

金徽酒 (603919.SH)

产品结构持续升级，省内表现好于省外

2023年10月18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）

zhangyuguang@kysec.cn

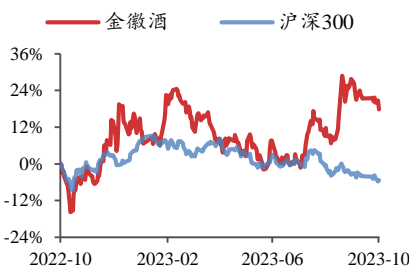
pangxiaojuan@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790521060002

日期	2023/10/17
当前股价(元)	27.54
一年最高最低(元)	30.80/19.45
总市值(亿元)	139.70
流通市值(亿元)	139.70
总股本(亿股)	5.07
流通股本(亿股)	5.07
近3个月换手率(%)	81.18

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《升级趋势持续，公司实现高质量增长——公司信息更新报告》-2023.8.23
- 《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

● 省外布局稳扎稳打，公司未来成长潜力大

金徽酒 2023Q1-Q3 营收 20.2 亿元，同比+29.3%，归母净利润 2.7 亿元，同比+27.6%。2023Q3 营收 5.0 亿元，同比+47.8%，归母净利润 0.2 亿元，同比+884.79%。竞争激烈环境下，公司逆势而上，持续加大高端系列投入，省内柔和系列、年份系列成长迅速。由于商务活动不及预期，我们下调 2023-2024 年盈利预测，预计公司 2023-2025 年净利润分别为 3.6、5.0、6.7（前值为 4.1、5.3、6.7）亿元，EPS 分别为 0.71、0.98、1.33 元，对应 PE 分别为 39.9、28.8、21.3 倍。省外布局稳扎稳打，随着未来环境改善也将进入收获期，我们看好公司未来成长潜力，维持“增持”评级。

● 中高档产品实现高增，省内表现好于省外

分产品看，2023Q3 高档酒实现收入 3.8 亿元，同比+38.2%，主要是公司主动引导以及省内大众消费升级，高档中的柔和系列、年份系列增速较快；中档酒 1.0 亿元，同比+107.7%；低档酒收入 0.01 亿元，同比-70.9%。省内长期投入效果明显，2023Q3 甘肃东南部地区实现营业收入 1.3 亿元，同比+25.3%，兰州及周边地区实现营业收入 1.3 亿元，同比+85.5%，甘肃中部 0.5 亿元，同比+297.0%；甘肃西部 0.5 亿元，同比+70.2%；其他地区实现营业收入 1.2 亿元，同比+9.2%。受经济活动恢复慢和商务活动不及预期、区域竞争加剧，省外短时间受到影响。

● 现金流和预收款情况良好

截止到 2023Q3，公司合同负债 4.3 亿元；2023Q3 销售商品、提供劳务收到的现金为 5.4 亿元，同比+30.1%。2023 年以来，公司在在大环境下保持稳健经营状态，合同负债都超过 4 亿，保持市场价盘稳定，市场良性，给后续健康发展做了蓄力。

● 毛利率净利率提升，销售费用率持续提升

公司 2023Q3 毛利率为 62.65%，同比增 2.06pct；净利率为 3.46%，同比增 2.99pct。2023Q3 税金及附加/销售费率/管理费率/研发费率/财务费率分别为 14.69%/27.27%/14.91%/2.43%/-0.94%，同比降 0.01pct/增 3.95pct/降 3.78pct/降 1.64pct/降 0.30pct。销售费用率提升幅度较大，主要原因是销售人员奖金福利增加，以及各个系列广告投入加大。

● 风险提示：市场风险、原料价格波动风险、食品安全事件、股权结构变化。

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	2,546	2,994	3,520
YOY(%)	3.3	12.5	26.6	17.6	17.5
归母净利润(百万元)	325	280	359	497	673
YOY(%)	-2.0	-13.7	28.1	38.5	35.4
毛利率(%)	63.7	62.8	63.7	64.4	65.3
净利率(%)	18.2	13.9	14.0	16.5	19.1
ROE(%)	10.9	8.9	10.7	13.3	15.7
EPS(摊薄/元)	0.64	0.55	0.71	0.98	1.33
P/E(倍)	44.1	51.1	39.9	28.8	21.3
P/B(倍)	4.8	4.5	4.3	3.8	3.4

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	3099	3337	4096
现金	667	810	1025	1206	1417
应收票据及应收账款	19	15	28	23	36
其他应收款	4	11	8	14	12
预付账款	9	7	14	10	18
存货	1327	1512	1994	2053	2582
其他流动资产	13	30	30	30	30
非流动资产	1734	1710	2093	2366	2674
长期投资	1	0	-1	-2	-3
固定资产	1490	1443	1787	2045	2347
无形资产	183	199	199	200	204
其他非流动资产	60	68	108	123	127
资产总计	3773	4095	5192	5703	6770
流动负债	751	905	1789	1931	2455
短期借款	0	0	840	979	1434
应付票据及应付账款	120	144	182	195	237
其他流动负债	631	761	767	758	785
非流动负债	40	39	46	46	45
长期借款	0	0	7	6	6
其他非流动负债	40	39	39	39	39
负债合计	792	944	1835	1977	2500
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	1986	2277	2662
归属母公司股东权益	2981	3150	3357	3728	4274
负债和股东权益	3773	4095	5192	5703	6770

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	279	319	37	605	394
净利润	325	279	358	495	671
折旧摊销	106	107	100	123	146
财务费用	-7	-13	15	41	56
投资损失	0	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	-159	-54	-435	-53	-478
其他经营现金流	15	-0	-0	-1	-1
投资活动现金流	-35	-57	-483	-396	-454
资本支出	58	57	484	397	456
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	-179	-168	-183
短期借款	-10	0	840	139	455
长期借款	0	0	7	-1	-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	-1027	-305	-637
现金净增加额	107	142	-625	42	-243

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1788	2012	2546	2994	3520
营业成本	648	749	925	1067	1222
营业税金及附加	253	294	372	438	515
营业费用	278	420	535	584	626
管理费用	180	217	255	284	324
研发费用	47	50	59	45	53
财务费用	-7	-13	15	41	56
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	399	548	738
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	388	537	727
所得税	65	24	30	42	57
净利润	325	279	358	495	671
少数股东损益	-0	-1	-1	-2	-2
归属母公司净利润	325	280	359	497	673
EBITDA	476	386	490	686	912
EPS(元)	0.64	0.55	0.71	0.98	1.33

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	3.3	12.5	26.6	17.6	17.5
营业利润(%)	-7.7	-21.7	27.1	37.5	34.7
归属于母公司净利润(%)	-2.0	-13.7	28.1	38.5	35.4
获利能力					
毛利率(%)	63.7	62.8	63.7	64.4	65.3
净利率(%)	18.2	13.9	14.0	16.5	19.1
ROE(%)	10.9	8.9	10.7	13.3	15.7
ROIC(%)	13.3	10.8	11.3	14.8	16.4
偿债能力					
资产负债率(%)	21.0	23.1	35.4	34.7	36.9
净负债比率(%)	-21.4	-24.7	-4.9	-5.6	0.8
流动比率	2.7	2.6	1.7	1.7	1.7
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	0.71	0.98	1.33
每股经营现金流(最新摊薄)	0.55	0.63	0.07	1.19	0.78
每股净资产(最新摊薄)	5.88	6.21	6.62	7.35	8.43
估值比率					
P/E	44.1	51.1	39.9	28.8	21.3
P/B	4.8	4.5	4.3	3.8	3.4
EV/EBITDA	28.8	35.1	28.9	20.6	15.7

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