

金徽酒 (603919.SH)

产品结构持续升级, 现金流增速优于收入

买入

核心观点

事件: 公司发布 2024 年第一季度报告, 2024Q1 公司实现营业总收入 10.76 亿元, 同比+20.41%; 实现归母净利润 2.21 亿元, 同比+21.58%; 实现扣非归母净利润 2.22 亿元, 同比+22.48%。

300 元以上产品增速较高, 产品结构持续升级。分产品看, 2024Q1 公司 300 元以上/100-300 元/100 元以下产品分别实现收入 1.91/5.51/3.24 亿元, 同比+86.48%/+24.13%/-4.20%, 100 元以上产品收入占比提升 7.9pct 至 69.6%。300 元以上价位小基数下实现较快增长, 主要系省内金徽 28 年品牌认可度提升、金徽 18 年在政商务场景放量较快; 100-300 元价位带受益于春节期间宴席场景的拉动, 柔和 H3、五星等产品表现较好; 百元以下价格带以产品聚焦和价格升级为主, 销量同比降低, 但二星、光瓶陈酿价格已有提升。

省内市场品牌势能凸显, 省外市场坚持开拓。分区域看, 2024Q1 省内/省外分别实现收入 8.48/2.18 亿元, 同比+22.55%/13.23%, 收占比分别为 79.6%/20.4%。省内增速高于省外, 主因春节旺季中公司作为省内龙头品牌优势凸显, 渗透率进一步提升, 省内高端化进程在前期市场培育下取得突破。全年看, 公司将继续倾斜资源做省外市场的开拓, 费用先行, 突破陕西、宁夏、青海等环甘肃核心市场。

结构升级带动净利率小幅提升。产品结构改善下毛利率同比+0.46pct, 改善幅度较小主因旺季赠酒等活动力度较大, 吨价有所承压。2024Q1 公司销售费用率 18.0%, 同比+0.15pct; 管理费用率 7.9%, 同比+0.69pct; 受益于结构升级, 净利率同比+0.2pct 至 20.6%。今年公司费投将更加精细化, 省内市场规模效应逐步体现, 在保证经销商积极性的情况下预算已有所缩减, 加大品牌露出和省外开拓的费用。截至一季度末, 公司合同负债 6.31 亿元, 较年初+9.67%, 春节旺季公司动销流速较快, 省内库存控制较为良性。

现金流优于收入, 回购计划稳步推进。2024Q1 销售收现 12.38 亿元, 同比+33.05%; 经营性现金流净额 3.43 亿元, 同比+46.60%, 优于收入增速。2024 年 3 月公司公告拟回购股份用于实施员工持股计划或股权激励, 截至一季度末已通过集中竞价的方式回购股份 403,700 股, 已回购资金总额 777.70 万元 (计划回购 1-2 亿元); 回购计划稳步推进中, 长期伴随激励计划的推出, 公司经营管理积极性有望进一步激活。

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: 维持盈利预测, 预计 2024-2025 年营业收入 30.1/35.9 亿元, 同比+18.2%/+19.4%; 归母净利润 4.1/5.1 亿元, 同比+23.4%/+26.3%; 当前股价对应 2024/2025 年 24.2/19.1 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)	35.0	29.8	24.2	19.1	15.0
EV/EBITDA	27.8	23.5	19.0	16.1	13.4
市净率 (PB)	3.11	2.95	2.72	2.47	2.22

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

证券分析师: 李文华

021-60375461

zhangxiangwei@guosen.com.cn 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	19.33 元
总市值/流通市值	9805/9805 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	78.31 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) - 产品结构延续升级, 省内一体化取得突破》——2024-03-25
- 《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 2024 年第一季度报告，2024Q1 公司实现营业总收入 10.76 亿元，同比+20.41%；实现归母净利润 2.21 亿元，同比+21.58%；实现扣非归母净利润 2.22 亿元，同比+22.48%。

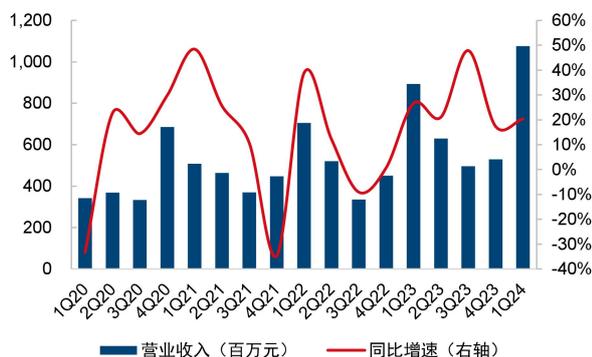
300 元以上产品增速较高，产品结构持续升级。分产品看，2024Q1 公司 300 元以上/100-300 元/100 元以下产品分别实现收入 1.91/5.51/3.24 亿元，同比+86.48%/+24.13%/-4.20%，100 元以上产品收入占比提升 7.9pct 至 69.6%。其中 300 元以上价位小基数下实现较快增长，主要系省内金徽 28 年品牌认可度提升、金徽 18 年在政商务场景放量较快；100-300 元价位带受益于春节期间宴席场景的拉动，柔和 H3、五星等产品表现较好；百元以下价格带以产品聚焦和价格升级为主，销量同比降低，但二星、光瓶陈酿价格已有提升。

省内市场品牌势能凸显，省外市场坚持开拓。分区域看，2024Q1 省内/省外分别实现收入 8.48/2.18 亿元，同比+22.55%/13.23%，收占比分别为 79.6%/20.4%。省内增速高于省外，主因春节旺季中公司作为省内龙头品牌优势凸显，渗透率进一步提升，省内高端化进程在前期市场培育下取得突破。全年看，公司将继续倾斜资源做省外市场的开拓，费用先行，突破陕西、宁夏、青海等环甘肃核心市场。

结构升级带动净利率小幅提升。产品结构改善下毛利率同比+0.46pct，改善幅度较小主因旺季赠酒等活动力度较大，吨价有所承压。2024Q1 公司销售费用率 18.0%，同比+0.15pct；管理费用率 7.9%，同比+0.69pct；受益于结构升级，净利率同比+0.2pct 至 20.6%。今年公司费投将更加精细化，省内市场规模效应逐步体现，在保证经销商积极性的情况下预算已有所缩减，加大品牌露出和省外开拓的费用。截至一季度末，公司合同负债 6.31 亿元，较年初+9.67%，春节旺季公司动销流速较快，省内库存控制较为良性。

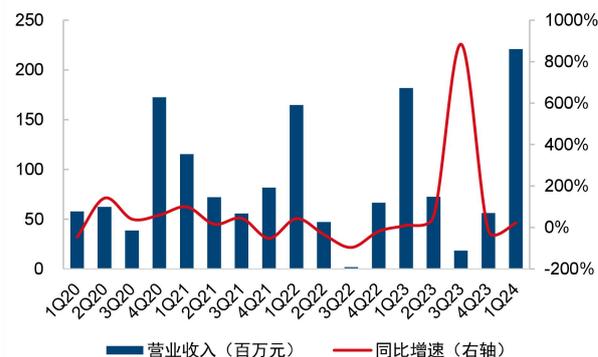
现金流优于收入，回购计划稳步推进。2024Q1 销售收现 12.38 亿元，同比+33.05%；经营性现金流净额 3.43 亿元，同比+46.60%，优于收入增速。2024 年 3 月公司发布公告拟回购股份用于实施员工持股计划或股权激励，截至一季度末已通过集中竞价的方式回购股份 403,700 股，已回购资金总额 777.70 万元（计划回购 1-2 亿元）；回购计划稳步推进中，长期伴随激励计划的推出，公司经营管理积极性有望进一步激活。

图1: 金徽酒单季度营业收入及增速



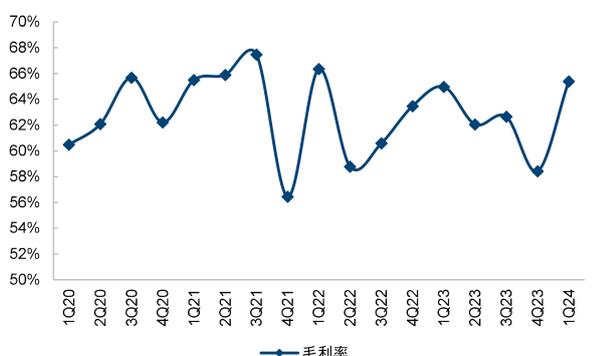
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图2: 金徽酒单季归母净利润及增速



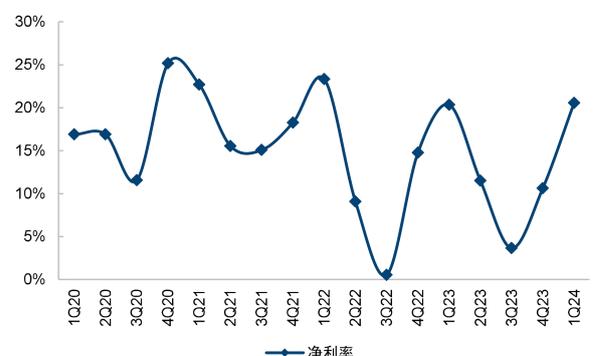
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

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: 公司 100 元以上产品势能推动结构升级, 全年完成目标的确定性较强, 但省外拓张和品牌教育仍将维持较高费用投入。维持此前盈利预测, 预计 2024-2025 年营业收入 30.1/35.9 亿元, 同比+18.2%/+19.4%; 归母净利润 4.1/5.1 亿元, 同比+23.4%/+26.3%; 当前股价对应 2024/2025 年 24.2/19.1 倍 P/E, 维持“买入”评级。

表1: 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	1,646.64	20,685.06	874	1013	23.7	20.4		
000858.SZ	五粮液	买入	142.90	5,546.82	335	379	16.6	14.6		
000568.SZ	泸州老窖	买入	175.68	2,585.99	158	182	16.4	14.2		
600809.SH	山西汾酒	买入	238.88	2,914.25	131	159	22.2	18.4		
002304.SZ	洋河股份	买入	95.45	1,437.90	113	119	12.7	12.1		
000799.SZ	酒鬼酒	买入	48.70	158.24	6	7	26.4	24.0		
600702.SH	舍得酒业	买入	70.07	233.45	15	17	15.5	14.1		
000596.SZ	古井贡酒	买入	251.78	1,143.42	58	72	19.8	15.9		
603369.SH	今世缘	买入	55.65	698.13	38	46	18.2	15.1		
603198.SH	迎驾贡酒	买入	61.10	488.80	28	34	17.5	14.5		
603589.SH	口子窖	买入	38.11	228.66	21	24	10.7	9.4		
603919.SH	金徽酒	买入	19.33	98.05	4.1	5.1	24.2	19.1		

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
流动资产合计	2386	2739	3272	3950	4727	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
资产总计	4095	4402	4854	5446	6134	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	利润总额	303	380	469	592	755
流动负债合计	905	1029	1189	1417	1642	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	归属于母公司净利润	280	329	406	513	654
长期负债合计	39	51	62	74	85	现金流量表 (百万元)					
负债合计	944	1080	1251	1490	1727	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
负债和股东权益总计	4095	4402	4854	5446	6134	公允价值变动损失	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
关键财务与估值指标						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	经营活动现金流	314	432	503	525	651
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%	投资活动现金流	1	(24)	(66)	(66)	(66)
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%	融资活动现金流	(172)	(177)	(122)	(154)	(196)
股息率	1.1%	1.6%	1.2%	1.6%	2.0%	现金净变动	143	232	315	305	389
P/E	35.0	29.8	24.2	19.1	15.0	货币资金的期初余额	667	810	1042	1357	1662
P/B	3.1	2.9	2.7	2.5	2.2	货币资金的期末余额	810	1042	1357	1662	2051
EV/EBITDA	27.8	23.5	19.0	16.1	13.4	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