

业绩增长平稳, 期待省外市场发力

投资要点

- **事件:** 公司发布三季报, 1-9月实现营业收入7.6亿元, 同比+26.7%, 归母净利润9842万元, 同比+32.9%。其中Q3单季度实现营业收入1.8亿元, 同比+15.4%, 实现归母净利润1399万元, 同比+193%。
- **Q3单季度业绩平稳增长, 省外市场仍是未来重要增量来源。** 公司收购的乌毡帽和唐宋酒业在16Q3实现并表, 上半年同比高增速源于并表影响, Q3增速恢复正常, 15.4%的增速较为平稳(提价+量增长), 二三季度均是黄酒销售淡季。分产品看, 1-9月实现中高端黄酒销售4.4亿元, 最大单品纯正五年贡献超四成收入, 纯正八年消费升级带动下呈现较快增长态势, 普通黄酒销售2.7亿元, 在整体中占比略有提升, 主要是并购的唐宋和乌毡帽产品定位偏中低端。分区域看, 省内实现销售4.9亿元, 省外(主要江苏和上海)2.4亿元, 省外销售占比略有提升。目前公司战略是浙江省内市场继续深耕, 夯实根据地; 乌毡帽则主攻江苏、上海外埠市场, 贡献收入增量。从经销商数量来看, 省内本期新增3家至388家, 经销商结构较为稳定, 省外则新增50家至602家, 从中可以看出, 省外市场处于非常重要的战略地位, 将是未来增量的主要来源。省外市场培育难度较大, 短期内较难放量, 但空间仍然巨大。
- **毛利率环比提升, 为旺季布局销售费用大增。** 前三季度毛利率41.4%, 同比下降1.4个百分点, 原因: 1、唐宋、乌毡帽产品毛利率偏低, 并表拖累整体水平; 2、包材等原料价格上涨也造成一定影响。Q3毛利率环比提升8.4个百分点, 这与黄酒销售季节性相关, 历年Q2为毛利率最低。三季度销售费用率大幅提升, 主要是提前为四季度销售旺季布局。子公司并表导致管理费用同比+168%, 贷款增加财务费用有所增加。整个Q3销售费用率、管理费用率和财务费用率同比分别-1.6pct、+2.0pct、-1.8pct, 期间费用率同比下降1.3pct, 净利率达7.9%, 同比大幅提升。
- **盈利预测与投资建议。** 黄酒主要市场仍在江浙沪, 黄酒企业之间竞争激烈。外埠市场由于文化和口感差异, 短期内较难看到量的增长。行业目前处于一个平稳增长状态。我们预计公司2017-2019年公司收入复合增速为17.0%, 归母净利润复合增速为22.6%, EPS分别为0.36、0.44、0.52元, 对应动态PE为37、30、25倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 黄酒行业景气度低下, 产品销售或不及预期。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1048.64	1296.40	1484.78	1681.46
增长率	14.62%	23.63%	14.53%	13.25%
归属母公司净利润(百万元)	141.47	179.13	219.30	260.97
增长率	24.43%	26.62%	22.43%	19.00%
每股收益EPS(元)	0.28	0.36	0.44	0.52
净资产收益率ROE	4.90%	5.96%	6.95%	7.84%
PE	47	37	30	25
PB	2.25	2.16	2.06	1.95

数据来源: Wind, 西南证券

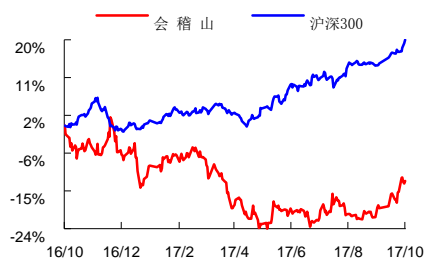
西南证券研究发展中心

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

分析师: 李光歌
执业证号: S1250517080001
电话: 021-58351839
邮箱: lgg@swsc.com.cn

联系人: 周金菲
电话: 0755-23614240
邮箱: zijfei@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)	4.00
52周内股价区间(元)	11.62-15.68
总市值(亿元)	65.95
总资产(亿元)	38.18
每股净资产(元)	5.92

相关研究

1. 会稽山(601579): 并表带动上半年业绩高增长, Q2增速略低预期 (2017-08-24)
2. 会稽山(601579): 并表带来业绩弹性, 产品结构升级明显 (2017-03-29)

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	1296.40	1484.78	1681.46	净利润	143.41	181.67	222.42	264.68
营业成本	595.78	736.12	833.05	933.68	折旧与摊销	89.61	89.78	103.42	108.21
营业税金及附加	47.60	59.63	68.30	77.35	财务费用	12.00	-1.94	-2.08	-2.35
销售费用	117.85	145.20	163.33	176.55	资产减值损失	-1.32	0.00	0.00	0.00
管理费用	88.85	123.16	133.63	151.33	经营营运资本变动	-272.19	-61.73	-99.92	-94.52
财务费用	12.00	-1.94	-2.08	-2.35	其他	334.40	-5.00	-5.00	-5.00
资产减值损失	-1.32	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	305.91	202.78	218.83	271.01
投资收益	1.49	5.00	5.00	5.00	资本支出	-467.38	-150.00	-100.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-212.30	-10.00	-10.00	-10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-679.68	-160.00	-110.00	-10.00
营业利润	189.37	239.23	293.55	349.90	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
利润总额	193.51	242.23	296.55	352.90	股权融资	1300.69	0.00	0.00	0.00
所得税	50.10	60.56	74.14	88.23	支付股利	-44.00	-56.59	-71.65	-87.72
净利润	143.41	181.67	222.42	264.68	其他	-182.79	21.94	22.08	22.35
少数股东损益	1.95	2.54	3.11	3.71	筹资活动现金流净额	680.40	-35.14	-49.57	-65.37
归属母公司股东净利润	141.47	179.13	219.30	260.97	现金流量净额	307.15	7.64	59.26	195.64
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	606.06	665.32	860.97	成长能力				
应收和预付款项	102.17	150.03	170.34	187.39	销售收入增长率	14.62%	23.63%	14.53%	13.25%
存货	1007.45	1104.18	1249.57	1400.52	营业利润增长率	24.73%	26.33%	22.71%	19.20%
其他流动资产	296.42	295.53	338.48	383.31	净利润增长率	24.00%	26.68%	22.43%	19.00%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	14.20%	12.40%	20.74%	15.41%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1033.31	1103.61	1110.26	1012.13	毛利率	43.19%	43.22%	43.89%	44.47%
无形资产和开发支出	628.86	618.78	608.71	598.64	三费率	20.86%	20.55%	19.86%	19.36%
其他非流动资产	33.21	48.21	63.21	78.21	净利率	13.68%	14.01%	14.98%	15.74%
资产总计	3699.84	3926.41	4205.90	4521.17	ROE	4.90%	5.96%	6.95%	7.84%
短期借款	0.50	0.00	0.00	0.00	ROA	3.88%	4.63%	5.29%	5.85%
应付和预收款项	602.03	664.12	759.09	863.13	ROIC	7.64%	7.59%	8.98%	10.62%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	27.75%	25.23%	26.60%	27.10%
其他负债	172.68	212.59	246.34	280.61	营运能力				
负债合计	775.22	876.70	1005.42	1143.74	总资产周转率	0.34	0.34	0.37	0.39
股本	497.36	497.36	497.36	497.36	固定资产周转率	1.32	1.43	1.41	1.63
资本公积	1731.65	1731.65	1731.65	1731.65	应收账款周转率	12.22	13.11	12.39	12.39
留存收益	672.20	794.74	942.39	1115.64	存货周转率	0.66	0.70	0.71	0.70
归属母公司股东权益	2901.21	3023.75	3171.40	3344.65	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	25.96	29.07	32.78	资本结构				
股东权益合计	2924.62	3049.71	3200.48	3377.43	资产负债率	20.95%	22.33%	23.91%	25.30%
负债和股东权益合计	3699.84	3926.41	4205.90	4521.17	带息债务/总负债	0.06%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.92	2.81	2.76	2.84
					速动比率	1.45	1.37	1.34	1.44
					股利支付率	31.10%	31.59%	32.67%	33.61%
					每股指标				
					每股收益	0.28	0.36	0.44	0.52
					每股净资产	5.88	6.13	6.43	6.79
					每股经营现金	0.62	0.41	0.44	0.54
					每股股利	0.09	0.11	0.14	0.18
业绩和估值指标									
EBITDA	290.98	327.06	394.90	455.75					
PE	46.62	36.82	30.07	25.27					
PB	2.25	2.16	2.06	1.95					
PS	6.29	5.09	4.44	3.92					
EV/EBITDA	20.50	18.16	14.86	12.41					
股息率	0.67%	0.86%	1.09%	1.33%					

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 20 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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@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
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@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
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn