

省内稳健，省外蓄势

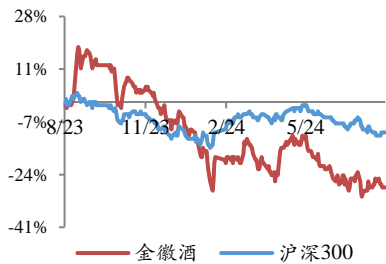
——金徽酒 2024Q2 点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-08-20

收盘价(元)	17.10
近12个月最高/最低(元)	30.27/16.90
总股本(百万股)	507
流通股本(百万股)	507
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	87
流通市值(亿元)	87

公司价格与沪深300走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

联系人：郑少轩

执业证书号：S0010124040001

主要观点：

公司发布 2024H1 业绩：

- 24Q2：营业总收入 6.78 亿元 (+7.73%)，归母净利润 0.74 亿元 (+1.88%)，扣非 0.80 亿元 (+10.56%)。
- 24H1：营业总收入 17.54 亿元 (+15.17%)，归母净利润 2.95 亿元 (+15.96%)，扣非 3.02 亿元 (+19.08%)。
- 24Q2 收入/扣非基本符合预期，归母净利润不及预期。**

收入端：年份保持增长势能，静待双节旺季

- 分价格带看，24Q2 公司 300 元以上/100-300 元/100 元以下营收分别同比+7.1%/2.7%/13.3%。对应产品结构分别+0.1/-1.9/+1.8pct。我们预计年份系列在公司资源倾斜下仍保持增长势能，省内高地兰州市场消费氛围持续培育；柔和系列主动控货提价以引领省内大众价格带消费升级趋势，当前渠道库存处于低位，双节旺季蓄势待发；四星/三星定位省内大众价格带，叠加公司“千村万乡”工程推进，预计增速阶段性领先。

- 分区域看，24Q2 省内/省外营收分别同比+8.3%/1.1%。公司持续巩固省内基地市场，省外聚焦打造样板市场，Q2 净增经销商 130 家，预计 H2 省外营收增速能有一定改善。

盈利端：子公司扭亏扰动所得税率

- 24Q2 公司毛利率同比+2.62pct，或因公司降低货折所致。同期公司销售/管理费率分别同比-0.5/+1.06pct，公司费用投放更为精准，管理费率上升主要系职工薪酬增加。24Q2 所得税 0.23 亿，远高于去年同期 0.05 亿，预计系子公司扭亏冲回递延所得税资产所致。综上，公司净利率同比-0.47pct。若扣除此影响，公司 24Q2 所得税前利润同比+26.6%。

投资建议：维持“买入”

我们的观点：

公司省内稳健增长，向上培育年份系列，提高品牌影响力；主动提价柔和系列，引领省内大众消费升级趋势；向下持续推进“千村万乡”工程，瞄准河西走廊，积极提高市占率。省外聚焦打造样板市场，加快招商进度。中长期看，公司盈利能力有望在规模效应+费投优化下逐步提高。

盈利预测：我们维持前期盈利预测，预计公司 2024-2026 年分别实现营业总收入 30.49/36.39/42.96 亿元，分别同比增长 19.7%/19.4%/18.0%；实现归母净利润 4.01/5.03/6.49 亿元，分别同

比增长 22.0%/25.5%/28.9%；当前股价对应 PE 分别为 21.62/17.23/13.37 倍，维持“买入”评级。

➤ **风险提示：**

产品推广不及预期，渠道景气不及预期，市场竞争加剧，食品安全事件。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2548	3049	3639	4296
收入同比 (%)	26.6%	19.7%	19.4%	18.0%
归属母公司净利润	329	401	503	649
净利润同比 (%)	17.3%	22.0%	25.5%	28.9%
毛利率 (%)	62.4%	63.0%	63.6%	64.7%
ROE (%)	9.9%	11.8%	13.5%	15.7%
每股收益 (元)	0.65	0.79	0.99	1.28
P/E	37.88	21.62	17.23	13.37
P/B	3.75	2.54	2.32	2.10
EV/EBITDA	22.94	13.72	10.84	8.35

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至 2024 年 8 月 20 日

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	2739	3167	3795	4473	营业收入	2548	3049	3639	4296
现金	1042	914	1211	1585	营业成本	957	1128	1323	1517
应收账款	7	9	10	12	营业税金及附加	375	450	537	634
其他应收款	36	43	51	60	销售费用	535	646	768	902
预付账款	11	13	14	17	管理费用	275	329	393	455
存货	1620	2166	2485	2776	财务费用	-20	-27	-24	-32
其他流动资产	23	23	23	23	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	1663	1561	1472	1381	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	1	1	1
固定资产	1364	1248	1132	1016	营业利润	397	480	599	768
无形资产	213	221	234	246	营业外收入	2	1	1	1
其他非流动资产	86	91	106	119	营业外支出	19	15	16	16
资产总计	4402	4728	5267	5855	利润总额	380	466	584	753
流动负债	1029	1274	1493	1701	所得税	57	70	88	113
短期借款	0	0	0	0	净利润	323	396	497	640
应付账款	175	211	248	282	少数股东损益	-6	-5	-7	-9
其他流动负债	854	1063	1245	1418	归属母公司净利润	329	401	503	649
非流动负债	51	48	48	48	EBITDA	500	568	691	853
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.65	0.79	0.99	1.28
其他非流动负债	51	48	48	48					
负债合计	1080	1323	1542	1749					
少数股东权益	-3	-9	-16	-24					
股本	507	507	507	507					
资本公积	871	871	871	871					
留存收益	1948	2035	2363	2752					
归属母公司股东权益	3326	3414	3741	4130					
负债和股东权益	4402	4728	5267	5855					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	2026E
经营活动现金流	450	237	530	688	成长能力				
净利润	323	396	497	640	营业收入	26.6%	19.7%	19.4%	18.0%
折旧摊销	124	129	131	131	营业利润	26.4%	21.1%	24.6%	28.4%
财务费用	-8	1	1	1	归属于母公司净利	17.3%	22.0%	25.5%	28.9%
投资损失	0	-1	-1	-1	获利能力				
营运资金变动	19	-315	-111	-98	毛利率 (%)	62.4%	63.0%	63.6%	64.7%
其他经营现金流	296	737	622	753	净利率 (%)	12.9%	13.2%	13.8%	15.1%
投资活动现金流	-65	-55	-56	-54	ROE (%)	9.9%	11.8%	13.5%	15.7%
资本支出	-66	-43	-46	-44	ROIC (%)	9.5%	10.8%	12.7%	14.8%
长期投资	1	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	0	-12	-10	-10	资产负债率 (%)	24.5%	28.0%	29.3%	29.9%
筹资活动现金流	-162	-311	-177	-260	净负债比率 (%)	32.5%	38.9%	41.4%	42.6%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	2.66	2.49	2.54	2.63
长期借款	0	0	0	0	速动比率	1.05	0.76	0.85	0.97
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.60	0.67	0.73	0.77
其他筹资现金流	-162	-311	-177	-260	应收账款周转率	372.75	386.36	385.88	383.94
现金净增加额	223	-129	298	374	应付账款周转率	5.99	5.84	5.76	5.72
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.65	0.79	0.99	1.28
					每股经营现金流 (摊)	0.89	0.47	1.04	1.36
					每股净资产	6.56	6.73	7.37	8.14
					估值比率				
					P/E	37.88	21.62	17.23	13.37
					P/B	3.75	2.54	2.32	2.10
					EV/EBITDA	22.94	13.72	10.84	8.35

资料来源: wind, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

联系人：郑少轩，上海财经大学金融学博士，曾任职于广银理财。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。