

2023年06月04日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

产品结构持续优化，省外扩张继续推进

—金徽酒（603919.SH）公司动态研究报告

买入(维持)

投资要点

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

基本数据

2023-06-02

当前股价(元)	24.04
总市值(亿元)	122
总股本(百万股)	507
流通股本(百万股)	507
52周价格范围(元)	19.91-35.08
日均成交额(百万元)	175.93

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《金徽酒（603919）：一季度开门红，省外加速扩张》2023-04-22
- 2、《金徽酒（603919）：四季度环比改善，2023年再出发》2023-03-23
- 3、《金徽酒（603919）：业绩短期承压，四季度环比望改善》2022-10-26

产品结构继续优化，大众宴席恢复较快

品牌端：公司继续通过“广宣投放+事件营销+消费者互动+影响力客户工程”打造品牌势能，提升品牌影响力。**产品端：**1) 大众消费和宴席场景恢复较快，有望带动星级、柔和及能量系列产品实现较快增长。其中柔和进行结构升级，200-300元的H6占比有望提升。2) 金徽年份系列主打商务消费场景，当前商务消费正逐步恢复，同时年份事业部加快推进品牌和大客户运营，今年有望实现高增长。3) 金徽老窖在华东市场继续加大招商力度。

省内夯实根基，省外持续扩张

省内：继续夯实根基，以柔和系列为核心单品，市场份额逐步扩大。**省外：**1) 以团购切入，主打100-400元的能量系列；2) 持续深耕环甘肃西北市场，当前拓展初有成效。陕西市场利用地缘优势优先培育宝鸡、汉中和西安，再逐步打通咸阳。2) 积极开拓华东及北方市场，加快招商及建立样板市场，做大后逐步加大品宣及圈层培育投入。

盈利预测

预计2023-2025年EPS为0.79/1.03/1.30元，当前股价对应PE分别为30/23/19倍，维持“买入”投资评级。

风险提示

宏观经济下行风险、高档酒增长不及预期、省外扩张不及预期、华东销售不及预期等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入(百万元)	2,012	2,515	3,095	3,735
增长率(%)	12.5%	25.0%	23.0%	20.7%
归母净利润(百万元)	280	402	520	659
增长率(%)	-13.7%	43.3%	29.5%	26.7%
摊薄每股收益(元)	0.55	0.79	1.03	1.30
ROE(%)	8.9%	11.8%	14.1%	16.1%

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	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:				
现金及现金等价物	810	1,133	1,503	1,956
应收款	26	28	30	31
存货	1,512	1,535	1,568	1,615
其他流动资产	37	38	40	41
流动资产合计	2,386	2,734	3,141	3,643
非流动资产:				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	1,443	1,348	1,258	1,175
在建工程	2	1	0	0
无形资产	199	189	179	169
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	66	66	66	66
非流动资产合计	1,710	1,604	1,504	1,411
资产总计	4,095	4,337	4,644	5,053
流动负债:				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	144	140	127	126
其他流动负债	251	251	251	251
流动负债合计	905	907	904	919
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	39	39	39	39
非流动负债合计	39	39	39	39
负债合计	944	947	943	959
所有者权益				
股本	507	507	507	507
股东权益	3,151	3,391	3,701	4,095
负债和所有者权益	4,095	4,337	4,644	5,053

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	279	400	518	656
少数股东权益	-1	-2	-2	-3
折旧摊销	106	106	99	93
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-65	-23	-41	-34
经营活动现金净流量	319	482	575	713
投资活动现金净流量	-57	96	90	84
筹资活动现金净流量	61	-160	-207	-263
现金流量净额	323	418	457	534

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,012	2,515	3,095	3,735
营业成本	749	909	1,101	1,308
营业税金及附加	294	365	446	534
销售费用	420	521	638	766
管理费用	217	269	328	392
财务费用	-13	-32	-42	-55
研发费用	50	63	77	93
费用合计	675	821	1,001	1,196
资产减值损失	-1	-1	-1	-1
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	314	440	565	712
加: 营业外收入	2	2	3	4
减: 营业外支出	13	9	8	7
利润总额	303	433	560	709
所得税费用	24	33	42	52
净利润	279	400	518	656
少数股东损益	-1	-2	-2	-3
归母净利润	280	402	520	659

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	12.5%	25.0%	23.0%	20.7%
归母净利润增长率	-13.7%	43.3%	29.5%	26.7%
盈利能力				
毛利率	62.8%	63.9%	64.4%	65.0%
四项费用/营收	33.6%	32.6%	32.3%	32.0%
净利率	13.9%	15.9%	16.7%	17.6%
ROE	8.9%	11.8%	14.1%	16.1%
偿债能力				
资产负债率	23.1%	21.8%	20.3%	19.0%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	77.1	91.3	104.3	121.7
存货周转率	0.5	0.8	1.0	1.1
每股数据(元/股)				
EPS	0.55	0.79	1.03	1.30
P/E	43.5	30.4	23.4	18.5
P/S	6.1	4.8	3.9	3.3
P/B	3.9	3.6	3.3	3.0

■ 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。

何宇航：山东大学法学学士，英国华威大学硕士，取得法学、经济学双硕士学位，2年食品饮料卖方研究经验。于2022年1月加盟华鑫证券研究所，负责调味品行业研究工作。

■ 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。