

研究所
 证券分析师：薛玉虎 S0350521110005
 xueyh@ghzq.com.cn
 证券分析师：宋英男 S0350522040002
 songyn@ghzq.com.cn

营收表现亮眼，省外开拓顺利，公司稳步前行

——金徽酒（603919）点评报告

最近一年走势



相对沪深300表现		2023/04/21		
表现	1M	3M	12M	
金徽酒	-8.3%	-2.8%	-10.5%	
沪深300	1.3%	-3.6%	0.9%	

市场数据		2023/04/21
当前价格(元)		24.51
52周价格区间(元)		19.45-35.70
总市值(百万)		12,432.94
流通市值(百万)		12,432.94
总股本(万股)		50,726.00
流通股本(万股)		50,726.00
日均成交额(百万)		89.18
近一月换手(%)		0.80

相关报告

《——金徽酒（603919）点评报告：疫情扰动业绩略有承压，预收高增公司留力2023（增持）*白酒II*薛玉虎，宋英男》——2023-03-24

《——金徽酒（603919）点评报告：疫情影响三季度表现，公司长期增长趋势不改（增持）*白酒II*薛玉虎，刘洁铭，宋英男》——2022-10-26

《——金徽酒（603919）点评报告：疫情短期扰动不改稳健增长，产品结构持续优化（增持）*白酒II*薛玉虎，刘洁铭，宋英男》——2022-08-22

《——金徽酒（603919）事件点评：产品结构持续优化，省外市场开拓顺利（增持）*饮料制造*薛玉虎，刘洁铭，宋英男》——2022-04-26

事件：

公司发布2023年一季报，2023年一季度实现营业收入8.93亿元，同比+26.61%；归母净利润1.82亿元，同比+10.41%；扣非归母净利润1.81亿元，同+11.16%。

投资要点：

- 1、一季度营收表现亮眼，省外市场开拓顺利。2023Q1公司营收同比增长27%，归母净利润同比增长10%。一季度公司高档/中档产品实现营收5.5/3.3亿元，同比分别增长25%/31%，预计春节受疫情“达峰”影响，终端消费力缓慢恢复，旺季公司100-200元左右产品旺销，导致中档产品增速更高。同时，公司重点市场继续保持高增，甘肃东南部、兰州市场分别增长25%和28%，潜力市场甘肃中部市场发力，一季度同比增长63%至1.2亿元。公司滚动发展环甘肃西北市场，陕西、宁夏、青海、新疆等市场，对外设立华东销售公司、北方品牌公司、互联网公司，实现重点突破，省外市场开拓顺利，一季度甘肃以外其他地区营收同比增长16%，省外新增经销商约58个。
- 2、产品结构略有下行，营销投入增加，公司盈利能力承压。2023Q1公司净利率同比下滑3.0pct至20.4%，一方面，公司为开拓华东市场、北方市场、青海市场及互联网市场，加大广告宣传、消费者互动等费用投入，销售费用率同比增长2.1pct至17.8%；另一方面，受产品结构（高档产品收入占比同比下滑1.0pct）、原材料成本上涨等因素影响，公司毛利率同比下降1.4pct至65.0%。此外，一季度公司销售收现/经营净现金流同比分别+10%/-13%；期末合同负债同比增加0.3亿元，环比减少0.8亿元至4.3亿元。
- 3、作为为数不多的上市民营酒企之一，公司高管团队稳定，机制灵活、激励充分；控股股东变更为原控股股东甘肃亚特集团后，管理层可以更加专注于企业经营。长期看，西北市场向100-300元价格带升级的趋势不改，公司未来将继续兑现我们之前提出的“省内份额提升、次高端发力、省外泛区域化扩张”三大逻辑。2022年8月公司成立内蒙古品牌运营公司，延续了此前的省外扩张战略，更加

《——金徽酒（603919）事件点评：疫情影响 Q4 表现，不改全年结构升级趋势（增持）*饮料制造*薛玉虎，刘洁铭》——2022-03-16

积极的省外布局也将为公司贡献增量。

- **4、盈利预测和投资评级：**我们认为克服短期扰动后，公司未来仍能实现稳步增长。我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.82/1.05/1.32 元，对应 PE 分别为 30/23/19 倍，维持“增持”评级。
- **5、风险提示：**1) 疫情反复导致消费受抑制；2) 市场竞争加剧导致费用提升；3) 经济大幅波动致白酒价格下滑；4) 产品升级节奏不及预期；5) 食品安全风险。相关数据及资料与公司公布内容如有差异，以公司公布内容为准。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2012	2525	3102	3732
增长率（%）	12	26	23	20
归母净利润（百万元）	280	415	533	670
增长率（%）	-14	48	28	26
摊薄每股收益（元）	0.55	0.82	1.05	1.32
ROE（%）	9	12	13	14
P/E	48.64	29.94	23.31	18.54
P/B	4.31	3.49	3.03	2.61
P/S	6.75	4.92	4.01	3.33
EV/EBITDA	30.73	18.65	15.47	12.37

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：金徽酒盈利预测表

证券代码:	603919				股价:	24.51		投资评级:	增持		日期:	2023/04/21	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E				
盈利能力					每股指标								
ROE	9%	12%	13%	14%	EPS	0.55	0.82	1.05	1.32				
毛利率	63%	64%	66%	66%	BVPS	6.21	7.03	8.08	9.40				
期间费率	31%	28%	29%	29%	估值								
销售净利率	14%	16%	17%	18%	P/E	48.64	29.94	23.31	18.54				
成长能力					P/B	4.31	3.49	3.03	2.61				
收入增长率	12%	26%	23%	20%	P/S	6.75	4.92	4.01	3.33				
利润增长率	-14%	48%	28%	26%									
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
总资产周转率	0.49	0.56	0.58	0.60	营业收入	2012	2525	3102	3732				
应收账款周转率	310.24	220.75	227.15	259.38	营业成本	749	903	1059	1265				
存货周转率	1.33	1.48	1.46	1.49	营业税金及附加	294	361	456	552				
偿债能力					销售费用	420	450	577	694				
资产负债率	23%	21%	24%	24%	管理费用	217	260	335	399				
流动比	2.64	2.96	2.92	3.11	财务费用	-13	-5	-6	-9				
速动比	0.96	1.07	1.18	1.36	其他费用/(-收入)	50	62	77	92				
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润	314	515	630	772				
现金及现金等价物	810	917	1367	1852	营业外净收支	-11	-12	-11	-11				
应收款项	15	18	27	28	利润总额	303	503	619	761				
存货净额	1512	1711	2131	2502	所得税费用	24	88	86	92				
其他流动资产	48	50	69	85	净利润	279	415	532	669				
流动资产合计	2386	2696	3595	4467	少数股东损益	-1	0	-1	-2				
固定资产	1443	1541	1488	1473	归属于母公司净利润	280	415	533	670				
在建工程	2	6	11	16	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
无形资产及其他	265	277	283	298	经营活动现金流	319	360	534	628				
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	280	415	533	670				
资产总计	4095	4519	5377	6253	少数股东权益	-1	0	-1	-2				
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	115	130	120	131				
应付款项	144	230	211	272	公允价值变动	0	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-54	-197	-130	-184				
其他流动负债	761	681	1019	1163	投资活动现金流	-57	-256	-90	-147				
流动负债合计	905	911	1231	1434	资本支出	-57	-255	-88	-144				
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	-1	0	0	0				
其他长期负债	39	42	48	52	其他	1	-1	-1	-3				
长期负债合计	39	42	48	52	筹资活动现金流	-121	3	6	4				
负债合计	944	953	1279	1486	债务融资	0	3	6	4				
股本	507	507	507	507	权益融资	0	0	0	0				
股东权益	3151	3566	4098	4767	其它	-121	0	0	0				
负债和股东权益总计	4095	4519	5377	6253	现金净增加额	142	107	450	485				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

薛玉虎，从业证书编号：S0350521110005。研究所食品饮料组首席分析师，十五年消费品从业及研究经验，专注于行业研究，连续多年上榜新财富、金牛奖、水晶球、中国保险资产管理业最受欢迎分析师等奖项。

刘洁铭，从业证书编号：S0350521110006。研究所食品饮料组联席首席，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十年食品饮料行业研究经验。

宋英男，从业证书编号：S0350522040002。复旦大学硕士，主要覆盖白酒、啤酒等板块，曾任职于方正证券、东吴证券等。

【分析师承诺】

薛玉虎，宋英男，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。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义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。