

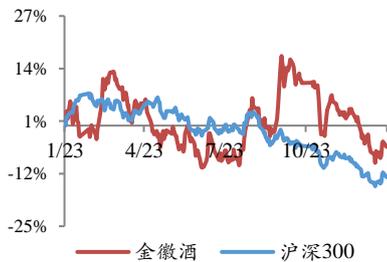
耀眼陇南,蓄力成长

投资评级: 买入 (首次)

报告日期: 2024-01-03

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 24.27 |
| 近12个月最高/最低(元) | 30.11/22.94 |
| 总股本(百万股) | 507 |
| 流通股本(百万股) | 507 |
| 流通股比例(%) | 100.00 |
| 总市值(亿元) | 123 |
| 流通市值(亿元) | 123 |

公司价格与沪深300走势比较



分析师: 万鹏程

执业证书号: S0010523040002

邮箱: wanpengcheng@hazq.com

相关报告

主要观点:

● 西北明珠,闪耀陇南

金徽酒发家甘肃省陇南市,历经岁月变迁已经成为西北地区重要地产酒代表之一。公司主要产品包括年份、星级、柔和三大系列。其中年份系列主攻300元及以上次高端价格带,以金徽28树立品牌标杆形象,金徽18重点突破省内商务、宴席等主流市场;星级系列以世纪金徽三星和五星为核心,主要通过深耕省内涵盖100元以下各个价格带;柔和系列则着眼H6、H3,承接部分百元以上结构升级需求。业绩层面,2023 Q1-3实现营业收入20.19亿元,同比+29.32%;实现扣非归母净利润2.74亿元,同比+27.00%。其中,2023Q3实现营业收入4.96亿元,同比+47.84%;实现扣非归母净利润0.21亿元,同比+176.61%。

● 省内外同步成长,二次创业激发改革红利

省内受益消费升级与份额扩大,省外积极对接差异化需求。甘肃白酒市场整体尚处快速发展阶段中,公司作为区域龙头有望优先受益。一方面,当地白酒消费主流位于50-150元价格带区间,在西北经济相对全国更快成长的大背景下,核心消费区间有望逐步向150-300元价格带迈进。公司省内主要依靠柔和H3/H6、金徽五星、金徽18等拳头产品提前布局升级价格带,同时身为区域龙头,在价格教育、意见领袖引导、团购培育等方面具备领先优势,未来有望优先受益白酒行业消费升级。另一方面,相比于其他西北白酒龙头,公司在本省市占率仍有较大提升空间,伴随公司在省内河西走廊地区的持续深耕,有望进一步提高省内市占率。省外部分,公司以环甘肃地区为缺口,逐步导入陕西、宁夏、新疆、青海、内蒙等市场,同时前期结合复星团购优势,远距离打入华东地区。产品上则通过开发针对省外市场的能量系列、老窖系列等,实现“因地制宜”的需求对接。

改革红利持续释放,二次创业点燃增长新引擎。公司2018年提出“二次创业”,开始积极探索全方位改革。利益协同上,公司通过股权激励计划将管理层端、渠道商端、骨干员工端实现了利益深度绑定,建立起了长效完善的促进机制;业务激励上,公司与核心管理团队签订了业绩奖惩协议,明确了详细的奖惩方案,积极调动团队主观能动性;股权结构上,公司先后经历了复星系的入驻和出售,目前亚特投资及其一致行动人以26.57%持股比例成为控股股东,标志着股权问题的平稳落地。此外,公司还在市场策略、内部管理、团购建设等多个领域实现了改革推进,未来有望持续收获改革红利。

● 投资建议: 首次覆盖,给予“买入”评级

预计2023-2025年收入分别为25.49、31.21、37.23亿元,对应增速分别为26.7%、22.5%、19.3%,归母净利润分别为3.77、5.00、6.37亿元,对应增速分别为34.4%、32.8%、27.3%。首次覆盖,给予“买入”

评级。

● **风险提示**

西北经济增长不及预期，环甘肃区域白酒竞争加剧，省外扩张不及预期。

● **重要财务指标**

单位:百万元

| 主要财务指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 2012 | 2549 | 3121 | 3723 |
| 收入同比 (%) | 12.5% | 26.7% | 22.5% | 19.3% |
| 归属母公司净利润 | 280 | 377 | 500 | 637 |
| 净利润同比 (%) | -13.7% | 34.4% | 32.8% | 27.3% |
| 毛利率 (%) | 62.8% | 63.6% | 64.5% | 65.4% |
| ROE (%) | 8.9% | 11.1% | 13.5% | 15.5% |
| 每股收益 (元) | 0.55 | 0.74 | 0.99 | 1.26 |
| P/E | 48.64 | 32.68 | 24.60 | 19.33 |
| P/B | 4.31 | 3.63 | 3.31 | 3.00 |
| EV/EBITDA | 30.73 | 22.35 | 17.51 | 13.89 |

资料来源: wind, 华安证券研究所, 收盘价取自于 2024/1/3。

正文目录

| | |
|---------------------------|---|
| 1 西北明珠，闪耀陇南..... | 5 |
| 2 省内外同步成长，二次创业激发改革红利..... | 5 |
| 3 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级..... | 6 |
| 风险提示：..... | 6 |
| 财务报表与盈利预测..... | 7 |

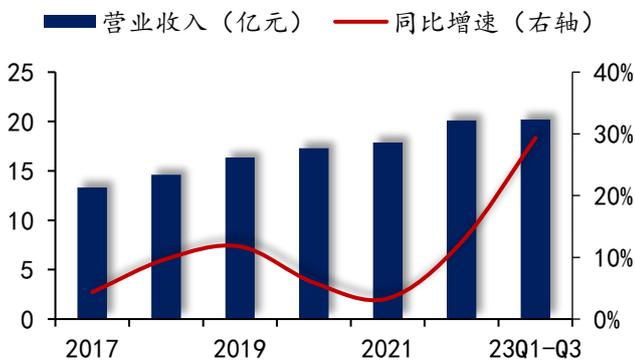
图表目录

| | |
|----------------------|---|
| 图表 1 公司营收及增速..... | 5 |
| 图表 2 公司归母净利润及增速..... | 5 |

1 西北明珠，闪耀陇南

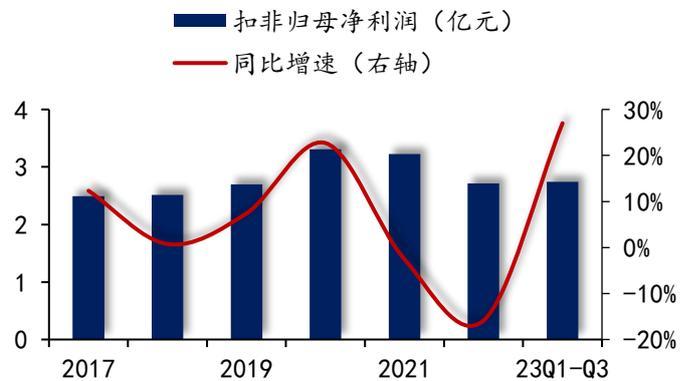
金徽酒发家甘肃省陇南市，历经岁月变迁已经成为西北地区重要地产酒代表之一。公司主要产品包括年份、星级、柔和三大系列。其中年份系列主攻 300 元及以上次高端价格带，以金徽 28 树立品牌标杆形象，金徽 18 重点突破省内商务、宴席等主流市场；星级系列以世纪金徽三星和五星为核心，主要通过深耕省内涵盖 100 元以下各个价格带；柔和系列则着眼 H6、H3，承接部分百元以上结构升级需求。业绩层面，2023 Q1-3 实现营业收入 20.19 亿元，同比+29.32%；实现扣非归母净利润 2.74 亿元，同比+27.00%。其中，2023Q3 实现营业收入 4.96 亿元，同比+47.84%；实现扣非归母净利润 0.21 亿元，同比+176.61%。

图表 1 公司营收及增速



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 2 公司扣非归母净利润及增速



资料来源：wind，华安证券研究所

2 省内外同步成长，二次创业激发改革红利

省内受益消费升级与份额扩大，省外积极对接差异化需求。甘肃白酒市场整体尚处快速发展阶段中，公司作为区域龙头有望优先受益。一方面，当地白酒消费主流位于 50-150 元价格带区间，在西北经济相对全国更快成长的大背景下，核心消费区间有望逐步向 150-300 元价格带迈进。公司省内主要依靠柔和 H3/H6、金徽五星、金徽 18 等拳头产品提前布局升级价格带，同时身为区域龙头，在价格教育、意见领袖引导、团购培育等方面具备领先优势，未来有望优先受益白酒行业消费升级。另一方面，相比于其他西北白酒龙头，公司在本省市占率仍有较大提升空间，伴随公司在省内河西走廊地区的持续深耕，有望进一步提高省内市占率。省外部分，公司以环甘肃地区为缺口，逐步导入陕西、宁夏、新疆、青海、内蒙等市场，同时前期结合复星团购优势，远距离打入华东地区。产品上则通过开发针对省外市场的能量系列、老窖系列等，实现“因地制宜”的需求对接。

改革红利持续释放，二次创业点燃增长新引擎。公司 2018 年提出“二次创业”，开始积极探索全方位改革。利益协同上，公司通过股权激励计划将管理层端、渠道商端、骨干员工端实现了利益深度绑定，建立起了长效完善的促进机制；业务激励上，公司与核心管理团队签订了业绩奖惩协议，明确了详细的奖惩方案，积极调动

团队主观能动性；股权结构上，公司先后经历了复星系的入驻和出售，目前亚特投资及其一致行动人以 26.57% 持股比例成为控股股东，标志着股权问题的平稳落地。此外，公司还在市场策略、内部管理、团购建设等多个领域实现了改革推进，未来有望持续收获改革红利。

3 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

预计 2023-2025 年收入分别为 25.49、31.21、37.23 亿元，对应增速分别为 26.7%、22.5%、19.3%，归母净利润分别为 3.77、5.00、6.37 亿元，对应增速分别为 34.4%、32.8%、27.3%。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

西北经济增长不及预期，环甘肃区域白酒竞争加剧，省外扩张不及预期。

财务报表与盈利预测

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 2386 | 2881 | 3516 | 4213 | 营业收入 | 2012 | 2549 | 3121 | 3723 |
| 现金 | 810 | 1012 | 1216 | 1559 | 营业成本 | 749 | 927 | 1107 | 1290 |
| 应收账款 | 6 | 8 | 10 | 12 | 营业税金及附加 | 294 | 376 | 460 | 549 |
| 其他应收款 | 11 | 14 | 17 | 20 | 销售费用 | 420 | 535 | 655 | 782 |
| 预付账款 | 7 | 9 | 12 | 13 | 管理费用 | 217 | 266 | 326 | 389 |
| 存货 | 1512 | 1797 | 2217 | 2563 | 财务费用 | -13 | -21 | -26 | -32 |
| 其他流动资产 | 39 | 41 | 44 | 46 | 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 1710 | 1622 | 1529 | 1438 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 固定资产 | 1443 | 1328 | 1213 | 1098 | 营业利润 | 314 | 418 | 547 | 694 |
| 无形资产 | 199 | 209 | 217 | 228 | 营业外收入 | 2 | 1 | 1 | 1 |
| 其他非流动资产 | 68 | 84 | 99 | 112 | 营业外支出 | 13 | 15 | 13 | 14 |
| 资产总计 | 4095 | 4503 | 5044 | 5651 | 利润总额 | 303 | 403 | 535 | 682 |
| 流动负债 | 905 | 1073 | 1296 | 1529 | 所得税 | 24 | 31 | 42 | 53 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 279 | 372 | 494 | 628 |
| 应付账款 | 144 | 216 | 226 | 271 | 少数股东损益 | -1 | -5 | -7 | -9 |
| 其他流动负债 | 761 | 857 | 1070 | 1258 | 归属母公司净利润 | 280 | 377 | 500 | 637 |
| 非流动负债 | 39 | 39 | 39 | 39 | EBITDA | 416 | 507 | 635 | 776 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EPS (元) | 0.55 | 0.74 | 0.99 | 1.26 |
| 其他非流动负债 | 39 | 39 | 39 | 39 | | | | | |
| 负债合计 | 944 | 1112 | 1335 | 1568 | | | | | |
| 少数股东权益 | 1 | -4 | -11 | -20 | | | | | |
| 股本 | 507 | 507 | 507 | 507 | | | | | |
| 资本公积 | 871 | 871 | 871 | 871 | | | | | |
| 留存收益 | 1772 | 2017 | 2342 | 2724 | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 3150 | 3395 | 3720 | 4102 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 4095 | 4503 | 5044 | 5651 | | | | | |

| 现金流量表 | | | | |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流 | 319 | 388 | 424 | 645 |
| 净利润 | 279 | 372 | 494 | 628 |
| 折旧摊销 | 115 | 124 | 126 | 126 |
| 财务费用 | -1 | 1 | 1 | 1 |
| 投资损失 | 0 | -1 | -1 | -1 |
| 营运资金变动 | -54 | -119 | -207 | -121 |
| 其他经营现金流 | 314 | 503 | 713 | 762 |
| 投资活动现金流 | -57 | -47 | -44 | -47 |
| 资本支出 | -57 | -42 | -40 | -44 |
| 长期投资 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 1 | -5 | -4 | -4 |
| 筹资活动现金流 | -121 | -139 | -176 | -255 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -121 | -139 | -176 | -255 |
| 现金净增加额 | 142 | 202 | 204 | 343 |

| 主要财务比率 | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 12.5% | 26.7% | 22.5% | 19.3% |
| 营业利润 | -21.7% | 33.1% | 31.1% | 26.8% |
| 归属于母公司净利 | -13.7% | 34.4% | 32.8% | 27.3% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率(%) | 62.8% | 63.6% | 64.5% | 65.4% |
| 净利率(%) | 13.9% | 14.8% | 16.0% | 17.1% |
| ROE(%) | 8.9% | 11.1% | 13.5% | 15.5% |
| ROIC(%) | 8.7% | 10.3% | 12.6% | 14.6% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率(%) | 23.1% | 24.7% | 26.5% | 27.7% |
| 净负债比率(%) | 30.0% | 32.8% | 36.0% | 38.4% |
| 流动比率 | 2.64 | 2.69 | 2.71 | 2.76 |
| 速动比率 | 0.92 | 0.97 | 0.97 | 1.05 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.51 | 0.59 | 0.65 | 0.70 |
| 应收账款周转率 | 256.48 | 346.75 | 341.57 | 337.53 |
| 应付账款周转率 | 5.66 | 5.14 | 5.01 | 5.19 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.55 | 0.74 | 0.99 | 1.26 |
| 每股经营现金流(摊) | 0.63 | 0.77 | 0.84 | 1.27 |
| 每股净资产 | 6.21 | 6.69 | 7.33 | 8.09 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 48.64 | 32.68 | 24.60 | 19.33 |
| P/B | 4.31 | 3.63 | 3.31 | 3.00 |
| EV/EBITDA | 30.73 | 22.35 | 17.51 | 13.89 |

资料来源: wind, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：万鹏程，中央财经大学本科，乌尔姆大学硕士。曾就职于公募基金、券商资管、境外券商研究所等机构。主要覆盖白酒。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者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任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。