

金徽酒(603919)

报告日期: 2023年08月21日

23Q2 业绩超预期，百元以上产品迎高增

——金徽酒 23H1 业绩点评

投资要点

- **事件:** 23H1 公司实现营业收入 15.23 亿元，同比+24.25%；实现归母净利润 2.54 亿元，同比增长+20.06%。23Q2 公司实现营业收入 6.30 亿元，同比+21.05%；实现归母净利润 0.73 亿元，同比+53.74%，收入&业绩增速均超预期。
- **产品端:** 柔和占比持续提升，引领产品结构升级
2023Q2 公司高/中/低档产品收入分别为 4.44/1.72/0.02 亿元，收入增速分别同比+40.10%/ -7.99%/ -72.41%；收入占比分别同比变动+10.00/-8.64/-1.35 个百分点至 71.77%/27.83%/0.40%，百元以上产品占比显著提升。
- **市场端:** 省内陇东南及西部区域表现较优，省外市场持续开拓
23Q2 甘肃东南部/兰州及周边/甘肃中部/甘肃西部/其他地区营收分别为 1.72/1.49/0.55/0.85/1.56 亿元，分别同比+29.22%/+1.93%/-15.34%/+52.95%/+39.74%，甘肃东南部、甘肃西部、其他地区占比分别同比提升 1.86、2.90、3.47pct。
- **渠道端:** 省内经销商整体稳定，省外经销商显著增加
23H1 省内、省外经销商数量分别增加 1 家、71 家，23H1 平均经销商规模同比变动+7.79%至 188.49 万元/家，省内经销商基本稳定，省外经销商显著增加，渠道结构优化。
- **财务端:** 盈利能力提升，预收款蓄水池深厚
23Q2 公司毛利率/净利率较上年同期变动+3.28/+2.10 个百分点至 62.05%/11.21%，我们认为毛利率提升主因产品结构升级。
 - 1) 费用端: 公司销售费用率/管理费用率(含研发费用)/财务费用率同比变动+4.69/-0.13/-0.63 个百分点至 21.54%/13.98%/-1.26%，我们认为销售费用率提升较多主因公司目前处于市场扩张期，我们预计 25 年后利润有望释放。
 - 2) 预收款: 23H1 合同负债环比/同比变动+0.15/+1.53 亿元至 4.42 亿元。
 - 3) 现金流: 23Q2 公司经营性现金流为 1.19 亿(同比+224.70%)。
 - 4) 所得税率: 23H1 所得税率下降 6.91pct 至 15.15%，我们认为所得税率下降主因①22 年 10 月公司被评为高新技术企业，所得税率从 25%调整至 15%；②部分子公司享受西部大开发/小微企业税收优惠政策。
- **盈利预测及估值**
23 年锚定 25 亿收入、4 亿利润目标，看好柔和系列高增引领结构升级，省内提结构、扩份额，省外华东、内蒙等市场开拓迅猛。预计公司 2023-2025 年收入增速分别为 25.06%、19.83%、16.90%；归母净利润增速分别为 50.87%、30.43%、22.88%；EPS 为 0.84、1.09、1.34 元/股；PE 分别为 30.41、23.31、18.97 倍。维持买入评级。
- **催化剂:** 白酒需求恢复超预期；柔和动销持续向好。
- **风险提示:** 消费需求恢复不及预期；柔和动销不及预期。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 杨骥
执业证书号: S1230522030003
yangji@stocke.com.cn

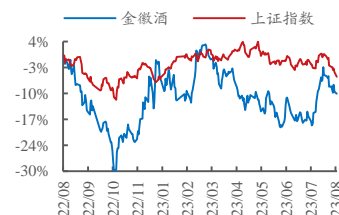
分析师: 张家楨
执业证书号: S1230523080001
zhangjiazhen@stocke.com.cn

研究助理: 潘俊汝
panjunru@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 25.44
总市值(百万元)	12,904.69
总股本(百万股)	507.26

股票走势图



相关报告

- 1 《中档酒表现优秀，结构升级趋势向上》 2023.04.24
- 2 《22 年产品结构升级持续，23 年利润具强弹性》 2023.03.25
- 3 《业绩短期承压，结构仍提升市场稳定拓展——金徽酒 2022Q3 业绩点评报告》 2022.10.29

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2012	2516	3015	3524
(+/-) (%)	12.49%	25.06%	19.83%	16.90%
归母净利润	281	424	553	680
(+/-) (%)	-13.69%	50.87%	30.43%	22.88%
每股收益(元)	0.55	0.84	1.09	1.34
P/E	45.88	30.41	23.31	18.97

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2386	2649	3106	3621
现金	810	803	988	1308
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	15	19	26	28
其它应收款	11	8	11	14
预付账款	7	8	11	11
存货	1512	1794	2050	2237
其他	30	16	20	22
非流动资产	1710	1610	1490	1379
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	1	1	1
固定资产	1443	1353	1222	1103
无形资产	199	204	207	213
在建工程	2	1	1	1
其他	66	50	59	62
资产总计	4095	4259	4596	5000
流动负债	905	874	939	995
短期借款	0	0	0	0
应付款项	144	207	207	233
预收账款	0	0	0	0
其他	761	667	732	763
非流动负债	39	39	40	39
长期借款	0	0	0	0
其他	39	39	40	39
负债合计	944	914	979	1035
少数股东权益	1	(1)	(3)	(5)
归属母公司股东权益	3150	3346	3620	3970
负债和股东权益	4095	4259	4596	5000

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	319	232	423	622
净利润	280	423	551	677
折旧摊销	107	97	97	97
财务费用	(13)	(6)	(8)	(11)
投资损失	(0)	0	0	0
营运资金变动	133	(14)	46	49
其它	(189)	(268)	(264)	(190)
投资活动现金流	(57)	(12)	32	17
资本支出	56	0	41	29
长期投资	1	(1)	0	0
其他	(114)	(12)	(9)	(13)
筹资活动现金流	(121)	(226)	(270)	(318)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(121)	(226)	(270)	(318)
现金净增加额	142	(7)	185	321

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2012	2516	3015	3524
营业成本	749	888	1015	1108
营业税金及附加	294	368	441	515
营业费用	420	503	603	751
管理费用	217	247	295	345
研发费用	50	63	75	88
财务费用	(13)	(6)	(8)	(11)
资产减值损失	(0)	(0)	(0)	(0)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	0	(0)	(0)	(0)
其他经营收益	21	16	17	18
营业利润	315	470	609	747
营业外收支	(11)	(11)	(12)	(12)
利润总额	304	458	598	735
所得税	24	36	47	57
净利润	280	423	551	677
少数股东损益	(1)	(2)	(2)	(3)
归属母公司净利润	281	424	553	680
EBITDA	399	544	682	815
EPS (最新摊薄)	0.55	0.84	1.09	1.34

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	12.49%	25.06%	19.83%	16.90%
营业利润	-21.69%	49.24%	29.78%	22.51%
归属母公司净利润	-13.69%	50.87%	30.43%	22.88%
获利能力				
毛利率	62.78%	64.70%	66.33%	68.57%
净利率	13.92%	16.80%	18.28%	19.22%
ROE	9.17%	13.06%	15.89%	17.93%
ROIC	8.44%	12.23%	14.79%	16.56%
偿债能力				
资产负债率	23.06%	21.45%	21.29%	20.70%
净负债比率	2.24%	1.84%	1.89%	1.82%
流动比率	2.64	3.03	3.31	3.64
速动比率	0.96	0.98	1.12	1.39
营运能力				
总资产周转率	0.51	0.60	0.68	0.73
应收账款周转率	256.48	290.46	255.72	265.46
应付账款周转率	5.66	5.05	4.90	5.04
每股指标(元)				
每股收益	0.55	0.84	1.09	1.34
每股经营现金	0.63	0.46	0.83	1.23
每股净资产	6.21	6.60	7.14	7.83
估值比率				
P/E	45.88	30.41	23.31	18.97
P/B	4.10	3.86	3.56	3.25
EV/EBITDA	32.08	22.28	17.50	14.24

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25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>