

金徽酒(603919)

产品结构稳步升级，复星入主有望加速发展

——金徽酒 2020 年年报点评

分析师：马莉 执业证书编号：S1230520070002
 联系人：杨骥、张潇倩
 mali@stocke.com.cn

事件

金徽酒发布 2020 年年报，显示 2020 年公司实现营收 17.31 亿元，同比增长 5.89%；实现归属于上市公司股东的净利润 3.31 亿元，同比增长 22.44%。2020Q4 实现营收 6.86 亿元，同比增长 29.83%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.73 亿元，同比增长 59.60%。

业绩点评

□ 利润增速表现亮眼，产品结构不断优化

2020 年公司收入及净利润增速分别为 5.98%、22.44%，其中 2020Q4 收入及净利润增速分别为 29.83%、59.60%，净利润单季度增速环比提升。我们认为公司利润端增速超收入增速主因：1) 产品结构持续提升；2) 7 月以来提价较为成功（高档品提价幅度超 10%）；3) 成本端控制较好。具体分产品来看：

1) 高档品：2020 年百元以上高档产品收入较上年增长 29.08%至 8.67 亿元，占比较上年同期增长 9.32 个百分点至 50.86%，吨价较去年提升 2.02%至 20.16 万元/吨，其中柔和系和能量系列增长 30%+，十八年保持 20%+的增长，十八年在低基数背景下，收入几乎翻倍；

2) 中档及低档品：受农村市场销售不佳等因素影响，2020 年公司中档及低档品分别为 8.09、2.89 亿元，分别较去年同期变动-10.48%、-31.30%，毛利率分别较去年同期变动-1.19、+3.12 个百分点至 56.50%、17.42%，整体增速略微放缓。

得益于产品结构升级，在运输费调整至主营业务成本的情况下，2020 年公司酒业务毛利率较去年同期增长 2.10 个百分点至 62.89%，盈利能力高增。

□ 省内薄弱地区收入提升显著，省外市场加速扩张

在复星入主金徽后，公司品牌力稳步提升，继续深化改革，深度开发的甘肃西部（包括河西市场）、其他地区（包括省外市场）收入增速超过 30%，毛利率分别较去年同期提升 1.87、3.52 个百分点至 30.30%、38.46%，收入占比提升 1.82、4.04 个百分点；甘肃中部地区收入增速表现较为稳健，而基数较高的甘肃东南部、兰州及周边地区收入增速略微放缓，收入占比分别下降 3.70、2.08 个百分点。总体来看，此前较为薄弱的西部及省外地区发展加速，经销商净增 34 家，而甘肃东南部、兰州及周边地区、甘肃中部地区在疫情冲击下实现稳健增长，经销商共计净增 4 家。分渠道来看，2020 年经销商及直销（含团购）渠道收入分别为 16.41、0.64 亿元，收入分别同比增长 6.65%、-18.77%，其中 2020 年金徽酒经销商总数为 462 家，其中新增 106 名，减少 68 名。

□ 经营活动现金净流量下降，费用率表现较为稳定

现金流方面，2020 年公司经营活动现金净流量为 3.37 亿元，同比下降 9.09%；预收款方面，2020 年预收款（合同负债+其他流动负债）为 2.27 亿元，与去年同期几乎持平；费用率方面，2020 年期间费用率较上年同期下降 1.35 个百分点至 24.19%，整体表现较稳定，其中销售费用率下降 2.15 个百分点至 12.84%；分红方面，2020 年分红 1.2 亿元，占净利润 36.74%，连续 8 年分红占比 30%以上。

评级 增持

上次评级 增持
 当前价格 26.27

单季度业绩 元/股

1Q/2020	0.15
2Q/2019	0.12
3Q/2020	0.08
4Q/2020	0.34



公司简介

公司前身系康庆坊、永盛源等多个徽酒老作坊基础上组建的省属国营大型白酒企业，曾用名甘肃陇南春酒厂，是国内建厂最早的中华老字号白酒酿造企业之一。

相关报告

- 《金徽酒业绩点评报告：产品结构持续提升，业绩符合预期》（20201027）
- 《金徽酒深度报告：二次创业加速进行时，结构升级及渠道拓展为最大看点》（20201020）

□ 复星入主加速发展，产品结构及渠道拓展或超预期

看点一：内外齐发力，省内产品高端化速度或超预期。外部因素：甘肃省白酒主流价格带从 100 元以下向 100-300 元转换叠加各酒企均发力次高端，引领省内白酒价格带向上迁移；内部因素：① 产品方面：金徽酒通过收缩低端产品线、推出高端新品、停货提价等方式优化产品结构，陇南春将于年内上市；② 市场营销方面：C 端置顶，积极推进大客户运营，坚持“聚焦资源，精准营销，深度掌控”的基本思路；③ 产能方面：生产方面坚持量质并举、放权搞活，打造有竞争力团队，2020 年优级酒产量已同比增长 127%，为结构升级奠定基础；

看点二：立足甘肃聚焦大西北，加速实现全国化。省内：2019 年金徽酒省内市占率约为 27%，假设公司市占率与伊力特、青青稞酒等酒企类似（2019 年省内市占率达 50% 以上），考虑到甘肃白酒市场规模始终稳定在 60 亿元，公司未来省内规模或达 30 亿元，金徽酒省内市占率仍有较大提升空间，其中较为薄弱的陇东地区及河西走廊发展可期；省外：白酒市场达 400 亿规模的大西北市场为金徽酒未来发展的新机遇，19 年金徽酒通过定增布局省外，未来将完成西北六省布局；同时公司有望借助复星集团团购渠道，加速实现全国化。

□ 五年规划目标不变，业绩预期有望达成

复星集团曾表示公司此前推出的五年规划目标不变（2023 年收入及净利润分别达 30 亿元、6 亿元），五年规划叠加对赌加码激励为公司超预期发展奠定基础。2021 年公司计划实现营业收入、净利润 21.00、3.80 亿元，分别比上年增长 21.34%、14.69%，考虑到公司产品结构仍在持续上移，省外表现持续向好，全年业绩达成概率大。

盈利预测及估值

预计 2021-2023 年收入增速分别为 22.2%、20.7%、20.9%；归母净利润增速分别为 18.4%、25.8%、27.0%；EPS 分别为 0.8、1.0、1.2 元/股；PE 分别为 34、27、21 倍。长期看公司具备较强成长性，当前估值具有性价比，维持买入评级。

催化剂：库存回落、终端价提升、产品结构持续升级、省外拓展加速。

风险提示：国内疫情二次爆发，影响白酒整体动销；高端酒动销情况不及预期。

财务摘要

（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	1730.7	2115.1	2552.3	3084.7
(+/-)	5.9%	22.2%	20.7%	20.9%
净利润	332.0	393.1	494.7	628.0
(+/-)	22.3%	18.4%	25.8%	27.0%
每股收益（元）	0.7	0.8	1.0	1.2
P/E	40.1	33.9	26.9	21.2

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	1748	1923	2306	2767	营业收入	1731	2115	2552	3085
现金	592	487	650	856	营业成本	649	788	913	1059
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	242	296	357	431
应收账款	8	16	19	21	营业费用	222	279	345	426
其它应收款	3	4	5	6	管理费用	164	203	250	302
预付账款	3	9	10	10	研发费用	40	49	59	72
存货	1137	1380	1599	1856	财务费用	(7)	(3)	(3)	(6)
其他	6	26	23	18	资产减值损失	(0)	(1)	(1)	(1)
非流动资产	1784	1784	1732	1669	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	(1)	(0)	(1)	(1)
长期投资	1	0	1	1	其他经营收益	14	10	10	11
固定资产	1566	1613	1657	1699	营业利润	435	513	643	813
无形资产	187	188	191	198	营业外收支	(13)	(14)	(14)	(15)
在建工程	6	(45)	(146)	(257)	利润总额	422	499	629	798
其他	24	28	30	29	所得税	90	106	134	170
资产总计	3532	3707	4038	4436	净利润	332	393	495	628
流动负债	715	740	850	948	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	10	0	0	0	归属母公司净利润	332	393	495	628
应付款项	209	248	274	331	EBITDA	511	600	737	914
预收账款	0	159	183	151	EPS (最新摊薄)	0.7	0.8	1.0	1.2
其他	496	334	394	467					
非流动负债	39	24	29	31	主要财务比率				
长期借款	0	0	0	0		2019	2020E	2021E	2022E
其他	39	24	29	31	成长能力				
负债合计	754	764	879	979	营业收入	5.9%	22.2%	20.7%	20.9%
少数股东权益	0	0	0	0	营业利润	24.0%	17.9%	25.2%	26.4%
归属母公司股东权	2778	2943	3159	3457	归属母公司净利润	22.3%	18.4%	25.8%	27.0%
负债和股东权益	3532	3707	4038	4436	获利能力				
					毛利率	62.5%	62.8%	64.2%	65.7%
					净利率	19.2%	18.6%	19.4%	20.4%
					ROE	12.5%	13.7%	16.2%	19.0%
					ROIC	11.6%	13.0%	15.3%	17.8%
					偿债能力				
					资产负债率	21.3%	20.6%	21.8%	22.1%
					净负债比率	2.9%	3.0%	3.0%	2.1%
					流动比率	2.4	2.6	2.7	2.9
					速动比率	0.9	0.7	0.8	1.0
					营运能力				
					总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7
					应收帐款周转率	155.6	187.1	159.6	171.0
					应付帐款周转率	3.4	3.5	3.5	3.5
					每股指标(元)				
					每股收益	0.7	0.8	1.0	1.2
					每股经营现金	0.7	0.4	1.0	1.2
					每股净资产	5.5	5.8	6.2	6.8
					估值比率				
					P/E	40.1	33.9	26.9	21.2
					P/B	4.8	4.5	4.2	3.9
					EV/EBITDA	39.1	21.4	17.2	13.7

现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	337	224	498	601
净利润	332	393	495	628
折旧摊销	98	107	117	126
财务费用	(7)	(3)	(3)	(6)
投资损失	1	0	1	1
营运资金变动	179	(19)	108	108
其它	(266)	(256)	(219)	(256)
投资活动现金流	(73)	(104)	(63)	(65)
资本支出	(4)	(99)	(54)	(52)
长期投资	(1)	1	(0)	(0)
其他	(68)	(6)	(9)	(13)
筹资活动现金流	(118)	(225)	(272)	(330)
短期借款	10	(10)	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(128)	(215)	(272)	(330)
现金净增加额	147	(105)	163	206

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>