

## 并表带来业绩弹性, 产品结构升级明显

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2016年年报, 全年实现营业收入10.5亿元, 同比+14.6%, 归母净利润1.4亿元, 同比+24.4%。其中Q4单季实现收入4.5亿元, 同比+25.1% 归母净利润6738万元, 同比+59.4%, Q4业绩大幅提升源于唐宋酒业和乌毡帽酒业收入并表。同时公司公布利润分配预案, 向全体股东每10股派发现金红利1.1元(含税)。
- **深耕渠道+产品结构升级, 共促业绩稳步增长。** 在市场开拓上, 采取“深耕核心市场、开发潜在市场”策略: 公司聚焦江浙沪市场, 收入占比达89%。浙江省内已推动渠道下沉至乡镇市场, 16年收入同比+5.1%。江苏(+57.3%)和上海区域(+47.9%)保持较快增速, 未来渠道仍有较大深耕空间。同时公司积极推动产品在全国范围推广, 江浙沪外市场收入同比+58.9%。在产品上, 公司打造核心单品, 持续升级产品结构。目前最大单品纯正五年贡献超四成收入, 纯正八年销售占比逐步增加。公司年内两次主导主力产品提价, 覆盖成本上涨压力, 保障盈利水平。目前黄酒整体价格依然偏低, 未来仍有持续提价空间。16年公司中高端黄酒销售收入同比+20.8%, 占比提升产品结构进一步优化。在未来渠道深耕与产品升级方面, 公司将充分发挥民营企业体制带来的灵活性, 业绩增速将有望实现超行业平均水平。
- **毛利率小幅下降, 压缩费用提升盈利能力。** 公司酒类业务毛利率为43.5%, 同比下降1.5pct, 主要原因: 1.糯米、包装物等原材价格大幅上涨; 2.唐宋与乌毡帽酒业产品毛利率略低于公司会稽山系列产品, 并表拉低整体毛利水平。费用投放控制合理, 销售费用率同比降低0.3pct, 管理费用率同比降低1.1pct。公司非公开发行筹资偿还短期借款, 财务费用较同期-37.4%。通过费用压缩, 三费用较同比降低2.3pct, 在毛利率下滑的情况下, 净利率逆势提升1.1pct至13.7%, 盈利能力得到显著改善。
- **积极主导外延并购, 公司抓住黄酒行业发展机遇做大做强。** 消费升级趋势下, 黄酒“营养保健”优势逐渐被消费者所认可, 企业通过技术改造和产品结构升级逐步摆脱黄酒低端形象。企业间并购整合改善行业竞争格局, “十三五规划”政策下黄酒产业迎来发展新机遇。公司加码资本市场, 积极主导外延并购活动, 力争做大做强黄酒主业。16年8月公司非公开发行募集资金, 完成对唐宋和乌毡帽酒业收购的股权交割, 顺利实现并表; 12月公司竞价1.6亿购得塔牌14.8%股权, 不排除有后续进一步的动作。新收购公司不仅带来收入增量, 同时与会稽山在产品、渠道、品牌等方面形成较好的互补, 有利于发挥协同作用, 促进公司跨越式发展。资源整合将是未来黄酒行业发展大趋势, 公司将继续积极实施并购。
- **盈利预测与投资建议。** 基于行业好转+产品提价+外延并购预期, 预计公司2017-2019年收入分别为12.8亿元、15.1亿元、17.8亿元, 归母净利润分别为1.99亿元、2.59亿元、3.26亿元, 对应动态PE分别为35倍、27倍和21倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 原材料价格上涨风险, 行业充分竞争风险, 并购企业业绩实现或不及承诺。

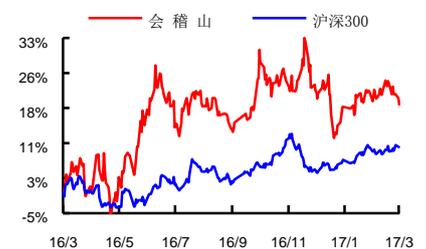
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1048.64	1281.88	1510.65	1781.87
增长率	14.62%	22.24%	17.85%	17.95%
归属母公司净利润(百万元)	141.47	198.77	259.12	326.19
增长率	24.43%	40.51%	30.36%	25.88%
每股收益EPS(元)	0.28	0.40	0.52	0.66
净资产收益率ROE	4.90%	6.57%	8.08%	9.51%
PE	49	35	27	21
PB	2.37	2.26	2.13	2.00

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振  
执业证号: S1250513110001  
电话: 023-63786049  
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	4.97
流通A股(亿股)	2.48
52周内股价区间(元)	11.22-15.68
总市值(亿元)	69.43
总资产(亿元)	37.00
每股净资产(元)	5.83

### 相关研究

**关键假设：**

- 1、假设消费升级趋势延续，公司持续结构升级，中高端黄酒占比提升，未来三年复合增速保持在 20% 以上；持续提价，毛利率稳步上行；
- 2、假设唐宋酒业和乌毡帽酒业并入公司整合顺利，贡献业绩增量；
- 3、假设公司三费率率保持稳定水平。

**表 1：会稽山各类产品收入整体预测表（百万元）**

	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>合计</b>				
营业收入	1048.6	1281.9	1510.7	1781.9
yoy	14.6%	22.2%	17.8%	18.0%
营业成本	595.8	711.4	823.9	954.6
毛利率	43.2%	44.5%	45.5%	46.4%
<b>中高端瓶装黄酒</b>				
营业收入	681.0	851.3	1021.5	1225.8
yoy	20.8%	25.0%	20.0%	20.0%
营业成本	328.6	408.6	480.1	563.9
毛利率	51.7%	52.0%	53.0%	54.0%
<b>普通瓶装黄酒</b>				
营业收入	290.4	348.4	400.7	460.8
yoy	5.8%	20.0%	15.0%	15.0%
营业成本	215.3	243.9	280.5	322.6
毛利率	25.9%	30.0%	30.0%	30.0%
<b>黄酒原酒</b>				
营业收入	28.2	28.2	29.0	29.9
yoy	-11.7%	0.0%	3.0%	3.0%
营业成本	20.6	21.1	21.8	22.4
毛利率	26.8%	25.0%	25.0%	25.0%
<b>其他</b>				
收入	49.1	54.0	59.4	65.3
yoy	9.5%	10.0%	10.0%	10.0%
成本	31.2	37.8	41.6	45.7
毛利率	36.3%	30.0%	30.0%	30.0%

数据来源：公司公告，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1048.64	1281.88	1510.65	1781.87	净利润	143.41	201.59	262.80	330.82
营业成本	595.78	711.44	823.95	954.60	折旧与摊销	89.61	61.84	75.80	82.96
营业税金及附加	47.60	58.97	60.43	71.27	财务费用	12.00	-0.13	-0.15	-0.18
销售费用	117.85	146.13	166.17	187.10	资产减值损失	-1.32	0.00	0.00	0.00
管理费用	88.85	107.68	120.85	138.99	经营营运资本变动	-272.19	-40.31	-118.37	-128.84
财务费用	12.00	-0.13	-0.15	-0.18	其他	334.40	-8.00	-8.00	-8.00
资产减值损失	-1.32	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>305.91</b>	<b>215.00</b>	<b>212.08</b>	<b>276.76</b>
投资收益	1.49	8.00	8.00	8.00	资本支出	-467.38	-150.00	-150.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-212.30	-7.00	-7.00	-7.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-679.68</b>	<b>-157.00</b>	<b>-157.00</b>	<b>-107.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>189.37</b>	<b>265.79</b>	<b>347.40</b>	<b>438.09</b>	短期借款	-393.50	-0.50	0.00	0.00
其他非经营损益	4.13	3.00	3.00	3.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>193.51</b>	<b>268.79</b>	<b>350.40</b>	<b>441.09</b>	股权融资	1300.69	0.00	0.00	0.00
所得税	50.10	67.20	87.60	110.27	支付股利	0.00	-56.59	-79.51	-103.65
净利润	143.41	201.59	262.80	330.82	其他	-226.79	20.13	20.15	20.18
少数股东损益	1.95	2.82	3.68	4.63	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>680.40</b>	<b>-36.96</b>	<b>-59.36</b>	<b>-83.47</b>
归属母公司股东净利润	141.47	198.77	259.12	326.19	<b>现金流量净额</b>	<b>307.15</b>	<b>21.04</b>	<b>-4.27</b>	<b>86.29</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	598.42	619.46	615.19	701.48	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	102.17	148.30	173.24	198.47	销售收入增长率	14.62%	22.24%	17.85%	17.95%
存货	1007.45	1067.16	1235.92	1431.90	营业利润增长率	24.73%	40.35%	30.71%	26.11%
其他流动资产	296.42	292.22	344.37	406.20	净利润增长率	24.00%	40.57%	30.36%	25.88%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	14.20%	12.55%	29.18%	23.12%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1033.31	1130.44	1213.62	1239.63	毛利率	43.19%	44.50%	45.46%	46.43%
无形资产和开发支出	628.86	619.88	610.91	601.94	三费率	20.86%	19.79%	18.99%	18.29%
其他非流动资产	33.21	48.21	63.21	78.21	净利率	13.68%	15.73%	17.40%	18.57%
<b>资产总计</b>	<b>3699.84</b>	<b>3925.69</b>	<b>4256.46</b>	<b>4657.83</b>	ROE	4.90%	6.57%	8.08%	9.51%
短期借款	0.50	0.00	0.00	0.00	ROA	3.88%	5.14%	6.17%	7.10%
应付和预收款项	602.03	646.97	758.50	894.16	ROIC	7.64%	8.49%	10.47%	12.45%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	27.75%	25.55%	28.00%	29.23%
其他负债	172.68	209.09	245.05	283.58	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>775.22</b>	<b>856.06</b>	<b>1003.54</b>	<b>1177.74</b>	总资产周转率	0.34	0.34	0.37	0.40
股本	497.36	497.36	497.36	497.36	固定资产周转率	1.32	1.39	1.36	1.53
资本公积	1731.65	1731.65	1731.65	1731.65	应收账款周转率	12.22	13.05	12.56	12.63
留存收益	672.20	814.38	994.00	1216.53	存货周转率	0.66	0.69	0.72	0.72
归属母公司股东权益	2901.21	3043.39	3223.01	3445.54	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	123.75%	—	—	—
少数股东权益	23.42	26.24	29.92	34.55	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2924.62</b>	<b>3069.63</b>	<b>3252.92</b>	<b>3480.09</b>	资产负债率	20.95%	21.81%	23.58%	25.29%
负债和股东权益合计	3699.84	3925.69	4256.46	4657.83	带息债务/总负债	0.06%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.92	2.84	2.71	2.66
					速动比率	1.45	1.42	1.29	1.27
					股利支付率	0.00%	28.47%	30.68%	31.78%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.28	0.40	0.52	0.66
					每股净资产	5.88	6.17	6.54	7.00
					每股经营现金	0.62	0.43	0.43	0.56
					每股股利	0.00	0.11	0.16	0.21
业绩和估值指标									
EBITDA	290.98	327.50	423.05	520.87					
PE	49.08	34.93	26.79	21.29					
PB	2.37	2.26	2.13	2.00					
PS	6.62	5.42	4.60	3.90					
EV/EBITDA	21.69	19.16	14.81	11.83					
股息率	0.00%	0.81%	1.15%	1.49%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn