

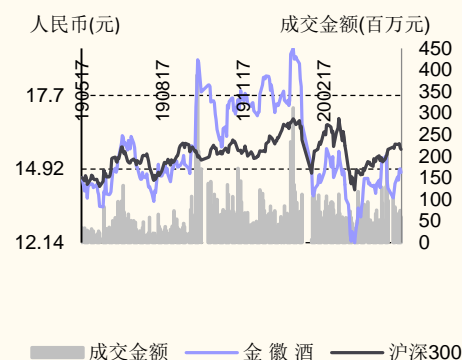
金徽酒 (603919.SH) 增持 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 14.79 元
目标价格 (人民币): 19.09-19.09 元

市场数据 (人民币)

总股本 (亿股)	3.90
已上市流通 A 股 (亿股)	3.64
总市值 (亿元)	57.71
年内股价最高最低 (元)	15.44/13.83
沪深 300 指数	3913
上证指数	2868



甘肃白酒龙头，迈入快速发展新阶段

公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益 (元)	0.71	0.69	0.83	1.01	1.25
每股净资产 (元)	5.49	6.51	6.99	7.63	8.49
每股经营性现金流 (元)	0.24	0.95	1.05	1.12	1.35
市盈率 (倍)	16.44	25.54	17.84	14.71	11.88
净利润增长率 (%)	2.24%	4.64%	19.52%	21.28%	23.88%
净资产收益率 (%)	12.94%	10.65%	11.85%	13.18%	14.66%
总股本 (百万股)	364	390	390	390	390

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **甘肃白酒龙头，步入快速发展新阶段。**公司前身为国内建厂最早的中华老字号白酒酿造企业之一，历史悠久。主打“金徽”品牌，产品定位清晰，覆盖高中低全价位带。2017-2019 年公司营收 CAGR 为 10.74%，归母净利润 CAGR 为 3.43%。2019 年 8 月，公司发布“五年发展战略规划”，提出到 2023 年实现收入 30 亿，净利润 6 亿，即 19-23 年 CAGR 分别为 16.4% 和 22.0%，公司迈入发展新阶段。
- **品牌区域领先，渠道重点覆盖，炼就核心竞争力。**1) **品牌：**公司主要依靠优秀的产品品质和精准营销打造强劲品牌力。一方面，公司产品力源于历史底蕴、地理条件以及精进工艺，公司的产品结构不断升级；另一方面，公司深入人心的品牌形象得益于省内“不饱和营销”和省外“不对称营销”，聚焦资源，精准营销。2) **渠道：**公司确立了“立足甘肃，发展西北，面向全国”的布局战略，省内通过“金网工程”深耕渠道，营销网络延伸至乡镇；省外通过“核心店策略”实现有重点地稳步扩张，进入陕西、宁夏、新疆等区域市场；此外积极打造厂商利益共同体，保障渠道利润，建立了有粘性的渠道网络。
- **金徽酒未来三大看点：**1) **公司省内市占率还有提升空间。**一方面公司弱势区域如甘肃西部收入快速增长，而成熟地区渠道下沉力度加大；另一方面公司高端产品有望放量，产品结构进一步升级。2) **公司省外市占率低，扩张增速明显。**近年来公司省外收入增速明显，公司有望加快省外扩张步伐，加速进军大西北其余市场。3) **五年规划坚定发展目标，二次创业激发增长潜力。**公司明确了到 2023 年实现营收 30 亿、归母净利润 6 亿的目标，并将管理层利益与公司深度绑定，形成长效激励，“二次创业”有望助力公司踏上新征程。

投资建议

- 预计 2020-2022 年公司收入分别为 18.88、21.95、25.74 亿元，同比 +15.5%/+16.3%/+17.3%，归母净利润分别为 3.23、3.92、4.86 亿元，同比 +19.5%/+21.3%/+23.9%，对应 EPS 分别为 0.83、1.01、1.25 元，给予公司 2021 年 19 倍 PE，目标价为 19.09 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

- 宏观经济下行、省外市场拓展不及预期风险、股权质押风险、食品安全风险

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchengqian@gjzq.com.cn

内容目录

一、金徽酒：区域白酒龙头，迈入快速发展新阶段	5
1.1 主要产品：产品结构丰富，覆盖全价位	6
1.2 经营业绩：17-19 年业绩稳健，迈向加速成长阶段	7
二、行业分析：消费升级趋势下地产酒龙头崛起	8
2.1 大众消费崛起，区域强势品牌占优势	8
2.2 西北市场大有可为，甘肃省内一枝独秀	11
三、竞争优势：品牌区域领先，渠道重点覆盖	12
3.1 品牌端：品质上乘+营销深入人心	12
3.2 渠道端：深耕省内渠道，省外扩张加速	16
四、未来空间：省内深耕省外开拓，“二次创业”助力迈入新征程	19
4.1 省内市占率还有较大提升空间	19
4.2 省外市占率低，扩张增速明显	20
4.3 五年规划坚定发展目标，“二次创业”激发增长潜力	21
五、同行对比：盈利能力较好，周转能力强	23
5.1 盈利能力：盈利位于行业中游，费用结构有待改善	23
5.2 营运能力：存货周转天数显著增加，应收账款周转较快	24
5.3 现金流和负债情况：现金流显著改善，资产负债率低于同行	24
六、投资建议	25
七、风险提示	26

图表目录

图表 1：金徽酒历史沿革	5
图表 2：金徽酒股东持股情况	6
图表 3：金徽酒主要产品系列	6
图表 4：金徽酒各档产品及其竞争品牌	7
图表 5：2011-2019 公司营业收入及其增速	7
图表 6：2011-2019 公司归母净利润及其增速	7
图表 7：2011-2019 可比公司营收增速（%）	8
图表 8：2011-2019 公司毛利率和净利率（%）	8
图表 9：2019 年分产品营业收入	8
图表 10：2019 年分地区营业收入	8
图表 11：2010-2020 年中国收入阶层比例及预测	9
图表 12：白酒价格提升	9
图表 13：2011（左）-2018（右）白酒消费群体结构发生变化	9
图表 14：2018 年白酒行业竞争格局（按收入占比）	10
图表 15：白酒行业集中度提高	10
图表 16：2010-2018 年前十名白酒产量省份	10

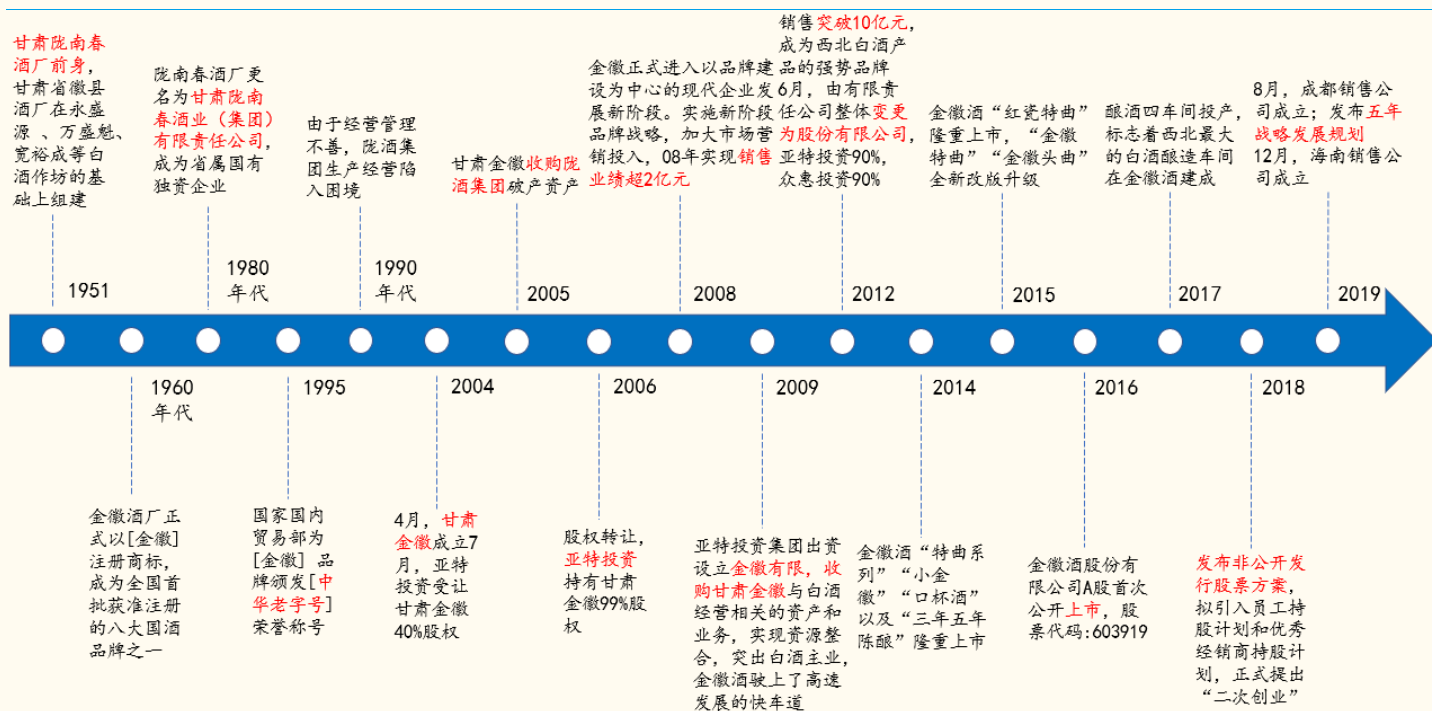
图表 17: 地产酒情况 (部分)	11
图表 18: 全国和甘肃白酒产量及占比	11
图表 19: 西北各省人均可支配收入 (万元)	11
图表 20: 西北各省人均消费支出 (万元)	12
图表 21: 西北核心白酒企业收入及增速 (亿元; %)	12
图表 22: 甘肃省内主要白酒竞争品牌	12
图表 23: 金徽酒“泥池老窖”	13
图表 24: 金徽酒“国槐酒海”	13
图表 25: 金徽酒所获荣誉资质	14
图表 26: 2011-2019 公司各档产品结构变化	14
图表 27: 2011-2019 公司各档产品收入增速 (%)	14
图表 28: 2011-2019 公司不同产品毛利率 (%)	15
图表 29: 公司全国和地区性广告费用	16
图表 30: 公司销售费用占营业收入比例	16
图表 31: 金徽酒广告宣传	16
图表 32: 金徽酒公益活动	16
图表 33: 经销和直销收入占比	17
图表 34: 经销和直销毛利率比较 (%)	17
图表 35: 公司前五大客户销售额占比 (%)	17
图表 36: 公司经销商数量地区分布	17
图表 37: 公司销售市场规划布局	18
图表 38: 2011-2019 公司营业收入地区构成变化	18
图表 39: 2016-2019 公司甘肃省内各地区营收 (%)	18
图表 40: 2016-2019 公司甘肃省内各地区毛利率	18
图表 41: 金徽酒核心店展示	19
图表 42: 2016-2019 公司省内各地区收入增速比较	20
图表 43: 2018 年区域白酒龙头省内市场份额比较	20
图表 44: 2012-2019 公司各档产品收入增速	20
图表 45: 2013-2019 公司各档产品产量变化	20
图表 46: 2012-2019 公司省内省外收入增速 (%)	21
图表 47: 《公司五年发展战略规划》	21
图表 48: 《公司与核心管理团队关于业绩目标及奖惩方案之协议》	22
图表 49: 公司第一期员工持股计划	22
图表 50: 2011-2019Q3 可比公司毛利率	23
图表 51: 2011-2019Q3 可比公司净利率	23
图表 52: 2011-2019Q3 可比公司销售费用率	24
图表 53: 2011-2019Q3 可比公司管理费用率	24
图表 54: 2011-2019Q3 可比公司存货周转天数 (天)	24
图表 55: 2011-2019Q3 可比公司应收账款周转天数 (天)	24

图表 56: 2011-2019Q3 可比公司经营现金净流量/营收	25
图表 57: 2011-2019Q3 可比公司资产负债率 (%)	25
图表 58: 金徽酒收入拆分 (单位: 百万元)	26
图表 59: 可比公司估值情况	26

一、金徽酒：区域白酒龙头，迈入快速发展新阶段

金徽酒是甘肃白酒龙头企业，主要从事浓香型白酒的生产与销售。金徽酒坐落于甘肃陇南徽县，地处秦岭南麓、长江流域上游，毗邻世界自然遗产九寨沟，酿酒历史和白酒文化悠久，在西北地区具有较高的品牌知名度和影响力。金徽酒前身可以追溯至在康庆坊、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——甘肃陇南春酒厂，其是国内建厂最早的中华老字号白酒酿造企业之一。2004 年，甘肃金徽成立，于 2005 年收购了甘肃陇南春酒厂；2009 年亚特投资集团出资设立的金徽酒业有限公司收购了甘肃金徽与白酒经营相关的资产和业务，实现资源整合，突出白酒主业，自此金徽酒驶上了高速发展的快车道。2012 年，金徽有限变更为股份有限公司，同年销售收入突破 10 亿元，各项指标连续 4 年保持 40% 以上增长速度，稳居甘肃白酒企业龙头。2016 年公司在上交所 A 股上市，股票代码 603919.SH。公司的代表产品有“金徽二十八年”、“金徽十八年”、“世纪金徽星级”、“柔和金徽”、“金徽正能量”等，营销网络已辐射甘肃、陕西、宁夏、新疆、西藏、内蒙古等西北市场，金徽酒正逐步成为西北地区强势白酒品牌，步入加速发展轨道。

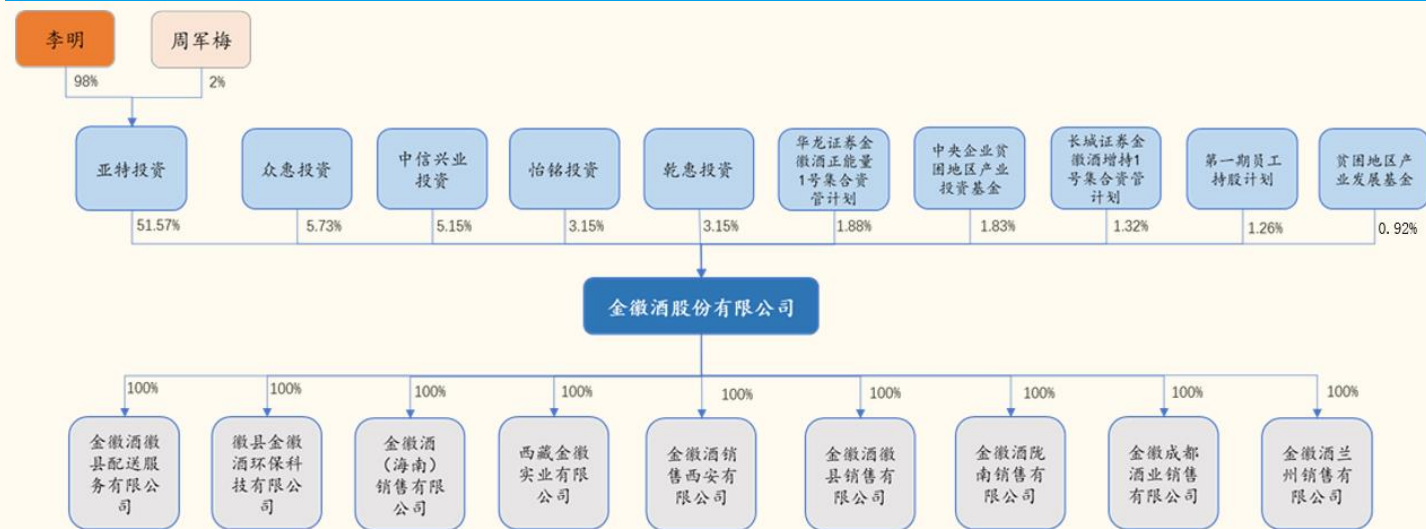
图表 1：金徽酒历史沿革



来源：公司官网及公告，国金证券研究所

股权结构相对集中，管理层与公司利益深度绑定。亚特投资为公司控股股东，持有公司 51.57% 股份，李明持有亚特投资 98% 股份，为公司实际控制人。公司董事、监事、高级管理人员及核心技术人员通过持股众惠投资、乾惠投资及怡铭投资间接持有本公司股份，且 2019 年 5 月公司完成非公开发行股票，管理层通过第一期员工持股计划持有公司股份，公司核心管理层与公司利益深度绑定，有利于建立公司股东与经营团队之间的风险共担、利益共享机制，形成长效激励。同时 19 年公司还引入了中信兴业、央企产业投资基金、贫困地区发展基金、兴陇丝路基金等国有资本，进一步优化了公司的股权结构。

图表 2：金徽酒股东持股情况



来源：Wind，国金证券研究所

1.1 主要产品：产品结构丰富，覆盖全价位

■ 产品定位清晰

金徽覆盖中高低端。公司产品线丰富，主导产品为金徽品牌产品，其中金徽涵盖“金徽年份”系列、“柔和金徽”系列、“金徽正能量”系列、“世纪金徽星级”系列、“金徽曲酒”系列、“金徽陈酿”系列以及“金徽小酒”系列，价位从 30 元/500ml 到逾 500 元/500ml 不等，覆盖中高低端。公司根据甘肃白酒市场结构和消费者购买能力，将产品分为低、中、高三档，分别对应售价在 30 元/500ml 以下、30 元-100 元/500ml，和 100 元/500ml 以上的白酒产品。

图表 3：金徽酒主要产品系列



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 4：金徽酒各档产品及其竞争品牌

档次	零售价格	本公司主要产品	省内主要竞争品牌	市场其他主要产品或品牌
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、古河州中华牡丹、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 /500ml	世纪金徽五星、柔和金徽 H3、柔和金徽 H6、世纪金徽百里香、正能量 2 号、正能量 3 号、红瓷特曲	滨河九粮春、九酿滨河、汉武御五星、沙窖、古河州一品、红川五星、金成州、成州接待	茅台王子酒、茅台迎宾酒、五粮春、郎酒 1912 (Z6)、老白汾酒、剑南液、洋河海之蓝、金六福四星、金六福五星、凤香醇 10 年、沱牌特曲、小糊涂仙、习酒、衡水老白干、伊利春、酱领、今世缘典藏典藏
中档	30 元至 100 元 /500ml	世纪金徽三星、世纪金徽四星、金徽金藏、金徽银藏、金徽陈藏、世纪金徽五里香、世纪金徽十里香	九粮醇、汉武御四星、古河州二品、红川三星、红川四星、红川特曲	陈泥香、尖庄、五粮醇、老郎酒、经典贵宾郎、剑南娇子、洋河大曲、泸州老窖精品头曲、泸州老窖二曲、西凤老酒、枝江二星、今世缘地缘
低档	30 元/500ml 以下	世纪金徽一星、世纪金徽二星、金徽陈酿	滨河蓝特液、古河州双支牡丹、好日子、红川曲酒	绵竹大曲、西凤家乐酒、老村长酒、兰陵特酿

来源：招股说明书，国金证券研究所

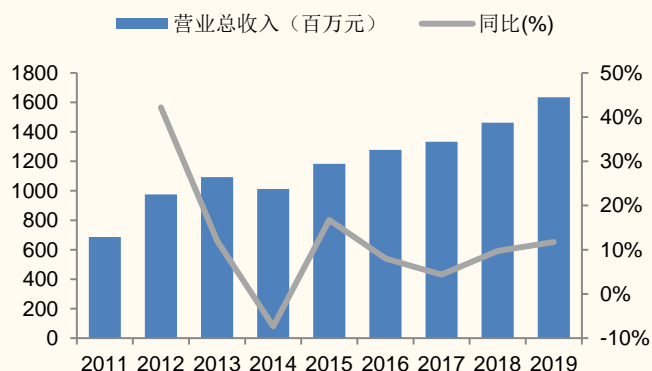
1.2 经营业绩：17-19 年业绩稳健，迈向加速成长阶段

■ 近三年营收复合增速 10.74%；归母净利润复合增速 3.43%

截至 2019 年年底，金徽酒营业收入达到 16.34 亿元，同比增长 9.72%，公司近三年营收复合增速为 10.74%，开始步入加速成长阶段。观察公司的收入增速轨迹可以发现，公司 2011-2013 年收入高速增长，2013-2014 年收入增速由于限制“三公消费”急速下滑，2015 年逐步恢复，重拾增长，2017 年以来公司收入呈现加速增长趋势。和同行业相比，公司营收增速比较稳健，处于中游水平。截至 2019 年底，公司归母净利润为 2.71 亿元，同比增长 4.64%，近三年复合增速为 3.43%。公司归母净利润增速继 2013 年跌入谷底后在 2015 年攀上高峰，2016-2018 年增速下跌，2019 年重启较快增长。

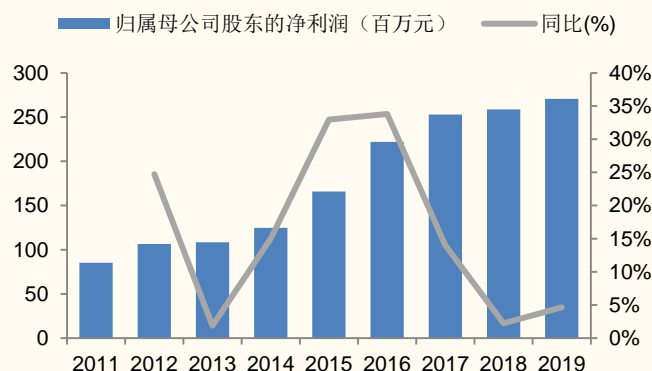
公司毛利率和净利率 2013 年以来呈不断上升态势，截至 2019 年年底公司毛利率和净利率分别为 60.7%和 16.6%，相比 2018 年略有下滑，主要是由于 2019 年公司加大了渠道终端投入和省外市场开拓力度。

图表 5：2011-2019 公司营业收入及其增速



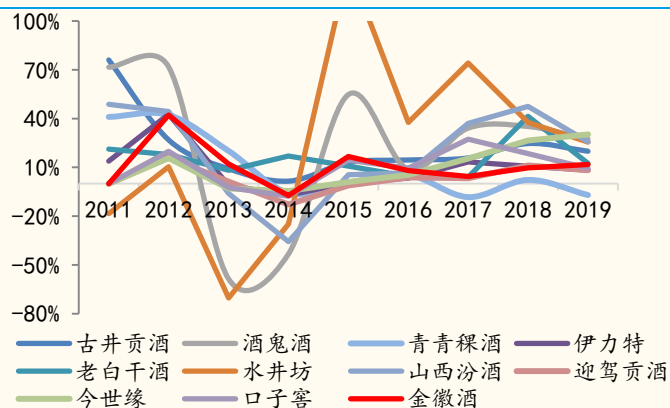
来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：2011-2019 公司归母净利润及其增速



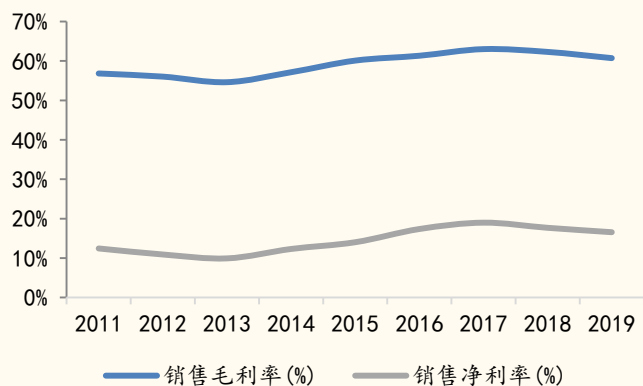
来源：Wind，国金证券研究所

图表 7: 2011-2019 可比公司营收增速 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

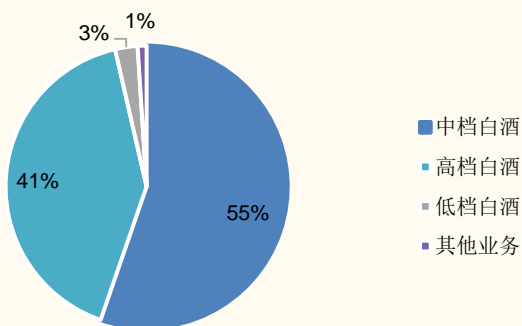
图表 8: 2011-2019 公司毛利率和净利率 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

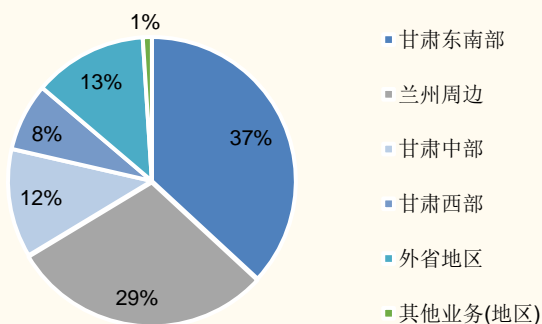
- 分产品来看, 公司收入主要来自中档和高档产品; 分地区来看, 公司收入主要来自甘肃东南部和兰州周边地区。公司中档白酒收入占比 55%, 高档收入占比 41%。公司甘肃省内收入占比 86.2%, 其中来自甘肃东南部收入占比 37%, 来自兰州周边收入占比 29%, 来自甘肃中部和西部的收入占比分别为 12%和 8%, 来自外省的收入占比 13%。

图表 9: 2019 年分产品营业收入



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 10: 2019 年分地区营业收入



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

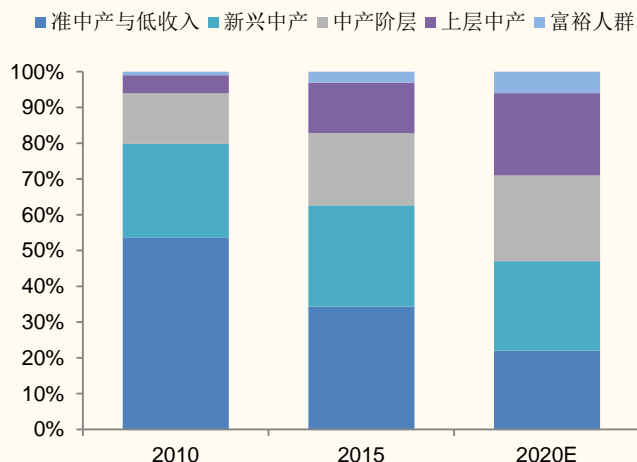
二、行业分析: 消费升级趋势下地产酒龙头崛起

2.1 大众消费崛起, 区域强势品牌占优势

- 大众消费和消费升级趋势不改

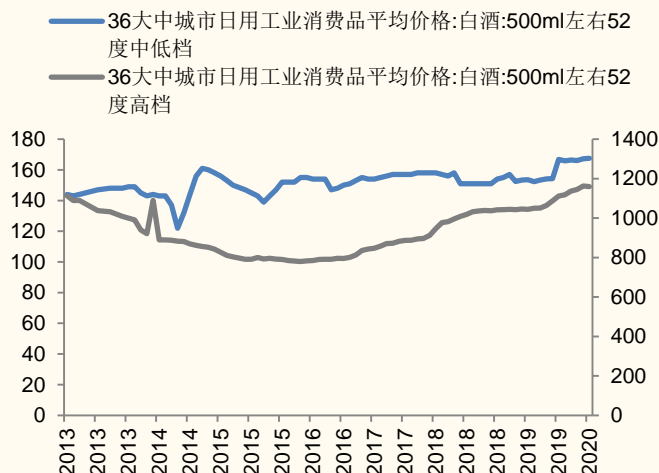
白酒消费升级趋势明显。随着中国居民人均可支配收入的增加, 消费者正在逐渐提升白酒的消费档次。农村从低档向中低档过渡, 城镇向中高档过渡。我国消费人群结构也发生了巨大的变化, 中产阶层、上层中产及富裕人群的比例不断上升, 扩大了中高档白酒消费规模, 白酒消费升级趋势明显。最直观的表现就是 2016 年以来我国高档白酒平均消费价格从 780 元/瓶跃升到了 2020 年的 1160 元/瓶, 中低档白酒平均价格也有小幅上升, 从 2013 年的 144 元/瓶上升到了 2020 年的 168 元/瓶。

图表 11: 2010-2020 年中国收入阶层比例及预测



来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

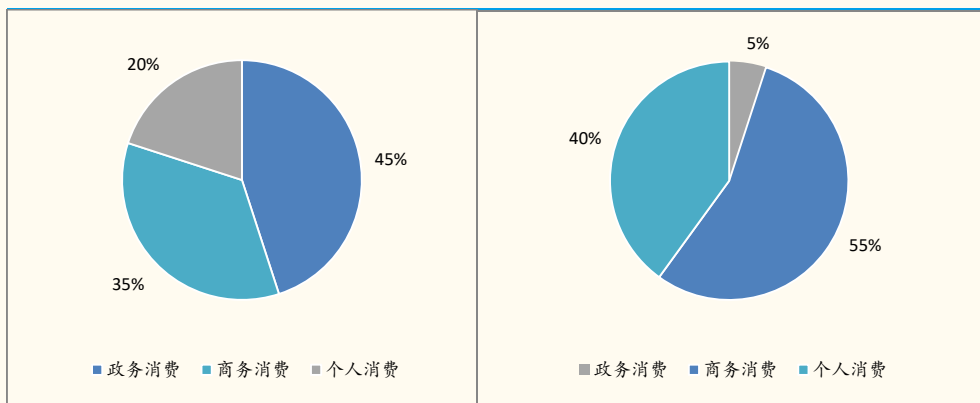
图表 12: 白酒价格提升



来源：Wind，国金证券研究所

大众消费取代政务消费成为高端白酒消费主流。白酒行业复苏、消费升级推动白酒根基由原来的三公消费群体转向商务、个人消费群体。2012 年前，政务消费在白酒消费结构中占比 45%。2012 年，限制三公消费之后，白酒消费需求呈现断崖式下跌，商务、个人消费逐渐取代政务消费。2018 年，商务消费占比达到 55%，个人消费占比也提升至 40%。大众消费具有较为坚实的基础，是驱动白酒持续消费升级的主要动力。

图表 13: 2011 (左) -2018 (右) 白酒消费群体结构发生变化

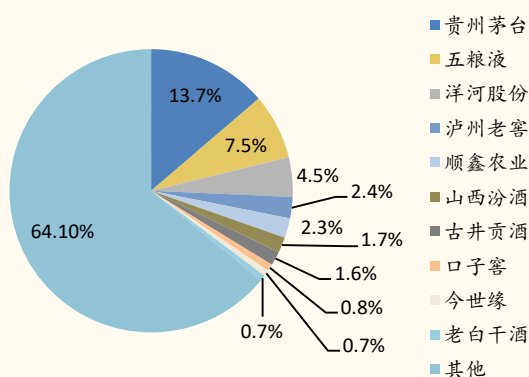


来源：Wind，国金证券研究所

■ 行业集中化和地域化明显

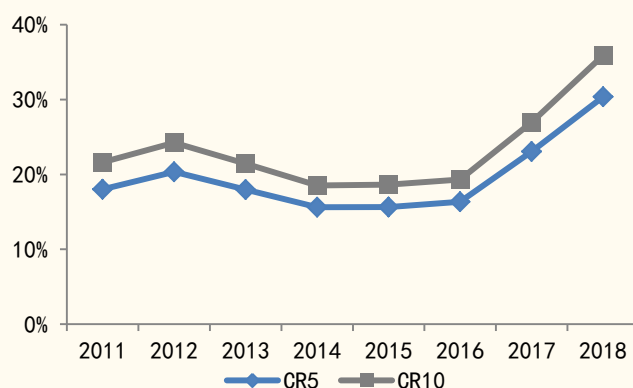
白酒行业竞争充分，但优势酒企集中度不断提高。我国白酒历史悠久，企业数量众多，国内白酒生产企业约 1.8 万家，规模以上白酒企业尤其是大中型白酒企业占据行业主导地位。2019 年规模以上白酒企业 1176 家，同比减少 269 家，酿酒总产量 785.95 万千升，同比下降 0.76%；累计完成销售收入 5617 亿元，同比增长 8.24%；实现利润总额 1,404 亿元，同比增长 14.54%。从竞争格局来看，2018 年规模最大的 10 家企业占比 35.9%，规模最大的贵州茅台占比 13.7%，行业竞争较为激烈。但近年来白酒行业分化趋势明显，“强者恒强”愈发明显。CR5 和 CR10 占比自 2015 年来不断提高，分别从 15.6%和 18.6%上升到了 2018 年的 30.4%和 35.9%。

图表 14: 2018 年白酒行业竞争格局 (按收入占比)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 15: 白酒行业集中度提高



来源: Wind, 国金证券研究所

地域集中明显, 区域强势品牌占优势。由于中高档白酒在制曲、酿造、贮存老熟等过程中对气候及自然环境要求较高, 优越的地理环境有助于微生物的繁殖, 因此我国白酒生产企业主要集中在西南地区 (四川、贵州)、华东地区 (山东、江苏、安徽) 和华中地区 (河南、湖北), 地域集中特征比较明显。我国地产酒企业数量占酒行业 70% 以上, 地产酒受益于区域历史文化因素和产品性价比优势, 通常在省内及周边省份中低档白酒市场拥有较强的品牌影响力和产品认可度, 尤其受到当地城乡及农村消费者的喜爱。在白酒升级的时代下, 地产酒凭借产品结构升级、消费者情结和渠道优势, 将进一步巩固当地市场份额, 实现集中度提升, 同时谋求全国化发展。

图表 16: 2010-2018 年前十名白酒产量省份

年份	前十名省份
2010	四川、山东、河南、辽宁、江苏、安徽、吉林、湖北、内蒙古、河北
2011	四川、河南、山东、辽宁、江苏、内蒙古、吉林、安徽、河北、湖北
2012	四川、山东、河南、江苏、辽宁、湖北、内蒙古、吉林、安徽、黑龙江
2013	四川、山东、河南、江苏、湖北、内蒙古、吉林、辽宁、黑龙江、安徽
2014	四川、山东、河南、江苏、湖北、内蒙古、吉林、黑龙江、辽宁、安徽
2015	四川、山东、河南、江苏、湖北、内蒙古、吉林、黑龙江、安徽、辽宁
2016	四川、河南、山东、江苏、湖北、内蒙古、吉林、黑龙江、安徽、辽宁
2017	四川、河南、山东、江苏、湖北、内蒙古、吉林、黑龙江、安徽、辽宁
2018	四川、江苏、湖北、北京、安徽、河南、山东、贵州、吉林、山西

来源: 中国产业信息网, 国金证券研究所

图表 17: 地产酒情况 (部分)

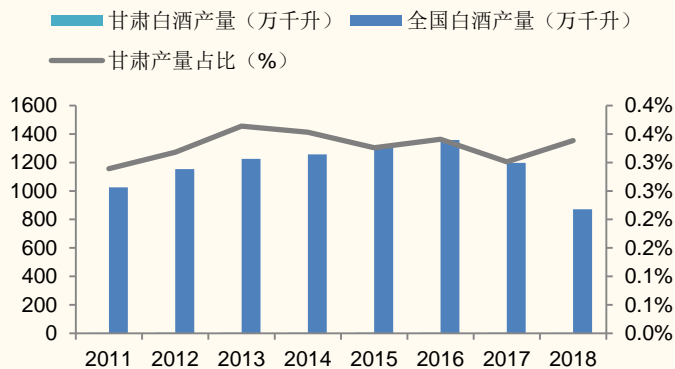
	区域	企业	2018 年规模 (亿元)	主流产品	主流价位
1	江苏	今世缘	37.41	对开国缘、四开国缘、国缘 K3、国缘 K5	200、300、400、500
2	安徽	古井贡酒	86.86	献礼、古 5、古 8、古 16	85、110、220、350
3	安徽	口子窖	42.69	5 年、6 年、10 年、20 年	85、110、220、350
4	安徽	迎驾贡酒	34.89	洞 6、洞 9、洞 16、洞 20	110、220、350
5	河南	仰韶酒业	30	献礼、天时、地利、人和	80、100、300、400
6	河南	宋河酒业	14	国字 3、国字 6、国字 9	100、300、500
7	河北	衡水老白干	35.83	十八酒坊 8 年、15 年、20 年、5 星、古法 20 年	130、260、400、700
8	湖北	白云边	45.82	9 年、12 年、15 年、18 年	80、120、200、300
9	湖北	毛铺苦荞	30	黑荞、紫荞、玉荞	110、200、300
10	江西	四特酒业	43	弘韵、雅韵、国韵	200、400、500
11	山东	景芝酒业	33	景阳春、一品景芝、景芝年份	60、100、300
12	山东	花冠酒业	20	金钻、蓝冠、柔酒大师、鲁雅香	80、100、300、400
13	陕西	西凤集团	50.16	6 年、15 年陈酿、华山论剑系列、国花瓷、旗帜	80、100、300、400
14	甘肃	金徽酒	14.62	18 年、柔和、五星、四星、三星	50、100、200、300

来源: 公开资料整理, 国金证券研究所

2.2 西北市场大有可为, 甘肃省内一枝独秀

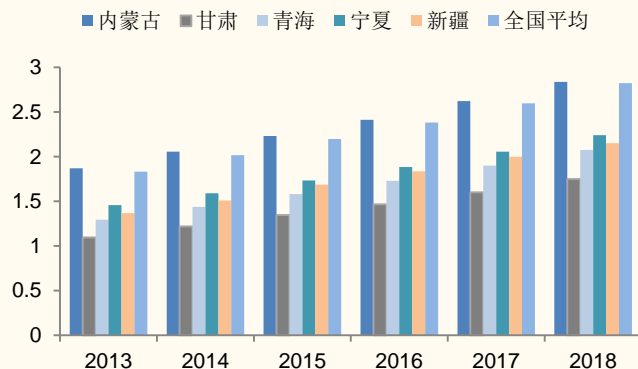
西北区域, 金徽酒发展空间广阔。西北区域白酒市场规模约为 400 亿元, 相对于经济发达的南方和沿海地区, 市场规模略小。2013-2018 年, 除内蒙古人均可支配收入和人均消费支出高于全国平均水平外, 西北其他省份均低于平均。从人均可支配收入来看, 内蒙古>宁夏>新疆>青海>甘肃, 甘肃省人均可支配收入和人均消费支出均落后于整个西部地区。西北地区由于经济基础较为薄弱, 地产酒十分强势, 且主要聚焦中低端市场, 上市白酒企业有青海的青青稞酒、新疆的伊力特以及立足甘肃的金徽酒。和另外两家西北上市酒企相比, 2011-2016 年金徽酒营业收入均低于另外两家, 自 2017 年开始, 金徽酒收入开始超越青青稞酒, 但和伊力特还有较大差距。从收入增速来看, 2015-2016 年以及 2019 年金徽酒收入增长都快于伊力特和青青稞酒。

图表 18: 全国和甘肃白酒产量及占比



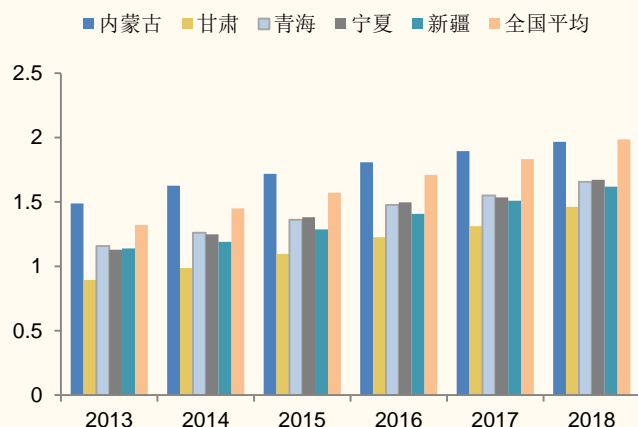
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 19: 西北各省人均可支配收入 (万元)



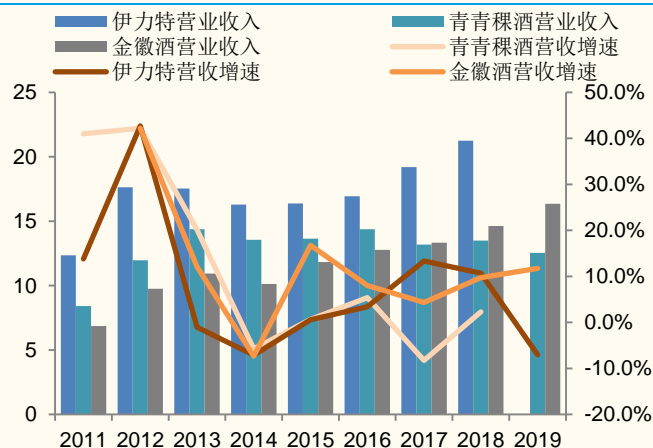
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 20: 西北各省人均消费支出 (万元)



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 21: 西北核心白酒企业收入及增速 (亿元; %)



来源: Wind, 国金证券研究所

甘肃省内, 金徽酒一枝独秀。甘肃省白酒市场规模约 60 亿元, 其中地产酒占据了 60%-70% 的市场份额, 并形成了“一超四强”的竞争格局。其中“一超”便是指金徽酒, 2019 年营收规模 16.34 亿元, 市占率在 27% 左右, 遥遥领先于其他企业; “四强”是指红川、汉武、滨河和古河洲, 其中滨河和汉武主打河西地区, 滨河在河西地区认可度和知名度较高, 而古河洲和红川则在南部地区有一定的知名度。在高端品类市场, 金徽酒在省内还面临贵州茅台、五粮液、泸州老窖、剑南春等的竞争, 但由于公司主流高档产品价位在 100-500 元之间, 因此避免了和全国性高端品牌的直接竞争。

图表 22: 甘肃省内主要白酒竞争品牌

档次	零售价格	本公司主要产品	省内主要竞争品牌
高档	>500 元/500ml	金徽二十八年	滨河九粮液二十年
	300 元-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
	100 元-300 元/500ml	世纪金徽五星、柔和金徽 H3、柔和金徽 H6、世纪金徽百里香、正能量 2 号、正能量 3 号	滨河九粮春、九酿滨河, 汉武御五星、沙窖, 古河洲一品, 红川五星、金成州、成州接待
中档	30 元-100 元/500ml	世纪金徽三星、世纪金徽四星、金徽金藏、金徽银藏、金徽陈藏、世纪金徽五里香、世纪金徽十里香	滨河九酿滨河、九粮醇, 汉武御四星, 古河洲二品、红川三星、四星、特曲
低档	<30 元/500ml	世纪金徽一星、世纪金徽二星、金徽陈酿	滨河蓝特液、古河洲双支牡丹、好日子、红川曲酒

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

三、竞争优势: 品牌区域领先, 渠道重点覆盖

3.1 品牌端: 品质上乘+营销深入人心

- 产品优势源于悠久的历史、优越的地理条件和匠心工艺

悠久历史造就优秀的产品品质。金徽酒地处甘肃陇南徽县，徽县酿酒历史可追溯至西汉以前，距今两千余年，是闻名遐迩的“西部酒乡”。至明清时期，徽县已出现“永盛源”、“万盛魁”、“宽裕成”等规模较大、较为知名的白酒作坊。1951年，在“永盛源”等白酒作坊基础上组建“甘肃省徽县酒厂”，即金徽酒前身。徽县悠久的酿酒历史与深厚的白酒文化积淀，使“金徽酒”在西北地区获得了较高的认同和赞誉。目前，公司拥有50余具明清时期遗留下来保存完好的国槐酒海，全部被认定为国家级文物，公司是国内藏有并使用国槐酒海数量最多的白酒生产企业。公司建成独立存放国槐酒海的养酒馆，通过“以柜储酒，以酒养柜”的方式，专门贮存优质基酒，以提升公司高档产品的品质。此外，公司承继原“永盛源”“宽裕成”等烧酒作坊遗留的老窖池及窖泥，俗语“千年老窖万年糟，酒好全凭窖池老”，公司通过窖池建筑技术、护（养）窖方式及起糟工艺的改进，促进老窖泥与酒糟紧密结合，使公司产品具有的“窖香浓郁”特点更加突出，形成“只有窖香，没有泥味”的独特物理属性。1995年“金徽”品牌就获得了“中华老字号”荣誉称号，2008年被认定为“中国驰名商标”，是甘肃白酒行业首个获此殊荣的品牌。

图表 23：金徽酒“泥池老窖”



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 24：金徽酒“国槐酒海”



来源：公司官网，国金证券研究所

优越地理条件打造金徽酒独特品质。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，这里森林茂密，四季分明，气候温润，是微生物群落繁殖的天堂，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。此外，公司拥有不可替代的原料优势。地下自然深循环山泉水和凉爽气候下生长周期较长的冬小麦、糯高粱、山地玉米、小产区大米等优质酿酒原料为金徽酒提供了物质保障。秦岭是中国地理的南北分界线，也是南北文化的融合点，独特的地理位置和酿造工艺使金徽酒兼具南方酒的丰满醇厚又有北方酒的芬芳净爽，形成了金徽酒浓香之淡雅型的独特风格。2012年金徽酒被国家质检总局和中国食品工业协会认证为“国家地理标志保护产品”、“纯粮固态发酵白酒标志”产品。

严格精进的工艺保证了金徽酒品质。公司在继承传统固态酿酒工艺的基础上，采用业内独特的低温发酵工艺，从原料入厂到成品酒出厂全生产环节严格执行质量管理体系和 HACCP 体系，保证了公司产品质量。在质量监测方面，公司拥有国内一流的质量检测中心。按照超行业标准配置建设的金徽酒质量检测中心，拥有功能齐全、国内一流水平的技术装备，其中引进的美国气相色谱仪等国际顶尖装备及检测技术，在西北尚属独家。此外，公司独创“固态酿酒物联网监测系统”，为国内第一家研究并应用该监测系统的白酒生产企业。该监测系统实施后可以全面、精准反映窖池温度变化情况，提升优质原酒产出。该技术已获得发明专利，并获得全国商业科技进步奖一等奖。在人才方面，公司目前拥有中国白酒评酒大师1人、国家级白酒评委5人、省级白酒评委14人，白酒酿造师450多名，拥有专业人员数量在西北白酒行业中居于首位。

图表 25：金徽酒所获荣誉资质

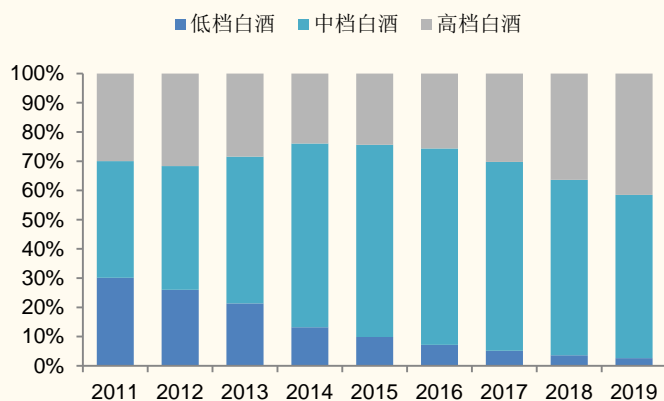
荣誉资质	
白酒领域荣誉	“中华老字号”、“中国驰名商标”、“中国酒文化百强企业”、“中国优质酒产品”“中国白酒历史标志性产品”、“中华酒文化优秀企业”
标志认证	“纯粮固态发酵白酒”标志认证、“国家地理标志保护产品”“绿色食品 A 级产品”
企业奖章	“中国白酒行业最具竞争力品牌”、“联合国千年发展目标——千年优秀奖”、“全国轻工业先进集体”、“省级认定企业技术中心”、“甘肃省数字企业建设示范单位”、“金樽杯·2017 酒业十大文化影响力品牌”
国家发明专利	“固态酿酒发酵物联网温度监控系统”、“一种调味液及其生产方法和制得的白酒”

来源：公司官网，国金证券研究所

■ 产品结构不断优化，顺应消费升级趋势

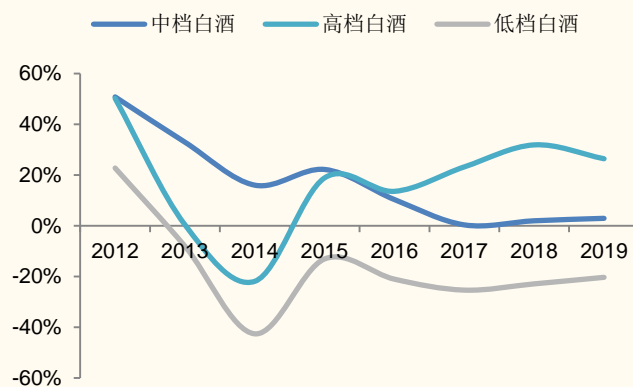
公司高档产品收入占比不断提升。公司白酒产品覆盖低档、中档和高档，分别对应 30 元/500ml 以下，100-300 元/500ml 和 300 元/500ml 以上。公司高档白酒收入占比自 2014 年以来不断提高，从 23.9%提高至 2019 年的 41.1%；中档白酒收入占比 2011 年以来不断上升，从 39.9%上升至 67.2%，2017 年开始下降，2019 年为 55.3%；低档白酒收入占比处于持续下降过程中，从 2011 年的 30.1%下降至 2019 年的 2.6%，这说明公司产品结构在不断升级。从各档产品收入增速来看，2012-2019 年中档白酒和高档白酒收入增速均高于低档白酒收入增速，低档白酒收入 2013 年以来为负增长，且高档白酒收入增速在 2016 年超越中档白酒，成为公司增长最快的一档产品，说明公司在持续推进收入结构调整优化，且效果明显。

图表 26：2011-2019 公司各档产品结构变化



来源：Wind，国金证券研究所

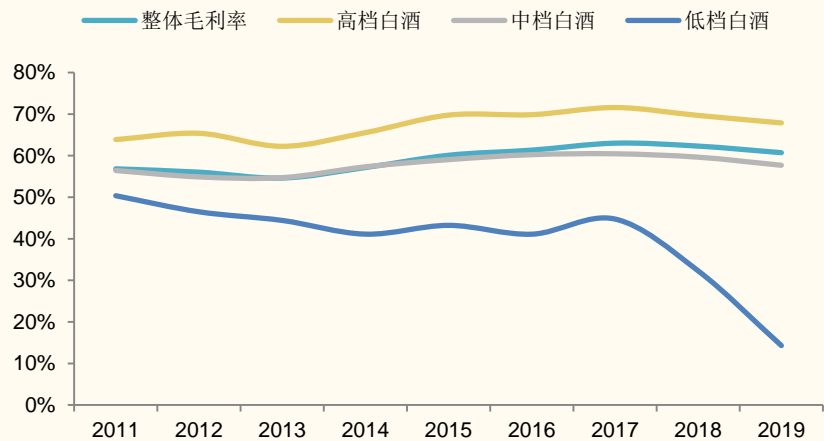
图表 27：2011-2019 公司各档产品收入增速 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

公司高档白酒毛利率高于中档和低档白酒毛利率。2011-2019 年公司高档白酒和中档白酒毛利率呈平稳上升态势，而低档白酒毛利率缓缓下降，2017 年以来急剧下降，主要是由于在消费升级的趋势下，公司停止部分低档产品的生产销售，低档白酒销售收入和销量不断下降。公司顺势调整产品和收入结构有利于抓住消费升级潮流，提高公司长期盈利能力，巩固和提高市场份额。

图表 28：2011-2019 公司不同产品毛利率（%）



来源：公司年报，国金证券研究所

■ 聚焦资源，精准营销，扩大竞争优势

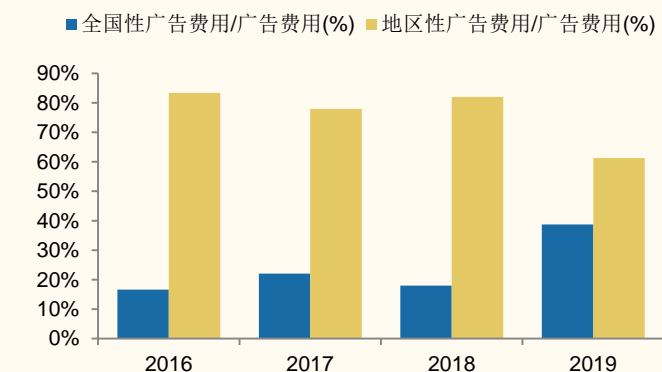
省内实施“不饱和”营销。公司在省内市场坚持“不饱和”营销策略：一是根据成熟市场及成长性市场特点，一县一策、精准营销，聚焦产品、品牌和资源，合理优化渠道建设与消费者互动，持续优化公司产品结构；二是严格限制经销商库存，中高档产品有序涨价，保证经销商和门店利益，不追求市场份额的快速提升，使市场营销行为可控；三是抓两头，带中间，一手抓 120 元以上的中高端市场，确保金徽酒在主流消费群体中的旗帜和标杆导向作用，一手抓 40 元以下的农村市场，巩固金徽酒赖以生存和发展的战略根据地市场。公司成立了陈酿事业部，组建了专业运营团队，集中精力开拓农村市场，培养金徽酒未来潜在的消费群体，进一步巩固金徽酒的基础性市场。

省外实施“不对称营销”。公司在省外市场采取有所为，有所不为的“不对称”营销策略，锁定目标消费者，精准施策，整体提升团购资源及核心店建设，加强终端促销，部分重点市场已初步形成示范效应，为赢得省外消费者青睐，提高市占率打好了基础。在布局方面，公司以金徽正能量系列产品为核心，重点突破 100 元以上的中档市场，集中资源重点开发，围绕消费者做培育，围绕优质渠道做终端，提高了金徽酒在省外的品牌影响力和知名度。

打造金徽核心大单品和旗帜产品。公司依托优质酒产能优势，持续优化产品结构，不断加大金徽十八年、世纪金徽五星、柔和金徽系列、金徽正能量系列等百元以上高档产品的资源投入力度，提升销量，增强盈利能力。2019 年金徽十八年、柔和金徽等百元以上产品销售额较 2018 年增长 26.42%，占销售收入比重 41.54%，较 2018 年提高 5.19 个百分点。在精心培育好金徽十八年、世纪金徽五星、柔和 H6、能量 3 号等大单品的同时，未来公司还将适时推出铂金五星等高端新品，更好地满足消费升级的新需求，进一步释放增长潜力。

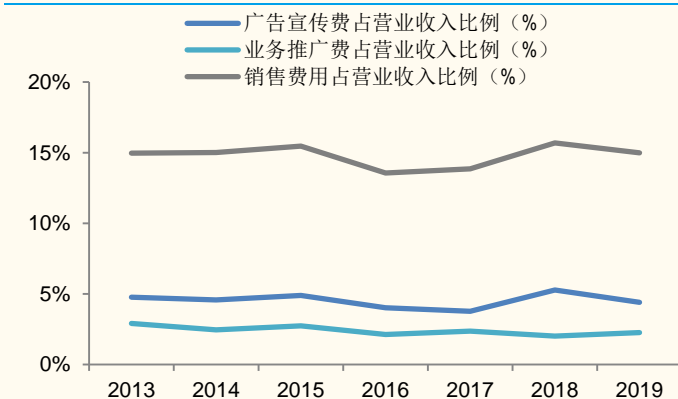
从销售费用来看，公司销售费用率 16-18 年有所上升，19 年有所下降，主要是由于 18 年加大地区性广告费用投入，19 年减少地区性广告费用投入所致。公司目前地区性广告费用仍远大于全国性广告费用，说明公司致力于区域性精准营销。2019 年公司大幅增加了全国性广告费用投入，占比从 18 年的 18% 上升到了 38.75%，说明公司进一步加强了全国品牌知名度的提升。

图表 29：公司全国和地区性广告费用



来源：Wind，国金证券研究所

图表 30：公司销售费用占营业收入比例



来源：Wind，国金证券研究所

■ 品牌独特属性和金徽正能量形象深入人心

以产品为载体，突出“只有窖香，没有泥味”独特属性。1960 年凭借悠久的历史、良好的品质和较高的声誉，“金徽”商标与“茅台”、“五粮液”等成为全国首批登记注册的 8 个著名白酒品牌。公司传承“金徽酒”特有的浓香型淡雅风格，围绕传统“金徽”品牌具备的“窖香富郁、绵甜圆润、香味协调、香长味净”等特色，着力塑造和传播金徽酒产品“生态酿造、低温甜润”的特有品质和“只有窖香，没有泥味”的独特物理属性。2016 年金徽酒在央视黄金时段的大型历史人文纪录片《青泥岭》中亮相，充分展示了其悠久的历史 and 卓越的品质。

以消费者为中心，深入开展品牌宣传活动。公司举办了浪漫樱花节、金徽之旅生态游、柔和民间品酒师大赛等现场互动活动，消费者通过实地参观酿酒工艺，品鉴金徽酒，增强对金徽酒品牌文化的理解与认知，品牌美誉度得以提升；此外，公司充分利用各类传播媒介和消费者互动活动提高品牌知名度，修订完善品牌画册、品牌宣传片、公司内部刊物、网站和自媒体平台等做好品牌推广，提升品牌亲和力。

以公益为切入点，塑造金徽“正能量”形象。金徽酒深入挖掘“正能量”品牌精神诉求，通过集中开展“金徽酒正能量精准扶贫公益助学活动”赞助各类体育赛事、为贫困村留守老人发放长寿老人爱心金、组织慰问环卫工人等公益活动积极履行社会责任，勇于担当，树立了金徽酒正能量品牌形象。

图表 31：金徽酒广告宣传



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 32：金徽酒公益活动



来源：公司官网，国金证券研究所

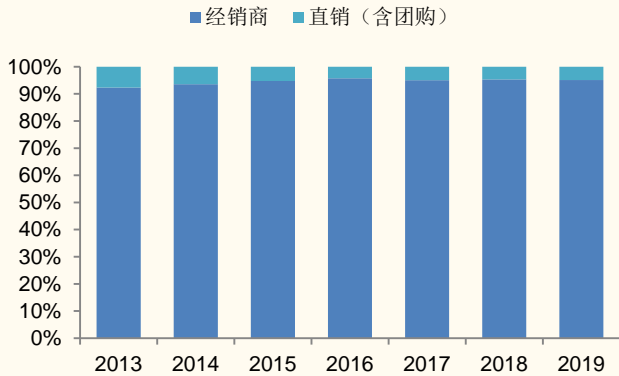
3.2 渠道端：深耕省内渠道，省外扩张加速

■ 立足甘肃，发展西北，渠道布局稳步推进

公司渠道以经销商模式为主。公司销售模式包含经销商和直销（含团购）模式，以经销商为主。2019 年经销商模式收入占比 95.12%，直销模式收入占

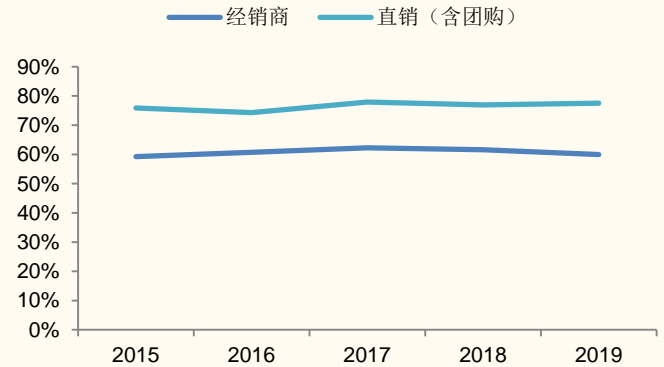
比 4.88%。公司直销模式毛利率高于经销商模式，高出 15 个百分点左右。2019 年公司前五大销售客户收入占比 18.96%，相比 2018 年提高 4.68%。从地区分布来看，公司经销商在甘肃东南部、兰州及周边地区以及省外分布较多，而在公司弱势的甘肃中部和西部分布较少，但甘肃西部和兰州周边地区经销商数量呈逐渐增加趋势。

图表 33：经销和直销收入占比



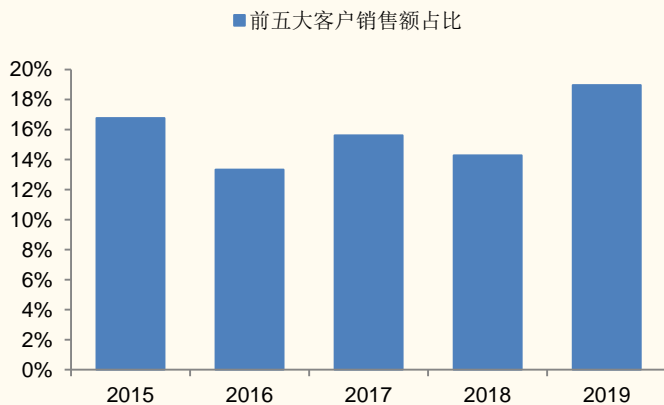
来源：公司年报，国金证券研究所

图表 34：经销和直销毛利率比较 (%)



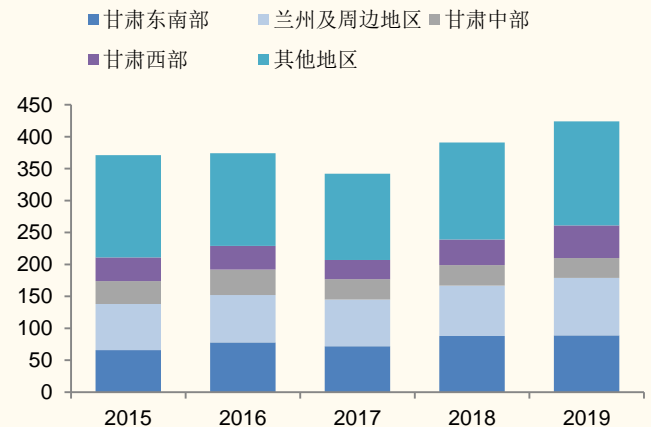
来源：公司年报，国金证券研究所

图表 35：公司前五大客户销售额占比 (%)



来源：公司年报，国金证券研究所

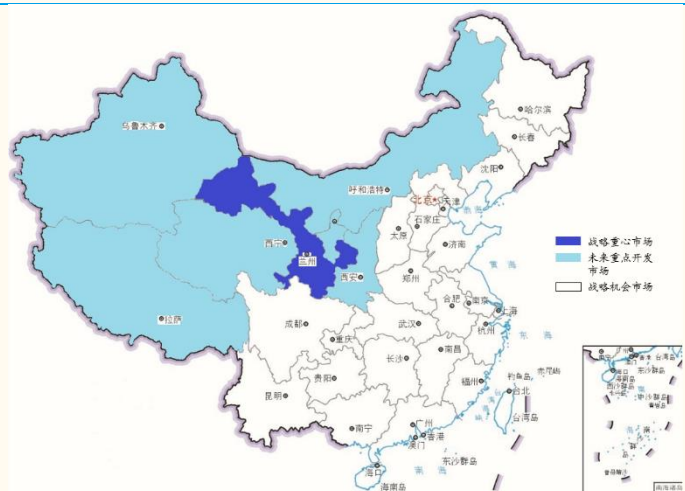
图表 36：公司经销商数量地区分布



来源：公司年报，国金证券研究所

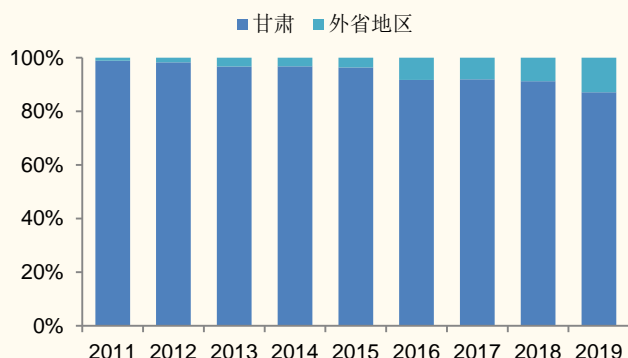
立足甘肃、发展西北、面向全国的销售网络。公司建立了覆盖甘肃全省的销售网络，经销商范围延伸到市县乡镇级，甘肃省是公司的大本营也是公司的战略核心市场，此外公司将宁夏、陕西、新疆、内蒙等大西北地区作为未来重点开发市场，将其余地区确立为战略机会市场。公司一方面立足甘肃，深耕渠道，将营销网络下沉至乡镇级，另一方面重点开拓宁夏、陕西市场，加快开发内蒙、青海、新疆市场，并进一步辐射全国。2011-2019 年，公司来自外省地区的营业收入占比不断提高，从 1.2% 上升到了 12.8%，说明公司外省扩张取得了一定的成效。来自甘肃省内收入始终是公司的重头，2011-2019 年比例虽有下降却也一直保持在 85% 以上。从甘肃省内各地区收入情况来看，甘肃东南部和兰州及周边地区是公司省内收入主要来源，2019 年占比分别为 36.9% 和 29.5%，变化较为平稳；甘肃西部近年来收入占比不断提升，从 16 年的 5.8% 上升到了 7.6%，而甘肃中部收入占比有所下降，从 16.7% 下降到了 12.2%。

图表 37：公司销售市场规划布局



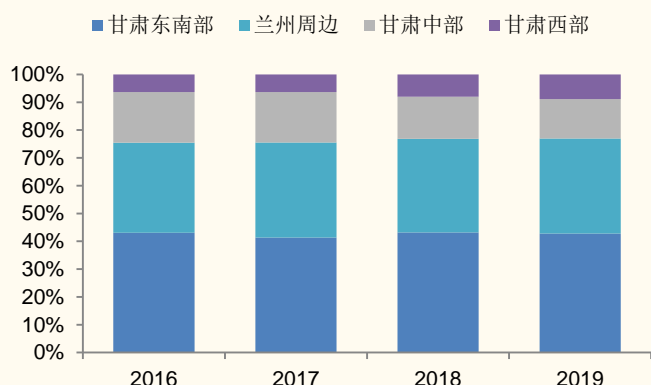
来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 38：2011-2019 公司营业收入地区构成变化



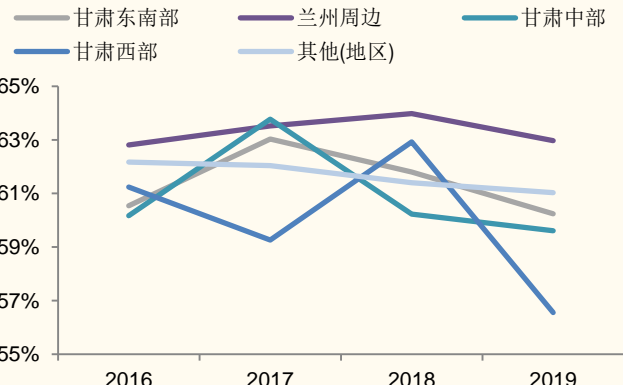
来源：公司年报，国金证券研究所

图表 39：2016-2019 公司甘肃省内各地区营收 (%)



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 40：2016-2019 公司甘肃省内各地区毛利率



来源：公司年报，国金证券研究所

■ 多措并举实现省内下沉，省外渗透，打造厂商利益共同体

“金网工程”深耕省内渠道网络。公司在省内市场致力于精耕细作，根据各县区市场情况制定有针对性的营销政策，一县一策、灵活实施，将渠道网络密集下沉至镇、村级市场，覆盖率超过 90%。公司 2009 年就开始在甘肃实施“千网工程”，掌控了优质的省内经分销系统和终端网络。公司还将“千网工程”进一步升级为“金网工程”，在现有的终端网络基础上做进一步的市场挖掘，通过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，加强与经销商的沟通，渠道铺设更扎实，品牌影响力扩大。此外，公司着力推进营销重心朝终端下沉，使渠道扁平化，在零售终端举办买赠、奖励、免费品尝等活动，派驻营销人员定期进行客情维护，有效地提升了销售质量，实现了厂家、经销商和终端零售商利益一体化。自实施至今，“金网工程”已在西北地区形成了覆盖甘肃，辐射宁夏、青海、陕西等周边地区，涉及专卖店、酒店、大型商超、零售店等消费场所，遍及城乡的三级销售网络。2013 年“金网工程”还入选了中国酒业风云榜十大营销案例。

“核心店”策略聚焦省外，逐步渗透。金徽酒开拓省外市场主要采取“核心店”策略，即主打“聚焦资源、精准营销、做不对称”，在任何一个市场上，金徽酒只布局 10% 的终端，并只对 5% 的终端进行重点投入，实现资源聚焦、精准营销和不对称竞争。核心店策略注重场景营销和对终端零售商、消费者的贴心服务。一方面，核心店策略明确了金徽酒省外拓展的产品定位为高端，全新推出的“能量”系列主打省外市场，成交价在 150 元以上；另一方面，核心店策略明确了金徽在外省市场重点在于终端销售而不是经销商拓展，公司对于

所有的渠道商实行安全库存制度，纳入考核，并主动承担大部分前置性市场投入，实行地面推进（品鉴会等、客情维护），把 60% 以上的费用投入终端；此外，核心店策略明确了公司外省开拓的节奏为循序渐进，增加销量不依靠店面数量的增加，而是不断提升单店的销售占比。通过逐步渗透，稳扎稳打，集中资源开拓一个市、县，让金徽酒成为该市场的强势品牌，再扇形扩张。目前公司已实现陕西、宁夏市场的深度开发，新疆、内蒙市场也在稳步开拓中，并已进入北京、上海、广州等市场。

图表 41：金徽酒核心店展示



来源：公司官网，国金证券研究所

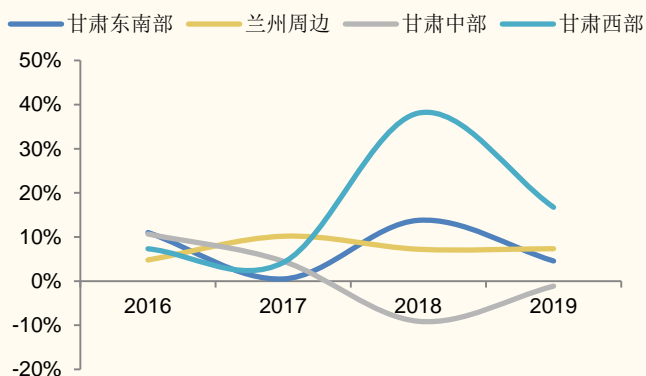
“万商联盟”保障渠道利润，打造厂商利益共同体。公司十分注重各级合作伙伴的销售利益，一是建立针对零售客户的“千网奖励办法”和“经、分销商奖励办法”等一整套的奖励机制，通过“奖励机制”的建立，切实提高各级合作伙伴的获利水平和销售积极性；二是公司通过实施搭建防伪防窜货系统、提供专业财务知识培训、开展多元化厂商深化合作互动等工作，有效推动渠道信息化、专业化建设，巩固了与渠道长期稳定的良好合作关系；三是公司持续推进“深度分销”渠道基础建设，建立“万商联盟”体系、金徽积分宝系统，强化终端门店掌控力度，发挥终端门店作为连接金徽酒与消费者的纽带作用；四是 2019 年 5 月公司通过非公开发行 A 股股票方式，建立优秀经销商资管持股计划，持有公司 1.88% 股份，完善“厂商一家”利益共同体建设，有效提高经销商合作积极性。

四、未来空间： 省内深耕省外开拓，“二次创业”助力迈入新征程

4.1 省内市占率还有较大提升空间

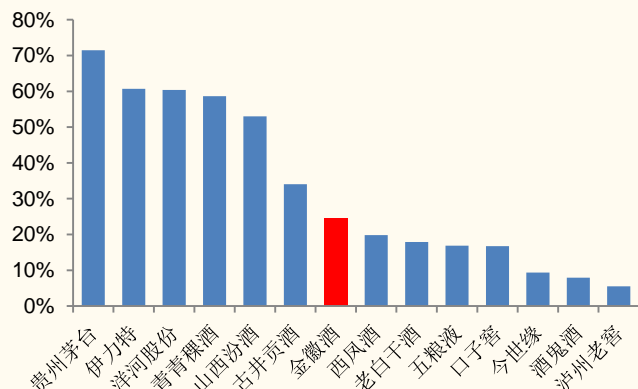
一是省内薄弱市场持续扩张和成熟市场密集下沉。甘肃省白酒市场规模约 60 亿元，2019 年金徽酒营业收入为 16.34 亿元，省内市占率约为 27%，相比于伊力特、青青稞酒和山西汾酒本地 50% 以上的市场份额，差距还比较大。根据公司规划，金徽酒立志在甘肃做到 50% 左右的市场份额，未来发展空间值得期待。公司甘肃省内营销网络已经覆盖 90% 以上的市县，河西地区酒泉、嘉峪关等地的个别区县是公司薄弱市场，而其余地区为成熟市场。从 2016-2019 年收入增速来看，甘肃西部收入增速远超东南部、兰州周边及中部地区，说明公司近几年来加快对薄弱区域的市场攻占和渗透速度，且取得了显著成效。通过在省内推行“不饱和营销”与密织“金网工程”，公司在甘肃大本营的品牌影响力和渠道下沉密集度有望进一步上升，从而推动省内市场份额进一步提高。

图表 42: 2016-2019 公司省内各地区收入增速比较



来源: Wind, 国金证券研究所

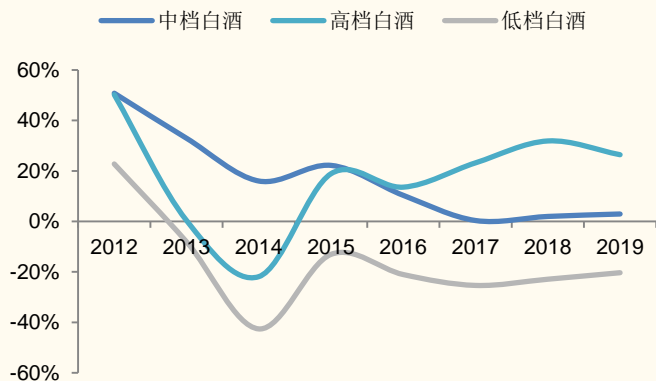
图表 43: 2018 年区域白酒龙头省内市场份额比较



来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

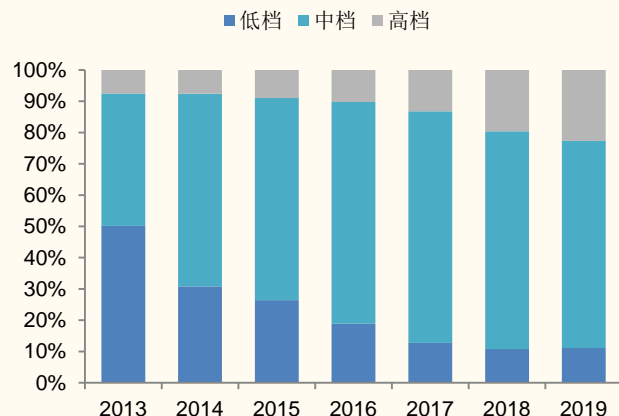
二是产品结构不断升级, 中高档产品有望放量。近年来甘肃白酒价格随着消费升级和新中产崛起, 商务白酒消费价格主流区间从 100-200 元升级至 200-400 元, 宴请消费城市端主流价格带从 100 元以下升级至 150-200 元, 中高端扩容给省酒市场份额的提升带来了更大机会。近年来金徽酒省内主推的高档白酒大单品“金徽十八年”、“世纪金徽五星”以及百元以上“柔和金徽”系列等高档产品增速表现亮眼, 未来有望持续放量。从收入增速来看, 2012-2019 年公司中档白酒和高档白酒收入增速持续高于低档白酒收入增速, 2016 年来高档白酒收入增速超过中档白酒收入增速, 说明公司高档白酒贡献收入增长迅速; 从产量来看, 2013-2019 年公司高档白酒产量持续增加, 占比不断提高 (从 7.5% 升至 22.7%), 而低档白酒产量持续下降 (从 50.1% 落至 11.1%), 中档白酒产量近两年增长趋于平缓, 公司高档产品放量明显。

图表 44: 2012-2019 公司各档产品收入增速



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 45: 2013-2019 公司各档产品产量变化

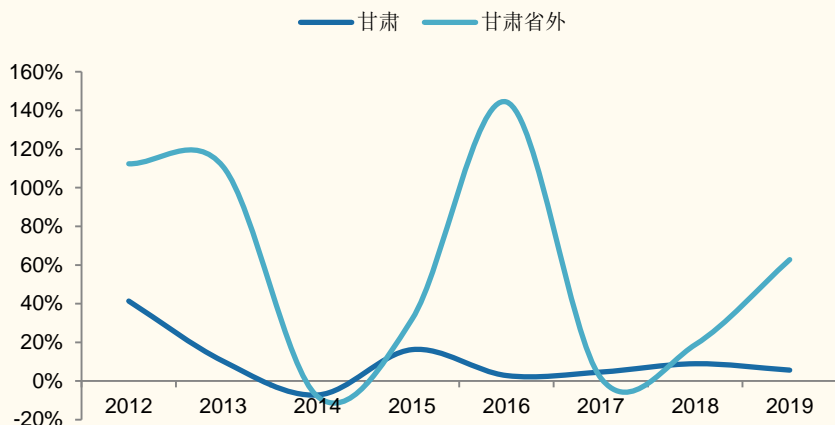


来源: 公司年报, 国金证券研究所

4.2 省外市占率低, 扩张增速明显

公司针对区域布局确立了“立足甘肃, 发展西北, 面向全国”的发展战略, 大西北白酒市场规模约为 400 亿, 金徽酒市占率仅为 4.5% 左右, 占比较低, 根据公司规划, 金徽酒计划在西北做到 10% 以上的市占率, 未来发展空间广大。近年来, 公司通过“核心店策略”和“非对称营销”在陕西、宁夏市场聚焦资源, 稳扎稳打, 取得了不错的市场成绩, 未来公司将深耕陕西、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, 推动省外市场份额的提升。比较公司 2012-2019 年省内省外的收入增速可以发现, 除了 2014 和 2017 年, 公司省外收入增速始终高于省内收入增速, 且 2018 年以来公司步入省外收入快速增长的新阶段, 公司加快了省外扩张步伐。

图表 46: 2012-2019 公司省内省外收入增速 (%)



来源: wind, 国金证券研究所

4.3 五年规划坚定发展目标, “二次创业”激发增长潜力

五年规划提出到 2023 年实现营业收入 30 亿, 归属于母公司净利润 6 亿。2019 年 8 月公司公布了《五年发展战略规划》, 明确了“建成中国大型白酒酿造基地, 打造中国知名白酒品牌, 跻身中国白酒十强”的总体战略发展目标, 提出到 2023 年要实现主营业务收入 30 亿元, 归属于母公司净利润 6 亿元, 并明确了未来五年的市场开拓和品牌发展路径。公司将继续巩固甘肃地区优势市场, 积极开拓西北市场, 提高品牌影响力, 并将加快实施“金徽”品牌发展战略, 打造具有影响力和竞争力的中高端白酒品牌。此外, 公司还与核心管理团队签订了《业绩目标及奖惩方案之协议》, 建立与营业收入和净利润目标直接挂钩、有奖有罚、奖罚对等的核心管理团队薪酬结构, 使核心管理团队与公司业绩深度绑定。此举将大幅提高公司管理团队的积极性和发展决心, 为五年规划的顺利实施和目标实现保驾护航。

图表 47: 《公司五年发展战略规划》

总体战略发展目标	建成中国大型白酒酿造基地, 打造中国知名白酒品牌, 跻身中国白酒十强”
生产经营目标	到 2023 年实现营业收入 30 亿元, 归属于母公司净利润 6 亿元。
市场开拓目标	(1) 巩固并提升公司在省内市场领先地位, 通过精准营销、深度掌控, 实施全渠道、全价位、全产品线覆盖, 提高公司省内市场占有率; (2) 在陕西、宁夏市场全面推进, 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; (3) 在新疆、内蒙古、青海等西北市场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; (4) 其他机会性市场有选择、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。
品牌发展目标	公司通过调整产品结构, 强化营销网络, 巩固甘肃地区优势市场, 积极开拓西北市场, 提高品牌影响力。公司将加快实施金徽品牌发展战略, 打造具有影响力和竞争力的中高端白酒知名品牌。

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 48:《公司与核心管理团队关于业绩目标及奖惩方案之协议》

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
目标营业收入 (亿元)	16.2	18.3	21	25	30
目标扣非归母 净利润(亿 元)	2.8	3.2	3.8	4.7	6
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%				
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%				
当年扣非归母 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%				

来源：公司公告，国金证券研究所

员工持股完善长效激励机制，“二次创业”迈入新征程。2018 年 6 月公司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%，参与第一期员工持股计划的包括公司董事（不含独立董事）、监事、高级管理人员及其他符合条件的员工。本次员工持股计划存续期为 48 个月，其中前 36 个月为锁定期，后 12 个月为解锁期。通过员工持股，公司进一步完善了公司员工与股东的利益共享机制，实现了公司员工与公司利益的深度绑定，有利于调动员工积极性，增强公司长远发展内生动力。此外，2019 年公司开启“二次创业”新征程，一方面，实行全面预算管理和内部模拟市场化，有效调动全员增收节支的积极性，同时积极推行“二线部门”从单一管理职能向“管理+服务”双职能转变；另一方面，实行全员公开竞聘上岗，激发全员“二次创业”的热情与活力，公司按照“以客户为中心”，为市场提供好产品、好服务的要求，对部门岗位进行全面梳理，优化资源配置，使一大批年轻有为，敢想敢干的知识型、技能型员工走上了重要岗位，“二次创业”为公司发展提供了新动能。

图表 49: 公司第一期员工持股计划

对象	与公司及下属全资或控股子公司签订正式劳动合同或聘任合同的员工，包括董事（不含独立董事）、高级管理人员及其他符合条件的员工。
人数	不超过 691 人
资金总额	不超过 73110000 元，占非公开发行股票总量的 18.81%。
股票来源	公司本次非公开发行的 A 股股票

锁定期

存续期为 48 个月，前 36 个月为锁定期，后 12 个月为解锁期

来源：公司公告，国金证券研究所

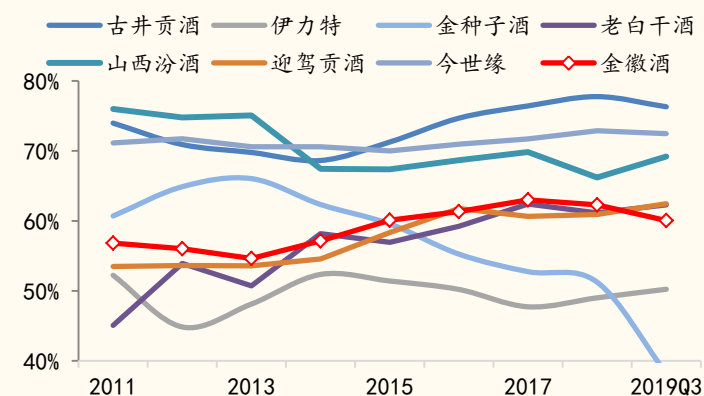
- 总结上述分析，我们认为公司未来几年增长有以下几点核心逻辑：一是公司前期投入了较多的资源和费用，进行品牌宣传和渠道深耕，在甘肃省内以及西北地区已经建立了较强的品牌知名度和影响力，未来高档白酒产品有望持续放量，进入收割阶段，带动市占率和利润增速的提升；二是公司扩张西北地区的决心和战略明确，西北其他省份收入近年增速明显，且已在宁夏、陕西市场取得了显著成果，未来几年有望经验复制，提高西北其他省份的市场份额；三是公司内生发展动力足，五年发展规划明确了发展的目标和路径，员工和经销商持股将管理层利益与公司、股东的价值深度绑定，激励力度大，重新实行“全员竞聘上岗”，发展潜力大。因此未来几年公司收入有望快速增长，规模效应带动净利润增速提高，公司迈入快速发展新阶段。按照五年发展规划，公司未来五年收入和净利润复合增速分别为 16.4% 和 22.0%。

五、同行对比：盈利能力较好，周转能力强

5.1 盈利能力：盈利位于行业中游，费用结构有待改善

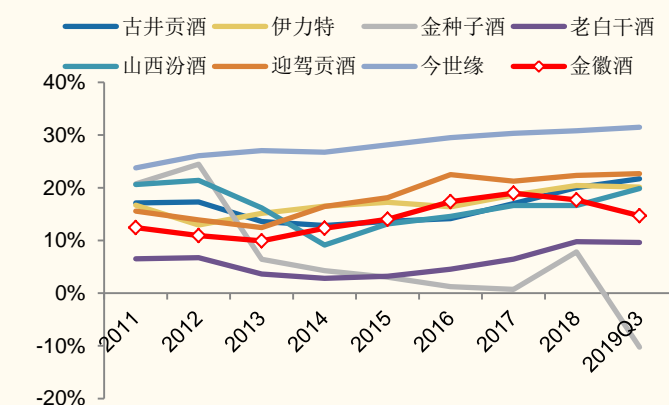
- 为进行行业比较，选取了 8 家可比区域性白酒龙头公司。从毛利率来看，公司毛利率 2013-2017 年处于逐步上升趋势，2017-2019 年略有下降，到 2019 前三季度，公司毛利率（60%）低于古井贡酒（76.3%）、今世缘（72.5%）、山西汾酒（69.2%）、迎驾贡酒（62.4%）和老白干（62.3%），但高于伊力特（50.2%）和金种子酒（38.2%）。从净利率来看，公司净利率 2013-2017 年不断上升，2018 年以来有所下滑，2019 前三季度公司净利率（14.7%）仅高于老白干酒（9.6%）和金种子酒（-10.2%），今世缘净利率最高（31.5%）。

图表 50：2011-2019Q3 可比公司毛利率



来源：Wind，国金证券研究所

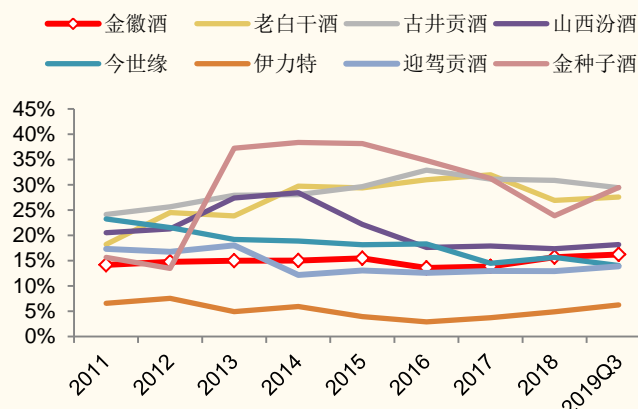
图表 51：2011-2019Q3 可比公司净利率



来源：Wind，国金证券研究所

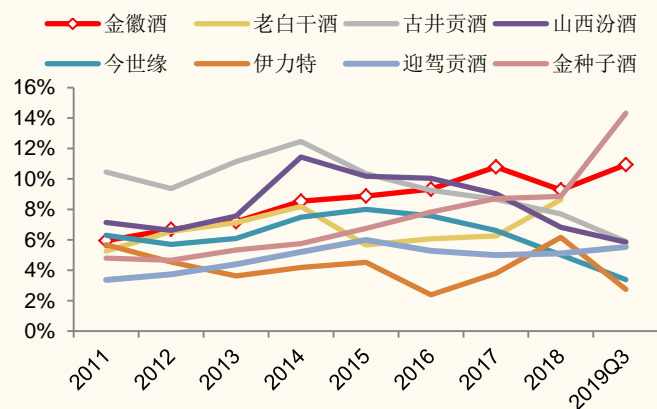
- 从费用率来看，2011-2019 前三季度金徽酒销售费用率在可比公司中处于偏低水平，且一直较为稳定，近三年则有所上升，2019 前三季度公司销售费用率高于今世缘（14.02%）、迎驾贡酒（13.9%）和伊力特（6.26%）；低于金种子酒（29.5%）、古井贡酒（29.4%）、老白干酒（27.6%）和山西汾酒（18.2%）。公司管理费用率在可比公司中较高，2019 前三季度仅低于金种子酒（14.3%），2011 年来一直处于上升趋势。反观迎驾贡酒（5.5%）、今世缘（3.4%）和伊力特（2.7%）管理费用率较低。公司费用结构有待改善。

图表 52: 2011-2019Q3 可比公司销售费用率



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 53: 2011-2019Q3 可比公司管理费用率

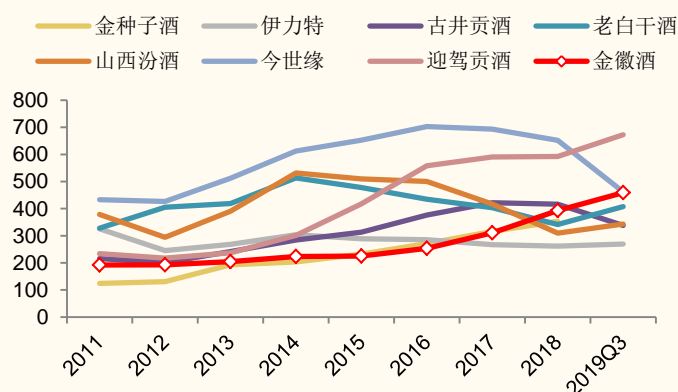


来源: Wind, 国金证券研究所

5.2 营运能力: 存货周转天数显著增加, 应收账款周转较快

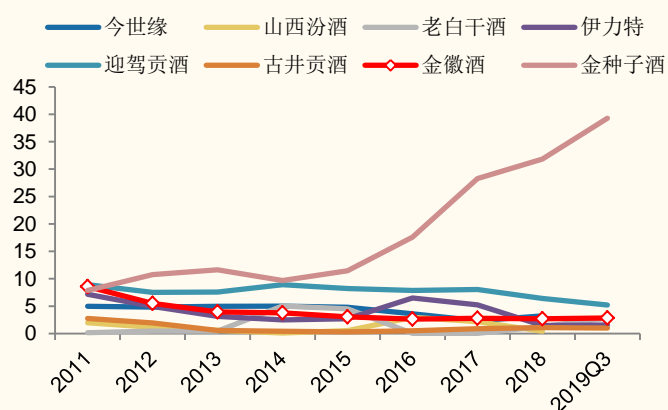
- 从存货周转情况来看, 2011-2017 年公司存货周转天数在可比公司中处于偏低水平, 2018 年来则快速上升, 主要是由于公司增加了优质原酒的生产量, 生产时间延长。2019 前三季度公司存货周转天数 (459 天) 低于迎驾贡酒 (673 天)、金种子酒 (479 天) 和今世缘 (462 天)。从应收账款周转能力来看, 除金种子酒以外, 行业应收账款回收普遍较快, 差别不大, 2019 年前三季度公司应收账款周转天数 (2.85 天) 低于金种子酒 (39.28 天)、迎驾贡酒 (5.21 天) 和今世缘 (3.5 天)。

图表 54: 2011-2019Q3 可比公司存货周转天数 (天)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 55: 2011-2019Q3 可比公司应收账款周转天数 (天)



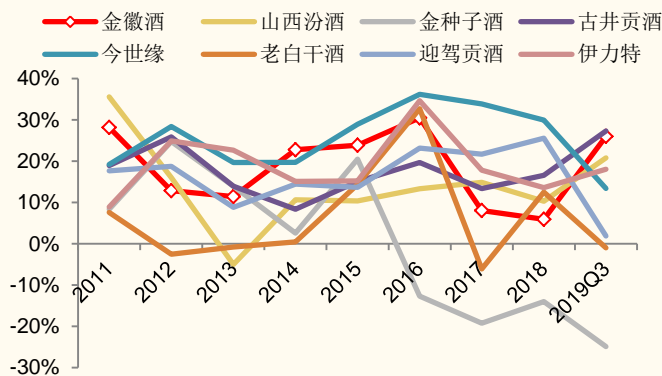
来源: Wind, 国金证券研究所

5.3 现金流和负债情况: 现金流显著改善, 资产负债率低于同行

- 从可比公司现金流状况来看, 2014-2016 年公司现金流状况良好, 经营现金流占营收的比重高于行业平均, 2016-2018 年公司经营现金流急剧下滑, 资金端承受了一定压力, 金种子酒甚至出现负值。2019 年前三季度公司现金流又有好转, 经营现金流占营收的比重从 18 年的 5.9% 上升到了 26%, 在可比公司中仅次于古井贡酒 (27.3%)。从资产负债情况来看, 2011-

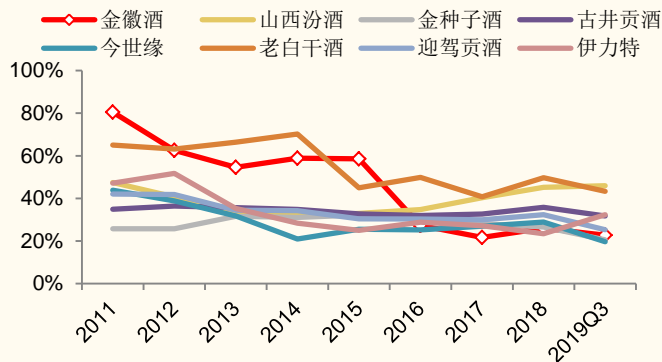
2019 前三季度金徽酒资产负债率不断下降，从 80.5%下降到了 22.7%，远低于行业平均。山西汾酒（46%）和老白干酒（43.3%）资产负债率较高。

图表 56：2011-2019Q3 可比公司经营现金净流量/营收



来源：Wind，国金证券研究所

图表 57：2011-2019Q3 可比公司资产负债率 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

六、投资建议

- **甘肃白酒龙头，迈入快速发展新阶段。**公司目前主打“金徽”品牌产品，产品定位清晰，包含七大系列，覆盖高中低全价位带。2017-2019 年公司营收 CAGR 为 10.74%，归母净利润 CAGR 为 3.43%。2019 年 8 月，公司发布“五年发展战略规划”，提出到 2023 年实现收入 30 亿，净利润 6 亿，即 19-23 年 CAGR 分别为 16.4%和 22.0%，公司迈入发展新阶段。
- **品牌区域领先，渠道重点覆盖，炼就核心竞争力。**1) 品牌：公司主要依靠优秀的产品品质和精准营销打造强盛的品牌力。一方面，公司产品力源于悠久的历史底蕴，得天独厚的地理条件以及精进和创新的工艺，公司的中产品结构不断升级；另一方面，公司深入人心的品牌形象得益于公司省内“饱和营销”和省外“不对称营销”，聚焦资源，精准营销。2) 渠道：公司确立了“立足甘肃，发展西北，面向全国”的布局战略，通过“千网工程”和“金网工程”深耕省内渠道，营销网络延伸至乡镇级；省外通过“核心店策略”“不对称营销”实现有重点稳步扩张，进入陕西、宁夏、内蒙、新疆等市场；此外积极打造厂商利益共同体，保障渠道利润，建立了有粘性的渠道网络。
- **如何看待金徽酒未来发展空间？**主要有三大看点：1) 公司省内市占率还有提升。一方面公司弱势区域如甘肃西部地区收入快速增长，而成熟地区渠道下沉力度加大。另一方面公司高端产品有望放量，产品结构进一步升级。和其他区域白酒龙头相比，公司省内市占率还较低。2) 公司省外市占率低，未来发展空间大。近年来公司省外收入增速明显，公司有望加快省外扩张步伐，加速进军大西北其余市场。3) 五年发展战略规划坚定了公司 2023 年目标实现营收 30 亿、归母净利润 6 亿，蓝图清晰，此外，公司将管理层利益与公司深度绑定，形成长效激励，“二次创业”助力公司迈入新征程。
- **预计 2020-2022 年公司收入分别为 18.88、21.95、25.74 亿元，同比 +15.5%/+16.3%/+17.3%，归母净利润分别为 3.23、3.92、4.86 亿元，同比 +19.5%/+21.3%/+23.9%，对应 EPS 分别为 0.83、1.01、1.25 元，给予公司 2021 年 19 倍 PE，目标价为 19.09 元，首次覆盖给予“增持”评级。**

图表 58：金徽酒收入拆分（单位：百万元）

单位：百万元	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
高档酒	403	528	672	857	1092	1393
YOY	23.21%	31.00%	27.25%	27.50%	27.50%	27.50%
毛利率	71.58%	32.28%	67.88%	68.51%	69.13%	69.73%
中档酒	861	878	904	977	1057	1143
YOY	0.34%	1.96%	2.93%	8.16%	8.16%	8.16%
毛利率	60.45%	59.64%	57.69%	57.69%	57.69%	57.69%
低档酒	69	53	42	39	35	33
YOY	-25.37%	-22.91%	-20.33%	-8.20%	-8.20%	-8.20%
毛利率	44.75%	32.28%	14.30%	15.98%	17.63%	19.24%
其他业务	0	4	17	15	10	5
YOY	12.81%	7390.96%	374.43%	-9.63%	-33.33%	-50.00%
毛利率	-14.58%	5713.54%	53.95%	48.00%	45.00%	42.00%
合计	1333	1462	1634	1888	2195	2574
YOY	4.35%	9.72%	11.76%	15.51%	16.27%	17.26%
毛利率	62.30%	60.72%	61.67%	62.68%	63.69%	62.30%

来源：Wind，国金证券研究所

图表 59：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)				PB (倍)	EPS CAGR	PEG (倍)
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E		(%)	
002304.SZ	洋河股份	95.60	1,441	4.90	5.04	5.65	6.51	23	19	17	15	4	10%	1.9
000799.SZ	酒鬼酒	36.56	119	0.92	1.11	1.43	1.82	39	33	26	20	4	25%	1.3
000596.SZ	古井贡酒	148.19	663	4.17	4.38	5.49	6.58	33	34	27	23	7	16%	2.1
600559.SH	老白干酒	9.17	82	0.45	0.39	0.51	0.56	25	23	18	16	2	7%	3.1
600809.SH	山西汾酒	115.18	1,004	2.22	2.74	3.23	3.95	40	42	36	29	10	21%	2.0
603369.SH	今世缘	35.86	450	1.16	1.36	1.72	2.18	28	26	21	16	5	23%	1.1
603198.SH	迎驾贡酒	17.20	138	1.16	1.06	1.18	1.31	16	15	13	12	3	4%	3.8
平均								29	28	23	19	5	15%	2.2
中值								28	26	21	16	4	16%	2.0
603919.SH	金徽酒	14.79	57.71	0.69	0.83	1.01	1.25	26	18	15	12	2	22%	0.9

来源：Wind，国金证券研究所（山西汾酒、古井贡酒、洋河股份、今世缘为国金证券研究所预期，其余为 Wind 一致预期，收盘价截至 2020 年 5 月 15 日）

七、风险提示

- **宏观经济下行的风险：**中高端白酒消费受宏观经济影响较大，若整体经济下行，消费疲软，预计会对公司业绩造成一定的冲击。
- **省外市场拓展不及预期风险：**省外市场强势地产酒品牌及全国性白酒品牌瓜分市场份额，省外市场拓展还需公司加大对产品、品牌营销、渠道

建设方面加大资源投入，预计若拓展不成功会影响公司业绩。

- **股权质押风险：**股票价格的波动具有高度不确定性，若公司股票价格持续下跌，并最终引发爆仓，股东所质押股权的实际价值将无法清偿融资本金，由此产生的损失须由进行股权质押的股东承担，进而导致公司出现严重的资金问题。
- **食品安全风险：**如果公司个别产品因为生产监管不严而出现食品安全风险，将对公司整体的品质、口碑、形象产生重大打击，进而影响公司维持、提升市场份额。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	1,333	1,462	1,634	1,888	2,195	2,574	货币资金	370	216	502	614	738	936
增长率		9.7%	11.8%	15.5%	16.3%	17.3%	应收账款	13	15	49	38	44	52
主营业务成本	-493	-551	-642	-724	-819	-935	存货	469	734	848	892	1,009	1,151
%销售收入	37.0%	37.7%	39.3%	38.3%	37.3%	36.3%	其他流动资产	12	44	17	18	19	21
毛利	840	911	992	1,164	1,376	1,639	流动资产	863	1,009	1,416	1,562	1,811	2,160
%销售收入	63.0%	62.3%	60.7%	61.7%	62.7%	63.7%	%总资产	37.0%	37.4%	44.5%	46.1%	48.9%	52.2%
营业税金及附加	-195	-220	-231	-266	-307	-360	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	14.6%	15.1%	14.1%	14.1%	14.0%	14.0%	固定资产	1,274	1,508	1,568	1,631	1,697	1,775
销售费用	-185	-229	-245	-283	-334	-386	%总资产	54.6%	55.8%	49.3%	48.1%	45.8%	42.9%
%销售收入	13.9%	15.7%	15.0%	15.0%	15.2%	15.0%	无形资产	174	171	169	169	169	168
管理费用	-144	-128	-147	-170	-198	-229	非流动资产	1,470	1,692	1,763	1,827	1,896	1,976
%销售收入	10.8%	8.7%	9.0%	9.0%	9.0%	8.9%	%总资产	63.0%	62.6%	55.5%	53.9%	51.1%	47.8%
研发费用	0	-8	-29	-33	-37	-44	资产总计	2,333	2,700	3,178	3,389	3,707	4,136
%销售收入	0.0%	0.5%	1.8%	1.8%	1.7%	1.7%	短期借款	32	12	45	35	25	20
息税前利润 (EBIT)	317	326	342	412	500	620	应付款项	386	407	453	499	559	630
%销售收入	23.8%	22.3%	20.9%	21.8%	22.8%	24.1%	其他流动负债	81	80	115	115	136	162
财务费用	2	1	3	3	3	3	流动负债	499	499	614	649	720	812
%销售收入	-0.1%	0.0%	-0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	长期贷款	3	193	0	0	0	0
资产减值损失	1	1	0	0	0	0	其他长期负债	4	10	23	12	11	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	506	702	637	661	731	822
投资收益	2	0	-1	0	0	0	普通股股东权益	1,827	1,999	2,541	2,728	2,976	3,314
%税前利润	0.7%	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	364	364	390	390	390	390
营业利润	324	336	350	415	503	623	未分配利润	723	865	1,022	1,209	1,457	1,795
营业利润率	24.3%	23.0%	21.4%	22.0%	22.9%	24.2%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	0	0	-5	0	0	0	负债股东权益合计	2,333	2,700	3,178	3,389	3,707	4,136
税前利润	324	336	345	415	503	623	比率分析						
利润率	24.3%	22.9%	21.1%	22.0%	22.9%	24.2%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-71	-77	-74	-91	-111	-137	每股指标						
所得税率	22.0%	22.9%	21.5%	22.0%	22.0%	22.0%	每股收益	0.695	0.710	0.694	0.829	1.005	1.245
净利润	253	259	271	323	392	486	每股净资产	5.020	5.491	6.51	6.99	7.63	8.49
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.294	0.237	0.949	1.055	1.116	1.353
归属于母公司的净利润	253	259	271	323	392	486	每股股利	0.190	0.250	0.330	0.350	0.370	0.380
净利率	19.0%	17.7%	16.6%	17.1%	17.9%	18.9%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	13.84%	12.94%	10.65%	11.85%	13.18%	14.66%
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	总资产收益率	10.84%	9.58%	8.51%	9.54%	10.58%	11.75%
净利润	253	259	271	323	392	486	投入资本收益率	13.28%	11.36%	10.31%	11.57%	12.95%	14.46%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	62	69	78	79	86	94	主营业务收入增长率	4.35%	9.72%	11.76%	15.51%	16.27%	17.26%
非经营收益	-5	7	11	0	2	2	EBIT 增长率	5.71%	2.82%	4.85%	20.54%	21.43%	24.02%
营运资金变动	-203	-249	11	8	-45	-54	净利润增长率	14.02%	2.24%	4.64%	19.52%	21.28%	23.88%
经营活动现金净流	107	86	370	412	436	528	总资产增长率	3.31%	15.75%	17.70%	6.63%	9.37%	11.57%
资本开支	-262	-318	-188	-144	-154	-173	资产管理能力						
投资	0	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	2.8	2.7	2.8	2.8	2.8	2.8
其他	106	-48	-37	0	0	0	存货周转天数	314.9	398.1	449.7	449.7	449.7	449.7
投资活动现金净流	-156	-366	-225	-144	-154	-173	应付账款周转天数	96.2	117.3	104.1	104.0	103.0	102.0
股权募资	0	0	362	0	0	0	固定资产周转天数	296.6	287.4	275.6	243.1	215.1	191.7
债权募资	8	170	-160	-15	-10	-5	偿债能力						
其他	-67	-94	-101	-140	-148	-152	净负债/股东权益	-18.32%	-0.55%	-17.97%	-21.24%	-23.97%	-27.65%
筹资活动现金净流	-59	76	101	-155	-158	-157	EBIT 利息保障倍数	-170.8	-569.8	-118.0	-142.0	-172.4	-213.8
现金净流量	-109	-204	247	113	124	198	资产负债率	21.67%	25.99%	20.04%	19.50%	19.71%	19.88%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH