

2018年10月16日

今世缘 (603369.SH)

全国化再下一城，图谋苏鲁板块共振

■事件：

10月15日晚间，今世缘公布《资产收购重大事项进展公告》。公司与景芝酒业的大股东签署《战略合作协议》，拟以现金支付方式向除国有股东之外的其他景芝酒业股东收购其持有的股份，合计收购的股份比例为34%-49%。

■全国化再下一城，优势互补“1+1>2”。年初在经销商大会上，今世缘领导将2018年定位为公司发展的全国化元年。随后公司全国化的步伐不断加快。5月公司与浙江商源签署合作协议，实力开启国缘品牌的第二战场，近日入股景芝力图进军山东市场。从合作方的选择来看，今世缘着力于寻找渠道能力强，在当地有强话语权并能与其次高端产品形成优势互补的厂商，更大程度上的发挥协同效应。

■区位互补，图谋苏鲁板块共振。山东市场是其“2+5+N”战略重点市场之一。从地理位置来看，江苏和山东比邻，消费习惯有相似之处，此次战略入股景芝将其全国化进程又向前推进一步。景芝作为鲁酒的领军者，根据酒业家报道，2017年销售额约30亿元，在山东地区消费者基础夯实，景芝多年的深耕也为今世缘进军山东提供了强大的渠道资源，同时今世缘的入股也使景芝在混改进程中迈出了强有力的步伐。

■价位带互补，产品香型差异化。山东是人口大省亦是白酒消费大省，地产酒品牌繁多却尚未出现一家50亿规模以上的酒企，在中高端价位带更是缺少领军者。而今世缘在次高端价格带有丰富的实战化经验，其产品“国缘”在江苏市场市占率持续提升，2018上半年公司增长主力300元以上次高端产品营收占比过半，同比增速高达50%。此次强强联合发力山东市场中高端打好基础。另一方面，景芝独特的芝麻香型也为公司的产品线进行了口味扩充。

■从历史经验看中国白酒同业间并购成功率较高。2009年洋河并购双沟，助力洋河在江苏大本营市场稳坐老大地位，创造了洋河持续10年的辉煌，开启“茅五洋”的新格局。2016年4月，古井贡并购黄鹤楼，自此步入古井贡“双名酒·双百亿”时代，双品牌驱动下业绩快速增长；2017年3月，衡水老白干重组丰联酒业（板城·武陵·文王贡·孔府家），对老白干做大做强白酒主业有战略性意义。追溯历史可见白酒并购大多产生积极影响，可以预见伴随存量竞争的持续，白酒行业集中度将进一步提升，同业间通过横向并购进行品牌共振，渠道联合是大势所趋。今世缘战略性投资景芝酒业，开创了两大省级龙头跨省整合的先河，必将给寻找突破的今世缘股份带来强劲发展动力。

■投资建议：我们预计公司2018-19年的每股收益分别为0.92元和1.17元，目标价相当于2019年23倍市盈率。维持买入-A评级，目标价26.8元。

■风险提示：

宏观经济下行，合作效果不及预期。

公司快报

证券研究报告

白酒

投资评级 **买入-A**

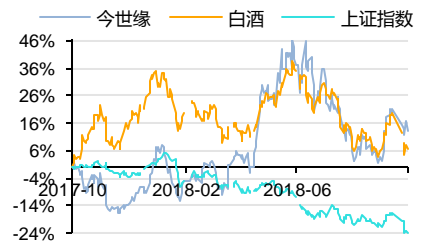
维持评级

6个月目标价：**26.8元**
股价（2018-10-15）**18.70元**

交易数据

总市值(百万元)	23,459.15
流通市值(百万元)	23,459.15
总股本(百万股)	1,254.50
流通股本(百万股)	1,254.50
12个月价格区间	13.92/24.16元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	13.34	-7.37	33.92
绝对收益	9.1	-16.67	9.66

苏斌

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001
sucheng@essence.com.cn
021-35082778

符蓉

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518060003
furong1@essence.com.cn

相关报告

今世缘：增长态势延续，全年可期/苏斌	2018-07-31
今世缘：聚焦国缘，步入发展黄金期/苏斌	2018-06-21
今世缘：省内升级趋势明显，国缘增长迅猛/苏斌	2018-04-10
今世缘：深耕省内带动收入增长/苏斌	2017-10-30

摘要(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入	2554.4	2957.5	3619.3	4333.1	5112.6
净利润	754.2	895.9	1157.4	1464.3	1786.6
每股收益(元)	0.60	0.71	0.92	1.17	1.43
每股净资产(元)	3.68	4.19	4.70	5.57	6.57
盈利和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	31.1	26.2	20.3	16.0	13.1
市净率(倍)	5.1	4.5	4.0	3.4	2.8
净利润率	29.5%	30.3%	32.0%	33.8%	35.0%
净资产收益率	16.3%	17.0%	19.6%	21.0%	21.7%
股息收益率	1.0%	0.8%	1.5%	1.9%	2.3%
ROIC	28.5%	30.7%	43.9%	37.1%	49.3%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,554.4	2,957.5	3,619.3	4,333.1	5,112.6	成长性					
减:营业成本	741.7	835.3	962.3	1,106.6	1,272.6	营业收入增长率	5.3%	15.8%	22.4%	19.7%	18.0%
营业税费	245.4	405.1	506.7	606.6	715.8	营业利润增长率	10.9%	21.4%	27.9%	26.5%	22.1%
销售费用	467.2	428.3	477.0	533.6	601.2	净利润增长率	10.1%	18.8%	29.2%	26.5%	22.1%
管理费用	193.4	195.5	205.9	217.7	232.1	EBITDA 增长率	11.8%	20.3%	27.0%	25.5%	22.2%
财务费用	-18.5	-10.5	-18.3	-27.2	-36.6	EBIT 增长率	11.9%	22.0%	28.2%	26.3%	21.9%
资产减值损失	0.9	5.3	5.3	5.3	5.3	NOPLAT 增长率	10.9%	21.8%	28.5%	26.3%	21.9%
加:公允价值变动收益	-	2.0	-	-	-	投资资本增长率	13.1%	-10.3%	49.7%	-8.3%	35.2%
投资和汇兑收益	70.7	101.0	64.3	64.3	64.3	净资产增长率	14.3%	14.2%	11.9%	18.4%	18.0%
营业利润	994.9	1,208.0	1,544.8	1,954.7	2,386.5	利润率					
加:营业外净收支	10.8	-4.4	-4.4	-4.4	-4.4	毛利率	71.0%	71.8%	73.4%	74.5%	75.1%
利润总额	1,005.8	1,203.6	1,540.4	1,950.3	2,382.1	营业利润率	38.9%	40.8%	42.7%	45.1%	46.7%
减:所得税	252.3	308.3	385.1	487.6	595.5	净利润率	29.5%	30.3%	32.0%	33.8%	35.0%
净利润	754.2	895.9	1,157.4	1,464.3	1,788.7	EBITDA/营业收入	41.7%	43.4%	45.0%	47.2%	48.8%
						EBIT/营业收入	38.2%	40.3%	42.2%	44.5%	46.0%
资产负债表						运营效率					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	固定资产周转天数	101	91	78	69	66
货币资金	997.8	1,289.2	1,212.1	2,484.4	2,461.4	流动营业资本周转天数	261	214	209	207	204
交易性金融资产	-	202.0	-	-	-	流动资产周转天数	614	584	519	533	549
应收账款	38.3	32.8	47.6	48.7	64.9	应收账款周转天数	5	4	4	4	4
应收票据	29.7	30.9	33.7	44.5	51.6	存货周转天数	204	196	182	177	172
预付账款	13.6	10.1	37.2	9.9	41.1	总资产周转天数	818	816	724	702	701
存货	1,514.4	1,704.0	1,948.2	2,313.9	2,564.5	投资资本周转天数	385	335	324	311	296
其他流动资产	1,950.9	1,774.4	2,111.8	2,540.7	2,966.3	投资回报率					
可供出售金融资产	483.4	599.3	444.8	509.2	517.7	ROE	16.3%	17.0%	19.6%	21.0%	21.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	12.2%	12.4%	15.8%	15.3%	17.2%
长期股权投资	8.9	10.0	10.0	10.0	10.0	ROIC	28.5%	30.7%	43.9%	37.1%	49.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	741.4	761.8	807.4	853.4	1,035.4	销售费用率	18.3%	14.5%	13.2%	12.3%	11.8%
在建工程	37.9	236.8	309.4	367.5	258.8	管理费用率	7.6%	6.6%	5.7%	5.0%	4.5%
无形资产	126.1	111.5	91.3	71.1	51.0	财务费用率	-0.7%	-0.4%	-0.5%	-0.6%	-0.7%
其他非流动资产	236.2	429.0	260.5	295.3	316.1	三费/营业收入	25.1%	20.7%	18.4%	16.7%	15.6%
资产总额	6,178.6	7,223.2	7,324.6	9,562.5	10,357.5	偿债能力					
短期债务	150.0	-	-	-	-	资产负债率	25.2%	26.9%	19.3%	26.8%	20.3%
应付账款	646.4	743.1	699.7	1,041.0	968.0	负债权益比	33.7%	36.8%	24.0%	36.7%	25.5%
应付票据	39.1	70.0	51.3	93.5	70.9	流动比率	2.96	2.62	3.85	2.92	3.91
其他流动负债	701.5	1,113.6	648.8	1,413.3	1,046.3	速动比率	1.97	1.73	2.46	2.01	2.68
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-52.91	-113.52	-83.60	-70.80	-64.22
其他非流动负债	20.8	17.4	16.1	18.1	17.2	分红指标					
负债总额	1,557.7	1,944.2	1,415.8	2,565.9	2,102.3	DPS(元)	0.19	0.15	0.28	0.35	0.43
少数股东权益	6.4	16.7	14.6	13.0	10.9	分红比率	31.6%	21.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	1,254.5	1,254.5	1,254.5	1,254.5	1,254.5	股息收益率	1.0%	0.8%	1.5%	1.9%	2.3%
留存收益	3,327.6	3,984.0	4,639.7	5,729.1	6,989.8						
股东权益	4,620.9	5,279.1	5,908.8	6,996.6	8,255.2						
						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	EPS(元)	0.60	0.71	0.92	1.17	1.43
净利润	753.5	895.4	1,157.4	1,464.3	1,788.7	BVPS(元)	3.68	4.19	4.70	5.57	6.57
加:折旧和摊销	91.8	99.4	102.0	116.2	147.0	PE(X)	31.1	26.2	20.3	16.0	13.1
资产减值准备	0.9	5.3	-	-	-	PB(X)	5.1	4.5	4.0	3.4	2.8
公允价值变动损失	-	-2.0	-	-	-	P/FCF	98.2	22.5	-184.1	13.2	44.1
财务费用	2.3	1.6	-18.3	-27.2	-36.6	P/S	9.2	7.9	6.5	5.4	4.6
投资损失	-70.7	-101.0	-64.3	-64.3	-64.3	EV/EBITDA	13.8	13.1	13.2	9.8	8.0
少数股东损益	-0.7	-0.5	-2.1	-1.6	-2.1	CAGR(%)	24.7%	25.9%	19.2%	24.7%	25.9%
营运资金的变动	-394.4	156.4	-1,026.8	372.6	-1,226.2	PEG	1.3	1.0	1.1	0.6	0.5
经营活动产生现金流量	924.6	1,001.3	147.9	1,860.0	606.6	ROIC/WACC	2.6	2.8	4.0	3.3	4.4
投资活动产生现金流量	-1,007.7	-529.9	273.8	-233.9	-139.5	REP	2.0	2.3	1.4	1.7	0.9
融资活动产生现金流量	-352.3	-230.6	-498.8	-353.8	-490.2						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

苏毓、符蓉声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82558073
范洪群		0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
杨晔		0755-82558046	yangye@essence.com.cn
巢莫雯		0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
王红彦		0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034