



2022-08-22

公司点评报告

增持/维持

金徽酒(603919)

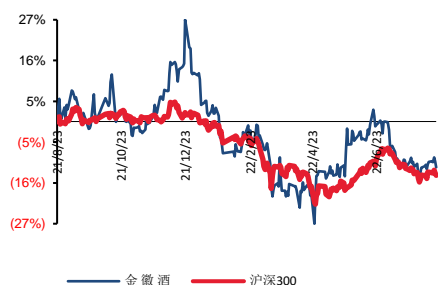
目标价: 36

昨收盘: 29.92

食品饮料 白酒 II

金徽酒：Q2 业绩短期承压，省外市场持续开拓

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	507/507
总市值/流通(百万元)	15,177/15,177
12 个月最高/最低(元)	43.41/25.03

相关研究报告：

证券分析师：李鑫鑫

电话：021-58502206

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519100001

事件：金徽酒发布 2022 年中报，上半年公司实现营收、归母净利润、归母扣非净利润 12.26 亿元、2.12 亿元、2.08 亿元，分别同比+26.1%、+13.1%、+11.8%。其中 Q2 营收、归母净利润、归母扣非净利润为 5.20 亿元、0.47 亿元、0.45 亿元，分别同比+12.2%、-34.5%、-36.5%。

点评：

收入分析：高档白酒保持较高增长，省外市场营收快速增长。上半年，公司实现营收 12.26 亿元，同比+26.1% (Q1: +38.8%; Q2: +12.2%)，Q2 增速环比有所放缓。

1) 分产品，高档白酒保持较好增长，上半年公司高档酒(100 元以上，主要为金徽 18 年、28 年、柔和系列等)实现营收 7.55 亿元，同比增长 30.5%，占比为 62.3%，主要为公司加强大客户运维，通过品鉴会、赠饮等方式营造消费氛围，推动年份酒、柔和系列保持较高增长。中档酒(30-100 元，主要为世纪金徽三星、四星等)实现营收 4.40 亿元，同比增长 18.0%，主要为公司成立星级事业部后，加强对城乡市场的渗透；低档酒(30 元以下)实现营收 0.16 亿元，同比增长 95.3%，占营收 1.4%，占比相对较低。

2) 分市场，省内西部增速受疫情影响，省外实现较快增长。1) 上半年，省内市场实现营收 9.33 亿元，同比增长 25%，其中甘肃东南部、兰州及周边、甘肃中部增长稳健，同比分别增长 24.6%、30.8%、35.6%，甘肃西部同比增长 2.8%，主要为河西地区受疫情影响，旅游及从业人数减少。2) 上半年，省外市场实现营收 2.78 亿元，同比增长 30.34%，主要为公司上半年加大对陕西、华东地区招商，省外经销商净增长 121 个。

3) 分渠道，经销商渠道仍为核心渠道，直销渠道稳步增长。上半年，经销商渠道实现营收 11.53 亿元，同比增长 26.8%，仍然占据主要地位，直销(含团购)渠道实现营收 0.59 亿元，同比增长 15.6%。

报表分析：销售收现增速略低于收入增速，合同负债同比有所增长。

上半年，公司销售收现 12.25 亿元，同比增长 17.65%，略低于收入增速，主要为 21 年末合同负债基数较高。其中 Q2 销售收现 3.80 亿元，同比下降 24.6%。合同负债为 2.89 亿元，同比增长 0.96 亿元。

本费利分析：Q2 毛利率承压，归母净利润率有所下滑

1) 上半年毛利率略有承压，期间费用略有下降。公司上半年毛利率 63.13%，同比下降 2.55pct，主要为原材料涨价、公司加强原酒储存规模。上半年期间费用率 26.60%，同比下滑 0.73pct，主要为销售费用率有所下降，具体来说，销售费用率同比下降 0.22pct；管理费用率下降 1.42pct；研发费用率增长 0.98pct。上半年归母净利率 17.28%，同比下降 2.00pct。

2) Q2 毛利率承压，归母净利润率有所下滑。Q2 毛利率为 58.77%，同比下滑 7.11pct，主要为 Q2 毛利率较低产品销量增长，原材料成本上涨，加强大客户运营的品鉴会和赠饮；期间费用率为 30.34%，同比下滑 2.77pct，其中销售费用率、管理费用率为 16.86%、10.32%，分别同比减少 4.84pct、0.49pct，主要为部分宣传费用或在 7 月确认；研发费用率有所提升，为 3.79%，同比增长 2.56pct，主要为公司加强酿酒工艺的研发设备、团队投入。Q2 公司归母净利润率为 9.07%，同比减少 6.48pct。

22 年展望：短期业绩或受疫情波动影响，费用结构调整着眼未来发展。由于甘肃 7 月受疫情影响，省内消费场景、居民消费信心受到一定影响，随着中秋备货逐渐开启，公司业绩环比有望逐渐改善。成本端，公司预计持续加强原酒储存规模、完善储存时间，提升产品品质，成本或有所提升。费用端，公司对薪酬结构和考核机制有所调整，进一步加码对团队的正向激励、核心骨干激励，同时销售端加大品牌投入和大客户运维，并在研发上加强对原酒生产、酿酒工艺的投入，为公司未来产品、渠道进一步拓展打下基础。

中长期展望：省外渠道建设持续推进，高端化产品有望持续增长。公司持续加强省外市场招商建设，其中陕西市场积极拓展金奖系列产品，华东市场积极推动百人百商百万，加强经销商招商、营销投入，有望打造样板市场，内蒙古市场今年也设立北方运营公司。随着甘肃消费逐渐升级，主流价格带有望进一步上移。公司持续推进高端化产品，包括单独成立年份事业部、对年份酒费用投放倾斜、积极推动品鉴会和赠饮等大客户运营工作，有望推动省内高端化产品销售持续增长和品牌力的提升。

投资建议：随着中秋备货开启，业绩环比有望逐渐改善。长期看好公司省外拓展、省内高端化产品增长推动业绩持续增长。我们预计公司 2022-2024 年收入分别为 23.79/29.51/35.43 亿元，归母净利润分别为 4.03/5.15/6.38 亿元，EPS 分别为 0.79/1.02/1.26 元。我们按照 2023 年业绩给 35 倍 PE，一年目标价 36 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：食品安全问题；行业竞争加剧；原材料成本上涨风险；渠道拓展不及预期；疫情反复风险；省外拓展不及预期。

■ 主要财务指标

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1788	2379	2951	3543
YoY	3%	33%	24%	20%
净利润(百万元)	325	403	515	638
YoY	-2%	24%	28%	24%
摊薄每股收益(元)	0.64	0.79	1.02	1.26
PE	46.72	37.66	29.45	23.80

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	周许奕	13611858673	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。