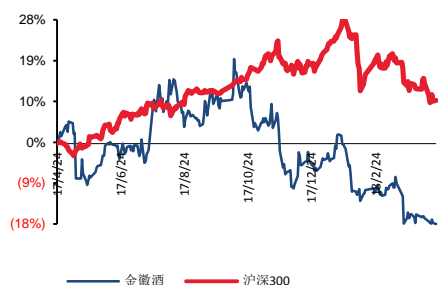


日常消费 食品、饮料与烟草

金徽酒业业绩点评：控量涨价蓄力调整，换挡前进趋势向好

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	364/116
总市值/流通(百万元)	5,733/1,824
12个月最高/最低(元)	26.51/15.75

相关研究报告：

金徽酒(603919)《金徽酒2017年三季报点评：主动调结构去库存，短暂下滑蓄势再发力》--2017/10/27

金徽酒(603919)《金徽酒2017年中报点评：二季度收入提速，利润继续高速增长》--2017/07/28

金徽酒(603919)《金徽酒动态点评：不饱和营销效果明显，全年利润高速增长无虞》--2017/06/12

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

证券分析师：郑汉镇

电话：13028853033

E-MAIL: zhenghz@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518010003

事件：根据年报，公司2017全年实现营收13.33亿元，同比增长4.35%；实现归母净利2.53亿元，同比增长14.02%。报告期内公司的盈利能力进一步提升，销售毛利率同比提高1.78pct至63.01%，而销售净利率同比提高1.61pct至18.98%。公司拟每10股派发现金股利2.40元（含税）。按季度拆分，单四季度公司实现营收3.91亿元，同比增长11.51%；实现归母净利7627万元，同比增长24.04%。公司扭转单三季度下滑的趋势，收入恢复两位数增长，同时净利率提升至19.49%。根据一季报，公司2018年一季度实现营收4.87亿元，同比增长5.44%；实现归母净利1.21亿元，同比增长6.63%。销售毛利率回落至62%，但销售净利率高达24.87%，创单季度新高。

伴随产品控量涨价和结构调整，销售局部/短期波动属正常，总体换挡，趋势向好

秉持“聚焦资源，精准营销”策略，公司的市场调整初见成效。省内“大兰州”市场加以巩固，省外陕西、银川等市场进行聚焦突破，同期稳步提升高档酒占比，价格带居100元以上的产品，包括金徽十八年、世纪金徽五星、柔和金徽等实现更快增长，产品升级以及拳头产品的形成，有助于统一品牌形象塑造，增强品牌力和综合竞争力，区域龙头优势逐步扩大。

具体分析，2017年增长最快的区域为兰州周边，增速达到10.18%，今年一季度进一步提升至16.25%，“大兰州”市场发展趋势很不错，从一季度经销商数量的增加来看，这一块还有望进一步加快；而甘肃中部和西部2017年增长均超过4%，今年一季度有所分化：西部增速提升至19.20%，目前基数小，但未来有望成为重要的增量市场，中部受产品结构调整影响，一季度销售收入下滑11.79%，我们判断，中部市场原有100元以下的三四星产品占较大，控量导致整体销售下降，短暂波动属于正常，随着五星占比的提升销售增长将会回归正常化，甘肃中部也是潜力比较大的区域；甘肃东南部目前基数最大，去年稳增，今年一季度加快，伴随结构调整进程加快，增长更趋稳健；而其他区域随着品牌建设的深化和区域辐射效果的增强，未来值得重点期待。

分产品看，中档酒 2017 年收入微增，今年一季度略有提速，体量仍是最大，占比略有下滑，毛利率保持得不错；30 元以下的低档酒去年和今年一季度连续下滑 25.37%和 35.31%，毛利率提升较多但占比快速下滑；100 元以上高档酒去年和今年一季度的增速分别为 23.21%和 19.63%，销售占比分别为 30.24%和 30.42%，成为规模增长和业绩增长的主要引擎。100 元以上价格带目前正逐步成为甘肃和大西北区域白酒消费升级的主力价格带，公司布局较早、思路清晰、推行力度较大。作为民营企业，体制灵活、运营稳健、扎实做好市场的优势将得到体现。在调整和升级阶段，增速换挡但保持稳定增长，足以坚定市场信心。

公司清库存、控量涨价的措施主要影响去年的收入和业绩，在大调整的时间窗口，业绩仍保持稳增已属不易。当下库存已降至低位，涨价影响也逐渐消化，一季报虽然只是稳增，但报表质地尚可，可以看到向好的趋势。

毛利率稳步提升，费用可控，费用率逐季改善，净利率创新高，现金流状况良好

公司主营业务的销售毛利率稳步提升，目前稳定在 60%以上，归因起来包括产品结构升级和直接提价两方面，最终都反映到吨价的提升上。我们认为，目前结构升级还在继续，在成本相对平稳的背景下，毛利率高位略增是大概率。

利润表显示，公司费用长期可控，三项费用率长期维持在 23%左右，作为中低端白酒的区域龙头，该费用水平具备相对优势。伴随公司规模逐渐向 20 亿靠近，预计费用还有改善空间。具体来看，2017 年公司的销售费用中，广告费同比基本持平，但业务推广、业务招待费用有较明显增长，预计与公司加强品牌建设和推广，以及拓展业务等相关，总体上销售费用率从 2017Q2 开始逐季下降，趋势较好；管理费用中，2017 年新增 1238 万元的天河治理费，导致管理费用率同比提升，但从今年一季度的情况看，管理费用率已经回归常规低位。在毛利率稳步提升、费用可控、费用率逐季改善的趋势下，公司的销售净利率逐季提升，今年一季度创单季度新高，达到 24.87%。

公司 2017 年经营活动产生的现金流量净额为 1.07 亿元，同比大幅缩减 72.52%。考虑春节“日历效应”导致的订货打款节奏变化（2018 年一季度销售产品取得的现金收入同比大幅增加 2.36 亿元），以及公司去年下半年配合“控量涨价”的调控措施，对经销商预先打款进行了严格限制，我们认为，公司实际运营过程中并不存在问题，平滑看，公司的主营业务稳健上升，应对消费升级的改革举措逐步显现效果。

盈利预测与评级：

金徽酒作为西北白酒中的强势品牌，在甘肃及周边的消费者认可度较高。应对消费升级趋势，公司及时调整，大力提升高档产品占比，同时统一品牌建设塑造，有序调整市场。2017年作为公司调整的关键年，控量涨价以及清低档酒的库存，一定程度上影响了销售，导致增速放缓，但调整成效符合预期，公司成长更加稳健，换挡前进，趋势向好。伴随消费升级在西北区域更加深化，公司的成长空间更加打开。

作为一个销售规模 13 亿的区域龙头，公司无论在规模层面、费用改善层面都具备足够的想象空间。而作为一个务实的民营企业，稳健的风格，灵活的机制，扎实的业务等，都是确保公司做大做强的保障。

考虑去年提价和市场调整的加快，我们预测公司 2018-2020 年收入分别增长 11%、18%、18%；利润分别增长 22%、24%、22%，对应的 EPS 分别为 0.85、1.05、1.28 元/股。金徽酒作为西北区域型白酒，成长路径和景气行情都略显独立，即便是 2015 年白酒行业最吃力的时候，公司也有不错的业绩表现，我们认为只要公司思路清晰、策略执行到位，稳健高质量的业绩增长必将获得市场认可。对应 2018 年业绩给 25 倍估值，对应目标价 21.25 元，“买入”评级。

风险提示：成本大幅上涨；市场竞争加剧；市场拓展不及预期等。

■ 主要财务指标

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1333	1485	1750	2065
净利润(百万元)	253	309	383	467
摊薄每股收益(元)	0.69	0.85	1.05	1.28

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；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zhangxiaoyong@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
广深销售副总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafli@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com



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。