



**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

## 厚积薄发，业绩超预期

——金徽酒 2023 年半年报点评

### 买入（维持）

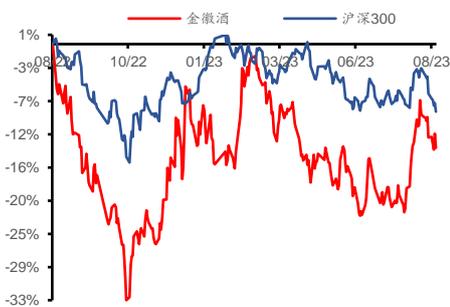
行业：食品饮料  
日期：2023年08月21日

分析师：王珠琳  
Tel: 021-53686405  
E-mail: wangzhulin@shzq.com  
SAC 编号: S0870523050001  
联系人：赖思琪  
Tel: 021-53686180  
E-mail: laisiqi@shzq.com  
SAC 编号: S0870122080016

#### 基本数据

|                  |             |
|------------------|-------------|
| 最新收盘价（元）         | 25.57       |
| 12mth A 股价格区间（元） | 19.91-29.45 |
| 总股本（百万股）         | 507.26      |
| 无限售 A 股/总股本      | 100.00%     |
| 流通市值（亿元）         | 129.71      |

#### 最近一年股票与沪深 300 比较



#### 相关报告：

- 《股权转让落地，经营势能向好》  
——2023 年 07 月 25 日
- 《西北酒王“二次创业”，蹄疾步稳扩张有方》  
——2023 年 07 月 21 日
- 《西北酒王“二次创业”，蹄疾步稳扩张有方》  
——2023 年 07 月 21 日

#### ■ 投资摘要

##### 事件概述

8月18日，金徽酒发布2023年半年报，23H1公司实现营业收入15.23亿元，同比+24.25%；归母净利润2.54亿元，同比+20.06%；扣非归母净利润2.54亿元，同比+21.65%。其中，23Q2公司实现营业收入6.3亿元，同比+21.05%；归母净利润7256.53万元，同比+53.74%；扣非归母净利润：7232.08万元，同比+59.3%。归母净利润增速创新高。

**产品结构持续优化，市场开拓成效显著。**产品结构上，23H1 公司高档/中档产品收入增幅分别为 31.18%/14.56%，占比分别为 65.89%/33.56%，其中高档产品营收较 2022 年占比提升约 3pct，结构优化主要系公司加大百元以上产品布局。分市场来看，23H1 省内/省外收入增幅分别为 23.7%/25.3%，分别占比 76.8%/23.2%，其中省内西部/中部/东南部呈现较快增长，省外市场占比逐步提升，较去年同期上升 0.5pct。公司坚持“布局全国、深耕西北、重点突破”的市场战略，省内夯实根据地市场，一县一策精准运营，省外加快华东、以内蒙为核心的北方市场的团队建设及招商，差异化营销实现区域突破，看好公司省内外市场成长趋势。

**盈利能力稳定，费用投入保障高质量发展。**23H1 公司毛利率/净利率分别为 63.76%/16.53%，较上年同期分别+0.63pct/-0.76pct。毛利率增长系高毛利的高档产品销量增加带动所致，净利率小幅下滑系公司销售费用大幅增加所致。公司积极打造品牌势能，加大消费者互动及品牌推广建设，费用投入有效提升品牌知名度。

#### ■ 投资建议

公司作为甘肃省龙头酒企，战略规划清晰，具备产品结构优化和省外环甘肃西北市场及以内蒙为核心的北方市场拓展的潜能。当前公司省内地位稳固，省外市场推广顺利，我们认为公司经营稳健，二季度业绩表现优异，小幅上调公司 2023 年盈利预测至 4.14 亿元。我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 25.17/30.68/36.37 亿元，增速分别为 25.1%/21.9%/18.6%，归母净利润分别为 4.14/5.35/6.57 亿元，增速分别为 47.9%/29.1%/22.8%。维持“买入”评级。

#### ■ 风险提示

省内竞争加剧风险，新市场开拓不及预期风险，原材料价格上涨风险，食品安全风险。

## ■ 数据预测与估值

| 单位: 百万元  | 2022A  | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入     | 2012   | 2517  | 3068  | 3637  |
| 年增长率     | 12.5%  | 25.1% | 21.9% | 18.6% |
| 归母净利润    | 280    | 414   | 535   | 657   |
| 年增长率     | -13.7% | 47.9% | 29.1% | 22.8% |
| 每股收益 (元) | 0.55   | 0.82  | 1.05  | 1.30  |
| 市盈率 (X)  | 48.42  | 31.30 | 24.24 | 19.73 |
| 市净率 (X)  | 4.12   | 3.80  | 3.29  | 2.82  |

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (2023 年 08 月 18 日收盘价)

**公司财务报表数据预测汇总**
**资产负债表 (单位: 百万元)**

| 指标               | 2022A       | 2023E       | 2024E       | 2025E       |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 货币资金             | 810         | 1052        | 1563        | 2232        |
| 应收票据及应收账款        | 15          | 18          | 21          | 24          |
| 存货               | 1512        | 1761        | 2076        | 2380        |
| 其他流动资产           | 48          | 54          | 59          | 65          |
| 流动资产合计           | 2386        | 2886        | 3719        | 4701        |
| 长期股权投资           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 投资性房地产           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 固定资产             | 1443        | 1389        | 1324        | 1253        |
| 在建工程             | 2           | 1           | 1           | 1           |
| 无形资产             | 199         | 209         | 217         | 225         |
| 其他非流动资产          | 66          | 75          | 81          | 85          |
| 非流动资产合计          | 1710        | 1674        | 1622        | 1564        |
| <b>资产总计</b>      | <b>4095</b> | <b>4560</b> | <b>5342</b> | <b>6264</b> |
| 短期借款             | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 应付票据及应付账款        | 144         | 179         | 223         | 275         |
| 合同负债             | 510         | 654         | 828         | 1018        |
| 其他流动负债           | 251         | 274         | 302         | 326         |
| 流动负债合计           | 905         | 1107        | 1353        | 1619        |
| 长期借款             | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 应付债券             | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 其他非流动负债          | 39          | 40          | 40          | 40          |
| 非流动负债合计          | 39          | 40          | 40          | 40          |
| <b>负债合计</b>      | <b>944</b>  | <b>1147</b> | <b>1393</b> | <b>1659</b> |
| 股本               | 507         | 507         | 507         | 507         |
| 资本公积             | 871         | 871         | 871         | 871         |
| 留存收益             | 1772        | 2034        | 2569        | 3227        |
| 归属母公司股东权益        | 3150        | 3412        | 3947        | 4605        |
| 少数股东权益           | 1           | 1           | 1           | 1           |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>3151</b> | <b>3413</b> | <b>3948</b> | <b>4606</b> |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>4095</b> | <b>4560</b> | <b>5342</b> | <b>6264</b> |

**现金流量表 (单位: 百万元)**

| 指标              | 2022A       | 2023E       | 2024E      | 2025E      |
|-----------------|-------------|-------------|------------|------------|
| <b>经营活动现金流量</b> | <b>319</b>  | <b>479</b>  | <b>571</b> | <b>723</b> |
| 净利润             | 279         | 414         | 535        | 657        |
| 折旧摊销            | 115         | 100         | 101        | 101        |
| 营运资金变动          | -54         | -49         | -77        | -47        |
| 其他              | -21         | 13          | 12         | 12         |
| <b>投资活动现金流量</b> | <b>-57</b>  | <b>-76</b>  | <b>-61</b> | <b>-54</b> |
| 资本支出            | -57         | -76         | -61        | -54        |
| 投资变动            | -1          | 0           | 0          | 0          |
| 其他              | 1           | 0           | 0          | 0          |
| <b>筹资活动现金流量</b> | <b>-121</b> | <b>-160</b> | <b>0</b>   | <b>0</b>   |
| 债权融资            | 0           | -8          | 0          | 0          |
| 股权融资            | 0           | 0           | 0          | 0          |
| 其他              | -121        | -153        | 0          | 0          |
| <b>现金净流量</b>    | <b>142</b>  | <b>242</b>  | <b>510</b> | <b>669</b> |

**利润表 (单位: 百万元)**

| 指标                | 2022A       | 2023E       | 2024E       | 2025E       |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>营业收入</b>       | <b>2012</b> | <b>2517</b> | <b>3068</b> | <b>3637</b> |
| 营业成本              | 749         | 919         | 1115        | 1318        |
| 营业税金及附加           | 294         | 373         | 460         | 553         |
| 销售费用              | 420         | 478         | 561         | 647         |
| 管理费用              | 217         | 264         | 313         | 364         |
| 研发费用              | 50          | 50          | 61          | 73          |
| 财务费用              | -13         | 0           | 0           | 0           |
| 资产减值损失            | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 投资收益              | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 公允价值变动损益          | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>营业利润</b>       | <b>314</b>  | <b>457</b>  | <b>586</b>  | <b>718</b>  |
| 营业外收支净额           | -11         | -12         | -11         | -11         |
| <b>利润总额</b>       | <b>303</b>  | <b>446</b>  | <b>575</b>  | <b>707</b>  |
| 所得税               | 24          | 31          | 40          | 49          |
| 净利润               | 279         | 414         | 535         | 657         |
| 少数股东损益            | -1          | 0           | 0           | 0           |
| <b>归属母公司股东净利润</b> | <b>280</b>  | <b>414</b>  | <b>535</b>  | <b>657</b>  |

**主要指标**

| 指标              | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>盈利能力指标</b>   |        |        |        |        |
| 毛利率             | 62.8%  | 63.5%  | 63.6%  | 63.8%  |
| 净利率             | 13.9%  | 16.5%  | 17.4%  | 18.1%  |
| 净资产收益率          | 8.9%   | 12.1%  | 13.6%  | 14.3%  |
| 资产回报率           | 6.8%   | 9.1%   | 10.0%  | 10.5%  |
| 投资回报率           | 8.7%   | 12.1%  | 13.5%  | 14.2%  |
| <b>成长能力指标</b>   |        |        |        |        |
| 营业收入增长率         | 12.5%  | 25.1%  | 21.9%  | 18.6%  |
| EBIT 增长率        | -23.5% | 48.0%  | 29.1%  | 22.8%  |
| 归母净利润增长率        | -13.7% | 47.9%  | 29.1%  | 22.8%  |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益            | 0.55   | 0.82   | 1.05   | 1.30   |
| 每股净资产           | 6.21   | 6.73   | 7.78   | 9.08   |
| 每股经营现金流         | 0.63   | 0.94   | 1.13   | 1.43   |
| 每股股利            | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>营运能力指标</b>   |        |        |        |        |
| 总资产周转率          | 0.51   | 0.58   | 0.62   | 0.63   |
| 应收账款周转率         | 256.48 | 355.16 | 380.13 | 410.66 |
| 存货周转率           | 0.53   | 0.56   | 0.58   | 0.59   |
| <b>偿债能力指标</b>   |        |        |        |        |
| 资产负债率           | 23.1%  | 25.2%  | 26.1%  | 26.5%  |
| 流动比率            | 2.64   | 2.61   | 2.75   | 2.90   |
| 速动比率            | 0.92   | 0.98   | 1.18   | 1.41   |
| <b>估值指标</b>     |        |        |        |        |
| P/E             | 48.42  | 31.30  | 24.24  | 19.73  |
| P/B             | 4.12   | 3.80   | 3.29   | 2.82   |
| EV/EBITDA       | 30.73  | 21.89  | 16.89  | 13.32  |

资料来源: Wind, 上海证券研究所

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

### 投资评级体系与评级定义

|  |   |
|--|---|
| <b>股票投资评级：</b>   | 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。             |
| 买入   | 股价表现将强于基准指数 20%以上   |
| 增持   | 股价表现将强于基准指数 5-20%   |
| 中性   | 股价表现将介于基准指数±5%之间  |
| 减持   | 股价表现将弱于基准指数 5%以上  |
| 无评级  | 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级                    |
| <b>行业投资评级：</b>   | 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。 |
| 增持   | 行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数  |
| 中性   | 行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平   |
| 减持   | 行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数  |
| 相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 |   |

#### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

### 免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断