

金徽酒 (603919.SH)

优于大市

二季度收入增长 7.7%，捐赠错期及所得税率提升影响净利率

核心观点

2024年第二季度公司收入同比+7.7%，净利润同比+1.9%。2024上半年公司实现营业总收入 17.54 亿元，同比+15.2%；实现归母净利润 2.95 亿元，同比+16.0%。其中，2024 年第二季度实现营业总收入 6.78 亿元，同比+7.7%；实现归母净利润 0.74 亿元，同比+1.9%。

2024Q2 产品结构下移，但毛利率端表现稳健。分产品看，2024Q2 公司 300 元以上/100-300 元/100 元以下产品收入同比+7.1%/+2.7%/+13.3%，产品结构有所下移主因二季度淡季大众价位需求韧性较好，金徽三星、四星等贡献主要增速。2024Q2 毛利率同比+2.63pcts，预计系 1) 促销活动减少下成本端改善；2) 部分产品提价贡献。**分区域看**，2024Q2 省内/省外收入同比+8.30%/+1.10%，省内自 2020 下半年开启营销转型，重点做消费者培育工作，基本盘市场进一步稳固；省外经销商环比增加 130 家，在此前异业团购商基础上补充增加具有酒水资源的小商，销售团队有所扩充。

对外捐赠节奏差异影响，2024Q2 扣非归母净利润同比+10.6%。2024Q2 费用率整体保持平稳。2024Q2 净利润率同比-0.63pcts 主因营业外支出增加及所得税率提升所致：1) 2024Q2 营业外支出同比增加 1721 万元，其中 24H1 对外捐赠同比增加 1601 万元，一次性划转给正能量基金会进行爱心助学等项目，往年对外捐赠发生在下半年，预计 2024H2 营业外支出出现大幅波动的可能性较小；2) 2024Q2 公司所得税率 24.3%，同比+17.1pcts，主因上半年公司部分销售公司实现盈利，冲减往年亏损时递延所得税资产，报表端税金增加较多。

预收端同比+9.3%，回购股份进展顺利。2024Q2 销售收现 6.39 亿元/同比-12.8%；截至 Q2 末公司合同负债 4.83 亿元，一季度末高基数下环比下降 1.48 亿元，同比+9.3%；二季度淡季需求较弱为白酒行业共性，经销商打款积极性不高，公司在省内大众价位仍具有一定基本盘优势，产品以自然动销为主，控货挺价下渠道库存处于较低水位，伴随中秋旺季来临终端开启补库，公司回款有望改善。3 月公司公告拟回购股份用于员工持股计划或股权激励，截至 7 月底公司已回购股份支付总金额 1.81 亿元，伴随今年回购计划稳步完成，预计明年起逐步推进激励方案。

风险提示：宏观经济及白酒需求复苏不及预期；省内外竞争加剧等。

投资建议：展望下半年公司经营节奏从容，完成全年收入目标确定性较大，行业需求压力下或加大费用投入。略下调此前预测，预计 2024-2025 年营业收入 30.05/35.77 亿元，同比+17.9%/+19.0%（前值为 18.2%/19.4%）；归母净利润 3.92/4.75 亿元，同比+19.3%/+21.2%（前值为 23.4%/26.3%）；当前股价对应 2024 年 23.2 倍 P/E，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,012	2,548	3,005	3,577	4,184
(+/-%)	12.5%	26.6%	17.9%	19.0%	17.0%
净利润(百万元)	280	329	392	475	583
(+/-%)	-13.7%	17.3%	19.3%	21.2%	22.7%
每股收益(元)	0.55	0.65	0.77	0.94	1.15
EBIT Margin	14.0%	13.9%	14.1%	14.2%	14.9%
净资产收益率 (ROE)	8.9%	9.9%	10.9%	12.1%	13.4%
市盈率 (PE)	32.7	27.8	23.3	19.3	15.7
EV/EBITDA	26.1	22.1	18.3	16.2	14.0
市净率 (PB)	2.91	2.75	2.54	2.33	2.11

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·白酒 II

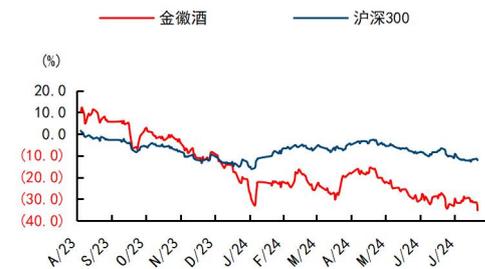
证券分析师：张向伟 联系人：张未艾
021-61761031

zhangxiangwei@guosen.com.cn zhangweiai@guosen.com.cn
S0980523090001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	17.10 元
总市值/流通市值	8674/8674 百万元
52 周最高价/最低价	30.80/17.03 元
近 3 个月日均成交额	53.64 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《金徽酒 (603919.SH) - 产品结构持续升级，现金流增速优于收入》——2024-04-21
- 《金徽酒 (603919.SH) - 产品结构延续升级，省内一体化取得突破》——2024-03-25
- 《金徽酒 (603919.SH) - 西北区域名酒发展步入快车道》——2024-01-14
- 《金徽酒 (603919.SH) - 三季度高档酒表现突出，产品结构持续向上》——2023-10-21
- 《金徽酒 (603919.SH) - 2 疫情拖累 2 季度业绩下滑，产品结构优化稳步推进》——2022-08-22

2024 年第二季度公司收入同比+7.7%，净利润同比+1.9%。2024 上半年公司实现营业总收入 17.54 亿元，同比+15.2%；实现归母净利润 2.95 亿元，同比+16.0%。其中，2024 年第二季度实现营业总收入 6.78 亿元，同比+7.7%；实现归母净利润 0.74 亿元，同比+1.9%。

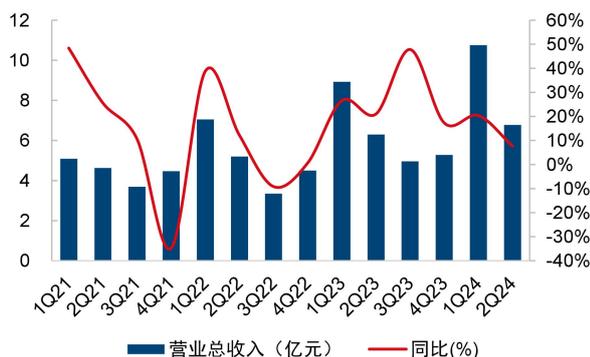
2024Q2 产品结构下移，但毛利率端表现稳健。分产品看，2024Q2 公司 300 元以上/100-300 元/100 元以下产品收入同比+7.1%/+2.7%/+13.3%，产品结构有所下移主因二季度淡季大众价位需求韧性较好，金徽三星、四星等贡献主要增速。2024Q2 毛利率同比+2.63pcts，预计系 1) 促销活动减少下成本端改善；2) 部分产品提价贡献。分区域看，2024Q2 省内/省外收入同比+8.30%/+1.10%，省内自 2020 年下半年开启营销转型，重点做消费者培育工作，基本盘市场进一步稳固；省外经销商环比增加 130 家，在此前异业团购商基础上补充增加具有酒水资源的小商，销售团队有所扩充。

对外捐赠节奏差异影响，2024Q2 扣非归母净利润同比+10.6%。2024Q2 费用率整体保持平稳。2024Q2 净利润率同比-0.63pcts 主因营业外支出增加及所得税率提升所致：1) 2024Q2 营业外支出同比增加 1721 万元，其中 24H1 对外捐赠同比增加 1601 万元，一次性划转给正能量基金会进行爱心助学等项目，往年对外捐赠发生在下半年，预计 2024H2 营业外支出出现大幅波动的可能性较小；2) 2024Q2 公司所得税率 24.3%，同比+17.1pcts，主因上半年公司部分销售公司实现盈利，冲减往年亏损时递延所得税资产，报表端税金增加较多。

预收端同比+9.3%，回购股份进展顺利。2024Q2 销售收现 6.39 亿元/同比-12.8%；截至 Q2 末公司合同负债 4.83 亿元，一季度末高基数下环比下降 1.48 亿元，同比+9.3%；二季度淡季需求较弱为白酒行业共性，经销商打款积极性不高，公司在省内大众价位仍具有一定基本盘优势，产品以自然动销为主，控货挺价下渠道库存处于较低水位，伴随中秋旺季来临终端开启补库，公司回款有望改善。3 月公司公告拟回购股份用于员工持股计划或股权激励，截至 7 月底公司已回购股份支付总金额 1.81 亿元，伴随今年回购计划稳步完成，预计明年起逐步推进激励方案。

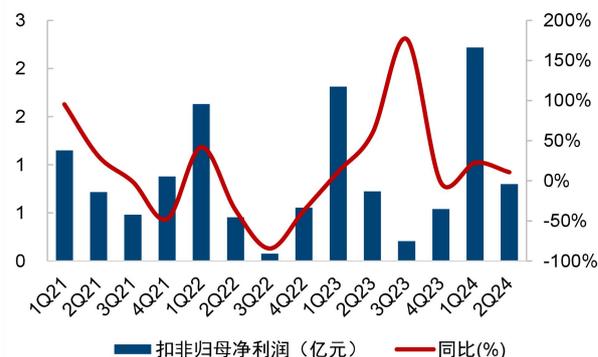
投资建议：展望下半年公司经营节奏从容，完成全年收入目标确定性较大，行业需求压力下或加大费用投入。略下调此前预测，预计 2024-2025 年营业收入 30.05/35.77 亿元，同比+17.9%/+19.0%（前值为 18.2%/19.4%）；归母净利润 3.92/4.75 亿元，同比+19.3%/+21.2%（前值为 23.4%/26.3%）；当前股价对应 2024 年 23.2 倍 P/E，维持“优于大市”评级。

图1: 2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速



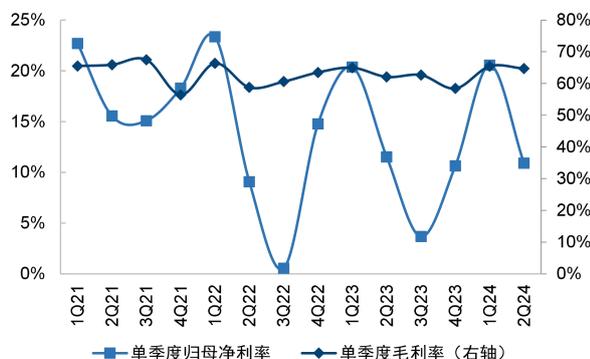
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图2: 2021Q1 至今公司单季度扣非归母净利润及同比增速



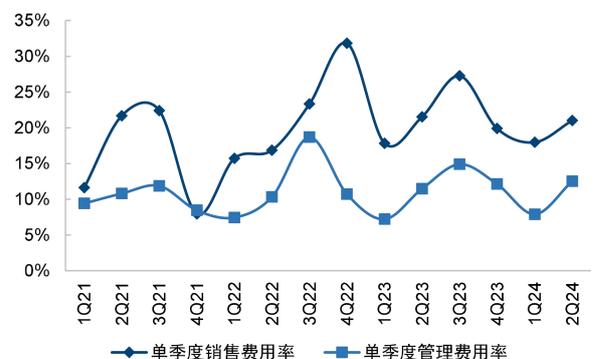
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图3: 2021Q1 至今公司单季度毛利率及净利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 2021Q1 至今公司单季度销售费用率及管理费用率



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

表1: 金徽酒盈利预测调整表

项目	调整前			调整后		调整幅度	
	2023A	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	2,548	3,012	3,595	3,005	3,577	-0.2%	-0.5%
收入同比增速%	26.6%	18.2%	19.4%	17.9%	19.0%	-0.29pcts	-0.3pcts
毛利率%	62.4%	63.4%	64.0%	63.3%	63.9%	-0.1pcts	-0.1pcts
销售费用率%	21.0%	22.0%	22.0%	21.3%	22.0%	-0.7pcts	0pcts
管理费用率%	10.8%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	0pcts	0pcts
归母净利润 (百万元)	329	406	513	392	475	-3.4%	-7.3%
归母净利润同比增速%	17.3%	23.4%	26.3%	19.3%	21.2%	-4.17pcts	-5.12pcts
净利率%	12.9%	13.5%	14.3%	13.1%	13.3%	-0.42pcts	-0.97pcts
EPS (元)	0.65	0.80	1.01	0.77	0.94	-3.4%	-7.3%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)		总市值 (亿元)		归母净利润 (亿元)		PE	
			2024/8/19	2024/8/19	2024E	2025E	2024E	2025E		
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,425.44	17,906.35	874	1013	20.5	17.7		
000858.SZ	五粮液	优于大市	123.95	4,811.25	335	379	14.4	12.7		
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	124.78	1,836.72	158	182	11.7	10.1		
600809.SH	山西汾酒	优于大市	184.03	2,245.10	131	159	17.1	14.2		
002304.SZ	洋河股份	优于大市	78.17	1,177.59	113	119	10.4	9.9		
000799.SZ	酒鬼酒	优于大市	39.32	127.76	6	7	21.3	19.4		

600702.SH	舍得酒业	优于大市	51.76	172.45	15	17	11.4	10.4
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	178.40	843.82	58	72	14.6	11.7
603369.SH	今世缘	优于大市	41.72	523.38	38	46	13.6	11.4
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	51.78	414.24	28	34	14.8	12.3
603589.SH	口子窖	优于大市	37.47	224.82	21	24	10.5	9.2
603919.SH	金徽酒	优于大市	18.05	91.56	3.9	4.8	23.3	19.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；除金徽酒以外其他公司采用 Wind 一致预期

风险提示

宏观经济及白酒需求复苏不及预期；省内外竞争加剧等。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	810	1042	1316	1602	1950	营业收入	2012	2548	3005	3577	4184
应收款项	26	43	51	60	71	营业成本	749	957	1102	1292	1491
存货净额	1512	1620	1862	2219	2596	营业税金及附加	294	375	451	537	628
其他流动资产	37	34	40	48	56	销售费用	420	535	640	787	920
流动资产合计	2386	2739	3269	3929	4672	管理费用	223	282	339	402	469
固定资产	1445	1366	1294	1217	1136	研发费用	50	51	59	60	59
无形资产及其他	199	213	204	196	187	财务费用	(13)	(20)	(29)	(36)	(44)
投资性房地产	66	84	84	84	84	投资收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	(0)	(0)	(1)	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
资产总计	4095	4402	4851	5425	6079	其他收入	(25)	(22)	(30)	(31)	(30)
短期借款及交易性金融负债	21	20	20	20	20	营业利润	314	397	472	565	690
应付款项	144	175	201	240	281	营业外净收支	(11)	(17)	(17)	(17)	(17)
其他流动负债	740	834	974	1171	1370	利润总额	303	380	455	548	673
流动负债合计	905	1029	1196	1431	1670	所得税费用	24	57	71	82	101
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(1)	(6)	(8)	(9)	(11)
其他长期负债	39	51	62	74	85	归属于母公司净利润	280	329	392	475	583
长期负债合计	39	51	62	74	85	现金流量表 (百万元)					
负债合计	944	1080	1258	1504	1755	净利润	280	329	392	475	583
少数股东权益	1	(3)	(7)	(12)	(18)	资产减值准备	0	0	(0)	(0)	(0)
股东权益	3150	3326	3601	3933	4341	折旧摊销	106	110	147	152	156
负债和股东权益总计	4095	4402	4851	5425	6079	公允价值变动损失	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
						财务费用	(13)	(20)	(29)	(36)	(44)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(71)	(3)	(78)	(128)	(144)
每股收益	0.55	0.65	0.77	0.94	1.15	其它	(1)	(3)	(4)	(5)	(6)
每股红利	0.22	0.30	0.23	0.28	0.34	经营活动现金流	314	432	458	494	589
每股净资产	6.21	6.56	7.10	7.75	8.56	资本开支	0	(24)	(66)	(66)	(66)
ROIC	8.78%	9.75%	11%	14%	17%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	8.90%	9.89%	11%	12%	13%	投资活动现金流	1	(24)	(66)	(66)	(66)
毛利率	63%	62%	63%	64%	64%	权益性融资	0	2	0	0	0
EBIT Margin	14%	14%	14%	14%	15%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	19%	18%	19%	18%	19%	支付股利、利息	(112)	(152)	(118)	(143)	(175)
收入增长	12%	27%	18%	19%	17%	其它融资现金流	52	126	0	0	0
净利润增长率	-14%	17%	19%	21%	23%	融资活动现金流	(172)	(177)	(118)	(143)	(175)
资产负债率	23%	24%	26%	28%	29%	现金净变动	143	232	274	285	348
股息率	1.2%	1.7%	1.3%	1.6%	1.9%	货币资金的期初余额	667	810	1042	1316	1602
P/E	32.7	27.8	23.3	19.3	15.7	货币资金的期末余额	810	1042	1316	1602	1950
P/B	2.9	2.8	2.5	2.3	2.1	企业自由现金流	0	383	360	390	477
EV/EBITDA	26.1	22.1	18.3	16.2	14.0	权益自由现金流	0	510	384	420	514

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032