

结构升级延续，开启扩张新征程

2023 年 03 月 23 日

► **事件：**2023 年 3 月 23 日，公司发布 22 年年报，公司 22 年实现营收 20.12 亿元，同增 12.49%；实现归母净利润 2.80 亿元，同减 13.73%；实现扣非归母净利润 2.71 亿元，同减 15.88%；其中，22Q4 实现营收 4.50 亿元，同增 0.69%；实现归母净利润 0.67 亿元，同减 18.63%；实现扣非归母净利润 0.55 亿元，同减 37.01%。

► **产品结构持续优化，营收实现稳健上升。分产品看，**22 年公司高档酒/中档酒/低档酒分别营收 12.67/6.81/0.34 亿元，同增 15.66%/4.47%/106.95%，占比 62.96%/33.84%/1.68%，毛利率 69.22%/53.46%/23.19%，公司持续优化产品结构，将金徽 28 年打造成西北高端白酒代表，带动百元以上产品销售收入不断增长；高档酒/中档酒/低档酒销量分别同比+14.31%/-8.75%/25.88%，吨酒价分别同增 1.19%/14.49%/64.40%。**分区域看，**甘肃东南部/兰州及周边地区/甘肃中部/甘肃西部/其他地区营收同比+31.68%/-3.14%/-1.58%/3.86%/18.45%，占比分别为 33.17%/23.08%/11.77%/8.53%/23.44%，甘肃东南部及省外陕西、宁夏等区域增速亮眼；同时设立新疆合资公司、北方品牌公司，提高环甘肃西北市场份额。**分渠道看，**公司经销及直销（含团购）渠道营收分别同比+13.92%/-12.63%；截至 2022 年底，公司经销商数量为 736 家，省外经销商数量为 496 家，合计同比增加 173 家。

► **战略性加大费用投入，业绩短期承压。**公司毛利率水平维持稳定，22 年毛利率 62.78%，同减 0.96pcts；净利率 13.88%，同减 4.27pcts。公司不断开拓市场，深入开展大客户运营，加大消费者培育互动及品牌建设，销售费用投入同增 51.16%，费用率为 20.89%，同增 5.34pcts；公司职工薪酬及社保、战略、品牌、人力资源管理咨询项目费用较上年同期增加，管理费用投入同增 20.90%，费用率 10.80%，同增 0.75pcts。22 年末公司经营活动产生的现金流量净额 3.19 亿，同增 14.32%；合同负债 5.10 亿，同增 42.46%。

► **投资建议：**公司深化省内基地市场，不断在大众消费、高端引领实现突破；同时滚动发展环甘肃西北市场及华东市场，树立并巩固样板市场，陕西、宁夏、青海、新疆及华东区域市场销售额稳步提升，顺利实现 25 亿元的营收目标及 4.7 亿元的归母净利润目标。我们预计公司 23~25 年营收分别为 25.0/30.9/37.8 亿元，归母净利润分别为 4.1/5.8/7.3 亿元，当前股价对应 P/E 分别为 34/24/19X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**甘肃省内白酒竞争加剧；消费场景恢复不及预期；产品结构升级不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	2012	2504	3085	3783
增长率（%）	12.5	24.5	23.2	22.6
归属母公司股东净利润（百万元）	280	413	583	728
增长率（%）	-13.7	47.3	41.2	25.0
每股收益（元）	0.55	0.81	1.15	1.44
PE	50	34	24	19
PB	4.4	4.1	3.7	3.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 03 月 23 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

27.49 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

相关研究

- 1.金徽酒 (603919.SH) 公司深度：区域扩张+结构升级，开启发展新征程-2022/03/02
- 2.金徽酒 (603919) 2021 年半年报点评：产品高端化持续推进，省外及成长性市场实现高增-2021/08/18
- 3.金徽酒 (603919) 2021 年一季报点评：21Q1 业绩高增，产品高端化明显提速-2021/04/20

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2012	2504	3085	3783
营业成本	749	917	1102	1306
营业税金及附加	294	358	447	549
销售费用	420	451	494	643
管理费用	217	250	302	363
研发费用	50	60	77	95
EBIT	301	489	686	856
财务费用	-13	-9	-10	-13
资产减值损失	0	-1	-1	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	314	497	695	869
营业外收支	-11	-11	-10	-11
利润总额	303	486	685	858
所得税	24	73	103	129
净利润	279	413	582	729
归属于母公司净利润	280	413	583	728
EBITDA	416	609	810	985

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	810	847	1085	1385
应收账款及票据	15	19	21	24
预付款项	7	7	9	10
存货	1512	1809	2144	2505
其他流动资产	41	40	42	43
流动资产合计	2386	2721	3301	3967
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1443	1423	1395	1364
无形资产	199	194	189	184
非流动资产合计	1710	1683	1648	1609
资产合计	4095	4404	4948	5576
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	144	176	211	250
其他流动负债	761	778	932	1111
流动负债合计	905	954	1144	1362
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	39	37	35	33
非流动负债合计	39	37	35	33
负债合计	944	992	1179	1395
股本	507	507	507	507
少数股东权益	1	1	1	2
股东权益合计	3151	3412	3769	4181
负债和股东权益合计	4095	4404	4948	5576

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	12.49	24.45	23.21	22.63
EBIT 增长率	-23.55	62.32	40.31	24.90
净利润增长率	-13.73	47.27	41.18	25.01
盈利能力 (%)				
毛利率	62.78	63.36	64.26	65.47
净利率	13.93	16.48	18.89	19.25
总资产收益率 ROA	6.84	9.37	11.78	13.06
净资产收益率 ROE	8.90	12.10	15.46	17.43
偿债能力				
流动比率	2.64	2.85	2.89	2.91
速动比率	0.92	0.92	0.98	1.04
现金比率	0.90	0.89	0.95	1.02
资产负债率 (%)	23.06	22.52	23.83	25.02
经营效率				
应收账款周转天数	1.18	1.34	1.29	1.21
存货周转天数	737.32	720.00	710.00	700.00
总资产周转率	0.51	0.59	0.66	0.72
每股指标 (元)				
每股收益	0.55	0.81	1.15	1.44
每股净资产	6.21	6.72	7.43	8.24
每股经营现金流	0.63	0.62	1.11	1.42
每股股利	0.30	0.44	0.63	0.78
估值分析				
PE	50	34	24	19
PB	4.4	4.1	3.7	3.3
EV/EBITDA	31.63	21.53	15.88	12.75
股息收益率 (%)	1.09	1.61	2.28	2.85

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	279	413	582	729
折旧和摊销	115	120	125	129
营运资金变动	-54	-230	-154	-150
经营活动现金流	319	316	565	721
资本开支	-57	-98	-93	-95
投资	-1	0	0	0
投资活动现金流	-57	-98	-93	-95
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	-21	0	0
筹资活动现金流	-121	-182	-233	-326
现金净流量	142	36	239	300

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026