焦百元以上价格带产品，我们预计 20-22 年高端酒销量将提升显著，增速分别为 25%、30%、30%，而中低端酒 2020-22 年销量增速呈现先负后正趋势。

2) **吨价及毛利率**：受益于产品结构稳健提升、大西北战略持续推进，20-22 年白酒业务吨价预计增速较为稳定，其中高端酒吨价增速较快，预计 20-22 年增速分别为 1%、2%、2%，同时高端酒毛利率的稳健提升将推动公司综合毛利率实现增长，预计 20-22 年公司综合毛利率分别为 62.2%、63.6%、65.0%；中档酒吨价较为稳健，而低档酒吨价则受光瓶酒占比提升、促销力度提升归宿影响，总体呈放缓态势，预计吨价增速分别为 -5%、-2%、0%。

预计 2020-2022 年收入增速分别为 9.4%、17.5%、19.2%；归母净利润增速分别为 12.0%、22.8%、23.8%；EPS 分别为 0.6、0.7、0.9 元/股；PE 分别为 40、32、26 倍。综合来看，受益于金徽酒激励机制完备且目标较高、产品结构持续升级、大西北战略稳步推进，公司未来成长性强，当前估值具有性价比，首次覆盖给予买入评级。

表 22：金徽酒量价拆分

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>白酒业务</b>							
营业收入(百万元)	1,277	1,333	1,462	1,618	1,772	2,086	2,490
YOY(%)	8%	4%	10%	11%	10%	18%	19%
销量(吨)	16890	15391	15190	16356	16887	18642	20864
YOY(%)	1%	-9%	-1%	8%	3%	10%	12%
毛利率(%)	61%	63%	62%	61%	62%	64%	65%
<b>高档白酒</b>							
营业收入(百万元)	327	403	532	672	848	1119	1477
YOY(%)	14%	23%	32%	26%	26%	32%	32%
销量(吨)	1646	1995	2715	3401	4251	5527	7185
毛利率(%)	70%	72%	70%	68%	69%	69%	70%
<b>中档白酒</b>							
营业收入(百万元)	858	861	878	904	886	930	976
YOY(%)	10%	0%	2%	3%	-2%	5%	5%
销量(吨)	12070	11159	10531	10953	10734	11271	11834
毛利率(%)	60%	60%	60%	58%	58%	59%	59%
<b>低档白酒</b>							
营业收入(百万元)	92	69	53	42	38	36	36
YOY(%)	-21%	-25%	-23%	-20%	-10%	-5%	0%
销量(吨)	3174	2237	1944	2002	1902	1845	1845
毛利率(%)	41%	45%	32%	14%	12%	11%	10%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 5.2. 估值分析

纵向来看，2019年以来，金徽酒估值始终处于低位，今年4月后伴随白酒板块景气度提高，金徽酒估值有所提升。横向来看，金徽酒2020/2021年对应PE为40/32倍，新疆地产酒龙头伊力特2020/2021年对应PE为18/13倍，金徽酒估值高于伊力特，目前PE差处于26倍左右，考虑到新疆疫情反复给伊力特带来的业绩不确定性，估值差距或仍有进一步扩大空间。考虑到金徽酒产品结构持续升级、大西北战略稳步推进，估值仍有提升空间，预计2020-2022年EPS分别为0.6/0.7/0.9元/股；PE分别为40/32/26倍。

图 29：西北地区主要白酒估值情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 30：金徽酒与伊力特估值差



资料来源：Wind，浙商证券研究所

**表 23：可比上市公司盈利预测及估值表**

日期	2020/10/20	收盘价 (元)	总市值(亿元)	EPS (TTM)	市盈率 (TTM)	EPS			PE		
						20E	21E	22E	20E	21E	22E
000596.SZ	古井贡酒	211.2	1,063.5	3.7	56.7	4.5	5.6	6.7	47.0	37.8	31.5
603589.SH	口子窖	56.7	340.1	2.2	25.9	2.7	3.1	3.6	21.0	18.1	15.7
000860.SZ	顺鑫农业	59.4	440.5	1.0	62.1	1.3	1.7	2.1	46.4	35.6	28.4
603369.SH	今世缘	49.7	623.5	1.1	44.4	1.3	1.6	2.0	38.5	31.3	25.4
600779.SH	水井坊	71.3	348.3	1.2	59.1	1.5	2.0	2.3	46.9	35.8	30.6
603198.SH	迎驾贡酒	22.9	183.0	1.0	22.4	1.1	1.3	1.4	20.6	17.9	16.0
600559.SH	老白干酒	11.8	105.7	0.4	32.3	0.4	0.5	0.6	30.2	23.6	20.7
000799.SZ	酒鬼酒	101.8	330.7	1.0	100.8	1.3	1.7	2.2	81.4	60.2	46.3
600702.SH	ST舍得	38.5	129.4	1.4	26.6	1.6	1.9	2.3	24.8	20.0	16.7
600197.SH	伊力特	19.3	84.0	0.9	21.5	1.1	1.5	1.8	17.9	13.3	11.0
<b>平均值</b>									<b>37.5</b>	<b>29.4</b>	<b>24.2</b>
<b>603919.SH</b>	<b>金徽酒</b>	<b>23.8</b>	<b>120.9</b>	<b>0.5</b>	<b>47.3</b>	<b>0.6</b>	<b>0.7</b>	<b>0.9</b>	<b>39.5</b>	<b>32.3</b>	<b>26.3</b>

资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 6. 风险因素

### 海外疫情风险

若受海外疫情影响致国内二次爆发或防控升级，对餐饮和消费场景造将影响白酒整体动销恢复。

### 百元以上价格带高端酒动销情况不及预期

受疫情影响，百元以上价格带高端酒动销不及预期，导致均价有上涨不及预期风险。

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	1415.8	1551.5	1680.9	1912.3
现金	501.8	611.3	613.9	698.0
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0
应收账款	14.4	15.4	18.8	23.3
其它应收款	3.6	3.4	4.4	5.1
预付账款	10.2	7.9	11.0	12.1
存货	848.0	885.5	998.9	1140.5
其他	37.9	28.0	33.9	33.2
<b>非流动资产</b>	1762.6	1823.1	1873.6	1889.7
金融资产类	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	1234.3	1316.3	1381.5	1432.8
无形资产	166.8	162.4	156.1	150.1
在建工程	333.5	322.6	314.6	283.0
其他	27.9	21.9	21.4	23.8
<b>资产总计</b>	3178.4	3374.7	3554.5	3802.1
<b>流动负债</b>	613.7	625.9	707.5	822.9
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
应付款项	169.5	210.2	235.5	255.8
预收账款	227.9	202.3	236.1	302.2
其他	216.3	213.5	235.9	264.9
<b>非流动负债</b>	23.4	12.3	15.2	17.0
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	23.4	12.3	15.2	17.0
<b>负债合计</b>	637.0	638.3	722.7	839.9
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0
归属母公司股东权	2541.4	2736.4	2831.8	2962.2
<b>负债和股东权益</b>	3178.4	3374.7	3554.5	3802.1
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	370.9	394.5	423.0	525.2
净利润	271.4	306.4	374.2	459.9
折旧摊销	77.7	86.4	96.1	105.3
财务费用	(2.9)	(1.1)	(1.9)	(2.6)
投资损失	0.7	(0.5)	0.0	0.1
营运资金变动	79.3	43.4	65.8	106.3
其它	(55.4)	(40.1)	(111.3)	(143.8)
<b>投资活动现金流</b>	(224.9)	(152.8)	(147.1)	(119.0)
资本支出	(60.0)	(153.3)	(149.0)	(120.8)
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	(164.9)	0.5	1.8	1.8
<b>筹资活动现金流</b>	101.0	(132.2)	(273.2)	(322.2)
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
长期借款	(193.0)	0.0	0.0	0.0
其他	294.0	(132.2)	(273.2)	(322.2)
<b>现金净增加额</b>	246.9	109.5	2.6	84.1

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	1634.4	1782.3	2087.8	2476.6
营业成本	641.9	670.3	756.1	863.3
营业税金及附加	230.6	251.5	294.6	349.5
营业费用	245.0	267.3	323.6	391.3
管理费用	146.6	174.7	204.6	247.7
研发费用	28.6	31.2	36.6	43.4
财务费用	(2.9)	(1.1)	(1.9)	(2.6)
资产减值损失	(0.2)	(0.8)	(0.9)	(0.8)
公允价值变动损益	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	(0.7)	0.5	(0.0)	(0.1)
其他经营收益	6.7	5.8	7.0	6.5
<b>营业利润</b>	350.8	395.5	482.0	591.3
营业外收支	(5.4)	(5.7)	(5.9)	(6.2)
<b>利润总额</b>	345.4	389.8	476.1	585.2
所得税	73.9	83.4	101.9	125.2
<b>净利润</b>	271.4	306.4	374.2	459.9
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>归属母公司净利润</b>	271.4	306.4	374.2	459.9
<b>EBITDA</b>	415.5	470.6	565.7	683.4
<b>EPS (最新摊薄)</b>	0.5	0.6	0.7	0.9
<b>主要财务比率</b>				
	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入	11.8%	9.0%	17.1%	18.6%
营业利润	4.5%	12.7%	21.9%	22.7%
归属母公司净利润	5.0%	12.9%	22.1%	22.9%
<b>获利能力</b>				
毛利率	60.7%	62.4%	63.8%	65.1%
净利率	16.6%	17.2%	17.9%	18.6%
ROE	12.0%	11.6%	13.4%	15.9%
ROIC	10.3%	10.9%	12.9%	15.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	20.0%	18.9%	20.3%	22.1%
净负债比率	7.1%	3.6%	3.7%	3.8%
流动比率	2.3	2.5	2.4	2.3
速动比率	0.9	1.1	1.0	0.9
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.7
应收帐款周转率	128.8	123.1	131.9	131.0
应付帐款周转率	3.5	3.5	3.4	3.5
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.5	0.6	0.7	0.9
每股经营现金	0.7	0.8	0.8	1.0
每股净资产	6.5	5.4	5.6	5.8
<b>估值比率</b>				
P/E	44.5	39.5	32.3	26.3
P/B	3.7	4.4	4.3	4.1
EV/EBITDA	15.5	24.4	20.3	16.7

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>