国缘提出新增长目标，流通渠道发力快速成长

东方证券 ORIENT SECURITIES

投资评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
股价（2018 年 12 月 18 日）	15.38 元
目标价格	18.60 元
52 周最高价/最低价	24.16/13.39 元
总股本/流通 A 股（万股）	125,450/125,450
A 股市值（百万元）	19,294
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2018 年 12 月 19 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现（%）	-2.6	-1.3	-11.9	6.1
相对表现（%）	-1.6	2.7	-7.6	27.6
沪深 300（%）	-1.0	-4.0	-4.3	-21.5

资料来源：WIND、东方证券研究所

事件

- **国缘提出新增长目标，旺季加强营销攻势。**据中国食品报报道，今世缘近日召开了 2019 年国缘品牌营销策略研讨会，并提出从 2019 年至 2023 年销售翻两番的新增长目标。随着年末白酒销售旺季到来，国缘也加大了品牌营销力度，登陆全国 72 个高铁站进行宣传。国缘作为公司重点打造的次高端核心系列，精准卡位苏酒消费升级价格带，近年均保持较快增长，17 年销售占比约 62%，预计今年增速可达 30%以上，占比将进一步提升。

核心观点

- **国缘四开高性价比，流通渠道发力南京市场增速亮眼。**国缘四开酒质与梦之蓝 M6 接近，终端价仅比 M3 贵几十元，性价比优势突出。今年南京市场发力、流通渠道重点开拓带动了今世缘较快增长。一方面南京作为江苏省会，经济基础较好，国缘价格恰好处于升级风口，增长有望持续；另一方面公司今年在南京扩展性招商，较为丰厚的渠道利润激发经销商积极性，高性价比为流通渠道增长奠定基础。虽然 Q4 公司整体动销有所放缓，但江苏较强的消费力一定程度上可缓解经济下滑的冲击。展望明年，公司省内主要看点在于：1）国缘仍具备成长基础，苏中苏南等非核心区域拓展空间大；2）洋河提价后压缩了经销商利润空间，省内主动放慢速度为今世缘增长腾挪机会；3）Q4 公司渠道库存水平仍较为健康，不透支市场的风格下增长更为稳健。
- **省外携手大商、联姻景芝，泛全国化逐渐推进。**公司主要依托大商的资源和渠道进行省外重点市场开拓，携手浙江商源开辟浙江市场，下半年与景芝的合作借芝麻香型白酒进一步打开山东这一饮酒大省。公司在省外主推国缘，拉动产品档次和品牌知名度提升，省外收入基数较小，占比有望逐渐提升。

财务预测与投资建议

- 考虑到明年经济增速放缓可能对国缘系列销售有一定影响，我们小幅降低公司特 A+类产品销量增速预测，调整预测公司 18-20 年每股收益分别为 0.93、1.15、1.38 元（原 18-20 年预测为 0.94、1.19、1.44 元），结合可比公司估值，给予公司 18 年 20 倍 PE，对应目标价 18.60 元，维持买入评级。

风险提示

- 消费需求不及预期风险、省内竞争加剧风险、省外扩张进度不及预期风险。

公司主要财务信息

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	2,554	2,952	3,790	4,600	5,397
同比增长	*5.3%*	*15.6%*	*28.4%*	*21.4%*	*17.3%*
营业利润（百万元）	995	1,208	1,553	1,918	2,300
同比增长	*10.9%*	*21.4%*	*28.6%*	*23.5%*	*19.9%*
归属母公司净利润（百万元）	754	896	1,164	1,440	1,725
同比增长	*10.1%*	*18.8%*	*29.9%*	*23.7%*	*19.8%*
每股收益（元）	0.60	0.71	0.93	1.15	1.38
毛利率	71.0%	71.7%	73.1%	74.8%	75.9%
净利率	29.5%	30.3%	30.7%	31.3%	32.0%
净资产收益率	17.4%	18.1%	20.3%	21.4%	21.7%
市盈率（倍）	25.6	21.5	16.6	13.4	11.2
市净率（倍）	4.2	3.7	3.1	2.6	2.2

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，

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+高增业绩提速，长期成长空间充足	2018-10-31
携手山东景芝，省外扩张打开增长空间	2018-10-16
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	2018-07-31

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资建议

考虑到明年经济增速放缓可能对国缘系列销售有一定影响，我们小幅降低公司特 A+类产品销量增速预测，调整预测公司 18-20 年每股收益分别为 0.93、1.15、1.38 元（原 18-20 年预测为 0.94、1.19、1.44 元），结合可比公司估值，给予公司 18 年 20 倍 PE，对应目标价 18.60 元，维持买入评级。

图表 1：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	98.79	5.48	6.60	7.81	18.01	14.98	12.64
泸州老窖	000568	42.88	2.35	2.92	3.58	18.28	14.70	11.98
古井贡酒	000596	57.62	3.28	4.05	4.94	17.57	14.24	11.67
山西汾酒	600809	38.21	1.73	2.25	2.81	22.09	17.00	13.59
水井坊	600779	31.95	1.29	1.74	2.23	24.84	18.32	14.32
口子窖	603589	36.12	2.34	2.80	3.32	15.43	12.92	10.87
老白干酒	600559	14.05	0.60	0.85	1.12	23.33	16.59	12.60
调整后平均						20	16	12

资料来源：朝阳永续，东方证券研究所（最新价格为 2018 年 12 月 18 日收盘价）

风险提示

- **消费需求不及预期风险**：如果经济增速放缓、人均收入增长降速等因素导致消费需求不及预期，制约次高端结构升级速度，可能对渠道信心及公司业绩造成不利影响。
- **省内竞争加剧风险**：如果省外名酒在江苏加码布局和推广次高端品种导致市场竞争加剧，费用投放增加，则会对公司盈利带来负面影响。
- **省外扩张进度不及预期风险**：公司在江苏以外地区的知名度和品牌力仍有待提升，省外收入占比较低。若省外拓展速度放缓，将对收入增长造成不利影响。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表

单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	998	1,289	2,612	3,622	4,791
应收账款	22	16	33	40	47
预付账款	14	10	23	28	33
存货	1,514	1,704	2,033	2,307	2,594
其他	1,997	2,024	1,705	1,716	1,728
流动资产合计	**4,545**	**5,044**	**6,407**	**7,714**	**9,193**
长期股权投资	9	10	8	8	8
固定资产	741	762	866	910	920
在建工程	38	237	218	159	130
无形资产	126	111	133	136	129
其他	720	1,060	413	405	400
非流动资产合计	**1,634**	**2,180**	**1,639**	**1,619**	**1,588**
资产总计	**6,179**	**7,223**	**8,045**	**9,333**	**10,781**
短期借款	150	0	0	0	0
应付账款	84	165	130	147	123
其他	1,303	1,761	1,704	1,875	2,044
流动负债合计	**1,537**	**1,927**	**1,833**	**2,022**	**2,166**
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	21	17	9	9	9
非流动负债合计	**21**	**17**	**9**	**9**	**9**
负债合计	**1,558**	**1,944**	**1,842**	**2,031**	**2,175**
少数股东权益	6	17	15	14	11
股本	1,255	1,255	1,255	1,255	1,255
资本公积	743	717	717	717	717
留存收益	2,585	3,267	4,192	5,293	6,599
其他	32	24	24	24	24
股东权益合计	**4,621**	**5,279**	**6,203**	**7,302**	**8,606**
负债和股东权益	**6,179**	**7,223**	**8,045**	**9,333**	**10,781**

现金流量表

单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	753	895	1,162	1,438	1,723
折旧摊销	89	97	101	120	131
财务费用	(18)	(10)	(20)	(31)	(42)
投资损失	(71)	(101)	(65)	(60)	(59)
营运资金变动	(318)	506	(457)	(109)	(166)
其它	489	(386)	399	0	0
经营活动现金流	**925**	**1,001**	**1,121**	**1,357**	**1,587**
资本支出	(98)	(277)	(200)	(100)	(100)
长期投资	(240)	(117)	201	0	0
其他	(669)	(136)	422	60	59
投资活动现金流	**(1,008)**	**(530)**	**423**	**(40)**	**(42)**
债权融资	(28)	1	(1)	0	0
股权融资	502	(26)	0	0	0
其他	(826)	(206)	(219)	(308)	(377)
筹资活动现金流	**(352)**	**(231)**	**(220)**	**(308)**	**(377)**
汇率变动影响	(0)	0	0	0	0
现金净增加额	**(435)**	**241**	**1,323**	**1,010**	**1,169**

利润表

单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	**2,554**	**2,952**	**3,790**	**4,600**	**5,397**
营业成本	742	835	1,019	1,157	1,301
营业税金及附加	245	405	531	644	756
营业费用	467	428	562	691	810
管理费用	193	195	216	287	337
财务费用	(18)	(10)	(20)	(31)	(42)
资产减值损失	1	5	0	0	0
公允价值变动收益	0	2	0	0	0
投资净收益	71	101	65	60	59
其他	**0**	**12**	**6**	**6**	**6**
营业利润	**995**	**1,208**	**1,553**	**1,918**	**2,300**
营业外收入	17	3	3	3	3
营业外支出	6	7	4	4	5
利润总额	**1,006**	**1,204**	**1,552**	**1,917**	**2,298**
所得税	252	308	389	479	575
净利润	**753**	**895**	**1,162**	**1,438**	**1,723**
少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(2)	(2)
归属于母公司净利润	**754**	**896**	**1,164**	**1,440**	**1,725**
每股收益（元）	0.60	0.71	0.93	1.15	1.38

主要财务比率

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	5.3%	15.6%	28.4%	21.4%	17.3%
营业利润	10.9%	21.4%	28.6%	23.5%	19.9%
归属于母公司净利润	10.1%	18.8%	29.9%	23.7%	19.8%
获利能力					
毛利率	71.0%	71.7%	73.1%	74.8%	75.9%
净利率	29.5%	30.3%	30.7%	31.3%	32.0%
ROE	17.4%	18.1%	20.3%	21.4%	21.7%
ROIC	16.0%	17.7%	20.0%	21.0%	21.3%
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	4.24
速动比率	1.97	1.73	2.39	2.67	3.05
营运能力					
应收账款周转率	100.2	154.0	154.0	126.2	124.2
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	0.93	1.15	1.38
每股经营现金流	0.74	0.80	0.89	1.08	1.27
每股净资产	3.68	4.20	4.93	5.81	6.85
估值比率					
市盈率	25.6	21.5	16.6	13.4	11.2
市净率	4.2	3.7	3.1	2.6	2.2
EV/EBITDA	16.1	13.2	10.5	8.5	7.2
EV/EBIT	17.6	14.3	11.2	9.1	7.6

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

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