



## 23 年稳健收官，24 年拾级而上

——金徽酒 2023 年年报点评

## 买入（维持）

行业：食品饮料  
日期：2024年03月18日

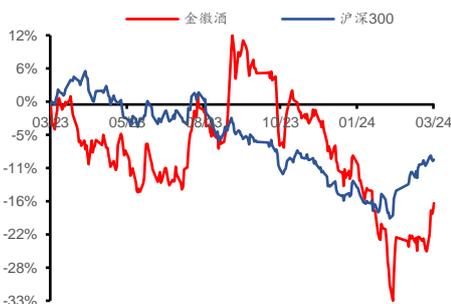
分析师：梁瑞  
Tel: 021-53686409  
E-mail: liangrui@shzq.com  
SAC 编号: S0870523110001

联系人：赖思琪  
Tel: 021-53686180  
E-mail: laisiqi@shzq.com  
SAC 编号: S0870122080016

## 基本数据

最新收盘价（元）	22.45
12mth A 股价格区间（元）	18.00-30.11
总股本（百万股）	507.26
无限售 A 股/总股本	100.00%
流通市值（亿元）	113.88

## 最近一年股票与沪深 300 比较



## 相关报告：

《收入再超预期，经营势能向上 ——金徽酒 2023 年三季报点评》

——2023 年 10 月 17 日

《厚积薄发，业绩超预期 ——金徽酒 2023 年半年报点评》

——2023 年 08 月 21 日

《股权转让落地，经营势能向好》

——2023 年 07 月 25 日

## ■ 投资摘要

## 事件概述

3 月 15 日，金徽酒发布 2023 年年报，报告期内，公司实现营业收入 25.48 亿元，同比+26.64%；归母净利润 3.29 亿元，同比+17.35%；扣非归母净利润 3.28 亿元，同比+21.03%。其中，23Q4 公司实现营业收入 5.29 亿元，同比+17.35%；归母净利润 0.56 亿元，同比-15.44%；扣非归母净利润 0.54 亿元，同比-2.29%。

**产品结构持续优化，省内外市场有序推进。**23 年公司整体销量 1.8 万千升，同比+28.10%，增长显著。产品结构上，300 元以上/100-300 元/100 元以下产品营业收入分别为 4.01/12.88/8.16 亿元，同比+37.13%/+32.28%/+14.22%。其中百元以上产品加速增长，增速较上年同期提升 17.65pct，营收占比持续提升，同比提升 3.33pct 至 66.29%，产品结构实现进一步优化。

分市场来看，23 年省内/省外营业收入分别为 19.21/5.85 亿元，同比 + 26.67%/+25.87%，增速较上年同期分别提升 16.09pct/7.5pct，省内外均保持了稳健的增长动能。收入占比分别为 75.41%/22.95%，与上年同期基本持平。公司在省内施行一县一策精准运营，实现纵深突破；省外市场有序开拓，通过差异化运营进行区域渗透。公司坚持围绕“科创引领、精益管理、提质增效”的基本思路，我们认为公司产品与市场的发展路径明确，经营风格稳扎稳打不骄不躁，有望实现业绩的稳步提升。

**报表质量良好，多元化策略蓄力长远发展。**23 年公司合同负债 5.75 亿元，同比+12.75%，销售收现 29.36 亿元，同比+20.23%，经营净现金流 4.50 亿元，同比+41.07%。23 年公司毛利率/净利率分别为 62.44%/12.66%，较上年同期分别-0.34pct/-1.22pct。利润率小幅下滑系生产端原材料影响，以及公司开拓市场过程中销售费用及管理费用增加所致。我们认为公司当前处在二次创业的关键时期，积极的费用投入与团队建设、多元化的营销策略有助于品牌打造和市场开拓，蓄力长远发展，随着收入规模增长利润率有望获得改善。

## ■ 投资建议

公司 23 年产品结构升级持续推进，省内根据地市场稳固，省外夯实大西北根据地市场建设，逐步培育华东、北方第二增长曲线。24 年公司将精进产品品质，深入推进营销转型，力争实现营收 30 亿元的目标。结合年报及最新目标，我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 31.35/37.60/44.30 亿元，增速分别为 23.1%/20.0%/17.8%，考虑到公司当前处于费用投入期，我们对利润端小幅下调，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 3.98/4.85/5.83 亿元，增速分别为 20.9%/22.0%/20.1%。维持“买入”评级。

## ■ 风险提示

省内竞争加剧风险，新市场开拓不及预期风险，原材料价格上涨风险，食品安全风险。

## ■ 数据预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2548	3135	3760	4430
年增长率	26.6%	23.1%	20.0%	17.8%
归母净利润	329	398	485	583
年增长率	17.3%	20.9%	22.0%	20.1%
每股收益（元）	0.65	0.78	0.96	1.15
市盈率（X）	48.42	28.65	23.47	19.55
市净率（X）	3.42	3.06	2.71	2.38

资料来源：Wind，上海证券研究所（2024年03月15日收盘价）

**公司财务报表数据预测汇总**
**资产负债表 (单位: 百万元)**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1042	1265	1713	2189
应收票据及应收账款	7	22	25	29
存货	1620	2108	2408	2747
其他流动资产	70	66	69	70
流动资产合计	2739	3462	4215	5035
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	1364	1294	1219	1144
在建工程	2	2	1	3
无形资产	213	228	243	257
其他非流动资产	84	91	95	97
非流动资产合计	1663	1615	1558	1500
<b>资产总计</b>	<b>4402</b>	<b>5076</b>	<b>5774</b>	<b>6536</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	175	217	252	288
合同负债	575	784	925	1063
其他流动负债	278	308	347	355
流动负债合计	1029	1310	1525	1707
长期借款	0	0	0	0
应付债券	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
<b>负债合计</b>	<b>1080</b>	<b>1360</b>	<b>1575</b>	<b>1757</b>
股本	507	507	507	507
资本公积	871	871	871	871
留存收益	1948	2345	2830	3413
归属母公司股东权益	3326	3724	4209	4791
少数股东权益	-3	-8	-10	-13
<b>股东权益合计</b>	<b>3323</b>	<b>3716</b>	<b>4198</b>	<b>4778</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>4402</b>	<b>5076</b>	<b>5774</b>	<b>6536</b>

**现金流量表 (单位: 百万元)**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流量</b>	<b>450</b>	<b>292</b>	<b>510</b>	<b>533</b>
净利润	323	393	482	580
折旧摊销	124	107	108	104
营运资金变动	19	-220	-91	-162
其他	-16	12	12	12
<b>投资活动现金流量</b>	<b>-65</b>	<b>-69</b>	<b>-62</b>	<b>-57</b>
资本支出	-66	-69	-62	-57
投资变动	1	0	0	0
其他	0	0	0	0
<b>筹资活动现金流量</b>	<b>-162</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
债权融资	0	0	0	0
股权融资	2	0	0	0
其他	-164	0	0	0
<b>现金净流量</b>	<b>223</b>	<b>223</b>	<b>448</b>	<b>476</b>

**利润表 (单位: 百万元)**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>2548</b>	<b>3135</b>	<b>3760</b>	<b>4430</b>
营业成本	957	1168	1398	1648
营业税金及附加	375	473	572	673
销售费用	535	658	780	886
管理费用	275	339	399	457
研发费用	51	69	86	89
财务费用	-20	-16	-16	-17
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>397</b>	<b>474</b>	<b>579</b>	<b>693</b>
营业外收支净额	-17	-11	-11	-11
<b>利润总额</b>	<b>380</b>	<b>463</b>	<b>567</b>	<b>682</b>
所得税	57	69	85	102
净利润	323	393	482	580
少数股东损益	-6	-4	-3	-3
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>329</b>	<b>398</b>	<b>485</b>	<b>583</b>

**主要指标**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	62.4%	62.7%	62.8%	62.8%
净利率	12.9%	12.7%	12.9%	13.2%
净资产收益率	9.9%	10.7%	11.5%	12.2%
资产回报率	7.5%	7.8%	8.4%	8.9%
投资回报率	9.5%	10.1%	11.1%	11.8%
<b>成长能力指标</b>				
营业收入增长率	26.6%	23.1%	20.0%	17.8%
EBIT 增长率	24.9%	18.9%	23.3%	20.8%
归母净利润增长率	17.3%	20.9%	22.0%	20.1%
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.65	0.78	0.96	1.15
每股净资产	6.56	7.34	8.30	9.45
每股经营现金流	0.89	0.58	1.01	1.05
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营运能力指标</b>				
总资产周转率	0.60	0.66	0.69	0.72
应收账款周转率	372.75	378.87	381.68	402.73
存货周转率	0.61	0.63	0.62	0.64
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	24.5%	26.8%	27.3%	26.9%
流动比率	2.66	2.64	2.76	2.95
速动比率	1.05	1.01	1.16	1.32
<b>估值指标</b>				
P/E	48.42	28.65	23.47	19.55
P/B	3.42	3.06	2.71	2.38
EV/EBITDA	22.94	18.33	14.74	12.00

资料来源: Wind, 上海证券研究所

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

### 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

#### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

### 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断