

2024年08月22日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

## 营收稳步增长，气泡黄酒带动品类破圈

—会稽山（601579.SH）公司事件点评报告  
买入（首次）事件分析师：孙山山 S1050521110005  
sunss@cfsc.com.cn

2024年8月21日，会稽山发布2024年半年度报告。

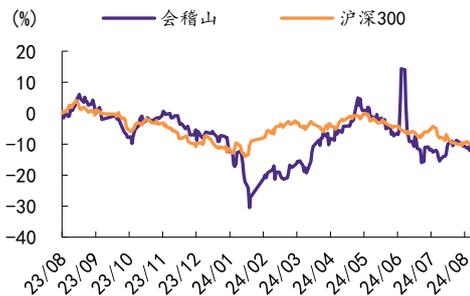
## 投资要点

## 基本数据

2024-08-21

当前股价（元）	9.74
总市值（亿元）	47
总股本（百万股）	479
流通股本（百万股）	479
52周价格范围（元）	7.98-12.89
日均成交额（百万元）	53.82

## 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 相关研究

## ■ 营收稳步增长，线上费用投入影响净利水平

公司2024H1营收7.36亿元（同增18%），主要系年轻化单品气泡黄酒放量带动，归母净利润0.91亿元（同增16%），扣非归母净利润0.78亿元（同增4%）。2024Q2公司营收2.99亿元（同增18%），归母净利润-0.01亿元（2023年同期为-0.01亿元），主要系费用投放大幅增加所致，扣非归母净利润-0.04亿元（2023年同期为-0.03亿元）。盈利端，2024Q2公司毛利率同增6pct至44.82%，销售费用率同增5pct至24.40%，主要系公司加强C端品牌推广投入，同时对干纯/纯正五年进行包装换新所致，管理费用率同减2pct至12.13%，净利率同减1pct至-0.54%。

## ■ 气泡黄酒线上放量，长三角区域优势稳固

中高档酒延续圈层营销，气泡黄酒抖音平台发力。2024Q2公司中高档黄酒/普通黄酒/其他酒营收分别为1.87/0.86/0.20亿元，分别同增5%/61%/33%，公司针对中高档酒坚持圈层营销，在抖音渠道与头部主播合作推广“一日一熏”气泡黄酒，实现品类破圈，带动普通酒品类同比大幅增长，随着高端化与年轻化持续发力，品牌势能提升叠加规模效应释放将逐渐摊平费用投入。经销商合作稳定，库存维持良性水平，2024Q2公司直销（含团购）/批发代理/国际销售渠道营收分别为0.49/2.40/0.03亿元，分别同减-15%/+30%/-10%，团购业务主要由兰亭事业部负责，同时公司补贴部分团购经销商针对兰亭做品鉴馆，坚持圈层营销，经销渠道仍为公司主力渠道，核心经销商合作稳定，库存维持良性水平，截至2024H1末，公司经销商共1620家，较年初净增加72家。长三角地区经营稳固，薄弱地区延续消费者培育。2024Q2公司浙江/江苏/上海/其它/国际地区营收分别为1.90/0.25/0.70/0.04/0.03亿元，分别同比+18%/+11%/+52%/-66%/-10%，核心长三角地区稳步渗透，公司针对成熟市场精耕细作带动消费升级，薄弱市场做大众品培育，实现存量与增量同步突破。

## ■ 盈利预测

公司坚持成熟长三角市场做消费升级，薄弱市场做大众品消费培育，我们看好公司兰亭高端化稳步推进，气泡黄酒线上渠道带动黄酒品类破圈，随着品牌势能提升，规模效应有望持续释放。根据半年报，我们预计 2024-2026 年 EPS 分别为 0.39/0.42/0.46 元，当前股价对应 PE 分别为 24/23/21 倍，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

## ■ 风险提示

宏观经济下行风险，气泡黄酒增长不及预期，兰亭增长不及预期，市场竞争加剧风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	1,411	1,560	1,716	1,882
增长率（%）	15.0%	10.6%	10.0%	9.7%
归母净利润（百万元）	167	189	204	219
增长率（%）	15.1%	13.4%	7.8%	7.3%
摊薄每股收益（元）	0.35	0.39	0.42	0.46
ROE（%）	4.5%	5.1%	5.5%	5.8%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产:</b>					<b>营业收入</b>	<b>1,411</b>	<b>1,560</b>	<b>1,716</b>	<b>1,882</b>
现金及现金等价物	720	795	928	978	营业成本	749	829	922	1,021
应收款	86	90	94	98	营业税金及附加	52	57	62	67
存货	1,212	1,311	1,348	1,460	销售费用	207	234	259	286
其他流动资产	35	38	40	42	管理费用	152	165	180	196
流动资产合计	2,053	2,234	2,410	2,577	财务费用	-14	-22	-26	-27
<b>非流动资产:</b>					研发费用	31	34	38	41
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	376	411	451	496
固定资产	1,592	1,486	1,387	1,294	资产减值损失	-12	-10	-8	-6
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	402	382	361	342	投资收益	-1	-1	-1	-1
长期股权投资	44	44	44	44	<b>营业利润</b>	<b>227</b>	<b>254</b>	<b>274</b>	<b>293</b>
其他非流动资产	438	438	438	438	加:营业外收入	1	1	1	1
非流动资产合计	2,475	2,349	2,230	2,118	减:营业外支出	1	0	0	0
资产总计	4,528	4,583	4,640	4,695	<b>利润总额</b>	<b>226</b>	<b>255</b>	<b>275</b>	<b>294</b>
<b>流动负债:</b>					所得税费用	59	65	70	75
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>168</b>	<b>190</b>	<b>205</b>	<b>219</b>
应付账款、票据	445	474	499	521	少数股东损益	1	1	1	1
其他流动负债	219	219	219	219	<b>归母净利润</b>	<b>167</b>	<b>189</b>	<b>204</b>	<b>219</b>
流动负债合计	753	783	812	839					
<b>非流动负债:</b>					<b>主要财务指标</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
长期借款	0	0	0	0	<b>成长性</b>				
其他非流动负债	104	104	104	104	营业收入增长率	15.0%	10.6%	10.0%	9.7%
非流动负债合计	104	104	104	104	归母净利润增长率	15.1%	13.4%	7.8%	7.3%
负债合计	857	886	916	942	<b>盈利能力</b>				
<b>所有者权益</b>					毛利率	46.9%	46.8%	46.2%	45.8%
股本	479	479	479	479	四项费用/营收	26.6%	26.4%	26.3%	26.3%
股东权益	3,671	3,696	3,724	3,753	净利率	11.9%	12.2%	11.9%	11.7%
负债和所有者权益	4,528	4,583	4,640	4,695	ROE	4.5%	5.1%	5.5%	5.8%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	资产负债率	18.9%	19.3%	19.7%	20.1%
净利润	168	190	205	219	<b>营运能力</b>				
少数股东权益	1	1	1	1	总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4
折旧摊销	140	126	118	111	应收账款周转率	16.5	17.4	18.3	19.2
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
营运资金变动	75	-76	-14	-91	<b>每股数据(元/股)</b>				
经营活动现金净流量	383	242	310	240	EPS	0.35	0.39	0.42	0.46
投资活动现金净流量	-112	106	99	92	P/E	27.6	24.4	22.6	21.1
筹资活动现金净流量	-196	-165	-178	-190	P/S	3.3	3.0	2.7	2.4
现金流量净额	76	183	232	142	P/B	1.3	1.3	1.2	1.2

资料来源: Wind、华鑫证券研究

## 食品饮料组介绍

孙山山：经济学硕士，6年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于2021年11月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得2021年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和2021年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

肖燕南：湖南大学金融硕士，于2023年6月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

廖望州：香港中文大学硕士，CFA，3年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

张倩：厦门大学金融学硕士，于2024年7月加入华鑫证券研究所。

## 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

## 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。