

金徽酒(603919.SH)

结构持续升级，省外拓展有序

推荐 (维持)

股价:22.45元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.jinhuijiu.com
大股东/持股	甘肃亚特投资集团有限公司/21.57%
实际控制人	李明
总股本(百万股)	507
流通A股(百万股)	507
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	114
流通A股市值(亿元)	114
每股净资产(元)	6.56
资产负债率(%)	24.5

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】金徽酒(603919.SH)*首次覆盖报告*甘肃名酒二次创业，立足西北目标全国*推荐
20231025

证券分析师

张晋溢 投资咨询资格编号
S1060521030001
ZHANGJINYI112@pingan.com.cn

王萌 投资咨询资格编号
S1060522030001
WANGMENG917@pingan.com.cn

王星云 投资咨询资格编号
S1060523100001
wangxingyun937@pingan.com.cn



事项:

公司发布2023年年报，2023年实现营业收入25.5亿元，同比增长26.6%，归母净利润3.3亿元，同比增长17.3%，其中4Q23实现营业收入5.3亿元，同比增长17.3%，实现归母净利润0.56亿元，同比下滑15.4%。

平安观点:

- 产品结构升级，百元以上占比提升。**分产品看，300元以上的产品2023年营收达4.0亿，同比增长37%，得益于公司持续的产品培育，低基数下快速增长；受益于甘肃整体经济的发展以及宴席场景的拉动，2023年100-300元的产品营收达12.9亿元，同比增长32%；百元以下的产品以三星、四星为代表，继续恢复性增长，实现营收8.2亿元，同比增长14%。2023年百元以上价格的产品收入占比达66.3%，同比+3.4pct。2023年100元以下/100-300/300元以上的价格分别为51.4/17.0/8.5万元/吨，分别同比下滑9.7%/2.6%/5.7%，主因公司加大赠酒力度培育消费者，导致吨价有所折算。
- 省内外均衡发展，互联网渠道快速增长。**2023年公司加大省内市场下沉，环甘肃市场深度布局，华东、北方市场持续拓展，省内外均实现较快发展。2023年省内收入19.2亿元，同比增长26.7%，省外市场收入5.8亿元，同比增长25.9%。分渠道看，2023年经销/直销(含团购)/互联网销售分别为23.8/0.7/0.6亿元，分别同比增长26%/10%/128%。
- 4Q23毛利率结构性下滑，销售费用率优化。**2023年公司毛利率62.4%，同比-0.3pct；4Q23毛利率58.4%，同比-5.1pct，主要系春节期间百元价格带表现更优秀带来的结构性变化，以及品鉴会等费用的提前投放。2023年销售/管理/研发/财务费用率分别为21.0%/10.8%/2.0%/-0.8%，分别同比+0.1/-0.0/-0.5/-0.2pct，其中4Q23销售/管理/研发/财务费用率分别为19.9%/12.1%/2.2%/-0.9%，分别同比-11.9/+1.4/+0.3/-0.1pct。2023年归母净利润率为12.9%，同比-1.0pct，其中4Q23为10.6%，同比-4.1pct。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,012	2,548	3,075	3,666	4,316
YOY(%)	12.5	26.6	20.7	19.2	17.7
净利润(百万元)	280	329	411	519	643
YOY(%)	-13.7	17.3	24.9	26.4	24.0
毛利率(%)	62.8	62.4	63.0	63.6	64.2
净利率(%)	13.9	12.9	13.4	14.2	14.9
ROE(%)	8.9	9.9	11.4	13.0	14.5
EPS(摊薄/元)	0.55	0.65	0.81	1.02	1.27
P/E(倍)	40.6	34.6	27.7	21.9	17.7
P/B(倍)	3.6	3.4	3.1	2.9	2.6

- **回购+分红，绑定核心管理层，持续回馈股东。**2023年公司拟派发现金股利1.97亿元，现金分红比例达60%，同比+5.5pct，持续加大股东回馈。以外，公司拟回购1-2亿元（含）用于实施员工持股计划或股权激励，加深利益绑定。考虑公司处于开拓期费用投入有所增加，我们调整2024-25年归母净利预测为4.1/5.2亿元（原值：4.9/6.5亿元），并预计2026年归母净利6.4亿元。虽然公司短期利润有所波动，但长期成长空间广阔，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 宏观经济不确定性风险。当前，国内经济虽呈现出稳中恢复、稳中向好的态势，但世界经济增长持续放缓，经济下行压力较大，给白酒行业发展带来一定风险。2) 市场竞争加剧风险。白酒市场总体呈现挤压态势发展，随着市场集中度持续提升，行业将逐步进入加速竞争阶段，白酒企业间的竞争将愈加激烈。3) 政策风险。白酒行业需求、税率受政策影响较大，如相关政策出现变动，可能会对企业营收、利润有较大影响。

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2739	3566	4430	5389
现金	1042	1294	1763	2299
应收票据及应收账款	7	21	25	30
其他应收款	36	22	27	31
预付账款	11	13	16	18
存货	1620	2183	2561	2966
其他流动资产	23	32	39	45
非流动资产	1663	1398	1133	880
长期投资	0	-0	-1	-1
固定资产	1386	1169	952	735
无形资产	213	177	142	106
其他非流动资产	65	52	40	40
资产总计	4402	4964	5563	6270
流动负债	1029	1308	1549	1810
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	175	213	250	289
其他流动负债	854	1096	1299	1521
非流动负债	51	47	44	41
长期借款	10	7	3	0
其他非流动负债	41	41	41	41
负债合计	1080	1355	1593	1851
少数股东权益	-3	-6	-11	-16
股本	507	507	507	507
资本公积	871	871	871	871
留存收益	1948	2237	2603	3056
归属母公司股东权益	3326	3615	3981	4434
负债和股东权益	4402	4964	5563	6270

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	439	374	620	722
净利润	323	408	515	638
折旧摊销	113	265	265	253
财务费用	-20	-4	-5	-7
投资损失	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	19	-295	-155	-163
其他经营现金流	5	1	1	1
投资活动现金流	-65	-0	-0	-0
资本支出	54	-0	-0	-0
长期投资	1	0	0	0
其他投资现金流	-120	-0	-0	-0
筹资活动现金流	-162	-121	-152	-186
短期借款	0	0	0	0
长期借款	-1	-4	-3	-3
其他筹资现金流	-161	-118	-148	-183
现金净增加额	211	252	468	536

利润表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2548	3075	3666	4316
营业成本	957	1137	1334	1545
税金及附加	375	453	539	636
营业费用	535	640	755	880
管理费用	275	323	381	445
研发费用	51	62	73	86
财务费用	-20	-4	-5	-7
资产减值损失	-0	-0	-0	-0
信用减值损失	-1	-1	-1	-2
其他收益	23	19	19	19
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	397	482	606	748
营业外收入	2	1	1	1
营业外支出	19	14	14	14
利润总额	380	470	593	736
所得税	57	62	78	97
净利润	323	408	515	638
少数股东损益	-6	-3	-4	-5
归属母公司净利润	329	411	519	643
EBITDA	473	730	853	981
EPS (元)	0.65	0.81	1.02	1.27

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入(%)	26.6	20.7	19.2	17.7
营业利润(%)	26.4	21.6	25.7	23.5
归属于母公司净利润(%)	17.3	24.9	26.4	24.0
获利能力				
毛利率(%)	62.4	63.0	63.6	64.2
净利率(%)	12.9	13.4	14.2	14.9
ROE(%)	9.9	11.4	13.0	14.5
ROIC(%)	12.6	16.4	19.9	25.0
偿债能力				
资产负债率(%)	24.5	27.3	28.6	29.5
净负债比率(%)	-31.1	-35.7	-44.3	-52.0
流动比率	2.7	2.7	2.9	3.0
速动比率	1.1	1.0	1.2	1.3
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	354.6	268.1	268.1	268.1
应付账款周转率	5.46	5.34	5.34	5.34
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.65	0.81	1.02	1.27
每股经营现金流(最新摊薄)	0.86	0.74	1.22	1.42
每股净资产(最新摊薄)	6.56	7.13	7.85	8.74
估值比率				
P/E	34.6	27.7	21.9	17.7
P/B	3.4	3.1	2.9	2.6
EV/EBITDA	25	14	12	10

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话:4008866338

深圳

深圳市福田区益田路5023号平安金融中心B座25层

上海

上海市陆家嘴环路1333号平安金融大厦26楼

北京

北京市丰台区金泽西路4号院1号楼丽泽平安金融中心B座25层