

# 金徽酒 (603919.SH)

## 产品结构持续优化，省外市场稳步开拓

### 买入 (维持评级)

#### 投资要点:

##### 事件:

金徽酒发布2024年三季报。前三季度公司实现营收23.28亿元，同比+15.31%；实现归母净利润3.33亿元，同比+22.17%。其中，24Q3公司实现营收5.74亿元，同比+15.77%；实现归母净利润0.38亿元，同比+108.84%。公司2024年营业收入目标30亿元，净利润目标4.00亿元，根据前三季度情况，全年目标达成需24Q4实现营收/净利润6.72/0.67亿元，同比+27%/20%。

##### 产品结构持续优化，百元以上产品占比持续提升

分产品看，前三季度公司300元以上/100-300元/100元以下产品分别实现营收4.72/11.99/5.98亿元，同比分别+43.80%/+14.96%/-2.54%，占酒类营收比例分别为20.81%/52.83%/26.36%。其中，24Q3公司300元以上/100-300元/100元以下产品分别实现营收1.60/3.09/0.77亿元，同比分别+42.06%/+14.92%/-24.33%，占酒类营收比例分别为29.25%/56.69%/14.06%。公司产品结构持续升级，百元以上产品占比三季度环比提升，在消费整体承压的环境下，结构持续提升。

##### 布局全国，深耕西北，省外市场Q3增长提速

分地区看，前三季度公司省内/省外分别实现营收17.23/5.47亿元，同比分别增长13.89%/15.68%，营收占比分别为75.92%/24.08%。其中，24Q3公司在省内/省外市场分别实现营收3.74/1.71亿元，同比分别增长4.40%/37.91%，营收占比分别为68.70%/31.30%。公司坚持“布局全国、深耕西北、重点突破”的战略路径，一方面深化甘肃省内基地市场，省内市占率持续巩固；一方面依托甘肃坐中连六的区位优势，滚动发展环甘肃西北市场，推进甘青新（甘肃、青海、新疆）市场一体化和陕宁（陕西、宁夏）市场一体化建设，三季度省外开拓成果加速显现。截至Q3末，公司省内/省外经销商数量分别为276/752个，较Q2末分别-10/+13个。

##### 毛利率短期承压，费用率下降带动Q3净利率提升

费用端，24Q3公司销售/管理/研发/财务费用率分别为24.04%/13.07%/2.96%/-0.52%，同比分别-3.18/-1.85/+0.54/+0.49pct，期间费用率整体下降4.00pct，公司营销策略优化带动三季度销售和管理费用率下降。盈利端，24Q3公司毛利率/净利率分别为61.15%/6.62%，同比分别-1.55/+2.99pct。

##### 盈利预测与投资建议

公司增长路径清晰，短期消费压力下扎实前行。预计公司2024-2026年公司归母净利润将达到3.91/4.64/5.59亿元（前值4.03/4.87/5.91亿元），同比分别增长19%/18%/21%，维持“买入”评级。

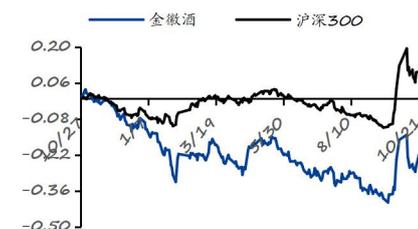
##### 风险提示

白酒消费不及预期、省外市场扩张不及预期、白酒市场竞争加剧等。

#### 基本数据

日期	2024-10-25
收盘价:	20.32元
总股本/流通股本(百万股)	507.26/507.26
流通A股市值(百万元)	10,307.52
每股净资产(元)	6.45
资产负债率(%)	24.45
一年内最高/最低价(元)	29.00/15.47

#### 一年内股价相对走势



#### 团队成员

分析师: 刘畅(S0210523050001)  
lc30103@hfzq.com.cn  
分析师: 张东雪(S0210523060001)  
zdx30145@hfzq.com.cn  
联系人: 李妍冰(S0210123060028)  
lyb30131@hfzq.com.cn

#### 相关报告

- 24H1 稳健增长，产品结构向上趋势不改——2024.08.20
- 深耕甘肃，西北白酒龙头势能向上——2024.07.13

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,012	2,548	2,999	3,515	4,085
增长率	12%	27%	18%	17%	16%
净利润(百万元)	280	329	391	463	559
增长率	-14%	17%	19%	18%	21%
EPS(元/股)	0.55	0.65	0.77	0.91	1.10
市盈率(P/E)	36.8	31.3	26.3	22.3	18.4
市净率(P/B)	3.3	3.1	2.9	2.7	2.4

数据来源:公司公告、华福证券研究所



图表 1: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,042	1,217	1,433	1,703
应收票据及账款	7	15	18	20
预付账款	11	12	13	16
存货	1,620	2,122	2,375	2,617
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	59	53	49	62
流动资产合计	2,739	3,420	3,887	4,418
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,364	1,290	1,222	1,163
在建工程	2	2	2	2
无形资产	213	206	204	202
商誉	1	1	1	1
其他非流动资产	83	75	77	80
非流动资产合计	1,663	1,575	1,506	1,448
<b>资产合计</b>	<b>4,402</b>	<b>4,995</b>	<b>5,393</b>	<b>5,866</b>
短期借款	0	234	117	0
应付票据及账款	175	208	242	277
预收款项	0	0	0	0
合同负债	575	677	794	922
其他应付款	64	64	64	64
其他流动负债	214	252	286	323
流动负债合计	1,029	1,435	1,502	1,587
长期借款	0	0	0	0
应付债券	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
<b>负债合计</b>	<b>1,080</b>	<b>1,485</b>	<b>1,553</b>	<b>1,638</b>
归属母公司所有者权益	3,326	3,520	3,860	4,258
少数股东权益	-3	-11	-20	-30
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,323</b>	<b>3,509</b>	<b>3,841</b>	<b>4,228</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,402</b>	<b>4,995</b>	<b>5,393</b>	<b>5,866</b>

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>450</b>	<b>163</b>	<b>480</b>	<b>576</b>
现金收益	415	486	548	634
存货影响	-107	-502	-253	-242
经营性应收影响	4	-9	-3	-5
经营性应付影响	55	33	34	36
其他影响	83	156	155	153
<b>投资活动现金流</b>	<b>-65</b>	<b>-48</b>	<b>-51</b>	<b>-57</b>
资本支出	-49	-45	-50	-54
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-17	-3	-1	-3
<b>融资活动现金流</b>	<b>-162</b>	<b>60</b>	<b>-214</b>	<b>-248</b>
借款增加	-2	234	-117	-117
股利及利息支付	-152	-125	-165	-195
股东融资	2	0	0	0
其他影响	-10	-48	68	64

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,548	2,999	3,515	4,085
营业成本	957	1,105	1,265	1,430
税金及附加	375	438	516	599
销售费用	535	630	744	869
管理费用	275	331	397	471
研发费用	51	60	71	82
财务费用	-20	-23	-26	-29
信用减值损失	-1	-1	-1	-1
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
其他收益	23	23	23	23
<b>营业利润</b>	<b>397</b>	<b>480</b>	<b>571</b>	<b>686</b>
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	19	19	19	19
<b>利润总额</b>	<b>380</b>	<b>463</b>	<b>554</b>	<b>669</b>
所得税	57	79	100	121
<b>净利润</b>	<b>323</b>	<b>384</b>	<b>454</b>	<b>548</b>
少数股东损益	-6	-7	-9	-11
<b>归属母公司净利润</b>	<b>329</b>	<b>391</b>	<b>463</b>	<b>559</b>
EPS (按最新股本摊薄)	0.65	0.77	0.91	1.10

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	26.6%	17.7%	17.2%	16.2%
EBIT 增长率	23.9%	22.2%	20.2%	21.1%
归母公司净利润增长率	17.3%	19.0%	18.3%	20.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率	62.4%	63.1%	64.0%	65.0%
净利率	12.7%	12.8%	12.9%	13.4%
ROE	9.9%	11.2%	12.1%	13.2%
ROIC	11.3%	12.1%	13.7%	15.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	24.5%	29.7%	28.8%	27.9%
流动比率	2.7	2.4	2.6	2.8
速动比率	1.1	0.9	1.0	1.1
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转天数	1	1	1	1
存货周转天数	589	609	640	628
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.65	0.77	0.91	1.10
每股经营现金流	0.89	0.32	0.95	1.14
每股净资产	6.56	6.94	7.61	8.39
<b>估值比率</b>				
P/E	31	26	22	18
P/B	3	3	3	2
EV/EBITDA	22	18	16	14

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



## 分析师声明

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。本报告清晰准确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。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

### 华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn