

金徽酒 (603919)

# 结构稳步提升，全国化加速中

## ——金徽酒 2021Q3 业绩点评

分析师：马莉 执业证书编号：S1230520070002  
 联系人：张潇倩  
[zhangxiaoqian@stocke.com.cn](mailto:zhangxiaoqian@stocke.com.cn)

### 事件

金徽酒发布 2021HQ3 业绩公告：1) 2021Q1-3 公司营业收入为 13.41 亿元，同比增长 28.31%；归母净利润为 2.43 亿元，同比增长 53.08%；扣非净利润为 2.35 亿元，同比增长 44.34%；2) 2021Q3 营业收入为 3.69 亿元，同比增长 10.65%；归母净利润为 0.56 亿元，同比增长 44.31%；扣非净利润为 0.48 亿元，同比下降 1.41%。

### 业绩点评

#### □ 产品结构持续升级，盈利能力稳步提升

2021Q3 公司收入及净利润增速分别为 10.65%、44.31%，业绩整体符合预期。收入端来看：公司深入推进大客户运营，产品结构持续优化，2021Q3 高档、中档、低档酒收入分别为 2.95、0.64、0.04 亿元，同比变动 34.00%、-39.06%、38.09%；高档酒收入占比同比提升 14.18 个百分点至 81.43%。利润端来看：受益于通过“深度分销+大客户运营”双轮驱动营销政策及组织调整、机制转型，公司产品结构上移+提价推动产品吨价稳步上行，预计年 18 及年 28 收入占比超 8%，总体来看，百元以上产品收入占比正处于上行通道。

#### □ 深耕西北，布局全国重点突破，省外市场加速拓张

复星入主金徽后，公司品牌力稳步提升，继续深化改革。在公司布局全国重点突破战略下，21Q3 基数较低的甘肃西部收入翻番，省外地区加速拓张——2021Q3 甘肃西部、兰州及周边地区、甘肃中部、甘肃东南部、其他地区收入分别为 0.40、0.89、0.27、1.10、0.96 亿元，同比增长 164.43%、-0.11%、-12.86%、-11.57%、41.84%，其中其他地区、甘肃西部收入占比同比提升 5.82、6.47 个百分点至 26.48%、11.13%，表现优异，在华东地区设立销售子公司后，预计华东地区收入占比有望持续提升。经销商数量方面，报告期末共有经销商 572 家，较 2020 年年末增加 110 家。分渠道来看，2021Q3 经销、直销销售收入分别为 3.43、0.19 亿元，同比增长 9.71%、31.04%；直销销售收入占比同比提升 0.83 个百分点至 5.35%。

#### □ 盈利能力稳定提升，经营性现金流因税费原因下降

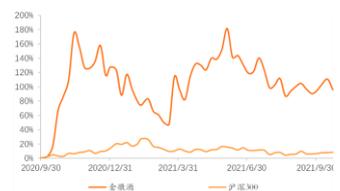
21Q3 毛利率、净利率分别同比提升 1.79、3.52 个百分点至 67.47%、15.09%，毛利率提升主因吨价提升叠加费用率整体保持稳定——21Q3 销售费用率、管理费用率分别同比提升 3.86、0.82 个百分点至 22.41%、16.49%，其中销售费用提升主因公司深入开展大客户运营，加大消费者互动及品牌建设；21Q3 经营性现金流净额为-1.61 亿元，同比下降 105.02%，较年初下降 37.09%，主要原因为年初至报告期末上缴税费较上年同期增加 2.05 亿元，一是年初至报告期末公司营业收入保持持续增长，上缴税费较上年同期增加；二是本期期初应交税费 1.41 亿元，较上年同期增加 0.87 亿元，全部在本期上缴；三是年初至报告期末采购原材料支付的现金较上年同期增加 1.54 亿元；21Q3 预收款为 1.93 亿元，环比下降 0.26 亿元，同比增长 0.34 亿元。

### 评级 买入

上次评级 买入  
 当前价格 34.82

### 单季度业绩 元/股

单季度业绩	元/股
4Q/2020	0.34
1Q/2021	0.23
2Q/2021	0.14
3Q/2021	0.11



### 公司简介

公司前身系康庆坊、永盛源等多个徽酒老作坊基础上组建的省属国营大型白酒企业，曾用名甘肃陇南春酒厂，是国内建厂最早的中华老字号白酒酿造企业之一。

### 相关报告

- 《金徽酒 21H1 业绩点评：深耕西北布局全国，盈利能力稳步上行（20210817）》
- 《金徽酒 2021Q1 业绩点评报告：产品结构稳步升级，省外市场拓展加速》（20210420）
- 《金徽酒 2020 年业绩点评报告：产品结构稳步升级，复星入主有望加速发展》（20210320）
- 《金徽酒业绩点评报告：产品结构稳步升级，复星入主有望加速发展》（20210321）
- 《金徽酒深度报告：二次创业加速进行时，结构升级及渠道拓展为最大看点》（20201020）

### □ 复星入主加速发展，产品结构及渠道拓展或超预期

**看点一：内外齐发力，省内产品高端化速度或超预期。**外部因素：甘肃省白酒主流价格带从 100 元以下向 100-300 元转换叠加各酒企均发力次高端，引领省内白酒价格带向上迁移；内部因素：①**产品方面**：金徽酒通过收缩低端产品线、推出高端新品、停货提价等方式优化产品结构，陇南春将于今年激活上市；②**市场方面**：公司未来将深耕西北、布局全国、突破重点，利用复兴的资源集中培育消费者，在东部地区进行精准选点打造样板市场和样板消费者；③**营销方面**：C 端置顶，积极推进大客户运营，坚持“聚焦资源，精准营销，深度掌控”的基本思路；④**产能方面**：生产方面坚持量质并举、放权搞活，打造有竞争力团队，2020 年优级酒产量已同比增长 127%，为结构升级奠定基础；⑤**内部考核**：公司对营销队伍考核一直坚持以结构为导向、实行优胜劣汰，对大趋势进行充分授权，实行内部排名，结合市场动态灵活制定相关政策激励；通过万商联盟来对门店进行利益保障。

**看点二：立足甘肃聚焦大西北，加速实现全国化。**省内：假设公司市占率与伊力特、青青稞酒等酒企类似（2019 年省内市占率达 50% 以上），考虑到甘肃白酒市场规模始终稳定在 60 亿元，公司未来省内规模或达 30 亿元，金徽酒省内市占率仍有较大提升空间，其中较为薄弱的陇东地区及河西走廊发展可期；省外：白酒市场达 400 亿规模的大西北市场为金徽酒未来发展的新机遇，19 年金徽酒通过定增布局省外，未来将完成西北六省布局；公司有望借助复星集团团购渠道，在东部打造样板市场以加速实现全国化。

### □ 五年规划目标不变，业绩预期有望达成

复星集团曾表示公司此前推出的五年规划目标不变（2023 年收入及净利润分别达 30 亿元、6 亿元），五年规划叠加对赌加码激励为公司超预期发展奠定基础。2021 年公司计划实现营业收入、净利润 21.00、3.80 亿元，分别比上年增长 21.34%、14.69%，考虑到公司产品结构仍在持续上移，原酒产能充足，省外表现持续向好，全年业绩达成概率大。

### 盈利预测及估值

预计 2021-2023 年收入增速分别为 26.6%、19.2%、18.9%；归母净利润增速分别为 34.8%、20.1%、19.5%；EPS 分别为 0.9、1.1、1.3 元/股；PE 分别为 39、33、28 倍。长期看公司具备较强成长性，当前估值具有性价比，维持买入评级。

**催化剂**：库存回落、终端价提升、产品结构持续升级、省外拓展加速。

**风险提示**：国内疫情二次爆发，影响白酒整体动销；高端酒动销情况不及预期。

### 财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	1730.7	2191.5	2611.2	3104.9
(+/-)	5.9%	26.6%	19.2%	18.9%
净利润	332.0	447.6	537.7	642.3
(+/-)	22.3%	34.8%	20.1%	19.5%
每股收益 (元)	0.7	0.9	1.1	1.3
P/E	53	39	33	28

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	1748	1914	2194	2481	<b>营业收入</b>	1731	2191	2611	3105
现金	592	521	617	704	营业成本	649	763	867	984
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	242	306	365	434
应收账款	8	16	19	21	营业费用	222	294	379	497
其它应收款	3	4	5	6	管理费用	164	208	256	304
预付账款	3	9	9	9	研发费用	40	51	61	72
存货	1137	1337	1520	1723	财务费用	(7)	(3)	(3)	(5)
其他	6	26	23	18	资产减值损失	(0)	(1)	(1)	(1)
<b>非流动资产</b>	1784	1846	1930	2037	公允价值变动损益	0	0	0	0
金融资产类	0	0	0	0	投资净收益	(1)	(0)	(1)	(1)
长期投资	1	0	1	1	其他经营收益	14	10	10	11
固定资产	1566	1625	1704	1807	<b>营业利润</b>	435	582	697	831
无形资产	187	188	191	198	营业外收支	(13)	(14)	(14)	(15)
在建工程	6	4	4	3	<b>利润总额</b>	422	569	683	816
其他	24	28	30	29	所得税	90	121	145	174
<b>资产总计</b>	3532	3760	4124	4518	<b>净利润</b>	332	448	538	642
<b>流动负债</b>	715	739	839	919	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	10	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	332	448	538	642
应付款项	209	240	260	307	EBITDA	511	669	794	938
预收账款	0	165	187	152	EPS (最新摊薄)	0.7	0.9	1.1	1.3
其他	496	334	391	460	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	39	24	29	31		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
其他	39	24	29	31	营业收入	5.9%	26.6%	19.2%	18.9%
<b>负债合计</b>	754	763	867	949	营业利润	24.0%	33.9%	19.7%	19.1%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	22.3%	34.8%	20.1%	19.5%
归属母公司股东权	2778	2997	3256	3569	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	3532	3760	4124	4518	毛利率	62.5%	65.2%	66.8%	68.3%
					净利率	19.2%	20.4%	20.6%	20.7%
					ROE	12.5%	15.5%	17.2%	18.8%
					ROIC	11.6%	14.6%	16.2%	17.7%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	21.3%	20.3%	21.0%	21.0%
					净负债比率	2.9%	3.0%	3.1%	2.2%
					流动比率	2.4	2.6	2.6	2.7
					速动比率	0.9	0.8	0.8	0.8
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7
					应收帐款周转率	155.6	189.4	158.6	169.7
					应付帐款周转率	3.4	3.4	3.5	3.5
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.7	0.9	1.1	1.3
					每股经营现金	0.7	0.6	1.1	1.3
					每股净资产	5.5	5.9	6.4	7.0
					<b>估值比率</b>				
					P/E	53.2	39.4	32.8	27.5
					P/B	6.4	5.9	5.4	4.9
					EV/EBITDA	39.1	25.6	21.5	18.1

<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	337	320	569	658
净利润	332	448	538	642
折旧摊销	98	108	119	131
财务费用	(7)	(3)	(3)	(5)
投资损失	1	0	1	1
营运资金变动	179	(20)	98	91
其它	(266)	(213)	(183)	(202)
<b>投资活动现金流</b>	(73)	(166)	(201)	(241)
资本支出	(4)	(161)	(192)	(228)
长期投资	(1)	1	(0)	(0)
其他	(68)	(6)	(9)	(13)
<b>筹资活动现金流</b>	(118)	(224)	(272)	(331)
短期借款	10	(10)	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(128)	(214)	(272)	(331)
<b>现金净增加额</b>	147	(71)	96	86

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>