

## 证券研究报告—动态报告

食品饮料

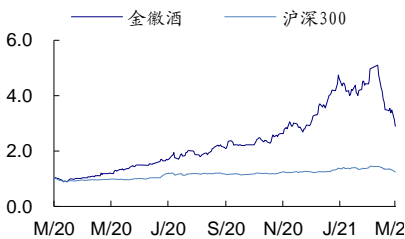
饮料

**金徽酒(603919)**
**买入**

2020 年年报评

(维持评级)

2021 年 03 月 23 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)	872/866
总市值/流通(百万元)	224,767/223,302
上证综指/深圳成指	3,359/13,476
12 个月最高/最低(元)	464.97/77.00

**证券分析师: 陈青青**

 电话: 0755-22940855  
 E-MAIL: chenqingq@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520110001

**证券分析师: 熊鹏**

 电话: 021-60875164  
 E-MAIL: xiongpeng@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520080002

**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**
**20 年业绩符合预期, 21 年收入目标指引积极**
**● 2020 年业绩符合预期, 毛利率上行费用率下降助力利润高增**

公司公布 2020 年年报, 2020 年公司全年营收 17.31 亿元 (+5.89%), 归母净利润 3.31 亿元 (+22.44%), 公司顺利完成五年规划中的扣非利润目标 (20 年收入、扣非利润目标分别为 18.3 亿、3.2 亿)。公司单四季度营收 6.86 亿元 (+29.83%), 归母净利润 1.73 亿元 (+59.60%), 利润增速高于收入增速, 20Q4 净利率同比提升 4.7pct 至 25.17%, 主要系产品结构优化以及产品提价拉升毛利率, 同时销售费用率下滑 2pct 导致。

**● 产品结构持续升级, 省外扩张加速推进**

2020 年公司产品结构持续优化, 百元以上高档酒收入 8.67 亿元 (+29%), 占比达到 50.86%, 其中主要由柔和系列、金徽 18 年等贡献; 中档酒收入 8.09 亿元 (-10.48%), 收入占比同比下滑 8.4pct 至 47.4%; 低档酒收入 0.29 亿元 (-31.30%), 中低档酒收入占比持续下降。在区域方面, 2020 年甘肃东南部/兰州及周边地区/甘肃中部/甘肃西部/其他地区收入增速为 -5.05%/-1.94%/4.67%/30.30%/38.46%, 省内核心区域甘肃东南部和兰州等地区销售情况稳定, 甘肃西部及省外地区呈现加速增长态势, 省外扩张逐步取得成效。

**● 21 年收入指引积极, 5 年规划目标不变**

2021 年公司将进行“深度分销+大客户运营”双轮驱动营销模式转型发展, 以金徽二十八年等高端产品为主导, 打造高端白酒品牌, 持续优化产品结构, 同时公司计划实现营业收入 21.00 亿元, 比上年增长 21.34%; 预计实现净利润 3.80 亿元, 比上年增长 14.69%, 整体目标指引积极。同时公司维持此前提出的 5 年规划目标不变, 即到 2023 年实现收入 30 亿元, 净利润 6 亿元, 中长期发展空间仍然较大。

**● 风险提示: 宏观经济风险, 产品升级不及预期**
**● 投资建议: 维持“买入”评级**

预计公司 2021-2023 年归母净利润为 3.92/4.67/5.49 亿元, 摊薄 EPS=0.77/0.92/1.08 元, 当前股价对应 PE=37/31/27x, 维持买入评级。

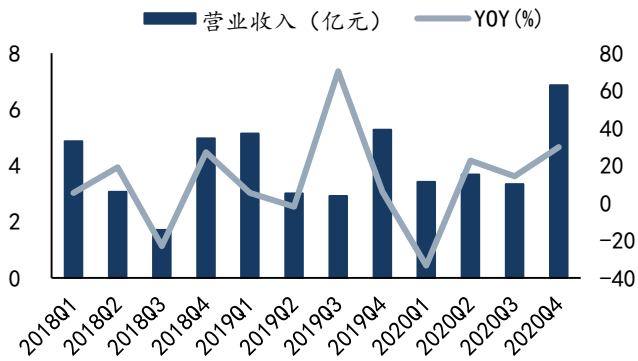
**盈利预测和财务指标**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,634	1,731	2,111	2,460	2,829
(+/-%)	11.8%	5.9%	22.0%	16.5%	15.0%
净利润(百万元)	271	331	392	467	549
(+/-%)	4.6%	22.4%	18.2%	19.2%	17.6%
摊薄每股收益(元)	0.69	0.65	0.77	0.92	1.08
EBIT Margin	22.7%	26.2%	23.6%	24.2%	24.7%
净资产收益率(ROE)	10.6%	11.9%	12.8%	13.8%	14.6%
市盈率(PE)	41.7	44.2	37.4	31.4	26.7
EV/EBITDA	26.6	28.0	23.1	20.1	17.7
市净率(PB)	4.44	5.28	4.80	4.33	3.89

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

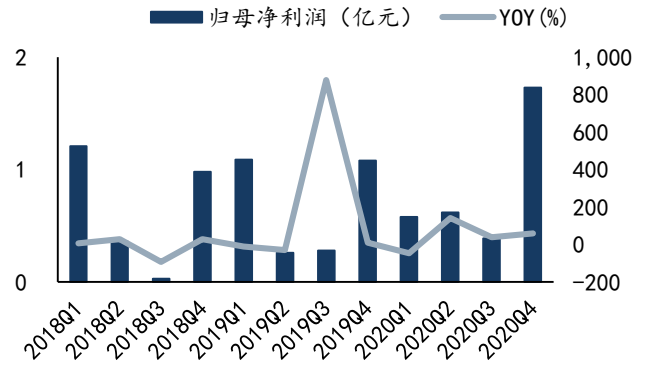
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 金徽酒分季度营业收入及同比增速



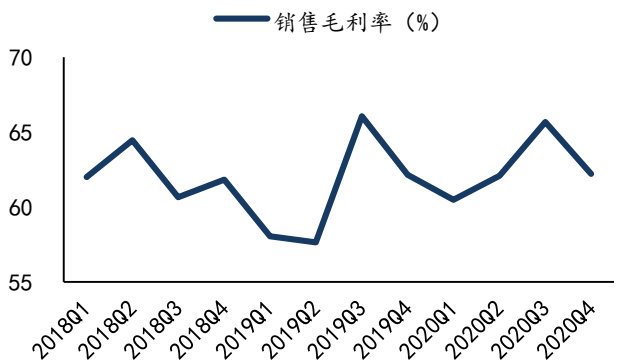
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 金徽酒分季度归母净利润及同比增速



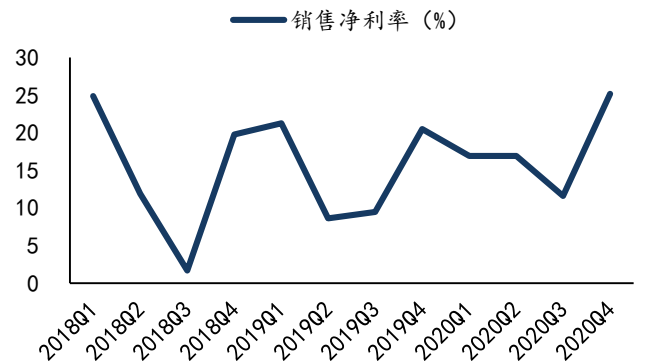
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 金徽酒分季度毛利率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 金徽酒分季度净利率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

表 1: 可比公司的估值对比 (截止至 2021 年 3 月 22 日)

股票代码	简称	PE (TTM)	总市值(亿元)	EPS			PE			评级
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
002304.SZ	洋河股份	32.4	2420	4.90	4.96	5.62	33	32	29	买入
603369.SH	今世缘	38.2	564	1.16	1.24	1.55	39	36	29	买入
000596.SZ	古井贡酒	50.4	832	4.17	4.17	5.32	45	45	36	买入
	平均	40.3	1272	3.41	3.46	4.16	39	38	31	
603919.SH	金徽酒	44.2	147	0.65	0.77	0.92	44	38	31	买入

资料来源: WIND、国信证券经济研究所分析师预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	592	958	1232	1584	营业收入	1731	2111	2460	2829
应收款项	11	18	21	24	营业成本	649	781	898	1018
存货净额	1137	1100	1287	1481	营业税金及附加	242	317	369	424
其他流动资产	8	10	12	14	销售费用	222	317	369	424
<b>流动资产合计</b>	<b>1748</b>	<b>2086</b>	<b>2552</b>	<b>3103</b>	管理费用	164	198	229	262
固定资产	1571	1568	1569	1560	财务费用	(7)	(5)	(5)	(5)
无形资产及其他	187	180	172	165	投资收益	(1)	(0)	(1)	(1)
投资性房地产	24	24	24	24	资产减值及公允价值变动	0	1	0	0
长期股权投资	1	2	3	4	其他收入	(27)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>3532</b>	<b>3860</b>	<b>4320</b>	<b>4856</b>	营业利润	434	504	600	705
短期借款及交易性金融负债	22	26	31	27	营业外净收支	(13)	(6)	(6)	(6)
应付款项	209	235	264	317	<b>利润总额</b>	<b>421</b>	<b>498</b>	<b>594</b>	<b>698</b>
其他流动负债	484	491	573	660	所得税费用	90	107	127	149
<b>流动负债合计</b>	<b>715</b>	<b>752</b>	<b>869</b>	<b>1003</b>	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>331</b>	<b>392</b>	<b>467</b>	<b>549</b>
其他长期负债	39	53	68	83					
<b>长期负债合计</b>	<b>39</b>	<b>53</b>	<b>68</b>	<b>83</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>754</b>	<b>805</b>	<b>937</b>	<b>1085</b>	净利润	331	392	467	549
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	(0)	(0)	(0)	(0)
股东权益	2778	3054	3383	3771	折旧摊销	96	169	179	190
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3532</b>	<b>3860</b>	<b>4320</b>	<b>4856</b>	公允价值变动损失	(0)	(1)	(0)	(0)
					财务费用	(7)	(5)	(5)	(5)
					营运资本变动	(98)	75	(65)	(46)
					其它	0	0	0	0
					<b>经营活动现金流</b>	<b>329</b>	<b>635</b>	<b>581</b>	<b>693</b>
					资本开支	(96)	(157)	(173)	(173)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(97)</b>	<b>(158)</b>	<b>(174)</b>	<b>(174)</b>
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(98)	(115)	(138)	(162)
					其它融资现金流	54	4	5	(5)
					<b>融资活动现金流</b>	<b>(142)</b>	<b>(111)</b>	<b>(133)</b>	<b>(167)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>90</b>	<b>366</b>	<b>274</b>	<b>352</b>
					货币资金的期初余额	502	592	958	1232
					货币资金的期末余额	592	958	1232	1584
					企业自由现金流	259	479	410	521
					权益自由现金流	313	499	435	543

关键财务与估值指标				
	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.65	0.77	0.92	1.08
每股红利	0.19	0.23	0.27	0.32
每股净资产	5.48	6.02	6.67	7.43
ROIC	13%	14%	17%	20%
ROE	12%	13%	14%	15%
毛利率	63%	63%	64%	64%
EBIT Margin	26%	24%	24%	25%
EBITDA Margin	32%	32%	31%	31%
收入增长	6%	22%	17%	15%
净利润增长率	22%	18%	19%	18%
资产负债率	21%	21%	22%	22%
息率	0.7%	0.8%	0.9%	1.1%
P/E	44.2	37.4	31.4	26.7
P/B	5.3	4.8	4.3	3.9
EV/EBITDA	28.0	23.1	20.1	17.7

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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