

2021年12月24日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

金徽酒(603919): 产品结构持续优化, 省外扩张顺利

推荐 (首次)

投资要点

分析师: 孙山山

执业证书编号: S1050521110005

邮箱: sunss@cfsc.com.cn

基本数据

2021-12-24

当前股价(元)	43.41
总市值(亿元)	220.2
总股本(百万股)	507.3
流通股本(百万股)	491.3
52周价格范围(元)	25-54.08
日均成交额(百万元)	514.9

市场表现



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

相关研究

■ 三季度报利润高增, 盈利能力稳步提升

公司 2021Q1-Q3 营收 13.41 亿元, 同增 28%; 归母净利润 2.43 亿元, 同增 53%。其中 2021Q3 营收 3.69 亿元, 同增 11%; 归母净利润 0.56 亿元, 同增 44%。毛利率 2021Q1-Q3 为 66.17%, 同增 3.5pct; 其中 2021Q3 为 67.47%, 同增 1.8pct。净利率 2021Q1-Q3 为 18.13%, 同增 3pct; 其中 2021Q3 为 15.1%, 同增 3.5pct。截至 21Q3 末合同负债为 1.72 亿元, 环比下降 0.22 亿元, 同增 0.31 亿元。

■ 高档酒占比超 65%, 新品目标华东地区

产品方面, 2021Q1-Q3 高档酒营收 8.74 亿元, 同增 43%, 占比提升至 66%; 其中中档酒营收 4.37 亿元, 同增 9%; 低档酒营收 0.12 亿元, 同减 34%。其中 2021Q3 高档酒营收 2.96 亿元, 同增 35%; 中档酒营收 0.64 亿元, 同减 39%; 低档酒营收 0.04 亿元, 同增 33%; 具体来看, 第三季度五星、年份 18、28 年等 300 元以上产品占比 15%, 增速超 40%; 柔和、能量等 100-300 元产品占总收入 52%, 增速超 30%。区域扩张, 2021Q1-Q3 甘肃西部营收 1.49 亿元, 同增 75%; 兰州及周边地区营收 3.39 亿元, 同增 34%; 甘肃中部营收 1.30 亿元, 同增 21%; 甘肃东南部营收 3.94 亿元, 同增 2%; 其他地区营收 3.10 亿元, 同增 57%。

省外华东地区拓展顺利, 前三季度上海地区销售额 1400 万, 复星生态也在搭建组织架构。公司针对华东地区目标群体推出金徽老窖 90/120/180, 卡位 200-600 元价格带。“陇南春”产品正在做前期准备工作, 将择机推出。

■ 省外扩张顺利, 未来四大看点

2020Q2 复星入主公司, 为公司发展注入新的活力, 复星坚持公司此前提出的五年规划目标不变(即 2023 年收入 30 亿元、净利润 6 亿元)。公司力争到 2031 年, 实现“跻身中国白酒 10 强, 打造中国知名白酒品牌, 建成中国大型白酒酿造基地”的三大发展战略, 把金徽酒打造成以白酒酿造为主业的大型产业集团。

目前, 公司正按照“布局全国, 深耕西北, 重点突破”的战略路径, 不断巩固省内市场, 积极拓展省外市场。目前陕西、宁夏、新疆、青海和内蒙市场布局, 在北京、上海、海口等城市设立办事处。2021 年通过合伙人招募, 启动华东市场。省外青海和内蒙在培育, 处在初创期; 新疆亦运营几

年，预计陕西市场有望在未来2-3年进入收获期。

未来公司四大看点：第一，预计省内市占率有望提升至30%以上，源自省内薄弱区域如甘肃西部地区持续补短板 and 收割省内其他小品牌份额；第二，百元以上产品占比持续提升，未来有望提至60%以上；第三，省外拓展主要策略为“梯次滚动发展，不对称营销”，大西北地区有望加速扩张，提升市场份额；第四，公司重新推出“陇南春”品牌，定位次高端以上产品，目前酒体已准备完毕，未来该产品有望放量。

■ 盈利预测

我们看好复星入主后公司的发展，亦看好公司百元以上占比持续提升及省内市占率持续提升。我们预计2021-2023年EPS为0.73/0.93/1.20元，当前股价对应PE分别为60/47/36倍，首次覆盖，给予“推荐”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、疫情拖累消费、高档酒增长不及预期、省外扩张不及预期等。

预测指标	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入（百万元）	1,731	1,860	2,392	3,007
增长率（%）	15.5%	7.5%	28.6%	25.7%
归母净利润（百万元）	331	368	474	610
增长率（%）	22.4%	11.0%	28.8%	28.7%
摊薄每股收益（元）	0.65	0.73	0.93	1.20
ROE（%）	11.9%	12.1%	14.0%	15.9%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产:					营业收入	1,731	1,860	2,392	3,007
现金及现金等价物	592	964	1,220	1,638	营业成本	649	674	847	1,038
应收款	11	15	18	21	营业税金及附加	242	242	316	400
存货	1,137	1,129	1,338	1,496	销售费用	222	279	361	457
其他流动资产	8	15	20	24	管理费用	164	167	220	280
流动资产合计	1,748	2,123	2,597	3,179	财务费用	-7	-1	-1	-1
非流动资产:					研发费用	40	37	48	60
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	419	483	628	796
固定资产	1,566	1,465	1,369	1,278	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	6	2	1	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	187	182	173	164	投资收益	-1	0	0	0
长期股权投资	1	1	1	1	营业利润	434	461	601	774
其他非流动资产	24	24	24	24	加: 营业外收入	1	5	1	2
非流动资产合计	1,784	1,675	1,568	1,467	减: 营业外支出	14	2	3	4
资产总计	3,532	3,798	4,164	4,646	利润总额	421	464	599	772
流动负债:					所得税费用	90	97	125	162
短期借款	10	10	10	10	净利润	331	368	474	610
应付账款、票据	209	213	239	276	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	496	496	496	496	归母净利润	331	368	474	610
流动负债合计	715	719	745	782					
非流动负债:					主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	39	39	39	39	营业收入增长率	15.5%	7.5%	28.6%	25.7%
非流动负债合计	39	39	39	39	归母净利润增长率	22.4%	11.0%	28.8%	28.7%
负债合计	754	758	784	820	盈利能力				
所有者权益					毛利率	62.5%	63.8%	64.6%	65.5%
股本	507	507	507	507	四项费用/营收	24.2%	26.0%	26.3%	26.5%
股东权益	2,778	3,039	3,381	3,826	净利率	19.1%	19.8%	19.8%	20.3%
负债和所有者权益	3,532	3,798	4,164	4,646	ROE	11.9%	12.1%	14.0%	15.9%
现金流量表	2020E	2021E	2022E	2023E	偿债能力				
净利润	331	368	474	610	资产负债率	21.3%	20.0%	18.8%	17.7%
少数股东权益	0	0	0	0	营运能力				
折旧摊销	96	114	107	100	总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6
公允价值变动	0	0	0	0	应收账款周转率	162.0	121.7	135.2	146.0
营运资金变动	-91	-8	-243	-202	存货周转率	0.6	0.8	0.9	1.0
经营活动现金净流量	337	483	389	581	每股数据 (元/股)				
投资活动现金净流量	-73	104	98	91	EPS	0.65	0.73	0.93	1.20
筹资活动现金净流量	107	-107	-133	-165	P/E	66.5	59.9	46.5	36.1
现金流量净额	372	481	354	508	P/S	12.7	11.8	9.2	7.3
					P/B	7.9	7.2	6.5	5.8

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 食品饮料组简介

孙山山：经济学硕士，4年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

■ 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

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。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。