

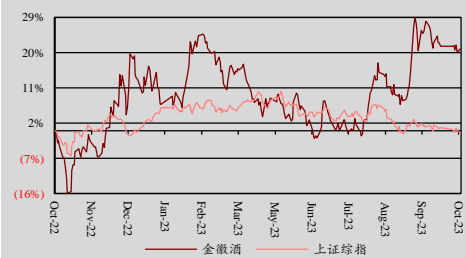
**603919.SH**

# 买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 28.23

板块评级: 强于大市

**本报告要点**
**■ 金徽酒 3 季报业绩点评**
**股价表现**


(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	8.8	(5.5)	18.8	19.9
相对上证综指	10.2	(4.1)	23.9	19.9

发行股数 (百万)	507.26
流通股 (百万)	507.26
总市值 (人民币 百万)	14,319.95
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	186.53
主要股东	
甘肃亚特投资集团有限公司	21.57

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券  
以 2023 年 10 月 16 日收市价为标准

**相关研究报告**

- 《金徽酒》20230822
- 《金徽酒》20230425
- 《金徽酒》20230324

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 白酒II

**证券分析师: 邓天娇**

(8610)66229391  
tianjiao.deng@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号: S1300519080002

**证券分析师: 汤玮亮**

(86755)82560506  
weiliang.tang@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号: S1300517040002

## 金徽酒

### 3 季报表现亮眼, 省内市场全面开花

金徽酒公布 2023 年 3 季报。1-3Q23 公司实现营收 20.2 亿元, 同比增 29.3%, 归母净利润 2.7 亿元, 同比增 27.6%, 其中 3Q22 营收 5.0 亿元, 同比增 47.8%, 归母净利润 0.18 亿元, 同比增 0.16 亿元。截至 3 季度末, 公司合同负债 4.3 亿元, 同比增 1.6 亿元。宴席推动及同期低基数影响, 3 季度公司业绩实现较快增长, 维持买入评级。

**支撑评级的要点**

- **产品结构升级, 积极开展营销活动, 1-3Q23 营收增速处于行业靠前位置。**(1) 1-3Q23 营收增 29.3%, 增速排名在上市公司中有望处于靠前位置, 其中 3Q23 在去年同期低基数基础上实现较快增长。受宏观经济影响, 商务需求恢复较慢, 但公司积极开展营销活动, 宴席市场发力, 省内产品结构继续升级。(2) 分产品看, 1-3Q23 公司百元以上产品实现营收 13.7 亿元, 同比增 33.1%, 收入占比 69.1%, 同比提升 2.1pct。单 3 季度来看, 百元以上产品营收 3.8 亿, 同比增 38.2%, 维持较快增速。我们判断, 年份系列实现较快增长, 柔和系列及星级系列产品内部升级。1-3Q23 中档酒 (30-100 元) 营收 6.1 亿元, 同比增 23.8%, 其中 3Q23 营收 1.0 亿元, 同比增 107.7%, 收入占比 20.8%, 同比提升 6.1pct。公司 30 元以下的低档产品自今年年初以来逐季下滑, 且幅度较大。
- **1-3Q23 省内增速更快, 各地市场全面开花, 省外还处于前期布局阶段。**(1) 1-3Q23 省内市场营收 15.1 亿元, 同比增 31.9%, 其中 3Q23 营收 3.6 亿元, 同比增 67.3%。省内分具体区域来看, 1-3Q23 省会兰州及周边市场营收增速为 28.3%, 收入占比 25.6%, 甘肃西部/中部/东南部营收增速分别为 40.2%/49.6%/26.5%。随着金徽酒在省内市场影响力的逐渐扩大, 叠加公司扎实的渠道管理及控盘能力, 省内市场仍有较大的提升空间。(2) 1-3Q23 省外市场营收 4.7 亿元, 同比增 20.6%, 收入占比 23.8%, 同比降 1.7pct, 其中 3Q23 省外市场营收增速为 9.2%, 收入占比 25.6%, 同比降 8.9pct。省外市场增速放缓一方面受外部宏观环境疲软影响, 导致商务需求减少, 存量市场下酒企之间竞争加剧有关。另一方面, 陕西为公司省外核心市场, 随着近几年渠道深耕, 目前基本完成招商汇量式增长, 逐渐进入到了产品复购的稳步增长阶段。其他市场仍处于布局初期, 受宏观环境波动影响较大。(3) 截至 3 季度末, 公司经销商数量合计 832 家, 其中省外市场 586 家, 同比增 120 家, 省内市场同比增 1 家。
- **费用投入加大, 1-3Q23 归母净利润同比增 27.6%, 净利率小幅下降。**(1) 1-3Q23 公司毛利率 63.5%, 同比增 0.9pct。虽然百元以上产品占比提高, 公司当前仍处于品牌建设期, 前期赠酒及品鉴用酒较多, 销售折扣及原材料成本因素叠加导致毛利率同比变化不大。(2) 费用方面, 1-3Q23 公司四项期间费用率同比提升 2.3pct, 其中销售费用率 21.3%, 同比提升 3.6pct, 研发费用率、管理费用和财务费用率同比基本持平。公司当前仍处于扩张期, 因此销售费用投入加大, 未来随着品牌力的不断提升, 费用收缩有望释放利润弹性。(3) 1-3Q23 公司税金及附加率同比基本持平, 所得税率 14.4%, 同比降 5.2pct, 与公司被评为高新技术企业后所得税率降低所致。

**估值**

- 公司为甘肃省内白酒龙头, 高管团队能力强、动力足, 整体经营稳步向上。我们预计 23-25 年 EPS 分别为 0.78、1.05、1.35 元/股, 同比增 41.6%、34.6%、28.0%, 维持买入评级。

**评级面临的主要风险**

- 经济恢复不及预期, 省外市场拓展受阻, 规划目标未能如期完成。

**投资摘要**

年结日: 12 月 31 日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	1,788	2,012	2,511	3,021	3,535
增长率(%)	3.3	12.5	24.8	20.4	17.0
EBITDA(人民币 百万)	492	396	535	681	842
归母净利润(人民币 百万)	325	280	397	534	684
增长率(%)	(2.0)	(13.7)	41.6	34.6	28.0
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.64	0.55	0.78	1.05	1.35
市盈率(倍)	44.1	51.1	36.1	26.8	21.0
市净率(倍)	4.8	4.5	4.1	3.7	3.2
EV/EBITDA(倍)	38.6	32.4	24.4	18.9	14.5
每股股息(人民币)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
股息率(%)	0.6	1.1	1.1	1.1	1.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 2023 年 3 季报业绩概览

(人民币, 百万元)	3Q22	3Q23	同比 (%)	1-3Q22	1-3Q23	同比 (%)
营业收入	336	496	47.8	1,561	2,019	29.3
营业成本	132	185	40.1	584	737	26.2
<b>毛利率(%)</b>	<b>60.6</b>	<b>62.6</b>	<b>2.1</b>	<b>62.6</b>	<b>63.5</b>	<b>0.9</b>
毛利	203	311	52.9	977	1,282	31.2
税金及附加	49	73	47.7	229	298	30.2
销售费用	78	135	72.8	277	430	55.4
管理费用	63	74	17.9	169	211	24.7
研发费用	14	12	(11.8)	42	40	(4.7)
财务费用	(2)	(5)	117.5	(9)	(15)	73.9
资产减值损失	(0)	(0)	(83.7)	(0)	(0)	29.8
公允价值变动收益	0	0	-	0	0	-
投资收益	(0)	0	(314.0)	(0)	0	(191.5)
营业利润	3	30	987.4	277	329	18.8
营业利润率(%)	<b>0.8</b>	<b>6.1</b>	<b>5.3</b>	<b>17.7</b>	<b>16.3</b>	<b>(1.4)</b>
营业外收入	1	1	(16.4)	1	1	(29.8)
营业外支出	10	13	35.7	13	15	22.8
利润总额	(6)	18	(373.6)	266	314	18.3
所得税	(8)	0	(105.2)	52	45	(12.8)
<b>所得税率(剔除非经常性影响)(%)</b>	<b>-264</b>	<b>1</b>	<b>265.3</b>	<b>19</b>	<b>14</b>	<b>(4.9)</b>
少数股东权益	(0)	(1)	277.0	(0)	(4)	2,137.3
归属于母公司净利润	2	18	884.8	214	273	27.6
<b>归母净利率(%)</b>	<b>0.6</b>	<b>3.7</b>	<b>3.1</b>	<b>13.7</b>	<b>13.5</b>	<b>(0.2)</b>
EPS (元/股)	0.00	0.04	884.8	0.42	0.54	27.6

资料来源: 同花顺, 中银证券

注: 毛利率、营业利润率、所得税率、归母净利率同比单位为 pct

## 利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,788	2,012	2,511	3,021	3,535
营业收入	1,788	2,012	2,511	3,021	3,535
营业成本	648	749	889	1,056	1,226
营业税金及附加	253	294	364	429	502
销售费用	278	420	527	622	692
管理费用	180	217	264	302	339
研发费用	47	50	50	54	62
财务费用	(7)	(13)	(7)	(9)	(13)
其他收益	13	21	16	18	18
资产减值损失	0	0	0	0	0
信用减值损失	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
资产处置收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	401	314	438	584	745
营业外收入	1	2	1	1	1
营业外支出	11	13	13	11	11
利润总额	390	303	427	574	735
所得税	65	24	30	40	51
净利润	325	279	397	534	684
少数股东损益	0	(1)	0	0	0
归母净利润	325	280	397	534	684
EBITDA	492	396	535	681	842
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.64	0.55	0.78	1.05	1.35

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>2,039</b>	<b>2,386</b>	<b>3,078</b>	<b>3,724</b>	<b>4,584</b>
货币资金	667	810	1,315	1,544	2,193
应收账款	9	6	13	10	17
应收票据	9	9	14	13	18
存货	1,327	1,512	1,699	2,114	2,311
预付账款	9	7	11	10	14
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	17	41	27	33	31
<b>非流动资产</b>	<b>1,734</b>	<b>1,710</b>	<b>1,606</b>	<b>1,500</b>	<b>1,387</b>
长期投资	1	0	0	0	0
固定资产	1,490	1,443	1,343	1,243	1,142
无形资产	183	199	193	187	182
其他长期资产	60	68	70	70	63
<b>资产合计</b>	<b>3,773</b>	<b>4,095</b>	<b>4,684</b>	<b>5,224</b>	<b>5,971</b>
<b>流动负债</b>	<b>751</b>	<b>905</b>	<b>1,107</b>	<b>1,267</b>	<b>1,481</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	120	144	170	203	230
其他流动负债	631	761	938	1,063	1,251
<b>非流动负债</b>	<b>40</b>	<b>39</b>	<b>45</b>	<b>44</b>	<b>45</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	40	39	45	44	45
<b>负债合计</b>	<b>792</b>	<b>944</b>	<b>1,153</b>	<b>1,311</b>	<b>1,526</b>
股本	507	507	507	507	507
少数股东权益	0	1	1	1	1
归属母公司股东权益	2,981	3,150	3,531	3,913	4,444
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>3,773</b>	<b>4,095</b>	<b>4,684</b>	<b>5,224</b>	<b>5,971</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	325	279	397	534	684
折旧摊销	111	115	120	124	128
营运资金变动	(175)	(53)	17	(259)	4
其他	19	(22)	(4)	(11)	(12)
<b>经营活动现金流</b>	<b>279</b>	<b>319</b>	<b>529</b>	<b>388</b>	<b>804</b>
资本支出	(58)	(57)	(17)	(17)	(15)
投资变动	0	1	0	0	0
其他	23	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(35)</b>	<b>(57)</b>	<b>(17)</b>	<b>(17)</b>	<b>(15)</b>
银行借款	(10)	0	0	0	0
股权融资	(148)	(141)	(16)	(152)	(152)
其他	20	20	8	10	12
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(138)</b>	<b>(121)</b>	<b>(8)</b>	<b>(142)</b>	<b>(140)</b>
<b>净现金流</b>	<b>107</b>	<b>142</b>	<b>505</b>	<b>229</b>	<b>649</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率(%)	3.3	12.5	24.8	20.4	17.0
营业利润增长率(%)	(7.7)	(21.7)	39.6	33.4	27.5
归属于母公司净利润增长率(%)	(2.0)	(13.7)	41.6	34.6	28.0
息税前利润增长率(%)	(7.9)	(26.4)	48.1	34.2	28.2
息税折旧前利润增长率(%)	(3.9)	(19.5)	35.2	27.3	23.7
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(2.0)	(13.7)	41.6	34.6	28.0
<b>获利能力</b>					
息税前利润率(%)	21.3	13.9	16.5	18.4	20.2
营业利润率(%)	22.4	15.6	17.4	19.3	21.1
毛利率(%)	63.7	62.8	64.6	65.1	65.3
归母净利润率(%)	18.2	13.9	15.8	17.7	19.3
ROE(%)	10.9	8.9	11.2	13.7	15.4
ROIC(%)	13.4	10.7	16.9	21.2	28.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
净负债权益比	(0.2)	(0.2)	(0.4)	(0.4)	(0.5)
流动比率	2.7	2.6	2.8	2.9	3.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	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	10.9	15.2	16.0	16.2	16.3
<b>费用率</b>					
销售费用率(%)	15.5	20.9	21.0	20.6	19.6
管理费用率(%)	10.1	10.8	10.5	10.0	9.6
研发费用率(%)	2.6	2.5	2.0	1.8	1.8
财务费用率(%)	(0.4)	(0.6)	(0.3)	(0.3)	(0.4)
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.6	0.6	0.8	1.1	1.3
每股经营现金流(最新摊薄)	0.6	0.6	1.0	0.8	1.6
每股净资产(最新摊薄)	5.9	6.2	7.0	7.7	8.8
每股股息	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
<b>估值比率</b>					
P/E(最新摊薄)	44.1	51.1	36.1	26.8	21.0
P/B(最新摊薄)	4.8	4.5	4.1	3.7	3.2
EV/EBITDA	38.6	32.4	24.4	18.9	14.5
价格/现金流(倍)	51.3	44.9	27.0	36.9	17.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371