

结构升级势能强劲，省内外扩张有序推进

2024 年 10 月 26 日

► **事件：**2024 年 10 月 25 日，公司发布 24 年三季报，公司 23Q1-Q3 实现营收 23.3 亿元，同增 15.3%；实现归母净利润 3.3 亿元，同增 22.2%；经营活动产生的现金流量净额 3.5 亿元，同增 42.4%；期末合同负债 4.8 亿元，同增 10.3%。单季度看，23Q3 实现营收 5.7 亿元，同增 15.8%；实现归母净利润 0.4 亿元，同增 108.8%。

► **产品结构持续优化升级，省内+西北区域扩张提速。分产品看，**24Q1-Q3 公司 300 元以上/100-300 元/100 元以下产品分别实现营收 4.7/12.0/6.0 亿元，同比+43.8%/+15.0%/-2.5%，占比 16.5%/52.5%/30.9%，省内升学宴、婚宴等宴席场景较优，双节促销活动拉动年份、柔和等高价位产品动销。公司持续优化产品结构，将金徽年份系列打造成西北高端白酒代表，带动柔和、正能量系列等百元以上产品省内外市场持续布局。**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，24Q1-Q3 省内实现收入 17.2 亿元，同比+13.9%；省外 5.5 亿元，同比+15.7%，省内需求旺盛，甘肃中部、西部等区域增速亮眼；同时在环西北地区加速发力，华东、北方市场打造样板，通过差异化营销实现区域突破。**分渠道看，**24Q1-Q3 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 21.5/0.6/0.6 亿元，分别同比+14.1%/-25.2%/+211.2%；截至 24Q3，公司经销商数量为 1028 家，省内/省外经销商数量为 276/752 家，24Q1-3 分别净增加 4 家/160 家，经销商择优汰劣，省外开拓力度加码。

► **费用投入节奏稳健，Q3 净利率水平提升。**公司毛利率水平维持稳定，24Q1-Q3 毛利率 64.1%，同增 0.7pcts；同期净利率 14.3%，同增 0.8pcts。公司不断开拓市场，增加广宣及扫码红包等投入，费用投放稳定，24Q1-3 销售费用率为 20.4%，同减 0.9pcts；管理费用率为 10.5%，同增 0.1pcts。单季度看，24Q3 毛利率为 61.1%，同减 1.5pcts；净利率为 6.6%，同增 3.0pcts；销售/管理/研发费用率分别为 24.1%/13.1%/6.9%，同比-3.2pcts/-1.8pcts/-1.1pcts；24Q3 末销售收现 24.9 亿元，同比+12.8%；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 4.8 亿元，同增 10.3%。

► **投资建议：**公司夯实甘肃省内基地市场，不断在高端引领、大众消费实现突破；滚动发展环甘肃西北市场，陕西、内蒙、宁夏、青海等省份稳步提升；同时逐步培育华东及北方市场第二增长曲线；公司以自有资金持续回购股份用于实施员工持股计划或股权激励，彰显公司发展信心。我们预计公司 24~26 年营收分别为 29.7/34.6/40.7 亿元，归母净利润分别为 4.0/4.8/5.6 亿元，当前股价对应 P/E 分别为 26/22/18X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**甘肃省内白酒竞争加剧；省外样板市场扩张不及预期；场景恢复不及预期；产品结构升级不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2,548	2,968	3,462	4,071
增长率 (%)	26.6	16.5	16.7	17.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	329	401	477	563
增长率 (%)	17.3	21.9	19.0	18.0
每股收益 (元)	0.65	0.79	0.94	1.11
PE	31	26	22	18
PB	3.1	3.1	2.9	2.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 10 月 25 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

20.32 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

- 金徽酒 (603919.SH) 2024 年半年报点评：产品结构延续升级，甘肃市场稳步夯实-2024/08/20
- 金徽酒 (603919.SH) 2024 年一季报点评：产品结构优化显著，基地市场持续深耕-2024/04/21
- 金徽酒 (603919.SH) 2023 年年报点评：大本营市占率稳步提升，产品结构延续升级-2024/03/17
- 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
- 金徽酒 (603919.SH) 2022 年年报点评：结构升级延续，开启扩张新征程-2023/03/23

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,548	2,968	3,462	4,071
营业成本	957	1,121	1,294	1,487
营业税金及附加	375	430	505	599
销售费用	535	594	696	822
管理费用	275	309	362	440
研发费用	51	61	69	98
EBIT	376	471	562	662
财务费用	-20	-11	-9	-12
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	1	1	0
营业利润	397	483	572	674
营业外收支	-17	-12	-13	-14
利润总额	380	471	559	660
所得税	57	70	83	96
净利润	323	401	477	564
归属于母公司净利润	329	401	477	563
EBITDA	500	596	690	791

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,042	909	1,122	1,437
应收账款及票据	7	17	16	18
预付款项	11	9	10	12
存货	1,620	1,793	1,984	2,148
其他流动资产	59	35	37	38
流动资产合计	2,739	2,762	3,170	3,653
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,364	1,368	1,373	1,380
无形资产	213	216	221	228
非流动资产合计	1,663	1,786	1,799	1,817
资产合计	4,402	4,549	4,969	5,470
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	175	202	234	268
其他流动负债	854	962	1,113	1,301
流动负债合计	1,029	1,164	1,347	1,569
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	51	50	51	52
非流动负债合计	51	50	51	52
负债合计	1,080	1,214	1,398	1,622
股本	507	507	507	507
少数股东权益	-3	-3	-3	-2
股东权益合计	3,323	3,334	3,571	3,848
负债和股东权益合计	4,402	4,549	4,969	5,470

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	26.64	16.49	16.66	17.61
EBIT 增长率	24.85	25.22	19.49	17.68
净利润增长率	17.35	21.90	19.03	17.98
盈利能力 (%)				
毛利率	62.44	62.23	62.62	63.48
净利润率	12.91	13.51	13.78	13.83
总资产收益率 ROA	7.47	8.81	9.60	10.29
净资产收益率 ROE	9.89	12.01	13.35	14.62
偿债能力				
流动比率	2.66	2.37	2.35	2.33
速动比率	1.05	0.80	0.86	0.94
现金比率	1.01	0.78	0.83	0.92
资产负债率 (%)	24.52	26.70	28.14	29.65
经营效率				
应收账款周转天数	0.97	0.88	0.73	0.61
存货周转天数	589.16	548.15	525.42	500.18
总资产周转率	0.60	0.66	0.73	0.78
每股指标 (元)				
每股收益	0.65	0.79	0.94	1.11
每股净资产	6.56	6.58	7.05	7.59
每股经营现金流	0.89	1.02	1.20	1.50
每股股利	0.39	0.47	0.56	0.67
估值分析				
PE	31	26	22	18
PB	3.1	3.1	2.9	2.7
EV/EBITDA	19.12	16.05	13.87	12.09
股息收益率 (%)	1.91	2.33	2.78	3.27

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	323	401	477	564
折旧和摊销	124	125	127	129
营运资金变动	19	-27	-12	53
经营活动现金流	450	519	607	762
资本开支	-66	-249	-139	-145
投资	1	0	0	0
投资活动现金流	-65	-252	-138	-144
股权募资	2	0	0	0
债务募资	0	4	0	0
筹资活动现金流	-162	-400	-256	-303
现金净流量	223	-134	213	315

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。本报告清晰准确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个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026