

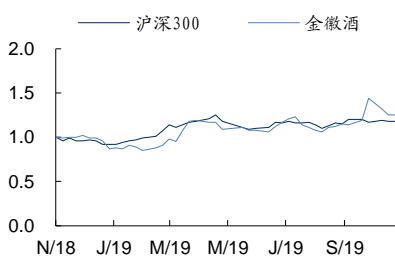
证券研究报告—动态报告

金徽酒(603919)

增持
2019年三季度报点评

(维持评级)

2019年10月31日

一年该股与沪深300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
上证综指/深圳成指	2,954/9,746
12个月最高/最低(元)	19.50/10.95

相关研究报告:

《金徽酒-603919-2019年一季报:产品结构持续优化,省外保持高增长》——2019-04-22
 《金徽酒-603919-业绩符合预期,金徽蓄势待发》——2019-03-13

证券分析师: 陈梦瑶

电话: 18520127266
 E-MAIL: chenmengyao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517080001

证券分析师: 孙山山

电话: 13751048798
 E-MAIL: sunss@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519100001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评

低基数下高增长,机遇与挑战并存

● 低基数下高增长,结构优化提升盈利能力

2019Q1-Q3 营收 11.06 亿 (+14.64%), 归母净利润 1.63 亿 (+1.29%); 其中 19Q3 营收 2.92 亿 (+70.38%), 归母净利润 0.28 亿 (+877.99%), 业绩超预期。我们认为主要有几个原因: 第一, 公司产品百元以上高档产品保持较高增长且占比稳步提升; 第二, 前值低基数。19Q1-Q3 毛利率 60.04% (-2.5pcts), 其中 19Q3 毛利率 66.06% (+5.4pcts), 主因百元以上高档产品占比提升带动产品结构持续优化等所致。19Q1-Q3 净利率 14.69% (-1.93pcts), 其中 19Q3 净利率 9.45% (+7.8pcts), 主因毛利率提升及规模效应下销售费用率下降 2.33pcts、管理费用率下降 5.63pcts 等所致。2019Q3 经营性现金流净额 0.77 亿 (+188.51%), 19Q3 回款 4.16 亿 (+112.24%), 现金流改善明显。

● 结构持续优化, Q3 高档酒高增长

从产品来看, 产品结构持续优化, 百元以上的高档酒 19Q1-Q3 营收 5.12 亿 (+34.20%), 保持高增长, 其占比从 18Q1-Q3 的 39.48% 提升至 19Q1-Q3 的 46.29%。其中高档酒 19Q3 营收 1.65 亿 (+61.76%), 势能持续释放。从区域来看, 甘肃西部与省外市场保持高增长, 增速超 50%, 大本营甘肃东南部保持稳健增长, 省会兰州地区保持稳健增长。

● 五年战略指明方向, 管理层业绩对赌

公司发布未来五年发展规划(2023年目标: 主营业务收入 30 亿, 归母净利润 6 亿)。省内产品渠道双管齐下提升市占率; 省外加速开拓陕宁市场, 对疆、蒙、青等采取重点突破、以点带面开拓。此外, 公司与管理层(9名核心高管)签订未来五年(2019年-2023年)经营业绩目标及薪酬奖惩事项, 2019-2023年目标: 营收分别为 16.2 亿、18.3 亿、21 亿、25 亿、30 亿, 扣非净利润分别为 2.8 亿、3.2 亿、3.8 亿、4.7 亿、6 亿。业绩对赌对奖励和惩罚(若未完成年度目标营收、利润, 则分别按照与目标营收、净利润缺口部分的 2%、15% 计算惩罚)都已明确规定, 且当年扣非归母净利润率 $\geq 12\%$ 时, 才能提取奖励薪酬。

● 投资建议

公司作为甘肃白酒龙头, 目前已制定未来五年发展战略, 并与管理层实施业绩对赌。我们看好公司未来发展前景, 机遇与挑战并存。基于 19Q3 业绩超预期, 我们上调 2019-2021 年 EPS 0.78/0.90/1.04 元(前值分别为 0.76/0.87/0.99 元), 当前股价对应 PE 分别为 22/19/17, 未来一年合理估值区间为 18.00-18.90 元, 维持“增持”评级。

● 风险提示

白酒行业需求放缓; 白酒行业政策调整; 核心产品销售不及预期;

盈利预测和财务指标

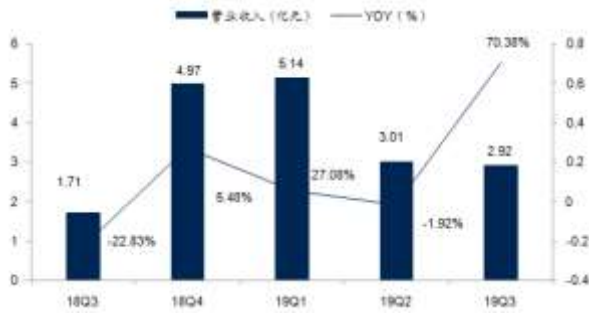
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,333	1,462	1,633	1,826	2,054
(+/-%)	4.3%	9.7%	11.7%	11.8%	12.5%
净利润(百万元)	253	259	303	351	407
(+/-%)	14.0%	2.2%	17.3%	15.9%	15.7%
摊薄每股收益(元)	0.69	0.71	0.78	0.90	1.04
EBITMargin	23.8%	22.8%	24.3%	25.0%	25.5%
净资产收益率(ROE)	13.8%	12.9%	13.7%	14.3%	14.8%
市盈率(PE)	18.39	22.73	22.28	19.23	16.62
EV/EBITDA	13.6	16.3	14.2	12.4	11.0
市净率(PB)	2.55	2.94	3.06	2.75	2.47

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

关键财务指标

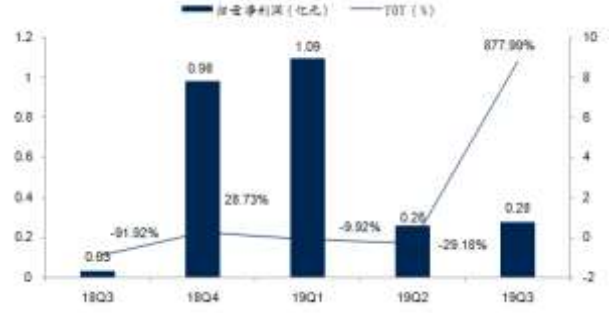
公司近五个季度营收、归母净利润保持正常波动，一四季度是酒企旺季。19Q3业绩超预期，我们认为主要有几个原因：第一，公司产品百元以上高档产品保持较高增长且占比稳步提升；第二，前值低基数。

图 1：2018Q3-2019Q3 营收（亿元）及增速（%）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

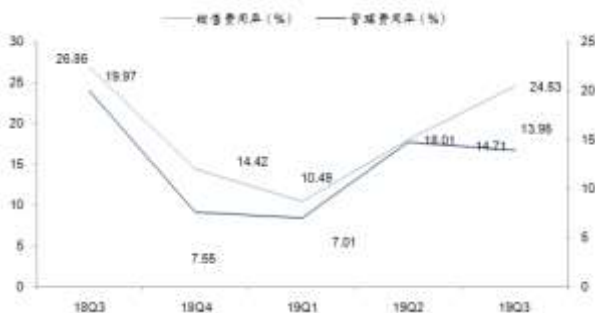
图 2：2018Q3-2019Q3 归母净利润（亿元）及增速（%）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

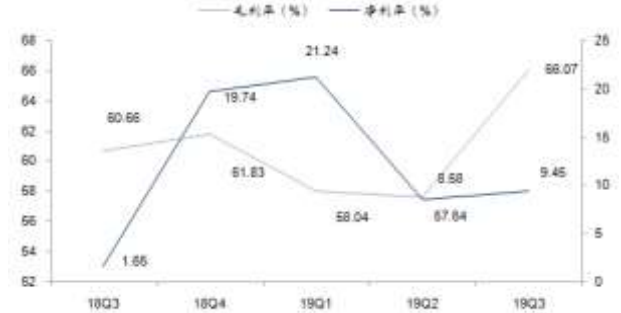
公司近五个季度销售费用率、管理费用率、毛利率和净利率表现正常，随着规模效应的不断显现，销售费用率有所下降，管理费用率因渠道拓展至微升。

图 3：2018Q3-2019Q3 销售、管理费用率（%）一览



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 4：2018Q3-2019Q3 毛利率及净利率（%）一览



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

业务拆分

公司作为甘肃白酒龙头，目前已制定未来五年发展战略，并与管理层实施业绩对赌。我们看好公司未来发展前景，机遇与挑战并存。基于 19Q3 业绩超预期，我们上调 2019-2021 年 EPS 0.78/0.90/1.04 元（前值分别为 0.76/0.87/0.99 元），现将主要业务前后预测拆分如下。

表 1: 2019E-2021E 主要业务拆分预测一览

产品	项目	2019E		2020E		2021E	
		调整前	调整后	调整前	调整后	调整前	调整后
高档酒	营收 (亿)	6.64	6.91	8.17	8.64	9.80	10.62
	YoY (%)	25.0%	30.0%	23.0%	25.0%	20.0%	23.0%
中档酒	营收 (亿)	9.00	9.00	9.27	9.27	9.59	9.59
	YoY (%)	2.5%	2.5%	3.0%	3.0%	3.5%	3.5%
低档酒	营收 (亿)	0.43	0.43	0.36	0.36	0.33	0.33
	YoY (%)	-20.0%	-20.0%	-15.0%	-15.0%	-10.0%	-10.0%
总营收	营收 (亿)	16.07	16.33	17.80	18.26	19.72	20.54
	YOY (%)	9.9%	11.7%	10.8%	11.8%	10.8%	12.5%
归母净利润	净利润 (亿)	2.97	3.03	3.40	3.51	3.87	4.07
	YOY (%)	14.8%	17.3%	14.6%	15.9%	13.8%	15.7%
费用端	销售费用率 (%)	16.0%	16.0%	16.5%	16.5%	17.0%	17.0%
	管理费用率 (%)	8.8%	8.8%	8.7%	8.7%	8.6%	8.6%
EPS	-	0.76	0.78	0.87	0.90	0.99	1.04

资料来源:国信证券经济研究所预测

可比公司估值对比

金徽酒属于地产酒，我们选择同属于地产酒的今世缘、口子窖作比较。

对比公司简介：

今世缘：江苏白酒“三沟一河”代表，地处江苏省淮安市涟水县高沟镇，省内营收排名第二（第一是洋河股份，规模是行业前三），省内市占率 12%左右，公司 90%左右收入来自省内。2018 年公司营收 37.41 亿（+26.49%），归母净利润 11.51 亿（+28.45%），2018 年次高端国缘系列占比 66%。

口子窖：公司位于安徽省淮北市，是安徽省四朵金花（其他三家分别为古井贡酒、迎驾贡酒和金种子酒）之一，是兼香型白酒代表之一。受益于安徽省内消费升级，口子 6 年和 10 年与古井 8 年、16 年将享受本轮价格带上移红利。

表 2: 可比公司估值

公司	投资评级	市值 (亿)	股价 (元) 2019-10-30	EPS			PE		
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
口子窖	买入	308	50.48	3.07	3.60	4.15	16.44	14.02	12.16
今世缘	买入	411	32.59	1.15	1.45	1.86	28.34	22.48	17.52
平均				2.11	2.53	3.01	22.39	18.25	14.84
金徽酒	增持	63	17.33	0.78	0.90	1.04	22.22	19.26	16.66

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	216	484	725	1002	营业收入	1462	1633	1826	2054
应收款项	14	16	19	21	营业成本	551	583	635	697
存货净额	734	671	666	688	营业税金及附加	220	242	268	300
其他流动资产	45	16	27	41	销售费用	229	261	301	349
流动资产合计	1009	1187	1436	1752	管理费用	128	151	166	183
固定资产	1508	1582	1637	1675	财务费用	(1)	6	3	(1)
无形资产及其他	170	163	157	150	投资收益	0	2	2	2
投资性房地产	14	14	14	14	资产减值及公允价值变动	1	(1)	(1)	(1)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	2700	2946	3243	3591	营业利润	336	391	454	526
短期借款及交易性金融负债	12	40	45	50	营业外净收支	(0)	0	0	0
应付款项	197	173	166	160	利润总额	336	391	454	526
其他流动负债	290	309	354	409	所得税费用	77	88	103	119
流动负债合计	499	522	565	619	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	193	193	193	193	归属于母公司净利润	259	303	351	407
其他长期负债	10	20	28	37					
长期负债合计	203	213	221	230	现金流量表 (百万元)				
负债合计	702	735	786	849	净利润	259	303	351	407
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	(0)	(0)	(0)	(0)
股东权益	1999	2211	2457	2742	折旧摊销	70	132	151	167
负债和股东权益总计	2700	2946	3243	3591	公允价值变动损失	(1)	1	1	1
					财务费用	(1)	6	3	(1)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(264)	94	38	20
每股收益	0.71	0.78	0.90	1.04	其它	0	0	0	0
每股红利	0.26	0.23	0.27	0.31	经营活动现金流	63	531	541	595
每股净资产	5.49	5.67	6.30	7.03	资本开支	(301)	(200)	(200)	(200)
ROIC	13%	14%	16%	18%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	13%	14%	14%	15%	投资活动现金流	(301)	(200)	(200)	(200)
毛利率	62%	64%	65%	66%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	23%	24%	25%	26%	负债净变化	190	0	0	0
EBITDA Margin	28%	32%	33%	34%	支付股利、利息	(95)	(91)	(105)	(122)
收入增长	10%	12%	12%	12%	其它融资现金流	(106)	28	5	5
净利润增长率	2%	17%	16%	16%	融资活动现金流	83	(63)	(100)	(117)
资产负债率	26%	25%	24%	24%	现金净变动	(154)	268	241	278
息率	1.5%	1.4%	1.7%	1.9%	货币资金的期初余额	370	216	484	725
P/E	24.4	22.3	19.2	16.6	货币资金的期末余额	216	484	725	1002
P/B	3.2	3.1	2.8	2.5	企业自由现金流	(238)	334	342	392
EV/EBITDA	17.4	14.2	12.4	11.0	权益自由现金流	(153)	357	344	398

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032