

2024年03月22日

金徽酒 (603919.SH)

公司快报

食品饮料 | 白酒III

投资评级

增持-A(首次)

股价(2024-03-22)

21.13 元

交易数据

总市值(百万元)	10,718.40
流通市值(百万元)	10,718.40
总股本(百万股)	507.26
流通股本(百万股)	507.26
12个月价格区间	29.41/18.63

一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.83	-18.39	-9.04
绝对收益	0.71	-11.96	-20.02

分析师

李鑫鑫

 SAC 执业证书编号: S0910523120001
 lixinxin@huajinsec.com

相关报告

产品结构持续优化, 省内夯实省外拓展有序

事件:

公司发布 2023 年年报, 2023 全年公司实现营业收入 25.48 亿元, 同比增长 27%, 实现归母净利润 3.29 亿元, 同比增长 17%, 实现扣非后归母净利润 3.28 亿元, 同比增长 21%。单季度来看, 23Q4 公司实现营业收入 5.29 亿元, 同比增长 17.3%, 实现归母净利润 0.56 亿元, 同比下降 15.4%, 实现扣非后归母净利润 0.54 亿元, 同比下降 2.29%。加回合同负债变化, 2023 年 Q4 收入同比下降 1.75%, 利润增速与调整后收入增速匹配。

24 年目标: 公司制定 2024 年目标, 力争实现营收 30 亿元, 净利润 4 亿元。

投资要点

◆ **产品结构持续优化, 省外市场营收快速增长。**2023 年公司实现营收 25.48 亿元, 同比+27%, 其中, Q4 实现营收 5.29 亿元, 同比+17.3%。

1) **分产品, 产品结构持续优化。**2023 年 300 元以上(金徽年份系列、金徽老窖系列等)、100-300 元(柔和金徽系列、金徽正能量系列、世纪金徽五星等)、100 元以下(世纪金徽四星、世纪金徽三星、世纪金徽二星、金徽陈酿等)价位产品分别实现营收 4.01、12.88、8.16 亿元, 同比增长 37.1%、32.3%、14.2%。300 元以上产品实现稳步增长, 主要系公司加大折扣力度以及大客户运营。结构上, 产品持续升级, 百元以上产品占比进一步提升, 占比同比提升 3.4pct 至 66.3%。量价拆分来看, 300 元以上、100-300 元、100 元以下产品销量分别为 0.08、0.76、0.96 万吨, 分别同比增长 51.9%、35.8%、21.2%; 对应吨价分别为 51.37、17.01、8.48 万元/吨, 分别同比下降 10%、3%、6%。整体来看, 各档次产品均量增价减, 我们预计主要系公司加大市场开拓力度, 回厂游、赠酒等品宣活动增加所致, 导致吨价有所下降。

2) **分地区, 省内外市场均衡发展, 全国化战略提速。**2023 年甘肃省内地区实现营收 19.21 亿元, 同比+26.67%, 占比约 76.7%, 甘肃省外地区实现营收 5.85 亿元, 同比+25.87%, 占比约 23.3%。公司深耕甘肃省内市场的同时, 聚焦资源、精准营销西北大本营市场, 同时华东、北方地区样板市场打造取得显著成效。截至 2023 年年底, 公司经销商 864 家, 净增 128 家。其中省内经销商 272 家, 净增 32 家, 省外经销商 592 家, 净增 96 家。

3) **分渠道, 互联网渠道实现突破。**2023 年经销商渠道实现营业收入 23.77 亿元, 同比+25.67%; 直销(含团购)渠道实现营业收入 0.70 亿元, 同比+9.78%; 互联网销售渠道实现营业收入 0.59 亿元, 同比+128.15%。

◆ **费用投放力度加大, 盈利能力承压。**公司 2023 年毛利率为 62.4%, 同比下降 0.3pct, 主要系春节备货下产品结构差异以及赠酒较多所致。2023 年费用率为 33.03%, 同比下降 0.5pct, 其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 21.02%、10.79%、2.01%、-0.79%, 同比+0.13、-0.01、-0.49、-0.17pct。其中销售费用率同比提升, 主要系公司新市场开拓、品牌宣传以及消费者培育互动费用增加所致。综



合来看，2023年净利率为12.66%，同比下降1.22pct。

其中2023Q4公司毛利率为58.42%，同比下降5.06pct，主要系春节前促销费用投放前置以及春节备货影响Q4三星四星占比偏多影响。2023Q4公司期间费用率为33.27%，同比下降10.29pct，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为19.8%、12.1%、2.3%、-0.95%，同比-11.93、+1.43、+0.27、-0.06pct。综合来看，2023年净利率为10.16%，同比下降4.41pct。

- ◆ **股份回购+分红，彰显公司长期发展信心。**公司发布股份回购方案，拟使用自有资金1-2亿元回购股份，拟回购价格不超过人民币28元/股，回购股份计划用于实施员工持股计划或股权激励，加强核心人员与公司利益的绑定。2023年公司提高了现金分红比例至60%，自21年到23年，现金分红比例逐步提升，彰显公司长期发展信心。
- ◆ **展望2024年，公司重点布局100-300元价格带，且继续夯实省内强势地位，打造西北龙头品牌。**产品策略上，公司主流价格带重点聚焦100-300元产品，预计维持20-30%增速目标，300元以上产品预计维持30%增速，主要系公司在大客户运营、大客户工程方面做了大量的工作。省内市场一县一策精准运营，夯实大西北根据地市场建设，带动市占率稳步提升；省外市场逐步培育华东、北方成为第二增长曲线，助力公司中长期战略落地；互联网打造金徽全国化线上营销平台，有望成为第三增长曲线。根据公司下一个5年规划，公司计划夯实省内强势地位，成为西北引领性品牌。
- ◆ **投资建议：**中长期来看，我们认为公司省内产品结构持续升级优化，叠加省外拓展新增量，预计未来业绩仍具备较大增长空间。综上，我们预计2024-2026年公司营业收入分别为30.6、35.7、40.5亿元，同比增长20%、16.9%、13.4%，归母净利润4、5、6.2亿元，同比增长22.3%、25.3%、23.9%，对应EPS分别为0.79、0.99、1.23元，对应PE分别为26.7x、21.3x、17.2x，首次覆盖，给予“增持-A”评级。
- ◆ **风险提示：**行业竞争加剧、原材料成本上涨风险、省外拓展不及预期、食品安全问题等。

财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,012	2,548	3,057	3,574	4,053
YoY(%)	12.5	26.6	20.0	16.9	13.4
归母净利润(百万元)	280	329	402	504	624
YoY(%)	-13.7	17.3	22.3	25.3	23.9
毛利率(%)	62.8	62.4	63.4	64.0	64.5
EPS(摊薄/元)	0.55	0.65	0.79	0.99	1.23
ROE(%)	8.9	9.7	10.7	12.1	13.3
P/E(倍)	38.2	32.6	26.7	21.3	17.2
P/B(倍)	3.4	3.2	2.9	2.6	2.3
净利率(%)	13.9	12.9	13.2	14.1	15.4

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测

分产品来看：

1) **300元以上产品**：公司300元以上的产品主要包含金徽年份系列、金徽老窖系列等。随着省外市场扩张，以及一场一站广告投放初显成效，我们预计300元以上的产品2024-2026年营收分别为5.22、6.52、7.82亿元，同比增长30%、25%、20%。

2) **100-300元产品**：公司100-300元的产品主要包含柔和金徽系列、金徽正能量系列、世纪金徽五星等。考虑到大众消费场景恢复较好以及公司重点发力该价格带的产品，我们预计100-300元的产品2024-2026年营收分别为16.11、19.33、22.23亿元，同比增长25%、20%、15%。

3) **100元以下产品**：公司100元以下的产品主要包含世纪金徽四星、世纪金徽三星、世纪金徽二星、金徽陈酿等。我们预计100元以下的产品2024-2026年营收分别为8.82、9.43、10亿元，同比增长8%、7%、6%。

4) **其他主营业务**：公司其他主营业务在整体营收中占比较小，我们预计2024-2026年公司营收增速分别为5%、5%、5%。

综上，我们预计2024-2026年营收分别为30.6、35.7、40.5亿元，同比增长20%、16.9%、13.4%，预计2024-2026年归母净利润为4、5、6.2亿元，同比增长22.3%、25.3%、23.9%。

表 1：公司营收预测模型

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
300元以上产品					
收入(亿元)	2.93	4.01	5.22	6.52	7.82
增速(%)		37.13%	30%	25%	20%
毛利率(%)	75.29%	78.14%	78.44%	78.54%	78.64%
100-300元产品					
收入(亿元)	9.74	12.88	16.11	19.33	22.23
增速(%)		32.28%	25%	20%	15%
毛利率(%)	67.39%	65.15%	65.45%	65.55%	65.65%
100元以下产品					
收入(亿元)	7.15	8.16	8.82	9.43	10.00
增速(%)		14.22%	8.00%	7.00%	6.00%
毛利率(%)	52.02%	51.17%	51.47%	51.57%	51.67%
其他主营业务					
收入(亿元)	0.31	0.42	0.44	0.46	0.49
增速(%)		36.83%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率(%)	47.84%	48.09%	48.09%	48.09%	48.09%
营业收入(亿元)					
	20.12	25.48	30.57	35.74	40.53
增速(%)		26.64%	20.01%	16.89%	13.41%
毛利率(%)	62.78%	62.44%	63.38%	64.00%	64.50%

资料来源：Wind，华金证券研究所

二、可比公司估值

金徽酒作为区域性酒企，可比公司选择时，我们选取同样为区域性白酒企业作为可比公司，具体标的包括今世缘、迎驾贡酒、伊力特、古井贡酒、洋河股份、口子窖。

估值来看，1) 横向对比，六家区域性酒企 2024-2025 年估值平均分别为 18x、14x，考虑到公司省内产品结构升级优化，叠加省外积极拓展新增量市场，未来业绩弹性较大，相较于其他六家区域性酒企，金徽酒 2024 年 PE 为 27，高于可比公司均值。2) 纵向对比，截至 24/3/22 金徽酒 PE-ttm 为 32.6x，处于 2016 年 3 月（上市以来）以来的 40%分位，估值处于历史中部位置。

表 2：可比公司估值

公司代码	公司简称	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE		
			2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603369.SH	今世缘	728	-	39	48	-	19	15	-
603198.SH	迎驾贡酒	536	-	28	35	-	19	15	-
600197.SH	伊力特	104	-	4	6	-	23	18	-
000596.SZ	古井贡酒	1209	-	57	72	-	21	17	-
002304.SZ	洋河股份	1549	-	124	144	-	12	11	-
603589.SH	口子窖	249	-	21	24	-	12	10	-
	平均	-	-	46	55	-	18	14	-
603919.SH	金徽酒	107	3.29	4.02	5.04	6.24	27	21	17

资料来源：Wind 一致预期，华金证券研究所，金徽酒盈利预测来自华金证券研究所，股价为 2024 年 3 月 22 日收盘价

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2386	2739	3860	4297	4942	营业收入	2012	2548	3057	3574	4053
现金	810	1042	1742	2036	2309	营业成本	749	957	1119	1286	1439
应收票据及应收账款	15	7	19	12	24	营业税金及附加	294	375	439	517	590
预付账款	7	11	10	14	13	营业费用	420	535	611	697	750
存货	1512	1620	2044	2166	2543	管理费用	217	275	327	386	446
其他流动资产	41	59	44	69	52	研发费用	50	51	67	89	105
非流动资产	1710	1663	1652	1965	2271	财务费用	-13	-20	7	4	-2
长期投资	0	0	-0	-1	-1	资产减值损失	-1	-1	-1	-1	-2
固定资产	1443	1364	1339	1620	1907	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	199	213	207	201	196	投资净收益	0	0	-0	0	0
其他非流动资产	68	86	106	144	169	营业利润	314	397	485	593	724
资产总计	4095	4402	5512	6262	7214	营业外收入	2	2	1	1	2
流动负债	905	1029	1739	2085	2508	营业外支出	13	19	14	14	15
短期借款	0	0	594	813	1123	利润总额	303	380	472	580	711
应付票据及应付账款	144	175	199	231	250	所得税	24	57	72	80	92
其他流动负债	761	854	946	1041	1135	税后利润	279	323	400	500	619
非流动负债	39	51	51	51	51	少数股东损益	-1	-6	-2	-4	-6
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	280	329	402	504	624
其他非流动负债	39	51	51	51	51	EBITDA	386	461	540	671	833
负债合计	944	1080	1790	2136	2559	主要财务比率					
少数股东权益	1	-3	-6	-9	-15	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	507	507	507	507	507	成长能力					
资本公积	871	871	871	871	871	营业收入(%)	12.5	26.6	20.0	16.9	13.4
留存收益	1772	1948	2222	2572	3012	营业利润(%)	-21.7	26.4	22.2	22.3	22.2
归属母公司股东权益	3150	3326	3728	4136	4670	归属于母公司净利润(%)	-13.7	17.3	22.3	25.3	23.9
负债和股东权益	4095	4402	5512	6262	7214	获利能力					
						毛利率(%)	62.8	62.4	63.4	64.0	64.5
						净利率(%)	13.9	12.9	13.2	14.1	15.4
						ROE(%)	8.9	9.7	10.7	12.1	13.3
						ROIC(%)	8.0	8.8	8.7	9.8	10.5
						偿债能力					
						资产负债率(%)	23.1	24.5	32.5	34.1	35.5
						流动比率	2.6	2.7	2.2	2.1	2.0
						速动比率	0.9	1.1	1.0	1.0	0.9
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
						应收账款周转率	119.6	229.3	229.3	229.3	229.3
						应付账款周转率	5.7	6.0	6.0	6.0	6.0
						估值比率					
						P/E	38.2	32.6	26.7	21.3	17.2
						P/B	3.4	3.2	2.9	2.6	2.3
						EV/EBITDA	25.8	21.1	17.8	14.2	11.5

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李鑫鑫声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn