

产品结构优化叠加全国化布局稳步推进，公司2022Q1顺利实现开门红

——金徽酒 2022 年一季报点评

事件

2022 年一季度公司实现营收 7.05 亿元，同比增长 38.79%；归母净利润 1.65 亿元，同比增长 42.78%；扣非归母净利润 1.63 亿元，同比增长 41.86%。

点评

产品结构优化助力一季度实现开门红。2022 年 Q1 营收创下 2019 年以来单季度最高水平。2022 年一季度顺利实现开门红主要由于产品结构持续优化。具体来看，2022 年 Q1，高档酒的营收为 4.38 亿元（同比+44.51%），占比 62.72%（同比+2.37pct）；中档酒的营收为 2.53 亿元（同比+29.20%），占比 36.26%（同比-2.76pct）；低档酒的营收为 718 万元（同比+122.92%），占比 1.03%（同比+0.39pct）。

外省市场收入和经销商数量快速增长。甘肃以外的其他地区营收增速和经销商增长数量领先。2022 年 Q1，甘肃地区东南部/兰州及周边/甘肃中部/甘肃西部/其他地区营收分别为 2.2 亿元（同比+46.46%）/1.8 亿元（同比+28.91%）/7358 万元（同比+42.11%）/5670 万元（同比+20.58%）/1.66 亿元（同比+47.96%）；全国经销商数量共计 656 个，本期净增加 67 个；其他地区经销商数量 383 个，本期净增加 60 个。

复星集团赋能全国扩张，“西北+华东”双引擎驱动业绩弹性释放。公司秉承布局全国、深耕西北、重点突破的战略规划，不断巩固省内市场，积极拓展省外市场。2020 年 Q2 复星集团成为公司第一大股东，为公司五年战略规划（2023 年实现营收 30 亿元，归母净利润 6 亿元）提供资源和战略支持。2021 年 10 月公司在上海和江苏分别成立销售公司布局华东市场，通过大客户运营和团购等方式，深度融入复星生态体系，并辐射江苏、浙江、河南、山东和江西五个省区。同时，公司持续深耕以甘肃为核心的西北市场，已在陕西、内蒙、新疆等地打造多个样板，形成了品牌高端化及凝聚效应，有望充分受益于当地市场消费升级。

投资建议

产品结构持续优化，叠加复星集团赋能全国渠道拓展，公司业绩弹性可期。预计公司 2022~2024 年营业收入分别为 24/31/37 亿元，同比增长 37%/26%/20%；归母净利润分别为 5/6/7 亿元，同比增长 48%/28%/21%；当前股价对应 PE 为 29/23/19 倍。维持“推荐”评级。

风险提示

全国化渠道拓展不及预期；疫情扰动加剧；行业竞争加剧。

盈利预测

项目	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1788.40	2445.96	3075.44	3704.54
增长率（%）	3.34	36.77	25.74	20.46
归母净利润（百万元）	324.84	480.42	616.09	745.91
增长率（%）	-1.95	47.89	28.24	21.07
EPS（元/股）	0.64	0.95	1.21	1.47
市盈率（P/E）	60.33	29.07	22.67	18.72
市净率（P/B）	6.57	3.91	3.49	2.96

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所（注：以上数据基于 2022 年 4 月 26 日收盘价 27.53 元计算）

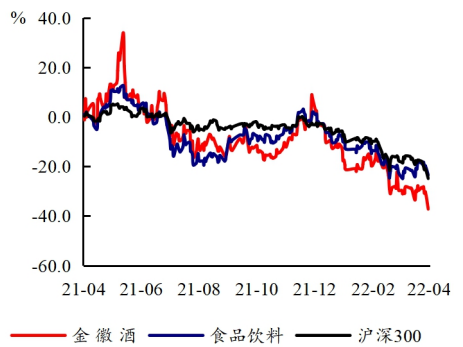
请仔细阅读报告尾页的免责声明

评级 推荐（维持）

报告作者

作者姓名 汪玲
 资格证书 S1710521070001
 电子邮箱 wangl665@easec.com.cn
 联系人 王卓亚
 电子邮箱 wangzy695@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	507.26
流通 A 股/B 股(百万股)	507.26/0.00
资产负债率(%)	21.53
每股净资产(元)	5.61
市净率(倍)	4.46
净资产收益率(加权)	6.57
12 个月内最高/最低价	53.38/25.03

相关研究

《积淀深厚空间广阔，省外扩张及结构升级亮眼》2021.09.23

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1788	2446	3075	3705
%同比增速	3%	37%	26%	20%
营业成本	648	833	1026	1221
毛利	1140	1613	2049	2484
%营业收入	64%	66%	67%	67%
税金及附加	253	330	409	493
%营业收入	14%	14%	13%	13%
销售费用	278	445	572	687
%营业收入	16%	18%	19%	19%
管理费用	180	210	267	336
%营业收入	10%	9%	9%	9%
研发费用	47	53	73	88
%营业收入	3%	2%	2%	2%
财务费用	-7	-8	-12	-14
%营业收入	-0%	-0%	-0%	-0%
资产减值损失	-0	0	0	0
信用减值损失	-1	0	0	0
其他收益	13	17	22	26
投资收益	-0	-1	-1	-1
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	401	599	763	920
%营业收入	22%	24%	25%	25%
营业外收支	-11	-6	-5	-5
利润总额	390	593	758	915
%营业收入	22%	24%	25%	25%
所得税费用	65	113	142	169
净利润	325	480	616	746
%营业收入	18%	20%	20%	20%
归属于母公司的净利润	325	480	616	746
%同比增速	-2%	48%	28%	21%
少数股东损益	-0	-0	0	0
EPS (元/股)	0.64	0.95	1.21	1.47

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.64	0.95	1.21	1.47
BVPS	5.88	7.04	7.89	9.30
PE	60.33	29.07	22.67	18.72
PEG	—	0.61	0.80	0.89
PB	6.57	3.91	3.49	2.96
EV/EBITDA	37.56	21.42	16.69	13.32
ROE	11%	13%	15%	16%
ROIC	11%	13%	15%	15%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	667	1174	1350	1852
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	19	20	26	32
存货	1327	1522	1937	2312
预付账款	9	9	12	14
其他流动资产	17	26	24	28
流动资产合计	2039	2752	3349	4239
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	1	1	2	2
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	1490	1545	1586	1613
无形资产	183	188	192	195
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	10	10	10	10
其他非流动资产	50	49	54	60
资产总计	3773	4544	5193	6119
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	120	203	244	282
预收账款	0	57	36	51
应付职工薪酬	68	86	107	127
应交税费	96	146	189	221
其他流动负债	467	441	574	678
流动负债合计	751	933	1150	1358
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	22	22	22	22
其他非流动负债	18	18	18	18
负债合计	792	973	1190	1398
归属于母公司的所有者权益	2981	3571	4003	4720
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	2982	3571	4003	4720
负债及股东权益	3773	4544	5193	6119

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	279	479	433	588
投资	0	-0	-0	-0
资本性支出	-58	-76	-67	-51
其他	23	-1	-1	-1
投资活动现金流净额	-35	-77	-68	-52
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加(减少)	330	200	-100	50
筹资成本	-123	-84	-73	-73
其他	-345	-11	-16	-11
筹资活动现金流净额	-138	105	-189	-34
现金净流量	107	508	176	502

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，东亚前海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。

分析师声明

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、竞争性因素以及东亚前海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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

汪玲，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

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。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海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。

东亚前海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。东亚前海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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>