

2024年08月21日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

收入符合预期，省内基本盘持续夯实

—金徽酒（603919.SH）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005
sunss@cfsc.com.cn

2024年8月19日，金徽酒发布2024年半年度报告。

投资要点

基本数据

2024-08-20

当前股价（元）	17.1
总市值（亿元）	87
总股本（百万股）	507
流通股本（百万股）	507
52周价格范围（元）	17.1-30.11
日均成交额（百万元）	100.47

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《金徽酒（603919）：业绩高质量增长，产品结构持续优化》2024-04-20
- 2、《金徽酒（603919）：业绩符合预期，产品结构持续优化》2024-03-16
- 3、《金徽酒（603919）：三季报收入超预期，省外扩张势能不减》2023-10-17

■ 二季度收入符合预期，严控费投做自然动销

公司2024H1营收17.54亿元（同增15%），归母净利润2.95亿元（同增16%），扣非归母净利润3.02亿元（同增19%）。2024Q2公司营收6.78亿元（同增8%），增速基本符合预期，归母净利润0.74亿元（同增2%），扣非归母净利润0.80亿元（同增11%）。**盈利端**，产品结构优化叠加包材采购成本下降，2024Q2公司毛利率同增3pct至64.67%，部分产品提价落地，预计全年毛利同比优化，销售费用率同减1pct至21.03%，淡季持续控货挺价，延续营销转型动作，坚持费投下沿至终端，预计全年费用率保持稳定，管理费用率同增1pct至12.54%，主要系职工薪酬增加所致。对外捐赠时点提前，影响净利率同减0.5pct至10.74%。2024Q2公司合同负债4.83亿元（同增9.30%），主要系公司紧回款、慢发货所致，目前渠道库存维持低位。

■ 提价控货维稳价盘，省内精细化运作基础夯实

分产品来看，2024Q2公司300元以上白酒收入为1.22亿元（同增7%），年份系列势能延续，持续做品牌引领；2024Q2公司100-300元白酒收入3.39亿元（同增3%），公司以能量系列为核心，从100元到200元价格带做培育，报告期内，公司针对四星/H3/H6提价8-10元，强化省内100-300元价格带份额，不断实现利益链条捋顺，推进盈利优化。2024Q2公司100元以下白酒收入1.98亿元（同增13%）。Q3宴席旺季开启，关注省内消费升级对宴席渠道的提振。**分渠道来看**，2024Q2公司经销/直销（含团购）/互联网渠道营收分别为6.34/0.13/0.12亿元，分别同比+9%/-53%/-1%，经销渠道基本盘稳固，互联网渠道围绕流量、团队做精细化运营，截至2024H1末，公司经销商共1025家，较年初净增加161家，省外加大招商力度做市场增量，后续通过经销商培育提升单商规模。**分区域来看**，2024Q2省内收入5.00亿元（同增8%），在竞对以价换量情况下，公司坚持做价盘管控，推进商务场景补足，预计中长期省内仍为增长主力。省外收入1.58亿元（同增1%），公司坚持甘青新一体化，差

异化布局营销转型动作，通过样板市场打造实现点状突破。

■ 盈利预测

公司产品结构升级趋势良好，省内市场精细化运营，西北一体化提高资源配置效率，淡季公司以控货挺价为主，推进营销转型，实现良性增长。预计 2024-2026 年 EPS 分别为 0.80/1.01/1.24 元，当前股价对应 PE 分别为 21/17/14 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、省外扩张不及预期、高档酒增长不及预期、消费者培育不及预期等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	2,548	3,020	3,595	4,149
增长率（%）	26.6%	18.5%	19.1%	15.4%
归母净利润（百万元）	329	406	511	627
增长率（%）	17.3%	23.5%	25.8%	22.7%
摊薄每股收益（元）	0.65	0.80	1.01	1.24
ROE（%）	9.9%	11.5%	13.4%	15.1%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	1,042	1,143	1,511	1,962
应收款	43	33	34	34
存货	1,620	1,877	1,843	1,799
其他流动资产	34	45	47	46
流动资产合计	2,739	3,097	3,434	3,841
非流动资产:				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	1,364	1,275	1,190	1,111
在建工程	2	1	0	0
无形资产	213	202	192	182
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	84	84	84	84
非流动资产合计	1,663	1,562	1,466	1,377
资产总计	4,402	4,659	4,900	5,217
流动负债:				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	175	171	149	141
其他流动负债	278	278	278	278
流动负债合计	1,029	1,069	1,038	1,021
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	51	51	51	51
非流动负债合计	51	51	51	51
负债合计	1,080	1,120	1,089	1,072
所有者权益				
股本	507	507	507	507
股东权益	3,323	3,539	3,811	4,145
负债和所有者权益	4,402	4,659	4,900	5,217

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	323	404	509	625
少数股东权益	-6	-2	-2	-2
折旧摊销	110	102	95	89
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	24	-218	0	28
经营活动现金净流量	450	287	602	739
投资活动现金净流量	-65	91	85	79
筹资活动现金净流量	-285	-188	-237	-291
现金流量净额	100	190	450	527

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,548	3,020	3,595	4,149
营业成本	957	1,116	1,293	1,447
营业税金及附加	375	441	525	606
销售费用	535	631	751	867
管理费用	275	326	388	448
财务费用	-20	-32	-42	-55
研发费用	51	61	72	83
费用合计	841	986	1,170	1,344
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	397	491	611	753
加:营业外收入	2	2	3	3
减:营业外支出	19	16	14	20
利润总额	380	477	600	736
所得税费用	57	72	91	111
净利润	323	404	509	625
少数股东损益	-6	-2	-2	-2
归母净利润	329	406	511	627

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	26.6%	18.5%	19.1%	15.4%
归母净利润增长率	17.3%	23.5%	25.8%	22.7%
盈利能力				
毛利率	62.4%	63.1%	64.0%	65.1%
四项费用/营收	33.0%	32.7%	32.5%	32.4%
净利率	12.7%	13.4%	14.2%	15.1%
ROE	9.9%	11.5%	13.4%	15.1%
偿债能力				
资产负债率	24.5%	24.0%	22.2%	20.5%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.8
应收账款周转率	59.2	91.3	104.3	121.7
存货周转率	0.6	0.8	1.0	1.1
每股数据(元/股)				
EPS	0.65	0.80	1.01	1.24
P/E	26.4	21.4	17.0	13.8
P/S	3.4	2.9	2.4	2.1
P/B	2.6	2.4	2.3	2.1

食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所。

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。