

国缘四开性价比领先发力团购渠道，看好苏中苏南蔓延式扩张

公司公布 2018 年中报，18H1 实现营收 23.62 亿元，同增 30.81%。实现归母净利润 8.56 亿元，同增 31.56%，对应 EPS0.68 元/股。18Q2 实现营收 8.71 亿元，同增 30.30%；实现归母净利润 3.47 亿元，同比增长 31.22%。

核心观点

- **产品结构升级，盈利能力持续提升。**受益于省内消费升级和次高端扩容，产品持续向特 A 类（100-300 元）及特 A+类（300 元以上）升级。18H1 特 A+类、特 A 类销售额分别达 11.6 亿元（+51%）、8.1 亿元（+24%），占比达 49%、35%，次高端国缘比重进一步提升。公司销售毛利率同比提升 1.25pct 至 71.93%，净利率创出新高，同增 0.3pct 达 36.29%。分区看，省内收入同增 31%达 22.3 亿元，淮安、南京、盐城分别为 5.5 亿元（+30%）、5.3 亿元（+62%）、3.1 亿元（+24%），省外收入增速恢复至 36%。
- **销售费用率同比小幅提升，费用率长期有望下行。**上半年公司销售费用率同增 0.75pct 达 12.48%，主要系促销费和渠道建设费用增加所致；由于商标权摊销到期，管理费用率同比下降 1.64pct 至 2.96%。长期看，我们认为公司广告费用投放将被收入增速摊薄，次高端系列需求增长背景下促销返利有望减少，随着品牌建设和省外输出完成后，费用率将稳中有降。
- **省内核心市场蔓延式扩张+省外思路转变，有望打开长期增长空间。**公司目前省内销售仍集中于淮安、南京、盐城，三地占比升至 59%，其中南京增速较高主要受益于招商加速发力团购渠道，四开在同质下具备价格优势，我们看好苏中苏南非核心县市的拓展空间。公司不断进行渠道精耕，逐渐将市场由市级下沉至县级。省外思路由今世缘向主打国缘思路转型，加强与省外成熟大商合作，携手浙江商源，探索过程中费用投放限制在减弱，省外市场重视程度在增加。长期看公司省外收入占比有望提升。

财务预测与投资建议

- 考虑到江苏省内迅速向次高端升级，国缘系列增速大幅提升，我们上调了特 A 系列收入增速；由于公司摊销费用减少，我们下调了管理费用率预测。我们预测公司 2018-2020 年每股收益分别为 0.94、1.19、1.44（原 18-20 年预测为 0.91、1.07、1.14），根据可比公司给予 24 倍 PE，对应目标价 22.56 元，维持买入评级。

风险提示：渠道下沉不及预期风险、省内竞争加剧风险、政策变化风险

公司主要财务信息					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	2,554	2,952	3,815	4,673	5,526
同比增长	5.3%	15.6%	29.2%	22.5%	18.3%
营业利润（百万元）	995	1,208	1,569	1,987	2,401
同比增长	10.9%	21.4%	29.9%	26.6%	20.8%
归属母公司净利润（百万元）	754	896	1,176	1,491	1,800
同比增长	10.1%	18.8%	31.3%	26.8%	20.8%
每股收益（元）	0.60	0.71	0.94	1.19	1.44
毛利率	71.0%	71.7%	73.3%	74.9%	76.0%
净利率	29.5%	30.3%	30.8%	31.9%	32.6%
净资产收益率	17.4%	18.1%	20.5%	22.0%	22.4%
市盈率（倍）	32.9	27.7	21.1	16.6	13.8
市净率（倍）	5.4	4.7	4.0	3.4	2.8

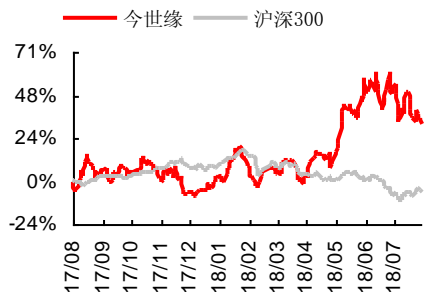
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价（2018 年 07 月 30 日）	19.77 元
目标价格	22.56 元
52 周最高价/最低价	24.16/13.92 元
总股本/流通 A 股（万股）	125,450/125,450
A 股市值（百万元）	24,801
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2018 年 07 月 31 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	-0.8	-13.4	18.3	31.7
相对表现 (%)	-0.5	-13.5	24.8	37.3
沪深 300 (%)	-0.3	0.1	-6.4	-5.6



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

叶书怀
021-63325888-3203
yeshuhuai@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517090002

联系人 蔡琪
021-63325888-6079
caiqi@orientsec.com.cn

相关报告

特 A+升级迅猛，一季度如期迎来开门红 2018-04-10

收入业绩稳健增长，产品升级路径明确 2017-10-27

国缘次高端逻辑验证，省内渠道下沉+省外经销商增多空间已现 2017-08-30

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2018-2020 年盈利预测做如下假设：

- 1) 公司收入增长主要来自于特 A+（300 元以上）、特 A 类（100-300 元）产品系列。江苏省内迅速向次高端升级，国缘系列增速大幅提升，我们预测产品中特 A 类及特 A+类 2018-2020 年收入增速分别为 40.1%、26.0%、20.5%（原 18-20 年预测为 30.53%、18.65%、7.00%）。
- 2) 由于特 A 类产品毛利率不及预期，我们下调了公司整体毛利率，预测公司 18-20 年销售毛利率分别为 73.13%、74.94%、76.01%（原 18-20 年预测为 74.50%、75.16%、75.37%）。
- 3) 公司 18-20 年销售费用率预测维持 14.82%、14.82%、14.82%，管理费用率为 5.7%、5.7%、5.7%（原 18-20 年预测为 6.55%、6.55%、6.55%）。
- 4) 公司 18-20 年所得税率预测维持 25.10%、24.99%、25.04%。

收入分类预测表

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
特 A 类					
销售收入（百万元）	1,888.2	2,340.6	3,278.8	4,131.3	4,978.6
增长率	13.0%	24.0%	40.1%	26.0%	20.5%
毛利率	78.6%	77.8%	77.3%	78.3%	79.0%
A 类					
销售收入（百万元）	260.9	256.1	269.2	274.6	280.1
增长率	-12.1%	-1.8%	5.1%	2.0%	2.0%
毛利率	63.5%	62.1%	62.1%	62.1%	62.1%
B 类					
销售收入（百万元）	190.1	159.5	134.3	134.3	134.3
增长率	-20.0%	-16.1%	-15.8%	0.0%	0.0%
毛利率	44.5%	43.0%	43.0%	43.0%	43.0%
C 类					
销售收入（百万元）	174.3	151.8	121.5	121.5	121.5
增长率	-10.6%	-12.9%	-19.9%	0.0%	0.0%
毛利率	32.4%	28.9%	28.9%	28.9%	28.9%
大曲类					
销售收入（百万元）	13.2	10.9	11.1	11.1	11.1
增长率	249.0%	-17.5%	1.8%	0.0%	0.0%
毛利率	22.7%	18.9%	18.9%	18.9%	18.9%
合计					
销售收入	2,554.4	2,948.4	3,814.9	4,672.8	5,525.6
增长率	5.3%	15.4%	29.4%	22.5%	18.3%
综合毛利率	71.0%	71.8%	73.3%	74.9%	76.0%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

考虑到江苏省内迅速向次高端升级，国缘系列增速大幅提升，我们上调了特 A 类与特 A+类收入增速；由于公司摊销费用减少，我们下调了管理费用率预测。

图表 1：核心假设及盈利预测变动分析表

核心假设及盈利预测变动分析表						
人民币百万元（标注除外）						
	调整前			调整后		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
核心假设						
特A类与特A+类单价（百万元/吨）	0.30	0.31	0.31	0.30	0.31	0.32
特A类与特A+类销量（吨）	10,264	11,598	12,410	11,015	13,218	15,465
毛利率	74.7%	75.3%	75.5%	73.28%	74.95%	76.02%
销售费用率	14.8%	14.8%	14.8%	14.82%	14.82%	14.82%
管理费用率	6.5%	6.5%	6.5%	5.7%	5.7%	5.7%
分产品盈利预测						
特A类与特A+类						
销售收入	3,055	3,625	3,879	3,279	4,131	4,979
变动幅度				7.3%	14.0%	28.4%
毛利率	80%	80%	80%	77.26%	78.35%	78.98%
变动幅度				-3.4%	-2.1%	-1.3%
A类						
销售收入	262	267	272	269	275	280
变动幅度				2.9%	2.9%	2.9%
毛利率	62%	62%	62%	62%	62%	62%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
B类						
销售收入	163	166	170	134	134	134
变动幅度				-17.6%	-19.3%	-20.8%
毛利率	43%	43%	43%	43%	43%	43%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
C类						
销售收入	155	158	161	122	122	122
变动幅度				-21.6%	-23.1%	-24.6%
毛利率	29%	29%	29%	29%	29%	29%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
大曲类						
销售收入	14	14	14	11	11	11
变动幅度				-20.0%	-20.0%	-20.0%
毛利率	19%	19%	19%	18.9%	18.9%	18.9%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
其他						
销售收入	20	20	20	20	20	20
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	45%	45%	45%	45%	45%	45%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
销售收入合计	3,669	4,250	4,516	3,835	4,693	5,546
变动幅度				4.5%	10.4%	22.8%
综合毛利率	75%	75%	75%	73%	75%	76%
变动幅度				-1.6%	-0.3%	0.9%
主要财务数据变动分析表						
人民币百万元（标注除外）						
	调整前			调整后		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
营业收入	3,649	4,230	4,496	3,815	4,673	5,526
变动幅度				4.6%	10.5%	22.9%
营业利润	1,525	1,787	1,910	1,569	1,987	2,401
变动幅度				2.9%	11.2%	25.7%
归属母公司净利润	1,143	1,341	1,432	1,176	1,491	1,800
变动幅度				2.9%	11.2%	25.7%
每股收益（元）	0.91	1.07	1.14	0.94	1.19	1.44
变动幅度				2.9%	11.2%	25.7%
毛利率(%)	74.7%	75.3%	75.5%	73.3%	74.9%	76.0%
变动幅度				-1.9%	-0.5%	0.7%
净利率(%)	31.3%	31.7%	31.9%	31%	32%	33%
变动幅度				-1.6%	0.6%	2.3%

资料来源：公司年报、东方证券研究所

我们预测公司 2018-2020 年每股收益分别为 0.94、1.19、1.44（原 18-20 年预测为 0.91、1.07、1.14），我们选择 A 股白酒版块上市公司目前经营比较正常、在市值及业绩增速上较为可比的 7

家作为可比公司，包括洋河股份，泸州老窖，古井贡酒、山西汾酒，迎驾贡酒，口子窖，伊力特等。目前公司所处行业 2018 年平均估值水平为 24 倍 PE，对应目标价 22.56 元，维持买入评级。

图表 2：可比公司估值表

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益 (元)			市盈率		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
洋河股份	002304	132.43	5.55	6.86	8.45	23.88	19.30	15.68
泸州老窖	000568	55.15	2.43	3.22	4.10	22.66	17.12	13.45
古井贡酒	000596	92.31	3.23	4.22	5.36	28.55	21.89	17.21
山西汾酒	600809	60.56	1.83	2.56	3.31	33.15	23.64	18.31
迎驾贡酒	603198	18.46	0.94	1.07	1.21	19.56	17.19	15.21
口子窖	603589	54.15	2.50	3.17	3.96	21.70	17.08	13.68
伊力特	600197	23.68	1.05	1.32	1.61	22.52	17.90	14.68
平均值						24	19	15

资料来源：朝阳永续，东方证券研究所

风险提示

- **渠道下沉不及预期风险。**公司省内销售集中于淮安、南京、盐城三地，仍存在较大空白市场，公司市场逐渐从市级下沉至县级。如果渠道下沉未达预期，将对收入增速带来不利影响。
- **省内竞争加剧风险。**江苏省内次高端价格带白酒竞争较为激烈，随着竞品加码布局和推广，若市场竞争加剧，费用投放增加，则会对企业盈利带来负面影响。
- **政策变化风险。**公司属于白酒行业，在行业政策中被列入“限制类”目录，若国家对白酒政策进行调整如税收、信贷、土地、广告、价格对白酒行业产销进行限制，可能会使公司生产经营受到影响。

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	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	998	1,289	2,629	3,670	4,890	营业收入	2,554	2,952	3,815	4,673	5,526
应收账款	22	16	33	41	48	营业成本	742	835	1,019	1,171	1,325
预付账款	14	10	23	29	34	营业税金及附加	245	405	534	654	774
存货	1,514	1,704	2,033	2,335	2,642	营业费用	467	428	565	693	819
其他	1,997	2,024	1,705	1,717	1,729	管理费用	193	195	217	266	315
流动资产合计	4,545	5,044	6,424	7,791	9,344	财务费用	(18)	(10)	(20)	(31)	(43)
长期股权投资	9	10	8	8	8	资产减值损失	1	5	0	0	0
固定资产	741	762	866	910	920	公允价值变动收益	0	2	0	0	0
在建工程	38	237	218	159	130	投资净收益	71	101	65	60	59
无形资产	126	111	133	136	129	其他	0	12	6	6	6
其他	720	1,060	413	405	400	营业利润	995	1,208	1,569	1,987	2,401
非流动资产合计	1,634	2,180	1,639	1,619	1,588	营业外收入	17	3	3	3	3
资产总计	6,179	7,223	8,062	9,410	10,931	营业外支出	6	7	4	4	5
短期借款	150	0	0	0	0	利润总额	1,006	1,204	1,568	1,985	2,399
应付账款	84	165	130	149	125	所得税	252	308	394	496	601
其他	1,303	1,761	1,709	1,890	2,071	净利润	753	895	1,175	1,489	1,798
流动负债合计	1,537	1,927	1,838	2,039	2,196	少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(2)	(2)
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	754	896	1,176	1,491	1,800
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.60	0.71	0.94	1.19	1.44
其他	21	17	9	9	9						
非流动负债合计	21	17	9	9	9	主要财务比率					
负债合计	1,558	1,944	1,847	2,048	2,205		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	6	17	15	13	11	成长能力					
股本	1,255	1,255	1,255	1,255	1,255	营业收入	5.3%	15.6%	29.2%	22.5%	18.3%
资本公积	743	717	717	717	717	营业利润	10.9%	21.4%	29.9%	26.6%	20.8%
留存收益	2,585	3,267	4,205	5,353	6,720	归属于母公司净利润	10.1%	18.8%	31.3%	26.8%	20.8%
其他	32	24	24	24	24	获利能力					
股东权益合计	4,621	5,279	6,215	7,362	8,726	毛利率	71.0%	71.7%	73.3%	74.9%	76.0%
负债和股东权益	6,179	7,223	8,062	9,410	10,931	净利率	29.5%	30.3%	30.8%	31.9%	32.6%
						ROE	17.4%	18.1%	20.5%	22.0%	22.4%
						ROIC	16.0%	17.7%	20.2%	21.6%	22.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	资产负债率	25.2%	26.9%	22.9%	21.8%	20.2%
净利润	753	895	1,175	1,489	1,798	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	89	97	101	120	131	流动比率	2.96	2.62	3.49	3.82	4.26
财务费用	(18)	(10)	(20)	(31)	(43)	速动比率	1.97	1.73	2.39	2.68	3.05
投资损失	(71)	(101)	(65)	(60)	(59)	营运能力					
营运资金变动	(318)	506	(453)	(125)	(176)	应收账款周转率	100.2	154.0	154.3	126.7	124.7
其它	489	(386)	399	0	0	存货周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
经营活动现金流	925	1,001	1,137	1,392	1,653	总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
资本支出	(98)	(277)	(200)	(100)	(100)	每股指标(元)					
长期投资	(240)	(117)	201	0	0	每股收益	0.60	0.71	0.94	1.19	1.44
其他	(669)	(136)	422	60	59	每股经营现金流	0.74	0.80	0.91	1.11	1.32
投资活动现金流	(1,008)	(530)	423	(40)	(42)	每股净资产	3.68	4.20	4.94	5.86	6.95
债权融资	(28)	1	(1)	0	0	估值比率					
股权融资	502	(26)	0	0	0	市盈率	32.9	27.7	21.1	16.6	13.8
其他	(826)	(206)	(219)	(311)	(391)	市净率	5.4	4.7	4.0	3.4	2.8
筹资活动现金流	(352)	(231)	(220)	(311)	(391)	EV/EBITDA	21.2	17.5	13.7	10.9	9.1
汇率变动影响	(0)	0	0	0	0	EV/EBIT	23.2	18.9	14.6	11.6	9.6
现金净增加额	(435)	241	1,340	1,041	1,220						

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

