消费升级与娱乐研究中心

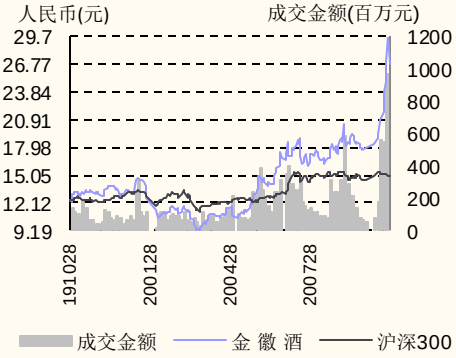
金徽酒 (603919.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：26.75 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	5.07
已上市流通 A 股(亿股)	4.73
总市值(亿元)	135.69
年内股价最高最低(元)	29.72/17.86
沪深 300 指数	4691
上证指数	3251



相关报告

1.《甘肃白酒龙头迈入改革加速期，Q2 利润超预期-金徽酒中报点评》，2020.8.23

2.《甘肃白酒龙头，迈入快速发展新阶段-甘肃白酒龙头，迈入快速发展…》，2020.5.18

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号：S1130519110005
liuchenqian@gjzq.com.cn

业绩符合预期，甘肃白酒龙头改革持续深化

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.71	0.69	0.56	0.73	0.92
每股净资产(元)	5.49	6.51	5.30	5.74	6.37
每股经营性现金流(元)	0.24	0.95	0.84	1.24	1.35
市盈率(倍)	16.44	25.54	47.75	36.74	29.15
净利润增长率(%)	2.2%	4.6%	5.0%	30.0%	26.0%
净资产收益率(%)	12.94%	10.65%	10.57%	12.67%	14.41%
总股本(百万股)	364	390	507	507	507

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 20Q1-Q3 收入 10.45 亿元，同比-5.53%；归母净利 1.59 亿元，同比-2.28%。其中 20Q3 收入 3.34 亿元，同比+14.42%；归母净利 0.39 亿元，同比+40.07%。

经营分析

- **Q3 收入增长 14%，基本符合预期。**分产品看，20Q3 高档（100 元以上）、中档（30-100 元）、低档（30 元以下）产品收入分别同比+33.78%/-10.25%/-42.41%，产品结构优化加速。分区域看，20Q3 甘肃东南部、兰州及周边地区、其他地区、甘肃中部、甘肃西部收入分别同比+32.91%/+0.01%/+13.90%/+406.33%/-59.37%，核心地区的动销稳步恢复，弱势区域持续扩张。
- **Q3 利润增速向好，费用明显改善。**20Q3 毛利率同比-0.38pct，主要系新收入准则下运输费用调整至营业成本。20Q3 净利率同比+2.12pcts，其中销售费用率同比-5.98pcts，主要系运输费用调整至营业成本，叠加疫情影响了市场推广费用的投放；管理费用率同比+0.99pct，营业税金及附加占比同比+0.81 pct。
- **目标规划积极，公司改革持续深化。**当前，金徽酒在甘肃省内市占率约 27%，远领先于其他企业，营销网络辐射陕西、宁夏、新疆等地，正逐步成为西北地区强势白酒品牌。2019 年 8 月，公司发布“五年发展战略规划”，提出到 2023 年实现收入 30 亿，净利润 6 亿（即 19-23 年 CAGR 分别为 16.4%、22.0%），并深度绑定管理层利益以形成长效激励，“二次创业”有望助力金徽酒踏上新征程。此外，大股东复星系豫园股份持股比例从 29.9%增加至 38%，金徽酒将借助股东的渠道、品牌资源走出西北、布局华东，进一步提升业务拓展能力。
- **省内深耕+省外扩张，产品结构加速升级。**金徽酒未来的空间在于：西部弱势区域的渗透速度加快，成熟地区渠道下沉力度加大，高档产品放量将带动产品结构持续升级。当前，公司省外收入占比仅为 13%，在整个大西北市占率仅约 4.5%，距离 10%的规划目标仍有差距。未来公司将深耕陕西、宁夏市场，加快开发内蒙、青海、新疆市场，完成西北六省市场布局。

盈利预测

- 考虑疫情对白酒消费的影响，我们下调盈利预测，预计公司 20-22 年收入同增 3%/22%/20%；归母净利润同增 5%/30%/26%，对应 EPS 分别为 0.56/0.73/0.92 元（较上次盈利预测分别调整-12%/-6%/-5%），对应 PE 分别为 48x/37x/29x，维持“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济下行、省外市场拓展不及预期风险、股权质押风险、食品安全风险

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**1,333**	**1,462**	**1,634**	**1,683**	**2,054**	**2,465**
增长率		9.7%	11.8%	3.0%	22.0%	20.0%
主营业务成本	-493	-551	-642	-621	-746	-895
%销售收入	37.0%	37.7%	39.3%	36.9%	36.3%	36.3%
毛利	840	911	992	1,063	1,308	1,570
%销售收入	63.0%	62.3%	60.7%	63.1%	63.7%	63.7%
营业税金及附加	-195	-220	-231	-238	-288	-345
%销售收入	14.6%	15.1%	14.1%	14.1%	14.0%	14.0%
销售费用	-185	-229	-245	-248	-292	-345
%销售收入	13.9%	15.7%	15.0%	14.7%	14.2%	14.0%
管理费用	-144	-128	-147	-187	-225	-247
%销售收入	10.8%	8.7%	9.0%	11.1%	11.0%	10.0%
研发费用	0	-8	-29	-29	-35	-42
%销售收入	0.0%	0.5%	1.8%	1.8%	1.7%	1.7%
息税前利润（EBIT）	317	326	342	360	469	591
%销售收入	23.8%	22.3%	20.9%	21.4%	22.8%	24.0%
财务费用	2	1	3	3	3	3
%销售收入	-0.1%	0.0%	-0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	1	1	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	0	-1	1	2	3
%税前利润	0.7%	0.0%	n.a	0.3%	0.4%	0.5%
营业利润	324	336	350	364	474	597
营业利润率	24.3%	23.0%	21.4%	21.6%	23.1%	24.2%
营业外收支	0	0	-5	0	0	0
税前利润	324	336	345	364	474	597
利润率	24.3%	22.9%	21.1%	21.6%	23.1%	24.2%
所得税	-71	-77	-74	-80	-104	-131
所得税率	22.0%	22.9%	21.5%	22.0%	22.0%	22.0%
净利润	253	259	271	284	369	466
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**253**	**259**	**271**	**284**	**369**	**466**
净利率	19.0%	17.7%	16.6%	16.9%	18.0%	18.9%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	253	259	271	284	369	466
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	62	69	78	79	86	94
非经营收益	-5	7	11	5	-1	-1
营运资金变动	-203	-249	11	-43	28	-33
经营活动现金净流	**107**	**86**	**370**	**326**	**483**	**525**
资本开支	-262	-318	-188	-144	-154	-173
投资	0	0	0	0	0	0
其他	106	-48	-37	1	2	3
投资活动现金净流	**-156**	**-366**	**-225**	**-143**	**-152**	**-170**
股权募资	0	0	362	0	0	0
债权募资	8	170	-160	-5	-3	-2
其他	-67	-94	-101	-140	-148	-152
筹资活动现金净流	**-59**	**76**	**101**	**-145**	**-151**	**-154**
现金净流量	**-109**	**-204**	**247**	**38**	**180**	**201**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	370	216	502	540	720	921
应收款项	13	15	49	51	62	74
存货	469	734	848	850	920	1,054
其他流动资产	12	44	17	17	19	20
流动资产	863	1,009	1,416	1,458	1,721	2,069
%总资产	37.0%	37.4%	44.5%	44.4%	47.6%	51.2%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	1,274	1,508	1,568	1,631	1,697	1,775
%总资产	54.6%	55.8%	49.3%	49.6%	46.9%	43.9%
无形资产	174	171	169	169	169	168
非流动资产	1,470	1,692	1,763	1,827	1,896	1,976
%总资产	63.0%	62.6%	55.5%	55.6%	52.4%	48.8%
资产总计	**2,333**	**2,700**	**3,178**	**3,286**	**3,616**	**4,045**
短期借款	32	12	45	45	42	40
应付款项	234	280	225	246	301	357
其他流动负债	233	206	343	288	343	402
流动负债	499	499	614	579	686	799
长期贷款	3	193	0	0	0	0
其他长期负债	4	10	23	18	16	15
负债	**506**	**702**	**637**	**597**	**702**	**814**
普通股股东权益	**1,827**	**1,999**	**2,541**	**2,689**	**2,914**	**3,231**
其中：股本	364	364	390	390	390	390
未分配利润	723	865	1,022	1,170	1,395	1,712
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	**2,333**	**2,700**	**3,178**	**3,286**	**3,616**	**4,045**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.695	0.710	0.694	0.560	0.728	0.918
每股净资产	5.020	5.49	6.51	5.30	5.74	6.37
每股经营现金净流	0.294	0.24	0.95	0.84	1.24	1.35
每股股利	0.190	0.250	0.330	0.350	0.370	0.380
回报率						
净资产收益率	13.84%	12.94%	10.65%	10.57%	12.67%	14.41%
总资产收益率	10.84%	9.58%	8.51%	8.65%	10.21%	11.51%
投入资本收益率	13.28%	11.36%	10.31%	10.22%	12.30%	14.03%
增长率						
主营业务收入增长率	4.35%	9.72%	11.76%	3.00%	22.00%	20.00%
EBIT增长率	5.71%	2.82%	4.85%	5.51%	30.02%	26.11%
净利润增长率	14.02%	2.24%	4.64%	5.01%	29.97%	26.05%
总资产增长率	3.31%	15.75%	17.70%	3.37%	10.07%	11.85%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.8	2.7	2.8	2.8	2.8	2.8
存货周转天数	314.9	398.1	449.7	500.0	450.0	430.0
应付账款周转天数	96.2	117.3	104.1	100.0	103.0	102.0
固定资产周转天数	296.6	287.4	275.6	272.6	229.9	200.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-18.32%	-0.55%	-17.97%	-18.40%	-23.25%	-27.26%
EBIT利息保障倍数	-170.8	-569.8	-118.0	-124.3	-161.6	-203.8
资产负债率	21.67%	25.99%	20.04%	18.16%	19.42%	20.12%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-05-18	增持	14.79	19.09～19.09
2	2020-08-23	买入	18.40	N/A

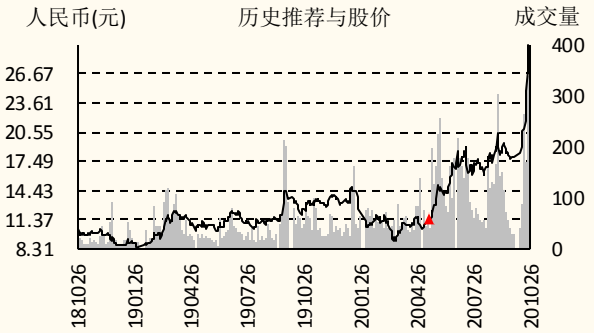
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH