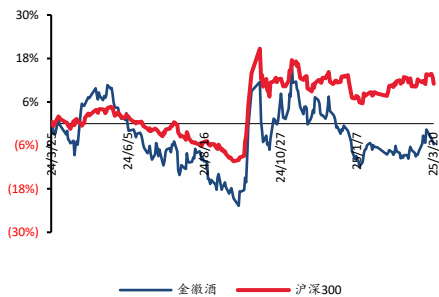


金徽酒：业绩符合预期，产品结构升级延续

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通股(亿股) 5.07/5.07
总市值/流通(亿元) 96.48/96.48
12个月内最高/最低价(元) 24.18/15.47

相关研究报告

<<金徽酒：三季度结构表现亮眼，盈利能力持续提升>>--2024-10-28
<<金徽酒：业绩符合预期，省内稳健增长>>--2024-08-21
<<一季度开门红表现稳健，产品结构持续优化>>--2024-04-22

证券分析师：郭梦婕

电话：
E-MAIL: guomj@tpyzq.com
分析师登记编号: S1190523080002

证券分析师：林叙希

电话：
E-MAIL: linxx@tpyzq.com
分析师登记编号: S1190525030001

事件：金徽酒发布 2024 年报，2024 年实现收入 30.21 亿元，同比+18.59%，归母净利润 3.88 亿元，同比+18.03%，扣非归母净利润 3.88 亿元，同比+18.29%。2024Q4 实现收入 6.93 亿元，同比+31.11%，归母净利润 0.55 亿元，同比-2.05%，扣非归母净利润 0.51 亿元，同比-5.83%。

产品结构进一步升级，百元以上产品占比提升至 70.7%。分产品看，2024 年 300 元以上（金徽年份、金徽老窖系列等）/100-300 元（柔和金徽系列、正能量系列、世纪金徽五星等）/100 元（世纪金徽二三星、金徽陈酿等）以下产品分别实现收入 5.66/14.89/8.49 亿元，同比增长+41.17%/+15.38%/+3.99%，100 元以上产品占比提升 3.3pct 至 70.7%，结构升级明显，金徽年份系列增长较快，柔和、星级系列预估实现双位数增长。分区域看，2024 年省内/省外分别实现收入 22.31/6.70 亿元，同比+16.14%/+14.67%，省内通过“一县一策”策略深化全渠道覆盖，营销转型成效显著，省外聚焦样板市场建设，坚持“布局全国、深耕西北、重点突破”，以甘肃为圆心向西北辐射，同步拓展华东/北方市场实现全国化。分销售渠道看，2024 年经销商/直销（含团购）/互联网销售实现销售 27.44/0.74/0.84 亿元，同比+15.43%/+5.40%/+43.36%，线上销售增长迅速，其中京东和抖音平台占据主要销量。2024 年末公司省内/省外分别拥有 288/713 个经销商，年内净增+16/+121 个，省外经销商扩充明显。

四季度毛利率有所扰动，费用精细化管理管控成效凸显。公司 2024 年毛利率为 60.92%，同比-1.5pct，其中 2024Q4 毛利率为 50.13%，同比-8.3pct，四季度毛利率下滑较大主因：1) 星级产品占比较高产品结构有所下移；2) 春节旺季增加赠饮、品鉴等促销费用。2024 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 19.73%/10.08%/1.80%，同比变动-1.3/-0.7/-0.2pct，公司在营销转型推进下费用精细化管理管控效果逐渐显现，推动整体费效提升。2024 年归母净利率 12.85%，同比-0.06pct。2024 年销售收现 34.19 亿元，同比增长 16.45%，截至 2024 末公司合同负债 6.38 亿元，同比/环比+1.62/+0.63 亿元。2025 年公司收入目标 32.80 亿元，同比+8.6%，净利润目标 4.08 亿元，同比+5.1%。

投资建议：根据公司 2024 年业绩以及近期动销情况，我们调整公司盈利预测。预计 2025-2027 年收入增速 9%/10%/10%，归母净利润增速分别 7%/12%/13%，EPS 分别为 0.82/0.91/1.03 元，对应 PE 分别为 23x/21x/18x，按照 2026 年业绩给予 23 倍，目标价 20.93 元，给予“增持”评级。

风险提示：宏观经济承压、结构升级不及预期、行业竞争加剧风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,021	3,286	3,611	3,968
营业收入增长率(%)	18.59%	8.76%	9.90%	9.88%
归母净利(百万元)	388	414	463	523

净利润增长率(%)	18.03%	6.78%	11.78%	12.88%
摊薄每股收益(元)	0.77	0.82	0.91	1.03
市盈率(PE)	25.45	23.28	20.82	18.45

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,042	869	986	1,415	1,824
应收和预付款项	18	23	28	28	31
存货	1,620	1,690	2,172	2,225	2,360
其他流动资产	59	134	85	107	127
流动资产合计	2,739	2,716	3,271	3,775	4,342
长期股权投资	0	2	2	3	4
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	1,364	1,279	1,204	1,121	1,037
在建工程	2	238	313	417	556
无形资产开发支出	213	216	226	235	243
长期待摊费用	24	22	22	22	22
其他非流动资产	2,799	2,849	3,408	3,914	4,484
资产总计	4,402	4,605	5,175	5,711	6,346
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	175	206	232	249	267
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	904	1,085	1,221	1,286	1,388
负债合计	1,080	1,291	1,453	1,535	1,655
股本	507	507	507	507	507
资本公积	871	871	871	871	871
留存收益	1,948	2,139	2,553	3,017	3,540
归母公司股东权益	3,326	3,324	3,739	4,202	4,725
少数股东权益	-3	-11	-17	-25	-34
股东权益合计	3,323	3,313	3,722	4,177	4,691
负债和股东权益	4,402	4,605	5,175	5,711	6,346

现金流量表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	450	558	265	590	606
投资性现金流	-65	-333	-148	-162	-196
融资性现金流	-162	-402	0	0	0
现金增加额	223	-177	117	428	410

利润表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,548	3,021	3,286	3,611	3,968
营业成本	957	1,181	1,266	1,379	1,487
营业税金及附加	375	448	493	536	591
销售费用	535	596	657	731	804
管理费用	275	304	347	378	417
财务费用	-20	-19	-6	-7	0
资产减值损失	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	397	486	492	555	628
其他非经营损益	-17	-21	-18	-16	-17
利润总额	380	465	473	539	611
所得税	57	85	65	84	97
净利润	323	380	409	455	514
少数股东损益	-6	-8	-6	-8	-9
归母股东净利润	329	388	414	463	523

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	62.44%	60.92%	61.46%	61.80%	62.51%
销售净利率	12.91%	12.85%	12.61%	12.83%	13.18%
销售收入增长率	26.64%	18.59%	8.76%	9.90%	9.88%
EBIT 增长率	24.85%	24.08%	0.20%	13.94%	14.68%
净利润增长率	17.35%	18.03%	6.78%	11.78%	12.88%
ROE	9.89%	11.68%	11.09%	11.03%	11.07%
ROA	7.47%	8.43%	8.01%	8.11%	8.24%
ROIC	9.53%	11.35%	10.70%	10.63%	10.85%
EPS (X)	0.65	0.77	0.82	0.91	1.03
PE (X)	37.88	25.45	23.28	20.82	18.45
PB (X)	3.75	2.99	2.58	2.30	2.04
PS (X)	4.90	3.29	2.94	2.67	2.43
EV/EBITDA (X)	22.94	15.33	14.98	12.83	10.88

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。