

产品结构升级加速，渠道下沉有望带来新增量



核心观点

- **国缘系列迅速增长，产品结构升级加速。**我们近期对经销商进行了调研，公司产品中定位次高端的国缘系列增长持续向好，有望带动产品结构升级。公司主打产品国缘目前在整体收入中占比已超5成，受益于苏北向100元以上升级，苏南向200-300元价格带升级，加之K1、K3、K5更好的弥补了双开、四开价格带创造增量。国缘系列中定位200-400价位段的产品收入在16年增速超30%，春节期间增速近40%。江苏禁酒令后公务消费让渡商务及个人消费，对比省内强势竞品洋河，国缘在商务消费中自身优势突出。产品线中低端品类出现下滑，高沟在收入中占比已降至小个位数。未来随次高端扩容，国缘系列仍将作为公司的战略重心维持较高增长，中低端系列有望随渠道下沉走货效率提升，逐步做到恢复性增长。
- **重点城市收入占比高，渠道下沉有较大提升空间。**淮安，盐城，南京三个重点城市占公司收入比重60%-70%。公司目前销售人员激励方面有所改善，针对前方市场薪酬同步绩效考核提升。销售人员覆盖面将逐渐下沉至乡镇，销售考核目标逐步由收入向利润倾斜。公司产品价格变动可能性不大，在市场需求转暖下将由促销政策调整变相实现盈利能力的提升。
- **喜庆用酒量减价升，婚庆市场空间巨大。**婚庆用酒500-600亿，生日宴请约500亿规模，升学宴近200亿，叠加其他的喜酒整体市场有约1600亿规模。在限制公款消费及大操大办之风后婚庆用酒渐成量减价升的趋势，公司今世缘系列在苏北喜庆酒市场畅销，通过喜庆+重点招商，招商政策优惠力度较大，未来有望以喜酒为轴逐渐涵盖婚庆、装饰、日用消费等场景消费。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司2016-2018年每股收益分别为0.61、0.67、0.74元，结合白酒类可比公司估值，我们认为目前公司的合理估值水平为17年的22倍市盈率，对应目标价为14.74元，维持买入评级。

风险提示：

- 需求继续下降风险、食品安全风险、江苏省公务消费禁令影响

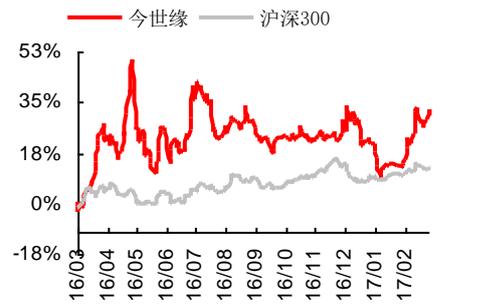
公司主要财务信息					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2,400	2,425	2,643	2,883	3,149
同比增长	-4.6%	1.0%	9.0%	9.1%	9.3%
营业利润(百万元)	848	897	1,008	1,108	1,223
同比增长	-6.7%	5.7%	12.4%	9.9%	10.4%
归属母公司净利润(百万元)	646	685	761	836	923
同比增长	-5.2%	6.1%	11.1%	9.9%	10.5%
每股收益(元)	0.51	0.55	0.61	0.67	0.74
毛利率	70.6%	70.0%	70.5%	71.0%	71.5%
净利率	26.9%	28.3%	28.8%	29.0%	29.3%
净资产收益率	22.1%	18.1%	17.7%	17.1%	16.7%
市盈率(倍)	23.2	21.9	19.7	17.9	16.2
市净率(倍)	4.2	3.7	3.3	2.9	2.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2017年03月08日)	14.15元
目标价格	14.74元
52周最高价/最低价	41.05/11.76元
总股本/流通A股(万股)	125,450/68,075
A股市值(百万元)	17,751
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2017年03月09日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现(%)	1.8	15.8	5.1	-50.0
相对表现(%)	2.1	13.9	5.8	-61.0
沪深300(%)	-0.3	1.9	-0.6	11.0



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 肖婵
021-63325888*6078
xiaochan@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860512070002

联系人 叶书怀
021-63325888-3203
yeshuhuai@orientsec.com.cn

相关报告
业绩稳健增长，缘文化助力婚庆转型 2017-01-19

动态跟踪

【公司·证券研究报告】

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	1,369	1,434	1,504	1,903	2,476	营业收入	2,400	2,425	2,643	2,883	3,149
应收账款	36	29	35	39	42	营业成本	706	727	780	835	897
预付账款	27	23	17	19	21	营业税金及附加	241	254	267	290	318
存货	1,256	1,383	1,746	1,870	2,008	营业费用	453	440	437	477	521
其他	845	1,300	1,314	1,315	1,316	管理费用	180	194	209	228	249
流动资产合计	3,533	4,169	4,616	5,146	5,863	财务费用	(27)	(24)	6	4	(1)
长期股权投资	0	0	8	8	8	资产减值损失	1	1	0	0	0
固定资产	592	698	658	680	685	公允价值变动收益	0	(0)	0	0	0
在建工程	112	37	39	125	115	投资净收益	1	64	65	60	59
无形资产	164	149	137	141	140	其他	0	0	0	0	0
其他	100	370	401	401	400	营业利润	848	897	1,008	1,108	1,223
非流动资产合计	968	1,254	1,243	1,355	1,349	营业外收入	7	8	8	8	8
资产总计	4,501	5,423	5,859	6,501	7,212	营业外支出	1	3	2	3	2
短期借款	0	300	300	300	300	利润总额	853	903	1,014	1,114	1,229
应付账款	68	51	73	79	84	所得税	211	220	254	279	307
其他	875	1,021	879	905	933	净利润	642	683	760	835	922
流动负债合计	943	1,371	1,253	1,283	1,318	少数股东损益	(4)	(3)	(1)	(1)	(1)
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	646	685	761	836	923
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.51	0.55	0.61	0.67	0.74
其他	0	10	10	10	10						
非流动负债合计	0	10	10	10	10	主要财务比率					
负债合计	943	1,381	1,263	1,293	1,328		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
少数股东权益	14	8	7	6	5	成长能力					
股本	502	502	1,255	1,255	1,255	营业收入	-4.6%	1.0%	9.0%	9.1%	9.3%
资本公积	994	994	743	743	743	营业利润	-6.7%	5.7%	12.4%	9.9%	10.4%
留存收益	2,049	2,538	2,592	3,204	3,882	归属于母公司净利润	-5.2%	6.1%	11.1%	9.9%	10.5%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	3,558	4,042	4,596	5,208	5,884	毛利率	70.6%	70.0%	70.5%	71.0%	71.5%
负债和股东权益	4,501	5,423	5,859	6,501	7,212	净利率	26.9%	28.3%	28.8%	29.0%	29.3%
						ROE	22.1%	18.1%	17.7%	17.1%	16.7%
						ROIC	20.9%	16.6%	16.4%	15.9%	15.6%
						偿债能力					
						资产负债率	20.9%	25.5%	21.6%	19.9%	18.4%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	3.75	3.04	3.68	4.01	4.45
						速动比率	2.42	2.03	2.29	2.55	2.93
						营运能力					
						应收账款周转率	69.8	74.9	82.2	77.9	78.0
						存货周转率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
						总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
						每股指标(元)					
						每股收益	0.51	0.55	0.61	0.67	0.74
						每股经营现金流	0.38	0.56	0.33	0.62	0.69
						每股净资产	2.83	3.22	3.66	4.15	4.69
						估值比率					
						市盈率	23.2	21.9	19.7	17.9	16.2
						市净率	4.2	3.7	3.3	2.9	2.6
						EV/EBITDA	15.0	14.1	12.1	11.1	10.0
						EV/EBIT	16.3	15.3	13.2	12.0	11.0

现金流量表					
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	642	683	760	835	922
折旧摊销	72	79	91	99	112
财务费用	(27)	(24)	6	4	(1)
投资损失	(1)	(64)	(65)	(60)	(59)
营运资金变动	(1,005)	(443)	(496)	(100)	(110)
其它	793	471	117	0	0
经营活动现金流	473	702	413	778	864
资本支出	(62)	(72)	(40)	(211)	(106)
长期投资	0	(246)	(157)	0	0
其他	(904)	(352)	65	60	59
投资活动现金流	(966)	(670)	(132)	(151)	(47)
债权融资	0	0	0	0	0
股权融资	818	(0)	502	0	0
其他	(181)	122	(714)	(227)	(245)
筹资活动现金流	637	121	(212)	(227)	(245)
汇率变动影响	(1)	5	0	0	0
现金净增加额	143	159	69	399	573

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

