

研究所

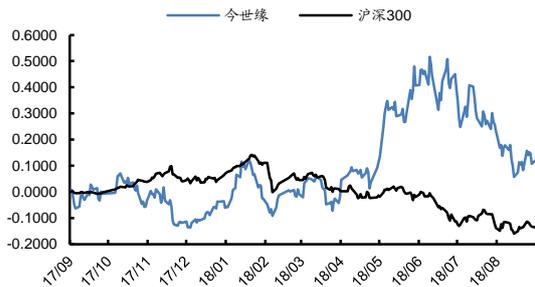
证券分析师：
021-68591576
证券分析师：
0755-83702462

余春生 S0350513090001
yucs@ghzq.com.cn
陈鹏 S0350517070001
chenp02@ghzq.com.cn

受益茅台提价和省内消费升级，次高端国缘增速较快

——今世缘（603369）动态点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
今世缘	-9.0	-20.3	11.0
沪深 300	0.2	-12.8	-13.6

市场数据 2018-09-03

当前价格（元）	17.87
52 周价格区间（元）	13.56 - 24.49
总市值（百万）	22417.92
流通市值（百万）	22417.92
总股本（万股）	125450.00
流通股（万股）	125450.00
日均成交额（百万）	215.25
近一月换手（%）	16.10

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

投资要点：

- **主打“缘文化”，走差异化产品路线。**公司产品主要围绕“缘文化”来打造，今世缘系列定位为喜庆缘分酒，创意扩展喜庆消费场景，主做中档日常喜庆消费，针对的是中产阶级消费者和普通企事业单位。国缘定位中国高端中度白酒，坚持与大事结缘，同成功相伴，为英雄干杯的品牌打造策略，聚焦次高端价位，针对的是企事业单位和高端个人消费者，主要用于商务宴请和私人收藏。
- **受益茅台提价和江苏省消费升级，公司高端国缘产品增速较快。**2017 年，茅台一批价近乎翻倍，五粮液一批价上涨 30% 多，高端酒价格的大幅上涨为次高端打开市场空间。经济的繁荣、庞大的人口基数以及浓厚的饮酒文化奠定了江苏白酒消费市场的繁荣，尤其是经济发展促进了省内消费升级，2014-2017 年，公司次高端品牌国缘销售业绩占今世缘总营收的比例分别为 46%、49%、56% 和 62%，2017 年国缘对今世缘的利润贡献度更是超过 70%。
- **管理层激励机制较好，未来省内发展夯实基础，省外发展逐步推进。**截止目前，公司高管及员工总持股比例达到 23% 左右，激励机制较好。从省内来看，今世缘在江苏的市占率约为 9%，仅次于洋河，大本营淮安、省会南京、苏北重镇盐城等是公司的强势区域，品牌认可度较高，公司在相对薄弱的苏南地区加大招商力度，未来仍有很大提升空间。公司省外市场主要围绕“北京、上海”制高点，以及环江苏市场浙江、安徽、江西、河南、山东市场进行开发，未来省外市场的开拓将立足“缘文化”，自上而下，循序渐进。
- **盈利预测和投资评级：**预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.96 元、1.15 元、1.30 元，对应 PE 分别为 19X、16X、14X。公司激励机制较好，省内市场基础夯实，省外市场逐步推进，受益茅台提价和江苏省白酒消费升级，高端国缘产品快速增长，给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行；食品安全事件；行业竞争加剧

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	2957	3890	4544	5154
增长率(%)	16%	32%	17%	13%
净利润(百万元)	896	1210	1440	1634
增长率(%)	19%	35%	19%	13%
摊薄每股收益(元)	0.71	0.96	1.15	1.30
ROE(%)	16.97%	18.82%	18.47%	17.48%

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

1、主打“缘文化”，走差异化产品路线

公司主要生产浓香型白酒，旗下拥有“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”。公司具备强大的创新基因，1996年困境重生创立今世缘系列，2004年居安思危提出国缘系列。公司持续打造和提升品牌，使公司能不断适应和满足持续的消费升级趋势，让公司长期发展充满活力。

公司产品主打“缘文化”，走差异化产品路线。其中，今世缘系列定位为喜庆缘分酒，创意扩展喜庆消费场景，主做中档日常喜庆消费，针对的是中产阶级消费者和普通企事业单位。国缘定位中国高端中度白酒，坚持与大事结缘，同成功相伴，为英雄干杯的品牌打造策略，聚焦次高端价位，针对的是企事业单位和高端个人消费者，主要用于商务宴请和私人收藏。

2、受益茅台提价和江苏省消费升级，公司高端国缘产品增速较快

随着我国经济增长，白酒消费结构在持续上升，白酒行业产量从2012年的1153万吨上升到2016年的1358万吨，增长17.79%，而白酒行业收入从2012年的4466亿元上升到2016年的6126亿元，增长37.17%，收入的增长大幅高于产量的增长，价格提升的作用比较明显，说明白酒消费升级明显。2017年，茅台一批价近乎翻倍，五粮液一批价上涨30%多，高端酒价格的大幅上涨为次高端打开市场空间。次高端白酒的主要品牌如水井坊、山西汾酒2017年的收入增速分别高达74%、37%，净利润增速分别高达49%、56%。次高端白酒的市场扩容，今世缘定位次高端价位的国缘大幅受益。

江苏省经济实力较强，GDP总量居全国第二。江苏省居民消费层次也较高，2017年江苏省人均GDP为10.70万元，比全国人均GDP高出44.30%。2017年GDP增速为7.20%，高于全国平均增速6.9%。经济的繁荣、庞大的人口基数以及浓厚的饮酒文化奠定了江苏白酒消费市场的繁荣，而尤其是经济发展促进了省内消费升级，今世缘、洋河等苏酒龙头公司的产品结构持续改善，毛利率和净利率持续提升。

2014-2017年，公司次高端品牌国缘销售业绩占今世缘总营收的比例分别为46%、49%、56%和62%，2017年国缘对今世缘的利润贡献度更是超过70%。

3、管理层激励机制较好，未来省内发展夯实基础，省外发展逐步推进

公司在治理结构上是白酒行业上市公司中相对较完善的企业之一。2010年2月，由经营层及中基层干部持股的今世缘贸易、吉缘贸易对今世缘有限公司进行增资，进一步完善了公司治理结构，建立了股东与经营团队之间利益共享、风险共担的极致。截止目前，公司高管及员工总持股比例达到23%左右。

公司的整体市场策略是“基地市场抓整合，重点市场抓挖潜，薄弱市场抓提升，省外市场抓培育”的战略目标。2017年，省外市场又提出“2+5+N”战略。

今世缘在江苏的市占率仅次于洋河，从区域分布来看，在省内市场，大本营淮安、省会南京、苏北重镇盐城等是公司的强势区域，品牌认可度较高。从2017年和2018年一季度营收增速来看，南京地区的增长显著快于公司平均水平，未来南京有望超过淮安成为今世缘的第一大营收地区。苏北白酒市场有较高的进入壁垒，地产酒在品牌认可度以及渠道力上均有优势，因此苏北以省内品牌竞争为主。而苏南由于经济更为发达，省外名酒也虎视眈眈，呈现苏酒、徽酒、川酒三足鼎立的市场格局。公司在相对薄弱的苏南地区加大招商力度，未来仍有很大提升空间。

公司省外市场主要围绕“北京、上海”制高点，以及环江苏市场浙江、安徽、江西、河南、山东市场进行开发。2018年5月，公司与浙江商源签订合作协议，开启省外市场新篇章。未来省外市场的开拓将立足“缘文化”，自上而下，循序渐进。

投资建议：预计公司2018-2020年EPS分别为0.96元、1.15元、1.30元，对应PE分别为19X、16X、14X。公司激励机制较好，省内市场基础夯实，省外市场逐步推进，受益茅台提价和江苏省消费升级，高端国缘产品快速增长，给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行；食品安全事件；行业竞争加剧

预测指标	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	2957	3890	4544	5154
增长率(%)	16%	32%	17%	13%
净利润（百万元）	896	1210	1440	1634
增长率(%)	19%	35%	19%	13%
摊薄每股收益（元）	0.71	0.96	1.15	1.30
ROE(%)	16.97%	18.82%	18.47%	17.48%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：今世缘盈利预测表

证券代码:	603369.SH				股价:	17.87	投资评级:	买入	日期:	2018-09-03
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值	2017	2018E	2019E	2020E	
盈利能力					每股指标					
ROE	17%	19%	18%	17%	EPS	0.71	0.96	1.15	1.30	
毛利率	72%	73%	74%	74%	BVPS	4.19	5.11	6.20	7.44	
期间费率	34%	35%	32%	33%	估值					
销售净利率	30%	31%	32%	32%	P/E	25.02	18.53	15.57	13.72	
成长能力					P/B	4.26	3.50	2.88	2.40	
收入增长率	16%	32%	17%	13%	P/S	7.58	5.76	4.93	4.35	
利润增长率	19%	35%	19%	13%						
营运能力					利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	
总资产周转率	0.41	0.51	0.46	0.45	营业收入	2957	3890	4544	5154	
应收账款周转率	46.42	41.54	43.85	42.66	营业成本	835	1036	1183	1324	
存货周转率	0.49	0.67	0.67	0.67	营业税金及附加	405	533	622	706	
偿债能力					销售费用	428	493	606	718	
资产负债率	27%	16%	21%	19%	管理费用	195	254	289	316	
流动比	2.62	4.67	3.83	4.39	财务费用	(10)	(9)	(21)	(30)	
速动比	1.73	2.77	2.52	3.01	其他费用/(-收入)	98	18	39	43	
资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	营业利润	1208	1601	1903	2163	
现金及现金等价物	1289	1144	2486	3596	营业外净收支	(4)	25	25	25	
应收款项	64	94	104	121	利润总额	1204	1626	1928	2188	
存货净额	1704	2341	2694	3030	所得税费用	308	416	489	555	
其他流动资产	1987	2510	2878	3220	净利润	895	1209	1439	1633	
流动资产合计	5044	5764	7836	9641	少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)	
固定资产	762	686	967	870	归属于母公司净利润	896	1210	1440	1634	
在建工程	237	412	237	237	现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	
无形资产及其他	111	109	106	103	经营活动现金流	1001	(595)	1589	1190	
长期股权投资	10	10	10	10	净利润	895	1209	1439	1633	
资产总计	7223	7680	9856	11562	少数股东权益	(1)	(1)	(1)	(1)	
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	91	79	71	99	
应付款项	235	315	445	556	公允价值变动	2	0	0	0	
预收帐款	815	43	722	765	营运资金变动	13	(498)	(1540)	(850)	
其他流动负债	877	877	877	877	投资活动现金流	(530)	261	(106)	97	
流动负债合计	1927	1235	2044	2198	资本支出	(219)	(99)	(106)	97	
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(1)	0	0	0	
其他长期负债	17	17	17	17	其他	(310)	360	0	0	
长期负债合计	17	17	17	17	筹资活动现金流	(616)	(60)	(72)	(82)	
负债合计	1944	1252	2061	2216	债务融资	(150)	0	0	0	
股本	1255	1255	1255	1255	权益融资	0	0	0	0	
股东权益	5279	6428	7795	9346	其它	(466)	(60)	(72)	(82)	
负债和股东权益总计	7223	7680	9856	11562	现金净增加额	(145)	(395)	1410	1205	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料组介绍】

余春生，食品饮料行业首席分析师，8年实业工作经验，8年证券从业经验。自2009年以来，一直从事食品饮料行业研究。

陈鹏，武汉大学金融学硕士，4年证券研究经验，从事食品饮料行业研究。

李鑫鑫，北京大学经济学硕士，现从事食品饮料行业研究。

【分析师承诺】

余春生、陈鹏，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告

中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。