

金徽酒（603919）

24H1 业绩点评：行而不辍，张弛并济

买入（维持）

2024 年 08 月 20 日

证券分析师 孙瑜

执业证书：S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

研究助理 于思淼

执业证书：S0600123070030

yusm@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	2012	2548	3017	3540	4190
同比（%）	12.49	26.64	18.43	17.34	18.36
归母净利润（百万元）	280.24	328.86	399.64	488.04	597.36
同比（%）	(13.73)	17.35	21.52	22.12	22.40
EPS-最新摊薄（元/股）	0.55	0.65	0.79	0.96	1.18
P/E（现价&最新摊薄）	32.67	27.84	22.91	18.76	15.33

投资要点

■ **事件：**公司发布 24H1 财报，24H1 营收 17.54 亿元/同比+15.17%；归母净利润 2.95 亿元/同比+15.96%；24Q2 营收 6.78 亿元/同比+7.73%；归母净利润 0.74 亿元/同比+1.88%。

■ **Q2 收入符合预期，结构升级张弛并济。**24Q2 公司实现酒类销售收入 6.6 亿元，同比+6.5%，经过 Q1 旺季放量，淡季主要进行渠道调控。考虑 24H1 酒类收入同增 14.7%，期末渠道库存进一步消化至约 1.5 月健康水平，预计全年收入目标（同比 18%）有望稳步兑现。**1）分产品看：**24Q2 公司 300 元以上/100~300 元/100 元以下收入分别为 1.2/3.4/2.0 亿元，同增 7.1%/2.7%/13.3%，结构环比 Q1 基本一致，百元以上占比达 70%。**Q2 公司针对金徽四星、柔和系列（H3、H6）适时提价（8~10 元左右）并主动控货，以进一步强化其在 100-300 元价位带站位。****2）分区域看：**24Q2 省内/省外收入分别为 5.0/1.6 亿元，同增 8.3%/1.1%。省内采取“一县一策”区域运营策略分而治之，陇东南引领结构升级维持市占率稳固；“大兰州”市场以圈层培育思路精准营销，年份系列口碑提升有望提振份额表现；中部和河西市场市占率较低，规划通过增投资源转化增量。省外聚焦打造样板市场，围绕西北五省开辟第二根据地市场，打造甘青新、陕宁一体化建设，目前点状市场站位逐步成形。Q2 省外净增经销商 130 家，渠道招商、网点铺货有序推进，有望进一步带来增量贡献。

■ **销售费率有所优化，所得税及对外捐赠扰动利润表现。****1）收现端：**24Q2 季末公司合同负债 4.8 亿元，同比/环比分别为+0.4/-1.5 亿元，主系公司提倡久回款、慢发货，节奏稳扎稳打。24H1 公司收入+Δ预收同增 14.2%。**2）利润端：**24Q2 销售净利率同比-0.5pct 至 10.7%，主系所得税率及对外捐赠影响。**①Q2 毛利率同比+2.6pct 至 64.7%，**源于结构提升及提价贡献，参考 H1 毛利率水平（同比+1.4pct 至 65.1%），预计全年有望保持较好升势。**②Q2 销售费率同比-0.5pct 至 21.0%，**主系淡季控货提价，收缩渠道促销费用。考虑公司当前正处转型发展期，围绕 C 端置顶进行品牌及消费培育的投入大方向不变，预计年内销售费率保持稳定。**③Q2 管理费率（含研发）同增 0.7pct，**主系职工薪酬及社保费增加。**④Q2 所得税税率同比+17.2pct 至 24.3%（同增约 0.2 亿元），**主系期内部分销售子公司扭亏为盈，递延所得税资产冲回。此外，对外捐赠（24H1 同增 0.16 亿至 0.17 亿元）错期确认，亦拖累 Q2 净利率表现，全年预期捐赠支出保持平稳。

■ **盈利预测与投资评级：**公司 Q2 适时调控节奏，渠道质量与产品结构先行。看好公司战略执行力与内生驱动力稳步兑现，西北大本营品牌口碑持续放大，预计全年兑现可期，我们基本维持 2024-2026 年归母净利润为 4.0/4.9/6.0 亿元，分别同比+21.5%、22.1%、22.4%，当前市值对应 2024-26 年 PE 为 23/19/15X，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**省内竞争加剧，省外开拓不及预期；经济环境持续疲软影响产品升级、食品安全问题。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.05
一年最低/最高价	17.16/30.80
市净率(倍)	2.74
流通 A 股市值(百万元)	9,156.04
总市值(百万元)	9,156.04

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.60
资产负债率(%，LF)	22.53
总股本(百万股)	507.26
流通 A 股(百万股)	507.26

相关研究

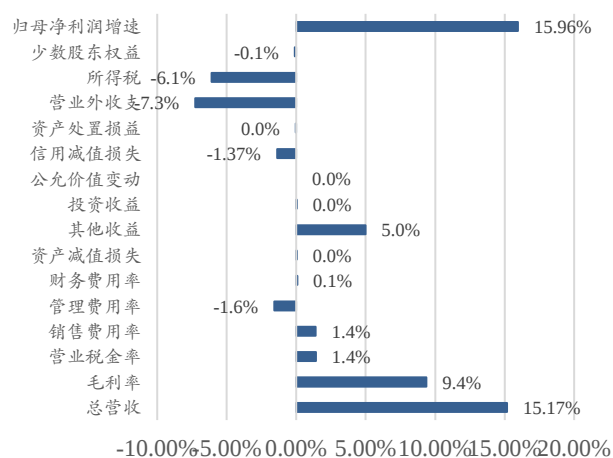
《金徽酒(603919)：夙兴夜寐，陇南美酒耀西北》

2024-04-22

《金徽酒(603919)：2024 一季报点评：高价位带快增引领，Q1 开局表现亮眼》

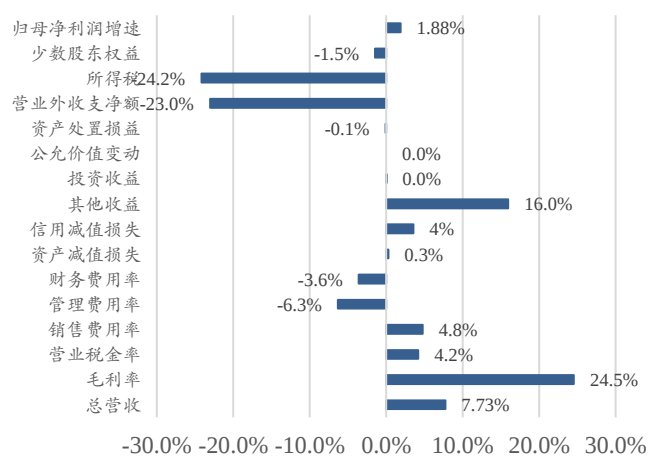
2024-04-21

图1：24H1 金徽酒归母净利润同比增速贡献拆分



数据来源：wind、东吴证券研究所

图2：24Q2 金徽酒归母净利润同比增速贡献拆分



数据来源：wind、东吴证券研究所

金徽酒三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,739	3,128	3,616	4,219	营业总收入	2,548	3,017	3,540	4,190
货币资金及交易性金融资产	1,042	1,211	1,418	1,683	营业成本(含金融类)	957	1,096	1,271	1,483
经营性应收款项	18	21	24	28	税金及附加	375	445	522	618
存货	1,620	1,832	2,107	2,438	销售费用	535	634	740	876
合同资产	0	0	0	0	管理费用	275	329	384	453
其他流动资产	59	65	67	69	研发费用	51	60	74	92
非流动资产	1,663	1,607	1,551	1,495	财务费用	(20)	(10)	(11)	(13)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	23	24	32	38
固定资产及使用权资产	1,386	1,304	1,224	1,143	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	2	2	3	3	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	213	227	241	256	减值损失	(1)	1	1	1
商誉	1	1	1	1	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	24	34	44	54	营业利润	397	489	593	721
其他非流动资产	38	38	38	38	营业外净收支	(17)	(20)	(20)	(20)
资产总计	4,402	4,735	5,167	5,713	利润总额	380	469	572	701
流动负债	1,029	1,168	1,349	1,557	减:所得税	57	75	92	112
短期借款及一年内到期的非流动负债	20	20	20	20	净利润	323	394	481	589
经营性应付款项	175	204	230	268	减:少数股东损益	(6)	(6)	(7)	(9)
合同负债	575	658	763	890	归属母公司净利润	329	400	488	597
其他流动负债	259	286	337	379	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.65	0.79	0.96	1.18
非流动负债	51	51	51	51	EBIT	376	453	549	669
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	500	568	665	786
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	62.44	63.66	64.09	64.61
租赁负债	10	10	10	10	归母净利率(%)	12.91	13.25	13.79	14.26
其他非流动负债	41	41	41	41	收入增长率(%)	26.64	18.43	17.34	18.36
负债合计	1,080	1,219	1,400	1,607	归母净利润增长率(%)	17.35	21.52	22.12	22.40
归属母公司股东权益	3,326	3,526	3,784	4,131					
少数股东权益	(3)	(9)	(16)	(25)					
所有者权益合计	3,323	3,517	3,767	4,106					
负债和股东权益	4,402	4,735	5,167	5,713					

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	重要财务与估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	450	446	517	595	每股净资产(元)	6.56	6.95	7.46	8.14
投资活动现金流	(65)	(78)	(80)	(79)	最新发行在外股份(百万股)	507	507	507	507
筹资活动现金流	(162)	(200)	(230)	(250)	ROIC(%)	9.77	11.04	12.55	14.17
现金净增加额	223	169	207	265	ROE-摊薄(%)	9.89	11.34	12.90	14.46
折旧和摊销	124	115	116	117	资产负债率(%)	24.52	25.74	27.10	28.14
资本开支	(66)	(68)	(70)	(70)	P/E(现价&最新股本摊薄)	27.84	22.91	18.76	15.33
营运资本变动	19	(82)	(99)	(130)	P/B(现价)	2.75	2.60	2.42	2.22

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>