



2017-03-14

公司点评报告

增持/首次

金徽酒(603919)

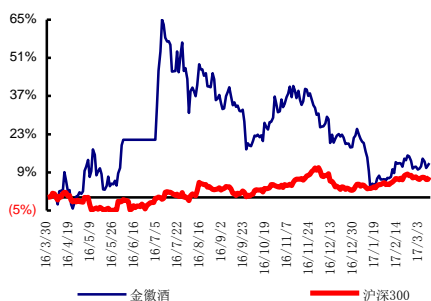
目标价: 40

昨收盘: 28.72

食品饮料 饮料制造

收入稳健增长 盈利快速提升

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	280/89
总市值/流通(百万元)	8,042/2,559
12个月最高/最低(元)	42.16/24.43

相关研究报告:

证券分析师: 黄付生

电话: 010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030002

核心观点:

根据2016年业绩快报和公司调研情况,金徽酒上市后收入稳健增长,盈利快速提升,边际改善非常明显。16年公司实现营收12.77亿元、归母净利润2.18亿元,同比增长8.02%、31.62%。其中,营收增速略低于市场预期,但符合公司生产经营计划安排;而与此相对应,利润的快速增长消除了此前市场对于公司盈利能力和成长性方面的疑虑。

预期随着营销体系的升级和省外市场的拓展,公司的收入增长有望提速;而盈利能力在产品结构进一步优化升级以及市场化的考核激励机制下仍然有比较大的提升空间。当前公司总市值80亿元,PE_TTM 36倍。二月份至今的涨幅对比中,金徽酒的表现相对滞后于其他白酒小票。考虑到当前市场对高增长、有业绩的消费股存在偏好,公司当前的估值甚至更高的溢价都是可接受的。

公司作为边际改善明显的白酒成长股,基数小、空间大,存在投资机会,建议“增持”。。

■ 主要财务指标

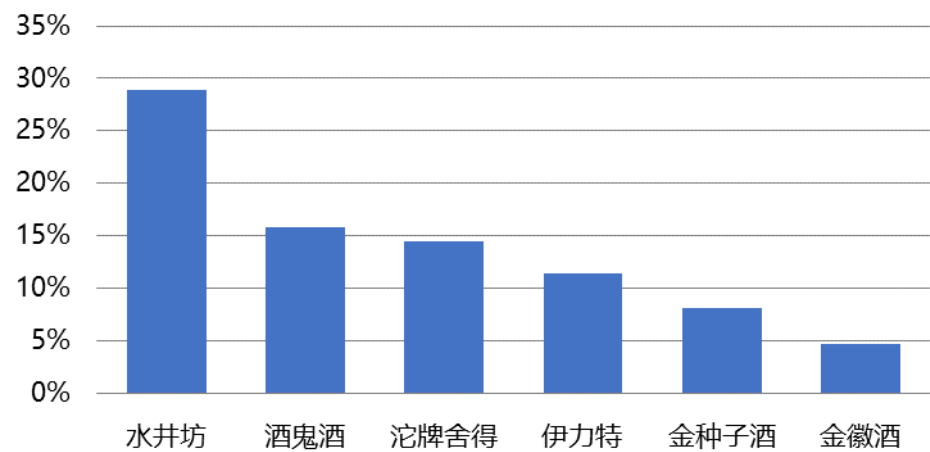
	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1182	1277	1481	1778
净利润(百万元)	166	218	305	398
摊薄每股收益(元)	0.59	0.78	1.09	1.42

资料来源: Wind, 太平洋证券

一、收入稳健增长，未来有望提速

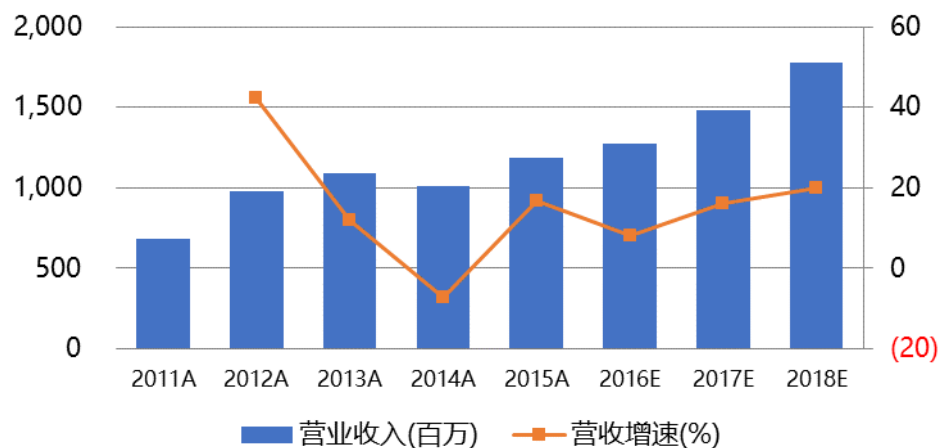
金徽酒主要针对的消费场景是商务和家庭日常饮用消费。消费升级趋势下，销售收入有望逐年稳健增长。公司春节前开展的年度订货会和经销商答谢会反响良好，春节期间的产品销售保持了既有的发展趋势，完成了预定的销售目标。2017Q1收入增速有望提升。

图表1：白酒小票二月份以来涨幅对比



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表2：2011年以来金徽酒营收及其增速



资料来源：WIND，太平洋证券整理

金徽酒在甘肃省内市占率第一，销售网络辐射90%以上市县。而随着甘肃省成熟市场的持续深耕和西北区域省外市场的积极拓展，预期未来销售收入的增长后劲会越来越强。按照公司未来十年的发展规划以及成为西北王的战略目标进行测算，未来十年间公司营收的年均复合增速将达到12%。

二、省外市场拓展，助力十年战略

省外市场根据公司聚焦市场、聚焦资源的营销策略，在充分对目标市场进行调研后按照公司的招商政策有序推进。目前省外销售主要集中在陕西、宁夏、新疆、西藏，在北京、上海、海南等地也有销售。其中，宁夏、陕西、新疆设立了营销中心或办事处，内蒙地区也完成了前期调研工作。宁夏、陕西、新疆市场均按照公司的规划和营销策略在开展工作，每年都达到了公司的计划目标。

除按照既定营销策略在省外市场进行产品销售外，公司2016年6月停牌，筹划重大资产重组，计划与省外一家同行业公司进行重组，扩大省外市场影响力，但最终因估值及价格原因终止重组。未来，公司会继续积极关注行业变化，从扩大市场销售份额、资本运作两个层面加强对西北地区的拓展。

三、产品结构优化，盈利能力提升

金徽酒的利润率在行业内处于中等偏上水平，仍有提升的空间。

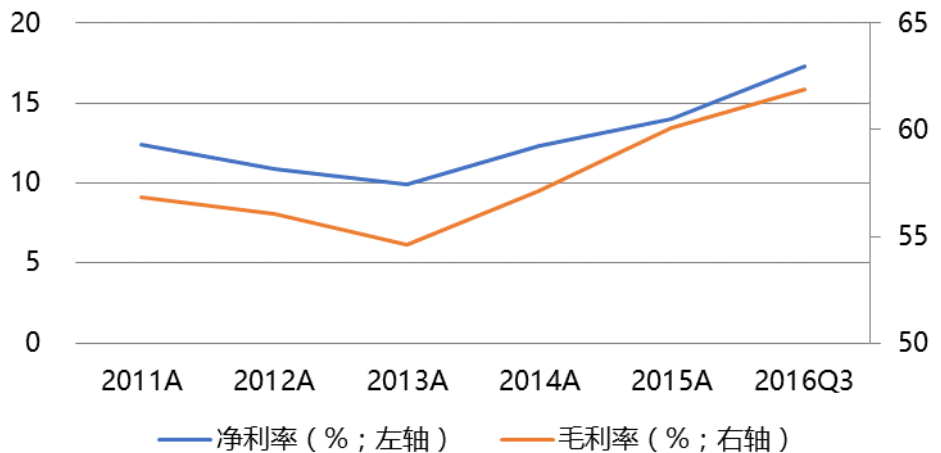
毛利率层面，公司中高档产品的毛利率在逐年上升。主要有三方面的因素：一、公司中高档产品的经销商供货价有提价空间，16年就针对部分产品进行了提价；二、公司通过对中高档产品的包装材料、包装设计进行改版调整，在整体费用中包装材料成本有所改善；三、公司生产系统推行全面市场化考核，中高档产品的综合生产成本下降。

同时，随着消费升级和市场环境变化，金徽酒产品结构也在不断升级和优化，2012年以中低档为主，2015年调整为以中高档为主。根据2016年半年报数据，低档白酒营收同比收缩17.5%，中档白酒同比扩张18.8%，高档白酒则同比增长22.8%。公司的产品结构仍具有一定的升级空间，未来随着消费力提升、公司品牌影响力扩大，以及“优质酒酿造技术改造项目”的推进还将继续优化。中高档产品毛利水平高，其销售比例提升有利于提高公司的综合毛利率。

净利率层面，公司通过费用管控和提升经营效率不断提升净利率。公司上市之后进行募集资金置换，归还了前期的大部分银行借款，负债减少，节约了财务费用；同

时在销售区域实行以利润为目标的新考核方式，综合销售费用略有降低；而随着渠道深耕以及省外拓展的模式逐步确立和成熟，管理费用有望得到改善。预期公司净利率会逐步提高，盈利能力还将进一步增强。

图表3：2011年以来金徽酒净利率、毛利率线型图



资料来源：WIND，太平洋证券整理

四、高效渠道管理，精准市场营销

金徽酒的销售模式主要有经销商、商超和直销模式，经销商为主，商超和直销为辅。

公司的市场营销人员主要服务经销商，协助经销商开拓市场。公司依托千店网络、金网工程、联营分销等模式，全渠道掌控终端资源。其中，金网工程作为公司千店网络营销体系的升级，对终端门店进行细分，针对高端产品销售较好且具备团购资源的终端门店以一定销售量或者生动化陈列为前提，给予相应的奖励政策。目前，省内外金网工程的效果良好，公司产品结构升级，中高档产品占比提升的主要贡献来自于金网工程。

金徽酒一直坚持精准营销策略。金徽酒没有品牌输出的产品，全部是自有品牌。营销方面聚焦市场、聚焦资源，对产品线进行区域分割，根据市场调研情况针对不同消费群体、不同区域市场目标销售不同的产品，并根据经销商库存实时变化情况对发货量进行调控。2016Q4与17年春节临近，公司根据经销商库存情况对对供货量进行适当调控，确保市场有序，同时达成公司的生产经营计划安排。

五、激励机制到位，渠道利润合理

公司上市前实现了中高层管理人员、核心技术人员和销售骨干团队持股，形成了长效激励机制，团队凝聚力强，发展动力足。同时大多数员工还享有公司层面住房补贴等福利。

公司采取深度合作共赢、厂商共建市场的形式，维护经销商、分销商和门店的利益，使合作客户能够大力推广金徽酒。经销商模式中做到了公司、经销商、终端利益的均衡。经销商利润主要包括销售产品的价差、奖励、返利，毛利率在15%-20%之间，根据不同的产品和市场情况，还有陈列奖励、推广奖励等政策支持。

六、盈利预测和投资建议

公司是甘肃白酒龙头，持续深耕成熟市场，积极拓展省外市场，收入稳健增长，盈利快速提升，边际改善既有空间又有成效。我们认为未来公司业绩保持高速增长是大概率。预计2016-18年营收增速8.02%、15.97%、20.00%，净利润增速31.62%、39.93%、30.28%，对应的EPS分别为0.78、1.09和1.42元，目标价40.00元，首次覆盖，“增持”评级。

七、风险提示：

估值体系重构，产品结构升级停滞，市场拓展不达预期，食品安全问题等。

主要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1182	1277	1481	1778
收入同比(%)	17%	8%	16%	20%
归属母公司净利润	166	218	305	398
净利润同比(%)	33%	32%	40%	30%
毛利率(%)	60.1%	62.1%	65.0%	66.0%
ROE(%)	21.6%	12.7%	15.1%	16.5%
每股收益(元)	0.59	0.78	1.09	1.42
P/E	48.06	36.51	26.09	20.03
P/B	10.37	4.65	3.95	3.30
EV/EBITDA	30	23	18	15

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；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



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

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

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。