

分析师: 刘冉  
登记编码: S0730516010001  
liuran@ccnew.com 021-50586281

## 收入保持增长, 销售费用减少

——金徽酒(603919)2024 年三季报点评

### 证券研究报告-季报点评

谨慎增持(下调)

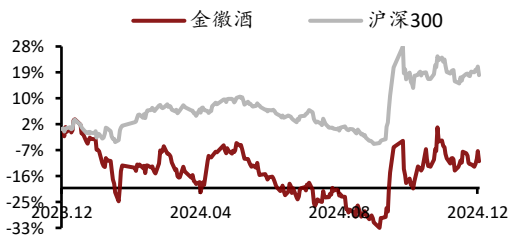
#### 市场数据(2024-12-16)

收盘价(元)	20.68
一年内最高/最低(元)	24.62/15.59
沪深 300 指数	3,911.84
市净率(倍)	3.21
流通市值(亿元)	104.9

#### 基础数据(2024-09-30)

每股净资产(元)	6.45
每股经营现金流(元)	0.69
毛利率(%)	64.14
净资产收益率_摊薄(%)	10.19
资产负债率(%)	24.45
总股本/流通股(万股)	50,726.00/50,726.00
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

#### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券研究所, 聚源

#### 相关报告

《金徽酒(603919)中报点评: 销售保持较高增长, 整体盈利提升》 2024-09-06

联系人: 李智

电话: 0371-65585753

地址: 郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座  
22 楼

发布日期: 2024 年 12 月 16 日

#### 投资要点:

- 收入保持较高增长。**2024 年第三季度, 公司实现营收 5.74 亿元, 同比增长 15.77%, 增幅较上年同期的 47.84% 收窄 32.07 个百分点, 但仍保持了双位数的较高增长。2024 年前三季度, 公司实现营收 23.28 亿元, 同比增长 15.31%, 增幅同比收窄 14 个百分点。整体来看, 尽管公司的收入增长同比放缓, 但在白酒中仍保持了相对的高增长。
- 产品结构下沉, 但存货周转效率提升, 促进毛利率整体上升。**2024 年前三季度, 公司录得毛利率 64.14%, 同比升高 0.65 个百分点。从前两个季度的情况来看, 公司的产品结构呈下沉状: 高档酒收入同比下降 68.41%, 占比下降 47.18 个百分点至 17.83%; 中、低档酒收入同比高增 76.44% 和 6268.11%, 占比分别升高 17.62 和 29.2 个百分点至 50.74% 和 29.74%。但是, 公司的存货周转效率显著提升: 前三季度, 存货周转天数从上年同期的 562.5 天降至 512.24 天, 存货周转显著加快。周转效率提升下, 产品盈利得以保持: 前三季度, 公司录得毛利率 64.14%, 较上年同期升高 0.65 个百分点。
- 销售投入减少, 股东盈利改善。**随着白酒消费环境恶化, 公司相应减少了销售费用支出, 作为结果, 公司的股东回报率大幅改善。前三季度, 公司的销售费用率同比下降 0.93 个百分点, 同期股东回报率上升 1.94 个百分点至 10.32%。此外, 公司的研发费用率同期也下降了 0.25 个百分点。
- 投资建议:** 我们预测公司 2024、2025、2026 年的每股收益分别为 0.8 元、0.96 元和 1.12 元, 参照 12 月 16 日收盘价 20.68 元, 对应的市盈率分别为 25.99、21.64、18.51 倍, 调降公司评级为“谨慎增持”。

**风险提示:** 高档白酒消费与宏观经济关联度较大, 未来高档白酒消费市场的萎缩将会对公司的收入和利润产生深远的负面影响。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,012	2,548	2,981	3,458	3,976
增长比率(%)	12.49	26.64	17.00	16.00	15.00
净利润(百万元)	280	329	404	485	567
增长比率(%)	-13.73	17.35	22.73	20.11	16.92
每股收益(元)	0.55	0.65	0.80	0.96	1.12
市盈率(倍)	37.43	31.90	25.99	21.64	18.51

资料来源：中原证券研究所，聚源

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>2,386</b>	<b>2,739</b>	<b>3,137</b>	<b>3,611</b>	<b>4,153</b>
现金	810	1,042	1,224	1,501	1,857
应收票据及应收账款	15	7	4	7	8
其他应收款	11	36	41	43	46
预付账款	7	11	14	16	18
存货	1,512	1,620	1,818	1,994	2,157
其他流动资产	30	23	35	50	66
<b>非流动资产</b>	<b>1,710</b>	<b>1,663</b>	<b>1,668</b>	<b>1,658</b>	<b>1,639</b>
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,443	1,364	1,353	1,323	1,283
无形资产	199	213	226	240	255
其他非流动资产	68	86	89	95	101
<b>资产总计</b>	<b>4,095</b>	<b>4,402</b>	<b>4,805</b>	<b>5,269</b>	<b>5,792</b>
<b>流动负债</b>	<b>905</b>	<b>1,029</b>	<b>1,200</b>	<b>1,352</b>	<b>1,495</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	144	175	197	227	259
其他流动负债	761	854	1,003	1,125	1,236
<b>非流动负债</b>	<b>39</b>	<b>51</b>	<b>48</b>	<b>47</b>	<b>46</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	39	51	48	47	46
<b>负债合计</b>	<b>944</b>	<b>1,080</b>	<b>1,248</b>	<b>1,399</b>	<b>1,541</b>
少数股东权益	1	-3	-7	-10	-12
股本	507	507	507	507	507
资本公积	871	871	871	871	871
留存收益	1,772	1,948	2,190	2,506	2,889
归属母公司股东权益	3,150	3,326	3,564	3,879	4,263
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,095</b>	<b>4,402</b>	<b>4,805</b>	<b>5,269</b>	<b>5,792</b>

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>319</b>	<b>450</b>	<b>477</b>	<b>553</b>	<b>635</b>
净利润	279	323	400	482	565
折旧摊销	115	124	109	106	105
财务费用	-1	-8	1	0	0
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-54	19	-54	-46	-42
其他经营现金流	-20	-7	22	10	8
<b>投资活动现金流</b>	<b>-57</b>	<b>-65</b>	<b>-131</b>	<b>-106</b>	<b>-94</b>
资本支出	-57	-66	-117	-97	-86
长期投资	-1	1	0	0	0
其他投资现金流	1	0	-14	-9	-8
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-121</b>	<b>-162</b>	<b>-164</b>	<b>-171</b>	<b>-184</b>
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-121	-162	-164	-171	-184
<b>现金净增加额</b>	<b>142</b>	<b>223</b>	<b>182</b>	<b>276</b>	<b>357</b>

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>2,012</b>	<b>2,548</b>	<b>2,981</b>	<b>3,458</b>	<b>3,976</b>
营业成本	749	957	1,073	1,238	1,412
营业税金及附加	294	375	443	526	616
营业费用	420	535	635	730	835
管理费用	217	275	322	367	418
研发费用	50	51	57	59	64
财务费用	-13	-20	-18	-24	-30
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	21	23	18	17	16
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>314</b>	<b>397</b>	<b>483</b>	<b>581</b>	<b>678</b>
营业外收入	2	2	2	2	2
营业外支出	13	19	13	12	10
<b>利润总额</b>	<b>303</b>	<b>380</b>	<b>471</b>	<b>570</b>	<b>669</b>
所得税	24	57	72	89	105
<b>净利润</b>	<b>279</b>	<b>323</b>	<b>400</b>	<b>482</b>	<b>565</b>
少数股东损益	-1	-6	-4	-3	-2
<b>归属母公司净利润</b>	<b>280</b>	<b>329</b>	<b>404</b>	<b>485</b>	<b>567</b>
EBITDA	416	500	562	653	744
EPS (元)	0.55	0.65	0.80	0.96	1.12

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	12.49	26.64	17.00	16.00	15.00
营业利润 (%)	-21.74	26.43	21.71	20.30	16.71
归属母公司净利润 (%)	-13.73	17.35	22.73	20.11	16.92
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	62.78	62.44	64.00	64.20	64.50
净利率 (%)	13.93	12.91	13.54	14.02	14.25
ROE (%)	8.90	9.89	11.32	12.50	13.29
ROIC (%)	8.72	9.53	10.70	11.83	12.60
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	23.06	24.52	25.98	26.56	26.61
净负债比率 (%)	29.97	32.49	35.09	36.16	36.26
流动比率	2.64	2.66	2.61	2.67	2.78
速动比率	0.92	1.05	1.06	1.15	1.28
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.51	0.60	0.65	0.69	0.72
应收账款周转率	256.48	372.75	527.92	650.35	538.07
应付账款周转率	5.66	5.99	5.77	5.84	5.81
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.55	0.65	0.80	0.96	1.12
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.63	0.89	0.94	1.09	1.25
每股净资产 (最新摊薄)	6.21	6.56	7.03	7.65	8.40
<b>估值比率</b>					
P/E	37.43	31.90	25.99	21.64	18.51
P/B	3.33	3.15	2.94	2.70	2.46
EV/EBITDA	30.73	22.94	16.54	13.82	11.64

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。