

金徽酒 (603919)

公司研究/点评报告

21Q1 业绩高增，产品高端化明显提速

——金徽酒 (603919) 2021 年一季报点评

点评报告/食品饮料行业

2021 年 4 月 21 日

一、事件概述

4 月 20 日公司发布 2020 年一季报, 报告期内公司实现营收 5.08 亿元, 同比+48.43%; 实现归母净利润 1.15 亿元, 同比+99.34%, 基本 EPS 为 0.23 元。

二、分析与判断

➤ 21Q1 业绩同比高增，业绩恢复至正常水平

21Q1 公司实现营收/归母净利润 5.08/1.15 亿元, 同比分别+48.43%/+99.34%, 较 19Q1 分别-1.11%/+5.65%。收入端, 20Q1 疫情致聚餐及礼赠消费基本停滞, 致去年同期基数较低; 21Q1 随着防疫常态化, 下游动销逐步恢复至常态, 因此较 20Q1 大幅增长, 基本恢复至 19Q1 同期水平。利润端, 伴随公司产品高端化推进, 高档酒收入占比同比提升, 带动毛利率上行, 归母净利润规模小幅超过 2019 年同期水平。

➤ 产品高端化持续推进，兰州及省外市场保持高增长

分产品看, 21Q1 高档/中档/低档产品分别实现收入 3.03/1.96/0.03 亿元, 同比分别 64.51%/34.35%/-60.34%, 中高档产品增长显著提速。19Q1/20Q1/21Q1 高档酒收入占比分别为 39.65%/54.47%/60.34%, 高档酒收入占比较 2019、2020 同期有显著提高, 显示产品高端化持续推进, 产品结构改善。

分地区看, 20Q1 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 1.51/1.40/0.52/0.47/1.12 亿元, 同比分别+29.78%/+107.09%/+27.21%/+7.52%/+61.26%。兰州及周边地区、其他地区收入增速高于整体, 显示省内核心市场地位巩固, 同时省外市场保持高速扩张, 预计与复星系业务协同有所加强。

分渠道看, 21Q1 经销商/直销渠道分别实现营收 4.66/0.37 亿元, 同比分别+44.08%/+143.95%; 21Q1 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 87/91/53/30/204 个, 同比分别+70.59%/+1.11%/-40.45%/-3.23%/+25.15%。公司渠道结构稳定, 经销商队伍有所优化。

➤ 产品结构升级主力毛利率走高，销售费用率同比下降

21Q1 公司毛利率 65.50%, 同比+5.02ppt, 主要原因是高档酒收入占比提升, 带动毛利率上行。21Q1 年期间费用率为 22.06%, 同比-1.83ppt。其中销售费用率为 11.62%, 同比-0.79ppt, 原因是: (1) 新收入准则下运输费重分类导致销售费用率显著下降; (2) 本期市场投入同比加大, 市场推广费用较上年同期增加。管理费用率为 9.43%, 同比+0.53ppt, 原因是: (1) 职工薪酬同比上升; (2) 上年同期根据相关政策减免养老保险、失业保险、工伤保险, 本期未减免。研发费用率为 1.36%, 同比-1.55ppt, 原因是上年末公司部分研发项目结项, 本期研发支出同比减少。财务费用率为-0.35%, 同比-0.01ppt, 原因是银行借款利息费用较上年同期减少。

三、盈利预测与投资建议

预计 2021-2023 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 2021-2023 年实现归母净利润 3.88/4.60/5.48 亿元, 同比+17.1%/+18.5%/+19.2%, 对应 EPS 为 0.76/0.91/1.08 元, 目前股价对应 PE 为 58/49/41 倍。公司目前估值高于白酒行业 2021 年 46 倍整体估值。考虑到公司基本面有望持续改善; 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。综上, 维持“推荐”评级。

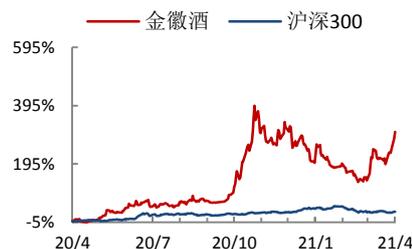
推荐

维持评级

当前价格: 44.45 元

交易数据	2021-4-20
近 12 个月最高/最低	49.45/10.63
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)	225.48
流通市值 (亿元)	218.39

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

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 年报点评: 产品结构升级叠加省外扩张, 业绩实现稳健增长
2. 金徽酒 (603919) 2020 年三季报点评: Q3 延续复苏态势, 与大股东业务协同有望加强

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%	18.6%	19.2%
每股收益 (元)	0.65	0.76	0.91	1.08
PE (现价)	68.4	58.1	49.0	41.1
PB	8.1	7.4	6.7	6.0

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)	(7)
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	707
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	1213	1111	1989
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	2254	2730	3394
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	3963	4344	4900
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	507	507	507
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2778	3038	3364	3771
负债和股东权益合计	3532	3963	4344	4900

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%	18.6%	19.2%
盈利能力				
毛利率	62.51%	63.1%	63.6%	64.2%
净利率	19.1%	18.4%	18.8%	18.8%
总资产收益率 ROA	9.4%	9.8%	10.6%	11.2%
净资产收益率 ROE	11.9%	12.8%	13.7%	14.5%
偿债能力				
流动比率	2.4	2.5	2.9	3.1
速动比率	0.9	1.4	1.2	1.9
现金比率	0.8	1.4	1.2	1.8
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	0.8	0.9	1.1
每股净资产	5.5	6.0	6.6	7.4
每股经营现金流	0.7	1.6	0.1	2.1
每股股利	0.2	0.3	0.3	0.3
估值分析				
PE	68.4	58.1	49.0	41.1
PB	8.1	7.4	6.7	6.0
EV/EBITDA	39.8	33.5	28.4	23.0
股息收益率	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
现金流量表 (百万元)				
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	1,064
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)	(128)	(134)	(141)
现金净流量	147	621	(102)	878

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。