



金徽酒 (603919.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩符合预期，结构升级增速亮眼

业绩简评

2024年4月19日，公司披露24年一季度报，期内实现营收10.8亿元，同比+20.4%；归母净利润2.2亿元，同比+21.6%，业绩符合预期。

经营分析

省内市场挖掘增量，结构升级明显加快。1) 分区域看，公司聚焦省内，布局全国，省内/外经销商数量环比23年末分别+11/+17个至283/609家，对应收入8.5/2.2亿元，同比+22.5%/+13.2%，其中省内市场贡献主要收入且增速更快。2) 分产品看，300元以上/100-300元/100元以下分别实现营收1.9/5.5/3.2亿元，同比+86.5%/+24.1%/-4.2%，我们推测系公司聚焦资源推动结构升级，百元以上产品营收占比同比提升7.8pct至69.6%。3) 分渠道看，公司积极尝试多元化渠道布局，经销/团购/互联网收入10.1/0.3/0.3亿元，同比+19.4%/+31.3%/+57.7%。

Q1 毛利率稳步提升，加大费投积极扩张。24Q1公司毛利率同比+0.4pct至65.4%，主要系公司结构升级带动盈利能力改善。费用端，公司春节期间加大费用投入，培育消费者，销售费用率同比+0.2pct至18.0%，而管理费用率为7.9%，同比+0.7pct。综上，24Q1公司实现归母净利率20.6%(同比+0.2pct)。

现金流表现亮眼，合同负债保持平稳。现金流方面，公司销售收现12.4亿元，同比+33.1%，快于收入增速；经营性现金流3.4亿元，同比+3.4%。截至一季度末，公司合同负债6.3亿元，环比23年末+0.6亿元，考虑合同负债环比变化后，营收同比+39.5%。

公司持续推进“布局全国、深耕西北、重点突破”战略路径，省内景气度具备支撑，有望持续兑现拔结构、树品牌的逻辑；省外汇聚资源于点状市场，公司中长期仍是进攻的态势，思路明确且笃定，建议持续关注。

盈利预测、估值与评级

考虑省外拓展中需持续费投，我们分别下调24、25年归母净利润13%/15%，预计24-26年收入分别为30.8/36.7/43.2亿元，分别+21%/+19%/+18%；归母净利润分别为4.2/5.4/6.8亿元，分别+29%/+27%/+25%，对应EPS为0.84/1.06/1.33元，对应PE分别为23/18/15X，维持“买入”评级。

风险提示

区域市场竞争加剧，省内升级不及预期，省外扩张低预期。

食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师：叶韬 (执业S1130524040003)

yetao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：19.33元

相关报告：

- 《金徽酒公司点评：Q3收入超预期，利润受费投扰动》，2023.10.17
- 《金徽酒公司点评：Q2业绩高增，升级环比加速明显》，2023.8.20
- 《金徽酒公司点评：收入超预期，毛利率和费投扰动盈利》，2023.4.22



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,012	2,548	3,079	3,672	4,326
营业收入增长率	12.5%	26.6%	20.8%	19.3%	17.8%
归母净利润(百万元)	280	329	424	540	675
归母净利润增长率	-13.7%	17.3%	29.0%	27.2%	25.1%
摊薄每股收益(元)	0.552	0.648	0.836	1.064	1.331
每股经营性现金流净额	0.63	0.89	0.95	1.18	1.47
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.90%	9.89%	12.14%	14.54%	16.95%
P/E	48.42	37.98	23.11	18.17	14.53
P/B	4.31	3.75	2.80	2.64	2.46

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)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	1,788	2,012	2,548	3,079	3,672	4,326
增长率		12.5%	26.6%	20.8%	19.3%	17.8%
主营业务成本	-648	-749	-957	-1,114	-1,286	-1,477
%销售收入	36.3%	37.2%	37.6%	36.2%	35.0%	34.2%
毛利	1,140	1,263	1,591	1,964	2,385	2,848
%销售收入	63.7%	62.8%	62.4%	63.8%	65.0%	65.8%
营业税金及附加	-253	-294	-375	-453	-538	-634
%销售收入	14.2%	14.6%	14.7%	14.7%	14.7%	14.7%
销售费用	-278	-420	-535	-647	-771	-904
%销售收入	15.5%	20.9%	21.0%	21.0%	21.1%	20.9%
管理费用	-180	-217	-275	-339	-404	-467
%销售收入	10.1%	10.8%	10.8%	11.0%	11.0%	10.8%
研发费用	-47	-50	-51	-62	-74	-87
%销售收入	2.6%	2.5%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	382	281	354	465	599	756
%销售收入	21.4%	14.0%	13.9%	15.1%	16.3%	17.5%
财务费用	7	13	20	20	19	19
%销售收入	-0.4%	-0.6%	-0.8%	-0.7%	-0.5%	-0.4%
资产减值损失	-1	-1	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	n.a	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	401	314	397	504	640	800
营业利润率	22.4%	15.6%	15.6%	16.4%	17.4%	18.5%
营业外收支	-11	-11	-17	-10	-11	-12
税前利润	390	303	380	494	629	788
利润率	21.8%	15.1%	14.9%	16.0%	17.1%	18.2%
所得税	-65	-24	-57	-74	-95	-119
所得税率	16.8%	7.8%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	325	279	323	419	534	670
少数股东损益	0	-1	-6	-5	-5	-6
归属于母公司的净利润	325	280	329	424	540	675
净利率	18.2%	13.9%	12.9%	13.8%	14.7%	15.6%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	667	810	1,042	953	927	960
应收款项	23	26	43	34	40	47
存货	1,327	1,512	1,620	1,832	2,115	2,429
其他流动资产	22	37	34	34	36	38
流动资产	2,039	2,386	2,739	2,853	3,118	3,474
%总资产	54.0%	58.3%	62.2%	60.8%	60.8%	61.6%
长期投资	1	0	0	0	0	0
固定资产	1,501	1,445	1,366	1,479	1,588	1,682
%总资产	39.8%	35.3%	31.0%	31.5%	31.0%	29.8%
无形资产	192	213	238	291	344	394
非流动资产	1,734	1,710	1,663	1,840	2,010	2,166
%总资产	46.0%	41.7%	37.8%	39.2%	39.2%	38.4%
资产总计	3,773	4,095	4,402	4,693	5,128	5,640
短期借款	17	21	20	0	0	0
应付款项	165	184	239	244	279	317
其他流动负债	569	700	770	908	1,088	1,289
流动负债	751	905	1,029	1,152	1,367	1,605
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	40	39	51	54	63	72
负债	792	944	1,080	1,206	1,430	1,678
普通股股东权益	2,981	3,150	3,326	3,496	3,712	3,982
其中：股本	507	507	507	507	507	507
未分配利润	1,404	1,532	1,694	1,864	2,080	2,350
少数股东权益	0	1	-3	-8	-13	-19
负债股东权益合计	3,773	4,095	4,402	4,693	5,128	5,640

比率分析						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.640	0.552	0.648	0.836	1.064	1.331
每股净资产	5.877	6.210	6.557	6.891	7.317	7.849
每股经营现金净流	0.551	0.629	0.887	0.947	1.184	1.465
每股股利	0.220	0.300	0.389	0.502	0.638	0.798
回报率						
净资产收益率	10.90%	8.90%	9.89%	12.14%	14.54%	16.95%
总资产收益率	8.61%	6.84%	7.47%	9.04%	10.52%	11.97%
投入资本收益率	10.52%	8.13%	8.94%	11.25%	13.63%	16.05%
增长率						
主营业务收入增长率	3.34%	12.49%	26.64%	20.85%	19.26%	17.82%
EBIT增长率	-7.73%	-26.39%	25.79%	31.40%	28.82%	26.37%
净利润增长率	-1.95%	-13.73%	17.35%	29.02%	27.19%	25.09%
总资产增长率	6.83%	8.54%	7.49%	6.61%	9.25%	10.00%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.7	1.4	1.0	1.0	1.0	1.0
存货周转天数	693.4	692.1	597.3	600.0	600.0	600.0
应付账款周转天数	92.6	64.5	61.0	60.0	59.0	58.0
固定资产周转天数	304.2	261.8	195.5	172.8	152.7	135.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-21.78%	-25.04%	-30.78%	-27.33%	-25.06%	-24.24%
EBIT利息保障倍数	-52.6	-22.4	-17.6	-23.2	-31.7	-39.9
资产负债率	20.98%	23.06%	24.52%	25.69%	27.88%	29.74%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	325	279	323	419	534	670
少数股东损益	0	-1	-6	-5	-5	-6
非现金支出	111	116	125	114	130	146
非经营收益	2	-22	-17	7	12	12
营运资金变动	-159	-54	19	-61	-76	-84
经营活动现金净流	279	319	450	480	600	743
资本开支	-58	-57	-66	-294	-302	-304
投资	0	-1	1	0	0	0
其他	23	1	0	0	0	0
投资活动现金净流	-35	-57	-65	-294	-302	-304
股权募资	1	0	2	0	0	0
债权募资	-10	0	0	-20	0	0
其他	-128	-121	-164	-255	-324	-406
筹资活动现金净流	-138	-121	-162	-275	-324	-406
现金净流量	107	142	223	-89	-26	34

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
买入	1	18	38	44	76
增持	2	5	14	20	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.67	1.22	1.27	1.31	1.00

来源：聚源数据

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。

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：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究