

金徽酒 (603919.SH)

疫情拖累 2 季度业绩下滑，产品结构优化稳步推进

买入

核心观点

2022Q2 疫情压力下收入实现平稳增长，成本和费用增加拖累利润有所下滑。 22H1 公司实现营收 12.3 亿元 (+26.1%)，归母净利润 2.1 亿元 (+13.1%)；22Q2 公司实现营收 5.2 亿元 (+12.2%)，归母净利润 0.5 亿元 (-36.5%)，22Q2 收入和利润增速环比均回落主要系：①多地疫情反复对白酒消费产生不小冲击；②原材料价格上涨；③赠酒等折扣促销力度加大。22H1 公司毛利率和净利率分别为 63.1%/17.3% (-2.6pct/-2.0pct)；22Q2 公司毛利率和净利率分别为 58.8%/9.1% (-7.1pct/-6.4pct)，22Q2 净利率下滑主要系：①营业成本上升及中档酒占比下降致毛利率下降；②管理咨询项目费用增加致管理费用率提升，22Q2 管理费用率 14.1% (+2.1pct)；③因税收缴纳节奏影响使得税金率提升，22Q2 税金率 16.3% (+3.5pct)。22Q2 销售费用率为 16.9% (-4.8pct) 主要因疫情造成费用投放后置，后续市场投入将持续增加。

“大客户运营+深度分销”策略推动产品结构优化，百元以上产品占比提升。 22H1 公司高档/中档/低档酒收入分别为 7.5/4.4/0.2 亿元 (+30.5%/+18.0%/+95.3%)；22Q2 高档/中档/低档酒收入 3.2/1.9/0.1 亿元 (+15.1%/+5.6%/+77.7%)，22H1 高档和中档酒收入占比为 62.3%/36.3% (+2.1pct/-2.5pct)，高档酒占比提升主要得益于在疫情使得不少消费者在消费频次降低的同时消费档次提升的背景下，公司坚持“大客户运营+深度分销”的营销策略，不断优化产品结构，100-300 元价格带产品稳增长(22H1 增速 40%左右)，400 元以上价格带产品快速增量(22H1 增速 50%左右)。

西北不断深耕，华东稳步突破，短期疫情仍有影响，中长期基本面有望改善。 公司作为西北白酒龙头，在甘肃品牌根基深厚，以全价位深度覆盖，巩固 100-300 元价格带基本盘的同时将加大 30-50 元价格带光瓶酒推广力度；在环甘肃及华东以高价位产品拉动，青海和内蒙有序开发(内蒙将成立销售公司)，华东目标“百人百商百万”，渠道建设稳步推进(22H1 甘肃省外收入增速+30.3%/占比+0.7pct)。短期看，7 月至 8 月中上旬甘肃疫情反复对公司销售仍有较大影响。当下随着疫情得控，终端动销反馈趋暖。中长期看，公司西北深耕和华东拓展空间仍大，叠加产品结构升级将带动业绩稳增长。

投资建议：看好公司未来通过西北市场深耕和华东市场拓展带动业绩稳健增长，预计 2022-2024 年公司营业收入为 23.0/28.8/34.6 亿元(同比+29%/25%/20%)，归母净利润为 4.0/5.3/6.8 亿元(同比+24%/31%/28%)，EPS 为 0.8/1.0/1.3 元，当前股价对应 PE 为 38/29/23x，维持买入评级。

风险提示：宏观经济波动；疫情大面积反复；产品结构升级不及预期。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,731	1,788	2,304	2,882	3,458
(+/-%)	5.9%	3.3%	28.8%	25.1%	20.0%
净利润(百万元)	331	325	402	528	678
(+/-%)	22.4%	-2.0%	23.7%	31.5%	28.4%
每股收益(元)	0.65	0.64	0.79	1.04	1.34
EBIT Margin	23.9%	21.4%	20.5%	21.3%	22.7%
净资产收益率 (ROE)	11.9%	10.9%	12.4%	14.7%	16.8%
市盈率 (PE)	45.8	46.7	38.5	29.3	22.8
EV/EBITDA	31.2	32.8	26.0	21.4	17.8
市净率 (PB)	5.46	5.09	4.76	4.30	3.84

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·白酒 II

证券分析师：陈青青 0755-22940855
0755-81983057
chenqingq@guosen.com.cn
S0980520110001

证券分析师：李依琳 010-88005029
liyilin1@guosen.com.cn
S0980521070002

基础数据

投资评级 买入(维持)
合理估值
收盘价 29.92 元
总市值/流通市值 15169/15169 百万元
52 周最高价/最低价 45.14/25.01 元
近 3 个月日均成交额 182.31 百万元

市场走势



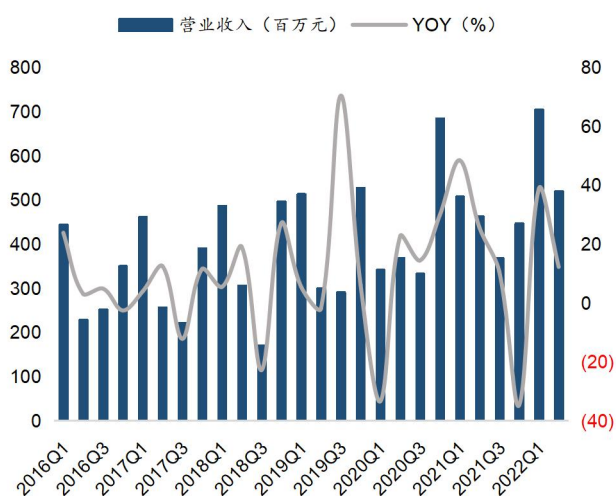
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《金徽酒-603919-2021 年中报点评：业绩亮眼，结构升级与省外布局稳步推进》——2021-08-18
《金徽酒-603919-2021 年一季报点评：2021Q1 业绩符合预期，高档酒占比继续提升》——2021-04-21
《金徽酒-603919-2020 年年报点评：20 年业绩符合预期，21 年收入目标指引积极》——2021-03-23
《金徽酒-603919-2019 年三季报点评：低基数下高增长，机遇与挑战并存》——2019-10-31
《金徽酒-603919-2019 年一季报：产品结构持续优化，省外保持高增长》——2019-04-22

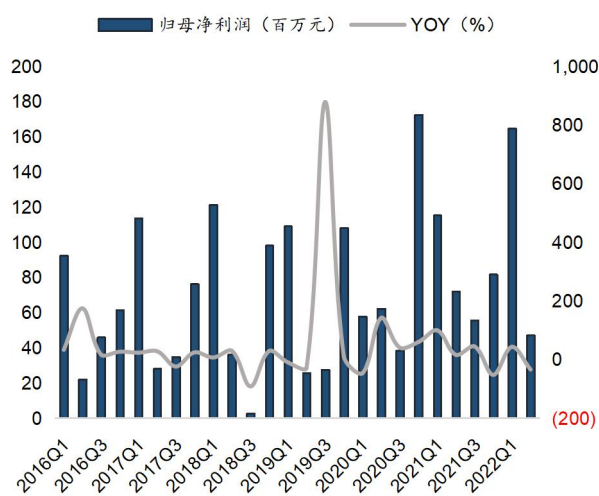
2022Q2 疫情压力下收入实现平稳增长，成本和费用增加拖累利润有所下滑。22H1 公司实现营收 12.3 亿元 (+26.1%)，归母净利润 2.1 亿元 (+13.1%)；22Q2 公司实现营收 5.2 亿元 (+12.2%)，归母净利润 0.5 亿元 (-36.5%)，22Q2 收入和利润增速环比均回落主要系：①多地疫情反复对白酒消费产生不小冲击；②原材料价格上涨；③赠酒等折扣促销力度加大。22H1 公司毛利率和净利率分别为 63.1%/17.3% (-2.6pct/-2.0pct)；22Q2 公司毛利率和净利率分别为 58.8%/9.1% (-7.1pct/-6.4pct)，22Q2 净利率下滑主要系：①营业成本上升及中档酒占比下降致毛利率下降；②管理咨询项目费用增加致管理费用率提升，22Q2 管理费用率 14.1% (+2.1pct)；③因税收缴纳节奏影响使得税金率提升，22Q2 税金率 16.3% (+3.5pct)。22Q2 销售费用率为 16.9% (-4.8pct) 主要因疫情造成费用投放后置，后续市场投入将持续增加。

图1：金徽酒单季度营业收入及增速（单位：百万元、%）



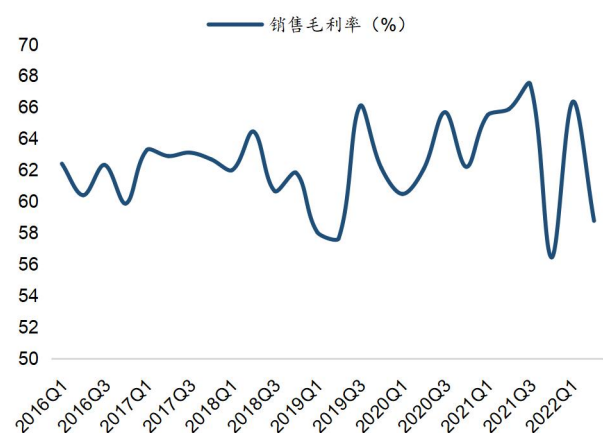
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：金徽酒单季度归母净利润及增速（单位：百万元、%）



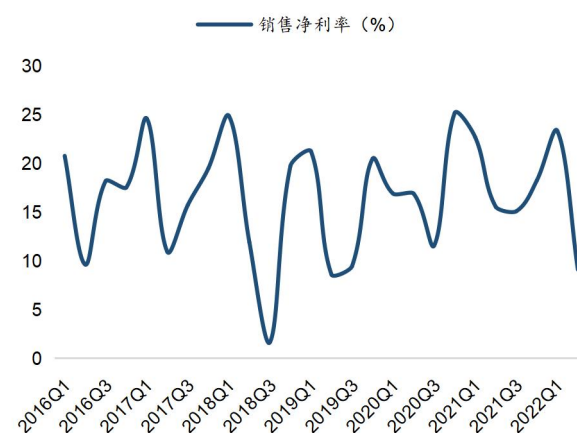
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：金徽酒单季度销售毛利率（单位：%）



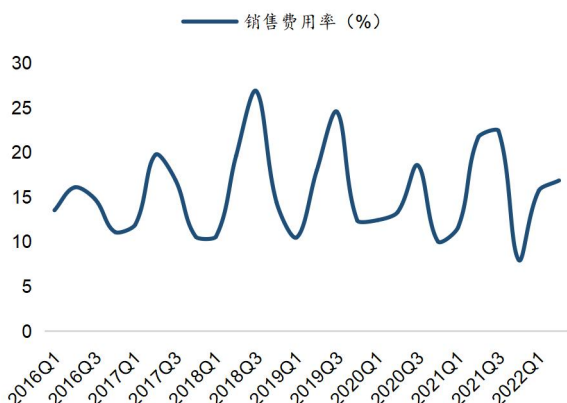
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：金徽酒单季度销售净利率（单位：%）



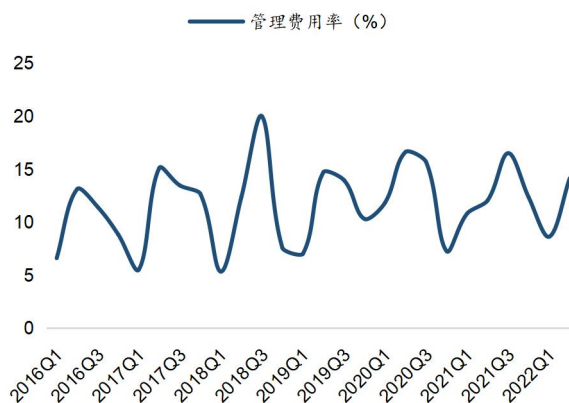
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 金徽酒单季度销售费用率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 金徽酒单季度管理费用率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

“大客户运营+深度分销”策略推动产品结构优化, 百元以上产品占比提升。 22H1 公司高档/中档/低档酒收入分别为 7.5/4.4/0.2 亿元 (+30.5%/+18.0%/+95.3%); 22Q2 高档/中档/低档酒收入 3.2/1.9/0.1 亿元 (+15.1%/+5.6%/+77.7%), 22H1 高档和中档酒收入占比为 62.3%/36.3% (+2.1pct/-2.5pct), 高档酒占比提升主要得益于在疫情使得不少消费者在消费频次降低的同时消费档次提升的背景下, 公司坚持“大客户运营+深度分销”的营销策略, 不断优化产品结构, 100-300 元价格带产品稳增长 (22H1 增速 40%左右), 400 元以上价格带产品快速增量 (22H1 增速 50%左右)。

西北不断深耕, 华东稳步突破, 短期疫情仍有影响, 中长期基本面有望改善。 公司作为西北白酒龙头, 在甘肃品牌根基深厚, 以全价位深度覆盖, 巩固 100-300 元价格带基本盘的同时将加大 30-50 元价格带光瓶酒推广力度; 在环甘肃及华东以高价位产品拉动, 青海和内蒙有序开发 (内蒙将成立销售公司), 华东目标“百人百商百万”, 渠道建设稳步推进 (22H1 甘肃省外收入增速+30.3%/占比+0.7pct)。短期看, 7 月至 8 月中上旬甘肃疫情反复对公司销售仍有较大影响。当下随着疫情得控, 终端动销反馈趋暖。中长期看, 公司在西北深耕和华东拓展空间仍大, 叠加产品结构升级有望带动业绩稳增长。

投资建议: 看好公司未来通过西北市场深耕和华东市场拓展带动业绩稳健增长, 预计 2022-2024 年公司营业收入为 23.0/28.8/34.6 亿元 (同比+29%/25%/20%), 归母净利润为 4.0/5.3/6.8 亿元 (同比+24%/31%/28%), EPS 为 0.8/1.0/1.3 元, 当前股价对应 PE 为 38/29/23x, 维持买入评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	592	667	1097	1435	1861	营业收入	1731	1788	2304	2882	3458
应收款项	11	23	23	29	34	营业成本	649	648	845	1041	1210
存货净额	1137	1327	1407	1783	2123	营业税金及附加	242	253	326	408	490
其他流动资产	8	22	20	25	30	销售费用	222	278	364	451	536
流动资产合计	1748	2039	2547	3272	4049	管理费用	164	180	235	291	346
固定资产	1571	1501	1413	1327	1244	研发费用	40	47	61	76	91
无形资产及其他	187	183	176	169	161	财务费用	(7)	(7)	(21)	(31)	(40)
投资性房地产	24	49	49	49	49	投资收益	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
长期股权投资	1	1	2	2	2	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
资产总计	3532	3773	4187	4819	5505	其他收入	(27)	(35)	(61)	(76)	(91)
短期借款及交易性金融负债	22	17	20	20	19	营业利润	434	401	493	645	825
应付款项	209	120	212	269	320	营业外净收支	(13)	(11)	(11)	(11)	(11)
其他流动负债	484	614	664	886	1077	利润总额	421	390	482	634	814
流动负债合计	715	751	895	1174	1414	所得税费用	90	65	81	106	137
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
其他长期负债	39	40	49	57	63	归属于母公司净利润	331	325	402	528	678
长期负债合计	39	40	49	57	63	现金流量表 (百万元)					
负债合计	754	792	944	1231	1477	净利润	331	325	402	528	678
少数股东权益	0	0	0	(0)	(0)	资产减值准备	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
股东权益	2778	2981	3244	3592	4030	折旧摊销	96	104	159	164	168
负债和股东权益总计	3532	3773	4188	4823	5506	公允价值变动损失	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
关键财务与估值指标						财务费用	(7)	(7)	(21)	(31)	(40)
每股收益	0.65	0.64	0.79	1.04	1.34	营运资本变动	(98)	(199)	72	(100)	(103)
每股红利	0.19	0.24	0.27	0.35	0.47	其它	0	0	(0)	(0)	(0)
每股净资产	5.48	5.88	6.39	7.08	7.94	经营活动现金流	329	230	633	591	742
ROIC	12.44%	11.31%	14%	20%	25%	资本开支	0	(29)	(64)	(70)	(77)
ROE	11.93%	10.90%	12%	15%	17%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	63%	64%	63%	64%	65%	投资活动现金流	(1)	(28)	(65)	(71)	(78)
EBIT Margin	24%	21%	21%	21%	23%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	29%	27%	27%	27%	28%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	6%	3%	29%	25%	20%	支付股利、利息	(98)	(123)	(139)	(180)	(241)
净利润增长率	22%	-2%	24%	31%	28%	其它融资现金流	(42)	119	2	0	(1)
资产负债率	21%	21%	23%	26%	27%	融资活动现金流	(237)	(127)	(137)	(180)	(241)
股息率	0.6%	0.8%	0.9%	1.2%	1.6%	现金净变动	90	75	431	341	423
P/E	45.8	46.7	38.5	29.3	22.8	货币资金的期初余额	502	592	667	1097	1435
P/B	5.5	5.1	4.8	4.3	3.8	货币资金的期末余额	592	667	1098	1439	1858
EV/EBITDA	31.2	32.8	26.0	21.4	17.8	企业自由现金流	0	194	558	502	646
						权益自由现金流	0	313	578	527	679

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032