

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

金徽酒 (603919)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料首席分析师

执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

满静雅 食品饮料分析师

执业编号: S1500523080004

邮箱: manjingya@cindasc.com

相关研究

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

公司经营稳健，产品结构优化

2024年04月22日

事件: 公司发布24年一季度及经营数据公告。

点评:

- **公司经营稳健，毛净利率微升。**1) 24Q1 营收 10.76 亿 (+20%)，归母净利润为 2.21 亿 (+22%) 因产品结构优化及市场区域扩张。2) 毛利率 65.40%，同增 0.44pct；净利率 20.39%，同增 0.11pct。3) 销售费用 1.93 亿 (+21%) 占比 17.98%，同增 0.15pct，管理费用 0.85 亿 (+32%) 占比 7.91%，同增 0.69pct，税金及附加 1.53 亿 (+20%) 占比 14.21%。4) 销售收现 12.38 亿元 (+33%)，销售收现率 115%。合同负债 6.31 亿元，环比 23Q4 增加 0.6 亿元，维持较高水平。
- **百元以上产品占比提升至 70%，产品结构优化。**1) 分产品看，出厂价 300 元以上/100-300 元/100 元以下产品营收分别为 1.91/5.51/3.24 亿元，增速 +86%/+24/-4%，占比 18/52/30%。百元以上产品占比由 23Q1 的 62% 提升至 24Q1 的 70%。金徽年份、金徽老窖系列产品放量，产品结构优化。2) 分区域看，省内营收 8.48 亿 (+23%)，省外 2.18 亿元 (+13%)。省内经销商 283 (环增 11)，省外经销商 609 (环增 17)，合计 892 个。我们认为西北市场消费升级潜力仍大，公司大本营市场有望维持较高增速，省外招商明显提速，有望加速扩张。
- **夯实省内优势，加速省外扩张。**1) 公司计划 24 年营收 30 亿元 (+18%)，净利润 4 亿元 (+22%)。2) 公司坚持甘肃省内市场一县一策精准运营，市场占有率持续提升；陕西、宁夏、青海、新疆等西北大本营市场聚焦资源、精准营销、深度掌控、转型发展，打造多个样板市场；华东地区、北方地区等新市场坚持品牌引领、差异化产品体验、消费者圈层培育。
- **盈利预测与投资评级:**考虑到公司仍处于扩张期，费用投放力度或维持高位，我们下调预测 24/25 年 EPS 至 0.79/0.97 元，预测 26 年 EPS 为 1.23 元。维持“买入”评级。

➢ **风险因素:** 食品安全风险、行业竞争加剧

| 重要财务指标 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 2,012 | 2,548 | 3,035 | 3,626 | 4,309 |
| 增长率 YoY % | 12.5% | 26.6% | 19.1% | 19.5% | 18.9% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 280 | 329 | 401 | 492 | 624 |
| 增长率 YoY % | -13.7% | 17.3% | 21.9% | 22.6% | 26.9% |
| 毛利率 % | 62.8% | 62.4% | 62.2% | 62.6% | 62.9% |
| 净资产收益率 ROE % | 8.9% | 9.9% | 11.2% | 12.6% | 14.5% |
| EPS(摊薄)(元) | 0.55 | 0.65 | 0.79 | 0.97 | 1.23 |
| 市盈率 P/E(倍) | 34.99 | 29.82 | 24.46 | 19.94 | 15.71 |
| 市净率 P/B(倍) | 3.11 | 2.95 | 2.74 | 2.52 | 2.28 |

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 4 月 19 日收盘价

| 资产负债表 | | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|-------|--------|-------|-------|-------|--|
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 流动资产 | 2,386 | 2,739 | 3,289 | 3,866 | 4,575 | |
| 货币资金 | 810 | 1,042 | 1,066 | 1,280 | 1,546 | |
| 应收票据 | 9 | 0 | 13 | 18 | 22 | |
| 应收账款 | 6 | 7 | 10 | 11 | 14 | |
| 预付账款 | 7 | 11 | 13 | 15 | 17 | |
| 存货 | 1,512 | 1,620 | 2,137 | 2,481 | 2,907 | |
| 其他 | 41 | 59 | 51 | 60 | 69 | |
| 非流动资产 | 1,710 | 1,663 | 1,589 | 1,533 | 1,469 | |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 固定资产(合计) | 1,443 | 1,364 | 1,284 | 1,208 | 1,128 | |
| 无形资产 | 199 | 213 | 224 | 238 | 250 | |
| 其他 | 68 | 86 | 80 | 88 | 90 | |
| 资产总计 | 4,095 | 4,402 | 4,878 | 5,399 | 6,043 | |
| 流动负债 | 905 | 1,029 | 1,258 | 1,473 | 1,722 | |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 应付票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 应付账款 | 144 | 175 | 214 | 253 | 298 | |
| 其他 | 761 | 854 | 1,043 | 1,220 | 1,424 | |
| 非流动负债 | 39 | 51 | 51 | 51 | 51 | |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 其他 | 39 | 51 | 51 | 51 | 51 | |
| 负债合计 | 944 | 1,080 | 1,309 | 1,524 | 1,773 | |
| 少数股东权益 | 1 | -3 | -8 | -14 | -22 | |
| 归属母公司股东权益 | 3,150 | 3,326 | 3,576 | 3,888 | 4,292 | |
| 负债和股东权益 | 4,095 | 4,402 | 4,878 | 5,399 | 6,043 | |

| 重要财务指标 | | 单位:百万元 | | | | |
|------------|--------|--------|-------|-------|-------|--|
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 营业总收入 | 2,012 | 2,548 | 3,035 | 3,626 | 4,309 | |
| 同比(%) | 12.5% | 26.6% | 19.1% | 19.5% | 18.9% | |
| 归属母公司净利润 | 280 | 329 | 401 | 492 | 624 | |
| 同比(%) | -13.7% | 17.3% | 21.9% | 22.6% | 26.9% | |
| 毛利率(%) | 62.8% | 62.4% | 62.2% | 62.6% | 62.9% | |
| ROE% | 8.9% | 9.9% | 11.2% | 12.6% | 14.5% | |
| EPS(摊薄)(元) | 0.55 | 0.65 | 0.79 | 0.97 | 1.23 | |
| P/E | 34.99 | 29.82 | 24.46 | 19.94 | 15.71 | |
| P/B | 3.11 | 2.95 | 2.74 | 2.52 | 2.28 | |
| EV/EBITDA | 30.73 | 22.94 | 15.47 | 12.58 | 9.95 | |

| 利润表 | | 单位:百万元 | | | | |
|-----------------|-------|--------|-------|-------|-------|--|
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 营业总收入 | 2,012 | 2,548 | 3,035 | 3,626 | 4,309 | |
| 营业成本 | 749 | 957 | 1,148 | 1,355 | 1,599 | |
| 营业税金及附加 | 294 | 375 | 434 | 515 | 603 | |
| 销售费用 | 420 | 535 | 637 | 754 | 875 | |
| 管理费用 | 217 | 275 | 313 | 382 | 453 | |
| 研发费用 | 50 | 51 | 69 | 81 | 95 | |
| 财务费用 | -13 | -20 | -15 | -15 | -18 | |
| 减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 其他 | 20 | 23 | 28 | 34 | 40 | |
| 营业利润 | 314 | 397 | 477 | 588 | 743 | |
| 营业外收支 | -11 | -17 | -10 | -10 | -10 | |
| 利润总额 | 303 | 380 | 467 | 578 | 733 | |
| 所得税 | 24 | 57 | 70 | 92 | 117 | |
| 净利润 | 279 | 323 | 397 | 486 | 616 | |
| 少数股东损益 | -1 | -6 | -4 | -6 | -8 | |
| 归属母公司净利润 | 280 | 329 | 401 | 492 | 624 | |
| EBITDA | 416 | 500 | 567 | 680 | 833 | |
| EPS(元) | 0.55 | 0.65 | 0.79 | 0.97 | 1.23 | |

| 现金流量表 | | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|-------|--------|-------|-------|-------|--|
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 经营活动现金流 | 319 | 450 | 235 | 465 | 550 | |
| 净利润 | 279 | 323 | 397 | 486 | 616 | |
| 折旧摊销 | 115 | 124 | 115 | 117 | 118 | |
| 财务费用 | -1 | -8 | 0 | 0 | 0 | |
| 投资损失 | -10 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 营运资金变 | -54 | 19 | -292 | -147 | -194 | |
| 其它 | -20 | -7 | 16 | 10 | 10 | |
| 投资活动现金流 | -57 | -65 | -55 | -70 | -63 | |
| 资本支出 | -57 | -66 | -56 | -71 | -63 | |
| 长期投资 | -1 | 1 | 0 | 0 | 0 | |
| 其他 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 筹资活动现金流 | -121 | -162 | -156 | -180 | -220 | |
| 吸收投资 | 0 | 2 | -1 | 0 | 0 | |
| 借款 | 103 | 170 | 0 | 0 | 0 | |
| 支付利息或股息 | -112 | -152 | -150 | -180 | -220 | |
| 现金流净增加额 | 142 | 223 | 23 | 214 | 266 | |

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营。覆盖乳制品（深入研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、天润乳业）和食品添加剂（深入研究百龙创园、嘉必优）。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院。覆盖休闲食品和连锁业态（深入研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深入研究零食量贩业态。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院。覆盖白酒（深入研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

满静雅，英国华威商学院管理学硕士，海外留学及工作经验获得国际化开阔视野。具备三年头部房企战略投资的从业经验，擅长从产业的视角挖掘上下游发展机会。2021年加入国泰君安证券研究所，2021/2022年新财富团队核心成员。2023年加入信达证券食品饮料团队，主要覆盖白酒板块。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深入研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）和饮料（深入研究农夫山泉）行业。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
|---|----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。 | 买入 ：股价相对强于基准15%以上； | 看好 ：行业指数超越基准； |
| | 增持 ：股价相对强于基准5%~15%； | 中性 ：行业指数与基准基本持平； |
| | 持有 ：股价相对基准波动在±5%之间； | 看淡 ：行业指数弱于基准。 |
| | 卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。 | |

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。