

## 区域扩张稳步推进，高档产品持续高增

2025 年 03 月 22 日

➤ **事件:** 2025 年 3 月 21 日, 公司发布 24 年年报, 公司 24 年实现营收 30.21 亿元, 同增 18.59%; 实现归母净利润 3.88 亿元, 同增 18.03%; 实现扣非归母净利润 3.88 亿元, 同增 18.29%; 期末合同负债 6.38 亿元, 同增 10.98%。其中, 24Q4 实现营收 6.93 亿元, 同增 31.11%; 实现归母净利润 0.55 亿元, 同减 2.05%; 实现扣非归母净利润 0.51 亿元, 同减 5.83%。

➤ **产品结构显著优化升级, 省内份额稳健提升。分产品看,** 24 年公司 300 元以上、100-300 元、100 元以下产品分别实现营收 5.66、14.87、8.49 亿元, 同比+41.17%、+15.38%、+3.99%, 占比 19.52%、51.23%、29.25%。公司持续优化产品结构, 年份 28 年高端引领, 18 年、柔和金徽、能量金徽系列产品销量稳健增长。**分区域看,** 公司坚持“布局全国、深耕西北、重点突破”的市场战略, 24 年省内实现收入 22.31 亿元, 同比+16.14%; 省外 6.70 亿元, 同比+14.67%, 省内大本营市占率稳步提升, 甘肃河西、张掖等区域增速亮眼; 同时在环西北区域加速发力, 江苏、河南市场打造样板。**分渠道看,** 24 年公司经销、直销(含团购)、互联网销售渠道营收分别实现营业收入 27.44、0.74、0.84 亿元, 分别同比+15.43%、+5.40%、+43.36%; 截至 24 年末, 公司经销商数量为 1001 家, 省内/省外经销商数量为 288/713 家, 24 年分别净增加 16 家/121 家, 经销商择优汰劣, 省外开拓力度加码。

➤ **全年费用稳健投入, Q4 促销力度加大影响毛利率。** 公司毛利率水平维持稳定, 24 年毛利率 60.92%, 同减 1.51pcts; 同期净利率 12.85%, 同减 0.06pcts。公司不断开拓市场, 增加广宣及扫码红包等投入, 24 年销售费用率为 19.73%, 同减 1.29pcts; 管理费用率为 10.08%, 同减 0.72pcts。单季度看, 24Q4 低档星级系列需求增加, 同时加大品鉴搭赠、促销推广投入, 毛利率实现 50.13%, 同减 8.29pcts; 净利率 7.95%, 同减 2.69pcts; 销售、管理费用率分别为 17.54%、8.52%, 同比-2.36pcts、-3.62pcts; 24 年末销售收现 34.19 亿元, 同比+16.45%; 经营性现金流 5.58 亿元, 同比+23.95%。公司控制发货节奏, 维持渠道库存及终端动销良性, 期末合同负债 6.38 亿元, 同增 10.98%。

➤ **投资建议:** 公司结构升级势能强劲, 高档年份系列持续高增; 同时夯实甘肃基地市场, 环甘肃陕西、内蒙、宁夏、青海等省份稳步扩张。公司以自有资金回购股份用于实施员工持股计划或股权激励, 24 年度利润分红拟派发现金股利 2.48 亿元, 分红比例达 64%, 分红回购增持并举, 筑牢发展信心。25 年公司计划实现营收 32.80 亿元、净利润 4.08 亿元, 同比+8.56%、+5.11%。我们预计公司 25-27 年营收分别为 32.94、36.14、39.95 亿元, 归母净利润分别为 4.17、4.52、4.92 亿元, 当前股价对应 P/E 分别为 23/21/20X, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 甘肃竞争加剧; 结构升级、省外扩张等不及预期; 股权质押风险。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,021	3,294	3,614	3,995
增长率(%)	18.6	9.0	9.7	10.5
归属母公司股东净利润(百万元)	388	417	452	492
增长率(%)	18.0	7.4	8.5	8.7
每股收益(元)	0.77	0.82	0.89	0.97
PE	25	23	21	20
PB	2.9	2.8	2.6	2.5

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2025 年 3 月 21 日收盘价)

### 推荐

维持评级

当前价格:

19.02 元



**分析师 王言海**

执业证书: S0100521090002

邮箱: wangyanhai@mszq.com

**分析师 胡慧铭**

执业证书: S0100524060006

邮箱: huhuiming@mszq.com

### 相关研究

- 1.金徽酒(603919.SH)2024年三季报点评: 结构升级势能强劲, 省内外扩张有序推进-2024/10/26
- 2.金徽酒(603919.SH)2024年半年报点评: 产品结构持续升级, 甘肃市场稳步夯实-2024/08/20
- 3.金徽酒(603919.SH)2024年一季报点评: 产品结构优化显著, 基地市场持续精耕-2024/04/21
- 4.金徽酒(603919.SH)2023年年报点评: 大本营市占率稳步提升, 产品结构持续升级-2024/03/17
- 5.金徽酒(603919.SH)2023年三季报点评: 结构持续优化, 扩张势能强劲-2023/10/17

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,021	3,294	3,614	3,995
营业成本	1,181	1,292	1,407	1,585
营业税金及附加	448	481	531	587
销售费用	596	652	717	779
管理费用	304	336	379	411
研发费用	54	66	76	88
EBIT	466	493	535	579
财务费用	-19	-8	-9	-12
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	1	0	1
营业利润	486	502	544	592
营业外收支	-21	-13	-14	-15
利润总额	465	489	530	577
所得税	85	72	77	85
净利润	380	416	453	493
归属于母公司净利润	388	417	452	492
EBITDA	595	622	667	714

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	869	950	1,194	1,221
应收账款及票据	15	16	16	21
预付款项	8	10	11	13
存货	1,690	1,981	2,033	2,342
其他流动资产	134	37	38	23
流动资产合计	2,716	2,993	3,293	3,620
长期股权投资	2	2	2	2
固定资产	1,279	1,283	1,288	1,295
无形资产	216	221	228	235
非流动资产合计	1,888	1,899	1,917	1,931
资产合计	4,605	4,893	5,209	5,551
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	206	233	254	291
其他流动负债	995	1,087	1,196	1,297
流动负债合计	1,201	1,321	1,450	1,588
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	90	91	92	93
非流动负债合计	90	91	92	93
负债合计	1,291	1,412	1,542	1,681
股本	507	507	507	507
少数股东权益	-11	-11	-11	-10
股东权益合计	3,313	3,481	3,667	3,870
负债和股东权益合计	4,605	4,893	5,209	5,551

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	18.59	9.04	9.71	10.53
EBIT 增长率	24.08	5.64	8.51	8.29
净利润增长率	18.03	7.38	8.49	8.72
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	60.92	60.78	61.06	60.33
净利润率	12.85	12.65	12.51	12.31
总资产收益率 ROA	8.43	8.52	8.68	8.86
净资产收益率 ROE	11.68	11.93	12.29	12.67
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.26	2.27	2.27	2.28
速动比率	0.83	0.74	0.85	0.78
现金比率	0.72	0.72	0.82	0.77
资产负债率 (%)	28.05	28.85	29.60	30.28
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	1.35	1.19	0.63	0.72
存货周转天数	504.66	511.49	513.35	496.87
总资产周转率	0.67	0.69	0.72	0.74
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.77	0.82	0.89	0.97
每股净资产	6.55	6.88	7.25	7.65
每股经营现金流	1.10	0.95	1.33	0.95
每股股利	0.50	0.53	0.57	0.62
<b>估值分析</b>				
PE	25	23	21	20
PB	2.9	2.8	2.6	2.5
EV/EBITDA	14.84	14.18	13.23	12.35
股息收益率 (%)	2.63	2.76	3.00	3.26

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	380	416	453	493
折旧和摊销	128	130	132	136
营运资金变动	39	-78	73	-164
经营活动现金流	558	483	675	481
资本开支	-331	-141	-149	-149
投资	-2	0	0	0
投资活动现金流	-333	-141	-149	-148
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-402	-262	-282	-306
现金净流量	-177	81	244	27

## 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投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048