

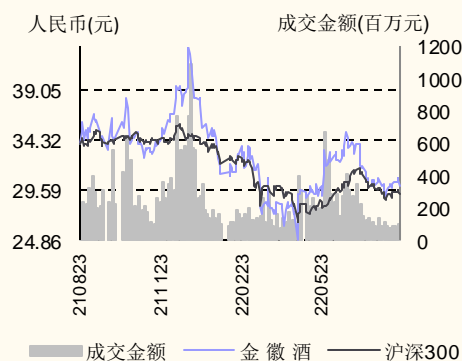
金徽酒 (603919.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 29.92 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	5.07
已上市流通 A 股(亿股)	5.07
总市值(亿元)	151.77
年内股价最高最低(元)	43.12/24.86
沪深 300 指数	4151
上证指数	3258



相关报告

1.《需求恢复 Q1 开门红, 费用投放蓄势长期-金徽酒 22 年一季报点评》, 2022.4.26

2.《疫情拖累短期业绩, 静待来年需求改善-金徽酒 21 年年报点评》, 2022.3.16

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchenqian@gjzq.com.cn

本土通

Q2 收入增长稳健, 业绩短期承压

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1,731	1,788	2,290	2,850	3,430
营业收入增长率	5.89%	3.34%	28%	24%	20%
归母净利润 (百万元)	331	325	397	510	631
归母净利润增长率	22.4%	-2.0%	22%	29%	24%
摊薄每股盈利 (元)	0.65	0.64	0.78	1.01	1.24
每股经营性现金流净额	0.66	0.54	0.63	0.91	1.38
净资产收益率	11.93%	10.90%	12.18%	14.02%	15.25%
市盈率 (倍)	61.99	60.29	38.27	29.74	24.04
市净率 (倍)	7.39	6.57	4.66	4.17	3.67

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 公司于 8 月 19 日发布半年报, 22H1 实现营收 12.26 亿元, 同比 26.13%; 归母净利 2.12 亿元, 同比+13.06%。22Q2 实现收入 5.2 亿元, 同比+12.23%; 归母净利 0.47 亿元, 同比-34.5%。

经营分析

■ **Q2 低档需求具备韧性, 河西疫情略有拖累。**1) 分产品看, 高档 (100 元以上)/中档 (30-100 元)/低档 (30 元以下) 22H1 收入为 7.55/4.40/0.16 亿元, 同比+31%/18%/95%; 22Q2 收入同比+15%/6%/78%。高档 H1 占比提升 2.1pct 至 62%, 预计 400 元以上产品收入占比 10%、增速 50% (18 年增速超 50%, 28 年 30%多), 柔和占比 30%、增速 40%, 五星 (150-200 元) 占比 15%、增速 25%。Q2 四星增速最快, 30-50 元价格带潜力充足。2) 分区域看, 甘肃东南部/兰州及周边地区/甘肃中部/甘肃西部/其他地区 22H1 收入为 3.55/3.27/1.39/1.12/2.78 亿元, 同比+25%/31%/36%/3%/30%; 22Q2 收入同比 -0.2%/+33%/+29%/-11%/+11%。河西地区受疫情影响, 旅游及从业人数减少, 陕西、华东等区域招商力度加大。3) 销售收现 H1 同比+17.6%, Q2 同比-24.6%。合同负债 Q2 末同比+49.3%, 蓄水池仍较充足。

■ **Q2 业绩低于预期, 成本+结构扰动盈利。**22Q2 毛利率同比-7.1pct, 主要系低档占比提升+成本上升+客情增多; 税金及附加占比同比+3.5pct, 销售/管理费率同比-4.8/-0.5pct, 净利率同比-6.4pct。H1 销售费用提升 (销售费率-0.2pct), 主要系薪酬模式改变, 且部分广告推广费或确认在 7 月。

■ **短期仍有疫情波动, 中长期渠道建设加紧推进。**公司于 6 月下旬停货, 7 月上旬甘肃爆发疫情, 影响持续到 8 月上旬, 兰州及河西升学宴受损。中秋备货下周开启, 需求有望环比改善。中长期看, 公司省内持续深耕, 华东积极推动百人百商百万, 内蒙古设立品牌运营公司, 渠道建设成效逐步显现可期。

盈利预测

■ 结合中报, 考虑疫情、成本的影响, 我们调整 22-24 年盈利预测 (对比上次-14%/-10%/-8%), 预计 22-24 年收入增速 28%/24%/20%, 归母净利增速为 22%/29%/24%, EPS 为 0.78/1.01/1.24 元, 对应 PE 为 38/30/24X, 维持“买入”评级。

风险提示

■ 宏观经济风险, 省外拓展不及预期, 疫情反复风险, 市场竞争加剧。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	1,634	1,731	1,788	2,290	2,850	3,430	货币资金	502	592	667	691	799	1,136
增长率		5.9%	3.3%	28.0%	24.5%	20.4%	应收账款	49	11	23	28	35	42
主营业务成本	-642	-649	-648	-847	-1,037	-1,231	存货	848	1,137	1,327	1,555	1,847	2,024
%销售收入	39.3%	37.5%	36.3%	37.0%	36.4%	35.9%	其他流动资产	17	8	22	16	18	20
毛利	992	1,082	1,140	1,443	1,813	2,199	流动资产	1,416	1,748	2,039	2,290	2,699	3,222
%销售收入	60.7%	62.5%	63.7%	63.0%	63.6%	64.1%	%总资产	44.5%	49.5%	54.0%	56.1%	58.7%	61.5%
营业税金及附加	-231	-242	-253	-323	-402	-484	长期投资	0	1	1	1	1	1
%销售收入	14.1%	14.0%	14.2%	14.1%	14.1%	14.1%	固定资产	1,568	1,571	1,501	1,558	1,668	1,779
销售费用	-245	-222	-278	-341	-428	-518	%总资产	49.3%	44.5%	39.8%	38.2%	36.3%	34.0%
%销售收入	15.0%	12.8%	15.5%	14.9%	15.0%	15.1%	无形资产	169	197	192	191	190	188
管理费用	-147	-164	-180	-215	-262	-309	非流动资产	1,763	1,784	1,734	1,792	1,902	2,013
%销售收入	9.0%	9.5%	10.1%	9.4%	9.2%	9.0%	%总资产	55.5%	50.5%	46.0%	43.9%	41.3%	38.5%
研发费用	-29	-40	-47	-60	-75	-90	资产总计	3,178	3,532	3,773	4,082	4,602	5,235
%销售收入	1.8%	2.3%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	短期借款	45	22	17	17	10	9
息税前利润 (EBIT)	342	414	382	503	646	798	应付款项	225	256	165	267	314	356
%销售收入	20.9%	23.9%	21.4%	22.0%	22.7%	23.3%	其他流动负债	343	436	569	516	614	708
财务费用	3	7	7	3	3	3	流动负债	614	715	751	800	938	1,073
%销售收入	-0.2%	-0.4%	-0.4%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	23	39	40	26	24	23
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	637	754	792	826	962	1,096
投资收益	-1	-1	0	1	2	3	普通股股东权益	2,541	2,778	2,981	3,256	3,640	4,139
%税前利润	n.a	n.a	n.a	0.2%	0.3%	0.4%	其中：股本	390	507	507	507	507	507
营业利润	350	434	401	507	651	804	未分配利润	1,022	1,230	1,404	1,679	2,062	2,562
营业利润率	21.4%	25.1%	22.4%	22.1%	22.8%	23.4%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	-5	-13	-11	-5	-5	-5	负债股东权益合计	3,178	3,532	3,773	4,082	4,602	5,235
税前利润	345	421	390	502	646	799	比率分析						
利润率	21.1%	24.3%	21.8%	21.9%	22.7%	23.3%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-74	-90	-65	-105	-136	-168	每股指标						
所得税率	21.5%	21.3%	16.8%	21.0%	21.0%	21.0%	每股收益	0.694	0.65	0.64	0.78	1.01	1.24
净利润	271	331	325	397	510	631	每股净资产	6.513	5.48	5.88	6.42	7.18	8.16
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.949	0.66	0.54	0.63	0.91	1.38
归属于母公司的净利润	271	331	325	397	510	631	每股股利	0.242	0.242	0.220	0.240	0.250	0.260
净利率	16.6%	19.1%	18.2%	17.3%	17.9%	18.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	10.65%	11.93%	10.90%	12.18%	14.02%	15.25%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	8.51%	9.38%	8.61%	9.71%	11.09%	12.06%
净利润	271	331	325	397	510	631	投入资本收益率	10.31%	11.54%	10.52%	12.08%	13.92%	15.14%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	78	98	106	97	104	113	主营业务收入增长率	11.76%	5.89%	3.34%	28.05%	24.45%	20.35%
非经营收益	11	5	2	5	4	4	EBIT增长率	4.85%	21.17%	-7.73%	31.74%	28.42%	23.54%
营运资金变动	11	-97	-159	-179	-156	-50	净利润增长率	4.64%	22.44%	-1.95%	22.09%	28.68%	23.69%
经营活动现金净流	370	337	274	319	462	698	总资产增长率	17.70%	11.12%	6.83%	8.19%	12.72%	13.77%
资本开支	-188	-142	-58	-161	-219	-228	资产管理能力						
投资	0	-2	0	0	0	0	应收账款周转天数	2.8	2.3	1.7	1.7	1.7	1.7
其他	-37	71	23	1	2	3	存货周转天数	449.7	558.3	693.4	670.0	650.0	600.0
投资活动现金净流	-225	-73	-35	-160	-217	-225	应付账款周转天数	104.1	106.4	92.6	90.0	85.0	80.0
股权募资	362	0	1	0	0	0	固定资产周转天数	275.6	330.2	304.2	238.8	198.3	169.1
债权募资	-160	-20	-10	-9	-7	-1	偿债能力						
其他	-101	-98	-128	-126	-131	-136	净负债/股东权益	-17.97%	-20.51%	-21.78%	-20.70%	-21.68%	-27.23%
筹资活动现金净流	101	-118	-138	-135	-138	-137	EBIT利息保障倍数	-118.0	-56.4	-52.6	-173.5	-222.8	-275.2
现金净流量	246	146	101	25	108	337	资产负债率	20.04%	21.34%	20.98%	20.23%	20.90%	20.93%

来源：公司年报、国金证券研究所

投资评级的说明:

- 买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%;
- 中性: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%;
- 减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应对本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402