证券研究报告—动态报告/公司快评

食品饮料

饮料

今世缘（603369）

重大事件快评

买入

（维持评级）

2018 年 09 月 25 日

提价彰显品牌自信，国缘系列再征程

证券分析师： 陈梦瑶 18520127266 chenmengyao@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517080001
联系人： 孙山山 13751048798 sunss@guosen.com.cn

事项：

据酒业家报道，今世缘将从 2018 年 10 月 1 日起，统一上调国缘品牌部分主导产品出厂价，同步调整终端供货价、零售价及团购价。具体调价方案如下：建议在原有基础上上调产品零售价及团购价，其中四开国缘上调 20 元/瓶、对开国缘上调 20 元/瓶、单开国缘上调 10 元瓶、国缘 K5 上调 30 元/瓶、国缘 K3 上调 20 元/瓶、柔雅国缘上调 10 元/瓶、淡雅国缘上调 10 元/瓶。

评论：

■ 国缘提价彰显品牌自信，公司年度目标基本完成

从此次提价来看，国缘系列终端价提高 4-8 个百分点，反映公司对国缘品牌的自信。此次提价也是公司 18 年以来第一次提价。17 年公司共提价 2 次，当时也针对国缘系列产品终端价进行提价。

我们认为公司在此时提价有以下几点考虑：第一，公司半年报业绩优异（营收 23.62 亿，同增 30.81%；归母净利润 8.56 亿，同增 31.56%），实现营收、业绩双双超 30%增速，公司完成 18 年目标（18 年目标：营收 35 亿，净利润 10 亿）基本没问题。在全年目标任务基本完成情况下进行产品提价显示公司追求稳步增长，稳扎稳打是公司一贯的风格；第二，公司 8 月 19 日在南京召开国缘 V 系列产品发布会（V3 定价 800 多元，对标普五、国窖 1573；V6 定价 1480 元，对标普飞茅台；V9 定价 1800-1900 元，定位于超高端。公司现有的红瓶 V 系产品仍将继续保留，以缘文化喜庆特色，作为高端婚喜庆消费市场的有力补充），确定 V3、V6、V9 价格后，此时在对国缘老开系（单开、对开及四开）、新开系（K3、K5）及雅系列（淡雅、柔雅）进行提价顺理成章，有利于理顺公司产品价格体系，形成国缘品牌矩阵（超高端 V 系列、老开系、新开系及雅系列）；第三，白酒企业一般在中秋国庆左右完成全年目标任务。草根调研显示，今年中秋销售旺季前一些市场如南京地区的国缘四开、对开产品处于供货紧俏状态，当地的烟酒店老板也愿意推荐国缘对开和四开产品。此时提价有利于提升国缘品牌形象和提高国缘品牌知名度，占领消费者心智，形成“中国高端中度白酒”就是“国缘”的认知。

■ 国缘占比稳步提升，省外扩张有序展开

公司产品结构不断优化同时国缘占比稳步提升（2018H1 国缘销售占比 65.7%，老开系占国缘系列近 70%），加速清理 BC 类产品，效果显著。18H1 国缘系列增速超 50%，大单品对开和四开营收约 9.21 亿，四开是公司 18 年重点打造的大单品。

18H1 省外河南增长最快超 90%，山东增速 34%，安徽增速 47%。目前和湖南、河北、武汉等经销商已经签署合作协议。和商源集团的团队组建及人员培训已完成，对开和四开已铺货在商源渠道内。此外，上海市场是今世缘最新确立的重点目标市场，公司提出要充分利用上海市场自身优势，系统谋划上海市场，国缘品牌要在江苏老乡圈层中精准发力，引领消费氛围。

■ **提出“奋斗后三年，实现翻一番”目标，定位“中国高端中度白酒”**

18 年年初的今世缘发展大会上，董事长周素明先生提出“国缘新战略”，配合全国化拓展的需要，将国缘品牌战略定位从“江苏高端白酒创导品牌”顺势升格为“中国高端中度白酒”，以迎合新时代新中产阶层轻松化、健康化的饮酒需求。公司提出到 2020 年，今世缘实现营收 60 亿、归母净利润 18 亿的目标。公司提出全面构建“品牌+渠道”双驱动营销体系，分别从区域、产品、品牌传播及渠道上行动。从区域来看，省内市场渠道下沉同时坚持省外重点突破，梯次开发，积极探索国际化；从产品来看，18 年在聚焦打造四开国缘大单品的基础上，进而重点打造国缘水晶 V 系战略新品；从品牌传播来看，重点借势央视这一国家主流传播平台的高度及权威，并坚持“与大事结缘，同成功相伴，为英雄干杯”的传播策略，积极参与、策划符合品牌定位及目标顾客群体的各类圈层活动；从渠道来看，把开设今世缘·国缘专卖店作为关键路径。

■ **多年耕耘终收获，南京成第一大市场**

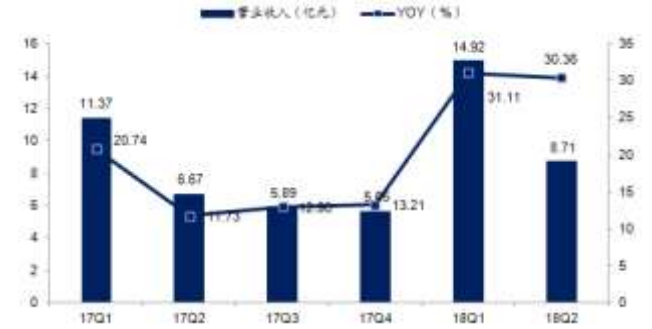
1996 年今世缘系列品牌发布会在南京举行，2004 年国缘品牌发布会也选在南京举行，南京与今世缘结下不解之缘。公司的广告语如“今世有缘，相伴永远”、“有喜事，今世缘，结婚当然今世缘”、“成大事，必有缘”等等口号已深入人心，深深影响南京当地的消费者。

草根调研显示，目前南京地区今世缘销售额已超 10 亿。此外，根据 18 年半年报显示，南京地区营收 5.26 亿首次超过大本营淮安地区 4.83 亿，成为公司第一大营收主力，南京市场经过多年耕耘终成公司最大规模市场，省会示范效应未来将越来越明显。

整体而言，我们看好定位于次高端的国缘系列，预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.93/1.20/1.49 元，对应 21.0/16.3/13.2 倍 PE，维持“买入”评级。

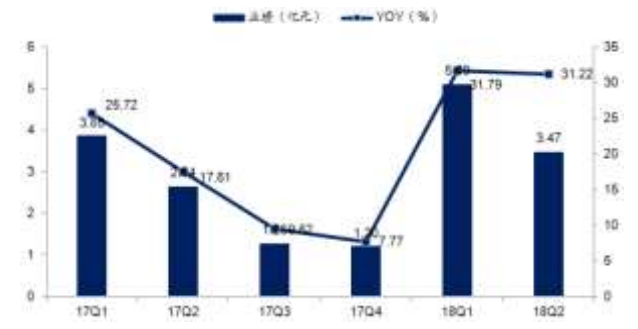
风险提示：白酒景气周期持续性较弱；白酒行业政策的调整；省外扩张不及预期。

图 1：2017Q1-2018Q2 营收（亿元）及增速（%）



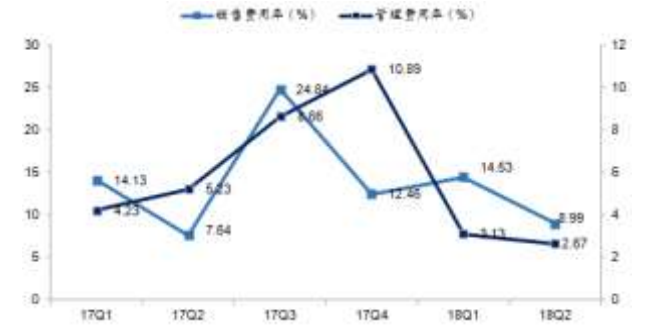
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 2：2017Q1-2018Q2 业绩（亿元）及增速（%）



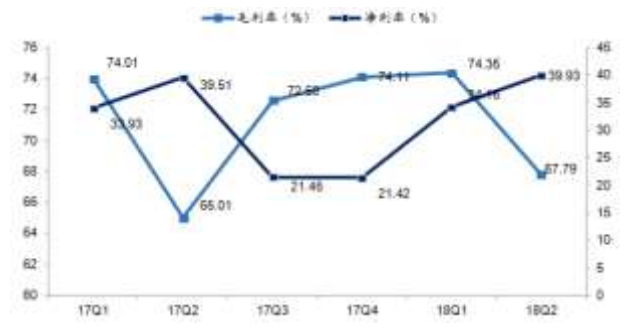
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 3：2017Q1-2018Q2 销售、管理费用率（%）一览



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 4：2017Q1-2018Q2 毛利率及净利率（%）一览



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1289	1000	1253	2094
应收款项	64	104	142	186
存货净额	1704	2290	2778	3273
其他流动资产	1661	2651	3069	3401
流动资产合计	**5044**	**6295**	**7522**	**9255**
固定资产	999	1044	1096	1146
无形资产及其他	111	107	103	98
投资性房地产	1059	1059	1059	1059
长期股权投资	10	10	10	10
资产总计	**7223**	**8515**	**9789**	**11569**
短期借款及交易性金融负债	0	419	180	200
应付款项	235	191	273	370
其他流动负债	1691	1781	2151	2501
流动负债合计	**1927**	**2390**	**2604**	**3070**
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	17	27	35	44
长期负债合计	**17**	**27**	**35**	**44**
负债合计	**1944**	**2418**	**2639**	**3115**
少数股东权益	17	16	16	15
股东权益	5262	6081	7134	8439
负债和股东权益总计	**7223**	**8515**	**9789**	**11569**

关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	0.71	0.93	1.20	1.49
每股红利	0.19	0.28	0.36	0.45
每股净资产	4.19	4.85	5.68	6.72
ROIC	17%	20%	22%	25%
ROE	17%	19%	21%	22%
毛利率	72%	74%	76%	77%
EBIT Margin	37%	39%	41%	42%
EBITDA Margin	40%	41%	43%	44%
收入增长	16%	28%	25%	20%
净利润增长率	19%	31%	29%	24%
资产负债率	27%	29%	27%	27%
息率	1.0%	1.4%	1.8%	2.3%
P/E	27.4	21.0	16.3	13.2
P/B	4.7	4.0	3.4	2.9
EV/EBITDA	22.3	17.3	13.5	11.1

利润表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	**2957**	**3788**	**4721**	**5669**
营业成本	835	984	1149	1309
营业税金及附加	405	492	609	726
销售费用	428	598	741	884
管理费用	195	239	307	379
财务费用	(10)	(8)	(4)	(17)
投资收益	101	80	90	100
资产减值及公允价值变动	(3)	(1)	(1)	(1)
其他收入	6	0	0	0
营业利润	1208	1561	2008	2487
营业外净收支	(4)	8	8	8
利润总额	**1204**	**1569**	**2016**	**2495**
所得税费用	308	400	512	631
少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)
归属于母公司净利润	**896**	**1169**	**1505**	**1865**

现金流量表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	**896**	**1169**	**1505**	**1865**
资产减值准备	4	1	1	0
折旧摊销	91	88	101	112
公允价值变动损失	3	1	1	1
财务费用	(10)	(8)	(4)	(17)
营运资本变动	169	(1560)	(483)	(417)
其它	(5)	(1)	(1)	(1)
经营活动现金流	**1159**	**(302)**	**1123**	**1561**
资本开支	(291)	(130)	(150)	(160)
其它投资现金流	(175)	75	(30)	(20)
投资活动现金流	**(467)**	**(55)**	**(180)**	**(180)**
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(244)	(351)	(451)	(559)
其它融资现金流	88	419	(239)	20
融资活动现金流	**(401)**	**68**	**(690)**	**(539)**
现金净变动	**291**	**(289)**	**253**	**841**
货币资金的期初余额	998	1289	1000	1253
货币资金的期末余额	1289	1000	1253	2094
企业自由现金流	783	(504)	896	1307
权益自由现金流	871	(80)	661	1339

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

《今世缘-603369-重大事件快评：国缘 V 系列发布，品牌形象持续提升》 ——2018-08-20
《今世缘-603369-2018 年半年报点评：产品结构持续升级，省内外发展一片向好》 ——2018-07-31
《今世缘-603369-2017 年年报及 2018 年一季报点评：一季报业绩超预期，国缘助力腾飞》 ——2018-04-11
《今世缘-603369-缘自苏酒，次高端新锐》 ——2018-04-09

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032