金徽酒（603919）

公司研究/点评报告

Q3 延续复苏态势，与大股东业务协同有望加强

——金徽酒（603919）2020 年三季报点评

点评报告/食品饮料行业　　2020 年 10 月 27 日

一、事件概述

10 月 26 日，公司发布 2020 年三季报，报告期内公司实现营收 10.45 亿元，同比-5.53%；实现归母净利润 1.59 亿元，同比-2.28%，基本 EPS 为 0.31 元。

二、分析与判断

➢ 20Q3 业绩维持高速增长，疫情负面影响持续下降

前三季度公司实现营收/归母净利润 10.45/1.59 亿元，同比-5.53%/-2.28%。合 20Q3 实现营收/归母净利润 3.34/0.39 亿元，同比+14.42%/+40.07%。收入端，公司 Q3 延续复苏态势，营收维持双位数增长，但疫情对 Q1 业绩冲击较大，前三季度收入同比仍小幅下滑。利润端，Q3 净利润延续 Q2 以来高增长，有效修复前三季度利润表现，但受疫情影响，前三季度净利润同比小幅下滑。但若扣除公司对新冠疫情及陇南暴洪灾害的捐赠支出，前三季度净利润与去年同期基本持平。

分产品看，前三季度高档/中档/低档产品分别实现收入 6.09/4.02/0.18 亿元，同比分别+19.09%/-27.19%/-47.44%，其中高档产品占收入比重 59.19%，同比+12.60ppt；合 Q3 高档/中档/低档产品分别实现收入 2.20/1.05/0.03 亿元，同比分别+33.78%/-10.25%/-42.41%，其中高档产品占比 67.25%。总体看，20Q3 高档酒收入增速明显快于中低档酒，显示公司产品高端化升级加速推进。目前公司高档酒占比快速上升，收入占比已接近 60%。

分地区看，前三季度甘肃西部/兰州及周边地区/甘肃中部/甘肃东南部/其他地区分别实现营收 0.85/2.53/1.08/3.86/1.98 亿元，同比分别-14.58%/-25.73%/-1.67%/+0.32%/+20.85%；合 Q3 分别实现营收 0.15/0.90/0.31/1.24/0.68 亿元，同比分别-59.37%/+0.01%/+406.33%+32.91%/+13.90%。总体看，单 Q3 除甘肃西部地区外，所有市场收入均恢复增长，受此推动前三季度甘肃中部、东南部地区收入已基本与去年同期持平，甘肃以外的其他地区收入实现较快增长。

➢ 产品高端化助力毛利率持续走高，管理费用率同比上升明显

前三季度公司毛利率 62.70%，同比+2.66ppt（Q3 为 65.68%，同比-0.38ppt），主要原因是前三季度高档酒占收入比重持续提升显著拉高整体毛利率。前三季度公司期间费用率 29.21%，同比+2.07ppt（Q3 为 34.21%，同比-4.44ppt）。其中销售费用率 14.69%，同比-1.55ppt（Q3 为 18.56%，同比-5.98ppt），原因是会计准则改变下的运输费重分类导致销售费用率显著下降；管理费用率 12.17%，同比+2.10ppt（Q3 为 14.03%，同比+0.99ppt），原因是职工薪酬及折旧费用增长；财务费用率为-0.21%，同比-0.19ppt（Q3 为-0.02%，同比-0.18ppt），原因是存款利息较上年同期增加所致。

➢ 公司提高关联交易金额，与复星系业务协同有望提高

2020 年 5 月，公司大股东亚特集团与豫园股份签订《股份转让协议》，约定将其所持 1.52 亿股公司股份（占比 29.99998%）以 12.07 元/股转让给豫园股份，交易完成后，公司实际控制人发生变更，复星系将入主公司。

2020 年 10 月，公司发布公告增加与豫园股份等复星系公司的日常关联交易金额，公司将向关联公司销售白酒及采购黄金白银制品等商品。公司与新大股东的业务协同有望得到较强，中长期成长的确定性明显提高，基本面有望持续改善。

推荐　维持评级

当前价格：　26.75 元

交易数据	2020-10-26
近 12 个月最高/最低	26.75/9.23
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）	135.69
流通市值（亿元）	131.42

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

电话：010-85127513

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）2020 年半年报点评：Q2 业绩快速复苏，预计下半年将延续改善趋势
2. 金徽酒（603919）2020 年一季报点评：疫情对 20Q1 业绩冲击明显，高档产品受影响较小

三、盈利预测与投资建议

预计 20-22 年公司实现收入 16.79/19.55/23.21 亿元，同比+2.7%/+16.5%/+18.7%；预计 20-22 年公司归母净利润为 2.53/3.09/3.72 亿元，同比-6.6%/+22.3%/+20.5%，对应 EPS 为 0.50/0.61/0.73 元，目前股价对应 PE 为 54/44/36 倍。公司估值高于白酒行业 2020 年 43 倍整体估值水平，考虑到新大股东入驻公司后，基本面有望持续改善，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	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,634	1,679	1,955	2,321
增长率（%）	11.8%	2.7%	16.5%	18.7%
归属母公司股东净利润（百万元）	271	253	309	372
增长率（%）	4.6%	-6.6%	22.3%	20.5%
每股收益（元）	0.71	0.50	0.61	0.73
PE（现价）	37.7	53.7	43.9	36.4
PB	4.2	5.2	4.8	4.5

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）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1,634	1,679	1,955	2,321
营业成本	642	609	698	831
营业税金及附加	231	245	281	336
销售费用	245	342	387	448
管理费用	147	149	174	206
研发费用	29	19	28	30
EBIT	342	314	387	471
财务费用	(3)	(5)	(4)	(3)
资产减值损失	(0)	0	0	0
投资收益	(1)	(0)	(0)	(0)
营业利润	350	327	398	481
营业外收支	(5)	(2)	(2)	(3)
利润总额	345	325	395	478
所得税	74	72	86	105
净利润	271	253	309	372
归属于母公司净利润	271	253	309	372
EBITDA	419	395	473	561

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	502	838	546	1107
应收账款及票据	14	14	17	19
预付款项	10	10	11	13
存货	848	567	1104	856
其他流动资产	7	7	7	7
流动资产合计	1385	1439	1689	2008
长期股权投资	0	(0)	(1)	(1)
固定资产	1234	1310	1389	1467
无形资产	167	160	153	146
非流动资产合计	1763	1825	1839	1870
资产合计	3147	3264	3528	3878
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	169	189	201	248
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	614	606	697	816
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	20	20	20	20
非流动负债合计	23	23	23	23
负债合计	637	629	720	840
股本	390	507	507	507
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2510	2634	2808	3038
负债和股东权益合计	3147	3264	3528	3878

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	11.8%	2.7%	16.5%	18.7%
EBIT 增长率	4.8%	-7.9%	23.1%	21.6%
净利润增长率	4.6%	-6.6%	22.3%	20.5%
盈利能力				
毛利率	60.72%	63.7%	64.3%	64.2%
净利润率	16.6%	15.1%	15.8%	16.0%
总资产收益率 ROA	8.6%	7.7%	8.8%	9.6%
净资产收益率 ROE	10.8%	9.6%	11.0%	12.3%
偿债能力				
流动比率	2.3	2.4	2.4	2.5
速动比率	0.9	1.4	0.8	1.4
现金比率	0.8	1.4	0.8	1.4
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	2.8	2.8	2.8	2.8
存货周转天数	443.6	418.1	430.8	424.5
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6
每股指标（元）				
每股收益	0.7	0.5	0.6	0.7
每股净资产	6.4	5.2	5.5	6.0
每股经营现金流	0.9	1.2	(0.1)	1.6
每股股利	0.2	0.3	0.3	0.3
估值分析				
PE	37.7	53.7	43.9	36.4
PB	4.2	5.2	4.8	4.5
EV/EBITDA	29.3	30.8	26.1	21.2
股息收益率	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	271	253	309	372
折旧和摊销	78	81	86	90
营运资金变动	11	274	(451)	362
经营活动现金流	370	610	(53)	828
资本开支	188	145	103	125
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(225)	(145)	(103)	(125)
股权募资	362	0	0	0
债务募资	(160)	0	0	0
筹资活动现金流	101	(129)	(135)	(142)
现金净流量	247	336	(291)	561

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，食品饮料行业研究助理。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。