

2024年04月20日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

业绩高质量增长，产品结构持续优化

—金徽酒（603919.SH）公司事件点评报告 买入（维持）事件

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

2024年4月19日，金徽酒发布2024年一季度报告。

投资要点

基本数据

2024-04-19

当前股价（元）	19.33
总市值（亿元）	98
总股本（百万股）	507
流通股本（百万股）	507
52周价格范围（元）	18-30.11
日均成交额（百万元）	111.29

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《金徽酒（603919）：业绩符合预期，产品结构持续优化》2024-03-16
- 2、《金徽酒（603919）：季报收入超预期，省外扩张势能不减》2023-10-17
- 3、《金徽酒（603919）：业绩超预期，省外扩张望加速》2023-08-20

■ 业绩符合预期，报表端仍有余力

2024Q1 总营收 10.76 亿元（+20%），主要系公司不断优化营销策略、品牌影响力强化，促进销售增长所致，归母净利润 2.21 亿元（+22%），盈利规模增速与收入增速基本持平。2024Q1 公司毛利率同增 0.4pct 至 65.40%，主要系 300 元以上产品快速放量拉升产品结构所致，2024Q1 公司销售费用率 17.98%（+0.2pct），主要系省外培育期市场先行费投较多，后续公司持续加码品牌投入，同时华东/北方/互联网销售公司正处于团队组建阶段，人员费用增加，随着人员到位、品牌势能提升，规模效应有望摊平费率；2024Q1 公司管理费用率 7.91%（+0.7pct），净利率 20.39%（+0.1pct），同比稳定。2024Q1 公司销售回款/合同负债分别为 12.38/6.31 亿元，分别同增 33%/48%，报表端仍有余力，公司计划通过紧回款慢发货的方式稳定价盘，为部分产品提价奠定基础。

■ 金徽 28 年持续放量，产品结构持续优化

高档酒大幅增长，2024Q1 公司 300 元以上产品营收 1.91 亿元（+86%），公司针对高档酒持续做品鉴活动培育消费者，以省内为重心切竞品份额，后续公司坚持重点发力金徽 28 年拔高品牌，实现对金徽 18 年的辐射拉动。中档酒基本盘稳固，2024Q1 公司 100-300 元产品营收 5.51 亿元（+24%），后续公司计划做省内下沉/省外西北一体化/强化 200 元价格带培育，100-300 元价格带全年有望保持 20%-30%的稳健增速。低档酒稳步推进，2024Q1 公司 100 元以下产品营收 3.24 亿元（-4%），其中三星/四星恢复性增长，公司后续整合经销商、强化其团队能力，通过优化营销模式带动 100 元以下价格带稳步推进。

■ 大客户开发稳步推进，省内旅游升温利好需求端

2024Q1 公司经销商/直销（含团购）渠道营收分别为 10.06/0.27 亿元，分别同增 19%/31%，截至 2024Q1 末，公司经销商总量为 892 家，较 2023 年末净增加 28 家，公司持续加强经销商费用精细化管控，以赠酒代替现金赋能经销商培

育终端，并通过 BC 联动扩展大客户资源，同时，政商务团购势能持续释放。2024Q1 公司互联网销售 0.32 亿元（+58%），主要受益于互联网团队品牌塑造工作成效释放，目前互联网客群正逐渐由省内拓宽至省外，逐步实现市场扩张。2024Q1 公司省内/省外营收分别为 8.48/2.18 亿元，分别同增 23%/13%，甘肃省内受益于天水旅游业爆发带动需求端旺盛，关注五一假期市场表现，省外市场通过西北一体化运营聚焦营销资源，打造样板市场，实现外埠市场辐射。

■ 盈利预测

公司产品结构升级趋势良好，省内市场持续深耕，西北一体化提高资源配置效率，同时金徽 28 年借助地缘优势、公司精细化客户服务水平表现超预期，有望实现以高带低，看好公司品牌势能持续夯实、2024 年实现 30 亿元营收目标。预计 2024-2026 年 EPS 分别为 0.80/1.01/1.24 元，当前股价对应 PE 分别为 24/19/16 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、省外扩张不及预期、高档酒增长不及预期、消费者培育不及预期等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	2,548	3,050	3,596	4,148
增长率（%）	26.6%	19.7%	17.9%	15.4%
归母净利润（百万元）	329	406	512	628
增长率（%）	17.3%	23.6%	25.9%	22.6%
摊薄每股收益（元）	0.65	0.80	1.01	1.24
ROE（%）	9.9%	11.5%	13.4%	15.1%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	1,042	1,128	1,498	1,937
应收款	43	33	34	34
存货	1,620	1,898	1,856	1,827
其他流动资产	34	46	47	46
流动资产合计	2,739	3,106	3,436	3,844
非流动资产:				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	1,364	1,275	1,190	1,111
在建工程	2	1	0	0
无形资产	213	202	192	182
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	84	84	84	84
非流动资产合计	1,663	1,562	1,466	1,377
资产总计	4,402	4,667	4,902	5,220
流动负债:				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	175	173	151	143
其他流动负债	278	278	278	278
流动负债合计	1,029	1,077	1,040	1,023
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	51	51	51	51
非流动负债合计	51	51	51	51
负债合计	1,080	1,128	1,090	1,074
所有者权益				
股本	507	507	507	507
股东权益	3,323	3,539	3,812	4,146
负债和所有者权益	4,402	4,667	4,902	5,220

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	323	405	510	625
少数股东权益	-6	-2	-2	-3
折旧摊销	110	102	95	89
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	24	-232	2	14
经营活动现金净流量	450	273	605	726
投资活动现金净流量	-65	91	85	79
筹资活动现金净流量	-299	-188	-237	-291
现金流量净额	86	175	452	515

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,548	3,050	3,596	4,148
营业成本	957	1,129	1,310	1,487
营业税金及附加	375	445	521	597
销售费用	535	643	755	867
管理费用	275	329	385	440
财务费用	-20	-32	-42	-54
研发费用	51	61	72	83
费用合计	841	1,003	1,170	1,336
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	397	492	611	743
加:营业外收入	2	2	3	4
减:营业外支出	19	16	14	12
利润总额	380	477	600	735
所得税费用	57	73	91	110
净利润	323	405	510	625
少数股东损益	-6	-2	-2	-3
归母净利润	329	406	512	628

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	26.6%	19.7%	17.9%	15.4%
归母净利润增长率	17.3%	23.6%	25.9%	22.6%
盈利能力				
毛利率	62.4%	63.0%	63.6%	64.2%
四项费用/营收	33.0%	32.9%	32.5%	32.2%
净利率	12.7%	13.3%	14.2%	15.1%
ROE	9.9%	11.5%	13.4%	15.1%
偿债能力				
资产负债率	24.5%	24.2%	22.2%	20.6%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	59.2	91.3	104.3	121.7
存货周转率	0.6	0.8	1.0	1.1
每股数据(元/股)				
EPS	0.65	0.80	1.01	1.24
P/E	29.8	24.1	19.2	15.6
P/S	3.8	3.2	2.7	2.4
P/B	2.9	2.8	2.6	2.4

资料来源: Wind、华鑫证券研究

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。