

## 二季度业绩表现较弱，外延并购值得期待

会稽山(601579.SH)

谨慎推荐

核心观点:

### 1. 事件

会稽山发布2018半年报。2018上半年公司实现营业收入5.83亿元,同比上升0.78%;实现归母净利润0.87亿元,同比上升2.51%,扣非后归属利润0.81亿元,同比下降1.68%;基本每股收益0.174元。

### 2. 我们的分析与判断

#### (一) 二季度业绩拖累上半年表现

上半年公司营业收入和归母净利润同比微增,但扣非后归母净利润小幅下降,主要是受到二季度业绩表现拖累。2018年Q1、Q2公司实现营业收入3.89、1.94亿元,分别同比增长3.70%、降低4.60%,Q1、Q2分别实现扣非净利0.85、-0.04亿元。

受到二季度表现拖累,上半年公司毛利率和净利率仅小幅微增,2018H1公司毛利率为43.12%,同比增长0.55个百分点,净利率14.86%,同比增长0.25个百分点。公司销售费用率同比增加1.33个百分点至10.27%,管理费用率同比降低1.45个百分点至8.48%。

公司资产负债情况中,货币资金同比下降36.44%,应收账款同比增加113.27%,预付账款同比增加221.40%,预收款项同比下降84.84%,公司对上下游的溢价能力有所减弱。

#### (二) 中高端黄酒占比提升

公司收入地域性特征仍较为明显,目前主要市场仍以浙江、上海、江苏为主。2018年上半年公司在浙江、上海、江苏分别实现营业收入3.94、0.71、0.65亿元,占主营收入的68.88%、12.37%、11.37%。2017年公司浙江、上海、江苏收入占比分别是69.05%、13.69%、9.48%。

中高端黄酒占比提升。2018年上半年公司中高端黄酒、普通黄酒实现收入3.83、1.65亿元,分别占营业收入的65.75%、28.40%。2017年公司中高端黄酒、普通黄酒收入占比分别是58.09%、39.85%。

#### (三) 外延并购值得期待

公司目前主要黄酒品牌有会稽山、水香国色、帝聚堂、西塘、乌毡帽、唐宋等。公司于2016年收购了乌毡帽酒业和唐宋绍兴酒公司,2017年并表,2017年底公司拟发行可转债收购威亨股份100%股权,虽然上半年证监会决定对公司发行可转债不予核准,但是未来公司外延扩张计划仍然值得期待。

### 3. 投资建议

我们给予公司2018-2020EPS为0.41、0.46、0.53元,对应PE倍数为26、23、20,予以“谨慎推荐”评级。

### 4. 风险提示

原材料价格波动风险;食品安全风险;宏观经济及政策风险。

分析师

周颖

☎: 010-83571301

✉: zhouying\_yj@ChinaStock.com.cn

执业证书编号: S0130511090001

市场数据

2018-08-28

A股收盘价(元)	10.31
A股一年内最高价(元)	13.75
A股一年内最低价(元)	8.96
上证指数	2777.98
市盈率	28.18
总股本(万股)	49736.00
实际流通A股(万股)	40000.00
限售的流通A股(万股)	9736.00
流通A股市值(亿元)	41.24

相对上证指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

## 附录

表 1: 公司主要财务指标及盈利预测

主要财务指标	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	914.89	1048.64	1288.87	1399.46	1547.38	1762.31
营业收入增长率	6.49%	14.62%	22.91%	8.58%	10.57%	13.89%
归属净利润 (百万元)	113.69	141.47	181.95	201.47	226.96	261.61
净利润增长率	3.41%	24.43%	28.62%	10.73%	12.65%	15.27%
EPS (元) (摊薄)	0.23	0.28	0.37	0.41	0.46	0.53
P/E	45	36	28	26	23	20

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院 (PE 对应 2018 年 8 月 27 日收盘价)

图 1: 公司 2017 年至今单季度销售和管理费用率变动

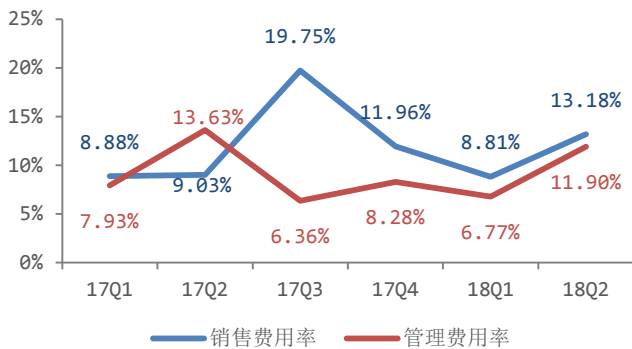
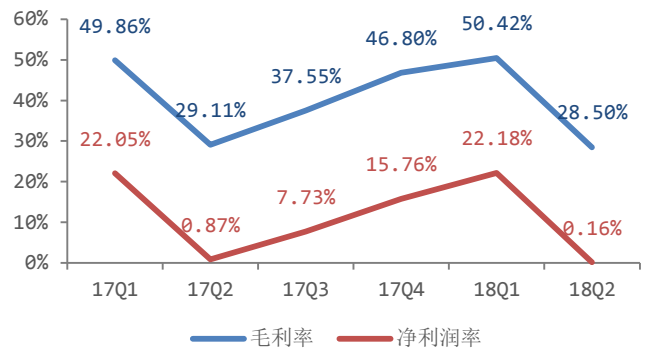


图 2: 公司 2017 年至今单季度毛利率和净利率变动



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

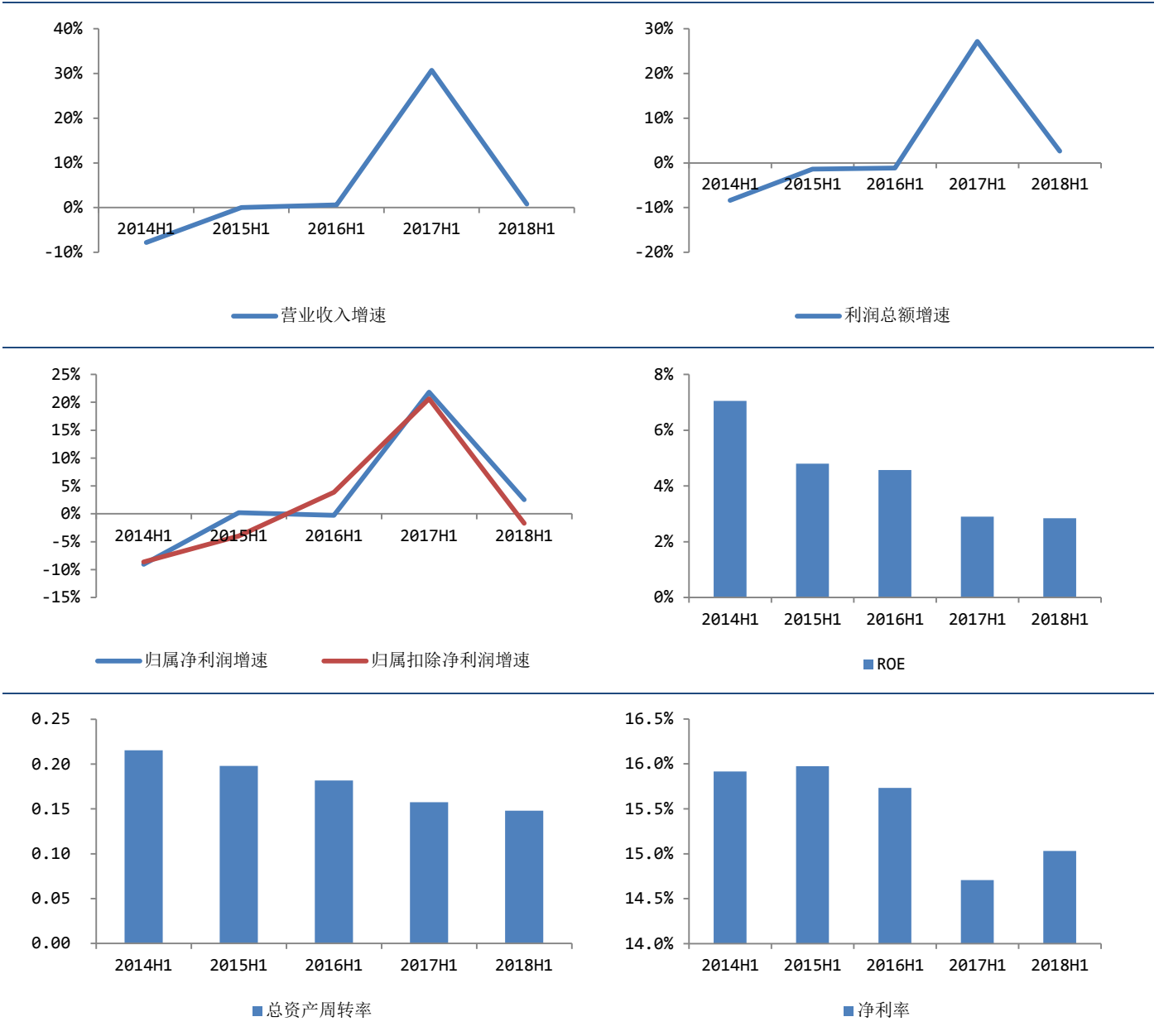
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 2: 关键财务指标 (半年度比较)

	2013	2014	2015	2016	2017
<b>成长能力</b>					
营业收入增速	-7.78%	0.02%	0.62%	30.70%	0.78%
利润总额增速	-8.37%	-1.37%	-1.13%	27.17%	2.64%
归属净利润增速	-9.06%	0.21%	-0.26%	21.83%	2.51%
归属扣除净利润增速	-8.61%	-3.98%	3.86%	20.62%	-1.68%
<b>盈利、营运能力</b>					
ROE	7.05%	4.80%	4.57%	2.90%	2.84%
总资产周转率	0.22	0.20	0.18	0.16	0.15
净利率	15.92%	15.98%	15.73%	14.71%	15.03%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 3: 成长能力、盈利能力和营运能力指标 (半年度)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

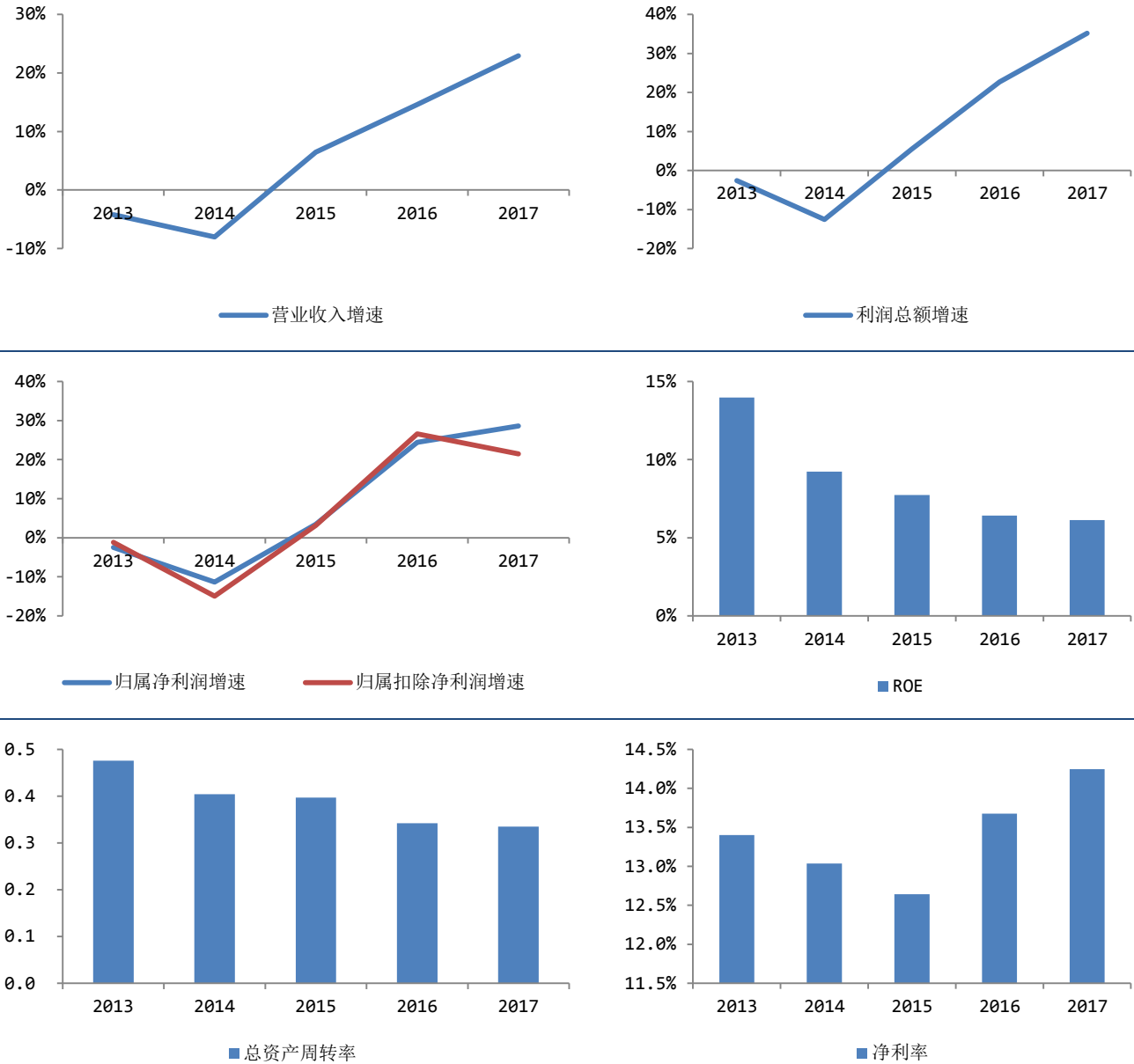
表 3: 关键财务指标 (年度比较)

	2014H1	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1
<b>成长能力</b>					
营业收入增速	-4.21%	-8.00%	6.49%	14.62%	22.91%
利润总额增速	-2.58%	-12.56%	5.47%	22.64%	35.17%
归属净利润增速	-2.51%	-11.37%	3.41%	24.43%	28.62%
归属扣除净利润增速	-1.16%	-14.97%	3.15%	26.62%	21.46%
<b>盈利、营运能力</b>					

ROE	13.97%	9.23%	7.74%	6.42%	6.14%
总资产周转率	0.48	0.40	0.40	0.34	0.34
净利率	13.40%	13.04%	12.64%	13.68%	14.25%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 4: 成长能力、盈利能力和营运能力指标 (年度)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**周颖，食品饮料行业、社会服务行业分析师。2007 年至 2011 年 2 月在中信证券从事行业研究工作，2011 年 3 月至今在银河证券从事消费类行业研究工作。清华大学硕士。**

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，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接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层  
公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn  
海外机构：尚薇 010-83574522 shangwei@chinastock.com.cn  
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn  
海外机构：舒英婷 010-66561317 shuyingting@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn