

金徽酒 (603919.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

收入超预期，毛利率和费投扰动盈利

业绩简评

4月21日，公司公告，23Q1实现营收8.93亿元，同比+26.61%；归母净利1.82亿元，同比+10.41%；扣非净利1.81亿元，同比+11.16%。

经营分析

返乡潮带动Q1收入超预期，中档和甘肃中部表现靓丽。

1) 分产品看，Q1高/中/低档收入5.46/3.32/0.06亿元，同比+24.73%/+31.22%/-20.54%，主要系疫后复苏+春节务工返乡潮，中档世纪金徽梳理价值链后需求火爆；高档势头良好，占比-0.9pct至62%。

2) 分区域看，Q1甘肃东南部/兰州及周边/甘肃中部/甘肃西部/其他地区营收2.78/2.3/1.2/0.64/1.92亿元，同比+25.47%/+27.56%/+62.95%/+13.48%/+15.55%。甘肃中部高两位数成长，核心市场陇南、天水、兰州复苏动力足，甘肃西部及其他区域疫情下增长稳健。23Q1省内经销商数量稳定，但内部正在做迭代优化，职能从传统配送商转成运营商；其他地区经销商净增57名，华东加速开拓。

3) Q1末合同负债同比+6.8%，销售收现同比+10%，库存良性。毛利率下行+费投加大，盈利水平承压。23Q1净利率同比-3.05pct，其中：1) 毛利率为64.97%，同比-1.38pct，系产品结构略降+原材料成本上涨。2) 销售费率同比+2.11pct，系广宣、消费者互动、销售人员薪酬投入加大。3) 税金及附加占比/管理费率同比+0.80/-0.23pct，保持稳定。

23年目标25亿收入、4亿净利润，Q1进度良好，Q2政商务有望加速修复。23年环甘肃目标增速30%以上(陕西、宁夏前期铺垫后进入红利期)；华东的经销商、业务人员数量均翻倍(均达到双百)，金徽老窖目标翻番(Q1已实现)。重点突破的江苏、河南希望形成20个以上的县级样板，新成立的北方公司开始重点招团购商。

盈利预测、估值与评级

我们预计23-25年收入增速25%/21%/20%，利润增速43%/27%/25%，对应EPS为0.79/1.01/1.27元，当前股价对应PE为31/24/19X，维持“买入”评级。

风险提示

经济复苏进度不及预期；区域市场竞争加剧；成本上涨过快风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

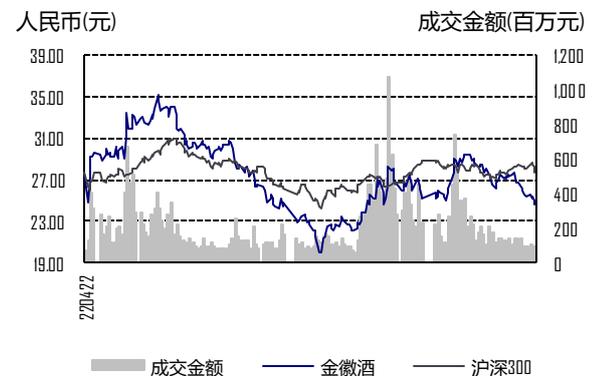
联系人：李本媛

libenyuan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：24.51元

相关报告：

- 《金徽酒公司点评：Q4疫情拖累，费投和人员待遇提升》，2023.3.23
- 《短期疫情拖累业绩，静待疫后修复-金徽酒三季报点评》，2022.10.26
- 《Q2收入增长稳健，业绩短期承压-金徽酒中报点评》，2022.8.21



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,788	2,012	2,523	3,050	3,660
营业收入增长率	3.34%	12.49%	25%	21%	20%
归母净利润(百万元)	325	280	401	512	642
归母净利润增长率	-1.95%	-13.73%	43%	27%	25%
摊薄每股收益(元)	0.640	0.552	0.79	1.01	1.27
每股经营性现金流净额	0.55	0.63	0.85	1.09	1.29
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.90%	8.90%	11.83%	13.83%	15.72%
P/E	60.29	48.42	31	24	19
P/B	6.57	4.31	3.67	3.36	3.05

来源：公司年报、国金证券研究所

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)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	1,731	1,788	2,012	2,523	3,050	3,660	货币资金	592	667	810	911	1,117	1,381
增长率	3.3%	12.5%	25.4%	20.9%	20.0%		应收款项	11	23	26	30	36	44
主营业务成本	-649	-648	-749	-921	-1,080	-1,263	存货	1,137	1,327	1,512	1,741	2,011	2,318
%销售收入	37.5%	36.3%	37.2%	36.5%	35.4%	34.5%	其他流动资产	8	22	37	16	18	20
毛利	1,082	1,140	1,263	1,602	1,970	2,397	流动资产	1,748	2,039	2,386	2,699	3,183	3,762
%销售收入	62.5%	63.7%	62.8%	63.5%	64.6%	65.5%	总资产	49.5%	54.0%	58.3%	60.6%	64.2%	67.9%
营业税金及附加	-242	-253	-294	-366	-442	-531	长期投资	1	1	0	0	0	0
%销售收入	14.0%	14.2%	14.6%	14.5%	14.5%	14.5%	固定资产	1,571	1,501	1,445	1,490	1,513	1,519
销售费用	-222	-278	-420	-426	-512	-613	总资产	44.5%	39.8%	35.3%	33.5%	30.5%	27.4%
%销售收入	12.8%	15.5%	20.9%	16.9%	16.8%	16.8%	无形资产	197	192	213	212	211	210
管理费用	-164	-180	-217	-267	-320	-381	非流动资产	1,784	1,734	1,710	1,753	1,774	1,778
%销售收入	9.5%	10.1%	10.8%	10.6%	10.5%	10.4%	总资产	50.5%	46.0%	41.7%	39.4%	35.8%	32.1%
研发费用	-40	-47	-50	-64	-78	-93	资产总计	3,532	3,773	4,095	4,451	4,957	5,540
%销售收入	2.3%	2.6%	2.5%	2.6%	2.6%	2.6%	短期借款	22	17	21	19	20	21
息税前利润 (EBIT)	414	382	281	478	618	780	应付款项	256	165	184	252	267	278
%销售收入	23.9%	21.4%	14.0%	19.0%	20.3%	21.3%	其他流动负债	436	569	700	758	943	1,131
财务费用	7	7	13	17	20	25	流动负债	715	751	905	1,029	1,230	1,430
%销售收入	-0.4%	-0.4%	-0.6%	-0.7%	-0.6%	-0.7%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	0	-1	-1	0	0	0	其他长期负债	39	40	39	30	28	26
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	754	792	944	1,059	1,258	1,457
投资收益	-1	0	0	0	0	0	普通股股东权益	2,778	2,981	3,150	3,391	3,698	4,083
%税前利润	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	507	507	507	507	507	507
营业利润	434	401	314	515	658	822	未分配利润	1,230	1,404	1,532	1,773	2,080	2,465
%营业利润率	25.1%	22.4%	15.6%	20.4%	21.6%	22.5%	少数股东权益	0	0	1	1	1	1
营业外收支	-13	-11	-11	-10	-10	-10	负债股东权益合计	3,532	3,773	4,095	4,451	4,957	5,540
税前利润	421	390	303	505	648	812	比率分析						
利润率	24.3%	21.8%	15.1%	20.0%	21.2%	22.2%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-90	-65	-24	-103	-136	-171	每股指标						
所得税率	21.3%	16.8%	7.8%	20.5%	21.0%	21.0%	每股收益	0.653	0.640	0.552	0.791	1.008	1.265
净利润	331	325	279	401	512	642	每股净资产	5.477	5.877	6.210	6.684	7.290	8.049
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0	每股经营现金净流	0.665	0.551	0.629	0.854	1.094	1.288
归属于母公司的净利润	331	325	280	401	512	642	每股股利	0.240	0.240	0.220	0.316	0.403	0.506
净利率	19.1%	18.2%	13.9%	15.9%	16.8%	17.5%	回报率						
							净资产收益率	11.93%	10.90%	8.90%	11.83%	13.83%	15.72%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	9.38%	8.61%	6.84%	9.02%	10.32%	11.58%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	11.54%	10.52%	8.13%	11.07%	13.04%	14.92%
净利润	331	325	279	401	512	642	增长率						
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0	主营业务收入增长率	5.89%	3.34%	12.49%	25.41%	20.89%	20.00%
非现金支出	98	111	116	105	111	118	EBIT增长率	21.17%	-7.73%	-26.39%	70.07%	29.18%	26.22%
非经营收益	5	2	-22	16	10	10	净利润增长率	22.44%	-1.95%	-13.73%	43.19%	27.48%	25.45%
营运资金变动	-97	-159	-54	-89	-79	-117	总资产增长率	11.12%	6.83%	8.54%	8.68%	11.37%	11.77%
经营活动现金净流	337	279	319	433	555	653	资产管理能力						
资本开支	-142	-58	-57	-158	-142	-132	应收账款周转天数	2.3	1.7	1.4	1.4	1.4	1.4
投资	-2	0	-1	0	0	0	存货周转天数	558.3	693.4	692.1	690.0	680.0	670.0
其他	71	23	1	0	0	0	应付账款周转天数	106.4	92.6	64.5	80.0	70.0	60.0
投资活动现金净流	-73	-35	-57	-158	-142	-132	固定资产周转天数	330.2	304.2	261.8	208.8	171.9	141.9
股权募资	0	1	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	-20	-10	0	-10	1	1	净负债/股东权益	-20.51%	-21.78%	-25.04%	-26.30%	-29.66%	-33.29%
其他	-98	-128	-121	-161	-205	-257	EBIT利息保障倍数	-56.4	-52.6	-22.4	-28.9	-31.2	-31.7
筹资活动现金净流	-118	-138	-121	-171	-204	-256	资产负债率	21.34%	20.98%	23.06%	23.80%	25.38%	26.29%
现金净流量	147	107	142	104	208	265							

来源：公司年报、国金证券研究所

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

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-04-22	买入	45.10	N/A
2	2022-03-16	买入	28.31	N/A
3	2022-04-26	买入	25.03	N/A
4	2022-08-21	买入	29.92	N/A
5	2022-10-26	买入	22.07	N/A
6	2023-03-23	买入	26.96	N/A

来源：国金证券研究所

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。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402