金徽酒（603919）

公司研究/点评报告

Q2 业绩快速复苏，预计下半年将延续改善趋势

——金徽酒（603919）2020 年一季报点评

点评报告/食品饮料行业　　2020 年 8 月 24 日

一、事件概述

8 月 22 日，公司发布 2020 年半年报，报告期内公司实现营收 7.12 亿元，同比-12.67%；实现归母净利润 1.20 亿元，同比-10.93%，基本 EPS 为 0.24 元。

二、分析与判断

➢ 20Q2 业绩快速复苏，疫情负面影响环比减弱

20H1 公司实现营收/归母净利润 7.12/1.20 亿元，同比-12.67%/-10.93%。合 20Q2 实现营收/归母净利润 3.69/0.62 亿元，同比+22.70%/+141.69%。总体看，公司 Q2 业绩实现快速复苏，收入/利润同比均出现快速增长（利润端增速较高的部分原因是去年同期基数较低），公司 H1 业绩下滑幅度明显收窄。20H1 公司合同负债余额 1.46 亿元，较 Q1 末 1.35 亿元环比上升，显示预收款有所增长。

分产品看，20H1 高档/中档/低档产品分别实现收入 3.89/2.97/0.15 亿元，同比分别+12.11%/-31.73%/-48.18%；合 20Q2 高档/中档/低档产品分别实现收入 2.05/1.51/0.07 亿元，同比分别+42.97%/+3.34%/-14.35%。总体看，20Q2 公司收入端实现了快速复苏，其中最主要的动力来自于高档酒收入同比快速增长。20H1 高档酒销售占比高达 55.43%，同比+12.72ppt，产品高端化进程加速推进。

分地区看，20H1 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 0.70/1.63/0.76/2.62/1.30 亿元，同比分别+12.43%/-34.91%/-26.16%/-10.09%/+24.83%;合 Q2 单季度实现营收 0.26/0.96/0.36/1.45/0.60 亿元，同比分别+2.95%/-0.74%/-24.54%/+58.60%/+61.89%。从收入规模看，兰州周边及甘肃东南地区仍为公司核心市场。20Q2，公司加大营销投入，甘肃东南部收入实现同比高速增长；甘肃西部、兰州周边地区收入恢复至去年同期水平。

➢ 产品高端化助力毛利率持续走高，销售费用投放效率继续优化

20H1，公司毛利率 61.31%，同比+3.43ppt（Q2 为 62.08%，同比+4.44ppt），Q2 公司高档酒产品恢复增长，占比持续提升，从而带动整体产品结构改善。20Q2 公司毛利率同比、环比均持续提升。根据新收入准则，酒销售的运输费用计入主营业务成本，若不考虑此影响，则公司毛利率改善幅度将更大。

20H1 公司期间费用率 26.87%，同比+3.85ppt（Q2 为 29.63%，同比-3.10ppt），原因是管理费用率及研发费用率提升。其中销售费用率 12.87%，同比-0.39ppt（Q2 为 13.30%，同比-4.71ppt），原因是会计准则改变下的运输费重分类；管理费用率 11.29%，同比+2.29ppt（Q2 为 13.51%，同比+0.05ppt），原因是职工薪酬及折旧费用增长；财务费用率为-0.31%，同比-0.21ppt（Q2 为-0.28%，同比-0.30ppt），原因是利息收入同比增加。

➢ 复星系入主，公司治理水平有望提升；业绩奖惩方案持续激励管理层

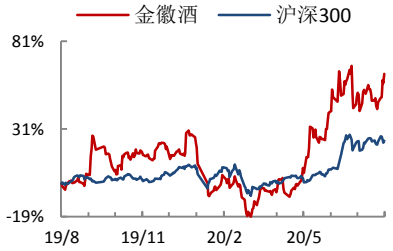
2020 年 5 月，公司大股东亚特集团与豫园股份签订《股份转让协议》，约定将其所持 1.52 亿股公司股份（占比 29.99998%）以 12.07 元/股转让给豫园股份，交易完成后，公司实际控制人发生变更，复星系将入主公司。未来随着复星系的正式入主，公司治理水平有望得到提高，基本面有望持续改善。

推荐　　维持评级

当前价格：　18.40

交易数据	2020-8-21
近 12 个月最高/最低	18.92/9.23
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）	93.34
流通市值（亿元）	90.40

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

研究助理：熊航

执业证号：S0100118080028

电话：0755-22662056

邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

1. 金徽酒（603919）2019 年三季报点评：Q3 业绩表现亮眼，带动整体业绩走出下滑态势

根据《业绩目标及奖惩方案协议》约定，2020 年业绩目标营收/扣非归母净利润分别为 18.30/3.20 亿元，同比+12.97%/14.29%。20Q1 受疫情影响，公司业绩同比出现下滑；但 Q2 业绩得到快速复苏，与我们此前“管理团队将在今年余下时间加强经营、提升公司业绩”的判断一致。未来奖惩方案将持续对管理层起到正向激励作用。

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 2.53/3.09/3.73 亿元，同比-6.6%/+22.3%/+20.5%，对应 EPS 为 0.65/0.79/0.96 元，目前股价对应 PE 为 28/23/19 倍。公司估值低于白酒行业 2020 年 41 倍整体估值水平，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	373
增长率（%）	4.6%	-6.6%	22.3%	20.5%
每股收益（元）	0.71	0.65	0.79	0.96
PE（现价）	25.9	28.4	23.2	19.3
PB	2.9	2.7	2.5	2.3

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)	(4)
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	396	478
所得税	74	72	86	105
净利润	271	253	309	373
归属于母公司净利润	271	253	309	373
EBITDA	419	395	473	561

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	502	867	607	1201
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	1468	1750	2102
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	3293	3590	3972
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	390	390	390
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2510	2664	2869	3132
负债和股东权益合计	3147	3293	3590	3972

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%	16.1%
总资产收益率 ROA	8.6%	7.7%	8.6%	9.4%
净资产收益率 ROE	10.8%	9.5%	10.8%	11.9%
偿债能力				
流动比率	2.3	2.4	2.5	2.6
速动比率	0.9	1.5	0.9	1.5
现金比率	0.8	1.4	0.9	1.5
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	0.6	0.8	1.0
每股净资产	6.4	6.8	7.4	8.0
每股经营现金流	0.9	1.6	(0.1)	2.1
每股股利	0.2	0.3	0.3	0.3
估值分析				
PE	25.9	28.4	23.2	19.3
PB	2.9	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA	19.8	20.5	17.5	13.8
股息收益率	1.3%	1.4%	1.5%	1.5%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	271	253	309	373
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)	829
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	(99)	(104)	(109)
现金净流量	247	365	(260)	594

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

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。