

消费恢复助力增长，一季度实现开门红

金徽酒 (603919.SH)

核心观点

一季度，公司乘风场景恢复，春节返乡潮，中高档产品销售额实现快速增长；华东地区聚焦金徽老窖，以首席 IP 为媒介在重点城市开展活动并招商布局；公司还加大了品牌和广宣投入，与自媒体平台合作强化与消费者互动，提升金徽老窖、正能量系列在省外的知名度。

全年看，公司延续“布局全国、深耕西北、重点突破”市场布局策略，推进“大客户运营+深度分销”，省内持续渗透，巩固西北市场，突破华东、北方等新兴市场，助力金徽酒全年营销新成长。

事件

公司发布 2023 一季报

2023 年一季度，公司实现营业收入 8.93 亿元 (+26.61%)；归母净利润为 1.82 亿元 (+10.41%)；扣非归母净利润 1.81 亿元 (+11.16%)。

简评

消费氛围恢复，Q1 顺利实现开门红

公司一季度单季收入 8.93 亿元，同比增长 26.61%。其中酒类业务实现收入 8.84 亿元，同比增长 26.62%。进入 2023 年，甘肃白酒消费场景快速恢复，家庭聚饮、宴席、商务宴请等活动增加，白酒需求旺盛，公司销售节奏稳步推进，市场动作顺利落地，实现开门红。

分产品看，高档产品延续较高势能，中档产品受益于返乡潮引领增长。一季度，高档产品营收 5.46 亿元，同增 24.73%，占总收入 61.78%，同比-0.94pcts。中档产品营收 3.32 亿元，同增 31.22%，占总营收 37.57%，同比+1.32pcts。低档酒销售额 570.58 万元，规模较小。

分区域看，省内甘肃中部增速最快，品牌势能逐渐提升，甘肃东南部、兰州及周边地区延续较高增长态势；省外推进品牌推广和招商布局。一季度甘肃东南部、兰州及周边地区、甘肃中部、甘肃西部分别贡献收入 2.78/2.30/1.20/0.64 亿元，分别同比+25.47%/+27.56%/+62.95%/+13.48%。其他地区实现营收 1.92 亿元，同增 15.55%，一季度省外工作以招商为主，推进华东、北方市场的布局，Q1 省外地区经销商数量环比增加 57 家。

维持

买入

安雅泽

anyaze@csc.com.cn

SAC 编号:s1440518060003

SFC 编号:BOT242

刘瑞宇

liuruiyu@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100003

张立

zhanglidc@csc.com.cn

SAC 编号:s1440521100002

发布日期：2023 年 04 月 23 日

当前股价：26.96 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

| 1 个月 | 3 个月 | 12 个月 |
|--------------------|-----------|-------------|
| -6.06/-4.83 | 7.45/1.02 | -5.93/-6.30 |
| 12 月最高/最低价 (元) | | 35.08/19.91 |
| 总股本 (万股) | | 50,726.00 |
| 流通 A 股 (万股) | | 50,726.00 |
| 总市值 (亿元) | | 136.76 |
| 流通市值 (亿元) | | 136.76 |
| 近 3 月日均成交量 (万) | | 1011.85 |
| 主要股东 | | |
| 上海豫园旅游商城(集团)股份有限公司 | | 25.00% |

股价表现



相关研究报告

加大品牌与消费者投入，盈利能力下滑

一季度，公司毛利率 64.97%，同比-1.38pcts，归母净利率为 20.35%，同比-2.99pcts。

主要系：

- ①原材料价格上涨，员工薪酬支出增加，中档产品占比阶段性提升，毛利率下滑。
- ②一季度，公司销售费用率 17.83%，同比+2.11pcts。一方面，公司持续加大品牌广宣方面的投入，尤其增加对金徽老窖、正能量的品牌投入，持续打造首席 IP，在西北 6 省 30 城、华东 4 大枢纽站点 19 座重点城市陆空结合广告矩阵。另一方面，公司持续加大消费者培育的投入，消费者互动持续提升，例如春节期间《心中的年味》主题宣传片，与抖音、朋友圈等线上平台合作，“家乡话拜大年”、“金兔祝福”微信红包等活动加强与消费者的互动。
- ③一季度，公司管理费用率 7.23%，同比-0.23pcts。税金及附加/总营收为 14.20%，同比+0.80pcts。

公司经营现金流角度看，一季度销售收现 9.31 亿元，同比增长 10.02%，3 月末合同负债 4.27 亿元，相比 22 年末减少 16.19%，主要系四季度公司加快市场回款速度备战春节销售旺季。一季度，经营性净现金流 2.34 亿元，同比-12.92%，主要系采购原材料及接受劳务支付现金、支付各项税费及支付职工薪酬较上年同期增加。

甘肃白酒龙头走向全国，未来成长可期

2023 年，公司延续“布局全国、深耕西北、重点突破”市场布局策略，推进“大客户运营+深度分销”，省内持续渗透，巩固西北市场，突破华东、北方等新市场，助力金徽酒全年营销新成长。

长期看，①公司作为甘肃省内龙头酒企，在省内市占率仍有较大的提升空间。同时，受益于省内消费升级趋势，产品结构逐渐向百元以上价位升级，有望持续提升公司在本地市场的盈利水平。②公司持续完善产品矩阵，21 年针对华东市场推出金徽老窖系列，22 年 7 月在陕西推出金奖金徽系列，助力公司高端产品布局，提升品牌影响力。③持续拓展省外市场，2021 年 10 月已经分别在南京和上海成立销售公司，2022 年 4 月对青海销售公司增资，9 月在内蒙古成立品牌运营公司开拓北方市场，未来省外市场有望成为新的业绩增长点。④2023 年，公司将全面启动实施 2023-2027 年五年发展规划，打造金徽酒生态智慧产业园。

盈利预测：

预计 2023-2025 年公司实现收入 25.00、30.00、36.00 亿元，实现归母净利润 4.24、5.41、6.47 亿元，对应 EPS 为 0.84、1.07、1.28 元/股，对应 PE 为 29.33X、22.98X、19.21X，维持“买入”评级。

风险提示：

省外市场拓展不及预期。金徽酒是甘肃省内龙头，近年来开始积极布局省外市场。但金徽酒省外知名度较低，且全国名酒正在加速全国化，需要较高市场培育成本存在一定不确定性，可能会影响省外市场的拓展。

市场需求恢复不及预期。年初以来商务宴请、宴席、聚饮等白酒消费场所持续复苏，带动白酒市场动销水平提升。但是，全年白酒消费需求的提升，将与经济环境、人们消费意愿、商务活动等众多外部因素的活跃相关联，若修复节奏不急预期，可能影响公司产品销量。

食品安全风险等。近年来，食品安全问题始终是消费者的关注热点，公司作为食品生产企业，生产销售各环节均涉及食品质量安全。

图表1：主要财务数据及盈利预测

| 会计年度 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 1788.40 | 2011.73 | 2500.00 | 3000.00 | 3600.00 |
| 增长率(%) | 3.34% | 12.49% | 24.27% | 20.00% | 20.00% |
| 归属母公司股东净利润（百万元） | 324.84 | 280.24 | 423.88 | 541.11 | 647.21 |
| 增长率(%) | -1.95% | -13.73% | 51.26% | 27.66% | 19.61% |
| 每股收益 EPS(元) | 0.64 | 0.55 | 0.84 | 1.07 | 1.28 |
| 销售毛利率 | 63.74% | 62.78% | 63.00% | 63.50% | 64.00% |
| 销售净利率 | 18.15% | 13.88% | 16.93% | 18.01% | 17.95% |
| 市盈率(P/E) | 38.27 | 44.36 | 29.33 | 22.98 | 19.21 |
| 市净率(P/B) | 4.17 | 3.95 | 3.58 | 3.20 | 2.84 |

资料来源：iFind，中信建投

分析师介绍

安雅泽

食品饮料行业首席分析师，英国莱斯特大学经济学硕士；专注于食品饮料各细分行业研究，10 年证券从业经验。2019 年金麒麟新锐分析师奖（食品饮料行业），2020 年金融界·慧眼最佳分析师第三名（食品饮料行业），wind 最佳分析师第四名（食品饮料行业）。

刘瑞宇

上海财经大学经济学学士、香港大学经济学硕士，2021 年 10 月加入中信建投证券，具有 3 年证券从业经验，专注白酒行业研究，拥有跨行业复合研究经验

张立

同济大学工学学士、金融硕士，2021 年 9 月加入中信建投证券，具有 4 年证券从业经验，2020 年卖方分析师水晶球奖食品饮料行业第一名核心团队成员，2020 年 wind 金牌分析师食品饮料行业第二名核心团队成员，曾任职于东北证券；专注于白酒行业研究，产业资源丰富，对产业发展规律有深刻理解。

研究助理

夏克扎提·努力木

南开大学学士、硕士，2022 年 7 月加入中信建投食品饮料团队，主要研究白酒行业。

评级说明

| 投资评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|------|---------------|
| 报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对涨幅 15% 以上 |
| | | 增持 | 相对涨幅 5%—15% |
| | | 中性 | 相对涨幅-5%—5%之间 |
| | | 减持 | 相对跌幅 5%—15% |
| | | 卖出 | 相对跌幅 15% 以上 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 相对涨幅 10% 以上 |
| | | 中性 | 相对涨幅-10-10%之间 |
| | | 弱于大市 | 相对跌幅 10% 以上 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
 座 12 层
 电话：(8610) 8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南
 塔 2106 室
 电话：(8621) 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交
 汇处广电金融中心 35 楼
 电话：(86755) 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：(852) 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk