

603919.SH

买入

原评级: 买入

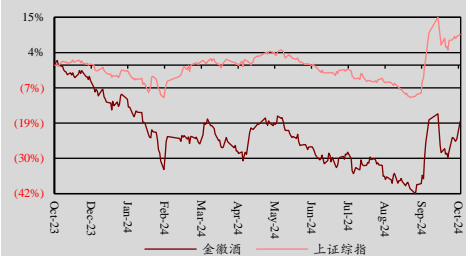
市场价格: 人民币 21.84

板块评级: 强于大市

本报告要点

■ 金徽酒 2024 年 3 季报业绩点评

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(10.0)	9.3	22.4	(18.1)
相对上证综指	(22.2)	1.7	7.4	(28.2)

发行股数 (百万)	507.26
流通股 (百万)	507.26
总市值 (人民币 百万)	11,078.56
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	80.73
主要股东	
甘肃亚特投资集团有限公司	21.57

资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
以 2024 年 10 月 28 日收市价为标准

相关研究报告

- 《金徽酒》20240821
- 《金徽酒》20240425
- 《金徽酒》20231017

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 白酒II

证券分析师: 邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080002

联系人: 周源

yuan.zhou_bj@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300123040013

金徽酒

3 季报利润端表现亮眼, 产品结构持续升级

金徽酒公告 2024 年 3 季报业绩。1-3Q24 公司实现营收 23.3 亿元, 同比+15.3%, 归母净利润 3.3 亿元, 同比+22.2%, 其中 3Q24 营收、归母净利润分别为 5.7 亿元、0.4 亿元, 同比分别+15.8%、+108.8%。公司产品结构持续升级, 3 季度费用率优化释放利润弹性, 维持“买入”评级。

支撑评级的要点

- 受益 2 季度公司对渠道主动调控, 中秋旺季经销商打款积极, 带动整体营收增长。1-3Q24 公司营收 23.3 亿元, 同比+15.3%, 其中 3Q24 营收 5.7 亿元, 同比+15.8%。2 季度公司在淡季主动控货, 对核心单品提价, 理顺渠道价值链。受益渠道库存良性, 我们判断公司 3 季度中秋旺季订货会进展顺利, 经销商打款积极, 带动整体营收增长。
- 公司产品结构持续升级, 省外市场稳健发展。(1) 分产品来看, 前三季度, 300 元以上价格带产品营收 4.7 亿元, 同比+43.8%, 收入占比 20.8%, 同比提升 4.3pct。100-300 元产品营收 12.0 亿元, 同比+15.0%, 收入占比 52.8%, 同比提升 0.3pct。西北地区核心消费价格带低于发达省份, 仍可享受大众价格带产品消费升级红利, 公司作为甘肃白酒龙头, 近两年百元以上产品结构持续提升, 我们判断 3 季度年份系列、柔和系列放量, 高于公司整体增速。百元以下产品受务工人员影响, 季节特征明显, 单 3 季度收入增速同比降 24.3%, 我们判断 4 季度有望环比提速。(2) 分区域来看, 1-3Q24 公司省内营收 17.2 亿元, 同比+13.9%, 省外营收 5.5 亿元, 同比+15.7%, 收入占比 24.1%, 同比基本持平。其中 3 季度省外营收增速明显快于省内, 省内、省外营收增速分别为+4.4%、+37.9%, 我们判断与公司整体经营节奏及不同区域市场基数有关。截至 3 季度末, 公司经销商数量合计 1028 家, 其中省外 752 家, 同比增 166 家。近两年, 公司坚持深耕西北, 其中陕西市场已从前期汇量式增长转为成熟市场, 华东区域仍处于前期布局中。
- 费用率优化释放利润弹性, 3 季度公司归母净利率改善明显。(1) 截至 3 季度末, 公司合同负债 4.8 亿元, 环比基本持平。3Q24 公司销售收现 6.1 亿元, 同比+12.7%, 销售回款良性。(2) 3Q24 公司毛利率同比降 1.5pct 至 61.1%, 市场竞争加剧背景下公司加大品鉴用酒及销售搭赠, 影响毛利率整体表现。3Q24 公司期间费用率同比降 4.7pct, 其中销售费用率、管理费用率同比分别降 3.2pct、1.8pct 至 24.1%、13.1%。费用端优化推动公司净利率提升, 3Q24 公司归母净利率为 6.6%, 同比提升 3.0pct。

估值

- 公司为甘肃省内白酒龙头, 内部机制灵活。西北市场消费价格带低, 仍可享受大众价格带升级红利。公司坚持低库存、良性动销策略, 核心市场用户工程工作成效显著。公司当前仍处于规模扩张阶段, 随着费用投放效率的提升, 利润弹性有望逐步释放。我们维持此前盈利预测, 预计 24-26 年 EPS 分别为 0.77、0.97、1.16 元/股, 同比增 19.5%、25.6%、19.5%, 对应 PE 分别为 28.2X、22.4X、18.8X, 维持“买入”评级。

评级面临的主要风险

- 经济恢复不及预期, 省外市场拓展受阻, 规划目标未能如期完成。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(人民币 百万)	2,012	2,548	3,000	3,563	4,171
增长率(%)	12.5	26.6	17.8	18.8	17.1
EBITDA(人民币 百万)	396	477	547	661	757
归母净利润(人民币 百万)	280	329	393	494	590
增长率(%)	(13.7)	17.3	19.5	25.6	19.5
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.55	0.65	0.77	0.97	1.16
市盈率(倍)	39.5	33.7	28.2	22.4	18.8
市净率(倍)	3.5	3.3	3.2	3.0	2.8
EV/EBITDA(倍)	32.4	24.2	17.9	14.3	12.0
每股股息 (人民币)	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7
股息率(%)	1.1	1.6	2.1	2.7	3.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 金徽酒 2024 年三季度报业绩

(人民币 百万元)	3Q23	3Q24	同比(%)	1-3Q23	1-3Q24	同比(%)
营业收入	496	574	15.8	2,019	2,328	15.3
营业成本	185	223	20.5	737	835	13.3
毛利率(%)	62.6	61.1	(1.5)	63.5	64.1	0.6
毛利	311	351	13.0	1,282	1,493	16.5
税金及附加	73	84	15.8	298	340	14.1
销售费用	135	138	2.2	430	474	10.3
管理费用	74	75	1.7	211	245	16.4
研发费用	12	17	37.7	40	40	0.4
财务费用	(5)	(3)	(29.6)	(15)	(16)	2.8
资产减值损失	(0)	0	(2,991.7)	(0)	0	(2,495.5)
公允价值变动收益	0	0	-	0	0	-
投资收益	0	(0)	(106.5)	0	(0)	(112.0)
营业利润	30	43	40.7	329	423	28.6
营业利润率(%)	6.1	7.5	1.3	16.3	18.1	1.9
营业外收入	1	1	23.7	1	1	42.8
营业外支出	13	1	(89.6)	15	22	45.2
利润总额	18	42	139.9	314	402	27.8
所得税	0	6	1,222.3	45	73	60.5
所得税率(剔除非经常性影响)(%)	1	13	11.5	14	17	3.4
少数股东权益	(1)	(1)	35.8	(4)	(4)	14.8
归属于母公司净利润	18	38	108.8	273	333	22.2
净利率(%)	3.7	6.6	3.0	13.5	14.3	0.8
EPS (元)	0.04	0.08	108.8	0.54	0.66	22.2

资料来源: iFind, 中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,012	2,548	3,000	3,563	4,171
营业收入	2,012	2,548	3,000	3,563	4,171
营业成本	749	957	1,127	1,321	1,536
营业税金及附加	294	375	441	525	615
销售费用	420	535	629	730	853
管理费用	217	275	324	381	446
研发费用	50	51	60	71	83
财务费用	(13)	(20)	(23)	(29)	(36)
其他收益	21	23	23	20	20
资产减值损失	0	0	0	0	0
信用减值损失	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
资产处置收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	1	1
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	314	397	466	582	694
营业外收入	2	2	2	2	2
营业外支出	13	19	12	12	12
利润总额	303	380	455	572	683
所得税	24	57	64	80	96
净利润	279	323	392	492	588
少数股东损益	(1)	(6)	(1)	(2)	(2)
归母净利润	280	329	393	494	590
EBITDA	396	477	547	661	757
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.55	0.65	0.77	0.97	1.16

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,386	2,739	3,141	3,691	4,199
货币资金	810	1,042	1,344	1,681	2,091
应收账款	6	7	9	10	12
应收票据	9	0	10	2	12
存货	1,512	1,620	1,728	1,941	2,027
预付账款	7	11	10	14	14
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	41	59	39	42	43
非流动资产	1,710	1,663	1,540	1,423	1,312
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,443	1,364	1,262	1,160	1,057
无形资产	199	213	206	198	191
其他长期资产	68	86	72	65	63
资产合计	4,095	4,402	4,681	5,114	5,510
流动负债	905	1,029	1,157	1,392	1,556
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	144	175	201	240	273
其他流动负债	761	854	956	1,152	1,283
非流动负债	39	51	45	48	46
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	39	51	45	48	46
负债合计	944	1,080	1,202	1,440	1,602
股本	507	507	507	507	507
少数股东权益	1	(3)	(5)	(7)	(9)
归属母公司股东权益	3,150	3,326	3,483	3,681	3,917
负债和股东权益合计	4,095	4,402	4,681	5,114	5,510

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	279	323	392	492	588
折旧摊销	115	124	128	129	120
营运资金变动	(53)	4	28	22	65
其他	(22)	(1)	(25)	(29)	(38)
经营活动现金流	319	450	522	614	735
资本支出	(57)	(66)	(9)	(9)	(9)
投资变动	1	0	0	0	0
其他	0	1	1	1	1
投资活动现金流	(57)	(65)	(8)	(9)	(9)
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	(141)	(180)	(236)	(296)	(354)
其他	20	17	24	28	37
筹资活动现金流	(121)	(162)	(212)	(268)	(317)
净现金流	142	223	302	337	409

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长率(%)	12.5	26.6	17.8	18.8	17.1
营业利润增长率(%)	(21.7)	26.4	17.4	25.1	19.1
归属于母公司净利润增长率(%)	(13.7)	17.3	19.5	25.6	19.5
息税前利润增长率(%)	(26.4)	25.8	18.9	27.1	19.5
息税折旧前利润增长率(%)	(19.5)	20.6	14.6	21.0	14.4
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(13.7)	17.3	19.5	25.6	19.5
获利能力					
息税前利润率(%)	13.9	13.8	14.0	15.0	15.3
营业利润率(%)	15.6	15.6	15.5	16.3	16.6
毛利率(%)	62.8	62.4	62.4	62.9	63.2
归母净利润率(%)	13.9	12.9	13.1	13.9	14.1
ROE(%)	8.9	9.9	11.3	13.4	15.1
ROIC(%)	10.7	12.7	12.5	15.7	18.6
偿债能力					
资产负债率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
净负债权益比	(0.2)	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.5)
流动比率	2.6	2.7	2.7	2.7	2.7
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	256.5	372.8	372.8	372.8	372.8
应付账款周转率	15.2	15.9	15.9	16.1	16.3
费用率					
销售费用率(%)	20.9	21.0	21.0	20.5	20.5
管理费用率(%)	10.8	10.8	10.8	10.7	10.7
研发费用率(%)	2.5	2.0	2.0	2.0	2.0
财务费用率(%)	(0.6)	(0.8)	(0.8)	(0.8)	(0.9)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.6	0.6	0.8	1.0	1.2
每股经营现金流(最新摊薄)	0.6	0.9	1.0	1.2	1.4
每股净资产(最新摊薄)	6.2	6.6	6.9	7.3	7.7
每股股息	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7
估值比率					
P/E(最新摊薄)	39.5	33.7	28.2	22.4	18.8
P/B(最新摊薄)	3.5	3.3	3.2	3.0	2.8
EV/EBITDA	32.4	24.2	17.9	14.3	12.0
价格/现金流(倍)	34.7	24.6	21.2	18.1	15.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371