

# 今世缘（603369）新股研究报告： 以“缘”为文化诉求，定位于大众消费的江苏名酒

分析师：丁思德

执业证书编号：S0300511010008

研究助理：李国锋

Email: dingside@lxzq.com.cn

日期：2014年6月19日

[www.lxzq.com.cn](http://www.lxzq.com.cn)

## 一、公司介绍

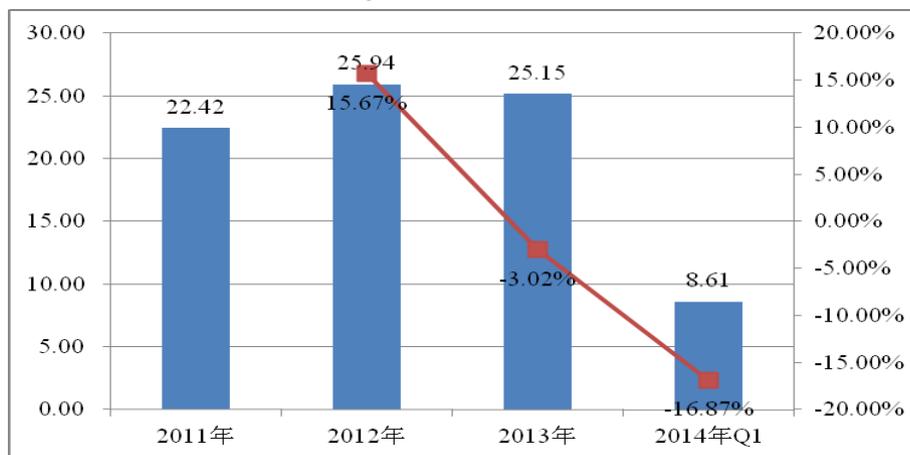
### 1、基本情况

公司是由江苏今世缘酒业有限公司整体变更而来，由涟水县商业贸易总公司与江苏省涟水制药厂于1997年12月出资设立。公司坐落于江苏省涟水县高沟镇，主要从事浓香型白酒的生产、加工和销售，现拥有“国缘”、“今世缘”和“高沟”三个著名商标，其中，“国缘”、“今世缘”是“中国驰名商标”，“高沟”是“中华老字号”。2008年、2009年公司连续被国家统计局工业统计司和中国行业企业信息发布中心联合评定为“中国白酒制造业行业效益十佳企业”。

### 2、营业收入和净利润变化情况

2011年公司实现营业收入22.42亿元，2013年达到25.15亿元，其中2013年比2012年下降3.02%。2014年一季度实现营业收入8.60亿元，同比下降16.87%。2013年至今，公司收入下降的原因是受白酒行业受宏观经济增速放缓以及中央三公消费限制的影响，白酒行业进入调整期，公司的高端白酒产品系列的销售受到较大影响，销量下滑较多。

图1 2011-2014Q1公司的营业收入及增速（单位：亿元）



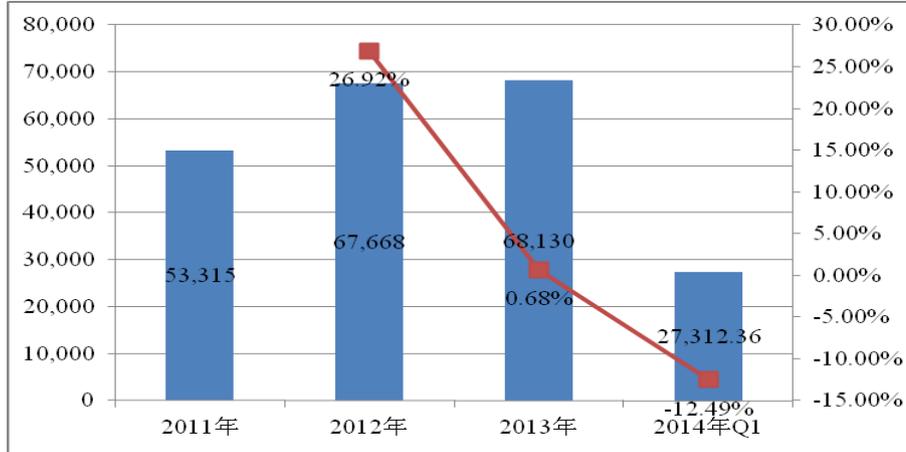
资料来源：公司招股意向书，联讯证券投资研究中心



联讯证券

2011年公司实现归属于母公司所有者的净利润5.33亿元，2013年达到6.81亿元，2013年比2012下降0.68%。2013年至今，公司净利润下降的主要原因是高端白酒的收入下降较多。

图表2 2011-2014Q1公司的净利润及增速（单位：万元）

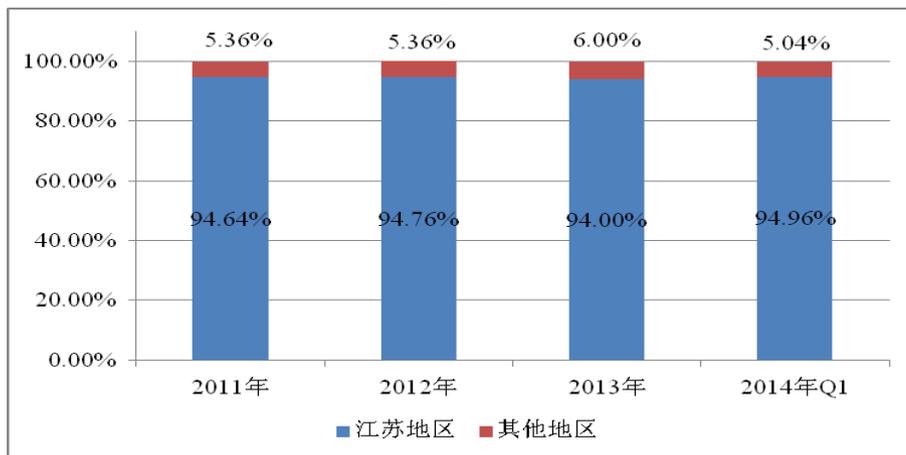


资料来源：公司招股意向书，联讯证券投资研究中心

### 3、江苏是公司主要的消费市场

目前，公司以江苏省为主要根据地，在该地区拥有良好的消费基础和品牌形象。2011-2013年，公司白酒产品在江苏市场的销售收入分别为21.06亿元、24.39亿元和23.48亿元，占到公司收入的94.64%、94.76%和94.00%。2014年一季度江苏省销售收入为8.08亿元，占到公司收入的94.96%。由于江苏省经济发达，长期来看江苏白酒行业有望持续消费升级，市场空间巨大。

图表3 2011-2014Q1各地区销售收入占比



资料来源：公司招股意向书，联讯证券投资研究中心

### 4、公司多元化的产品结构和明确的市场定位

公司以“缘”为公司整体品牌诉求点，内涵丰富，适应大众化消费潮流，按照高中低档次，公司产品分为国缘、今世缘、高沟三大品牌。对不同的客户群体，公司将产品划分为特A类、A类、B类、C类、D类，分别代表不同档次的产品。

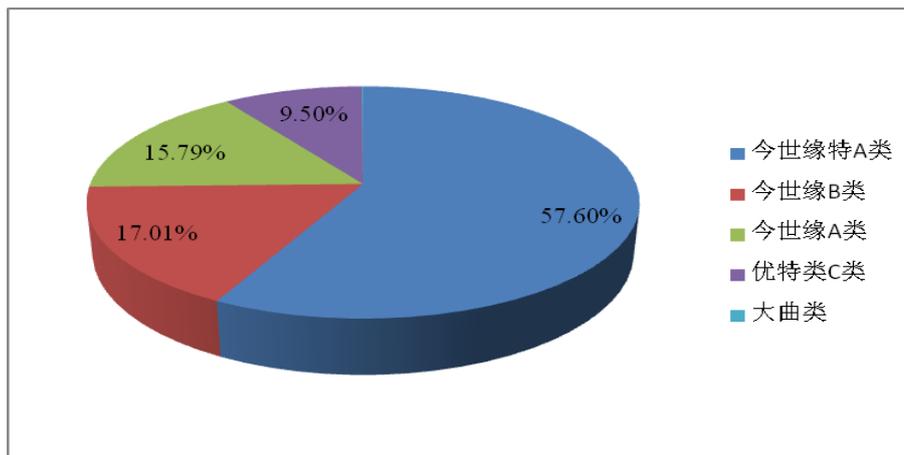
图表4 公司各种产品的定位

产品等级	主打产品	出厂价格（元/瓶）	市场定位	目标客户
特A类	国缘V系列、国缘K系列、十五年典藏及三十年典藏系列	100-2000	商务宴请和私人收藏	企事业单位、政府机关和高端个人消费者
A类	十年典藏、八年典藏及五年典藏	50-100	婚宴市场、商务和个人宴请市场	中产阶级和普通企事业单位
B类	三年典藏、佳酿系列及兰纪元	20-50	家庭招待用酒	普通个人消费者
C、D类	蓝瓷系列、高沟系列	5-20	农村市场	农业生产者、打工族等低收入消费群体

资料来源：公司招股说明书，联讯证券投资研究中心

2013年公司的特A类、A类、B类、C类和D类(即大曲类)分别占到销售收入的57.6%、15.79%和17.01%、9.5%和0.09%，从收入构成来看，公司以中高端白酒为主。

图表5 2013年公司各类产品的收入构成



资料来源：公司招股意向书，联讯证券投资研究中心

## 二、募投项目分析：将优化产品结构、布局全国营销网络

公司计划公开发行5180万股，募集资金9.3亿元，重点投向酿酒机械化及酒质提升技改工程、信息化建设及科技创新项目和营销网络建设项目。

图表6 公司此次发行的募集资金投资项目情况

序号	项目名称	项目投资总额（万元）	拟用募集资金投入总额（万元）
1	酿酒机械化及酒质提升技改工程	61,600	61,600
2	信息化建设及科技创新项目	17,000	15,000
3	营销网络建设项目	20,000	16,500
	合计	98,600	93,100

资料来源：公司招股说明书，联讯证券投资研究中心

### 1、酿酒机械化及酒质提升技改工程

该项目通过技术改造，将公司现有酿酒九个车间从原有9,000吨普优原酒及6,000吨优质原酒规模技改为6,000吨普优原酒及9,000吨优质原酒规模。该项目实施后每年可为公司多生产一级优质白酒1,000吨、二级优质白酒1,400吨，同时普优白酒减少2,400吨。项目达产后每年可新增营业收入50,940.62万元，新增税后净利润16,921.93万元

### 2、信息化建设及科技创新项目

信息化建设项目基于SAP平台信息化系统实现架构蓝图，总计有19个功能模块，以支撑企业未来实现百亿的战略目标。科技创新项目建设内容包括新建10,000m<sup>2</sup>的科研用房，配套相关研发设备；新建10,000m<sup>2</sup>的中试基地及配套中试生产设备。

### 3、营销网络建设项目

在全国布设400个今世缘国缘旗舰店及加盟专卖店营销网点（旗舰店及专卖店各200个），逐步扩大国缘、今世缘及高沟品牌产品的市场份额，推进全国化市场战略；设立省外办事处10个，对上海、安徽、浙江、福建等市场进行开发和管理。区域营销中心为省内、华东、华中等5个区域。

## 三、盈利预测和估值比较

### 1、盈利预测和询价建议

随着白酒行业受到三公消费、禁酒令等行业不利因素的持续限制，公司未来的经营业绩仍将受到不同程度的影响，预计公司2014-2016年营业收入为22.9、22.5、23.6亿元，同比增长-9.05%、-1.47%、4.79%；归属母公司净利润6.09、5.95、6.22亿元，同比增长-10.7%、-2.2%、4.4%；按照发行后总股本计算，对应的EPS为1.21元、1.19元、1.24元。

2014年，可比上市公司的PE平均值为15倍，考虑到公司以“缘”为文化的清晰市场定位，产品具有广泛的大众消费需求，给予公司18-20倍的估值，对应二级市场的合理价格为21.78-24.2元，申购给予一定的折扣，建议申购区间为19.3-19.45元。

图表7 同行业可比上市公司估值

股票代码	公司名称	股价(2014.6.18)	EPS			PE		
			2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
000568	泸州老窖	16.14	1.88	2.04	2.36	8.57	7.91	6.84
000596	古井贡酒	17.66	1.27	1.43	1.64	13.86	12.36	10.76
000858	五粮液	17.17	1.91	2.09	2.14	8.99	8.23	8.02
002304	洋河股份	51.08	4.46	4.89	5.34	11.44	10.44	9.56
600197	伊力特	9.06	1.03	1.19	-	8.76	7.62	-
600519	贵州茅台	153.58	15.43	17.22	19.45	9.95	8.92	7.90
600559	老白干酒	20.38	0.45	0.54	0.67	45.65	37.61	30.42

600809	山西汾酒	13.05	1.01	1.14	1.37	12.87	11.41	9.52
平均值						15.01	13.06	11.86

资料来源：Wind，联讯证券投资研究中心

**2、风险提示：**1) 受三公政策限制，白酒行业持续调整风险；2) 食品质量安全风险；3) 行业竞争加剧风险；4) 募投项目进度低于预期，产能释放缓慢。

**图表8 盈利预测表**

万元（人民币）	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>259,376</b>	<b>251,542</b>	<b>228,768</b>	<b>225,409</b>	<b>236,212</b>
<i>增速</i>	15.67%	-3.02%	-9.05%	-1.47%	4.79%
营业成本	73,314	74,000	70,417	70,897	74,594
<i>毛利率</i>	71.73%	70.58%	69.22%	68.55%	68.42%
销售费用	55,860	48,241	42,322	40,574	42,518
管理费用	14,792	15,304	14,184	14,652	15,354
财务费用	(888)	(1,612)	(1,830)	(2,254)	(2,362)
营业利润	90,740	90,891	81,196	79,392	82,897
利润总额	90,542	91,462	81,715	79,903	83,433
归属母公司净利润					
<i>增速</i>	67,668	68,130	60,871	59,523	62,152
<i>增速</i>	26.9%	0.6%	-10.7%	-2.2%	4.4%
EPS	1.50	1.51	1.21	1.19	1.24

资料来源：Wind，联讯证券投资研究中心

## 信息披露

### 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。

本报告清晰准确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。

### 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

### 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

#### 股票投资评级标准

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

#### 行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 风险提示

本报告由联讯证券有限责任公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。