



金徽酒 (603919.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q2 兑现符合预期，经营提效仍延续

业绩简评

2024年8月19日，公司披露24年半年报，期内实现营收17.5亿元，同比+15.2%；归母净利2.9亿元，同比+16.0%。单Q2实现营收6.8亿元，同比+7.7%；归母净利0.7亿元，同比+1.9%。

经营分析

公司经营情况符合预期，系控渠道/提价扰动Q2节奏，税费及捐赠影响净利表现，区域动销氛围仍稳步向上

24Q2公司归母净利率同比-0.6pct至10.9%，其中毛利率+2.6pct、销售费用率-0.5pct、管理费用率+1.1pct，毛销差明显提升带动经营利润同比增长40%+，对净利率的扰动主要源于营业外支出（24H1对外捐赠同比增加约1600万）、所得税费用（公司享受高新技术15%优惠税率，但Q2所得税负约24%，预计系递延所得税费用阶段性影响），实质上经营提效仍在推进。

产品端看，24Q2 100元以下/100-300元/300元以上产品分别实现营收2.0/3.4/1.2亿元，同比分别+13%/+3%/+7%，期内公司对世纪金徽四星、柔和金徽H3/H6产品执行提价、控货，叠加渠道端活动节奏差异，结构提升速率有所趋缓，但成本端优化仍驱动期内毛利率+2.6pct。

区域上，省内节奏略快于省外，24Q2分别实现营收5.0/1.6亿元，同比+8%/+1%，省外占比约24%、Q2净新增经销商130家，区域外拓、招商仍在推进，践行“布局全国、深耕西北、重点突破”的战略路径。

回款端看，24Q2末合同负债余额4.8亿元，环比-1.5亿元，考虑环比变化后营收-18%，同期高基数也略有影响；24Q2销售收现6.4亿元，同比-13%。考虑逐步进入旺季，叠加省内相对稳健的渠道基本面及大众消费氛围、省外点状聚焦突破，预计下半年仍有望加速冲刺全年目标。

盈利预测、估值与评级

考虑行业需求恢复节奏偏弱，我们下调24-26年归母净利润6%/7%/11%，预计24-26年收入分别为30.8/36.2/41.7亿元，分别+21%/+18%/+15%；归母净利润分别为4.0/5.0/6.0亿元，分别+22%/+26%/+20%，对应EPS为0.79/0.99/1.19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，省外扩张低于预期，政策风险。

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)：18.05元

相关报告：

- 《金徽酒公司点评：业绩符合预期，结构升级增速亮眼》，2024.4.20
- 《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



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	3,619	4,173
营业收入增长率	12.5%	26.6%	20.8%	17.6%	15.3%
归母净利润(百万元)	280	329	400	503	604
归母净利润增长率	-13.7%	17.3%	21.8%	25.7%	20.0%
摊薄每股收益(元)	0.552	0.648	0.789	0.992	1.191
每股经营性现金流净额	0.63	0.89	0.95	1.18	1.41
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.90%	9.89%	11.49%	13.65%	15.37%
P/E	48.42	37.98	22.87	18.19	15.16
P/B	4.31	3.75	2.63	2.48	2.33

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	3,619	4,173
增长率		12.5%	26.6%	20.8%	17.6%	15.3%
主营业务成本	-648	-749	-957	-1,114	-1,273	-1,437
%销售收入	36.3%	37.2%	37.6%	36.2%	35.2%	34.4%
毛利	1,140	1,263	1,591	1,964	2,346	2,736
%销售收入	63.7%	62.8%	62.4%	63.8%	64.8%	65.6%
营业税金及附加	-253	-294	-375	-453	-530	-611
%销售收入	14.2%	14.6%	14.7%	14.7%	14.7%	14.7%
销售费用	-278	-420	-535	-647	-760	-876
%销售收入	15.5%	20.9%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%
管理费用	-180	-217	-275	-339	-398	-459
%销售收入	10.1%	10.8%	10.8%	11.0%	11.0%	11.0%
研发费用	-47	-50	-51	-62	-73	-84
%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	585	705
%销售收入	21.4%	14.0%	13.9%	15.1%	16.2%	16.9%
财务费用	7	13	20	20	18	18
%销售收入	-0.4%	-0.6%	-0.8%	-0.6%	-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	503	626	748
营业利润率	22.4%	15.6%	15.6%	16.4%	17.3%	17.9%
营业外收支	-11	-11	-17	-38	-40	-44
税前利润	390	303	380	465	586	704
利润率	21.8%	15.1%	14.9%	15.1%	16.2%	16.9%
所得税	-65	-24	-57	-70	-88	-106
所得税率	16.8%	7.8%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	325	279	323	395	498	598
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	400	503	604
净利率	18.2%	13.9%	12.9%	13.0%	13.9%	14.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	325	279	323	395	498	598
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	35	41	44
营运资金变动	-159	-54	19	-65	-71	-73
经营活动现金净流	279	319	450	480	598	715
资本开支	-58	-57	-66	-322	-331	-335
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	-322	-331	-335
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	-241	-303	-363
筹资活动现金净流	-138	-121	-162	-260	-303	-363
现金净流量	107	142	223	-102	-36	16

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	940	903	920
应收款项	23	26	43	34	40	46
存货	1,327	1,512	1,620	1,832	2,093	2,362
其他流动资产	22	37	34	34	36	38
流动资产	2,039	2,386	2,739	2,839	3,072	3,365
%总资产	54.0%	58.3%	62.2%	60.7%	60.4%	60.8%
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%	31.6%	31.2%	30.4%
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%	39.3%	39.6%	39.2%
资产总计	3,773	4,095	4,402	4,680	5,082	5,531
短期借款	17	21	20	0	0	0
应付款项	165	184	239	244	276	308
其他流动负债	569	700	770	904	1,069	1,241
流动负债	751	905	1,029	1,148	1,345	1,549
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	1,202	1,408	1,621
普通股股东权益	2,981	3,150	3,326	3,486	3,687	3,929
其中：股本	507	507	507	507	507	507
未分配利润	1,404	1,532	1,694	1,854	2,056	2,297
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	4,680	5,082	5,531

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.640	0.552	0.648	0.789	0.992	1.191
每股净资产	5.877	6.210	6.557	6.873	7.269	7.746
每股经营现金净流	0.551	0.629	0.887	0.947	1.179	1.409
每股股利	0.220	0.300	0.389	0.474	0.595	0.714
回报率						
净资产收益率	10.90%	8.90%	9.89%	11.49%	13.65%	15.37%
总资产收益率	8.61%	6.84%	7.47%	8.56%	9.90%	10.92%
投入资本收益率	10.52%	8.13%	8.94%	11.28%	13.41%	15.16%
增长率						
主营业务收入增长率	3.34%	12.49%	26.64%	20.85%	17.57%	15.29%
EBIT增长率	-7.73%	-26.39%	25.79%	31.40%	25.91%	20.53%
净利润增长率	-1.95%	-13.73%	17.35%	21.75%	25.69%	20.01%
总资产增长率	6.83%	8.54%	7.49%	6.30%	8.59%	8.84%
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	154.9	140.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-21.78%	-25.04%	-30.78%	-27.01%	-24.59%	-23.52%
EBIT利息保障倍数	-52.6	-22.4	-17.6	-23.3	-31.6	-38.5
资产负债率	20.98%	23.06%	24.52%	25.68%	27.70%	29.31%

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	0	4	7	11	74
增持	0	2	6	9	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.33	1.46	1.45	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