



金徽酒 (603919.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q2 业绩高增，升级环比加速明显

业绩简评

8月18日，公司公告，23H1实现营收15.23亿元，同比+24.25%；归母净利2.54亿元，同比+20.06%。23Q2实现收入6.30亿元，同比+21.05%；归母净利0.73亿元，同比+53.74%（对比21Q2持平）。

经营分析

Q2 高档、基地市场高增，预收表现亮眼。1) 分档次，高档（100元以上）/中档（30-100元）/低档（30元以下）23H1收入为9.90/5.04/0.08亿元，同比+31%/+15%/-49%；23Q2收入同比+40%/-8%/-72%。高档H1占比+3.6pct至66%，Q2占比同比+10pct。H1柔和占比30%左右、增速40%左右；30-100元为口粮酒，季节性波动大；100-300元受益于宴席、商务恢复。2) 分区域，甘肃东南部/兰州及周边地区/甘肃中部/甘肃西部/其他地区23H1收入为4.50/3.79/1.75/1.49/3.48亿元，同比+27%/16%/26%/33%/25%；23Q2收入同比+29%/+2%/-15%/+53%/+40%。省内陇东南高占有下推进星级升级向柔和、年份；兰州受二批商清理影响（H1经销商减少6家），叠加商务宴请恢复进度偏慢。省外陕西控量挺价，H1符合预期；华东销售人员120多人，金徽老窖+70%多（其他区域增加142个经销商）。3) 销售收现H1同比+35.8%，Q2同比+93.1%。合同负债Q2末同比+52.6%（环比+0.14e），回款进度较好。

Q2 升级驱动毛利率提升，费投持续大步扩张。23Q2毛利率同比+3.2pct，主要系结构升级明显；销售/管理费率同比+4.7/+1.2pct，净利率同比+2.1pct。H1净利率同比+2.7pct，毛利率同比+0.1pct，系省外市场开拓中投入大量赠酒、货折+原材料成本上行；销售费率+3.2pct（广宣费率/业务推广费率分别+0.8/2.5pct）；管理费率变动不大。所得税率Q2同比-19pct、H1同比-7%至15%，主要系获评高新技术企业享受税收优惠。

公司维持全年收入25亿、利润4亿的目标不变，对应H2收入+24%、利润+116%（对比21H2增长6%），省内中秋国庆星级升级趋势明显，柔和将加快从H3迈向H6；兰州以年份为抓手、未来二批商梳理影响会消除；河西地产酒调整带来机遇，推动省内市占率从26-27%看齐40-45%。省外陕西/宁夏进入多年、成效陆续显现，新开拓的内蒙、青海、华东等市场通过高费投实现团购培育。

盈利预测、估值与评级

预计23-25年收入增速25%/21%/20%，利润增速43%/27%/25%，EPS为0.79/1.00/1.25元，估值为32/25/20X，维持“买入”评级。

风险提示

省内升级不及预期，区域市场竞争加剧，成本上涨过快。

食品饮料组

分析师：刘宸倩（执业S1130519110005）

liuchenqian@gjzq.com.cn

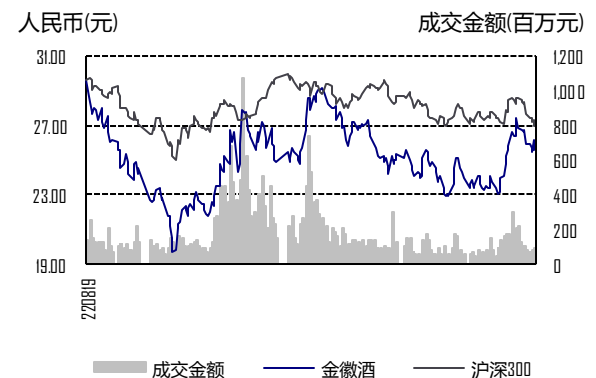
联系人：李本媛

libenyuan@gjzq.com.cn

市价（人民币）：25.57元

相关报告：

- 《金徽酒公司点评：收入超预期，毛利率和费投扰动盈利》，2023.4.22
- 《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-金徽酒季报点评》，2022.10.26



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	509	636
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	1.00	1.25
每股经营性现金流净额	0.55	0.63	0.85	1.00	1.20
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.90%	8.90%	11.82%	13.78%	15.59%
P/E	60.29	48.42	32	25	20
P/B	6.57	4.31	3.83	3.51	3.18

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)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	1,731	1,788	2,012	2,523	3,050	3,660
增长率	3.3%	12.5%	25.4%	20.9%	20.0%	
主营业务成本	-649	-648	-749	-908	-1,081	-1,281
%销售收入	37.5%	36.3%	37.2%	36.0%	35.5%	35.0%
毛利	1,082	1,140	1,263	1,615	1,969	2,379
%销售收入	62.5%	63.7%	62.8%	64.0%	64.6%	65.0%
营业税金及附加	-242	-253	-294	-373	-451	-542
%销售收入	14.0%	14.2%	14.6%	14.8%	14.8%	14.8%
销售费用	-222	-278	-420	-482	-576	-684
%销售收入	12.8%	15.5%	20.9%	19.1%	18.9%	18.7%
管理费用	-164	-180	-217	-252	-302	-359
%销售收入	9.5%	10.1%	10.8%	10.0%	9.9%	9.8%
研发费用	-40	-47	-50	-49	-58	-70
%销售收入	2.3%	2.6%	2.5%	2.0%	1.9%	1.9%
息税前利润 (EBIT)	414	382	281	458	581	725
%销售收入	23.9%	21.4%	14.0%	18.2%	19.1%	19.8%
财务费用	7	7	13	17	19	23
%销售收入	-0.4%	-0.4%	-0.6%	-0.7%	-0.6%	-0.6%
资产减值损失	0	-1	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	0	0	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	434	401	314	483	609	758
营业利润率	25.1%	22.4%	15.6%	19.1%	20.0%	20.7%
营业外收支	-13	-11	-11	-10	-10	-10
税前利润	421	390	303	473	599	748
利润率	24.3%	21.8%	15.1%	18.7%	19.7%	20.4%
所得税	-90	-65	-24	-72	-90	-113
所得税率	21.3%	16.8%	7.8%	15.2%	15.1%	15.1%
净利润	331	325	279	401	509	636
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0
归属于母公司的净利润	331	325	280	401	509	636
净利率	19.1%	18.2%	13.9%	15.9%	16.7%	17.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	331	325	279	401	509	636
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0
非现金支出	98	111	116	105	111	118
非经营收益	5	2	-22	16	10	10
营运资金变动	-97	-159	-54	-89	-122	-156
经营活动现金净流	337	279	319	433	509	608
资本开支	-142	-58	-57	-158	-142	-132
投资	-2	0	-1	0	0	0
其他	71	23	1	0	0	0
投资活动现金净流	-73	-35	-57	-158	-142	-132
股权募资	0	1	0	0	0	0
债权募资	-20	-10	0	-10	1	1
其他	-98	-128	-121	-161	-204	-255
筹资活动现金净流	-118	-138	-121	-171	-203	-254
现金净流量	147	107	142	104	164	222

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	592	667	810	911	1,073	1,293
应收款项	11	23	26	30	36	44
存货	1,137	1,327	1,512	1,717	2,014	2,351
其他流动资产	8	22	37	16	18	21
流动资产	1,748	2,039	2,386	2,675	3,142	3,709
%总资产	49.5%	54.0%	58.3%	60.4%	63.9%	67.6%
长期投资	1	1	0	0	0	0
固定资产	1,571	1,501	1,445	1,490	1,513	1,519
%总资产	44.5%	39.8%	35.3%	33.6%	30.8%	27.7%
无形资产	197	192	213	212	211	210
非流动资产	1,784	1,734	1,710	1,753	1,774	1,778
%总资产	50.5%	46.0%	41.7%	39.6%	36.1%	32.4%
资产总计	3,532	3,773	4,095	4,427	4,915	5,487
短期借款	22	17	21	19	20	21
应付款项	256	165	184	250	268	282
其他流动负债	436	569	700	733	899	1,075
流动负债	715	751	905	1,002	1,187	1,379
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	39	40	39	34	31	30
负债	754	792	944	1,036	1,218	1,409
普通股股东权益	2,778	2,981	3,150	3,390	3,696	4,077
其中：股本	507	507	507	507	507	507
未分配利润	1,230	1,404	1,532	1,772	2,078	2,459
少数股东权益	0	0	1	1	1	1
负债股东权益合计	3,532	3,773	4,095	4,427	4,915	5,487

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.653	0.640	0.552	0.790	1.004	1.253
每股净资产	5.477	5.877	6.210	6.684	7.286	8.038
每股经营现金净流	0.665	0.551	0.629	0.853	1.004	1.198
每股股利	0.240	0.240	0.220	0.316	0.402	0.501
回报率						
净资产收益率	11.93%	10.90%	8.90%	11.82%	13.78%	15.59%
总资产收益率	9.38%	8.61%	6.84%	9.05%	10.36%	11.58%
投入资本收益率	11.54%	10.52%	8.13%	11.31%	13.20%	14.94%
增长率						
主营业务收入增长率	5.89%	3.34%	12.49%	25.41%	20.89%	20.00%
EBIT 增长率	21.17%	-7.73%	-26.39%	62.89%	26.88%	24.72%
净利润增长率	22.44%	-1.95%	-13.73%	42.99%	27.08%	24.79%
总资产增长率	11.12%	6.83%	8.54%	8.10%	11.03%	11.63%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.3	1.7	1.4	1.4	1.4	1.4
存货周转天数	558.3	693.4	692.1	690.0	680.0	670.0
应付账款周转天数	106.4	92.6	64.5	80.0	70.0	60.0
固定资产周转天数	330.2	304.2	261.8	208.8	171.9	141.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-20.51%	-21.78%	-25.04%	-26.30%	-28.47%	-31.19%
EBIT 利息保障倍数	-56.4	-52.6	-22.4	-27.7	-30.0	-31.1
资产负债率	21.34%	20.98%	23.06%	23.39%	24.79%	25.67%

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	2022-03-16	买入	28.31	N/A
2	2022-04-26	买入	25.03	N/A
3	2022-08-21	买入	29.92	N/A
4	2022-10-26	买入	22.07	N/A
5	2023-03-23	买入	26.96	N/A
6	2023-04-22	买入	24.51	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：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究