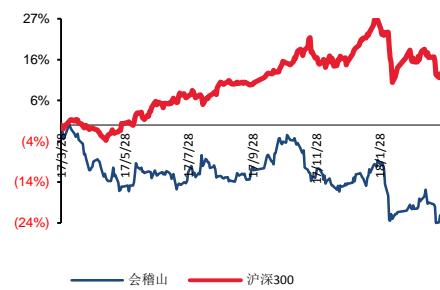




日常消费 食品、饮料与烟草

2017 年报点评：并表带动业绩增长，收购咸亨切入调味品市场

■ 走势比较



■ 股票数据

| | |
|---------------|-------------|
| 总股本/流通(百万股) | 497/400 |
| 总市值/流通(百万元) | 5,332/4,288 |
| 12 个月最高/最低(元) | 13.98/10.46 |

相关研究报告：

会稽山(601579)《会稽山中报点评：收购带动业绩较快增长，全年有望维持高增长》--2017/08/24

会稽山(601579)《会稽山(601579)年报点评：销售结构优化，并表增厚业绩》--2017/03/29

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

证券分析师助理：管嘉琪

电话：18321784096

E-MAIL: guanjq@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190117060044

事件：公司发布 2017 年年报，公司实现营业收入 12.89 亿元，同比增长 22.91%；归母净利润 1.82 亿元，同比增 28.62%；EPS 0.37 元/股，同比增 12.12%。

其中，单四季度，公司实现营业收入 5.30 亿，同比增 17.87%；归母净利润 0.84 亿，同比增长 23.96%。

收购效果显露，并表带动公司业绩实现较快增长

2017 年，公司实现营收 12.89 亿，同比增长 22.91%，主要是因为本期较上年合并报表范围增加导致。2016 年 9 月，公司非公开发行股票募集资金拟购买标的公司事项顺利完成过户；至此，公司直接持有乌毡帽酒业有限公司和浙江唐宋绍兴酒有限公司 100% 的股权。2017 年，乌毡帽和唐宋酒业分别实现净利润 3626 万元和 886 万元，同比增长 21% 和 170%。

分产品来看，普通白酒增长较快，公司中高档黄酒、普通黄酒和其他酒分别实现营收 7.49 亿、4.96 亿和 0.31 亿，同比增长 5.58%、70.86% 和 -20.60%。分地区来看，省外增速较快，公司省内、省外和国外分别实现营收 8.81 亿、3.81 亿和 0.14 亿，同比增长 15.89%、41.45% 和 52.67%。

提价带动毛利率小幅提升，费用率维持稳定

2017 年，虽然公司普通黄酒占比由 2016 年的 27.7% 提升至 38.5%，但是公司综合毛利率同比小幅提升 0.4 pcts 至 43.6%。主要原因在于公司提价，2017 年 1 月，公司上调纯正 5 年系列价格 6%，提高陈年酒价格 11%。另外，和普通黄酒内部产品结构改善也有关系，2017 年，公司普通黄酒毛利率同比提升 4.4 pcts。

费用方面，由于公司销售主要集中在江浙沪地区，相对稳定，因此费用整体维持平稳。2017 年，公司销售费用率同比略微提升 0.5 pcts，管理费用率同比提升 0.3 pcts，财务费用率同比降低 1.1 pcts，预计 2018 年整体费用率波动不大。

收购咸亨，切入调味品市场

2017 年底，公司收购绍兴咸亨食品股份有限公司。黄酒和豆腐乳都是绍兴的特色产品，且都涉及发酵工艺，

存在一定的共通之处。咸亨是当地的豆腐乳龙头企业，收购咸亨有助于提升公司整体营收规模，为公司贡献利润增量。

盈利预测与评级 2016年下半年，公司收购了乌毡帽酒业有限公司和浙江唐宋绍兴酒有限公司；同年12月份，又竞标取得塔牌绍兴酒业14.78%的股权。通过一系列的收购动作，公司规模快速增长，目前来看协同效应也较好。我们预测公司2018-2020年EPS分别为0.43/0.50/0.59，对应PE分别为24.9/21.4/18.1，目标价14.5元，维持“增持”评级。

风险提示：收购后协同效应不及预期，市场拓展不及预期。

■ 盈利预测和财务指标：

| | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1289 | 1476 | 1697 | 1969 |
| 同比增长 | 11.5% | 11.5% | 12.8% | 13.8% |
| 净利润(百万元) | 100 | 110 | 117 | 121 |
| 同比增长 | 10.0% | 10.0% | 10.7% | 10.8% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.77 | 0.76 | 0.70 | 0.70 |
| PE | 24.9 | 21.4 | 18.1 | 17.8 |

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

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；

销售团队

| 职务 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|---------|-----|-------------|-------------------------|
| 销售负责人 | 王方群 | 13810908467 | wangfq@tpyzq.com |
| 北京销售总监 | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com |
| 北京销售 | 袁进 | 15715268999 | yuanjin@tpyzq.com |
| 北京销售 | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com |
| 北京销售 | 李英文 | 18910735258 | liyw@tpyzq.com |
| 北京销售 | 孟超 | 13581759033 | mengchao@tpyzq.com |
| 北京销售 | 张小永 | 18511833248 | zhangxiaoyong@tpyzq.com |
| 上海销售副总监 | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com |
| 上海销售 | 洪绚 | 13916720672 | hongxuan@tpyzq.com |
| 上海销售 | 李洋洋 | 18616341722 | liyangyang@tpyzq.com |
| 上海销售 | 宋悦 | 13764661684 | songyue@tpyzq.com |
| 上海销售 | 张梦莹 | 18605881577 | zhangmy@tpyzq.com |
| 广深销售副总监 | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.com |
| 广深销售 | 王佳美 | 18271801566 | wangjm@tpyzq.com |
| 广深销售 | 胡博涵 | 18566223256 | hubh@tpyzq.com |
| 广深销售 | 查方龙 | 18520786811 | zhafli@tpyzq.com |
| 广深销售 | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com |
| 广深销售 | 杨帆 | 13925264660 | yangf@tpyzq.com |



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



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。