



2017-03-29

公司点评报告

增持/首次

会稽山(601579)

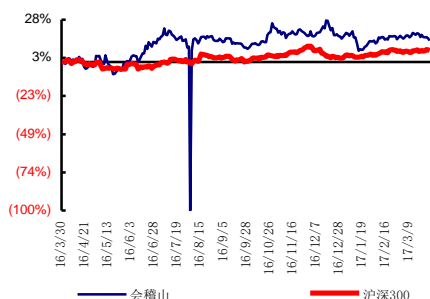
目标价: 17

昨收盘: 13.96

食品饮料 饮料制造

会稽山年报点评：销售结构优化，并表增厚业绩

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	497/248
总市值/流通(百万元)	6,943/3,462
12个月最高/最低(元)	15.68/11.22

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

事件：会稽山公布16年报，报告期内公司实现营收10.49亿元、利润总额1.94亿元、归母净利润1.41亿元、扣非净利润1.36亿元，同增14.62%、22.64%、24.43%、26.62%。销售毛利率43.19%，下降1pct；销售净利率13.68%，提升1.04pct。主营业务上酒类营收同比上涨14.88%，但毛利率下滑了1.53%。EPS为0.33元/股，同增17.86%。单四季度公司实现营收4.50亿元、归母净利润0.67亿元，同比增加25.08%、59.35%，销售毛利率和净利率分别为43.65%、15.21%。公司拟每股派现金红利0.11元。

核心观点：

公司是黄酒龙头企业之一，依托浙江开拓全国市场，在江苏大区、上海大区以及中西南区域都取得了明显增长。未来公司继续优化业务结构，拓宽营销渠道，提升盈利能力，有望保持平稳的增长趋势。同时，公司利用A股上市平台优势，在外延并购和资源协同整合上动作频出，在黄酒产业集中度提升过程中占据优势，有利于充分发挥协同作用和业绩增厚。

投资要点：

市场拓展和收入规模扩张

目前公司的产能利用率为79%，而中高端黄酒的产销率为96.11%，能够满足阶段性市场扩张的需求；同时募投项目“年产10万千升黄酒后熟包装物流自动化生产线”在建，目标是构建车间产品包装到仓储运输物流的一体化运行模式，从而推进实施合并提升的厂区集聚战略。

公司收入增长更依赖需求提升，需要渠道和营销发力，通过强化成熟市场以及开拓新市场做大规模。2016年公司省内市场的营收增长5.13%，而省外市场快速提升54.94%，呈现良好增长态势。目前，公司依据“深耕核心市场、开发潜在市场”的策略，经过多年积累建立了全国性的销售渠道，拥有超过一千家营销网点，由经销商、商超卖场和直销网点共同组成，覆盖全国20余个省、直辖市及自治区，有效带动了公司产品在全国范围的推广。2016年公司批发代理收入增长明显，直销翻倍，这两个渠道是长期发力重点。从经销商招商情况看，

公司扩大了江苏大区、皖赣闽和东西北区域的经销商规模，这些区域是近几年公司重点开拓方向。根据 2016 年情况，除浙江大本营外，江苏大区、上海大区以及中西南区域在销量上都有明显的增长。其中上海大区销量翻倍，收入提升了 47.9%。费用投放方面，公司 2016 年销售费用同比上升 12.46%，其中促销费用同比上升 32.58%。预计公司会继续加大投入，积极做市场，提升收入规模和市场占有率。

产品提价和销售结构优化

2016 年绍兴酒龙头企业一致提价，公司 2016 年 6 月份上调部分产品价格，其中纯正五年提价 5-8%。鉴于原辅材料和人工等上涨因素，产品成本压力上升，公司 12 月 26 日晚公告，自 2017 年 1 月 1 日起，纯正五年系列的价格再次上调 6%；自 2017 年 1 月 25 日起，陈年酒系列产品的价格上调 11%。鉴于黄酒行业一致进行提价，预计公司市场份额不会受太大影响。通过提价一方面可以平抑成本保证毛利率；另一方面也有利于改变黄酒长期低价、毛利率低的局面，在一定程度上提升黄酒的盈利能力。

报表数据中，无论销量上还是收入上，中高端黄酒的增速都更快，销售结构优化，毛利率有望提高。这也符合公司聚焦市场、聚焦产品和“根据地+大单品”的运作思路。“基础产品放量、重点产品增量、高端产品增长”目标有望更好达成。

外延收购和资源协同整合

2016 年公司通过定增将黄酒第二集团的唐宋酒业和乌毡帽酒业各 100%股权纳入麾下。今年公司继续推进稳中求进的战略发展举措，站在黄酒产业发展的战略高度，积极采用外延并购等手段整合资源。今年 1 月 4 日公司发布公告称，去年 12 月 29 日公司通过公开竞价方式，以 1.61 亿元的成交价竞得“浙江塔牌绍兴酒有限公司”14.78%的股权。塔牌是行业前三强企业，手工酿造为主，年销售额大概 4 亿元，是绍兴目前最大的黄酒出口企业。公司购入塔牌绍兴酒 14.78%的股权无疑是黄酒行业一次强强联合。

作为中国独有酒种，黄酒的酿造技术独树一帜，堪称“国粹”，但是受历史、文化和地理等因素影响，浙沪传统黄酒行业的区域经济特征显著，其生产、消费主要集中在江酒消费区域。古越龙山、金枫酒业和会稽山作为龙头企业，市场份额偏低，行业集中度还有较大提升空间。随着近年来人们消费观念的改变以及对黄酒营养功能的进一步认识，黄酒行业有望进入一个新的发展周期。黄酒产业整合的预期也在不断增强。公司在资源协同整合上动作频出，占据主动位置，期待公司通过外延收购做大做强黄酒主业，也期待并表下公司的利润增

厚。

盈利预测与评级：

不考虑并表，预测 17-18 年营收增速 15%、15%，净利润增速 30%、22%，对应 EPS 为 0.37、0.45。

给予目标价 17 元，“增持”评级。

风险提示：

经济环境风险；行业充分竞争风险；市场供需风险；原材料价格上涨风险；食品安全问题等。

重要财务指标	单位:百万元		
主要财务指标	2016	2017E	2018E
营业收入	1049	1206	1387
收入同比(%)	15%	15%	15%
归属母公司净利润	141	184	224
净利润同比(%)	24%	30%	22%
毛利率(%)	43.2%	44.0%	44.5%
每股收益(元)	0.28	0.37	0.45
P/E	49.08	37.69	31.01
P/B	2.39	2.25	2.10

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。