

产品结构持续升级

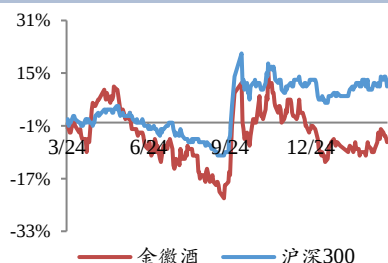
——金徽酒 2024 年报点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-03-23

收盘价（元）	19.02
近 12 个月最高/最低（元）	24.18/15.47
总股本（百万股）	507
流通股本（百万股）	507
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	96
流通市值（亿元）	96

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

联系人：郑少轩

执业证书号：S0010124040001

主要观点：

➤ 公司发布 2024 年业绩：

- **24Q4**：营业总收入 6.93 亿元（+31.1%），归母净利润 0.55 亿元（-2.1%），扣非归母净利润 0.51 亿元（-5.8%）。
- **24 年**：营业总收入 30.21 亿元（+18.6%），归母净利润 3.88 亿元（+18.0%），扣非归母净利润 3.88 亿元（+18.3%）。
- **24Q4 符合市场预期。**

● 收入：产品结构持续升级

- **分价格带**：24Q4 公司 300 元以上/100-300 元/100 元以下营收分别同比+29.3%/+17.2%/+23.8%，其中低端表现较好主因春节大众需求旺盛，终端备货较为积极。24 全年公司 300 元以上/100-300 元/100 元以下营收分别同比+41.2%/+15.4%/+4.0%，**公司产品结构升级持续**，通过金徽 28 年引领品牌调性，带动金徽 18 年、柔和 H3/H6 占比持续提升，100 元以上产品占比白酒业务营收提升 3.3pct 至 70.7%。
- **分区域**：24Q4 公司省内/省外白酒营收分别同比+24.5%/+10.4%，省内表现好于省外。24A 公司省内/省外白酒营收分别同比+16.1%/+14.7%，省内占比白酒业务营收提升 0.2pct 至 76.9%；同期省内/省外经销商数分别净+16/+121 家，省内持续精耕，引领消费升级趋势，省外聚焦华东与环甘肃北方市场，打造样板市场。
- **回款质量**：24Q4 公司销售收现同比+27.4%，同期营收+ Δ 合同负债同比+27.2%，回款表现与营收表现基本一致，**渠道信心充足**。

● 利润：费用投放稳健

- **毛利率**：24Q4/24A 公司毛利率分别为 50.13%/60.9%，各同比-8.3/-1.5pct，毛利率下降主要源自公司加大赠酒等费用投放力度以提升市场份额，其中 24Q4 由于春节临近而加大低端星级产品促销力度，毛利率下降较为明显。
- **净利率**：24Q4 公司销售/管理费率分别同比-2.4/-3.6pct，24A 公司销售/管理费率分别同比-1.3/-0.7pct，费用投放稳健，24Q4/24A 公司归母净利润率分别同比-2.7/-0.1pct 至 7.5%/12.6%。

● 投资建议：维持“买入”

➤ 我们的观点：

公司产品升级势能持续，引领省内消费升级趋势；省外通过样板市场打造，逐步摸索适配扩张模式，环甘肃北方市场稳步开拓。

盈利预测：考虑到行业景气度恢复速度较慢，我们更新公司盈利预测，

预计公司 2025-2027 年分别实现营业总收入 32.88/36.08/39.82 亿元（25-26 年原值分别为 34.87/40.38 亿元），分别同比增长 8.8%/9.8%/10.4%；实现归母净利润 4.20/4.60/5.09 亿元（25-26 年原值分别为 4.74/5.60 亿元），分别同比增长 8.1%/9.5%/10.8%；当前股价对应 PE 分别为 23/21/19 倍，维持“买入”评级。

➤ 风险提示：

省内消费升级不及预期，省外推广不及预期，市场竞争加剧，食品安全事件。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3021	3288	3608	3982
收入同比 (%)	18.6%	8.8%	9.8%	10.4%
归属母公司净利润	388	420	460	509
净利润同比 (%)	18.0%	8.1%	9.5%	10.8%
毛利率 (%)	60.9%	61.5%	61.4%	61.9%
ROE (%)	11.7%	11.7%	11.8%	12.1%
每股收益 (元)	0.77	0.83	0.91	1.00
P/E	25.45	22.99	21.00	18.95
P/B	2.99	2.68	2.48	2.30
EV/EBITDA	15.33	14.91	13.32	11.25

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截至 2025 年 3 月 21 日

财务报表与盈利预测

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2716	3270	3757	4201
现金	869	804	1110	1976
应收账款	15	9	10	12
其他应收款	111	46	51	66
预付账款	8	13	15	15
存货	1690	2374	2547	2108
其他流动资产	23	23	23	23
非流动资产	1888	1799	1708	1610
长期投资	2	2	2	2
固定资产	1279	1162	1045	928
无形资产	216	228	240	249
其他非流动资产	392	407	421	431
资产总计	4605	5070	5465	5811
流动负债	1201	1400	1502	1549
短期借款	0	0	0	0
应付账款	206	237	259	274
其他流动负债	995	1162	1243	1275
非流动负债	90	90	90	90
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	90	90	90	90
负债合计	1291	1490	1592	1639
少数股东权益	-11	-17	-23	-30
股本	507	507	507	507
资本公积	871	871	871	871
留存收益	1946	2219	2517	2823
归属母公司股东权	3324	3597	3896	4201
负债和股东权益	4605	5070	5465	5811
现金流量表 单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	558	141	523	1112
净利润	380	414	453	502
折旧摊销	128	131	132	124
财务费用	-3	1	1	1
投资损失	0	-1	-1	0
营运资金变动	39	-421	-78	469
其他经营现金流	355	851	547	49
投资活动现金流	-333	-58	-55	-42
资本支出	-331	-48	-45	-31
长期投资	-2	0	0	0
其他投资现金流	0	-10	-10	-11
筹资活动现金流	-402	-148	-162	-204
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-402	-148	-162	-204
现金净增加额	-177	-65	306	866

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3021	3288	3608	3982
营业成本	1181	1265	1392	1518
营业税金及附加	448	485	532	587
销售费用	596	674	736	808
管理费用	304	345	379	418
财务费用	-19	-22	-21	-29
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	1	1	0
营业利润	486	503	550	607
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	23	18	18	18
利润总额	465	487	534	591
所得税	85	73	80	89
净利润	380	414	453	502
少数股东损益	-8	-6	-6	-7
归属母公司净利润	388	420	460	509
EBITDA	595	596	645	686
EPS（元）	0.77	0.83	0.91	1.00
主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	18.6%	8.8%	9.8%	10.4%
营业利润	22.5%	3.6%	9.2%	10.5%
归属于母公司净利	18.0%	8.1%	9.5%	10.8%
获利能力				
毛利率（%）	60.9%	61.5%	61.4%	61.9%
净利率（%）	12.8%	12.8%	12.7%	12.8%
ROE（%）	11.7%	11.7%	11.8%	12.1%
ROIC（%）	11.4%	10.9%	11.1%	11.3%
偿债能力				
资产负债率（%）	28.0%	29.4%	29.1%	28.2%
净负债比率（%）	39.0%	41.6%	41.1%	39.3%
流动比率	2.26	2.34	2.50	2.71
速动比率	0.83	0.61	0.78	1.33
营运能力				
总资产周转率	0.67	0.68	0.69	0.71
应收账款周转率	267.48	266.44	371.09	356.44
应付账款周转率	6.19	5.70	5.61	5.70
每股指标（元）				
每股收益	0.77	0.83	0.91	1.00
每股经营现金流（摊	1.10	0.28	1.03	2.19
每股净资产	6.55	7.09	7.68	8.28
估值比率				
P/E	25.45	22.99	21.00	18.95
P/B	2.99	2.68	2.48	2.30
EV/EBITDA	15.33	14.91	13.32	11.25

资料来源：wind，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

联系人：郑少轩，上海财经大学金融学博士，曾任职于广银理财。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。