

产品结构加速升级, 布局华东增量可期

投资要点

- **事件:** 公司发布2021年半年报, 上半年实现收入9.7亿元, 同比+36.6%, 归母净利润1.9亿元, 同比+55.9%; 其中21Q2实现收入4.6亿元, 同比+25.6%, 归母净利润0.7亿元, 同比+15.6%, Q2收入略超市场预期。
- **产品结构升级持续, 省外市场加速开拓。** 以未受疫情影响的19H1、19Q2为基准, 21H1、21Q2收入分别同比增长19.3%、54.1%, 单Q2收入端环比加速明显。1、分产品看, 21H1高档酒、中低档酒分别实现收入5.8亿元、3.8亿元, 较19H1分别增长66.7%、-18.0%, 百元以上高档酒占比提升17.6个百分点至60.3%, 产品结构持续优化。2、分区域看, 省外、甘肃河西地区加速渗透, 21H1收入较19H1分别增长75%、105%, 省外市场占比从19H1的12.8%提升9.4个百分点至21H1的22.2%, 河西地区和省外扩张均取得显著成效。3、公司是西北地区强势地产品牌, 公司坚持精耕大西北市场战略, 加大对环甘肃市场的开拓力度, 上半年省外市场净增经销商70家, 招商节奏提速明显。
- **毛利率快速提升, 费用投放有所加大。** 以19H1为基准, 公司21H1毛利率同比提升7.8个百分点至65.7%, 主要受益于结构快速升级; 从费用率来看, 21H1销售费用率、管理费用率、财务费用率分别上升3.2、1.1、0.5个百分点, 销售费用率提升主因为公司开展大客户运营, 加大品牌建设和消费者培育投入; 费用率较19H1上升4.3个百分点至27.3%, 净利率较19H1提升2.7个百分点至19.3%, 整体盈利能力稳中有升。此外, 二季度末预收账款为2.2亿元, 为下半年旺季提前蓄力。
- **省内升级&省外扩张, 复星赋能增长提速。** 1、从省内看, 当前甘肃省白酒主流价格带从过去100元以下向100-300元快节奏升级, 公司作为甘肃地产酒龙头, 百元以上产品布局领先, 将尽享省内消费升级红利。2、公司聚焦大西北市场成效显著, 环甘肃市场经销商数量增加贡献可观增量; 此外, 公司依托复星集团生态和渠道资源, 成立上海、江苏销售子公司发力华东市场, 未来华东有望贡献新的增量。3、公司深入推进“深度分销+大客户运营”双轮驱动转型发展, 上半年通过大客户运营战略开拓意见领袖和团购渠道, 尽管短期费用投入有所加大, 但中长期利于品牌力提升, 为长远持续发展奠定坚实基础。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2021-2023年归母净利润分别为4.22亿元、5.43亿元、6.91亿元, 对应EPS分别为0.83元、1.07元、1.36元, 对应动态PE分别为43倍、34倍、26倍。当前省内产品结构升级持续, 省外开拓进展顺利, 在复星集团生态和渠道资源赋能下, 公司增长速度和质量实质提升, 给予公司2021年55倍估值, 对应目标价45.65元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 经济大幅下滑风险; 市场开拓或不及预期。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	17.31	21.67	25.89	30.62
增长率	5.89%	25.22%	19.48%	18.25%
归属母公司净利润(亿元)	3.31	4.22	5.43	6.91
增长率	22.44%	27.49%	28.65%	27.13%
每股收益EPS(元)	0.65	0.83	1.07	1.36
净资产收益率ROE	11.93%	13.69%	5.61%	17.35%
PE	55	43	34	26
PB	6.57	5.92	5.25	4.59

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn
联系人: 王书龙
电话: 023-63786049
邮箱: wsl@swsc.com.cn
联系人: 夏霖
电话: 021-58351959
邮箱: xiaji@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.07
流通A股(亿股)	4.91
52周内股价区间(元)	16.89-54.4
总市值(亿元)	182.66
总资产(亿元)	34.79
每股净资产(元)	5.61

相关研究

目 录

1 甘肃地产酒龙头，复星赋能发展加速	1
2 行业呈挤压式增长，区域名酒产品结构优化	3
2.1 行业呈挤压式增长，集中度加速提升.....	3
2.2 居民收入稳步提升，消费升级如火如荼.....	5
2.3 区域名酒产品结构持续优化，市场增长空间广阔.....	6
3 产品矩阵完备，尽享消费升级红利	7
4 盈利预测与估值	8
4.1 盈利预测.....	8
4.2 相对估值.....	9
5 风险提示	9

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构（截至 2021H1 末）.....	1
图 3: 2016 年以来公司产品收入结构.....	2
图 4: 2016 年以来公司收入区域结构.....	2
图 5: 公司 2015 年以来营收及增速.....	2
图 6: 公司 2015 年以来归母净利润及增速.....	2
图 7: 公司 2015 年以来毛利率及净利率情况.....	3
图 8: 公司 2015 年以来费用率情况.....	3
图 9: 2006 年以来规模以上酒企营收总额及增速.....	3
图 10: 2006 年以来规模以上酒企利润总额及增速.....	3
图 11: 我国规模以上酒企白酒产量及增速.....	4
图 12: 我国规模以上酒企数量及增速.....	4
图 13: 上市酒企、规模以上酒企营收及占比情况.....	4
图 14: 上市酒企、规模以上酒企利润及占比情况.....	4
图 15: 除顺鑫外其他上市酒企销量及市占率.....	5
图 16: 除顺鑫外其他上市酒企平均吨价及增速.....	5
图 17: 2014-2020 年居民人均可支配收入及增速.....	5
图 18: 2014-2020 年人均食品烟酒支出及增速.....	5
图 19: 2013 年以来我国高净值人群数量（万人）.....	6
图 20: 2012 年、2022 年各财富阶层人群占比.....	6
图 21: 2008 年以来高端“茅五泸”一批价.....	6
图 22: 部分代表地区白酒主流价格带变化.....	6
图 23: 2015 年以来部分区域酒企中高档产品结构情况.....	7
图 24: 2016-2018 年全国现代商超中白酒分价位份额占比情况.....	7

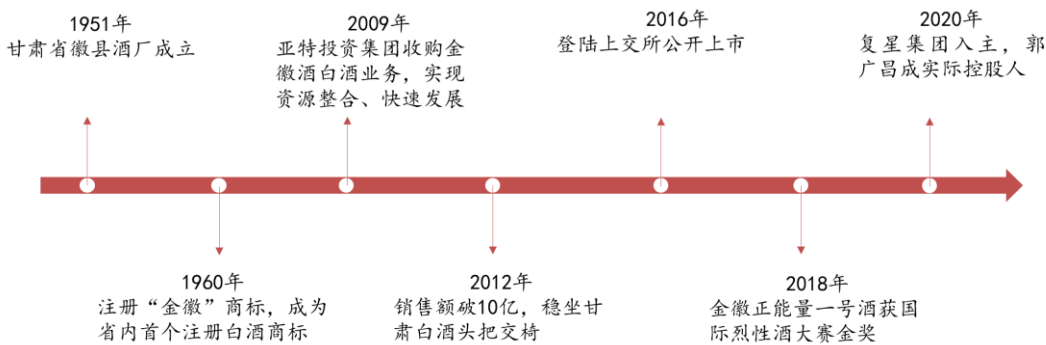
表 目 录

表 1: 公司产品矩阵.....	7
表 2: 分业务收入及毛利率.....	8
表 3: 可比公司估值.....	9
附表: 财务预测与估值.....	10

1 甘肃地产酒龙头，复星赋能发展加速

金徽酒是甘肃地产酒绝对龙头，在西北地区获得广泛的认同和赞誉，拥有“金徽”、“陇南春”两大白酒品牌。公司坐落于甘肃陇南徽县，毗邻世界自然遗产九寨沟，依托得天独厚的酿造环境和公司独有的百年窖泥、国槐酒海的资源优势，造就了公司独特的浓香之淡雅型风格。作为白酒行业内为数不多的民营企业，公司经营机制灵活，管理团队激励充分，百元以上高价位产品布局领先，环甘肃西北市场开拓良好，长期发展动能充足。2020年复星集团入主以来，员工和经销商发展信心大幅提升，公司充分借助复星集团生态和渠道资源，成立销售公司布局华东，中长期发展空间打开。

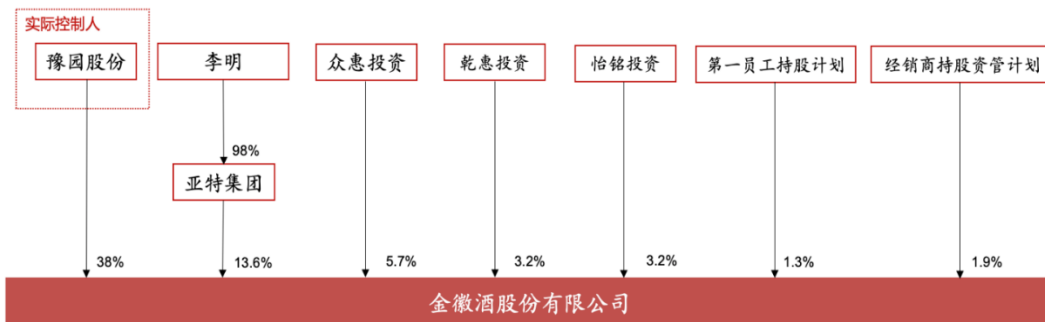
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

股权结构：2020年5月复星国际旗下豫园股份以18.39亿元取得金徽酒业29.99%股权，同年10月，豫园股份进一步要约收购8%的金徽酒股份，持股比例提升至38%，成为公司控股股东，复星集团董事长郭广成成为金徽酒实际控制人。与此同时，公司发挥民营体制的灵活性，与高管团队签订《业绩目标及奖惩方案之协议》，并推出员工和经销商持股计划，实现股东和管理层、业务骨干、经销商利益的深度绑定，公司中长期激励机制完备，利于长期发展。

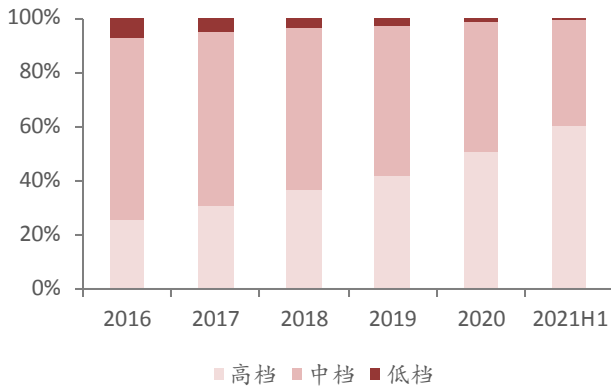
图 2：公司股权结构（截至 2021H1 末）



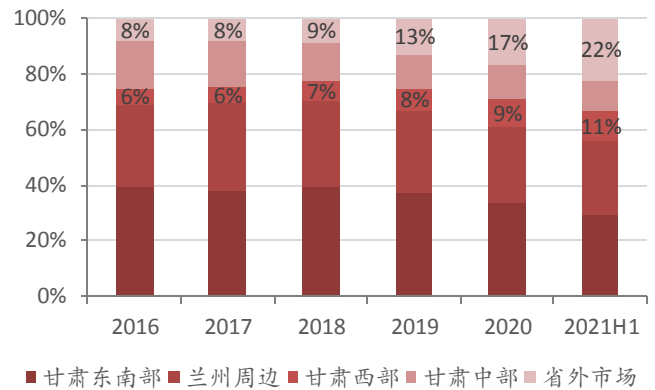
数据来源：公司公告，西南证券整理

主营业务结构：公司产品矩阵梯次分明而不失聚焦，其中年份系列、柔和系列、正能量系列以及金徽五星主打百元以上中高价位，金徽星级系列（四星及以下）主打百元以下中低价位。公司近年来产品结构加速升级，百元以上高档酒占比持续提升，2021H1 高档酒占比

提升至 60.3%。从区域来看，公司在河西地区和省外市场拓展良好，二者占比提升明显；兰州及周边、甘肃东南是公司的传统优势市场，近年来占比有所下降，整体市场结构持续优化。

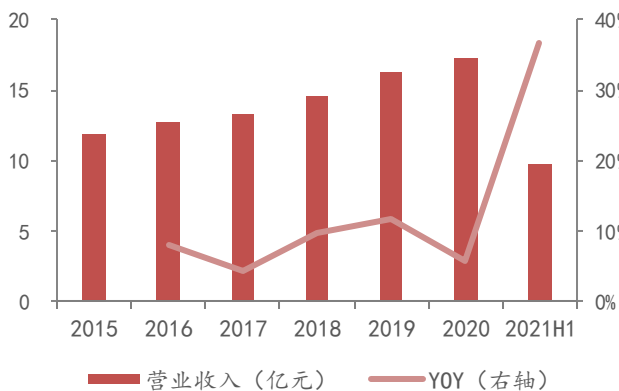
图 3：2016 年以来公司产品收入结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

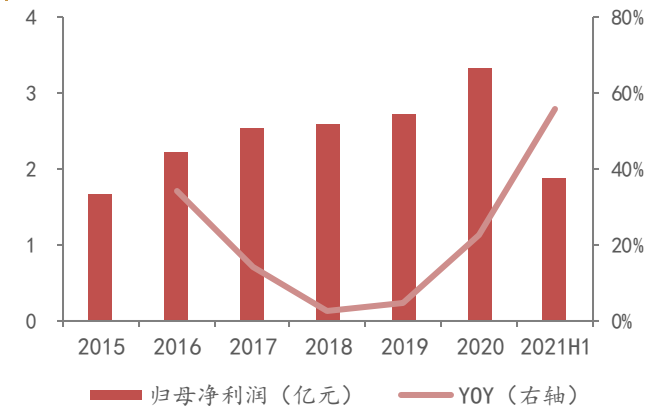
图 4：2016 年以来公司收入区域结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

收入加速增长，盈利能力稳中有升。伴随居民收入水平提升，甘肃白酒消费主流价格带从百元以下向 100-300 元快节奏升级。公司高价位产品布局领先，叠加强大的营销能力，充分受益于省内消费升级，收入和利润实现快速增长。2016-2020 年公司收入、归母净利润年化复合增速分别为 7.9%、10.5%。受益于需求复苏、渠道开拓以及复星生态赋能，2021H1 公司实现营收 9.72 亿元，同比+36.6%，归母净利润 1.87 亿元，同比+55.9%，收入和利润端均实现靓丽增长，增长质量和速度明显提升。

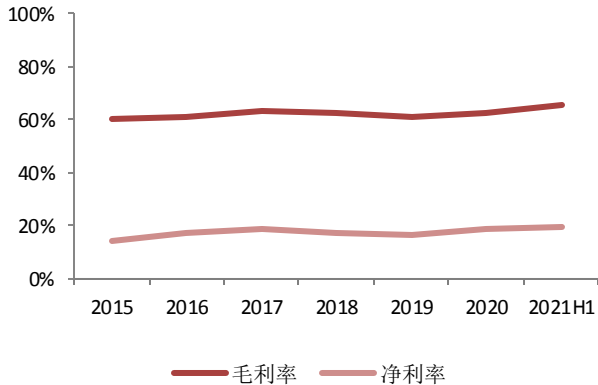
图 5：公司 2015 年以来营收及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

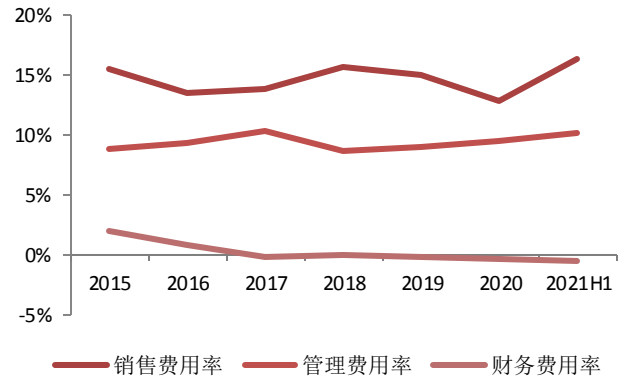
图 6：公司 2015 年以来归母净利润及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

毛利率持续提升，费用投放有所增加。得益于产品结构升级和直接提价，公司毛利率从 2015 年的 60.1% 提升至 2020 的 62.5%。从费用率看，以 2015 年为基准，2020 年销售费用率、财务费用率分别下降 0.8、2.3 个百分点，管理费用率上升 0.6 个百分点。与此同时，公司 21H1 毛利率同比提升 4.4 个百分点至 65.7%；从费用率来看，21H1 销售费用率上升 3.6 个百分点，销售费用率大幅上升主因为公司开展大客户运营，加大品牌建设和消费者培育投入；整体费用率同比上升 0.5 个百分点至 27.3%，净利率提升 2.4 个百分点至 19.3%，整体盈利能力稳中有升。

图 7：公司 2015 年以来毛利率及净利率情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

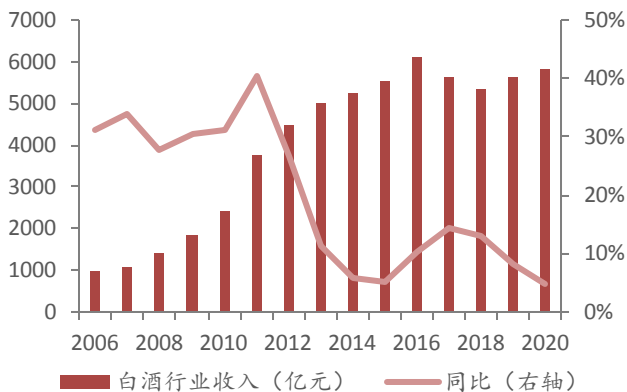
图 8：公司 2015 年以来费用率情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

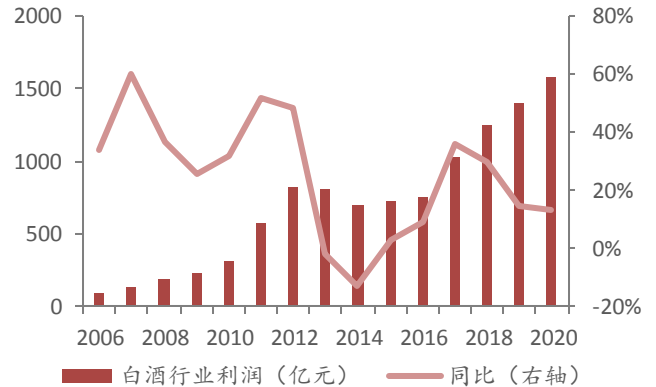
2 行业呈挤压式增长，区域名酒产品结构优化

2.1 行业呈挤压式增长，集中度加速提升

行业呈挤压式增长，结构升级态势明显。2002-2012 年是白酒行业量价齐升的黄金十年，在此期间营收、利润均保持双位数以上高增长，2013-2015 年因“限制三公消费”和“反腐”政策冲击，行业进入三年深度调整。2016 年前后去渠道库存较为理想，行业弱复苏，挤压式增长明显，随着居民收入提升和大众消费崛起，名酒白酒带动行业增长；从利润端看，受益于产品结构升级和名优白酒直接提价，行业利润增速显著高于营收增速，盈利能力持续增强。

图 9：2006 年以来规模以上酒企营收总额及增速


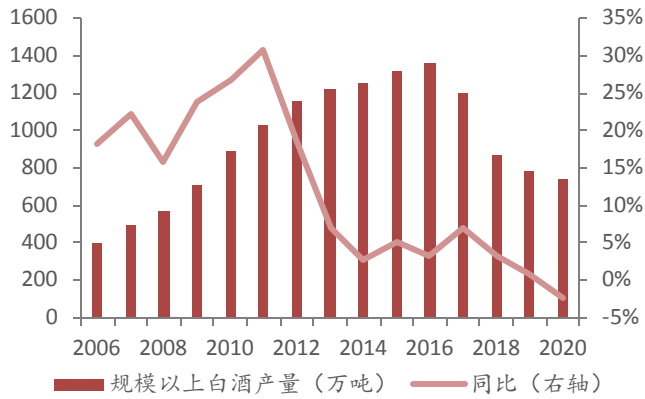
数据来源：国家统计局, 西南证券整理。注：增速为规模以上酒企可比口径计算。

图 10：2006 年以来规模以上酒企利润总额及增速


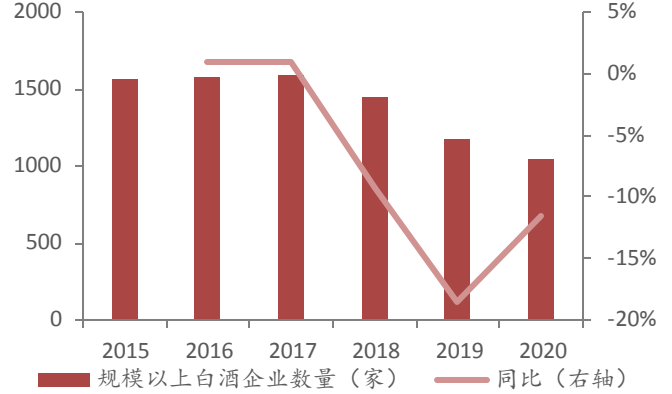
数据来源：国家统计局, 西南证券整理。注：增速为规模以上酒企可比口径计算。

白酒产量见顶回落，业内竞争占据主导。2002-2012 年是白酒行业的黄金十年，行业规模快速扩容；白酒行业三年深度调整之后，居民品牌和健康意识快速崛起，“少喝酒，喝好酒”成为全社会共识。伴随“限制三公消费”及“严查酒驾”等，白酒消费更加理性，规模以上白酒企业产销量见顶回落；2020 年规模以上白酒产量（可比口径）1 万吨，同比

-2.5%；规模以上白酒企业数量由 2015 年的 1563 家减少至 2020 年为 1040 家，行业已转变为存量市场，业内竞争占据主导，且竞争态势愈发激烈。

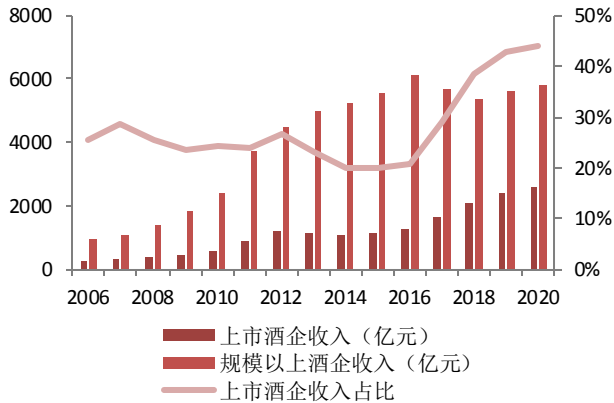
图 11：我国规模以上酒企白酒产量及增速


数据来源：国家统计局，西南证券整理

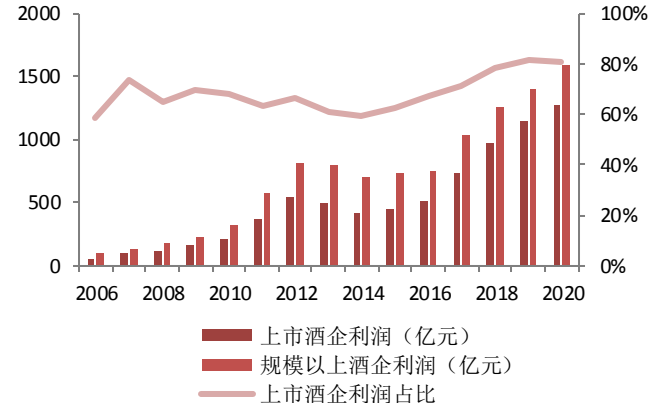
图 12：我国规模以上酒企数量及增速


数据来源：国家统计局，西南证券整理

结构性繁荣特征明显，名优白酒市占率快速提升。本轮白酒复苏以来，“弱增长，强分化”的结构性繁荣特征十分明显。在此背景下，名优白酒品牌和渠道优势越发明显，市场份额加速向名优白酒集中。白酒上市公司（多为名优白酒）的收入和利润市占率分别从 2015 年的 20%、62% 提升至 2020 年的 44%、81%。特别是自 2017 年以来，在居民消费升级步伐显著加快的背景下，名优白酒迎来爆发式增长，上市公司份额占比快速提升。

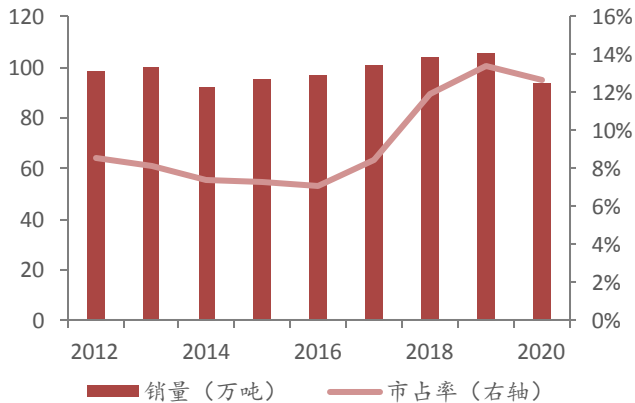
图 13：上市酒企、规模以上酒企营收及占比情况


数据来源：国家统计局，公司公告，西南证券整理

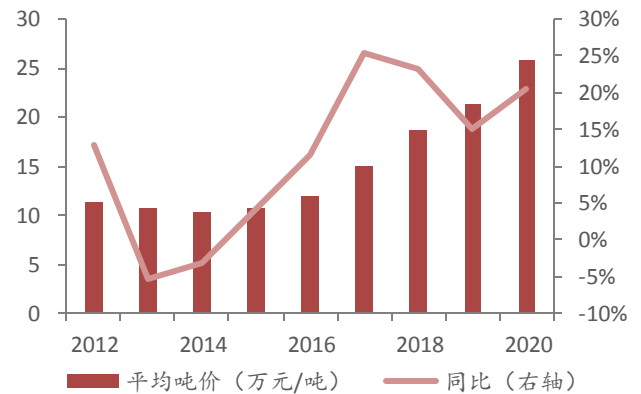
图 14：上市酒企、规模以上酒企利润及占比情况


数据来源：国家统计局，公司公告，西南证券整理

名酒销量占比依然较低，未来提升空间广阔。2020 年上市酒企销量（不含顺鑫）市占率仅为 12.7%（剔除顺鑫原因主要系其产品多为低端酒且在上市酒企销量占比超 40%，剔除之后能够更好反映销量和吨价发展趋势），名酒销量占比依然较低，未来提升空间广阔。上市酒企（不含顺鑫）销量由 2015 年的 95.1 万吨提升至 2019 年为 105.5 万吨，年均复合增速为 3.4%；2020 年由于疫情冲击，上市酒企销量仅为 93.8 万吨。与此同时，受益于直接提价和产品结构升级，平均吨价由 2015 年的 10.8 万元/吨稳步提升至 2020 年为 25.8 万元/吨，年均复合增速达 19%。

图 15：除顺鑫外其他上市酒企销量及市占率


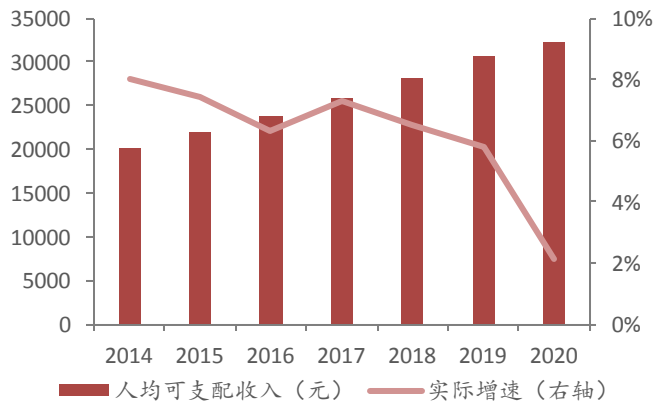
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 16：除顺鑫外其他上市酒企平均吨价及增速


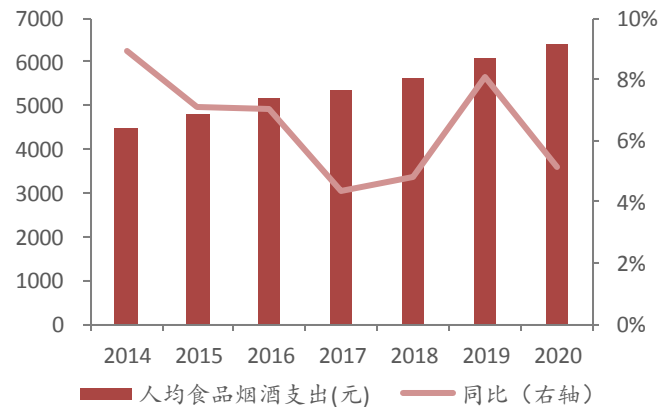
数据来源：公司公告，西南证券整理

2.2 居民收入稳步提升，消费升级如火如荼

随着中国经济快速发展，城镇居民人均可支配收入和人均食品烟酒支出稳步提升。最近五年居民人均可支配收入增速 7%左右，居民收入的稳步提升为消费升级奠定坚实基础。与此同时，居民人均食品烟酒支出从内 2014 年的 4494 元稳步提升至 2020 年的 6397 元，年化复合增速为 6.1%，保持较快增长。

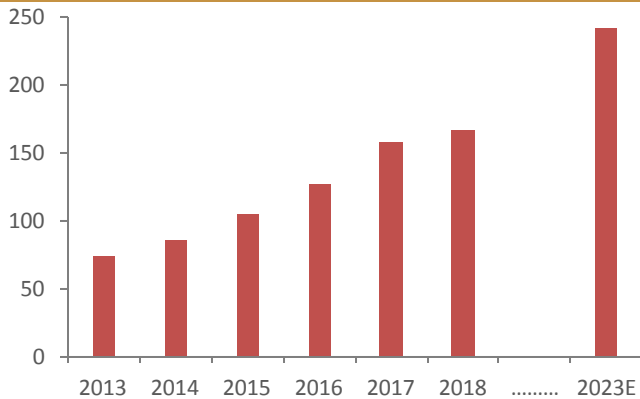
图 17：2014-2020 年居民人均可支配收入及增速


数据来源：国家统计局，西南证券整理

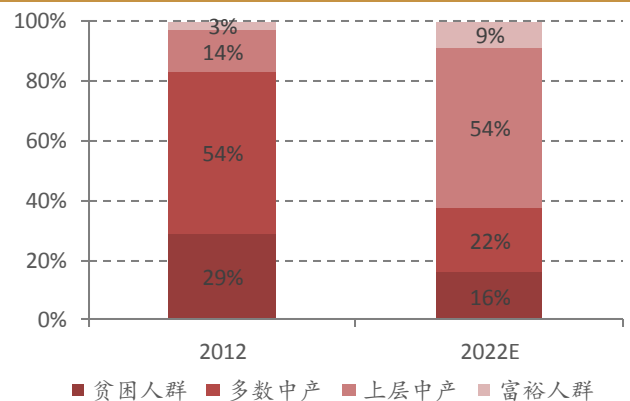
图 18：2014-2020 年人均食品烟酒支出及增速


数据来源：国家统计局，西南证券整理

过去十年中国经济快速发展，带动高净值人群和中产阶级人群快速壮大。以可投资资产 1000 万人民币作为高净值人群标准，我国高净值人群数量由 2010 年的 73 万人爆发式增长至 2018 年 167 万人，预计 2023 年将达到 241 万人，2018-2023 年 CAGR 为 7.6%。与此同时，随着经济转向高质量发展，第三产业占比稳步提升，更多高收入岗位涌现，驱动中产及富裕群体持续壮大，预计 2022 年富裕人群和上层中产所占比例相较于 2012 年均较大幅度提升。

图 19：2013 年以来我国高净值人群数量（万人）


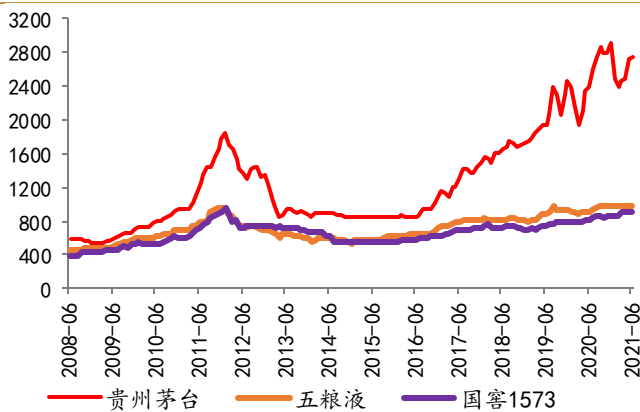
数据来源：波士顿咨询，中国产业信息网，西南证券整理

图 20：2012 年、2022 年各财富阶层人群占比


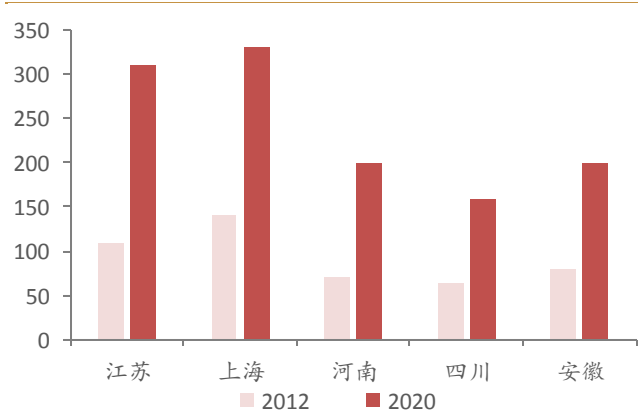
数据来源：波士顿咨询，中国产业信息网，西南证券整理

2.3 区域名酒产品结构持续优化，市场增长空间广阔

在居民收入提高和财富阶级壮大的背景下，中高档白酒消费升级如火如荼。本轮复苏以来，高端“茅五泸”一批价不断走高，高端白酒的提价对次高端和中高端白酒价格上升打开了空间。在全国范围来看，主流婚宴用酒价格升级至 150-300 元。在江浙沪等经济发达地区，婚宴、商务聚餐用酒已升级到 300 元以上次高端价格带；中西部白酒消费大省地级市主流价格带在 150-200 元之间，省会主流消费价格带已提升至 200 元以上。

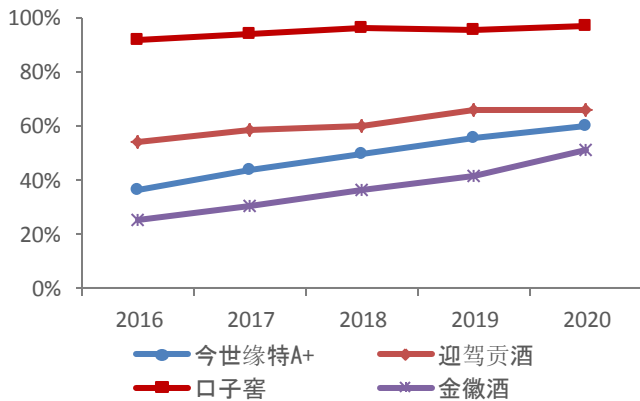
图 21：2008 年以来高端“茅五泸”一批价


数据来源：渠道调研，西南证券整理

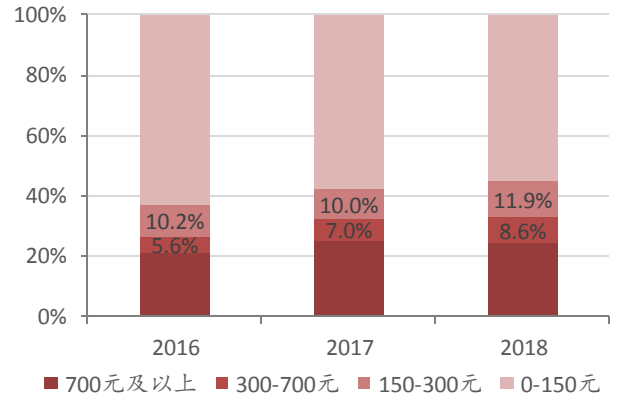
图 22：部分代表地区白酒主流价格带变化


数据来源：酒业家，微酒，西南证券整理

在高端“茅五泸”提价和省内主流价格带上移双重作用下，区域性名酒企业加快产品结构升级的步伐。从价的角度看，通过直接提价和产品结构升级，平均吨价稳步上移；从量的角度看，随着各区域主流价格带上移，过去中低端消费需求转移至中高端、次高端，由此带来量的增长。自 2016 年以来，区域名酒产品结构持续优化，中高端白酒占比稳步提升。在全国现代商超中，区域名酒集中发力的 150-300 元的中高端价格带，300-700 元次高端价格带份额占比稳步提高，区域性名酒消费升级态势良好。

图 23：2015 年以来部分区域酒企中高档产品结构情况


数据来源：公司公告，西南证券整理 注：各家酒企划分中高档产品的标准并不相同

图 24：2016-2018 年全国现代商超中白酒分价位份额占比情况


数据来源：尼尔森，糖酒快讯，西南证券整理

3 产品矩阵完备，尽享消费升级红利

产品矩阵完备，尽享消费升级红利。公司产品系列主要包括金徽年份、柔和金徽、金徽正能量、世纪金徽、陇南春等系列，根据价位可概括划分为百元以上高档酒和百元以下中低档酒。年份系列两款产品分别定位高端和次高端，近年来实现高速增长，目前占比并不算高；柔和系列主要面向省内市场，价格区间覆盖 100-400 元主流升级价格带，近年来实现连续高速增长，占比稳步提升；正能量系列主要面向省外市场，省外开拓良好实现快速放量。金徽二星、三星、四星是百元以下中低档产品，在消费升级需求转移的背景下，未来增长或有所承压。总的来看，公司产品全价格带覆盖，中高端价位产品布局完备，有望尽享消费升级红利。

表 1：公司产品矩阵

品牌系列	产品	占比	度数	参考价（元）	图片参考
年份系列	金徽十八年	约 12%	50 度	1280	
	金徽二十八年		46 度	458	
柔和系列	柔和金徽 H9	约 25%	50 度	389	
	柔和金徽 H6		46 度	259	
	柔和金徽 H3		45 度	159	
正能量系列	正能量-能量 1 号	约 10%	52 度	428	
	正能量-能量 2 号		48 度	288	
	正能量-能量 3 号		45 度	188	
世纪金徽系列	世纪金徽五星	约 13%	42 度	198	
	世纪金徽四星	约 48%	42 度	108	
	世纪金徽三星		42 度	60	
	世纪金徽二星	约 2%	42 度	40	

数据来源：公司公告，京东商城，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

1) 当前甘肃主流消费价格带从过去百元以下向 100-300 元快速升级，叠加河西地区、省外市场快速开拓，公司处在产品结构升级黄金时期，高档酒将保持快节奏放量，预计 2021-2023 年高档酒销量增速分别为 40%、31%、25%，吨价分别提升 4%、3%、3%，毛利率分别为 70.5%、71.0%、71.5%。

2) 由于消费升级带来的需求转移，百元以下中档酒承压明显，考虑到去年疫情下基数较低，今年仍有望恢复增长。预计 2021-2023 年中档酒销量增速分别为 5%、-3%、-3%，单价分别提升 1%、1%、1%，毛利率分别为 57.5%、58.5%、59.5%。

3) 低档酒由于消费升级叠加公司主动控制，未来销量仍将快速下滑，计 2021-2023 年低档酒销量增速分别为 -30%、-10%、-5%；单价分别提升 3%、3%、3%；毛利率分别为 19%、22%、25%。

表 2：分业务收入及毛利率

分业务情况		2020A	2021E	2022E	2023E
合计	营业收入（亿元）	17.3	21.7	25.9	30.6
	增速	5.9%	25.2%	19.5%	18.2%
	营业成本（亿元）	6.5	7.7	8.7	9.9
	毛利率	62.5%	64.5%	66.2%	67.7%
高档酒	销量（吨）	4307	6030	7899	9874
	YOY	26.6%	40.0%	31.0%	25.0%
	吨单价（万元/吨）	20.1	20.9	21.6	22.2
	YOY	1.9%	4.0%	3.0%	3.0%
	收入（亿元）	8.7	12.6	17.0	21.9
	YOY	29.1%	45.6%	34.9%	28.8%
	成本（亿元）	2.6	3.7	4.9	6.3
	毛利率	70.4%	70.5%	71.0%	71.5%
中档酒	销量（吨）	9727	10213	9907	9610
	YOY	-11.2%	5%	-3%	-3%
	吨单价（万元/吨）	8.3	8.4	8.5	8.6
	YOY	0.8%	1%	1%	1%
	收入（亿元）	8.1	8.6	8.4	8.2
	YOY	-10.5%	6.1%	-2.0%	-2.0%
	成本（亿元）	3.5	3.6	3.5	3.3
	毛利率	56.5%	57.5%	58.5%	59.5%
低档酒	销量（吨）	1180	826	743	706

分业务情况		2020A	2021E	2022E	2023E
	YOY	-41.1%	-30%	-10%	-5%
	吨单价（万元/吨）	2.4	2.5	2.6	2.7
	YOY	16.5%	3%	3%	3%
	收入（亿元）	0.3	0.2	0.2	0.2
	YOY	-31.4%	-27.9%	-7.3%	-2.2%
	成本（亿元）	0.2	0.2	0.2	0.1
	YOY	-33.9%	-29%	-11%	-6%
	毛利率	17.4%	19%	22%	25%
其他	收入（亿元）	0.3	0.3	0.3	0.3
	YOY	52.6%	0%	0%	0%
	成本（亿元）	0.2	0.2	0.2	0.2
	毛利率	36.5%	36.5%	36.5%	36.5%

数据来源：公司公告，西南证券

预计 2021-2023 年归母净利润分别为 4.2 亿元、5.4 亿元、6.9 亿元，EPS 分别为 0.83 元、1.07 元、1.36 元，对应动态 PE 分别为 43 倍、34 倍、26 倍。

4.2 相对估值

金徽酒是甘肃地产酒龙头，产品结构快速升级，全国化扩张进展良好，此处选取行业内产品结构升级较快，全国化高速扩张的山西汾酒、水井坊、古井贡酒、舍得酒业作为可比估值对象，这四家酒企 2021-2023 年平均 PE 分别为 54 倍、41 倍、32 倍。公司省内龙头地位稳固，尽享省内产品结构升级红利，省外市场开拓进展顺利，复星集团赋能下有望步入发展快车道。给予公司 2021 年 55 倍 PE，对应目标价 45.65 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
000596.SZ	古井贡酒	201.66	3.68	4.45	5.44	6.52	55	45	37	31
600809.SH	山西汾酒	304.45	3.55	4.12	5.59	7.29	86	74	54	42
600779.SH	水井坊	121.70	1.50	2.20	2.89	3.62	81	55	42	34
600702.SH	舍得酒业	203.00	1.73	3.79	5.34	7.20	117	54	38	28
平均值							78	54	41	32
603919.SH	金徽酒	36.01	0.65	0.83	1.07	1.36	55	43	34	26

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

市场开拓或不及预期；经济大幅下滑风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	17.31	21.67	25.89	30.62	净利润	3.31	4.22	5.43	6.91
营业成本	6.49	7.70	8.74	9.89	折旧与摊销	0.98	0.96	0.96	0.96
营业税金及附加	2.42	3.14	3.75	4.44	财务费用	-0.07	-0.28	-0.45	-0.63
销售费用	2.22	3.58	4.27	5.05	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	1.64	2.10	2.51	2.85	经营营运资本变动	-1.26	0.90	0.11	-0.42
财务费用	-0.07	-0.28	-0.45	-0.63	其他	0.42	-0.30	-0.30	-0.30
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	3.37	5.51	5.76	6.52
投资收益	-0.01	0.30	0.30	0.30	资本支出	-0.04	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-0.68	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-0.73	0.00	0.00	0.00
营业利润	4.34	5.73	7.36	9.32	短期借款	0.10	-0.10	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.13	-0.09	-0.11	-0.10	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	4.21	5.63	7.25	9.21	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	0.90	1.41	1.81	2.30	支付股利	-0.94	-1.16	-1.48	-1.90
净利润	3.31	4.22	5.43	6.91	其他	-0.33	0.46	0.65	0.83
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-1.18	-0.80	-0.83	-1.07
归属母公司股东净利润	3.31	4.22	5.43	6.91	现金流量净额	1.47	4.71	4.93	5.45
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	5.92	10.62	15.56	21.00	成长能力				
应收和预付款项	0.13	0.50	0.57	0.66	销售收入增长率	5.89%	25.22%	19.48%	18.25%
存货	11.37	10.01	10.93	11.87	营业利润增长率	24.15%	31.79%	28.53%	26.58%
其他流动资产	0.06	0.07	0.08	0.10	净利润增长率	22.44%	27.49%	28.65%	27.13%
长期股权投资	0.01	0.01	0.01	0.01	EBITDA 增长率	23.59%	22.12%	22.85%	22.54%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	15.71	14.82	13.92	13.02	毛利率	62.51%	64.46%	66.24%	67.70%
无形资产和开发支出	1.87	1.82	1.76	1.71	三费率	21.88%	24.92%	24.47%	23.75%
其他非流动资产	0.24	0.53	0.82	1.11	净利率	19.14%	19.49%	20.99%	22.57%
资产总计	35.32	38.38	43.65	49.49	ROE	11.93%	13.69%	15.61%	17.35%
短期借款	0.10	0.00	0.00	0.00	ROA	9.38%	11.01%	12.45%	13.96%
应付和预收款项	4.19	5.98	6.97	7.47	ROIC	15.81%	19.60%	27.08%	35.90%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	30.33%	29.58%	30.42%	31.52%
其他负债	3.25	1.56	1.88	2.21	营运能力				
负债合计	7.54	7.54	8.85	9.68	总资产周转率	0.52	0.59	0.63	0.66
股本	5.07	5.07	5.07	5.07	固定资产周转率	1.24	1.42	1.80	2.27
资本公积	8.71	8.71	8.71	8.71	应收账款周转率	155.62	198.01	172.08	177.38
留存收益	14.00	17.07	21.02	26.03	存货周转率	0.65	0.72	0.83	0.87
归属母公司股东权益	27.78	30.85	34.80	39.81	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	114.83%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	27.78	30.85	34.80	39.81	资产负债率	21.34%	19.63%	20.28%	19.55%
负债和股东权益合计	35.32	38.38	43.65	49.49	带息债务/总负债	1.33%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.45	3.10	3.41	3.92
					速动比率	0.85	1.63	2.04	2.53
					股利支付率	28.50%	27.45%	27.20%	27.53%
业绩和估值指标					每股指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	5.25	6.41	7.88	9.65	每股收益	0.65	0.83	1.07	1.36
PE	55.13	43.24	33.61	26.44	每股净资产	5.48	6.08	6.86	7.85
PB	6.57	5.92	5.25	4.59	每股经营现金	0.66	1.09	1.14	1.29
PS	10.55	8.43	7.05	5.97	每股股利	0.19	0.23	0.29	0.37
EV/EBITDA	33.68	26.77	21.12	16.64					
股息率	0.52%	0.63%	0.81%	1.04%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yyx@swsc.com.cn