

年报业绩超预期，2019持续受益省内主流价位升级迭代 年报点评报告

陈文倩 (分析师)

010-83561313

chenwenqian@xsdzq.cn

证书编号: S0280515080002

王言海 (联系人)

wangyanhai@xsdzq.cn

证书编号: S0280118100002

王萌 (联系人)

wangmeng@xsdzq.cn

证书编号: S0280117090007

● **事件:** 公司发布 2018 年年报, 全年实现营收 42.69 亿元, 同增 18.50%; 归母净利润 15.33 亿元, 同增 37.62%。公布利润分配预案, 拟每 10 股派发现金红利 15 元。同时发布 2019 年第一季度报告, 实现营收 13.62 亿元, 同增 8.97%; 归母净利 5.45 亿元, 同增 21.43%。

● **2018 年业绩超预期, 持续受益省内主流消费价格带升级迭代红利:**

公司 2018 年业绩超预期, 2018Q4 实现营收 10.61 亿元, 同增 19.61%, 归母净利 3.91 亿元, 同增 84%。2018 年末预收账款 9.18 亿元, 同增 7.20%, 环比增加 3.46 亿元。原因主要受 2018Q3 公司执行“控量稳价”政策库存消耗后, 旺季经销商加大补货占仓所致。结合 2018Q4 和 2019Q1 来看, 实现营收 24.23 亿元, 同增 13.4%, 归母净利润 9.36 亿元, 同增 41.6%, 显示公司净利润增速显著快于收入增速。我们认为, 在安徽经济与居民收入水平同步提速, 对标苏北消费升级时点与持续性, 二元竞争格局下, 龙头在未来 3-5 年内仍将持续受益省内主流消费价格带从 100 元向 200 元升级迭代的红利, 公司大商“总代”模式市场经营稳健, 利润回报率高, 同时, 亦需警惕省内部分市场“一元化”趋势。

● **产品结构上移+顺势提价, 2019 趋势延续:**

公司 2018 年高档白酒营收 40.60 亿元, 同增 21.67%, 毛利率 75.67%, 中档、低档白酒营业收入、毛利率均呈下降趋势, 且据 2019 年第一季度经营数据公告, 2019Q1 高档白酒营收 12.83 亿元, 同增 9.23%, “产品结构向高端集中”趋势延续。2018 年公司产品吨价 12.63 万元, 较 2017 年 10.77 万元大幅提升 17.27%, 显示产品结构提升 (尤其是口子窖 10 年及以上产品增长显著) 与 2018 年 4 月主导产品提价效果 (注: 口子窖 5 年、6 年、10 年和 20 年终端价分别上调 10 元/瓶、10 元/瓶、30 元/瓶和 30 元/瓶), 2019 年基础扎实, 趋势延续。

● **省内渠道深耕稳增长, 省外地缘拓展做据点, 营收呈稳步提升态势:**

2018 年全年省内实现营收 35.60 亿元, 同增 17.45%, 占比 83.39%, 省外实现营收 6.62 亿元, 同增 27.87%, 占比 15.51%。2019Q1 省内实现营收 10.80 亿元, 同增 5.69%, 省外营收 2.65 亿元, 同增 22.69%, 省外营收占比呈现稳步提升态势。公司依托厂商一体化的大商总代模式, 一方面逐步匹配厂方人员落地推进省内县级及以下市场深耕; 另一方面, 稳步推进泛全国化布局, 推动省内大商“走出去”, 也寻求与省外大商、优商构建战略合作伙伴关系, 重点布局地缘省份如江苏、山东、河南等, 同步梳理优化经销商团队, 分别从意识、实力、队伍、网络、管理五个方面进行全面动态考核管理, 截至 2018 年底安徽省内经销商数 352 户, 省外经销商 234 户, 梳理工作顺利推进, 预计省外营收将稳步提升。

● **产品结构上移提升毛利率, 期间费用率下降增厚净利率:**

受益于公司产品结构提升, 公司毛利率提升 1.47pct 至 74.37%; 净利率提升 4.99pct 至 35.90%, 主要受益于期间费用率下降 1.68pct 至 12.02%, 其中, 销售费用率与管理费用率分别为 7.88%/4.33%, 同比分别下降 0.97pct/0.81pct。公司 2018 全年经营性现金流净额 11.20 亿元, 较 2018 年同期减少 28.63%, 主要受 2018 年实现的税金于本期缴纳的影响。

● **盈利预测与估值:** 预计公司 2019~2021 年实现归母净利 18.48/21.83/25.51 亿元, 同比增长 20.5%/18.2%/16.8%, 对应 EPS 为 3.08/3.64/4.25 元。当前股价对应 2018~2020 年的 PE 为 17.4/14.8/12.6 倍, 公司民营机制稳健, 未来持续受益省内价格升级迭代红利, 维持“强烈推荐”评级。

● **风险提示:** 省内竞争加剧、次高端价位突破受阻、食品安全风险。

财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3603	4,269	4,952	5,725	6,572
增长率(%)	27.3	18.5	16.0	15.6	14.8
净利润(百万元)	1114	1,533	1,848	2,183	2,551
增长率(%)	42.1	37.6	20.5	18.2	16.8
毛利率(%)	72.9	74.4	76.4	76.7	77.0
净利率(%)	30.9	35.9	37.3	38.1	38.8
ROE(%)	21.9	24.9	23.1	21.9	20.8
EPS(摊薄/元)	1.86	2.55	3.08	3.64	4.25
P/E(倍)	28.9	21.0	17.4	14.8	12.6
P/B(倍)	6.3	5.2	4.0	3.2	2.6

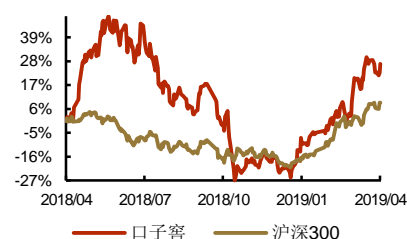
强烈推荐 (维持评级)

市场数据

时间 2019.04.17

收盘价(元):	55.47
一年最低/最高(元):	30.8/67.77
总股本(亿股):	6.0
总市值(亿元):	332.82
流通股本(亿股):	6.0
流通市值(亿元):	332.82
近 3 月换手率:	44.23%

股价一年走势



收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	14.16	9.6	14.72
绝对	23.29	40.97	23.75

相关报告

《深耕安徽, 聚焦中高端消费者培育, 期待省外突破》2018-06-24

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	5587	6411	8485	10194	12737
现金	1352	1272	3168	4191	6486
应收账款	12	13	16	18	21
其他应收款	2	0	2	0	3
预付账款	7	6	9	9	11
存货	1800	2016	2060	2592	2679
其他流动资产	2415	3104	3230	3384	3536
非流动资产	2089	2431	2679	2952	3229
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1175	1362	1623	1884	2139
无形资产	424	464	490	527	564
其他非流动资产	490	605	567	542	526
资产总计	7676	8842	11164	13146	15967
流动负债	2527	2602	3072	3103	3611
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	243	193	272	258	343
其他流动负债	2284	2409	2800	2844	3268
非流动负债	65	73	77	77	77
长期借款	0	0	4	4	4
其他非流动负债	65	73	73	73	73
负债合计	2592	2675	3149	3180	3688
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	600	600	600	600	600
资本公积	977	977	977	977	977
留存收益	3508	4591	5932	7557	9513
归属母公司股东权益	5085	6167	8015	9966	12279
负债和股东权益	7676	8842	11164	13146	15967

现金流量表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1569	1120	2186	1552	2808
净利润	1114	1533	1848	2183	2551
折旧摊销	106	112	114	139	167
财务费用	-10	-8	-29	-67	-114
投资损失	-48	-84	-39	-48	-55
营运资金变动	447	-459	293	-656	259
其他经营现金流	-39	25	0	0	0
投资活动现金流	-598	-749	-323	-364	-390
资本支出	177	273	248	273	277
长期投资	-500	-560	0	0	0
其他投资现金流	-921	-1036	-75	-91	-112
筹资活动现金流	-270	-450	34	-165	-124
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	4	0	(0)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-270	-450	30	-165	-124
现金净增加额	701	-79	1897	1023	2295

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3603	4269	4952	5725	6572
营业成本	976	1094	1169	1334	1511
营业税金及附加	618	680	811	944	1083
营业费用	319	336	337	378	427
管理费用	185	179	188	206	230
财务费用	-10	-8	-29	-67	-114
资产减值损失	3	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	48	84	39	48	55
营业利润	1561	2060	2516	2979	3489
营业外收入	3	5	5	5	5
营业外支出	3	4	3	3	3
利润总额	1561	2061	2519	2981	3491
所得税	448	528	671	798	940
净利润	1114	1533	1848	2183	2551
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1114	1533	1848	2183	2551
EBITDA	1626	2135	2566	3010	3498
EPS(元)	1.86	2.55	3.08	3.64	4.25

主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	27.3	18.5	16.0	15.6	14.8
营业利润(%)	47.8	32.0	22.2	18.4	17.1
归属于母公司净利润(%)	42.1	37.6	20.5	18.2	16.8
获利能力					
毛利率(%)	72.9	74.4	76.4	76.7	77.0
净利率(%)	30.9	35.9	37.3	38.1	38.8
ROE(%)	21.9	24.9	23.1	21.9	20.8
ROIC(%)	21.1	24.1	22.2	21.0	19.7
偿债能力					
资产负债率(%)	33.8	30.3	28.2	24.2	23.1
净负债比率(%)	-26.6	(20.6)	(39.5)	(42.0)	-52.8
流动比率	2.2	2.5	2.8	3.3	3.5
速动比率	1.5	1.7	2.1	2.5	2.8
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	245.4	339.4	339.4	339.4	339.4
应付账款周转率	4.4	5.0	5.0	5.0	5.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.86	2.55	3.08	3.64	4.25
每股经营现金流(最新摊薄)	2.12	1.22	3.64	2.59	4.68
每股净资产(最新摊薄)	8.47	10.28	13.36	16.61	20.46
估值比率					
P/E	28.93	21.02	17.44	14.76	12.63
P/B	6.34	5.22	4.02	3.23	2.62
EV/EBITDA	19.02	14.5	11.4	9.3	7.4

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

陈文倩，商贸零售分析师，美国伊利诺伊州立大学 MBA，2009 年开始从事券商行业研究工作，曾就职大通证券，任煤炭行业分析师。现任新时代证券，从事商贸零售行业研究。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898
	邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>