

金徽酒 (603919.SH)

公司快报

提价控货增速略缓，理顺渠道备战双节

事件：公司发布24年中报，24H1公司实现营收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3.02亿元，同比+19.08%；其中24Q2实现营收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0.80亿元，同比+10.56%。

报表分析：24Q2现金回款6.38亿元，销售收现率94.15%，回款低于营收，回款增速大幅低于营收增速。24H1应收票据0.14亿元，同比-28%，合同负债4.83亿元，同比增加0.41亿元(+9.3%)环比减少1.48亿元(-23.5%)。整体来看，公司表现增速相对较好，虽现金回款增速略差，但合同负债等前瞻指标较好。

投资要点

◆ **收入分析：**省内表现稳健，产品升级稳中有升。24H1公司实现营收17.54亿元，同比+15.17%（Q1：+20.41%；Q2：+7.73%）。

1) **分产品，公司控制节奏、产品升级稳中有升。**24H1公司300元以上（金徽年份系列、金徽老窖系列等）、100-300元（柔和金徽系列、金徽正能量系列、世纪金徽五星等）、100元以下（世纪金徽四星、世纪金徽三星、世纪金徽二星、金徽陈酿等）价位产品分别实现营收3.1、8.9、5.2亿元，同比增长44.71%、14.97%、1.77%，其中24Q2公司三个价位产品收入分别为1.2、3.4、2.0亿元，同比增长7.06%、2.65%、13.32%，结构升级有所放缓，我们认为主要与公司发货节奏及Q2公司提价控货有关。

2) **分地区，省内持续表现稳健、省外调整中前行。**24H1省内营收13.49亿元，同比+16.84%，省外营收3.76亿元，同比+7.79%，其中24Q2省内/省外收入增速分别为8.3%/1.1%，省内表现稳健，省外略有增长。从经销商维度，24H1省内经销商286家，较年初增加40家，省外经销商739家，较年初净增153家。

◆ **利润分析：**毛利率进一步提升，销售费用率有所下降。24H1毛利率为65.12%，同比+1.36pct，其中24Q2毛利率64.67%，同比+2.63pct，Q2毛利率进一步提升一方面源于公司赠酒等市场投放较少，另一方面是源于公司成本管控。24H1销售费用率为19.16%，同比-0.20pct，其中广宣费率提升0.91pct，业务推广费下降1.34pct，主要是公司为提价进行控货、推广费用有所降低；管理费用率9.70%，同比+0.72pct，主要是职工薪酬及社保提升较多。此外，24Q归母净利润与扣非归母增速出现一定差异，主要是对外捐赠提前。

◆ **展望2024年：**公司重点布局100-300元价格带，且继续夯实省内强势地位，打造西北龙头品牌。展望2024年，我们认为：

1) **产品策略上，**公司主流价格带重点聚焦100-300元产品，预计维持20-30%增速目标，300元以上产品预计维持30%增速，主要系公司在大客户运营、大客

食品饮料 | 白酒III

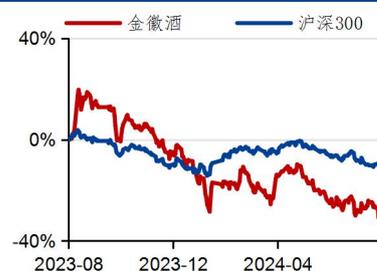
 投资评级 **增持-A(维持)**

 股价(2024-08-23) **17.04元**

交易数据

总市值(百万元)	8,643.71
流通市值(百万元)	8,643.71
总股本(百万股)	507.26
流通股本(百万股)	507.26
12个月价格区间	29.41/17.15

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.1	-11.51	-21.25
绝对收益	-1.56	-19.13	-31.89

分析师

李鑫鑫

 SAC执业证书编号：S0910523120001
 lixinxin@huajinsec.cn

相关报告

金徽酒：2024Q1开局稳健，产品结构升级延续-华金证券-食品饮料-公司快报-金徽酒 2024.4.22

金徽酒：产品结构持续优化，省内夯实省外拓展有序-金徽酒年报点评 2024.3.23



户工程方面做了大量的工作。

2) **渠道端**：省内市场一县一策精准运营，夯实大西北根据地市场建设，带动市占率稳步提升；省外市场逐步培育华东、北方成为第二增长曲线，助力公司中长期战略落地；互联网打造金徽全国化线上营销平台，有望成为第三增长曲线。根据公司下一个5年规划，公司计划夯实省内强势地位，成为西北引领性品牌。

3) **24年目标**：公司制定2024年目标，力争实现营收30亿元净利润4亿元，按照上半年已实现任务，倒推24H2收入12.46亿(+22%)、利润增速1.05亿(+41%)，我们认为上半年公司主动提价控货去库存，为下半年旺季销售做好准备，下半年目标虽然具有一定挑战性但完成可能性依旧较大。

◆ **投资建议**：短期来看，我们认为公司Q2淡季主动控货提价，梳理渠道价格去库存，提前为中秋国庆旺季做好准备，全年目标完成可能性大。中长期来看，公司省内产品结构持续升级优化，叠加省外拓展新增量，预计未来业绩仍具备较大增长空间。我们预计2024-2026年公司营业收入分别为30.6、36.1、42.0亿元，同比增长20%、18.1%、16.3%，归母净利润4.1、5.1、6.3亿元，同比增长23.1%、26.7%、22.7%，对应EPS分别为0.80、1.01、1.24元，对应PE分别为21.5x、17.0x、13.9x，维持“增持-A”评级。

◆ **风险提示**：行业竞争加剧、原材料成本上涨风险、省外拓展不及预期、食品安全问题等。

财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,012	2,548	3,057	3,611	4,201
YoY(%)	12.5	26.6	20.0	18.1	16.3
归母净利润(百万元)	280	329	402	507	622
YoY(%)	-13.7	17.3	22.3	26.1	22.6
毛利率(%)	62.8	62.4	63.4	64.0	64.6
EPS(摊薄/元)	0.55	0.65	0.79	1.00	1.23
ROE(%)	8.9	9.7	11.3	13.0	14.2
P/E(倍)	30.8	26.3	21.5	17.0	13.9
P/B(倍)	2.7	2.6	2.4	2.2	2.0
净利率(%)	13.9	12.9	13.2	14.0	14.8

数据来源：聚源、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2386	2739	3068	3231	3444	营业收入	2012	2548	3057	3611	4201
现金	810	1042	950	929	687	营业成本	749	957	1119	1299	1488
应收票据及应收账款	15	7	19	12	25	营业税金及附加	294	375	439	523	611
预付账款	7	11	10	15	14	营业费用	420	535	611	715	823
存货	1512	1620	2044	2206	2664	管理费用	217	275	330	394	462
其他流动资产	41	59	44	69	55	研发费用	50	51	70	94	113
非流动资产	1710	1663	1653	1995	2397	财务费用	-13	-20	1	-10	-20
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-1	-1	-1	-1	-2
固定资产	1443	1364	1339	1647	2021	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	199	213	207	201	196	投资净收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	68	86	106	147	181	营业利润	314	397	485	596	722
资产总计	4095	4402	4721	5225	5842	营业外收入	2	2	1	1	2
流动负债	905	1029	1144	1292	1443	营业外支出	13	19	14	14	15
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	303	380	472	584	708
应付票据及应付账款	144	175	199	235	262	所得税	24	57	72	80	92
其他流动负债	761	854	946	1056	1181	税后利润	279	323	400	503	616
非流动负债	39	51	51	51	51	少数股东损益	-1	-6	-2	-4	-6
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	280	329	402	507	622
其他非流动负债	39	51	51	51	51	EBITDA	386	461	534	661	817
负债合计	944	1080	1195	1342	1494	主要财务比率					
少数股东权益	1	-3	-6	-9	-15	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	507	507	507	507	507	成长能力					
资本公积	871	871	871	871	871	营业收入(%)	12.5	26.6	20.0	18.1	16.3
留存收益	1772	1948	2162	2420	2714	营业利润(%)	-21.7	26.4	22.3	23.0	21.0
归属母公司股东权益	3150	3326	3531	3893	4363	归属于母公司净利润(%)	-13.7	17.3	22.3	26.1	22.6
负债和股东权益	4095	4402	4721	5225	5842	获利能力					
						毛利率(%)	62.8	62.4	63.4	64.0	64.6
						净利率(%)	13.9	12.9	13.2	14.0	14.8
						ROE(%)	8.9	9.7	11.3	13.0	14.2
						ROIC(%)	8.0	8.8	10.5	12.2	13.5
						偿债能力					
						资产负债率(%)	23.1	24.5	25.3	25.7	25.6
						流动比率	2.6	2.7	2.7	2.5	2.4
						速动比率	0.9	1.1	0.9	0.8	0.5
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7	0.8
						应收账款周转率	119.6	229.3	229.3	229.3	229.3
						应付账款周转率	5.7	6.0	6.0	6.0	6.0
						估值比率					
						P/E	30.8	26.3	21.5	17.0	13.9
						P/B	2.7	2.6	2.4	2.2	2.0
						EV/EBITDA	20.4	16.6	14.5	11.7	9.8

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李鑫鑫声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn