

并购产生良好协同效应，切入料酒市场开辟新增长点

投资要点

- **事件:** 公司发布年报, 2017年全年实现营业收入12.9亿元, 同比+22.9%, 归母净利润1.82亿元, 同比+28.6%。其中Q4单季度实现营业收入5.3亿元, 同比+17.9%, 实现归母净利润8353万元, 同比+24%。
- **并购发挥协同效应, 产品升级+市场扩张态势明显。** 1、公司收入增速22.9%, 较16年提升明显, 主要系并购产生较好的协同效应: 乌毡帽全年实现净利润3626万元(+21%), 收入端预计近20%增长; 唐宋酒业全年实现净利润886万元(+170%), 经公司整合后盈利能力大幅改善。2、分产品看, 中高端黄酒实现收入7.5亿元(+9.9%), 在销售量略有下滑的情况下(-8.2%), 提价和产品升级效果明显, 其中核心大单品纯正五年/八年占比持续提升, 新品“匠心之作”、“G20”、“兰亭”等“文化系列黄酒”进一步优化产品结构, 提升品牌形象; 普通黄酒实现收入4.96亿元(+71%), 主要系唐宋酒业并表所致。3、分区域看, 省内、江苏、上海、其他地区收入分别是8.8亿(+15.9%)、1.2亿(+45.8%)、1.75亿(+106%)、0.85亿(-16.1%); 唐宋并表+省内渠道深耕, 省内市场依旧保持稳健增长; 乌毡帽较好地打开了上海和江苏市场, 和传统绍兴黄酒形成良好互补, 沪苏两市场增长较为迅速; 江浙沪外市场出现下滑, 黄酒消费区域依旧较为局限, 全国化扩张存在较大难度。从经销商来看, 公司17年底数量为491家, 较16年底的946家大幅减少, 公司意在筛选核心经销商, 优化结构, 提升整体经销团队的素质和保持良好紧密的合作关系。
- **毛利率提升明显, 并表增加费用支出, 盈利能力改善。** 1、公司通过提价+产品结构升级, 毛利率提升明显, 其中中高端黄酒提升1pp, 普通黄酒提升4.4pp, 并表导致普通黄酒占比增加, 整体毛利率有0.25pp略微提升。2、子公司并表导致销售费用和管理费用分别+28%、+27%, 借款减少财务费用降低96%, 整体三费率达20.48%, 同比有0.37pp下降, 净利率达14.25%, 环比略有改善。
- **黄酒主业稳扎稳打, 收购咸亨切入调味料酒细分市场。** 一方面, 公司近些年通过不断的并购动作加速行业整合, 同时深耕省内市场, 积极拓展外阜市场, 抓住浙江政府大力发展黄酒行业机遇, 实现业绩的稳定增长。另一方面, 公司通过收购咸亨食品切入调味料酒细分市场, 在酒饮用消费需求放缓的背景下, 调味黄酒这一新消费需求领域有望成为黄酒行业未来增量主要来源, 会稽山此举布局意在抢占先机, 开辟新的收入增长点。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2018-2020年收入复合增速为14.7%, 归母净利润复合增速为18.3%, EPS分别为0.43、0.51、0.61元, 对应动态PE为24、20、17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	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1288.87	1488.81	1706.39	1946.96
增长率	22.91%	15.51%	14.61%	14.10%
归属母公司净利润(百万元)	181.95	214.54	254.81	300.98
增长率	28.62%	17.92%	18.77%	18.12%
每股收益EPS(元)	0.37	0.43	0.51	0.61
净资产收益率ROE	6.02%	6.77%	7.60%	8.45%
PE	29	24	20	17
PB	1.71	1.62	1.53	1.44

数据来源: Wind, 西南证券

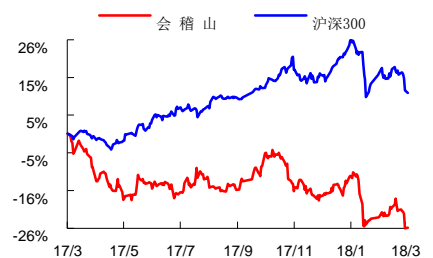
西南证券研究发展中心

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: zjfei@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)	10.46-14.15
总市值(亿元)	52.12
总资产(亿元)	39.95
每股净资产(元)	6.09

相关研究

1. 会稽山(601579): 主业稳定增长, 并购咸亨看好发力料酒市场 (2018-02-06)
2. 会稽山(601579): 收购咸亨, 会稽山意在切入调味料酒行业 (2017-11-02)
3. 会稽山(601579): 业绩增长平稳, 期待省外市场发力 (2017-10-28)
4. 会稽山(601579): 并表带动上半年业绩高速增长, Q2增速略低预期 (2017-08-24)
5. 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)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1288.87	1488.81	1706.39	1946.96	净利润	183.63	217.59	258.43	305.25
营业成本	726.89	835.54	949.85	1073.98	折旧与摊销	95.65	69.08	87.44	93.10
营业税金及附加	56.60	69.97	78.49	89.56	财务费用	0.49	-2.23	-2.39	-2.73
销售费用	150.73	171.21	194.53	220.01	资产减值损失	1.78	0.00	0.00	0.00
管理费用	112.83	130.27	147.60	165.49	经营营运资本变动	86.66	-64.44	-76.82	-102.54
财务费用	0.49	-2.23	-2.39	-2.73	其他	-101.44	-6.08	-6.26	-6.35
资产减值损失	1.78	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	266.77	213.92	260.39	286.74
投资收益	7.20	5.00	5.00	5.00	资本支出	-272.94	-150.00	-100.00	0.00
公允价值变动损益	2.17	1.08	1.26	1.35	其他	-48.66	-8.92	-8.74	-8.65
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-321.60	-158.92	-108.74	-8.65
营业利润	260.83	290.12	344.57	407.00	短期借款	119.50	-120.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.75	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	261.57	290.12	344.57	407.00	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	77.95	72.53	86.14	101.75	支付股利	0.00	-54.58	-75.09	-89.18
净利润	183.63	217.59	258.43	305.25	其他	-63.38	22.23	22.39	22.73
少数股东损益	1.68	3.05	3.62	4.27	筹资活动现金流净额	56.12	-152.35	-52.70	-66.46
归属母公司股东净利润	181.95	214.54	254.81	300.98	现金流量净额	0.95	-97.35	98.95	211.64
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	599.36	502.01	600.96	812.60	成长能力				
应收和预付款项	117.73	153.11	166.54	190.78	销售收入增长率	22.91%	15.51%	14.61%	14.10%
存货	1052.99	1253.32	1424.78	1610.97	营业利润增长率	37.73%	11.23%	18.77%	18.12%
其他流动资产	202.47	152.99	175.03	199.40	净利润增长率	28.04%	18.50%	18.77%	18.12%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	22.68%	0.00%	20.35%	15.77%
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	1196.27	1286.31	1308.00	1224.01	毛利率	43.60%	43.88%	44.34%	44.84%
无形资产和开发支出	635.10	625.98	616.85	607.73	三费率	20.49%	20.10%	19.91%	19.66%
其他非流动资产	191.57	206.57	221.57	236.57	净利率	14.25%	14.62%	15.14%	15.68%
资产总计	3995.50	4180.28	4513.73	4882.07	ROE	6.02%	6.77%	7.60%	8.45%
短期借款	120.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.60%	5.21%	5.73%	6.25%
应付和预收款项	654.39	763.63	880.57	998.52	ROIC	7.85%	8.84%	10.11%	11.81%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	27.70%	23.98%	25.18%	25.55%
其他负债	169.36	201.88	235.06	269.38	营运能力				
负债合计	943.74	965.52	1115.64	1267.90	总资产周转率	0.33	0.36	0.39	0.41
股本	497.36	497.36	497.36	497.36	固定资产周转率	1.64	1.52	1.40	1.58
资本公积	1731.65	1731.65	1731.65	1731.65	应收账款周转率	14.89	14.77	14.12	14.33
留存收益	799.44	959.40	1139.11	1350.91	存货周转率	0.71	0.72	0.71	0.71
归属母公司股东权益	3028.45	3188.41	3368.12	3579.92	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.83%	—	—	—
少数股东权益	23.31	26.35	29.97	34.25	资本结构				
股东权益合计	3051.76	3214.76	3398.10	3614.17	资产负债率	23.62%	23.10%	24.72%	25.97%
负债和股东权益合计	3995.50	4180.28	4513.73	4882.07	带息债务/总负债	12.72%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.30	2.40	2.39	2.51
					速动比率	1.07	0.94	0.95	1.07
					股利支付率	0.00%	25.44%	29.47%	29.63%
					每股指标				
					每股收益	0.37	0.43	0.51	0.61
					每股净资产	6.14	6.46	6.83	7.27
					每股经营现金	0.54	0.43	0.52	0.58
					每股股利	0.00	0.11	0.15	0.18
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	356.97	356.97	429.61	497.38					
PE	28.65	24.29	20.46	17.32					
PB	1.71	1.62	1.53	1.44					
PS	4.04	3.50	3.05	2.68					
EV/EBITDA	12.72	12.61	10.21	8.37					
股息率	0.00%	1.05%	1.44%	1.71%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@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
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@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