



太平洋证券  
PACIFIC SECURITIES

2019-10-30

公司点评报告

增持/调低

金徽酒(603919)

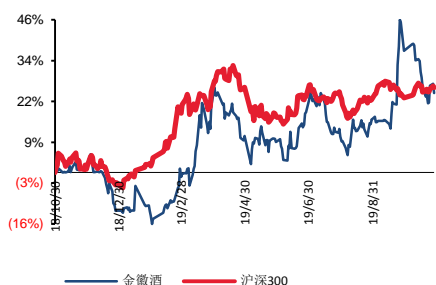
目标价: 19.14

昨收盘: 16.15

日常消费 食品、饮料与烟草

## 金徽酒：单三季度收入、利润修复，毛利率创新高

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	390/364
总市值/流通(百万元)	6,302/5,879
12个月最高/最低(元)	19.05/11.15

### 相关研究报告：

金徽酒(603919)《金徽酒：定增顺利发行，产品升级和管理提升有望加快》--2019/06/02

金徽酒(603919)《金徽酒年报点评：单四季度环比改善，省外市场不断拓展夯实》--2019/03/12

金徽酒(603919)《金徽酒：非公开增发加大激励，锁定经销商和核心员工》--2018/06/12

### 证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

### 证券分析师：郑汉镇

电话：13028853033

E-MAIL: zhenghz@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518010003

**点评事件：**公司公告2019年三季报，前三季度营业收入11.06亿元，同增14.64%；归母净利润1.63亿元，同增1.29%；扣非净利1.63亿元，同增5.23%；经营现金流净额2.88亿元，同比增长23.68倍；EPS为0.43；前三季度销售毛利率60.04%，同比下降2.5pct；净利率14.69%，同比下降1.93pct。单三季度营收2.92亿元，同增70.38%；归母净利润0.28亿元，同增877.99%；期间销售毛利率66.06%，同比提升5.4pct；净利率9.45%，同比提升7.8pct。

### 单三季度实现修复性高增长，甘肃西部和省外市场表现较好

去年单三季度因为产品和渠道的调整，收入仅1.71亿元，为上市以来最低水平；同时，利润贴零，下滑明显。今年单三季度收入2.92亿元，+70.38%；扣非归母净利3229万元，+1703.48%，均实现修复性高增长，收入相比2017Q3增加7000万左右，扣非净利和净利率均有明显提升。

分渠道和市场来看，增长主要来自经销商渠道，并且甘肃西部和省外其他地区的增长更加突出。收入同比增长情况，甘肃西部、兰州周边、甘肃中部、甘肃东南部和其他地区的同比增速分别为：+224.14%、+89.62%、-79.58%、+67.68%和+101.48%。其中，甘肃中部因为经销商调整，收入继续下滑；兰州以及甘肃东南部成熟市场恢复至正常水平；甘肃西部和省外市场表现较好，实现翻倍以上增长。刨除低基数影响、从环比的角度分析，单三季度环比单二季度，甘肃西部、兰州周边、甘肃中部、甘肃东南部和其他地区的环比变动分别为+46.83%、-7.31%、-86.86%、+1.66%和+60.24%。此外，核心经销商持股以来，团队更加稳定，除甘肃中部发生相应的调整，其他各区的经销商保持稳定。

### 产品结构加速升级，高档白酒占比明显提升，毛利率创新高

划分档次，单三季度低档、中档、高档白酒的销售收入分别同比增长-31.11%、+86.08%、+61.64%，各自的销售收入占比分别为：1.54%、40.83%、57.62%。受此带动，前三季度百元以上高档白酒同比增长34.2%，其销售收入占比高达46.60%。2016年至2018年期间高档白酒的同比增速分别为13.57%、23.21%、31.87%，结合今年前三季度来看，产品结构升级还在持续和加速。

伴随高档白酒的销售占比提升，产品整体盈利能力增强，毛利率提升。单三季度销售毛利率 66.06%，创上市以来单季度最高水平。未来随着市场培育更加成熟、车间技术改造更加完善，公司的产品质量、产品结构以及品牌文化还将进一步提升，产品升级和盈利能力还有进一步改善的空间。

#### 销售费用投入增加，管理费用平稳，预收款和现金流均有明显改善

单三季度销售费用 7153 万元，与去年单四季度接近，为历史较高水平，销售费用率 24.53%，同比下降 2.33pct，高费用驱动收入更好增长。管理费用（含研发）4000 万左右，整体平稳，管理费用率（含研发）13.96%，未来有望伴随规模效应扩大而逐步下行。

三季度末预收款 2.26 亿元，是 2017 年以来最高水平，增强了四季度收入的确定性。同时，第三季度的经营性现金流净额增加 7736 万元，环比二季度的 4551 万元有明显的改善，总体上报表质量在逐步提升。

#### 产品结构升级和省外市场拓展仍是未来主要看点

公司上市以来收入持续增长，现金流状况总体稳定。作为西北白酒的强势品牌，当前收入规模 16 亿元左右，体量和效益提升具备想象空间。我们看好公司产品结构的持续升级以及省外市场的不断拓展、夯实。伴随产品结构不断升级，公司的品牌力有望提升，更优的结构也能够创造更高的毛利空间，对冲生产成本端压力，保证较高的毛利率水平。市场拓展方面，随着陕西市场的不断夯实，新疆、内蒙、青海市场的不断开发，省外市场规模和市场份额有望持续提升，成为增长的主要驱动力。

#### 盈利预测与评级：

金徽酒是西北白酒中的强势品牌，甘肃及周边消费者对其认可度高。顺应消费趋势，公司着力于升级产品结构和开拓省外市场，收入利润持续增长，趋势向好。我们看好公司未来的持续成长空间，测算公司 2019-2021 年收入分别增长 10%、12%、14%；利润增长 4%、26%、22%，摊薄后对应 EPS 分别为 0.69、0.87、1.06 元/股。

考虑公司的经营改善和持续成长空间。对应 2020 年 EPS 给 22 倍 PE，阶段目标价 19.14 元，对应 2019 年 27.74 倍 PE，“增持”评级。

风险提示：成本大幅上涨；市场竞争加剧；省外拓展不及预期等。

■ 主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1462	1604	1801	2053
净利润(百万元)	259	269	340	414
摊薄每股收益(元)	0.66	0.69	0.87	1.06

资料来源：Wind，太平洋证券

# 投资评级说明

## 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

## 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



## 研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

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分析人员的个人观点。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。