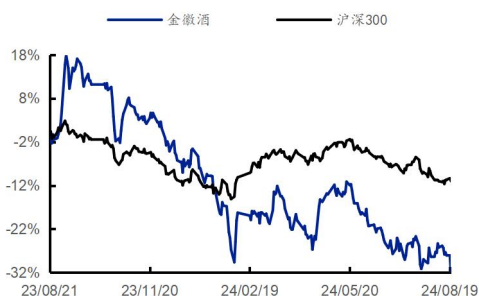


研究所：
 证券分析师：刘洁铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn
 证券分析师：秦一方 S0350523120001
 qinyf@ghzq.com.cn
 联系人：景皓 S0350124030009
 jingh@ghzq.com.cn

结构升级延续，全国化稳步推进

——金徽酒（603919）2024年半年报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
金徽酒	-10.8%	-22.7%	-32.0%
沪深300	-5.8%	-9.7%	-11.9%

市场数据

市场数据	2024/08/20
当前价格(元)	17.10
52周价格区间(元)	17.03-30.80
总市值(百万)	8,674.15
流通市值(百万)	8,674.15
总股本(万股)	50,726.00
流通股本(万股)	50,726.00
日均成交额(百万)	101.96
近一月换手(%)	0.53

相关报告

《金徽酒（603919）2024年一季报点评：产品结构持续升级，业绩表现亮眼（增持）*白酒II*刘洁铭，秦一方》——2024-04-21

《金徽酒（603919）2023年三季报点评：收入利润弹性增长，加大费用投放深耕市场（增持）*白酒II*薛玉虎，刘洁铭》——2023-10-17

事件：

2024年8月19日，金徽酒发布2024年半年度报告。2024H1公司实现营业收入17.54亿元，同比+15.17%；归母净利润2.95亿元，同比+15.96%；扣非归母净利润3.02亿元，同比+19.08%。2024Q2公司实现营业收入6.78亿元，同比+7.73%；归母净利润0.74亿元，同比+1.88%；扣非归母净利润0.8亿元，同比+10.56%。

投资要点：

- 产品结构持续升级，省内市场基础扎实，省外开拓稳步推进。**分产品看，2024H1公司300元以上/100-300元/100元以下产品分别实现营收3.13/8.9/5.22亿元，分别同比增长44.7%/15.0%/1.8%，300元以上产品增速显著，公司产品结构升级明显。2024H1公司完成了对世纪金徽4星、柔和金徽H3和H6在终端的涨价，一方面增强产品价值链，提升渠道信心；另一方面在核心价格带上进一步升级和强化品牌定位，占领消费者心智。从2024Q2单季度看，300元以上/100-300元/100元以下产品分别实现营收1.22/3.39/1.98亿元，分别同比增长7.1%/2.7%/13.3%，100+元产品环比Q1增速放缓，我们认为主要系白酒消费淡季，叠加公司主动控货提价，渠道活动节奏有所调整。分区域看，2024H1省内/省外分别实现营业收入13.49/3.76亿元，分别同比增长16.8%/7.8%；Q2单季度分别实现营收5.0/1.58亿元，分别同比+8.3%/1.1%。公司省内市场保持高增，省外市场稳中有进，Q2省内/省外分别净增加经销商3/130家，随着公司“布局全国、深耕西北、重点突破”的战略落地，甘肃省内根据地市场、环甘肃西北大本营市场进一步巩固，华东、北方、互联网等新兴市场及渠道将贡献新增长极。
- 多因素贡献下毛利率显著提升。**2024H1及2024Q2公司毛利率分别为65.12%/64.67%，分别同比+1.4/2.6pct。我们认为主要系三方面原因：1)产品结构持续升级；2)核心单品提价落地；3)淡季促销节奏放缓；4)包材等主要原材料价格回落。2024Q2公司淡季梳理产品结构与价格，营销节奏有所放缓，同时受益于费用投放更加精准，销售费用率同比-0.51pct为21.03%；管理费用率同比+1.06pct至12.54%，主要系人员数量增加+激励提升带来的员工薪酬增加。2024H1及2024Q2公司归母净利率分别为16.82%/10.91%，分别

同比+0.1/-0.7pct。2024H1 公司销售收现/经营性现金流量净额分别同比下滑 13%/2%，合同负债 4.83 亿元，环比-0.93 亿元。我们认为主要系公司提价前期主动控货，随着终端维持正常动销，我们预计目前渠道库存维持良性。

- **盈利预测和投资评级:**2024H1 公司顺利实现“时间过半、任务过半”，为下半年完成全年任务夯实基础。我们认为公司在产品端结构持续升级，次高端以上产品维持较高增速。柔和、四星等核心产品提价彰显战略定力及发展信心，在淡季理顺产品思路，增强渠道信心，增厚品牌价值。区域方面，甘肃核心市场消费者培育和结构升级的效果持续显现，市占率不断提升；陕西、新疆、宁夏等省外西北市场开发稳步推进。长期看，西北市场向 100-300 元价格带升级的趋势不改，公司未来将继续兑现我们之前提出的“省内份额提升、次高端发力、省外泛区域化扩张”三大逻辑。预计公司 2024-2026 年分别实现营业收入 31/38/45 亿元，分别同比+22%/+21%/+19%；归母净利润 4.11/4.99/6.07 亿元，EPS 分别为 0.81/0.98/1.20 元，对应 PE 分别为 21/17/14 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示:** 1) 消费复苏节奏受抑制；2) 市场竞争加剧导致费用提升；3) 经济大幅波动致白酒价格下滑；4) 产品升级节奏不及预期；5) 食品安全风险；6) 股份回购进度的不确定性。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2548	3108	3761	4475
增长率(%)	27	22	21	19
归母净利润（百万元）	329	411	499	607
增长率(%)	17	25	21	22
摊薄每股收益（元）	0.65	0.81	0.98	1.20
ROE(%)	10	12	14	16
P/E	37.88	21.10	17.39	14.30
P/B	3.75	2.55	2.43	2.25
P/S	4.90	2.79	2.31	1.94
EV/EBITDA	22.94	12.93	10.73	8.75

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：金徽酒盈利预测表

证券代码：	603919		股价：	17.10	投资评级：	增持	日期：	2024/08/20	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					每股指标				
ROE	10%	12%	14%	16%	EPS	0.65	0.81	0.98	1.20
毛利率	62%	63%	64%	64%	BVPS	6.56	6.70	7.03	7.59
期间费率	31%	31%	32%	32%	估值				
销售净利率	13%	13%	13%	14%	P/E	37.88	21.10	17.39	14.30
成长能力					P/B	3.75	2.55	2.43	2.25
收入增长率	27%	22%	21%	19%	P/S	4.90	2.79	2.31	1.94
利润增长率	17%	25%	21%	22%					
营运能力					利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
总资产周转率	0.60	0.68	0.77	0.83	营业收入	2548	3108	3761	4475
应收账款周转率	372.75	308.35	297.05	326.42	营业成本	957	1148	1367	1613
存货周转率	0.61	0.66	0.69	0.72	营业税金及附加	375	444	553	662
偿债能力					销售费用	535	636	785	940
资产负债率	25%	28%	30%	32%	管理费用	275	342	414	492
流动比	2.66	2.46	2.38	2.36	财务费用	-20	-6	-9	-10
速动比	1.05	0.97	0.95	0.99	其他费用/（-收入）	51	77	93	101
资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	397	493	594	719
现金及现金等价物	1042	1191	1373	1677	营业外净收支	-17	-12	-13	-15
应收款项	7	26	23	23	利润总额	380	481	581	704
存货净额	1620	1850	2088	2374	所得税费用	57	72	87	106
其他流动资产	70	59	81	99	净利润	323	409	494	599
流动资产合计	2739	3125	3564	4173	少数股东损益	-6	-2	-5	-8
固定资产	1364	1292	1224	1145	归属于母公司净利润	329	411	499	607
在建工程	2	2	3	3	现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
无形资产及其他	297	293	313	331	经营活动现金流	450	541	586	688
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	329	411	499	607
资产总计	4402	4713	5103	5652	少数股东损益	-6	-2	-5	-8
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	124	106	111	110
应付款项	175	218	262	303	公允价值变动	0	0	0	0
合同负债	575	684	827	985	营运资金变动	19	1	-32	-35
其他流动负债	278	369	407	478	投资活动现金流	-65	-57	-75	-64
流动负债合计	1029	1271	1496	1766	资本支出	-66	-51	-69	-57
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	1	0	0	0
其他长期负债	51	49	51	51	其他	0	-5	-6	-7
长期负债合计	51	49	51	51	筹资活动现金流	-162	-336	-328	-320
负债合计	1080	1321	1547	1817	债务融资	0	4	2	0
股本	507	507	507	507	权益融资	2	-100	-50	0
股东权益	3323	3392	3556	3835	其它	-164	-240	-280	-320
负债和股东权益总计	4402	4713	5103	5652	现金净增加额	223	149	182	304

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

景皓，食品饮料组研究助理，四川大学经济学学士，意大利博科尼大学金融学全奖硕士，主要覆盖调味品、速冻预制、烘焙等板块。

【分析师承诺】

刘洁铭，秦一方，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。