

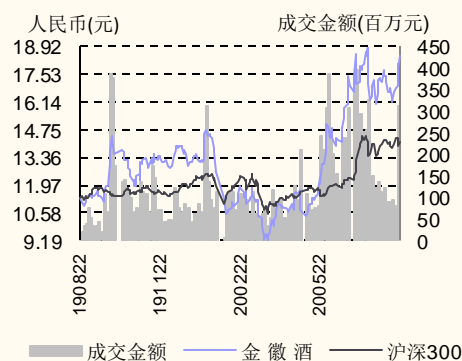
金徽酒 (603919.SH) 买入 (上调评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 18.40 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	5.07
已上市流通 A 股(亿股)	4.73
总市值(亿元)	93.34
年内股价最高最低(元)	18.40/16.00
沪深 300 指数	4719
上证指数	3381



相关报告

- 1.《甘肃白酒龙头，迈入快速发展新阶段 - 甘肃白酒龙头，迈入快速发展...》，2020.5.18

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchengqian@gjzq.com.cn

甘肃白酒龙头迈入改革加速期，Q2 利润超预期

公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.71	0.69	0.64	0.78	0.96
每股净资产(元)	5.49	6.51	5.38	5.87	6.54
每股经营性现金流(元)	0.24	0.95	1.02	1.11	1.34
市盈率(倍)	16.44	25.54	27.21	22.40	18.07
净利润增长率(%)	2.24%	4.64%	19.81%	21.47%	23.98%
净资产收益率(%)	12.94%	10.65%	11.77%	13.44%	14.31%
总股本(百万股)	364	390	507	507	507

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 20H1 实现营收 7.12 亿元，同降 12.67%；归母净利润 1.20 亿元，同降 10.93%。其中 Q2 实现营收 3.69 亿元，同增 22.70%；归母净利润 6235 万元，同增 141.69%。

经营分析

- **Q2 收入恢复高增长，终端动销加速恢复。**20Q2 营收增长 22.7%，主要原因有二：1) 甘肃疫情影响率先减弱，五一终端需求已经基本恢复正常；2) 公司一季度严控疫情影响，控制发货节奏，整体渠道库存较低，Q2 经销商打款积极性高。产品结构持续升级，其中 20H1 高档产品 (100 元以上) 同比+12.11%；中档产品 (30-100 元) 同比-31.73%；低档产品 (30 元以下) 同比-48.18%。分区域看，20H1 甘肃西部/兰州及周边地区/甘肃中部/甘肃东南部/其他地区销售收入分别同比 12.43%/-34.91%/-26.16%/-10.09%/24.83%，甘肃西部弱势区域和其他区域拓展态势向好。
- **Q2 利润增速超预期，费用改善显著。**20Q2 归母净利润同增 141.69%，净利率同增 8.32pcts，主要系产品结构升级带动毛利率提升及费用改善。20Q2 毛利率同增 4.44pcts，100 元以上高档产品占比持续上行；销售费用率同降 4.71pcts，主要系疫情影响营销推广费用投放，且新收入准则将产品运输费调整至主营业务成本；管理费用率基本持平。
- **全年收入增长目标双位数可期，下半年迈入加速期。**金徽酒目前在甘肃省内市占率约 27%，远领先于其他企业，营销网络辐射陕西、宁夏、新疆等地，正逐步成为西北地区强势白酒品牌。2019 年 8 月，公司发布“五年发展战略规划”，提出到 2023 年实现收入 30 亿，净利润 6 亿，即 19-23 年 CAGR 分别为 16.4%和 22.0%。我们预计 20 年营收双位数增长的目标有望实现。同时复星系豫园股份收购金徽酒 29.9%股权，有助于提升公司业务拓展能力，长期借助股东资源走出西北，布局华东。
- **省内深耕+省外扩张，公司迈入改革加速期。**未来公司在西部弱势区域的渗透速度加快，成熟地区渠道下沉力度将加大，高档产品放量将带动产品结构持续升级。公司省外收入占比仅为 13%，在整个大西北市占率仅约 4.5%，距离 10%的规划目标仍有差距。未来公司将深耕陕西、宁夏市场，加快开发内蒙、青海、新疆市场，完成西北六省市场布局。公司明确了到 2023 年实现营收 30 亿、归母净利润 6 亿的目标，并将管理层利益与公司深度绑定，形成长效激励，“二次创业”有望助力公司踏上新征程。

盈利预测

- 预计公司 2020-2022 年收入同增 15.5%/16.3%/17.3%；归母净利润同增 19.8%/21.5%/24.0%，EPS 分别为 0.64/0.78/0.96 元，当前股价对应 PE 分别为 27X/22X/18X。

风险提示

- 宏观经济下行、省外市场拓展不及预期风险、股权质押风险、食品安全风险

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	1,333	1,462	1,634	1,888	2,195	2,574	货币资金	370	216	502	612	741	941
增长率	9.7%	11.8%	11.8%	15.5%	16.3%	17.3%	应收账款	13	15	49	57	66	78
主营业务成本	-493	-551	-642	-724	-819	-935	存货	469	734	848	892	1,009	1,151
%销售收入	37.0%	37.7%	39.3%	38.3%	37.3%	36.3%	其他流动资产	12	44	17	18	19	21
毛利	840	911	992	1,164	1,376	1,639	流动资产	863	1,009	1,416	1,578	1,836	2,190
%销售收入	63.0%	62.3%	60.7%	61.7%	62.7%	63.7%	%总资产	37.0%	37.4%	44.5%	46.3%	49.2%	52.6%
营业税金及附加	-195	-220	-231	-266	-307	-360	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	14.6%	15.1%	14.1%	14.1%	14.0%	14.0%	固定资产	1,274	1,508	1,568	1,631	1,697	1,775
销售费用	-185	-229	-245	-283	-334	-386	%总资产	54.6%	55.8%	49.3%	47.9%	45.5%	42.6%
%销售收入	13.9%	15.7%	15.0%	15.0%	15.2%	15.0%	无形资产	174	171	169	169	169	168
管理费用	-144	-128	-147	-170	-198	-229	非流动资产	1,470	1,692	1,763	1,827	1,896	1,976
%销售收入	10.8%	8.7%	9.0%	9.0%	9.0%	8.9%	%总资产	63.0%	62.6%	55.5%	53.7%	50.8%	47.4%
研发费用	0	-8	-29	-33	-37	-44	资产总计	2,333	2,700	3,178	3,406	3,731	4,166
%销售收入	0.0%	0.5%	1.8%	1.8%	1.7%	1.7%	短期借款	32	12	45	45	42	40
息税前利润 (EBIT)	317	326	342	412	500	620	应付款项	234	280	225	291	328	373
%销售收入	23.8%	22.3%	20.9%	21.8%	22.8%	24.1%	其他流动负债	233	206	343	323	367	420
财务费用	2	1	3	3	3	3	流动负债	499	499	614	659	737	832
%销售收入	-0.1%	0.0%	-0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	长期贷款	3	193	0	0	0	0
资产减值损失	1	1	0	0	0	0	其他长期负债	4	10	23	18	16	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	506	702	637	677	753	847
投资收益	2	0	-1	1	2	3	普通股股东权益	1,827	1,999	2,541	2,729	2,978	3,318
%税前利润	0.7%	0.0%	n.a	0.2%	0.4%	0.5%	其中：股本	364	364	390	390	390	390
营业利润	324	336	350	416	505	626	未分配利润	723	865	1,022	1,210	1,459	1,799
营业利润率	24.3%	23.0%	21.4%	22.0%	23.0%	24.3%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	0	0	-5	0	0	0	负债股东权益合计	2,333	2,700	3,178	3,406	3,731	4,166
税前利润	324	336	345	416	505	626	比率分析						
利润率	24.3%	22.9%	21.1%	22.0%	23.0%	24.3%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-71	-77	-74	-91	-111	-138	每股指标						
所得税率	22.0%	22.9%	21.5%	22.0%	22.0%	22.0%	每股收益	0.695	0.710	0.694	0.639	0.776	0.963
净利润	253	259	271	324	394	488	每股净资产	5.020	5.49	6.51	5.38	5.87	6.54
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.294	0.24	0.95	1.02	1.11	1.34
归属于母公司的净利润	253	259	271	324	394	488	每股股利	0.190	0.250	0.330	0.350	0.370	0.380
净利率	19.0%	17.7%	16.6%	17.2%	17.9%	19.0%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	13.84%	12.94%	10.65%	11.88%	13.22%	14.71%
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	总资产收益率	10.84%	9.58%	8.51%	9.52%	10.55%	11.72%
净利润	253	259	271	324	394	488	投入资本收益率	13.28%	11.36%	10.31%	11.50%	12.84%	14.34%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	62	69	78	79	86	94	主营业务收入增长率	4.35%	9.72%	11.76%	15.51%	16.27%	17.26%
非经营收益	-5	7	11	5	-1	-1	EBIT增长率	5.71%	2.82%	4.85%	20.54%	21.43%	24.02%
营运资金变动	-203	-249	11	-10	-48	-58	净利润增长率	14.02%	2.24%	4.64%	19.81%	21.47%	23.98%
经营活动现金净流	107	86	370	399	431	524	总资产增长率	3.31%	15.75%	17.70%	7.16%	9.55%	11.64%
资本开支	-262	-318	-188	-144	-154	-173	资产管理能力						
投资	0	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	2.8	2.7	2.8	2.8	2.8	2.8
其他	106	-48	-37	1	2	3	存货周转天数	314.9	398.1	449.7	449.7	449.7	449.7
投资活动现金净流	-156	-366	-225	-143	-152	-170	应付账款周转天数	96.2	117.3	104.1	104.0	103.0	102.0
股权募资	0	0	362	0	0	0	固定资产周转天数	296.6	287.4	275.6	243.1	215.1	191.7
债权募资	8	170	-160	-5	-3	-2	偿债能力						
其他	-67	-94	-101	-140	-148	-152	净负债/股东权益	-18.32%	-0.55%	-17.97%	-20.79%	-23.47%	-27.14%
筹资活动现金净流	-59	76	101	-145	-151	-154	EBIT利息保障倍数	-170.8	-569.8	-118.0	-142.0	-172.4	-213.8
现金净流量	-109	-204	247	111	129	200	资产负债率	21.67%	25.99%	20.04%	19.87%	20.18%	20.34%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

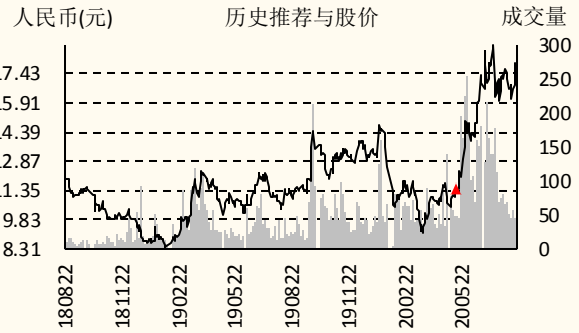
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-05-18	增持	14.79	19.09~19.09

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH