

金徽酒 (603919.SH)
受疫情影响业绩阶段性承压，核心成长动力不变

2022年08月22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）

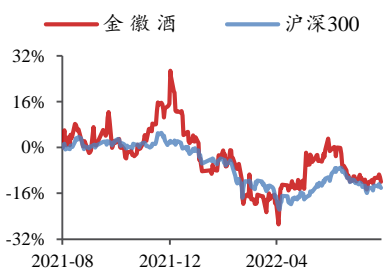
zhangyuguang@kysec.cn

pangxiaojuan@kysec.cn

证书编号：S0790520030003

证书编号：S0790521060002

日期	2022/8/19
当前股价(元)	29.92
一年最高最低(元)	45.14/25.01
总市值(亿元)	151.77
流通市值(亿元)	151.77
总股本(亿股)	5.07
流通股本(亿股)	5.07
近3个月换手率(%)	71.2

股价走势图


数据来源：聚源

相关研究报告

- 《开门红成绩亮眼，核心成长动力不变——公司信息更新报告》-2022.4.26
- 《核心增长动力凸显，看好公司长期发展——公司信息更新报告》-2022.3.21
- 《疫情影响旺季节奏，预计全年仍能达成预定目标——公司信息更新报告》-2021.10.26

● 二季度业绩短期承压，产品推广及市场布局持续推进，维持“增持”评级

2022年上半年营收12.3亿元，同比+26.1%，归母净利润2.1亿元，同比+13.1%。2022Q2营收5.2亿元，同比+12.2%，归母净利润0.5亿元，同比-34.5%。Q2疫情影响营销节奏，我们下调2022-2024年盈利预测，预计2022-2024年净利润分别为4.1(-0.4)亿元、5.6(-0.4)亿元、7.1(-0.61)亿元，同比分别+27.6%、+34.0%、+27.5%，EPS分别为0.82(-0.08)元、1.09(-0.08)元、1.40(-0.12)元，当前股价对应PE分别为36.7、27.4、21.5倍，公司新产品推广、基地市场挖潜、省外市场开拓工作仍有序进行，核心驱动力不变，维持“增持”评级。

● 高档产品增速高于整体，产品结构持续优化

分产品看，2022年上半年高档/中档/低档酒实现收入分别为7.5亿元、4.4亿元、0.2亿元，同比分别+30.5%/+18.0%/+95.3%。2022年Q2高档/中档/低档酒实现收入分别为3.2亿元/1.9亿元/0.1亿元，同比分别+15.1%/+5.6%/+77.7%。在公司营销引导和组织变革的主动作为下，高档酒在疫情下仍然实现了高于整体的增长。

● 疫情阶段性影响节奏，省内市场持续挖潜，省外有序开拓

全国性疫情下，省内以旅游业为主的东南和西部市场以及省外陕西、华东受疫情影响较大，Q2增速有所放缓。Q2甘肃东南部/兰州及周边/中部/西部/省外市场同比分别+0.0%/+33.2%/+29.0%/-10.6%/+10.8%。公司在巩固甘肃省内市场同时，积极开拓环甘肃西北和华东市场，后续恢复值得期待。

● 原材料上涨致使盈利能力承压，公司将持续提升产品结构抵御成本压力

公司重品鉴以及赠酒等算主营成本的项目力度较大，Q2毛利率-7.11pct至58.77%，税金及附加/销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为16.32%/16.86%/10.32%/3.79%/-0.63%，分别同比+3.51pct/-4.84pct/-0.49pct/+2.56pct/+0.00pct，销售费用率下降主要是广告费用投放节奏带来，下半年会有增加。净利率-6.44pct至9.11%。后续公司将聚焦产品结构提升，力争维持净利率稳定。

● 风险提示：宏观经济波动致使需求下滑，省外扩张不及预期等
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	2,276	2,876	3,523
YOY(%)	5.9	3.3	27.2	26.4	22.5
净利润(百万元)	331	325	414	555	708
YOY(%)	22.4	-2.0	27.6	34.0	27.5
毛利率(%)	62.5	63.7	64.2	65.4	66.3
净利率(%)	19.1	18.2	18.2	19.3	20.1
ROE(%)	11.9	10.9	12.6	14.9	16.4
EPS(摊薄/元)	0.65	0.64	0.82	1.09	1.40
P/E(倍)	45.9	46.8	36.7	27.4	21.5
P/B(倍)	5.5	5.1	4.6	4.1	3.5

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	1747	2039	2656	3148	3866
现金	592	667	848	1072	1313
应收票据及应收账款	8	19	15	28	25
其他应收款	3	4	5	6	7
预付账款	2	9	5	13	9
存货	1137	1327	1770	2015	2499
其他流动资产	6	13	13	13	13
非流动资产	1798	1734	2101	2546	2995
长期投资	1	1	1	0	0
固定资产	1566	1490	1812	2214	2636
无形资产	187	183	182	180	179
其他非流动资产	43	60	106	152	181
资产总计	3544	3773	4757	5694	6862
流动负债	719	751	1425	1919	2500
短期借款	10	0	490	1063	1437
应付票据及应付账款	209	120	293	212	391
其他流动负债	500	631	642	644	673
非流动负债	47	40	47	55	55
长期借款	0	0	7	15	14
其他非流动负债	47	40	40	40	40
负债合计	766	792	1472	1975	2555
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	1872	2232	2689
归属母公司股东权益	2778	2981	3284	3719	4307
负债和股东权益	3544	3773	4757	5694	6862

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	337	279	286	368	655
净利润	331	325	414	555	708
折旧摊销	98	106	96	121	150
财务费用	-7	-7	11	42	68
投资损失	1	0	0	0	0
营运资金变动	-97	-159	-236	-350	-271
其他经营现金流	12	15	0	0	0
投资活动现金流	-73	-35	-462	-566	-600
资本支出	143	58	462	566	600
长期投资	-2	0	0	0	0
其他投资现金流	72	23	-0	-0	-0
筹资活动现金流	-118	-138	-132	-151	-188
短期借款	10	-10	490	574	373
长期借款	0	0	7	8	-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	-628	-733	-560
现金净增加额	147	107	-308	-350	-132

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1731	1788	2276	2876	3523
营业成本	649	648	815	996	1188
营业税金及附加	242	253	322	407	499
营业费用	222	278	364	446	539
管理费用	164	180	216	273	324
研发费用	40	47	46	43	53
财务费用	-7	-7	11	42	68
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	510	678	862
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	498	667	850
所得税	90	65	83	112	143
净利润	331	325	414	555	708
少数股东损益	0	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	331	325	414	555	708
EBITDA	502	476	588	809	1043
EPS(元)	0.65	0.64	0.82	1.09	1.40

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	5.9	3.3	27.2	26.4	22.5
营业利润(%)	24.1	-7.7	27.2	33.1	27.1
归属于母公司净利润(%)	22.4	-2.0	27.6	34.0	27.5
获利能力					
毛利率(%)	62.5	63.7	64.2	65.4	66.3
净利率(%)	19.1	18.2	18.2	19.3	20.1
ROE(%)	11.9	10.9	12.6	14.9	16.4
ROIC(%)	14.3	13.3	14.0	15.4	16.7
偿债能力					
资产负债率(%)	21.6	21.0	31.0	34.7	37.2
净负债比率(%)	-19.8	-21.4	-10.3	0.6	3.5
流动比率	2.4	2.7	1.9	1.6	1.5
速动比率	0.8	0.9	0.6	0.6	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	155.6	209.3	209.3	209.3	209.3
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	0.82	1.09	1.40
每股经营现金流(最新摊薄)	0.66	0.55	0.56	0.73	1.29
每股净资产(最新摊薄)	5.48	5.88	6.47	7.33	8.49
估值比率					
P/E	45.9	46.8	36.7	27.4	21.5
P/B	5.5	5.1	4.6	4.1	3.5
EV/EBITDA	29.2	30.6	25.2	18.8	14.7

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（underperform）	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（underperform）	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