

携手山东景芝，省外扩张打开增长空间



事件

- 公司拟收购山东景芝酒业股份有限公司 34%-49% 股份，董事会已通过资产收购预案，并授权公司高管团队聘请中介开展尽调并积极推进。本次收购采用现金支付，支付方式分为两种：1) 当期收购、当期付款，按照每股 6.9 元支付；2) 当期收购，三年后根据第三年业绩实现情况按 15 倍市盈率计算股份转让价格并付款。如涉及需收购众人兴酒持有的景芝酒业股份，只允许采用第二种支付方式。

核心观点

- **收购景芝有利于今世缘省外布局，协同效应有望发挥。** 景芝酒业是中国最大的芝麻香型酒企，山东重点酿酒企业，历史悠久、省内知名度高。根据糖酒快讯报道，公司 13 年时实现白酒收入 22 亿元，18 年 1-6 月实现销售额 9.2 亿，同比增长约 7%。我们认为本次若收购完成，对于双方均有较大意义，有望优势互补、发挥协同。一方面，今世缘将对景芝酒业在品牌、营销、管理、人才、资金等方面给予支持，为景芝带来发展经验，帮助其做大做强；另一方面，此次收购与今世缘“2+5+N”区域扩张计划契合，公司可借助景芝的品牌和渠道打开山东市场，为省外拓展和全国化布局奠定基础。
- **省内消费升级国缘高增+省外思路转变，有望打开长期增长空间。** 受益于省内消费升级和次高端扩容，公司产品持续向特 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。公司目前省内销售仍集中于淮安、南京、盐城三地；省外拓展空间大，思路由今世缘向主打国缘思路转型，加强与成熟大商合作，携手浙江商源，探索过程中费用投放限制在减弱，长期看公司省外收入占比有望逐渐提升。

财务预测与投资建议

- 我们维持前次预测，预计公司 2018-2020 年每股收益分别为 0.94、1.19、1.44 元，维持给予公司 18 年 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、收购失败风险。

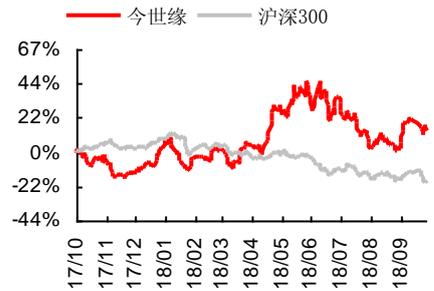
公司主要财务信息					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	2,554	2,952	3,815	4,673	5,526
同比增长	5.3%	15.6%	29.2%	22.5%	18.3%
营业利润（百万元）	995	1,208	1,569	1,987	2,401
同比增长	10.9%	21.4%	29.9%	26.6%	20.8%
归属母公司净利润（百万元）	754	896	1,176	1,491	1,800
同比增长	10.1%	18.8%	31.3%	26.8%	20.8%
每股收益（元）	0.60	0.71	0.94	1.19	1.44
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）	31.1	26.2	19.9	15.7	13.0
市净率（倍）	5.1	4.5	3.8	3.2	2.7

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 10 月 15 日）	18.70 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）	23,459
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2018 年 10 月 16 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	-2.0	9.1	-16.7	8.3
相对表现 (%)	3.0	12.7	-6.2	28.6
沪深 300 (%)	-5.0	-3.6	-10.5	-20.3



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

国缘四开性价比领先发力团购渠道，看好 2018-07-31

苏中苏南蔓延式扩张 2018-04-10

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

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%
						偿债能力					
						资产负债率	25.2%	26.9%	22.9%	21.8%	20.2%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	2.96	2.62	3.49	3.82	4.26
						速动比率	1.97	1.73	2.39	2.68	3.05
						营运能力					
						应收账款周转率	100.2	154.0	154.3	126.7	124.7
						存货周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
						总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
						每股指标(元)					
						每股收益	0.60	0.71	0.94	1.19	1.44
						每股经营现金流	0.74	0.80	0.91	1.11	1.32
						每股净资产	3.68	4.20	4.94	5.86	6.95
						估值比率					
						市盈率	31.1	26.2	19.9	15.7	13.0
						市净率	5.1	4.5	3.8	3.2	2.7
						EV/EBITDA	20.0	16.5	12.9	10.3	8.6
						EV/EBIT	21.8	17.8	13.7	10.9	9.0

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。

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

