

金徽酒 (603919)

收入利润符合预期，产品结构表现亮眼

事件：

公司发布 2024 年一季报，公司 2024Q1 实现营业收入 10.76 亿元，同比增长 20.41%；归母净利润 2.21 亿元，同比增长 21.58%；扣非净利润 2.22 亿元，同比增长 22.48%。

► 产品结构持续优化，省内龙头地位夯实

2024Q1 公司营业收入/归母净利润分别为 10.76/2.21 亿元，分别同比增长 20.41%/21.58%，收入利润符合预期。2024Q1 合同负债为 6.31 亿元，同比增长 47.65%，较 2023 年底增长 0.56 亿元；销售收现 12.38 亿元，同比增长 33.05%，现金回款情况良好。分产品看，300 元以上/100-300 元/100 元以内的产品收入分别为 1.91/5.51/3.24 亿元，分别同比变动 +86.48%/+24.13%/-4.20%，公司持续优化产品结构，2024Q1 公司 300 元以上产品实现高增长，主要是金徽 28 品牌力提升，金徽 18 年增长较快。分区域看，公司坚持“布局全国、深耕西北、重点突破”的战略路径，2024Q1 省内/省外营收分别为 8.48/2.18 亿元，分别同比增长 22.55%/13.23%，省内增速高于省外，公司在省内的龙头地位凸显。

► 大客户开发稳步推进，盈利能力稳中有升

分渠道看，2024Q1 公司经销商/直销（含团购）/互联网销售渠道营收分别为 10.06/0.27/0.32 亿元，分别同比增长 19.35%/31.33%/57.72%。公司保持“聚焦资源、精准营销、深度掌控”的营销策略，双轮驱动营销转型，BC 联动开拓大客户资源，强化大客户运营能力，截至 2024Q1 末经销商总量达 892 家，较 2023 年末净增加 28 家，市场扩张稳步推进。2024Q1 公司毛利率同比增加 0.43pct 至 65.40%，主要系 300 元以上产品快速放量产品结构升级。2024Q1 公司销售费用率/管理费用率分别为 17.98%/7.91%，分别同比增加 0.15pct/0.68pct，归母净利率同比增加 0.20pct 至 20.55%。

► 盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 31.12/37.46/44.46 亿元，同比增速分别为 22.14%/20.39%/18.70%，归母净利润分别为 4.08/5.27/6.56 亿元，同比增速分别为 23.99%/29.20%/24.61%，EPS 分别为 0.80/1.04/1.29 元/股，3 年 CAGR 为 25.91%。鉴于公司积极推进省内升级、省外拓展，参考同类型公司，盈利能力仍有较大提升空间，我们给予公司 2025 年 25 倍 PE，目标价 26 元，给予“买入”评级。

风险提示：省内竞争加剧；省外拓展不及预期；结构升级不畅

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2012	2548	3112	3746	4446
增长率（%）	12.49%	26.64%	22.14%	20.39%	18.70%
EBITDA（百万元）	398	473	727	862	996
归母净利润（百万元）	280	329	408	527	656
增长率（%）	-13.73%	17.35%	23.99%	29.20%	24.61%
EPS（元/股）	0.55	0.65	0.80	1.04	1.29
市盈率（P/E）	35.0	29.8	24.0	18.6	14.9
市净率（P/B）	3.1	2.9	2.7	2.5	2.2
EV/EBITDA	32.6	24.8	12.1	9.8	8.0

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 04 月 19 日收盘价

行 业：食品饮料/白酒 II
 投资评级：买入
 当前价格：19.33 元
 目标价格：26.00 元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	507.26/507.26
流通 A 股市值（百万元）	9,805.34
每股净资产（元）	6.99
资产负债率（%）	24.02
一年内最高/最低（元）	30.80/17.20

股价相对走势



作者

分析师：刘景瑜
 执业证书编号：S0590524030005
 邮箱：jyl@glsc.com.cn
 分析师：徐锡联
 执业证书编号：S0590524040004
 邮箱：xuxl@glsc.com.cn

相关报告

1、《金徽酒（603919）：收入坚实高增，短期加大投入以图品牌壮大》2024.03.17
 2、《金徽酒（603919）：基地市场升级优势明显，持续投入以体量为先》2023.10.17

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	810	1042	1287	1753	2288	营业收入	2012	2548	3112	3746	4446
应收账款+票据	15	7	21	26	31	营业成本	749	957	1147	1356	1582
预付账款	7	11	13	16	19	营业税金及附加	294	375	451	548	650
存货	1512	1620	2202	2602	3037	营业费用	420	535	653	768	903
其他	41	59	55	67	79	管理费用	268	326	402	484	575
流动资产合计	2386	2739	3579	4464	5453	财务费用	-13	-20	-4	-5	-7
长期股权投资	0	0	0	-1	-1	资产减值损失	0	0	0	0	0
固定资产	1467	1386	1169	952	735	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	2	2	2	1	1	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	199	213	177	142	106	其他	20	23	18	20	19
其他非流动资产	42	63	51	39	39	营业利润	314	397	479	615	763
非流动资产合计	1710	1663	1398	1133	880	营业外净收益	-11	-17	-13	-13	-13
资产总计	4095	4402	4977	5597	6333	利润总额	303	380	466	602	750
短期借款	0	0	0	0	0	所得税	24	57	62	80	99
应付账款+票据	144	175	215	254	296	净利润	279	323	405	523	651
其他	761	854	1109	1326	1565	少数股东损益	-1	-6	-3	-4	-5
流动负债合计	905	1029	1323	1580	1861	归属于母公司净利润	280	329	408	527	656
长期带息负债	11	10	7	3	0	财务比率					
长期应付款	1	29	29	29	29		2022	2023	2024E	2025E	2026E
其他	222	263	263	263	263	成长能力					
非流动负债合计	39	51	47	44	41	营业收入	12.49%	26.64%	22.14%	20.39%	18.70%
负债合计	944	1080	1370	1624	1902	EBIT	-24.16%	23.87%	28.59%	29.12%	24.50%
少数股东权益	1	-3	-6	-11	-16	EBITDA	-18.61%	18.83%	53.87%	18.53%	15.59%
股本	507	507	507	507	507	归属于母公司净利润	-13.73%	17.35%	23.99%	29.20%	24.61%
资本公积	871	871	871	871	871	获利能力					
留存收益	1772	1948	2235	2606	3069	毛利率	62.78%	62.44%	63.14%	63.81%	64.42%
股东权益合计	3151	3323	3607	3974	4431	净利率	13.88%	12.66%	13.00%	13.95%	14.65%
负债和股东权益总计	4095	4402	4977	5597	6333	ROE	8.90%	9.89%	11.28%	13.22%	14.76%
现金流量表						ROIC	11.13%	12.62%	16.27%	20.13%	25.32%
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	偿债能力					
净利润	279	323	405	523	651	资产负债率	34.86%	37.10%	29.58%	26.88%	23.57%
折旧摊销	107	113	265	265	253	流动比率	2.6	3.3	4.1	4.1	4.5
财务费用	-13	-20	-4	-5	-7	速动比率	2.1	2.7	3.5	3.5	3.8
存货减少(增加为“-”)	-185	-107	-582	-400	-434	营运能力					
营运资金变动	-54	19	-301	-162	-173	应收账款周转率	2.0	2.3	2.2	2.2	2.2
其它	177	112	583	401	435	存货周转率	1.8	1.8	2.0	2.0	2.0
经营活动现金流	311	439	365	621	725	总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6
资本支出	-62	-54	0	0	0	每股指标(元)					
长期投资	-1	1	0	0	0	每股收益	0.6	0.6	0.8	1.0	1.3
其他	6	-12	0	-1	-1	每股经营现金流	0.6	0.9	0.7	1.2	1.4
投资活动现金流	-57	-65	0	-1	-1	每股净资产	6.2	6.6	7.1	7.9	8.8
债权融资	4	-1	-4	-3	-3	估值比率					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	35.0	29.8	24.0	18.6	14.9
其他	-125	-161	-117	-151	-187	市净率	3.1	2.9	2.7	2.5	2.2
筹资活动现金流	-121	-162	-120	-154	-190	EV/EBITDA	32.6	24.8	12.1	9.8	8.0
现金净增加额	134	211	244	466	535	EV/EBIT	44.7	32.6	19.1	14.1	10.7

数据来源:公司公告、iFinD,国联证券研究所预测;股价为2024年04月19日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联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。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼