



2019-03-12

公司点评报告

买入/维持

金徽酒(603919)

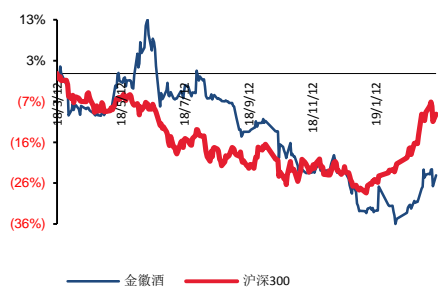
目标价: 17.60

昨收盘: 13.13

日常消费 食品、饮料与烟草

金徽酒年报点评：单四季度环比改善，省外市场不断拓展夯实

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	364/364
总市值/流通(百万元)	4,779/4,779
12个月最高/最低(元)	19.71/11.15

相关研究报告：

金徽酒(603919)《金徽酒：非公开增发加大激励，锁定经销商和核心员工》--2018/06/12

金徽酒(603919)《金徽酒业绩点评：控量涨价蓄力调整，换挡前进趋势向好》--2018/04/24

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

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

点评事件：公司公告2018年年报，全年实现营业总收入14.62亿元，同增9.72%；归母净利2.59亿元，同增2.24%；扣非后净利2.51亿元，同增0.75%；EPS为0.71元/股；拟每10股派发现金红利为2.24元，分红比例为34.06%。单四季度公司实现营业总收入4.97亿元，同增27.08%；归母净利0.98亿元，同增28.73%；扣非后净利0.96亿元，同增24.89%。

单四季度的收入和利润恢复较快增速，盈利能力环比改善

单四季度收入近5个亿，创历史新高；利润近1个亿，恢复较好盈利。单看四季度，销售毛利率61.83%、销售净利率19.74%，环比分别提升1.17pct、18.09pct。业绩短期波动比较明显，主要是两方面的原因：第一、公司目前处在省外市场的培育期，三季度费用投入较为集中；第二、公司积极调整渠道，中秋前控制发货节奏并减少相应的促销，因此四季度的渠道库存比较健康，需求弹性更好。

市场的拓展和调整阶段，业绩的短期波动属于正常。同时应该看到，公司注重终端动销和消费者培育，基本不向渠道压货，报表增速相对真实。受四季度带动，公司全年收入增长近双位数，利润实现正增长。

2018年成本端承压，销售费用率创新高，净利润率下滑

报告期内酒类制造的毛利率同比减少0.71pct至62.30%，主要是原料成本同比增长12.88%所致。可以看到，低档、中档、高档白酒毛利率分别减少12.47pct、0.81pct、1.90pct，低档白酒盈利能力下降更多，主要是缩减生产规模，且毛利空间本来偏小，成本端压力体现更突出。分区域来看，甘肃西部、兰州及周边的毛利率同比分别提升3.66pct、0.46pct，其他区域市场的毛利率均出现不同程度的下滑，主要的原因可能是甘肃西部、兰州及周边两大核心市场进行产品结构调整之后，中高档产品占比明显提升，推高毛利率所致。

报告期内销售费用率15.69%，是上市以来最高。广告宣传费同比增长53.58%，其中区域广告仍是主体，占比82%。另外，与省外市场拓展和新品招商相关的业务招待费和办公会务费也增加比较多。

受成本端和费用端双向挤压，公司的净利润率下滑 1.3pct 至 17.68%。在省内调产品结构、省外市场培育的阶段，费用投入较大且比较集中，净利润率出现不同程度波动。未来随着产品结构升级、市场不断夯实，净利润率有望逐步企稳回升。

公司收入持续增长，看好产品结构升级和省外市场拓展

公司上市以来收入持续增长，现金流状况比较稳定。作为西北白酒的强势品牌，目前收入规模不到 15 亿元，规模和效益提升具备想象空间。我们看好公司产品结构的持续升级以及省外市场的不断拓展和夯实。

从 2018 年来看，高档白酒的产销量同比提升非常快，分别达到 56.14% 和 36.08%，也实现了不错的库存储备。销量来看，目前高档白酒占比 17.87%，中档白酒占比 69.33。收入来看，目前高档白酒占比 36.35%，中档白酒占比 60.04%。伴随产品结构的不断升级，公司的品牌力有望提升，更优的结构也能够创造更高的毛利空间，对冲生产成本端压力，保证较高的毛利率水平。

市场拓展方面，2018 年陕西市场进一步成熟，再有一到两年可以完成夯实阶段。同时，公司 2018 年开始布局新疆和内蒙古市场，2019 年计划开发青海市场，省外市场规模和市场份额有望持续提升。经销商开发方面，公司开展扁平化及优胜劣汰管理，匹配省外市场和新产品上市，公司 2018 年净增 49 家经销商，报告期末经销商总数为 391 家。

盈利预测与评级：

金徽酒作为西北白酒的强势品牌，在甘肃及周边的消费者认可度较高。顺应消费趋势，公司大力提升产品结构，同时有规划地开拓省外市场，收入持续增长，趋势向好。我们看好公司的持续成长空间，预测公司 2019-2021 年收入分别增长 10%、12%、14%；利润分别增长 12%、20%、20%，对应的 EPS 分别为 0.80、0.96、1.15 元/股。

考虑公司的经营状况以及成长空间。对应 2019 年业绩给 22 倍估值，对应目标 17.60 元，“买入”评级。

风险提示：成本大幅上涨；市场竞争加剧；省外拓展不及预期等。

■ 主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1462	1604	1801	2053
净利润(百万元)	259	291	348	418
摊薄每股收益(元)	0.71	0.80	0.96	1.15

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；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
华南销售	张文婷	13897960159	zhangwt@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。