

2024年03月16日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩符合预期，产品结构持续优化

—金徽酒（603919.SH）公司年报点评报告

买入（维持）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

2024年03月15日，金徽酒发布2023年年报。

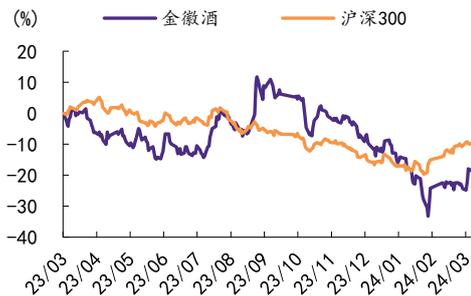
投资要点

基本数据

2024-03-15

当前股价（元）	22.45
总市值（亿元）	114
总股本（百万股）	507
流通股本（百万股）	507
52周价格范围（元）	18-30.11
日均成交额（百万元）	115.23

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《金徽酒（603919）：三季报收入超预期，省外扩张势能不减》2023-10-17
- 《金徽酒（603919）：业绩超预期，省外扩张望加速》2023-08-20
- 《金徽酒（603919）：产品结构持续优化，省外扩张继续推进》2023-06-04

■ 全年平稳收官，品牌力逐步强化

2023年总营业收入25.48亿元（同增27%），归母净利润3.29亿元（同增17%）；2023Q4总营业收入5.29亿元（同增17%），归母净利润0.56亿元（同减15%）。毛利率2023年62.44%（同减0.3pct），其中2023Q4为58.42%（同减5pct），主要系原材料价格上涨所致；2023年销售费用率21.02%（同增0.1pct），系新市场开拓/品牌宣传以及消费者培育费用增加所致，管理费用率10.79%（同减0.01pct）；净利率2023年12.66%（同减1pct），其中2023Q4为10.16%（同减4pct）。2023年合同负债5.75亿元（同增13%），销售回款29.36亿元（同增20%），经营净现金流4.50亿元（同增41%）。**2024年目标：营收30亿元、净利润4亿元。**

■ 产品结构显著优化，互联网渠道发力

分产品看，2023年300元以上/100-300元/100元以下白酒营收分别为4.01/12.88/8.16亿元，分别同增37%/32%/14%，其中柔和/年份系列省内持续布局，老窖系列在江苏/河南/山东/浙江等华东市场培育初显成效，陕西/宁夏等西北市场能量金徽系列品牌力逐渐提升，100元以上产品增速加快，产品结构持续优化。**分渠道看**，经销商/直销/互联网渠道营收分别为23.77/0.70/0.59亿元，分别同增26%/10%/128%，经销商渠道仍为核心渠道。**分区域看**，2023年省内/省外营收分别为19.21/5.85亿元，分别同增27%/26%，省内市场实现全价位/全渠道/全区域覆盖，省外市场差异化布局，全国化稳步推进。**量价拆分来看**，300元以上/100-300元/100元以下销量分别为0.08/0.76/0.96万吨，同增52%/36%/21%；对应吨价分别为51.37/17.01/8.48万元/吨，分别同降10%/3%/6%，量增价跌，预计主要系公司加大市场开拓力度，回厂游/赠酒显著增加所致。2023年经销商数量为864名，较年初净增加128名。

■ 发布股份回购方案，彰显公司发展信心

公司发布股份回购方案，拟使用 1-2 亿元资金以不超过 28 元/股回购 357.14-714.29 万股股份，占总股本比例为 0.70%-1.41%，利于完善公司长效激励机制，充分调动核心骨干及优秀员工积极性，提高凝聚力。

■ 盈利预测

我们看好公司巩固西北基本盘同时开拓华东地区，产品结构持续升级。预计 2024-2026 年 EPS 为 0.80/1.01/1.24 元，当前股价对应 PE 分别为 28/22/18 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、省外扩张不及预期、高档酒增长不及预期、消费者培育不及预期等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	2,548	3,050	3,596	4,148
增长率（%）	26.6%	19.7%	17.9%	15.4%
归母净利润（百万元）	329	406	512	628
增长率（%）	17.3%	23.6%	25.9%	22.6%
摊薄每股收益（元）	0.65	0.80	1.01	1.24
ROE（%）	9.9%	11.5%	13.4%	15.1%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	1,042	1,128	1,498	1,937
应收款	43	33	34	34
存货	1,620	1,898	1,856	1,827
其他流动资产	34	46	47	46
流动资产合计	2,739	3,106	3,436	3,844
非流动资产:				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	1,364	1,275	1,190	1,111
在建工程	2	1	0	0
无形资产	213	202	192	182
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	84	84	84	84
非流动资产合计	1,663	1,562	1,466	1,377
资产总计	4,402	4,667	4,902	5,220
流动负债:				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	175	173	151	143
其他流动负债	278	278	278	278
流动负债合计	1,029	1,077	1,040	1,023
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	51	51	51	51
非流动负债合计	51	51	51	51
负债合计	1,080	1,128	1,090	1,074
所有者权益				
股本	507	507	507	507
股东权益	3,323	3,539	3,812	4,146
负债和所有者权益	4,402	4,667	4,902	5,220

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	323	405	510	625
少数股东权益	-6	-2	-2	-3
折旧摊销	110	102	95	89
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	24	-232	2	14
经营活动现金净流量	450	273	605	726
投资活动现金净流量	-65	91	85	79
筹资活动现金净流量	-299	-188	-237	-291
现金流量净额	86	175	452	515

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,548	3,050	3,596	4,148
营业成本	957	1,129	1,310	1,487
营业税金及附加	375	445	521	597
销售费用	535	643	755	867
管理费用	275	329	385	440
财务费用	-20	-32	-42	-54
研发费用	51	61	72	83
费用合计	841	1,003	1,170	1,336
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	397	492	611	743
加:营业外收入	2	2	3	4
减:营业外支出	19	16	14	12
利润总额	380	477	600	735
所得税费用	57	73	91	110
净利润	323	405	510	625
少数股东损益	-6	-2	-2	-3
归母净利润	329	406	512	628

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	26.6%	19.7%	17.9%	15.4%
归母净利润增长率	17.3%	23.6%	25.9%	22.6%
盈利能力				
毛利率	62.4%	63.0%	63.6%	64.2%
四项费用/营收	33.0%	32.9%	32.5%	32.2%
净利率	12.7%	13.3%	14.2%	15.1%
ROE	9.9%	11.5%	13.4%	15.1%
偿债能力				
资产负债率	24.5%	24.2%	22.2%	20.6%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	59.2	91.3	104.3	121.7
存货周转率	0.6	0.8	1.0	1.1
每股数据(元/股)				
EPS	0.65	0.80	1.01	1.24
P/E	34.6	28.0	22.3	18.1
P/S	4.5	3.7	3.2	2.7
P/B	3.4	3.2	3.0	2.7

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学硕士，金融专业毕业，于2023年6月加入华鑫证券研究所。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

■ 证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。