

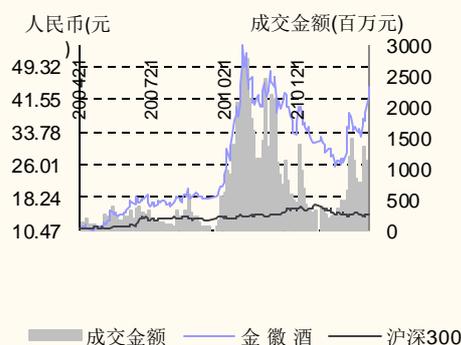
金徽酒 (603919.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 44.45 元

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)	225.48
年内股价最高最低(元)	54.40/10.47
沪深 300 指数	5083
上证指数	3473



相关报告

- 《产品结构升级稳步推进，二次创业加速前行-产品结构升级稳步推进...》，2021.3.24
- 《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
- 《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
- 《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

Q1 业绩符合预期，产品结构延续升级势头

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	0.81	1.01	1.24
每股净资产(元)	6.51	5.48	5.94	6.58	7.43
每股经营性现金流(元)	0.95	0.66	1.09	1.31	1.44
市盈率(倍)	25.54	61.99	54.64	44.17	35.91
净利润增长率(%)	4.64%	22.44%	24.55%	23.71%	23.01%
净资产收益率(%)	10.65%	11.93%	13.69%	15.30%	16.65%
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

- 公司于 2021 年 4 月 20 日公布一季报，21Q1 实现营业收入 5.08 亿元，同比 +48.43% (对比 19Q1 下滑 1.17%)；归母净利润 1.15 亿元，同比 +99.34% (对比 19Q1 增长 5.50%)，业绩符合预期。

经营分析

- 产品结构持续上行，弱势地区开拓步伐加快。**21Q1 收入同比 +48.43%，考虑预收款项 (合同负债 + 其他流动负债)，实际收入增速为 103%，主要系去年疫情低基数 + 春节延后。①分产品：21Q1 公司高档 (百元以上) / 中档 (30-100 元) / 低档 (30 元以下) 产品营收分别同比 +64.51% / +34.35% / -60.34%，对比 19Q1 分别 +48.77% / -32.16% / -84.85%，产品结构优化加速推进，高档产品占比从 19Q1 的 40% 提升至 60%。②分区域：21Q1 甘肃东南部 / 兰州及周边地区 / 甘肃中部 / 甘肃西部 / 其他地区营收分别同比 +29.78% / +107.09% / +27.21% / +7.52% / +61.26%，对比 19Q1 分别 -24.2% / -9.5% / +40.7% / -16.2% / +68.1%，省外及甘肃中西部弱势区域持续扩张。
- 业绩符合预期，毛销差高增助推盈利改善。**21Q1 毛利率实现 65.50%，同比 +5.02pcts，主要系公司积极推进产品结构升级。费用端来看，公司 21Q1 销售费用率同比 -0.79pct，预计系执行新会计准则将运费调整至营业成本；管理费用率同比 +0.52pct，营业税金及附加占比同比 +0.13pct，传导至净利率端实现 22.69%，同比 +5.80pcts。
- 五年规划不改，静待复星赋能团购及华东市场资源。**公司五年规划目标不变 (23 年收入 / 净利润分别达 30 亿元 / 6 亿元，对应 20-23 年 CAGR 分别为 20% / 22%)，高管薪酬与业绩深度绑定，有望形成长效激励机制。此外，复星入主有望赋予新活力：①公司将加紧融入复星生态，深度开发复星体系团购资源，积极推进大客户运营模式 (21Q1 含团购的直销收入同比 +143.95%，占比已提升至 7%)；②公司 21 年将加快突破华东市场，加紧在华东组建销售队伍、探索营销模式，打造样板市场。

盈利预测

- 预计 21-23 年收入增速为 23% / 22% / 20%，归母净利润增速为 25% / 24% / 23%，EPS 为 0.81 / 1.01 / 1.24 元，对应 PE 为 55 / 44 / 36X，维持“买入”评级。

风险提示

- 区域竞争风险加剧、宏观经济下行风险、食品安全问题

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	2,129	2,598	3,117	货币资金	216	502	592	815	1,130	1,489
增长率		11.8%	5.9%	23.0%	22.0%	20.0%	应收款项	15	49	11	22	26	32
主营业务成本	-551	-642	-649	-766	-922	-1,091	存货	734	848	1,137	1,050	1,137	1,285
%销售收入	37.7%	39.3%	37.5%	36.0%	35.5%	35.0%	其他流动资产	44	17	8	20	22	23
毛利	911	992	1,082	1,363	1,675	2,026	流动资产	1,009	1,416	1,748	1,907	2,316	2,829
%销售收入	62.3%	60.7%	62.5%	64.0%	64.5%	65.0%	%总资产	37.4%	44.5%	49.5%	50.9%	55.1%	59.2%
营业税金及附加	-220	-231	-242	-298	-364	-436	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	-281	-351	-418	%总资产	55.8%	49.3%	44.5%	43.1%	39.5%	36.0%
%销售收入	15.7%	15.0%	12.8%	13.2%	13.5%	13.4%	无形资产	171	169	197	196	195	193
管理费用	-128	-147	-164	-202	-244	-293	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%	49.1%	44.9%	40.8%
研发费用	-8	-29	-40	-51	-62	-75	资产总计	2,700	3,178	3,532	3,747	4,203	4,774
%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	530	655	804	应付款项	280	225	256	301	371	436
%销售收入	22.3%	20.9%	23.9%	24.9%	25.2%	25.8%	其他流动负债	206	343	436	369	438	512
财务费用	1	3	7	3	3	3	流动负债	499	614	715	715	851	988
%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	867	1,003
投资收益	0	-1	-1	1	2	3	普通股股东权益	1,999	2,541	2,778	3,013	3,336	3,771
%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	534	659	810	未分配利润	865	1,022	1,230	1,465	1,788	2,223
营业利润率	23.0%	21.4%	25.1%	25.1%	25.4%	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	3,747	4,203	4,774
税前利润	336	345	421	529	654	805	比率分析						
利润率	22.9%	21.1%	24.3%	24.8%	25.2%	25.8%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-77	-74	-90	-116	-144	-177	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	0.81	1.01	1.24
净利润	259	271	331	413	510	628	每股净资产	5.491	6.51	5.48	5.94	6.58	7.43
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	1.09	1.31	1.44
归属于母公司的净利润	259	271	331	413	510	628	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%	19.4%	19.7%	20.1%	回报率						
							净资产收益率	12.94%	10.65%	11.93%	13.69%	15.30%	16.65%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	9.58%	8.51%	9.38%	11.01%	12.15%	13.15%
							投入资本收益率	11.36%	10.31%	11.54%	13.44%	15.04%	16.39%
净利润	259	271	331	413	510	628	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%	23.02%	22.00%	20.00%
非现金支出	69	78	97	101	107	115	EBIT 增长率	2.82%	4.85%	21.17%	28.08%	23.47%	22.86%
非经营收益	7	11	5	6	4	4	净利润增长率	2.24%	4.64%	22.44%	24.55%	23.71%	23.01%
营运资金变动	-249	11	-97	34	44	-15	总资产增长率	15.75%	17.70%	11.12%	6.08%	12.19%	13.59%
经营活动现金净流	86	370	336	553	666	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	269.0	222.8	190.1
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%	-25.56%	-32.63%	-38.42%
其他	-94	-101	-98	-181	-191	-197	EBIT 利息保障倍数	-569.8	-118.0	-56.4	-182.8	-225.7	-277.3
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%	19.57%	20.62%	21.01%
现金净流量	-204	247	146	223	315	358							

来源：公司年报、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