

金徽酒 (603919)

公司研究/点评报告

产品结构升级叠加省外扩张，业绩实现稳健增长

——金徽酒 (603919) 2020 年报点评

点评报告/食品饮料行业

2021 年 3 月 22 日

一、事件概述

3 月 19 日，公司发布 2020 年年报，报告期内公司实现营收 17.31 亿元，同比+5.89%；实现归母净利润 3.31 亿元，同比+22.44%，基本 EPS 为 0.65 元。2020 年度每股拟派发红利 0.24 元（含税）。

二、分析与判断

► Q4 业绩维持高速增长，全年产品结构升级、省外扩张持续推进

2020 年公司实现营业/归母净利润 17.31/3.31 亿元，同比分别+5.89%/+22.44%。合 20Q4 单季度实现营收/归母净利润 6.86/1.73 亿元，同比分别+29.83%/+59.60%。总体看，2020 年公司从市场营销、生产管理、品牌建设等多个方面共同发力，有效应对新冠疫情的负面冲击，保证收入端小幅增长及利润端稳健增长。疫情对动销影响逐步消散，公司抓住有利时机，采取积极的营销策略，保证业绩高速增长。

分产品看，2020 年高档/中档/低档产品分别实现收入 8.67/8.09/0.29 亿元，同比分别+29.08%/-10.48%/-31.30%，其中高档产品占收入比重 50.86%，同比+9.33ppt；合 Q4 高档/中档/低档产品分别实现收入 2.58/4.07/0.11 亿元，同比分别+60.99%/+15.78%/+39.33%。总体看，2020 年全年高档酒收入维持正增长，中低档酒收入同比下滑，收入进一步向高档酒集中。Q4 高档酒继续保持高速增长，中低档酒动销有所恢复。

分地区看，2020 年甘肃东南部/兰州及周边地区/甘肃中部/甘肃西部/其他地区分别实现营收 5.72/4.72/2.09/1.63/2.89 亿元，同比分别-5.05%/-1.94%/+4.67%/+30.30%/+38.46%。合 Q4 分别实现营收 1.86/2.20/1.01/0.77/0.91 亿元，同比分别-14.54%/+55.43%/+12.35%/+210.97%/+102.03%。总体看，甘肃东南部、兰州周边等省内核心市场地位仍然稳固，增长较稳健。受益于与复星集团业务协同加强、公司积极开拓省外市场等原因，公司省外市场扩张取得成效，省外收入全年保持高速增长。

分渠道看，2020 年经销商/直销渠道分别实现营收 16.41/0.64 亿元，同比分别+6.65%/-18.77%；合 Q4 分别实现营收 6.53/0.23 亿元，同比分别+30.09%/+29.85%。2020 年末甘肃东南部/兰州及周边地区/甘肃西部/甘肃中部/其他地区分别拥有经销商 88/96/52/30/196 家，同比分别-1.12%/+6.67%/+1.96%/-3.23%/+20.25%。总体看，公司各渠道收入构成及省内经销商队伍保持稳定，省外经销商数量保持较快增长。

► 高档酒量价齐升，中低档酒量减价增

2020 年公司共销售酒类产品 1.52 万千升，同比-6.98%。分产品看，高档/中档/低档产品分别销售 4307/9727/1180 千升，同比分别+26.64%/-11.20%/-41.06%，高档酒销量保持较快增长，中低档酒销量同比出现明显下滑。高档/中档/低档产品销售均价分别为 20.14/8.32/2.45 万元/吨，同比分别+1.92%/+0.81%/+16.57%，各档次产品销售均价同比均有所提高，高档酒量价齐升、中低档酒量减价增，产品结构整体升级态势明显。毛利率方面，2020 年高档/中档/低档产品分别为 70.37%/56.5%/17.42%，同比分别+2.49/-1.19/+3.12ppt；酒类产品整体毛利率 62.51%，同比+1.78ppt。

推荐

维持评级

当前价格：

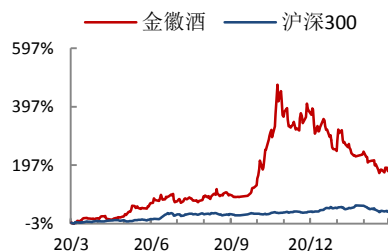
26.27 元

交易数据

2021-3-19

| | |
|--------------|------------|
| 近 12 个月最高/最低 | 49.45/9.19 |
| 总股本 (百万股) | 507.26 |
| 流通股本 (百万股) | 491.31 |
| 流通股比例 (%) | 97% |
| 总市值 (亿元) | 133.26 |
| 流通市值 (亿元) | 129.07 |

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004
 电话：010-85127513
 邮箱：yujie@mszq.com

分析师：熊航

执业证号：S0100520080003
 电话：0755-22662056
 邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

1. 金徽酒 (603919) 2020 年三季度点评：Q3 延续复苏态势，与大股东业务协同有望加强
2. 金徽酒 (603919) 2020 年半年报点评：Q2 业绩快速复苏，预计下半年将继续改善趋势

► 产品结构升级主力毛利率走高，销售费用率同比下降

2020 年公司毛利率 62.51%，同比+1.78ppt (Q4 为 62.21%，同比+0.06ppt)，主要原因是高档酒毛利率提高且占比上升，带动整体毛利率水平上升。

2020 年公司期间费用率为 24.19%，同比-1.34ppt (Q4 为 16.54%，同比-5.64ppt)。其中销售费用率为 12.84%，同比-2.15ppt (Q4 为 10.03%，同比-2.35ppt)，原因是会计准则改变下的运输费重分类导致销售费用率显著下降；管理费用率为 9.46%，同比+0.49ppt (Q4 为 5.33%，同比-1.34ppt)，原因是职工薪酬及折旧费用增长；研发费用率为 2.32%，同比+0.57ppt (Q4 为 1.93%，同比-1.69ppt)，原因是研发项目投入同比提高；财务费用率为-0.42%，同比-0.25ppt (Q4 为-0.74%，同比-0.25ppt)，原因是存款利息同比增加所致。

三、盈利预测与投资建议

我们对此前盈利预测进行调整。预计 21-23 年公司实现收入 21.04/24.51/29.09 亿元，同比+21.6%/+16.5%/+18.7%；预计 20-22 年公司归母净利润为 3.88/4.60/5.48 亿元，同比+17.1%/+18.5%/+19.2%，对应 EPS 为 0.59/0.70/0.83 元，目前股价对应 PE 为 45/38/32 倍。公司估值与白酒行业 2021 年 44 倍整体估值水平相当。考虑到新大股东入驻公司后，基本面有望持续改善；公司与管理层签订的《业绩目标及奖惩方案之协议》将继续发挥正向激励作用。综合上述积极因素，维持“推荐”评级。

四、风险提示

疫情冲击持续超预期、白酒行业周期下行、费用投放超预期等。

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 1,731 | 2,104 | 2,451 | 2,909 |
| 增长率 (%) | 5.9% | 21.6% | 16.5% | 18.7% |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 331 | 388 | 460 | 548 |
| 增长率 (%) | 22.4% | 17.1% | 18.5% | 19.2% |
| 每股收益 (元) | 0.65 | 0.59 | 0.70 | 0.83 |
| PE (现价) | 40.4 | 44.7 | 37.7 | 31.6 |
| PB | 4.8 | 5.8 | 5.3 | 4.7 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 1,731 | 2,104 | 2,451 | 2,909 |
| 营业成本 | 649 | 776 | 892 | 1,041 |
| 营业税金及附加 | 242 | 295 | 343 | 408 |
| 销售费用 | 222 | 311 | 358 | 439 |
| 管理费用 | 164 | 194 | 229 | 270 |
| 研发费用 | 40 | 43 | 53 | 61 |
| EBIT | 414 | 484 | 575 | 689 |
| 财务费用 | (7) | (6) | (6) | (6) |
| 资产减值损失 | (0) | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | (1) | (1) | (1) | (1) |
| 营业利润 | 434 | 500 | 593 | 706 |
| 营业外收支 | (13) | (6) | (8) | (9) |
| 利润总额 | 421 | 493 | 585 | 697 |
| 所得税 | 90 | 106 | 125 | 149 |
| 净利润 | 331 | 388 | 460 | 548 |
| 归属于母公司净利润 | 331 | 388 | 460 | 548 |
| EBITDA | 512 | 595 | 704 | 833 |
| 资产负债表 (百万元) | | | | |
| 货币资金 | 592 | 1175 | 1032 | 1868 |
| 应收账款及票据 | 8 | 14 | 14 | 18 |
| 预付款项 | 3 | 8 | 6 | 9 |
| 存货 | 1137 | 1007 | 1589 | 1364 |
| 其他流动资产 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 流动资产合计 | 1748 | 2215 | 2651 | 3273 |
| 长期股权投资 | 1 | 1 | (0) | (1) |
| 固定资产 | 1566 | 1773 | 2042 | 2281 |
| 无形资产 | 187 | 191 | 201 | 207 |
| 非流动资产合计 | 1784 | 1709 | 1615 | 1506 |
| 资产合计 | 3532 | 3924 | 4266 | 4778 |
| 短期借款 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 应付账款及票据 | 209 | 227 | 274 | 313 |
| 其他流动负债 | 26 | 26 | 26 | 26 |
| 流动负债合计 | 715 | 886 | 942 | 1090 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 31 | 31 | 31 | 31 |
| 非流动负债合计 | 39 | 39 | 39 | 39 |
| 负债合计 | 754 | 924 | 980 | 1129 |
| 股本 | 507 | 659 | 659 | 659 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益合计 | 2778 | 3000 | 3285 | 3650 |
| 负债和股东权益合计 | 3532 | 3924 | 4266 | 4778 |

| 主要财务指标 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入增长率 | 5.9% | 21.6% | 16.5% | 18.7% |
| EBIT 增长率 | 21.2% | 16.9% | 18.9% | 19.8% |
| 净利润增长率 | 22.4% | 17.1% | 18.5% | 19.2% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 62.51% | 63.1% | 63.6% | 64.2% |
| 净利润率 | 19.1% | 18.4% | 18.8% | 18.8% |
| 总资产收益率 ROA | 9.4% | 9.9% | 10.8% | 11.5% |
| 净资产收益率 ROE | 11.9% | 12.9% | 14.0% | 15.0% |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 2.4 | 2.5 | 2.8 | 3.0 |
| 速动比率 | 0.9 | 1.4 | 1.1 | 1.8 |
| 现金比率 | 0.8 | 1.3 | 1.1 | 1.7 |
| 资产负债率 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 2.3 | 2.6 | 2.4 | 2.5 |
| 存货周转天数 | 550.6 | 497.1 | 523.9 | 510.5 |
| 总资产周转率 | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.7 | 0.6 | 0.7 | 0.8 |
| 每股净资产 | 5.5 | 4.5 | 5.0 | 5.5 |
| 每股经营现金流 | 0.7 | 1.2 | 0.1 | 1.6 |
| 每股股利 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 40.4 | 44.7 | 37.7 | 31.6 |
| PB | 4.8 | 5.8 | 5.3 | 4.7 |
| EV/EBITDA | 23.1 | 19.1 | 16.3 | 12.8 |
| 股息收益率 | 0.9% | 1.0% | 1.0% | 1.1% |

| 现金流量表 (百万元) | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 331 | 388 | 460 | 548 |
| 折旧和摊销 | 98 | 111 | 128 | 144 |
| 营运资金变动 | (97) | 286 | (522) | 362 |
| 经营活动现金流 | 337 | 792 | 75 | 1,063 |
| 资本开支 | 142 | 43 | 43 | 45 |
| 投资 | (2) | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | (73) | (43) | (43) | (45) |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债务募资 | (20) | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | (118) | (166) | (174) | (183) |
| 现金净流量 | 147 | 583 | (143) | 836 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

熊航，食品饮料行业分析师。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|-----------------------------|------|------------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 15% 以上 |
| | 谨慎推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间 |
| | 中性 | 分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间 |
| | 回避 | 分析师预测未来股价跌幅 5% 以上 |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上 |
| | 中性 | 分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间 |
| | 回避 | 分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上 |

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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。