

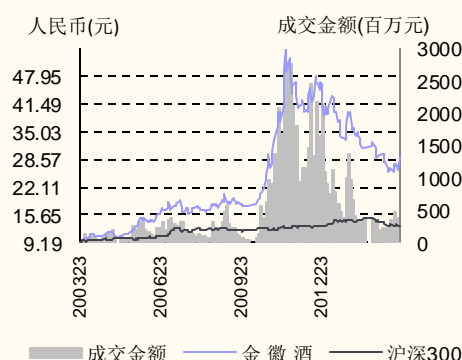
金徽酒 (603919.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币):

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	5.07
已上市流通 A 股(亿股)	4.91
总市值(亿元)	146.60
年内股价最高最低(元)	54.40/9.19
沪深 300 指数	5057
上证指数	3443



相关报告

- 1.《业绩符合预期，甘肃白酒龙头改革持续深化-金徽酒三季报点评》，2020.10.27
- 2.《甘肃白酒龙头迈入改革加速期，Q2 利润超预期-金徽酒中报点评》，2020.8.23
- 3.《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

产品结构升级稳步推进，二次创业加速前行

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
摊薄每股收益(元)	0.69	0.65	0.78	0.98	1.22
每股净资产(元)	6.51	5.48	5.90	6.52	7.35
每股经营性现金流(元)	0.95	0.66	1.02	1.31	1.44
市盈率(倍)	25.54	61.99	37.16	29.43	23.73
净利润增长率(%)	4.64%	22.44%	19.06%	26.30%	24.00%
净资产收益率(%)	10.65%	11.93%	13.17%	15.07%	16.56%
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

- 2020 年公司实现营收 17.31 亿元，同比+5.89%，归母净利润实 3.31 亿元，同比+22.44%。其中 4Q20 营收 6.9 亿元，同比 29.8%，归母净利润 1.7 亿元，同比+59.6%，净利润增长略超预期。

经营分析

- **产品结构升级加速，盈利能力全面优化。**1) 产品端：20 年公司高档产品平均吨价 20.16 万元，同比+1.92%，销量 4307 千升，同比+26.64%，量价齐升下营收占比扩大 9.32pcts 至 50.86%，而同期中/低档酒在吨价分别提升 0.81%/16.57%的情况下，营收分别下滑 10.48%/31.03%，产品结构升级下全年毛利率实现 62.51%，同比+1.78pcts。2) 费用端：20 年会计准则变更，运输费用调整至主营业务成本致销售费用率同比-2.15pcts，总体期间费用同比-1.34pcts 收窄至 24.19%，传导至净利率同比+2.6pcts 至 19.14%。
- **省内核心市场坚挺，省外市场开拓加速。**1) 省内：20 年公司渠道策略转向“深度分销+大客户”双轮驱动加强省内渠道精耕与下沉，全年甘肃东南部/兰州及周边地区/甘肃中部/甘肃西部分别实现营收 5.72/4.72/2.09/1.63 亿元，同比分别-5.05%/-1.94%/+4.67%/+30.30%，其中甘肃东南部、兰州及周边地区市场营收略减主要系 19 年基数较高，省内核心市场总体增长稳健，薄弱市场仍有渗透空间。2) 省外：20 年省外经销商增长可观，其他地区经销商数量同比+20.25%至 196 家，全年其他地区营收同比+38.46%实现 2.89 亿元，占比亦同比+4.03pcts 至 16.94%，未来享受复星渠道及品牌力资源赋能，省外拓展有望进一步加速。
- **20 年复星入主注入全新活力，“变”与“不变”赋能业绩弹性。**1) “不变”：公司五年规划目标不变（2023 年收入/净利润分别达 30 亿元/6 亿元），19 年公司与核心管理人员签订《业绩目标及奖惩方案之协议》将高管薪酬与业绩深度绑定，有望发挥长期激励作用。2) “变”：营销端 C 端置顶，积极推进大客户运营；品牌端深入宣传“金徽酒正能量”的精神诉求和“只有窖香 没有泥味”的独特品格；生产端量质并举、放权搞活，打造有竞争力团队，多措并举全面扩大二次创业想象空间。

盈利预测

- 鉴于疫情趋稳下公司产品结构升级及省外渠道拓展趋势加速向好，我们对 21-22 年的归母净利润预测分别上调 7%/7%，预计 21-23 年营收同比 +22.0%/21.0%/20.0%；归母净利润同比+19.1%/26.3%/24.0%；对应 PE 分别为 37/29/24 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 疫情反复风险、省外市场拓展不及预期风险、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)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	1,462	1,634	1,731	2,112	2,555	3,066	货币资金	216	502	592	779	1,094	1,452
增长率		11.8%	5.9%	22.0%	21.0%	20.0%	应收账款	15	49	11	21	26	31
主营业务成本	-551	-642	-649	-779	-920	-1,076	存货	734	848	1,137	1,067	1,134	1,268
%销售收入	37.7%	39.3%	37.5%	36.9%	36.0%	35.1%	其他流动资产	44	17	8	20	22	23
毛利	911	992	1,082	1,333	1,635	1,990	流动资产	1,009	1,416	1,748	1,888	2,276	2,774
%销售收入	62.3%	60.7%	62.5%	63.1%	64.0%	64.9%	%总资产	37.4%	44.5%	49.5%	50.6%	54.7%	58.8%
营业税金及附加	-220	-231	-242	-296	-358	-429	长期投资	0	0	1	1	1	1
%销售收入	15.1%	14.1%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	固定资产	1,508	1,568	1,571	1,615	1,661	1,719
销售费用	-229	-245	-222	-279	-337	-408	%总资产	55.8%	49.3%	44.5%	43.3%	39.9%	36.4%
%销售收入	15.7%	15.0%	12.8%	13.2%	13.2%	13.3%	无形资产	171	169	197	196	195	193
管理费用	-128	-147	-164	-201	-240	-288	非流动资产	1,692	1,763	1,784	1,840	1,887	1,946
%销售收入	8.7%	9.0%	9.5%	9.5%	9.4%	9.4%	%总资产	62.6%	55.5%	50.5%	49.4%	45.3%	41.2%
研发费用	-8	-29	-40	-51	-61	-74	资产总计	2,700	3,178	3,532	3,728	4,163	4,719
%销售收入	0.5%	1.8%	2.3%	2.4%	2.4%	2.4%	短期借款	12	45	22	45	42	40
息税前利润 (EBIT)	326	342	414	507	639	791	应付账款	280	225	256	305	369	430
%销售收入	22.3%	20.9%	23.9%	24.0%	25.0%	25.8%	其他流动负债	206	343	436	365	431	503
财务费用	1	3	7	3	3	3	流动负债	499	614	715	715	841	973
%销售收入	0.0%	-0.2%	-0.4%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	长期贷款	193	0	0	0	0	0
资产减值损失	1	0	0	0	0	0	其他长期负债	10	23	39	18	16	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	702	637	754	733	857	988
投资收益	0	-1	-1	1	2	3	普通股股东权益	1,999	2,541	2,778	2,995	3,306	3,731
%税前利润	0.0%	n.a	n.a	0.2%	0.3%	0.4%	其中：股本	364	390	507	507	507	507
营业利润	336	350	434	511	644	797	未分配利润	865	1,022	1,230	1,447	1,757	2,182
营业利润率	23.0%	21.4%	25.1%	24.2%	25.2%	26.0%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	0	-5	-13	-5	-5	-5	负债股东权益合计	2,700	3,178	3,532	3,728	4,163	4,719
税前利润	336	345	421	506	639	792	比率分析						
利润率	22.9%	21.1%	24.3%	23.9%	25.0%	25.8%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-77	-74	-90	-111	-141	-174	每股指标						
所得税率	22.9%	21.5%	21.3%	22.0%	22.0%	22.0%	每股收益	0.710	0.69	0.65	0.78	0.98	1.22
净利润	259	271	331	394	498	618	每股净资产	5.491	6.51	5.48	5.90	6.52	7.35
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.237	0.95	0.66	1.02	1.31	1.44
归属于母公司的净利润	259	271	331	394	498	618	每股股利	0.190	0.250	0.330	0.350	0.370	0.380
净利率	17.7%	16.6%	19.1%	18.7%	19.5%	20.1%	回报率						
							净资产收益率	12.94%	10.65%	11.93%	13.17%	15.07%	16.56%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	9.58%	8.51%	9.38%	10.58%	11.97%	13.09%
							投入资本收益率	11.36%	10.31%	11.54%	12.93%	14.81%	16.30%
净利润	259	271	331	394	498	618	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	9.72%	11.76%	5.89%	22.02%	21.00%	20.00%
非现金支出	69	78	97	101	107	115	EBIT增长率	2.82%	4.85%	21.17%	22.45%	26.04%	23.84%
非经营收益	7	11	5	6	4	4	净利润增长率	2.24%	4.64%	22.44%	19.06%	26.30%	24.00%
营运资金变动	-249	11	-97	16	56	-5	总资产增长率	15.75%	17.70%	11.12%	5.55%	11.67%	13.36%
经营活动现金净流	86	370	336	517	665	732	资产管理能力						
资本开支	-318	-188	-142	-164	-159	-178	应收账款周转天数	2.7	2.8	2.3	2.8	2.8	2.8
投资	0	0	-2	0	0	0	存货周转天数	398.1	449.7	558.3	500.0	450.0	430.0
其他	-48	-37	71	1	2	3	应付账款周转天数	117.3	104.1	106.4	100.0	103.0	102.0
投资活动现金净流	-366	-225	-73	-163	-157	-175	固定资产周转天数	287.4	275.6	330.2	271.2	226.5	193.3
股权募资	0	362	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	170	-160	-20	14	-3	-2	净负债/股东权益	-0.55%	-17.97%	-20.51%	-24.51%	-31.81%	-37.84%
其他	-94	-101	-98	-181	-191	-197	EBIT利息保障倍数	-569.8	-118.0	-56.4	-174.8	-220.3	-272.8
筹资活动现金净流	76	101	-118	-167	-194	-199	资产负债率	25.99%	20.04%	21.34%	19.65%	20.59%	20.95%
现金净流量	-204	247	146	187	314	358							

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	7	7	8	10	26
增持	1	2	5	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.13	1.22	1.38	1.38	1.00

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。

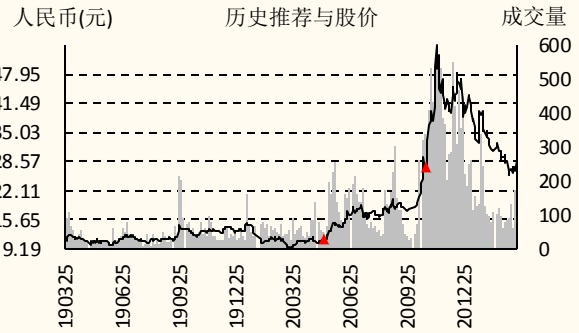
最终评分与平均投资建议对照：

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
2	2020-08-23	买入	18.40	N/A
3	2020-10-27	买入	26.75	N/A

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

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402