

## 产品结构延续升级，甘肃市场稳步夯实

2024 年 08 月 20 日

► **事件：**2024 年 8 月 19 日，公司发布 24 年半年报，公司 24H1 实现营收 17.54 亿元，同增 15.17%；实现归母净利润 2.95 亿元，同增 15.96%；实现扣非归母净利润 3.02 亿元，同增 19.08%。单二季度看，24Q2 实现营收 6.78 亿元，同增 7.73%；实现归母净利润 0.74 亿元，同增 1.88%；实现扣非归母净利润 0.80 亿元，同增 10.56%。

► **高档产品势能向上，基地市场持续精耕。分产品看，**24H1 公司 300 元以上/100-300 元/100 元以下产品分别实现营收 3.13/8.90/5.22 亿元，同比+44.17%/+14.97%/+1.77%，占比 18.14%/51.61%/30.25%，公司持续优化产品结构，保持渠道库存良性可控，完成世纪金徽四星、柔和金徽 H3、H6 价格上调，300 元以上年份、金徽老窖等产品销售收入增长表现较优，助推产品结构进一步升级。**分区域看，**公司坚持“布局全国、深耕西北、重点突破”的市场战略，24H1 甘肃省内/省外市场分别实现营收 13.49/3.76 亿元，同增 16.84%/7.79%，占比分别为 78.21%/21.79%。公司夯实大西北根据地市场建设，华东市场、北方市场优化商业模式，通过消费者培育持续打造样板市场。**分渠道看，**24H1 公司经销商/互联网销售/直销（含团购）渠道营收分别实现营业收入 16.41/0.44/0.40 亿元，分别同比+15.27%/+36.51%/-15.96%。**经销商层面，**公司稳步扩张，省外区域招商力度加码，截至 24H1，公司经销商数量为 1025 家，省内/省外经销商数量为 286/739 家，分别净增加 14 家/147 家。

► **毛利率稳健提升，费用投入节奏稳定。**公司产品结构持续优化，24H1 销售毛利率为 65.12%，同增 1.36pcts；归母净利率为 16.82%，同增 0.12pcts，扣非净利率 17.21%，同增 0.57pcts，公司上半年新增在建工程项目导致营业外支出增加。公司 24H1 销售费用率为 19.16%，同减 0.20pcts；职工薪酬及社保费同比增加，管理费用率为 9.70%，同增 0.72pcts。24H1 末销售收现 18.77 亿元，同增 12.83%；期末合同负债 4.83 亿元，同增 9.30%；经营性现金流 3.46 亿元，同减 1.90%，主要由于购买商品及支付的各项税费同比增加。

► **投资建议：**公司夯实甘肃省内基地市场，不断在高端引领、大众消费实现突破；滚动发展环甘肃西北市场，陕西、内蒙、宁夏、青海等省份稳步提升；同时逐步培育华东及北方市场第二增长曲线，有望顺利实现 2024 年公司营业收入 30 亿元、净利润 4 亿元的发展目标。我们预计公司 24~26 年营收分别为 30.76/37.28/45.14 亿元，归母净利润分别为 4.01 /4.81/5.81 亿元，当前股价对应 P/E 分别为 23/19/16X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**甘肃省内白酒竞争加剧；省外样板市场扩张不及预期；场景恢复不及预期；产品结构升级不及预期；股权质押带来股权不稳定性风险等。

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2,548	3,076	3,728	4,514
增长率 (%)	26.6	20.7	21.2	21.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	329	401	481	581
增长率 (%)	17.3	21.9	20.0	20.7
每股收益 (元)	0.65	0.79	0.95	1.14
PE	28	23	19	16
PB	2.8	2.7	2.6	2.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 8 月 19 日收盘价）

## 推荐

维持评级

当前价格：

18.05 元



分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师 胡慧铭

执业证书：S0100524060006

邮箱：huhuiming@mszq.com

## 相关研究

- 1.金徽酒 (603919.SH) 2024 年一季报点评：产品结构优化显著，基地市场持续精耕-2024/04/21
- 2.金徽酒 (603919.SH) 2023 年年报点评：大本营市占率稳步提升，产品结构延续升级-2024/03/17
- 3.金徽酒 (603919.SH) 2023 年三季报点评：结构持续优化，扩张势能强劲-2023/10/17
- 4.金徽酒 (603919.SH) 2022 年年报点评：结构升级延续，开启扩张新征程-2023/03/23

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,548	3,076	3,728	4,514
营业成本	957	1,161	1,414	1,705
营业税金及附加	375	446	544	663
销售费用	535	629	753	911
管理费用	275	323	392	483
研发费用	51	71	86	104
EBIT	376	473	567	682
财务费用	-20	-11	-9	-11
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	397	484	576	693
营业外收支	-17	-12	-12	-14
利润总额	380	472	564	680
所得税	57	71	83	99
净利润	323	401	481	581
归属于母公司净利润	329	401	481	581
EBITDA	500	598	694	812

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,042	902	1,056	1,321
应收账款及票据	7	18	18	20
预付款项	11	9	11	14
存货	1,620	1,858	2,169	2,462
其他流动资产	59	35	37	38
流动资产合计	2,739	2,821	3,290	3,856
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,364	1,368	1,373	1,380
无形资产	213	216	221	228
非流动资产合计	1,663	1,776	1,789	1,807
资产合计	4,402	4,597	5,079	5,662
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	175	210	255	308
其他流动负债	854	992	1,187	1,424
流动负债合计	1,029	1,201	1,443	1,732
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	51	49	50	51
非流动负债合计	51	49	50	51
负债合计	1,080	1,251	1,493	1,783
股本	507	507	507	507
少数股东权益	-3	-3	-3	-2
股东权益合计	3,323	3,346	3,586	3,879
负债和股东权益合计	4,402	4,597	5,079	5,662

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	26.64	20.73	21.21	21.07
EBIT 增长率	24.85	25.82	19.82	20.42
净利润增长率	17.35	21.88	20.00	20.70
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	62.44	62.25	62.06	62.23
净利润率	12.91	13.03	12.90	12.86
总资产收益率 ROA	7.47	8.72	9.47	10.25
净资产收益率 ROE	9.89	11.97	13.40	14.96
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.66	2.35	2.28	2.23
速动比率	1.05	0.77	0.75	0.78
现金比率	1.01	0.75	0.73	0.76
资产负债率 (%)	24.52	27.21	29.40	31.49
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	0.97	0.86	0.72	0.60
存货周转天数	589.16	539.11	512.40	488.99
总资产周转率	0.60	0.68	0.77	0.84
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.65	0.79	0.95	1.14
每股净资产	6.56	6.60	7.08	7.65
每股经营现金流	0.89	0.98	1.08	1.41
每股股利	0.39	0.47	0.57	0.69
<b>估值分析</b>				
PE	28	23	19	16
PB	2.8	2.7	2.6	2.4
EV/EBITDA	16.45	13.76	11.86	10.14
股息收益率 (%)	2.16	2.62	3.15	3.80

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	323	401	481	581
折旧和摊销	124	125	127	129
营运资金变动	19	-54	-75	-12
经营活动现金流	450	499	547	715
资本开支	-66	-249	-138	-144
投资	1	0	0	0
投资活动现金流	-65	-251	-138	-144
股权募资	2	0	0	0
债务募资	0	3	0	0
筹资活动现金流	-162	-389	-256	-305
现金净流量	223	-141	154	265

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026