

# 金徽酒 (603919.SH)

## 产品结构延续升级，省内一体化取得突破

买入

### 核心观点

**事件：**公司发布公告，2023年度公司实现营业总收入25.48亿元，同比+26.64%。其中23Q4实现营业总收入5.29亿元，同比+17.35%；实现归母净利润0.56亿元，同比-15.44%，扣非归母净利润1.26亿元，同比+128.37%。

**产品结构延续升级趋势，100-300元价位势能向上。**随主销产品结构上移，公司原口径下的高档产品进一步细分为100-300元和300元以上产品。全年看，300元以上/100-300元/100元以下产品分别实现收入4.01/12.88/8.16亿元，同比+37.1%/+32.3%/+14.2%，占比16.0%/51.4%/32.6%；单Q4看，100元以上产品收入同比+34.9%。2023年100-300元大众消费价位带受益于甘肃经济发展势能较优、旅游产业拉动、宴席市场景气等，柔和、能量系列增速较快，300元以上金徽28年、金徽18年等小基数下也实现较快增长。

**省内一体化取得突破，深耕西北、布局全国。**2023年公司省内/省外分别实现收入19.21/5.85亿元，同比+26.7%/+25.9%；单Q4省内/省外收入分别为4.08/1.12亿元，同比+10.55%/+54.18%，省外市场随着华北、华东销售公司建设逐步到位，低基数下快速增长。公司不再披露省内细分市场收入情况，主因1)随省内一体化战略的推进和资源投入，培育市场均逐步转化为成长市场；2)河西等市场营销转型，通过大客户运营实现由点及面的突破，全年收入增长20-30%，渠道和终端建设已较为扎实。省外看，环甘肃市场尤其是陕西、宁夏、青海等区域增速较快，其中样板市场陕西宝鸡运营较为成功，2024年重点加强环甘肃一体化；华东、内蒙市场仍在培育阶段。

**持续加大消费者培育力度，费用率仍在高位。**2023年公司毛利率62.4%，同比-0.35pcts，主因为应对省内外市场竞争，公司加大品牌建设投入力度，目标转化红川、剑南春等竞品份额，用酒量增加下毛利率有所下降。费用端看，2023年公司销售费用率21.0%，同比+0.1pcts，公司加大了华东、华北、互联网销售公司团队的组建、机场高铁等广告投放以及核心意见领袖的培育力度，但随着公司收入增长整体费用率同比增幅不大。2023年公司管理费用率12.8%，同比-0.5pcts，规模效应逐步体现。此外，公司所得税税率同比+7.2pcts至15.0%，主因去年收入确认节奏受到环境影响较大，今年回归正常水平，对净利率产生一定影响。

**风险提示：**宏观经济及白酒需求复苏不及预期；省内外竞争加剧等。

**投资建议：**考虑高端产品推广下公司费用端仍有一定压力，我们下调盈利预测，预计2024/25年归母净利润4.1/5.1亿元（原为4.7/6.3亿元），同比+23.2%/36.3%；当前股价对应26.4/20.9倍P/E，维持买入评级。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,012	2,548	3,012	3,595	4,206
(+/-%)	12.5%	26.6%	18.2%	19.4%	17.0%
净利润(百万元)	280	329	406	513	654
(+/-%)	-13.7%	17.3%	23.4%	26.3%	27.5%
每股收益(元)	0.55	0.65	0.80	1.01	1.29
EBIT Margin	14.0%	13.9%	14.4%	15.3%	16.8%
净资产收益率(ROE)	8.9%	9.9%	11.2%	12.9%	14.8%
市盈率(PE)	38.2	32.6	26.4	20.9	16.4
EV/EBITDA	30.1	25.5	20.6	17.4	14.5
市净率(PB)	3.40	3.22	2.97	2.70	2.42

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 食品饮料·白酒 II

**证券分析师：张向伟** 021-60933131  
zhangxiangwei@guosen.com.cn  
**证券分析师：李文华** 021-60375461  
liwenhua2@guosen.com.cn  
S0980523090001 S0980523070002

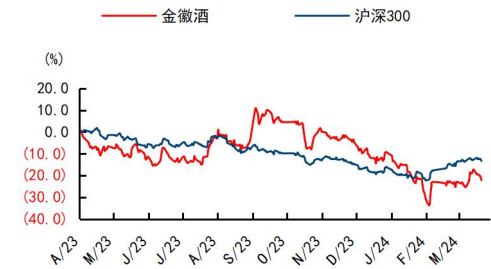
**联系人：张未艾**

021-61761031  
zhangweiai@guosen.com.cn

#### 基础数据

投资评级 买入(维持)  
合理估值  
收盘价 21.13元  
总市值/流通市值 10718/10718百万元  
52周最高价/最低价 30.80/17.20元  
近3个月日均成交额 78.29百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《金徽酒(603919.SH)-西北区域名酒发展步入快车道》——2024-01-14
- 《金徽酒(603919.SH)-三季度高档酒表现突出，产品结构持续向上》——2023-10-21
- 《金徽酒(603919.SH)-2 疫情拖累2季度业绩下滑，产品结构优化稳步推进》——2022-08-22

公司发布公告，2023 年度公司实现营业总收入 25.48 亿元，同比+26.64%；实现归母净利润 3.29 亿元，同比+17.35%。其中 23Q4 实现营业总收入 5.29 亿元，同比+17.35%；实现归母净利润 0.56 亿元，同比-15.44%，扣非归母净利润 1.26 亿元，同比+128.37%。

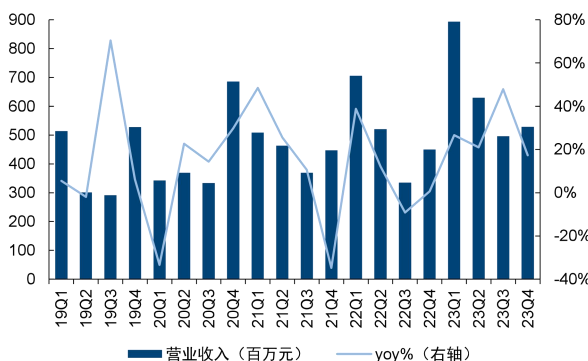
**产品结构延续升级趋势，100-300 元价位势能向上。**随主销产品结构上移，公司调整产品价格带划分方式，原口径下的高档产品进一步细分为 100-300 元和 300 元以上产品。全年看，300 元以上/100-300 元/100 元以下产品分别实现收入 4.01/12.88/8.16 亿元，同比+37.1%/+32.3%/+14.2%，占比 16.0%/51.4%/32.6%；单 Q4 看，100 元以上产品收入同比+34.9%。2023 年 100-300 元大众消费价位带受益于甘肃经济发展势能较优、旅游产业拉动、宴席市场景气等，柔和、能量系列增速较快，300 元以上金徽 28 年、金徽 18 年等小基数下也实现较快增长。

**省内一体化取得突破，深耕西北、布局全国。**2023 年公司省内/省外分别实现收入 19.21/5.85 亿元，同比+26.7%/+25.9%；单 Q4 省内/省外收入分别为 4.08/1.12 亿元，同比+10.55%/+54.18%，省外市场随着华北、华东销售公司建设逐步到位，低基数下快速增长。公司不再披露省内细分市场收入情况，主因 1) 随省内一体化战略的推进和资源投入，培育市场均逐步转化为成长市场；2) 河西等市场营销转型，通过大客户运营实现由点及面的突破，全年收入增长 20-30%，渠道和终端建设已较为扎实。省外看，环甘肃市场尤其是陕西、宁夏、青海等区域增速较快，其中样板市场陕西宝鸡运营较为成功，2024 年重点加强环甘肃一体化；华东、内蒙市场仍在培育阶段。

**持续加大消费者培育力度，费用率仍在高位。**2023 年公司毛利率 62.4%，同比-0.35pcts，主因为应对省内外市场竞争，公司加大品牌建设投入力度，如 300 元以上产品全年在省内举办品鉴会 1w 场，目标转化红川、剑南春等竞品份额，用酒量增加下毛利率有所下降。费用端看，2023 年公司销售费用率 21.0%，同比+0.1pcts，公司加大了华东、华北、互联网销售公司团队的组建、机场高铁等广告投放以及核心意见领袖的培育力度，但随着公司收入增长整体费用率同比增幅不大。2023 年公司管理费用率 12.8%，同比-0.5pcts，规模效应逐步体现。此外，公司所得税税率同比+7.2pcts 至 15.0%，主因去年收入确认节奏受到环境影响较大，今年回归正常水平，对净利润率产生一定影响。

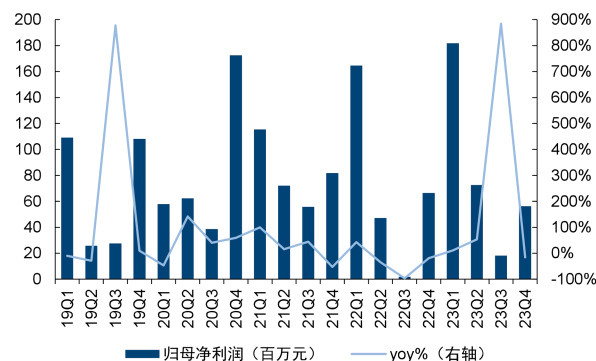
**春节动销符合预期，宴席场景占比较大。**2024 年春节期间整体动销增长稳健，100-300 元产品开瓶率表现良好。从备货节奏看，春节前高档产品出货速度较快，春节期间婚喜宴、回乡家宴场次增多，100 元大众价位产品发货量较大，24Q1 产品结构升级预计不明显，但整体增速保持稳健和良性。

图1: 金徽酒单季度营业收入及增速



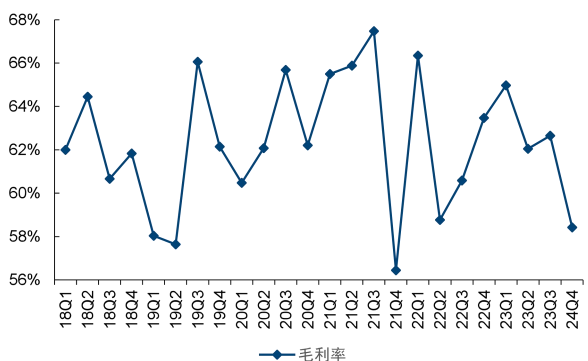
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图2: 金徽酒单季归母净利润及增速



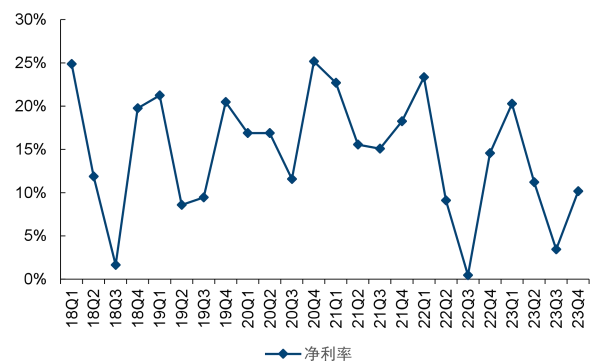
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图3: 金徽酒单季度毛利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 金徽酒单季度净利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**盈利预测与估值:** 考虑公司结构升级趋势延续, 2024 年完成 5 年规划的确定性较大, 预计 2024-2025 年营业收入 30.1/35.9 亿元, 同比+18.2%/+19.4%; 考虑到公司为应对省内外竞争或继续增投费用, 下调利润预测, 预计 2024-2025 年归母净利润 4.1/5.1 亿元 (前值为 4.7/6.3 亿元), 同比+23.4%/+26.3%。当前股价对应 26.4/20.9X, 维持买入评级。

表1: 盈利预测调整表

项目	调整前			调整后		调整幅度	
	2023A	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	2,548	3,006	3,600	3,012	3,595	0.2%	-0.1%
收入同比增速%	26.6%	20.0%	19.8%	18.2%	19.4%	-1.77pcts	-0.45pcts
毛利率%	62.4%	65.1%	19.8%	63.4%	64.0%	-1.67pcts	44.19pcts
销售费用率%	21.0%	19.5%	19.0%	22.0%	22.0%	2.5pcts	3pcts
管理费用率%	10.8%	10.5%	10.5%	11.0%	11.0%	0.5pcts	0.5pcts
归母净利润 (百万元)	329	472	628	406	513	-14.0%	-18.4%
归母净利润同比增速%	17.3%	36.5%	33.0%	23.4%	26.3%	-13.08pcts	-6.72pcts
净利率%	12.9%	15.7%	17.4%	13.5%	14.3%	-2.23pcts	-3.19pcts
EPS (元)	0.65	0.93	1.24	0.80	1.01	-14.0%	-18.5%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**表2: 可比公司估值表**

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)		总市值 (亿元)		归母净利润 (亿元)		PE	
			2024/3/22	2024/3/22	2024E	2025E	2024E	2025E		
600519.SH	贵州茅台	买入	1,701.35	21,372.32	874	1013	24.5	21.1		
000858.SZ	五粮液	买入	153.43	5,955.55	335	379	17.8	15.7		
000568.SZ	泸州老窖	买入	183.14	2,695.80	158	182	17.1	14.8		
600809.SH	山西汾酒	买入	246.85	3,011.48	131	159	23.0	19.0		
002304.SZ	洋河股份	买入	101.11	1,523.17	113	119	13.5	12.8		
000799.SZ	酒鬼酒	买入	59.84	194.44	6	7	32.5	29.5		
600702.SH	舍得酒业	买入	82.50	274.86	15	17	18.2	16.6		
000596.SZ	古井贡酒	买入	261.50	1,188.72	58	72	20.6	16.5		
603369.SH	今世缘	买入	58.00	727.61	38	46	18.9	15.8		
603198.SH	迎驾贡酒	买入	67.00	536.00	28	34	19.2	15.9		
603589.SH	口子窖	买入	41.42	248.52	21	24	11.6	10.2		
<b>603919.SH</b>	<b>金徽酒</b>	<b>买入</b>	<b>21.13</b>	<b>107.18</b>	<b>4.1</b>	<b>5.1</b>	<b>26.4</b>	<b>20.9</b>		

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

# 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	810	1042	1357	1662	2051	营业收入	2012	2548	3012	3595	4206
应收款项	26	43	51	61	71	营业成本	749	957	1102	1295	1495
存货净额	1512	1620	1823	2179	2549	营业税金及附加	294	375	422	503	589
其他流动资产	37	34	40	48	56	销售费用	420	535	663	791	904
<b>流动资产合计</b>	<b>2386</b>	<b>2739</b>	<b>3272</b>	<b>3950</b>	<b>4727</b>	管理费用	223	282	340	404	463
固定资产	1445	1366	1294	1217	1136	研发费用	50	51	60	60	59
无形资产及其他	199	213	204	196	187	财务费用	(13)	(20)	(29)	(37)	(46)
投资性房地产	66	84	84	84	84	投资收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	(0)	(0)	(1)	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>4095</b>	<b>4402</b>	<b>4854</b>	<b>5446</b>	<b>6134</b>	其他收入	(25)	(22)	(30)	(31)	(30)
短期借款及交易性金融负债	21	20	20	20	20	营业利润	314	397	486	609	771
应付款项	144	175	197	236	276	营业外净收支	(11)	(17)	(17)	(17)	(17)
其他流动负债	740	834	972	1161	1346	<b>利润总额</b>	<b>303</b>	<b>380</b>	<b>469</b>	<b>592</b>	<b>755</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>905</b>	<b>1029</b>	<b>1189</b>	<b>1417</b>	<b>1642</b>	所得税费用	24	57	71	89	114
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(1)	(6)	(8)	(10)	(12)
其他长期负债	39	51	62	74	85	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>280</b>	<b>329</b>	<b>406</b>	<b>513</b>	<b>654</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>39</b>	<b>51</b>	<b>62</b>	<b>74</b>	<b>85</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>944</b>	<b>1080</b>	<b>1251</b>	<b>1490</b>	<b>1727</b>	净利润	280	329	406	513	654
少数股东权益	1	(3)	(7)	(13)	(19)	资产减值准备	0	0	(0)	(0)	(0)
股东权益	3150	3326	3610	3969	4426	折旧摊销	106	110	147	152	156
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4095</b>	<b>4402</b>	<b>4854</b>	<b>5446</b>	<b>6134</b>	公允价值变动损失	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(13)	(20)	(29)	(37)	(46)
每股收益	0.55	0.65	0.80	1.01	1.29	营运资本变动	(71)	(3)	(46)	(134)	(152)
每股红利	0.22	0.30	0.24	0.30	0.39	其它	(1)	(3)	(4)	(5)	(7)
每股净资产	6.21	6.56	7.12	7.82	8.73	<b>经营活动现金流</b>	<b>314</b>	<b>432</b>	<b>503</b>	<b>525</b>	<b>651</b>
ROIC	8.78%	9.75%	12%	15%	19%	资本开支	0	(24)	(66)	(66)	(66)
ROE	8.90%	9.89%	11%	13%	15%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	63%	62%	63%	64%	64%	<b>投资活动现金流</b>	<b>1</b>	<b>(24)</b>	<b>(66)</b>	<b>(66)</b>	<b>(66)</b>
EBIT Margin	14%	14%	14%	15%	17%	权益性融资	0	2	0	0	0
EBITDA Margin	19%	18%	19%	20%	20%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	12%	27%	18%	19%	17%	支付股利、利息	(112)	(152)	(122)	(154)	(196)
净利润增长率	-14%	17%	23%	26%	27%	其它融资现金流	52	126	0	0	0
资产负债率	23%	24%	26%	27%	28%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(172)</b>	<b>(177)</b>	<b>(122)</b>	<b>(154)</b>	<b>(196)</b>
股息率	1.0%	1.4%	1.1%	1.4%	1.8%	<b>现金净变动</b>	<b>143</b>	<b>232</b>	<b>315</b>	<b>305</b>	<b>389</b>
P/E	38.2	32.6	26.4	20.9	16.4	货币资金的期初余额	667	810	1042	1357	1662
P/B	3.4	3.2	3.0	2.7	2.4	货币资金的期末余额	810	1042	1357	1662	2051
EV/EBITDA	30.1	25.5	20.6	17.4	14.5	企业自由现金流	0	383	405	419	536
						权益自由现金流	0	510	430	450	575

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032