

金徽酒 (603919.SH)
升级趋势持续，公司实现高质量增长

2023年08月23日

——公司信息更新报告
投资评级：增持（维持）
张宇光（分析师）
逢晓娟（分析师）
张恒玮（联系人）

zhangyuguang@kysec.cn

pangxiaojuan@kysec.cn

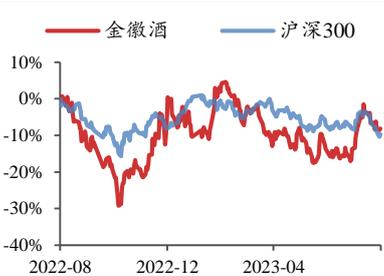
zhanghengwei@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790521060002

证书编号：S0790122020008

日期	2023/8/22
当前股价(元)	25.56
一年最高最低(元)	30.00/19.45
总市值(亿元)	129.66
流通市值(亿元)	129.66
总股本(亿股)	5.07
流通股本(亿股)	5.07
近3个月换手率(%)	48.89

股价走势图


数据来源：聚源

相关研究报告

《营收实现开门红，全年规划稳步推进—公司信息更新报告》-2023.4.25

《2022年受疫情影响明显，2023年恢复弹性较大—公司信息更新报告》-2023.3.26

《疫情致业绩短期承压，升级和全国化趋势持续—公司信息更新报告》-2022.10.26

● 2023年恢复弹性大，长期成长路径清晰，维持“增持”评级

公司2023年上半年营收15.2亿元，同比+24.3%，归母净利润2.5亿元，同比+20.1%。2023Q2营收6.3亿元，同比+21.1%，归母净利润0.7亿元，同比+53.7%。收入业绩符合预期。我们维持2023-2025年盈利预测，预计2023-2025年净利润分别为4.1亿元、5.3亿元、6.7亿元，同比分别+46.2%、+29.4%、+26.5%，EPS分别为0.81元、1.05元、1.32元，当前股价对应PE分别为31.6、24.4、19.3倍。2022年受疫情影响较大，2023年业绩弹性逐季增加，同时2020年以来产品结构升级和省外开拓成果持续兑现，未来成长路径清晰确定性强，维持“增持”评级。

● 产品结构持续提升，宴席场景恢复带动高档酒增长较好

2023年Q2高档酒实现收入4.4亿元，同比+40.1%，一方面省内宴席场景恢复，另一方面是公司持续费用聚焦和组织结构变化主动引导的成果。Q2中档酒1.7亿元，同比-8.0%，中低档产品淡旺季明显，Q2以宴席场景为主，因此中低档酒表现稍差。低档酒收入0.02亿元，同比-72.3%。

● 精耕省内市场，持续开拓省外市场

通过产品结构调整不断夯实省内市场，2023Q2省内实现收入4.6亿元，同比+15.2%。Q2省外市场收入1.6亿元，同比+39.7%。2023年在陕西、宁夏、青海环甘肃西北地区继续深挖，华东、内蒙新开拓，通过省外招商和打造样板市场，实现了较好增长。

● 现金流良好，毛利率快速恢复，净利率大幅改善

2023年Q2销售商品、提供劳务收到的现金为7.3亿元，同比+93.1%，主要是2022年疫情影响下基数较低。Q2合同负债4.4亿元，环比Q1+0.15亿元。受益于产品结构改善，Q2毛利率+3.28pct至62.05%。Q2税金及附加/销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.74pct/+4.68pct/+1.16pct/-1.29pct/-0.63pct。销售费用率提升主要由于新市场开拓和引导产品结构升级导致。Q2净利率+2.10pct至11.21%。

● **风险提示：**宏观经济波动致使需求下滑，省外扩张不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,788	2,012	2,474	3,016	3,502
YOY(%)	3.3	12.5	23.0	21.9	16.1
归母净利润(百万元)	325	280	410	530	671
YOY(%)	-2.0	-13.7	46.2	29.4	26.5
毛利率(%)	63.7	62.8	62.7	63.4	64.3
净利率(%)	18.2	13.9	16.5	17.5	19.1
ROE(%)	10.9	8.9	12.0	13.9	15.4
EPS(摊薄/元)	0.64	0.55	0.81	1.05	1.32
P/E(倍)	39.9	46.3	31.6	24.4	19.3
P/B(倍)	4.3	4.1	3.8	3.4	3.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2039	2386	3063	3497	4046
现金	667	810	996	1214	1410
应收票据及应收账款	19	15	26	24	34
其他应收款	4	11	8	15	11
预付账款	9	7	13	11	17
存货	1327	1512	1989	2202	2543
其他流动资产	13	30	30	30	30
非流动资产	1734	1710	2030	2385	2660
长期投资	1	0	-1	-2	-3
固定资产	1490	1443	1730	2064	2334
无形资产	183	199	199	200	204
其他非流动资产	60	68	102	123	126
资产总计	3773	4095	5093	5882	6706
流动负债	751	905	1641	2027	2310
短期借款	0	0	693	1057	1294
应付票据及应付账款	120	144	182	209	233
其他流动负债	631	761	766	762	783
非流动负债	40	39	45	45	44
长期借款	0	0	6	6	5
其他非流动负债	40	39	39	39	39
负债合计	792	944	1686	2073	2355
少数股东权益	0	1	-0	-2	-5
股本	507	507	507	507	507
资本公积	871	871	871	871	871
留存收益	1603	1772	2017	2326	2711
归属母公司股东权益	2981	3150	3408	3812	4356
负债和股东权益	3773	4095	5093	5882	6706

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	279	319	88	495	561
净利润	325	279	408	529	669
折旧摊销	106	107	98	122	146
财务费用	-7	-13	10	39	54
投资损失	0	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	-159	-54	-428	-193	-307
其他经营现金流	15	-0	-0	-1	-1
投资活动现金流	-35	-57	-419	-476	-421
资本支出	58	57	420	477	422
长期投资	0	-1	1	1	1
其他投资现金流	23	1	0	0	0
筹资活动现金流	-138	-121	-176	-165	-181
短期借款	-10	0	693	364	237
长期借款	0	0	6	-0	-1
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-128	-121	-875	-529	-417
现金净增加额	107	142	-507	-146	-41

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1788	2012	2474	3016	3502
营业成本	648	749	923	1105	1251
营业税金及附加	253	294	362	441	512
营业费用	278	420	433	528	588
管理费用	180	217	247	287	322
研发费用	47	50	57	45	53
财务费用	-7	-13	10	39	54
资产减值损失	-0	-0	0	0	0
其他收益	13	21	13	13	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	401	314	454	584	736
营业外收入	1	2	1	1	1
营业外支出	11	13	12	12	12
利润总额	390	303	443	573	725
所得税	65	24	35	45	57
净利润	325	279	408	529	669
少数股东损益	-0	-1	-2	-2	-2
归属母公司净利润	325	280	410	530	671
EBITDA	476	386	539	719	908
EPS(元)	0.64	0.55	0.81	1.05	1.32

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	3.3	12.5	23.0	21.9	16.1
营业利润(%)	-7.7	-21.7	44.6	28.7	26.1
归属于母公司净利润(%)	-2.0	-13.7	46.2	29.4	26.5
获利能力					
毛利率(%)	63.7	62.8	62.7	63.4	64.3
净利率(%)	18.2	13.9	16.5	17.5	19.1
ROE(%)	10.9	8.9	12.0	13.9	15.4
ROIC(%)	13.3	10.8	13.0	15.0	16.5
偿债能力					
资产负债率(%)	21.0	23.1	33.1	35.2	35.1
净负债比率(%)	-21.4	-24.7	-8.4	-3.6	-2.2
流动比率	2.7	2.6	1.9	1.7	1.8
速动比率	0.9	0.9	0.6	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	209.3	256.5	256.5	256.5	256.5
应付账款周转率	3.9	5.7	5.7	5.7	5.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.64	0.55	0.81	1.05	1.32
每股经营现金流(最新摊薄)	0.55	0.63	0.17	0.98	1.11
每股净资产(最新摊薄)	5.88	6.21	6.72	7.51	8.59
估值比率					
P/E	39.9	46.3	31.6	24.4	19.3
P/B	4.3	4.1	3.8	3.4	3.0
EV/EBITDA	25.9	31.6	23.5	17.8	14.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn