

Q2 深耕省内市场，业绩稳步增长

金徽酒(603919)

事件

公司发布 2022 年半年报

2022 年上半年，公司实现营业收入 12.26 亿元 (+26.13%)；归属于母公司的净利润为 2.12 亿元 (+13.06%)。其中，Q2 营业收入 5.20 亿元(+12.23%)，归属于母公司的净利润 0.47 亿元(-34.50%)

简评

Q2 业绩稳步增长，产品结构持续升级

上半年，金徽酒实现营收 12.26 亿元，同比增长 26.13%；其中 Q2 实现营收 5.20 亿元，同比增长 12.23%。Q2 西北地区受疫情影响较小，消费场景未受冲击，白酒消费氛围正常。公司在 Q2 深耕省内，有序进行各项市场动作，在兰州及周边地区、甘肃中部实现高速增长突破。此外，公司持续推省外市场布局，陕西、宁夏市场表现稳健，并加大对青海投入；而华东市场在 Q2 受到疫情冲击，公司招商进度相对延缓。

分地区看，二季度甘肃东南部、兰州及周边地区、甘肃中部、甘肃西部、其他地区分别贡献收入 1.33/1.47/0.66/0.55/1.12 亿元，同比-0.15%/+33.18%/+29.00%/-10.60%/10.76%。市场布局的不断升入，渠道对公司信心提升，Q2 末合同负债余额为 2.89 亿元，同比增长 49.28%。

从产品档次看，省内消费升级趋势显著，宴席场景用酒档次提升，省外主推中高档产品，产品结构持续拉升。Q2 高档产品实现收入 3.17 亿元，同比增长 15.07%，占总收入的 60.90%，同比增加 1.5pct。中档产品实现收入 1.87 亿元，同比增长 5.61%，占比 35.9%，同比减小 2.3pct。低档产品实现收入 899.28 万元，低基数下同比增长 77.68%。

盈利能力承压，费用率下滑

22 年上半年公司归母净利率为 17.25%，同比下滑 2.0pct，其中，Q2 公司净利率为 9.07%，同比下滑 6.47pct。主要系①产品原材料价格上涨，中低档产品销量增加，营业成本较快增长，使得上半年公司毛利率下滑 2.55pcts 至 63.13%，其中 Q2 下滑 7.12pcts 至 58.77%。②公司产品销售量增长，使得上半年税金及附加 17.95 亿元，同比增长 34.23%，其中缴纳消费税 1.49 亿元，同比增长 29.43%。③公司持续优化产品结构，推新品丰富产品矩阵，加强与科研院所合作，Q2 研发费用 1973.64 万元，同比增长 246.04%。

维持

买入

安雅泽

anyaze@csc.com.cn

18600232070

SAC 执证编号：S1440518060003

SFC 中央编号：BOT242

张立

zhanglidc@csc.com.cn

18217620123

SAC 执证编号：S1440521100002

刘瑞宇

liuruiyu@csc.com.cn

18185301115

SAC 执证编号：S1440521100003

发布日期：2022 年 08 月 21 日

当前股价：29.92 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-0.53/2.76	1.38/-2.61	-16.36/-1.18

12 月最高/最低价 (元) 45.14/25.01

总股本 (万股) 50,726.0

流通 A 股 (万股) 50,726.0

总市值 (亿元) 151.77

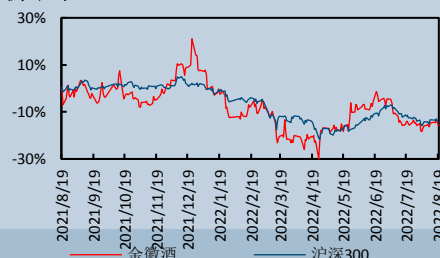
流通市值 (亿元) 151.77

近 3 月日均成交量 (万股) 563.34

主要股东

上海豫园旅游商城(集团)股份有限公司 30.0%

股价表现



上半年，公司销售费用率 16.2%，同比下滑 0.22pcts，其中 Q2 销售费用率 16.86%，同比减少 4.84pcts。主要系上半年公司费用投放结构的改变，减少了广告宣传费用的投入，将费用更多投入到业务推广上。21H1，广告宣传费、业务推广费分别为 5085.30、4046.79 万元，同比-30.49%、+317.33%。

省内经销商结构优化，省外加速招商布局

从招商布局层面看，Q2 末公司经销商数目为 701 家，环比增加 45 家。省外市场继续招商布局，环甘肃招商稳步推进，6 月华东市场也加速新商加入，今年华东目标新招 100 家经销商。甘肃省内调整经销商结构，经销商数目小幅减少。Q2 末甘肃东南部、兰州及周边地区、甘肃中部、甘肃西部、其他地区经销商数目为 75/99/29/54/444 家，环比-2/-8/-4/-2/+61 家。

甘肃白酒龙头走向全国，未来成长可期

①公司作为甘肃省内龙头酒企，在省内市占率仍有较大的提升空间。同时，受益于省内消费升级趋势，产品结构逐渐向百元以上价位升级，有望持续提升公司在本地市场的盈利水平。②公司持续完善产品矩阵，21 年针对华东市场推出金徽老窖系列，22 年 7 月在陕西推出金奖金徽系列，助力公司高端产品布局，提升品牌影响力。③复星入股公司后，加速拓展省外市场，2021 年 10 月已经分别在南京和上海成立销售公司，2022 年 4 月对青海销售公司增资，8 月规划在内蒙古成立合资公司开拓内蒙、华北和东北市场，未来省外市场有望成为新的业绩成长点。

盈利预测：

预计 2022-2024 年公司实现收入 25.12、30.90、38.00 亿元，实现归母净利润 4.76、6.29、7.70 亿元，对应 EPS 为 0.94、1.24、1.52 元/股，对应 PE 为 31.9X、24.1X、19.7X，维持“买入”评级。

风险提示：

省外市场拓展不及预期，疫情反复，食品安全风险等。

图表1：主要财务数据及盈利预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,731	1,788	2,512	3,090	3,800
增长率(%)	5.9	3.3	40.5	23.0	23.0
净利润(百万元)	331	325	476	629	770
增长率(%)	22.4	-2.0	46.5	32.2	22.5
毛利率(%)	62.5	63.7	65.0	65.1	65.4
净利率(%)	19.1	18.2	18.9	20.4	20.3
ROE(%)	11.9	10.9	14.2	16.5	17.7
EPS(摊薄/元)	0.65	0.64	0.94	1.24	1.52
P/E(倍)	38.3	39.1	31.88	24.13	19.71
P/B(倍)	4.6	4.3	3.8	3.3	2.9

资料来源：Wind，中信建投

分析师介绍

安雅泽：食品饮料行业首席分析师，英国莱斯特大学经济学硕士；专注于食品饮料各细分行业研究，10 年证券从业经验。2019 年金麒麟新锐分析师奖（食品饮料行业），2020 年金融界·慧眼最佳分析师第三名（食品饮料行业），wind 最佳分析师第四名（食品饮料行业）。

张立：同济大学工学学士、金融硕士，2021 年 9 月加入中信建投证券，具有 3 年证券从业经验，2020 年卖方分析师水晶球奖食品饮料行业第一名核心团队成员，2020 年 wind 金牌分析师食品饮料行业第二名核心团队成员，曾任职于东北证券；专注于白酒行业研究，产业资源丰富，对产业发展规律有深刻理解。

刘瑞宇：上海财经大学经济学学士、香港大学经济学硕士，2021 年 10 月加入中信建投证券，具有 3 年证券从业经验，专注白酒行业研究，拥有跨行业复合研究经验

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk