# 金徽酒（603919）

公司研究/点评报告

# 产品高端化持续推进，省外及成长性市场实现高增

## ——金徽酒（603919）2021 年半年报点评

点评报告/食品饮料行业　　2021 年 8 月 18 日

### 一、事件概述

8 月 17 日，公司发布 2021 年半年报，报告期内公司实现营收 9.72 亿元，同比+36.59%；实现归母净利润 1.87 亿元，同比+55.89%，基本 EPS 为 0.37 元。

### 二、分析与判断

#### ➢ 21H1 业绩同比保持高增，产品高端化持续推进是主要原因

2021H1 公司分别实现营收/归母净利润 9.72/1.87 亿元，同比分别+36.59%/+55.89%；合 Q2 单季度实现营收/归母净利润 4.64/0.72 亿元，同比分别+25.60%/+15.58%。收入端，公司通过 C 端置顶，推进大客户运营；加强数字化营销系统；发力成长性及省外市场等手段保持整体营收高速增长。利润端，公司坚持推进产品高端化，百元以上产品销售收入同比+48.72%，销售收入占比提升至 60.27%，强化利润表现。

**分产品看，**21H1 高档/中档/低档产品分别实现收入 5.78/3.73/0.08 亿元，同比分别+48.72%/+25.50%/-46.42%；合 Q2 分别实现营收 2.75/1.77/0.05 亿元，同比分别+34.50%/+16.97%/-31.02%。公司高档酒收入保持高速增长，收入占比持续提高；低档酒收入明显下滑，产品高端化稳步推进。

**分地区看，**21H1 甘肃东南部/兰州及周边地区/甘肃中部/甘肃西部/其他地区分别实现营收 2.85/2.50/1.02/1.09/2.13 亿元，同比分别+8.63%/+52.96%/+34.41%/+55.64%/+64.50%；合 Q2 分别实现收入 1.33/1.10/0.51/0.62/1.01 亿元，同比分别-8.33%/+14.85%/+42.63%/+135.46%/+68.26%。兰州及周边市场保持稳健增长，显示公司核心市场地位稳固；甘肃河西地区收入增速较高显示成长性市场发展迅速；省外市场收入实现高增长显示省外市场开发取得显著成效，复星生态助力明显。

**分渠道看，**21H1 经销商/直销渠道分别实现营收 9.09/0.51 亿元，同比分别+34.67%/+90.34%；合 Q2 实现营收 4.43/0.14 亿元，同比+26.02%/+21.54%。21H1 末甘肃东南部/兰州及周边地区/甘肃西部/甘肃中部/其他地区分别拥有经销商 77/96/55/30/266 家，同比分别+54.00%/+9.09%/+71.88%/-64.29%/+64.20%。公司省内外重点市场渠道处于快速扩张阶段，有效配合了收入的高增长。

#### ➢ 产品结构升级提升毛利率水平，市场加快拓展导致销售投入有所增加

2021H1 公司毛利率为 65.68%，同比+4.37ppt（Q2 为 65.88%，同比+3.81ppt），主要原因是高档酒保持高速增长，占比提升带动毛利率上行。

2021H1 期间费用率为 27.33%，同比+0.46ppt（Q2 为 33.10%，同比+3.47ppt）。其中销售费用率为 16.42%，同比+3.55ppt（Q2 为 21.70%，同比+8.39ppt），原因是公司深入开展大客户运营，加大消费者互动及品牌建设，销售费用同比增加。管理费用率为 10.09%，同比-1.20ppt（Q2 为 10.81%，同比-2.70ppt），原因是：职工薪酬及折旧费用增加，但上升幅度小于收入增加幅度，费用被有效摊薄。研发费用率为 1.30%，同比-1.71ppt（Q2 为 1.23%，同比-1.87ppt），原因是部分研发项目临近结项，新增研发项目处于筹备阶段，研发费用投入同比下滑。财务费用率为-0.48%，同比-0.18ppt（Q2 为-0.63%，同比-0.35ppt），原因是收到的银行存款利息同比增加。

**推荐**　　维持评级

**当前价格：**　　35.99 元

| 交易数据 | 2021-8-17 |
|---|---|
| 近 12 个月最高/最低 | 49.18/16.76 |
| 总股本（百万股） | 507.26 |
| 流通股本（百万股） | 491.31 |
| 流通股比例（%） | 97% |
| 总市值（亿元） | 182.56 |
| 流通市值（亿元） | 176.82 |

**该股与沪深 300 走势比较**




资料来源：wind，民生证券研究院

**分析师：于杰**

执业证号：S0100519010004

邮箱：yujie@mszq.com

**分析师：熊航**

执业证号：S0100520080003

电话：0755-22662056

邮箱：xionghang@mszq.com

**相关研究**

1. 金徽酒（603919）2021 年一季报点评：21Q1 业绩高增，产品高端化明显提速
2. 金徽酒（603919）2020 年报点评：产品结构升级叠加省外扩张，业绩实现稳健增长

### ➢ 强化市场营销，加强品牌建设

市场营销方面的工作主要是 C 端置顶，推进大客户运营，坚持“聚焦资源，精准营销，深度掌控”的基本思路。具体措施包括：（1）通过组织调整、机制转型，深入推进“深度分销+大客户运营”双轮驱动转型发展；（2）数字化营销系统升级运行，客户管理、终端管理、移动访销等运行顺畅，营销管理体系进一步完善；（3）成长性市场发展迅速；加强省外市场开发及与复星生态的合作。

品牌建设方面的措施主要包括：（1）匹配优质媒体资源，统一宣传 VI，参加首届中国国际消费品博览会、2021 中国自主品牌博览会等大型展会，突出金徽 28 高端品牌形象，打造西北高端白酒引领者，持续提升品牌影响力；（2）以客户为中心，以品质为载体，持续开展“金徽浪漫樱花节”、“金徽年份酒高端品鉴会”、“金榜题名，五星荣耀”、“柔和民间品酒师”、“金徽生态之旅”等消费者体验活动；（3）以新媒体为手段，增加金徽酒在更多消费群体中的曝光度。

## 三、盈利预测与投资建议

根据公司经营情况，我们上调盈利预测。预计 2021-2023 年公司实现收入 21.90/25.96/30.60 亿元，同比+26.6/+18.6%/+17.9%；预计 2021-2023 年实现归母净利润 4.04/4.87/5.77 亿元，同比+21.8%/+20.6%/+18.5%，对应 EPS 为 0.80/0.96/1.14 元，目前股价对应 PE 为 45/38/32 倍。公司目前估值略低于白酒行业 2021 年 47 倍整体估值。考虑到公司基本面有望持续改善；与管理层签订的《业绩目标及奖惩方案之协议》将继续发挥正向激励作用，维持“推荐”评级。

## 四、风险提示

疫情冲击持续超预期、白酒行业周期下行、费用投放超预期等。

### 盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 1,731 | 2,190 | 2,596 | 3,060 |
| 增长率（%） | 5.9% | 26.6% | 18.6% | 17.9% |
| 归属母公司股东净利润（百万元） | 331 | 404 | 487 | 577 |
| 增长率（%） | 22.4% | 21.8% | 20.6% | 18.5% |
| 每股收益（元） | 0.65 | 0.80 | 0.96 | 1.14 |
| PE（现价） | 55.4 | 45.2 | 37.5 | 31.7 |
| PB | 6.6 | 6.0 | 5.4 | 4.8 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 公司财务报表数据预测汇总

| 利润表（百万元） | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|
| **营业总收入** | 1,731 | 2,190 | 2,596 | 3,060 |
| 营业成本 | 649 | 808 | 945 | 1,096 |
| 营业税金及附加 | 242 | 308 | 364 | 429 |
| 销售费用 | 222 | 324 | 379 | 462 |
| 管理费用 | 164 | 202 | 242 | 284 |
| 研发费用 | 40 | 45 | 57 | 64 |
| EBIT | 414 | 504 | 610 | 725 |
| 财务费用 | (7) | (6) | (6) | (7) |
| 资产减值损失 | (0) | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | (1) | (1) | (1) | (1) |
| **营业利润** | 434 | 520 | 627 | 743 |
| 营业外收支 | (13) | (6) | (8) | (9) |
| **利润总额** | 421 | 513 | 619 | 733 |
| 所得税 | 90 | 110 | 132 | 157 |
| 净利润 | 331 | 404 | 487 | 577 |
| **归属于母公司净利润** | 331 | 404 | 487 | 577 |
| **EBITDA** | 512 | 615 | 738 | 869 |

| 资产负债表（百万元） | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 592 | 1166 | 1127 | 2014 |
| 应收账款及票据 | 8 | 15 | 15 | 19 |
| 预付款项 | 3 | 8 | 7 | 9 |
| 存货 | 1137 | 1095 | 1656 | 1452 |
| 其他流动资产 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| **流动资产合计** | 1748 | 2296 | 2813 | 3509 |
| 长期股权投资 | 1 | 1 | (0) | (1) |
| 固定资产 | 1566 | 1773 | 2042 | 2281 |
| 无形资产 | 187 | 191 | 201 | 207 |
| **非流动资产合计** | 1784 | 1709 | 1615 | 1506 |
| **资产合计** | 3532 | 4005 | 4428 | 5014 |
| 短期借款 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 应付账款及票据 | 209 | 237 | 291 | 329 |
| 其他流动负债 | 26 | 26 | 26 | 26 |
| **流动负债合计** | 715 | 912 | 983 | 1134 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 31 | 31 | 31 | 31 |
| **非流动负债合计** | 39 | 39 | 39 | 39 |
| **负债合计** | 754 | 951 | 1022 | 1172 |
| 股本 | 507 | 507 | 507 | 507 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **股东权益合计** | 2778 | 3054 | 3406 | 3842 |
| **负债和股东权益合计** | 3532 | 4005 | 4428 | 5014 |

| 主要财务指标 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | |
| 营业收入增长率 | 5.9% | 26.6% | 18.6% | 17.9% |
| EBIT 增长率 | 21.2% | 21.7% | 21.0% | 18.9% |
| 净利润增长率 | 22.4% | 21.8% | 20.6% | 18.5% |
| **盈利能力** | | | | |
| 毛利率 | 62.51% | 63.1% | 63.6% | 64.2% |
| 净利润率 | 19.1% | 18.4% | 18.7% | 18.8% |
| 总资产收益率 ROA | 9.4% | 10.1% | 11.0% | 11.5% |
| 净资产收益率 ROE | 11.9% | 13.2% | 14.3% | 15.0% |
| **偿债能力** | | | | |
| 流动比率 | 2.4 | 2.5 | 2.9 | 3.1 |
| 速动比率 | 0.9 | 1.3 | 1.2 | 1.8 |
| 现金比率 | 0.8 | 1.3 | 1.1 | 1.8 |
| 资产负债率 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| **经营效率** | | | | |
| 应收账款周转天数 | 2.3 | 2.6 | 2.4 | 2.5 |
| 存货周转天数 | 550.6 | 497.1 | 523.9 | 510.5 |
| 总资产周转率 | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| **每股指标（元）** | | | | |
| 每股收益 | 0.7 | 0.8 | 1.0 | 1.1 |
| 每股净资产 | 5.5 | 6.0 | 6.7 | 7.6 |
| 每股经营现金流 | 0.7 | 1.5 | 0.3 | 2.1 |
| 每股股利 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| **估值分析** | | | | |
| PE | 55.4 | 45.2 | 37.5 | 31.7 |
| PB | 6.6 | 6.0 | 5.4 | 4.8 |
| EV/EBITDA | 32.0 | 26.0 | 21.6 | 17.4 |
| 股息收益率 | 0.7% | 0.7% | 0.7% | 0.8% |

| 现金流量表（百万元） | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 331 | 404 | 487 | 577 |
| 折旧和摊销 | 98 | 111 | 128 | 144 |
| 营运资金变动 | (97) | 223 | (485) | 343 |
| **经营活动现金流** | 337 | 744 | 138 | 1,073 |
| 资本开支 | 142 | 43 | 43 | 45 |
| 投资 | (2) | 0 | 0 | 0 |
| **投资活动现金流** | (73) | (43) | (43) | (45) |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债务募资 | (20) | 0 | 0 | 0 |
| **筹资活动现金流** | (118) | (128) | (134) | (141) |
| **现金净流量** | 147 | 574 | (39) | 887 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 分析师简介

**于杰，**北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

**熊航，**食品饮料行业分析师。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|---|---|---|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 15%以上 |
| | 谨慎推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间 |
| | 回避 | 分析师预测未来股价跌幅 5%以上 |
| **行业评级标准** | | |
| 以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上 |
| | 中性 | 分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间 |
| | 回避 | 分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上 |

**民生证券研究院：**

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。