

金徽酒 (603919.SH)

核心增长动力凸显，看好公司长期发展

2022年03月21日

——公司信息更新报告

投资评级：增持（维持）

张宇光（分析师）

逢晓娟（分析师）

zhangyuguang@kysec.cn

pangxiaojuan@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790521060002

日期	2022/3/18
当前股价(元)	28.08
一年最高最低(元)	54.08/25.51
总市值(亿元)	142.44
流通市值(亿元)	137.96
总股本(亿股)	5.07
流通股本(亿股)	4.91
近3个月换手率(%)	70.8

● **结构优化和市场开拓成效明显，公司长期增长动力不变，维持“增持”评级**
公司全年实现营收 17.88 亿元，同比+3.34%；归母净利润 3.25 亿元，同比-1.95%。由于 2021 年业绩受疫情影响，我们下调 2022-2023 年盈利预测，新增 2024 年盈利预测，预计公司 2022-2024 年净利润分别为 4.38 (-0.69) 亿元、5.48 (-1.00) 亿元、6.83 亿元，EPS 分别为 0.86 (-0.14) 元、1.08 (-0.20) 元、1.35 元，当前股价对应 PE 分别为 32.5、26.0、20.9 倍。公司在营销转型和市场开拓两方面的成果凸显，高端化和省外开拓这两个长期核心动力不变，维持“增持”评级。

● **四季度疫情影响较大，高端产品核心增长动力地位凸显**

四季度受甘肃、陕西等核心销售区域疫情影响销售停顿近两个月，导致业绩负增长。但拆分产品结构看高端产品仍然维持不错增速，2021 年高档、中档、低档产品分别实现收入 10.95 亿元、6.52 亿元、0.16 亿元，同比分别+26.2%、-19.5%、-43.3%。2021 年公司积极推进营销模式转型，不断提升产品品牌力，成效显著。

● **西北市场持续深挖，华东市场取得突破**

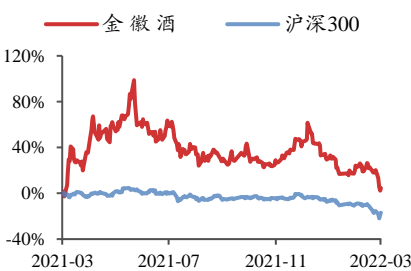
2021 年省内实现销售收入为 13.71 亿元，同比-3.18%，H2 省内实现收入 6.25 亿元，同比-26.04%，主要是四季度疫情在兰州及周边、甘肃东南部两个地区影响较大。省外实现收入 1.79 亿元，同比+33.96%，占营业收入比重提升 8.71pct 至 22.24%，近年来公司抢抓西北市场机遇，打造多个样板市场，渠道和消费者认可度持续提升。2021 年公司初步完成华东市场筹备工作，华东有望成为新增增长点。

● **毛利率小幅提升，费用率上行导致净利率有所下滑**

受益于高端产品占比提升，2021 年毛利率同比提升 1.23pct 至 63.74%。在公司加大省外开拓，资源聚焦高档产品的背景下，销售费用率提升 2.71pct 至 15.55%。税金附加比率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 14.16%、10.05%、2.63%、-0.41%，同比分别变动+0.19、+0.59、+0.31、+0.01pct，变化不大，综合作用下净利率同比下降 0.99pct 至 18.15%。

● **风险提示：**宏观经济波动致使需求下滑，新市场开拓不及预期等

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-疫情影响旺季节奏，预计全年仍能达成预定目标》-2021.10.26

《公司信息更新报告-结构升级持续，省外增长提速》-2021.8.19

《公司首次覆盖报告-控股权变更带来发展机遇，二次创业踏上新征程》-2021.5.24

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,731	1,788	2,347	2,929	3,511
YOY(%)	5.9	3.3	31.2	24.8	19.9
归母净利润(百万元)	331	325	438	548	683
YOY(%)	22.4	-2.0	34.9	25.0	24.6
毛利率(%)	62.5	63.7	65.2	67.4	69.3
净利率(%)	19.1	18.2	18.7	18.7	19.4
ROE(%)	11.9	10.9	13.2	14.7	15.9
EPS(摊薄/元)	0.65	0.64	0.86	1.08	1.35
P/E(倍)	43.0	43.8	32.5	26.0	20.9
P/B(倍)	5.1	4.8	4.3	3.8	3.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1748	2039	3427	3922	4705
现金	592	667	1608	2007	2406
应收票据及应收账款	8	19	16	27	25
其他应收款	3	4	5	6	7
预付账款	3	9	7	13	11
存货	1137	1327	1778	1855	2244
其他流动资产	6	13	13	13	13
非流动资产	1784	1734	2166	2592	2980
长期投资	1	1	1	0	0
固定资产	1566	1490	1871	2255	2622
无形资产	187	183	182	180	179
其他非流动资产	29	60	113	156	179
资产总计	3532	3773	5593	6513	7685
流动负债	715	751	2237	2722	3333
短期借款	10	0	1300	1893	2313
应付票据及应付账款	209	120	294	191	357
其他流动负债	496	631	643	638	663
非流动负债	39	40	48	56	54
长期借款	0	0	8	15	14
其他非流动负债	39	40	40	40	40
负债合计	754	792	2285	2778	3387
少数股东权益	0	0	0	-0	-1
股本	507	507	507	507	507
资本公积	871	871	871	871	871
留存收益	1400	1603	1888	2243	2684
归属母公司股东权益	2778	2981	3308	3736	4299
负债和股东权益	3532	3773	5593	6513	7685

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	337	279	312	529	726
净利润	331	325	438	548	682
折旧摊销	98	106	97	124	151
财务费用	-7	-7	22	64	87
投资损失	1	0	0	0	0
营运资金变动	-97	-159	-246	-207	-194
其他经营现金流	12	15	0	0	0
投资活动现金流	-73	-35	-530	-549	-540
资本支出	143	58	432	426	389
长期投资	-2	0	0	0	0
其他投资现金流	69	23	-97	-123	-151
筹资活动现金流	-118	-138	-141	-174	-207
短期借款	10	-10	0	0	0
长期借款	0	0	8	7	-1
普通股增加	117	0	0	0	0
资本公积增加	-117	0	0	0	0
其他筹资现金流	-128	-128	-149	-182	-206
现金净增加额	147	107	-358	-195	-21

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1731	1788	2347	2929	3511
营业成本	649	648	817	956	1079
营业税金及附加	242	253	332	415	497
营业费用	222	278	376	498	597
管理费用	164	180	235	293	369
研发费用	40	47	35	44	61
财务费用	-7	-7	22	64	87
资产减值损失	-0	-0	0	0	0
其他收益	14	13	9	10	11
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-1	-0	-0	-0	-0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	434	401	538	669	831
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	14	11	13	12	12
利润总额	421	390	526	658	820
所得税	90	65	88	110	137
净利润	331	325	438	548	682
少数股东损益	0	-0	-0	-0	-0
归母净利润	331	325	438	548	683
EBITDA	502	476	629	825	1032
EPS(元)	0.65	0.64	0.86	1.08	1.35

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	5.9	3.3	31.2	24.8	19.9
营业利润(%)	24.1	-7.7	34.3	24.3	24.2
归属于母公司净利润(%)	22.4	-2.0	34.9	25.0	24.6
获利能力					
毛利率(%)	62.5	63.7	65.2	67.4	69.3
净利率(%)	19.1	18.2	18.7	18.7	19.4
ROE(%)	11.9	10.9	13.2	14.7	15.9
ROIC(%)	11.3	10.2	9.5	10.3	11.0
偿债能力					
资产负债率(%)	21.3	21.0	40.9	42.6	44.1
净负债比率(%)	-19.9	-21.2	-8.5	-2.0	-1.3
流动比率	2.4	2.7	1.5	1.4	1.4
速动比率	0.8	0.9	0.7	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	154.7	134.3	134.3	134.3	134.3
应付账款周转率	3.4	3.9	3.9	3.9	3.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.65	0.64	0.86	1.08	1.35
每股经营现金流(最新摊薄)	0.66	0.55	0.62	1.04	1.43
每股净资产(最新摊薄)	5.48	5.88	6.52	7.36	8.47
估值比率					
P/E	43.0	43.8	32.5	26.0	20.9
P/B	5.1	4.8	4.3	3.8	3.3
EV/EBITDA	27.3	28.6	22.2	17.2	13.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn