

金徽酒 (603919.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

Q4 疫情拖累，费投和人员待遇提升

业绩简评

3月22日，公司发布年报，2022年实现营业收入20.12亿元，同比+12.49%，归母净利润2.80亿元，同比-13.73%。其中22Q4营收4.50亿元，同比+0.69%，归母净利润0.67亿元，同比-18.63%。

经营分析

Q4 受疫情扰动，全年升级+省外扩张趋势不改。

1) 分产品看，22年高(百元以上)/中(30-100元)/低档(30元以下)收入为12.67/6.81/0.34亿元，同比+15.7%/+4.5%/+107%，高档占比提升2pct至64%。22年销量1.4万吨，高档量+14.3%、价增1.2%；中档量-8.8%、价增14.5%；低档量+25.9%、价增64.4%，吨价提升由提价+结构升级贡献。预计年份系列增速40%左右(占比15%)、柔和系列增速20%多(占比30%左右)、星级系列在四星拉动下实现正增长(占比40%)、能量系列占比10%左右。

2) 分区域看，22年甘肃东南部/兰州及周边/甘肃中部/甘肃西部/其他区域营收6.57/4.57/2.33/1.69/4.64亿元，同比+31.7%/-3.1%/-1.6%/+3.9%/+18.5%，基地市场表现稳健，省外占比+1.2pct至23.4%。华东销售公司成立，原计划达成百人百商百万，最终22年招商70名，回款约5千万。新设新疆合资公司、北方品牌公司，加快提升大西北市场份额。

3) 单季度看，Q4甘肃东南部/兰州及周边/甘肃中部/甘肃西部/其他地区营收同比+88.7%/-54.6%/-24.4%/+127.3%/-11.9%；Q4高/中/低档营收同比+6.5%/-10.5%/+207.1%，系疫情反复影响。

费投大幅提升，大客户积极开拓。22Q4净利率同比-3.7pct，1)毛利率同比+7pct，主因升级贡献；2)管理/销售费率同比+2.3/+23.9pct，预计系年底费用确认；3)税金及附加占比同比-2pct。22年净利率同比-4.3pct，毛利率/销售费率/管理费率同比-1.0/+5.3/+0.8pct，广宣/销售员工薪酬/业务推广费率同比+0.8/1.1/+3.3pct，预计系22年深入开展大客户运营(省外经销商净增50%多)，加大消费者培育、品牌建设，人员待遇也有改善。公司2023年力争实现营业收入25亿、净利润4亿，其中金徽18+20保持40-50%的高速增长，柔和、能量较快增长，星级恢复性增长。春节返乡潮起，大众价格带爆发，公司1月实现20%多动销增长，节后积极补库存。Q2迎来低基数，商务、宴席需求回补将带动次高端扩容，看好省内升级空间；省外也将加快推进招商布局。

盈利预测、估值与评级

考虑疫情影响升级和省外招商进度，我们调整23-24年利润(下调8%/7%)，并引入25年预测，预计利润增速为43%/27%/25%，对应EPS为0.79/1.01/1.26元，当前股价对应PE为34/27/21X，维持“买入”评级。

风险提示

疫情反复风险；区域市场竞争加剧；升级速度低预期风险。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

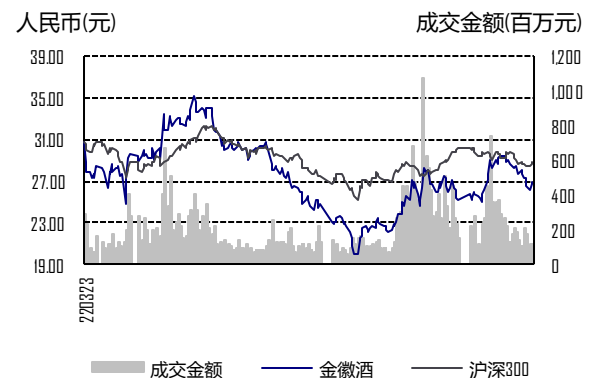
联系人：李本媛

libenyuan@gjzq.com.cn

市价(人民币)：26.96元

相关报告：

- 1.《短期疫情拖累业绩，静待疫后修复-金徽酒三季报点评》，2022.10.26
- 2.《Q2收入增长稳健，业绩短期承压-金徽酒中报点评》，2022.8.21
- 3.《需求恢复Q1开门红，费用投放蓄势长期-金徽酒22年一季报点评》，2022.4.26



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,788	2,012	2,500	3,030	3,640
营业收入增长率	3.34%	12.49%	24%	21%	20%
归母净利润(百万元)	325	280	402	511	638
归母净利润增长率	-1.95%	-13.73%	43%	27%	25%
摊薄每股收益(元)	0.640	0.552	0.79	1.01	1.26
每股经营性现金流净额	0.55	0.63	0.87	1.09	1.28
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.90%	8.90%	11.85%	13.82%	15.65%
P/E	60.29	48.42	34	27	21
P/B	6.57	4.31	4.03	3.70	3.35

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	1,731	1,788	2,012	2,500	3,030	3,640
增长率		3.3%	12.5%	24.3%	21.2%	20.1%
主营业务成本	-649	-648	-749	-913	-1,073	-1,256
%销售收入	37.5%	36.3%	37.2%	36.5%	35.4%	34.5%
毛利	1,082	1,140	1,263	1,588	1,957	2,384
%销售收入	62.5%	63.7%	62.8%	63.5%	64.6%	65.5%
营业税金及附加	-242	-253	-294	-363	-439	-528
%销售收入	14.0%	14.2%	14.6%	14.5%	14.5%	14.5%
销售费用	-222	-278	-420	-413	-497	-595
%销售收入	12.8%	15.5%	20.9%	16.5%	16.4%	16.4%
管理费用	-164	-180	-217	-270	-327	-393
%销售收入	9.5%	10.1%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%
研发费用	-40	-47	-50	-64	-77	-93
%销售收入	2.3%	2.6%	2.5%	2.6%	2.6%	2.6%
息税前利润 (EBIT)	414	382	281	479	617	775
%销售收入	23.9%	21.4%	14.0%	19.2%	20.4%	21.3%
财务费用	7	7	13	17	20	25
%销售收入	-0.4%	-0.4%	-0.6%	-0.7%	-0.7%	-0.7%
资产减值损失	0	-1	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	0	0	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	434	401	314	515	657	818
%销售收入	25.1%	22.4%	15.6%	20.6%	21.7%	22.5%
营业外收支	-13	-11	-11	-10	-10	-10
税前利润	421	390	303	505	647	808
利润率	24.3%	21.8%	15.1%	20.2%	21.3%	22.2%
所得税	-90	-65	-24	-104	-136	-170
所得税率	21.3%	16.8%	7.8%	20.5%	21.0%	21.0%
净利润	331	325	279	402	511	638
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0
归属于母公司的净利润	331	325	280	402	511	638
净利率	19.1%	18.2%	13.9%	16.1%	16.9%	17.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	331	325	279	402	511	638
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0
非现金支出	98	111	116	105	111	118
非经营收益	5	2	-22	16	10	10
营运资金变动	-97	-159	-54	-81	-80	-117
经营活动现金净流	337	279	319	441	552	649
资本开支	-142	-58	-57	-158	-142	-132
投资	-2	0	-1	0	0	0
其他	71	23	1	0	0	0
投资活动现金净流	-73	-35	-57	-158	-142	-132
股权募资	0	1	0	0	0	0
债权募资	-20	-10	0	-10	1	1
其他	-98	-128	-121	-161	-205	-256
筹资活动现金净流	-118	-138	-121	-172	-204	-255
现金净流量	147	107	142	112	206	262

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	592	667	810	919	1,123	1,384
应收款项	11	23	26	30	36	43
存货	1,137	1,327	1,512	1,725	1,998	2,305
其他流动资产	8	22	37	16	18	20
流动资产	1,748	2,039	2,386	2,690	3,176	3,753
%总资产	49.5%	54.0%	58.3%	60.6%	64.2%	67.9%
长期投资	1	1	0	0	0	0
固定资产	1,571	1,501	1,445	1,490	1,513	1,519
%总资产	44.5%	39.8%	35.3%	33.5%	30.6%	27.5%
无形资产	197	192	213	212	211	210
非流动资产	1,784	1,734	1,710	1,753	1,774	1,778
%总资产	50.5%	46.0%	41.7%	39.4%	35.8%	32.1%
资产总计	3,532	3,773	4,095	4,443	4,950	5,531
短期借款	22	17	21	19	20	21
应付款项	256	165	184	250	265	277
其他流动负债	436	569	700	752	938	1,125
流动负债	715	751	905	1,021	1,223	1,423
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	39	40	39	30	28	26
负债	754	792	944	1,051	1,251	1,449
普通股股东权益	2,778	2,981	3,150	3,391	3,698	4,081
其中：股本	507	507	507	507	507	507
未分配利润	1,230	1,404	1,532	1,773	2,079	2,463
少数股东权益	0	0	1	1	1	1
负债股东权益合计	3,532	3,773	4,095	4,443	4,950	5,531

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.653	0.640	0.552	0.792	1.007	1.259
每股净资产	5.477	5.877	6.210	6.685	7.289	8.045
每股经营现金净流	0.665	0.551	0.629	0.870	1.089	1.280
每股股利	0.240	0.240	0.220	0.317	0.403	0.503
回报率						
净资产收益率	11.93%	10.90%	8.90%	11.85%	13.82%	15.65%
总资产收益率	9.38%	8.61%	6.84%	9.04%	10.32%	11.54%
投入资本收益率	11.54%	10.52%	8.13%	11.09%	13.02%	14.85%
增长率						
主营业务收入增长率	5.89%	3.34%	12.49%	24.27%	21.20%	20.13%
EBIT 增长率	21.17%	-7.73%	-26.39%	70.30%	28.79%	25.74%
净利润增长率	22.44%	-1.95%	-13.73%	43.39%	27.13%	24.98%
总资产增长率	11.12%	6.83%	8.54%	8.49%	11.40%	11.74%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.3	1.7	1.4	1.4	1.4	1.4
存货周转天数	558.3	693.4	692.1	690.0	680.0	670.0
应付账款周转天数	106.4	92.6	64.5	80.0	70.0	60.0
固定资产周转天数	330.2	304.2	261.8	210.7	173.0	142.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-20.51%	-21.78%	-25.04%	-26.54%	-29.83%	-33.39%
EBIT 利息保障倍数	-56.4	-52.6	-22.4	-28.8	-30.9	-31.4
资产负债率	21.34%	20.98%	23.06%	23.65%	25.27%	26.20%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-03-24	买入	31.79	N/A
2	2021-04-22	买入	45.10	N/A
3	2022-03-16	买入	28.31	N/A
4	2022-04-26	买入	25.03	N/A
5	2022-08-21	买入	29.92	N/A
6	2022-10-26	买入	22.07	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402