

## 结构升级+外延扩张, 延续高质量增长

### 投资要点

- 业绩总结:** 公司2021年前三季度实现收入13.4亿元, 同比+28.3%, 归母净利润2.4亿元, 同比+53.1%; 其中单Q3实现收入3.7亿元, 同比+10.7%, 归母净利润5569万元, 同比+44.3%; 利润增速超市场预期。
- 产品结构持续优化, 省外扩张稳步推进。** 1、受益于消费升级和渠道开拓, 高档酒延续高增长, 单Q3高档酒、中低档酒实现收入3.0亿元、0.7亿元, 分别同比增长34.0%、-37.2%, 其中百元以上高档酒占比较同期提升14.2个百分点至81.4%, 产品结构持续优化。2、省外市场、甘肃河西地区高速扩张势头不减, 21年单Q3收入较去年同期分别增长163%、42%; 兰州及周边地区收入同比保持稳定; 单Q3甘肃中部、东南部市场收入有所下滑, 预计主要系去年单Q3基数较高叠加疫情扰动下消费大环境低迷。3、渠道招商方面, 省外市场招商提速, 单Q3省外市场净增经销商38家至304家, 全国化高速扩张势头不减。
- 结构升级明显, 盈利能力提升。** 受益于高档酒占比快速提升, 21年单Q3毛利率率同比提升1.8个百分点至67.5%; 费用率方面, 21年单Q3费用率同比上升4.3个百分点至38.5%, 其中管理费用率同比下降2.1个百分点至11.9%, 销售费用率、研发费用率分别上升3.8、3.0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; 单Q3净利同比提升3.5个百分点至15.1%, 盈利能力稳步提升。
- 内生增长稳健&外延扩张提速, 高质量增长可期。** 1、当前省内白酒主流价格带正从过去百元以下向100-300元快节奏升级, 公司作为地产酒龙头&管理层优秀, 百元以上价位布局领先, 将持续享受省内价格带跃迁的升级红利。2、公司聚焦大西北市场成效显著, 通过积极布局高价位产品, 省内市占率稳步提升; 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, 全国化征程迎来提速。3、公司深入推进“深度分销+大客户运营”双轮驱动战略, 举办明“徽”之宴等活动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4.5亿元、5.8亿元、7.3亿元, EPS分别为0.88元、1.15元、1.45元, 对应动态PE分别为39倍、30倍、24倍。当前公司产品结构升级持续, 内生增长和外延扩张扎实推进, 复星集团赋能下高质量增长可期, 维持“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	21.31	25.41	29.99
增长率	5.89%	23.13%	19.22%	18.04%
归属母公司净利润(亿元)	3.31	4.48	5.82	7.33
增长率	22.44%	35.12%	29.91%	26.06%
每股收益EPS(元)	0.65	0.88	1.15	1.45
净资产收益率ROE	11.93%	14.40%	16.45%	18.04%
PE	53	39	30	24
PB	6.36	5.68	5.00	4.35

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)	25.61-54.4
总市值(亿元)	176.63
总资产(亿元)	35.59
每股净资产(元)	5.72

### 相关研究

- 金徽酒(603919): 产品结构加速升级, 布局华东增量可期 (2021-08-20)

**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	21.31	25.41	29.99	净利润	3.31	4.48	5.82	7.33
营业成本	6.49	7.17	8.02	8.97	折旧与摊销	0.98	0.97	1.00	1.03
营业税金及附加	2.42	3.03	3.58	4.23	财务费用	-0.07	-0.27	-0.42	-0.59
销售费用	2.22	3.62	4.32	5.10	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	1.64	2.00	2.34	2.70	经营营运资本变动	-1.26	1.29	0.21	-0.32
财务费用	-0.07	-0.27	-0.42	-0.59	其他	0.42	-0.30	-0.30	-0.30
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>3.37</b>	<b>6.16</b>	<b>6.30</b>	<b>7.15</b>
投资收益	-0.01	0.30	0.30	0.30	资本支出	-0.04	-1.00	-1.00	-1.00
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	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-0.73</b>	<b>-1.00</b>	<b>-1.00</b>	<b>-1.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>4.34</b>	<b>6.06</b>	<b>7.87</b>	<b>9.88</b>	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
<b>利润总额</b>	<b>4.21</b>	<b>5.97</b>	<b>7.75</b>	<b>9.78</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	0.90	1.49	1.94	2.44	支付股利	-0.94	-1.16	-1.57	-2.04
净利润	3.31	4.48	5.82	7.33	其他	-0.33	0.45	0.62	0.79
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-1.18</b>	<b>-0.81</b>	<b>-0.94</b>	<b>-1.25</b>
归属母公司股东净利润	3.31	4.48	5.82	7.33	<b>现金流量净额</b>	<b>1.47</b>	<b>4.35</b>	<b>4.36</b>	<b>4.90</b>
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	10.27	14.63	19.53	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	0.13	0.48	0.56	0.64	销售收入增长率	5.89%	23.13%	19.22%	18.04%
存货	11.37	9.32	10.03	10.76	营业利润增长率	24.15%	39.55%	29.78%	25.55%
其他流动资产	0.06	0.07	0.08	0.10	净利润增长率	22.44%	35.12%	29.91%	26.06%
长期股权投资	0.01	0.01	0.01	0.01	EBITDA 增长率	23.59%	28.87%	24.84%	22.19%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	15.71	15.81	15.87	15.91	毛利率	62.51%	66.37%	68.43%	70.10%
无形资产和开发支出	1.87	1.82	1.76	1.71	三费率	21.88%	25.13%	24.53%	24.05%
其他非流动资产	0.24	0.53	0.82	1.11	净利率	19.14%	21.01%	22.89%	24.45%
<b>资产总计</b>	<b>35.32</b>	<b>38.31</b>	<b>43.76</b>	<b>49.77</b>	ROE	11.93%	14.40%	16.45%	18.04%
短期借款	0.10	0.00	0.00	0.00	ROA	9.38%	11.69%	13.29%	14.73%
应付和预收款项	4.19	5.71	6.62	7.02	ROIC	15.81%	20.53%	27.66%	34.78%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	30.33%	31.75%	33.24%	34.41%
其他负债	3.25	1.50	1.80	2.10	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>7.54</b>	<b>7.21</b>	<b>8.41</b>	<b>9.12</b>	总资产周转率	0.52	0.58	0.62	0.64
股本	5.07	5.07	5.07	5.07	固定资产周转率	1.24	1.38	1.67	2.03
资本公积	8.71	8.71	8.71	8.71	应收账款周转率	155.62	196.81	171.90	177.24
留存收益	14.00	17.32	21.57	26.86	存货周转率	0.65	0.69	0.83	0.86
归属母公司股东权益	27.78	31.10	35.35	40.64	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	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>27.78</b>	<b>31.10</b>	<b>35.35</b>	<b>40.64</b>	资产负债率	21.34%	18.82%	19.23%	18.33%
负债和股东权益合计	35.32	38.31	43.76	49.77	带息债务/总负债	1.33%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.45	3.09	3.36	3.86
					速动比率	0.85	1.66	2.03	2.52
					股利支付率	28.50%	25.90%	26.94%	27.77%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.65	0.88	1.15	1.45
					每股净资产	5.48	6.13	6.97	8.01
					每股经营现金	0.66	1.21	1.24	1.41
					每股股利	0.19	0.23	0.31	0.40
业绩和估值指标									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	5.25	6.77	8.45	10.32					
PE	53.31	39.45	30.37	24.09					
PB	6.36	5.68	5.00	4.35					
PS	10.21	8.29	6.95	5.89					
EV/EBITDA	32.53	24.53	19.09	15.12					
股息率	0.53%	0.66%	0.89%	1.15%					

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	zfy@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
	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
	黄青	销售经理	17521028523	17521028523	hq1@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
	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	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