

今世缘 (603369)

证券研究报告

2017年04月28日

产品结构持续优化,“喜庆+”助力布局婚庆产业链

今世缘是江苏省白酒龙头企业。其中,“国缘”酒定位中国次高端白酒新锐品牌,“今世缘”酒定位喜庆缘分酒,“高沟”酒定位苏派老名酒。2016年公司营业收入为25.54亿元,同比增长5.34%;归母净利润为7.54亿元,同比增长10.07%,展现了稳健的业绩增长能力。公司产品品类完整,价格带齐全。定位于喜酒细分市场,在营销方式上也注重与品牌“缘”文化的结合,彰显差异化竞争优势。

江苏省白酒消费实力雄厚,品牌集中度较高。江苏省素有白酒消费传统,是酒类生产和消费大省,16年白酒产量位列全国第四,白酒业景气度较高。省内经济实力雄厚,GDP全国第二,预计消费升级加速。江苏省竞争格局呈现差异化,苏北主要被本土品牌占据,苏南市场洋河、今世缘与徽酒、川酒竞争。今世缘94%—95%的收入来源于省内,受益于洋河投入“新江苏”市场建设,为今世缘进一步拓展省内市场提供了契机。

产品结构持续优化,受益消费升级。公司特A+和特A类产品收入占比从2013年的57.6%增长到2016年的74.7%,且特A类白酒近三年的毛利率分别是80.4%、77.9%、78.6%,远超其他产品,毛利占公司总体的82.5%。公司坚定其持续扩大中高档市场的经营策略,收入端中高档快速增长,低档酒缩减产品,有所下滑。受益于苏北价格带向100元以上升级,苏南价格带向200—400元升级,预计以国缘为代表的公司主要利润增长点将会占据更大的市场份额。

省外重点开拓,“喜庆+”战略助力打开婚庆市场。在不断强化省内本土市场的同时,重点布局豫徽浙鲁等周边市场,400个营销网点正在稳步推进。公司积极发展电商销售业务,筹建电商部门,并完成了官方商城上线及微商城与京东平台对接。另外,我国婚庆市场发展前景广阔但鱼目混杂,集中度低,“喜庆+”战略稳步推进,有助于公司战略转型婚庆市场。目前线上今世缘已推出“喜庆家”电商平台,线下则推出了实体店喜铺。公司的招商优惠力度较大,通过喜庆+重点招商,不仅局限于婚喜宴,更有望涵盖客户婚庆、生日宴、朋友聚会、升学宴等各种丰富的日常消费情景。

盈利预测和投资建议:

公司是江苏白酒龙头企业,“国缘”和“今世缘”分别定位于次高端白酒和喜酒细分市场,产品结构持续优化,充分受益于省内消费升级,目前稳步推进“喜庆+”战略,布局婚庆产业链,前景可期。预计2017、2018、2019年净利润分别为8.43、9.48、10.49亿元,EPS分别为0.67、0.76、0.84元,对应PE20倍、18倍、16倍,对比行业的可比上市公司估值,给予17年25XPE,对应目标价16.5元,“买入”评级。

风险提示: 依赖单一市场的风险;消费需求转变的风险;消费升级不达预期风险

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,424.92	2,554.38	2,943.92	3,323.13	3,642.81
增长率(%)	1.05	5.34	15.25	12.88	9.62
EBITDA(百万元)	954.05	1,066.31	1,140.87	1,259.90	1,380.78
净利润(百万元)	685.25	754.16	843.32	948.43	1,049.26
增长率(%)	6.14	10.06	11.82	12.46	10.63
EPS(元/股)	0.55	0.60	0.67	0.76	0.84
市盈率(P/E)	25.21	22.91	20.48	18.21	16.46
市净率(P/B)	4.28	3.74	3.29	2.86	2.48
市销率(P/S)	7.12	6.76	5.87	5.20	4.74
EV/EBITDA	16.10	13.83	13.01	11.06	9.60

资料来源:wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/饮料制造
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	13.77元
目标价格	16.5元
上次目标价	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,254.50
流通A股股本(百万股)	680.75
A股总市值(百万元)	17,274.47
流通A股市值(百万元)	9,373.93
每股净资产(元)	3.99
资产负债率(%)	18.06
一年内最高/最低(元)	41.58/11.32

作者

刘鹏 分析师
SAC执业证书编号: S1110516070001
liupeng1@tfzq.com

丁一 分析师
SAC执业证书编号: S1110516120004
dingyi1@tfzq.com

股价走势

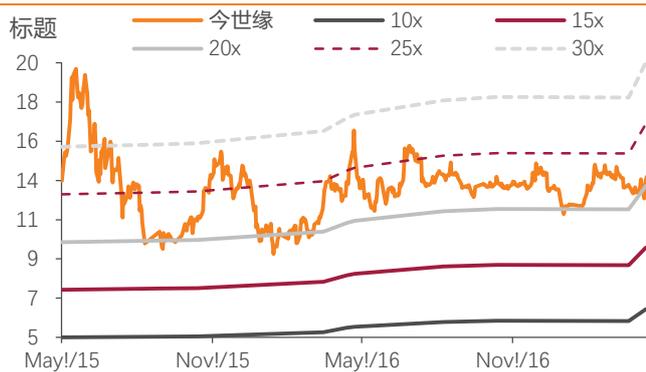


资料来源: 贝格数据

相关报告

PE-Band (公司报告必备)

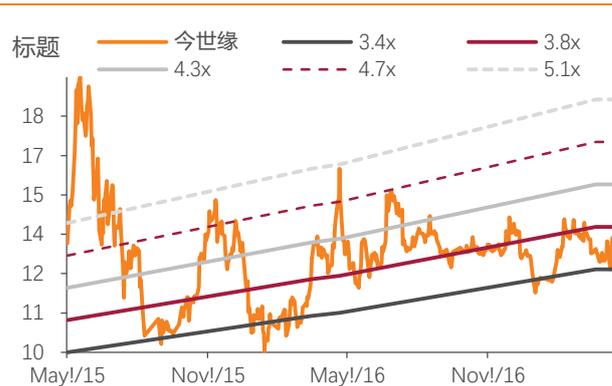
今世缘历史 PE Band



资料来源: 贝格数据, 天风证券研究所

PB-Band (公司报告必备)

今世缘历史 PB Band



资料来源: 贝格数据, 天风证券研究所

内容目录

1. 今世缘：品牌定位明确，细分喜酒领域	5
1.1. 品牌定位清晰，利润增长稳健	5
1.2. 品类完整，价格带齐全	5
1.3. 定位喜酒细分市场，注重品牌文化营销	7
1.4. 股权集中且稳定	8
2. 苏酒市场：消费实力雄厚，品牌集中度较高	9
2.1. 白酒业景气度高，发展空间广阔	9
2.2. 苏南、苏北差异性竞争格局	10
2.3. 今世缘精耕省内，受益于洋河省外拓展	10
3. 产品结构持续优化，受益消费升级	11
3.1. 中高档市场持续扩大，盈利能力稳健	11
4.2 消费升级带动价格带上移	14
4. 省外重点开拓，“喜庆+”战略助力打开婚庆市场	14
4.1. 加强渠道管理，省外重点开拓市场	14
4.2. “喜庆+”战略稳步推进，婚喜宴市场广阔	16
5. 估值与建议	17
6. 风险警示	18

图表目录

图 1: 公司营收及其同比增长率变化.....	5
图 2: 公司归母净利润及其同比增长率变化.....	5
图 3: 公司各产品价格带收入占比	6
图 4: 公司冠名央视大型寻亲类公益节目《今世缘等着我》	7
图 5: 公司颁发里约奥运江苏健儿奖励金	7
图 6: 今世缘国家 4A 级旅游景区	8
图 7: 公司广告投入情况.....	8
图 8: 公司股权结构	8
图 9: 全国白酒产量前十大省及其产量增速.....	9
图 10: 江苏省居民人均可支配收入变化情况 (单位: 元)	9
图 11: 江苏省和全国城镇居民人均年度消费支出: 酒和饮料 (单位: 元)	10
图 12: 公司在江苏省内的收入占比 (单位: 亿元)	11
图 13: 洋河在江苏省内的收入占比 (单位: 亿元)	11
图 14: 公司江苏省内销售分布情况.....	11
图 15: 公司各价格带产品收入占比.....	12
图 16: 公司各价格带产品收入变化 (单位: 亿元)	12
图 17: 公司各价格带产品毛利率变化情况.....	13
图 18: 公司与洋河毛利率对比.....	13
图 19: 公司各个价格带产品毛利占比.....	13
图 20: 公司不同渠道销售收入占比.....	15
图 21: 公司喜庆+项目开启	16
图 22: 2017-2021 年中国结婚登记人数预测 (单位: 万对)	16
图 23: 2017-2021 年中国婚庆市场规模预测 (单位: 亿元)	16
图 24: 2015 年我国平均婚庆花费情况	17
表 1: 公司各品牌系列产品	6
表 2: 公司各价格带产品收入增速	12
表 3: 公司今世缘、国缘主要产品价格.....	14
表 4: 公司经销商分布地域情况.....	15
表 5: 白酒业可比上市公司估值表	17

1. 今世缘：品牌定位明确，细分喜酒领域

1.1. 品牌定位清晰，利润增长稳健

公司主营业务为白酒生产和销售，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”。“国缘”酒定位中国次高端白酒新锐品牌，“今世缘”酒定位喜庆缘分酒，“高沟”酒定位苏派老名酒。

公司注重品牌文化营销，紧紧围绕“酒”和“缘”，不断丰富品牌价值，具有“中华缘文化代表品牌”的品牌地位、“中华缘文化传承人”的文化地位，今世缘“喜庆缘分酒”概念逐步成熟，国缘酒“江苏高端白酒创导品牌”市场地位确立、“中国次高端白酒新锐品牌”地位渐显。

2016 年公司营业收入为 25.54 亿元，同比增长 5.34%；归母净利润为 7.54 亿元，同比增长 10.07%，展现了稳健的业绩增长能力。2012 年下半年受限制“三公消费”等政策严格落实的持续影响，白酒业进入调整期，公司的销售业绩也出现下滑，2014 年，受宏观政策和白酒行业深度调整的影响，公司中高档产品销售下降，整体销售收入和归母净利润下降至谷底。公司及时调整传播策略，细分市场，以“中国人的喜酒”为品牌占位，聚焦“姻缘”，婚喜宴市场份额稳定增长，有效抵御了市场的负面冲击。2016 年公司业绩增长稳健，虽然营收还没有达到 2012 年的水平，但归母净利润已经显著超越 2012 年的水平。

图 1：公司营收及其同比增长率变化



资料来源：wind 天风证券研究所

图 2：公司归母净利润及其同比增长率变化



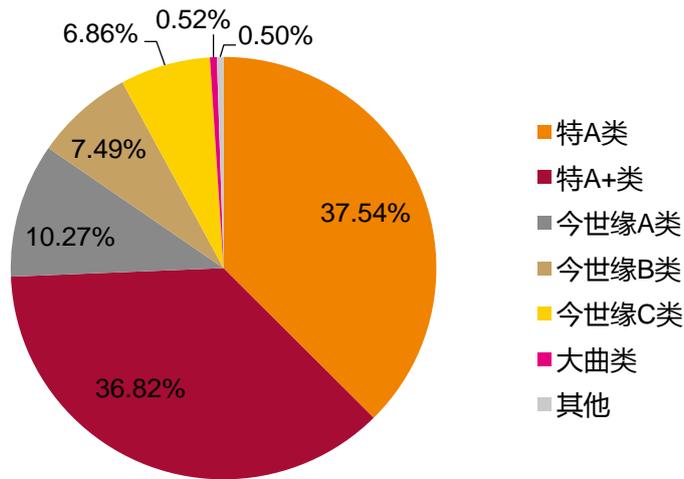
资料来源：wind 天风证券研究所

1.2. 品类完整，价格带齐全

公司白酒类产品以价位带分为特 A+类、特 A 类、A 类、B 类、C 类和 D 类。特 A+类为出厂指导价 300 元（含税，下同）以上的产品，特 A 类为 100—300 元价位带产品，这两类以国缘为主；A 类为 50—100 元价位带产品，B 类为 20—50 元价位带产品，C 类为 10—20 元价位带产品，这三类以今世缘系列为主；D 类为剩余白酒产品，主要是高沟。

2016 年，公司特 A 类和特 A+类产品对收入的占比分别是 37.54%和 36.82%，构成了公司的主要收入来源，定位于中高端产品的竞争对手主要是省内品牌洋河。“国缘”品牌创立于 2004 年 8 月，是“中国十大高端商务白酒”、中国外交部和驻外使领馆接待用酒、2010 上海世博会联合国馆专用白酒，也是公司的主打产品。“今世缘”品牌创立于 1996 年 8 月，是“中国十大文化名酒”、“中华婚宴首选品牌”，2016 年今世缘 A、B、C 类产品收入占比为 24.62%。高沟是“中华老字号”品牌，近年在公司收入占比中很少，主要是和公司产品定位以及发展战略有关，大曲系列收入占比。

图 3: 公司各产品价格带收入占比



资料来源: wind 天风证券研究所

表 1: 公司各品牌系列产品

品牌	主要竞争对手	示例
国缘	洋河梦之蓝、天之蓝	
今世缘	洋河海之蓝、洋河大曲、双沟珍宝坊	
高沟	汤沟、种子、敦煌古酿	

资料来源: 公司官网 天风证券研究所

1.3. 定位喜酒细分市场，注重品牌文化营销

公司“喜酒”的定位使其在细分领域具有竞争性优势，通过婚喜宴用酒和“缘”文化传播，打造未来新的增长点。近年来，受宏观消费环境影响，白酒行业发展趋缓。但公司及时调整传播策略，细分市场，今世缘酒以“喜庆缘分酒”为消费概念，聚焦“姻缘”，拓展喜庆用酒市场，国缘酒以“中国次高端白酒新锐品牌”为市场定位，聚焦特定人群精准推广。

缘文化和喜庆文化是今世缘品牌的优势资源，通过与品牌文化相结合，公司的特色营销活动颇见成效。公司不断加大品牌硬性广告投入，注重品牌软性传播和新媒体传播，主要采用电视、网络节目冠名和活动赞助的方式。公司先后冠名了《今世缘等着我》、《完美婚礼》以及《缘来非诚勿扰》，曾中标过《新闻联播》后 10 秒标版组合广告，2017 年，公司以江苏综艺两档品牌栏目《今世缘·缘来不晚》、《今世缘·缘定今生》为依托进行品牌营销。同时，公司注重事件营销，积极介入、主动策划各种公关活动，积极参与各类社会公益活动。公司多次重金支持江苏奥运健儿出征，向江苏省发展体育基金会捐赠 800 万元设立“今世缘体育基金”；关注贫困地区及群体，向江苏省民政提交了“今世缘扶贫济困基金会”设立申请；联合江苏综艺频道携手全省 200 多婚庆企业共同举办首届江苏婚礼 T20 战略合作峰会。另外，以北厂区高沟酒非遗保护区、东厂区今世缘展示中心等项目为重点，推进今世缘国家 4A 级旅游景区创建。

图 4：公司冠名央视大型寻亲类公益节目《今世缘等着我》



资料来源：公司官网 天风证券研究所

图 5：公司颁发里约奥运江苏健儿奖励金



资料来源：公司官网 天风证券研究所

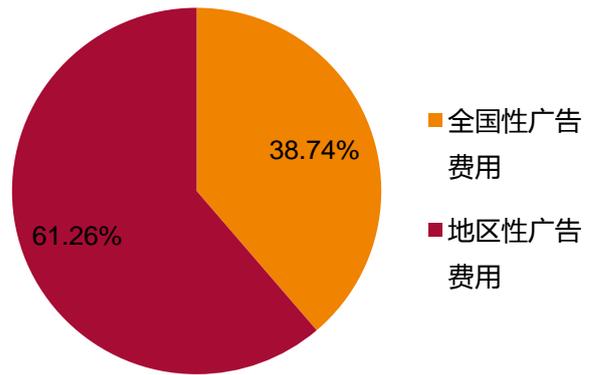
公司 2016 年广告费为 2.09 亿元，同比增长了 19.57%，占公司营业收入的 8.2%。在白酒业进入深度分化期，酒企之间形成挤压式竞争，只有品牌、渠道均有较强优势并能主动转型适应变化的企业，才能提升市场份额，这样看公司的广告费用增加也是合理的竞争手段。通过精心打造，国缘已成为继茅台、五粮液之后中国外交部和驻外使领馆第三大接待用酒，今世缘在婚喜宴市场形成了较大的品牌张力，畅销于省内喜庆酒市场，呈现加速增长的趋势。

图 6：今世缘国家 4A 级旅游景区



资料来源：公司官网 天风证券研究所

图 7：公司广告投入情况



资料来源：wind 天风证券研究所

1.4. 股权集中且稳定

公司是由江苏今世缘酒业有限公司整体变更而来，今世缘有限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。公司的控股股东即为今世缘集团有限公司，实际控制人为涟水县人民政府。第一大股东持股比例为 44.72%。公司股权清晰且稳定。

公司形成了较为合理的股权结构。股东中既有作为公司控股股东的国有独资公司，也有管理层、公司中层以上管理人员以及业务和技术骨干共同持股的公司、还有专业投资公司、文化创意公司、白酒行业咨询公司。该等股东之间已构成了良好的协同关系，保证了公司能制定并实施长期稳定的发展战略。

图 8：公司股权结构



说明：2015年12月14日，涟水县城资产经营有限公司名称变更为江苏安东控股集团有限公司

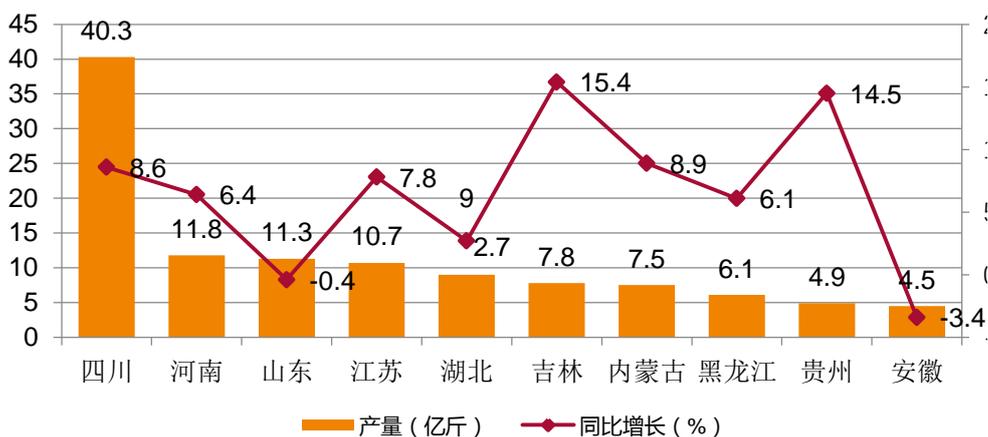
资料来源：wind 天风证券研究所

2. 苏酒市场：消费实力雄厚，品牌集中度较高

2.1. 白酒业景气度高，发展空间广阔

江苏素有白酒消费传统，是酒类生产和消费大省，白酒业景气度高。2016年，全国白酒总产量为135.84亿升，江苏省白酒产量为10.7亿斤，位列全国第四。江苏省的白酒产量增速为7.8%，远超过全国3.5%的增速水平。销售收入305.62亿元，较上年增长7.25%；实现利润109.45亿元，同比增长11.20%。

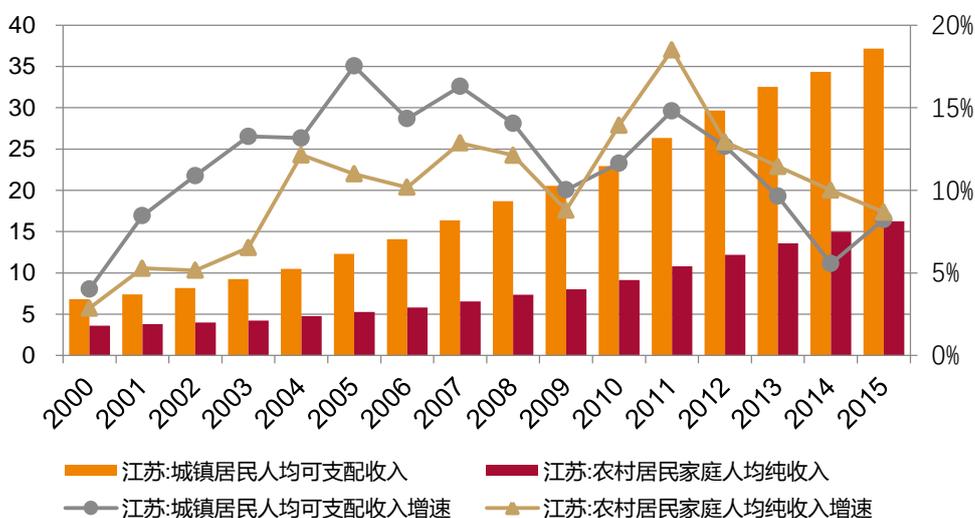
图9：全国白酒产量前十大省及其产量增速



资料来源：wind 天风证券研究所

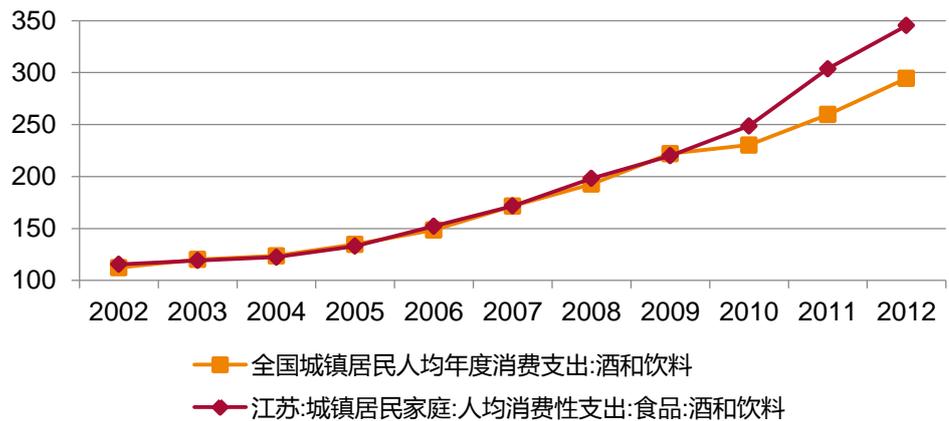
江苏省GDP全国第二，白酒的消费在我国具有深厚的群众基础和广阔的市场。限三公消费对于大众消费影响有限，白酒大众消费受传统理念的影响，仍具有刚性需求的特点，更多受经济发展状况、居民收入水平、居民消费结构等宏观经济因素的影响。随着江苏省经济实力的增强，民众对白酒消费的需求和品质都相应提升，有助于白酒业实现产品升级。2000年以来，江苏省居民人均可支配收入稳步提升，增速可观，且近几年江苏省人均酒和饮料年度消费支出高于全国水平，2015年全国人均酒水支出为295元，而江苏省这一数据是345元，江苏白酒市场展现了良好的发展前景。随着城市化进程的逐步深化，在居民收入增长带动下购买力增强的趋势仍然可以预期，预计江苏白酒业仍将维持一定的增长。

图10：江苏省居民人均可支配收入变化情况（单位：元）



资料来源：wind 天风证券研究所

图 11: 江苏省和全国城镇居民人均年度消费支出: 酒和饮料 (单位: 元)



资料来源: wind 天风证券研究所

2.2. 苏南、苏北差异性竞争格局

江苏省白酒业潜力较大, 市场竞争较为激烈, “三沟一河” 是省内品牌的典型代表, 洋河、今世缘 (高沟)、双沟的产品分别定位于高中低档。其中, 洋河在江苏省具有寡头的优势, 其市场覆盖全省, 其他品牌多具有地域属性, 销量集中于省内外周边特定区域。根据地域上的差异, 省内竞争主要分为苏南、苏北两个市场。江苏省苏南包括苏州、无锡、常州、镇江, 苏中包括扬州、泰州、南通, 苏北包括宿迁、连云港、徐州。

苏北白酒市场上, 省内品牌占据了约 75% 的市场份额, “三沟一河” 即洋河、今世缘、双沟和汤沟也主要集中在这一市场, 构成了这一市场的主要品牌。苏北市场上徐州是个例外, 该地在四省交界处, 徽酒和川酒产品表现较好, 如迎驾贡酒、五粮醇、口子酒、高炉家等。

苏南市场则主要是省内品牌、徽酒与川酒的竞争, 整体上省外品牌占据优势。中高档市场主要由徽酒迎驾贡、口子、高炉家占据, 川酒五粮醇、五粮春的市场份额开始减少, 本土品牌洋河和今世缘较为活跃。

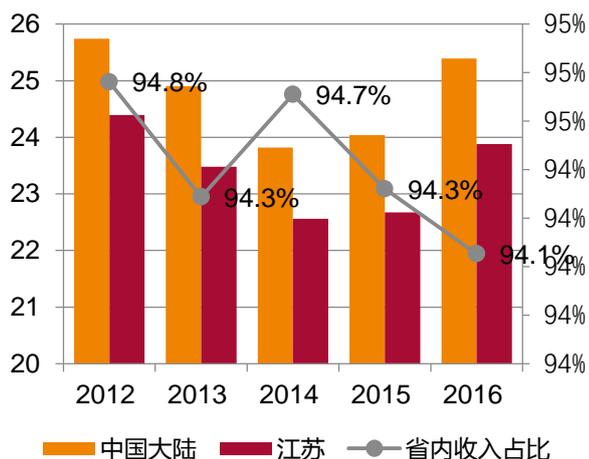
地区环境及市场消费者结构及消费水平对江苏省传统白酒的发展产生了积极作用。白酒业黄金十年里, 无论大小酒企均获得了宽松的成长空间, 但进入行业调整期后, 企业间挤压式发展的趋势逐步呈现, 传统白酒生产企业在资金、规模、品牌上的优势逐渐体现, 江苏省白酒行业集中度有望出现上升的势头。

2.3. 今世缘精耕省内, 受益于洋河省外拓展

江苏是目前今世缘白酒产品最重要的市场, 占据绝对的主导地位。公司之前一直坚持稳健经营的原则, 销售以省内为主, 近五年江苏省收入占比达 94%—95%。公司产品在淮安、南京和盐城地区表现较好, 其他地区仍有较大的拓展空间。

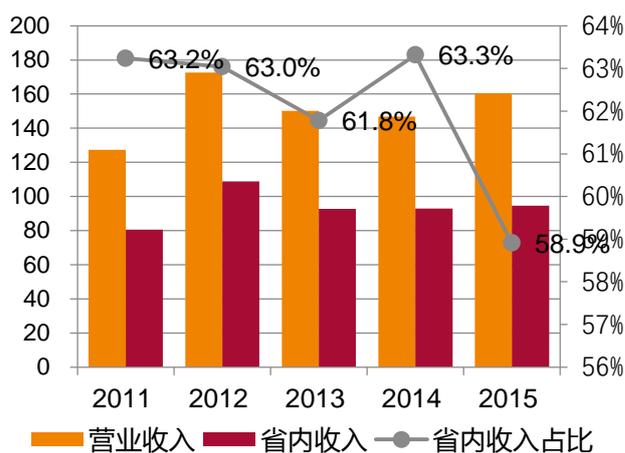
受益于省内寡头企业洋河不断拓展省外市场份额, 投入 “新江苏” 市场建设, 省内收入减少, 为今世缘进一步拓展省内市场提供了契机。

图 12：公司在江苏省内的收入占比（单位：亿元）



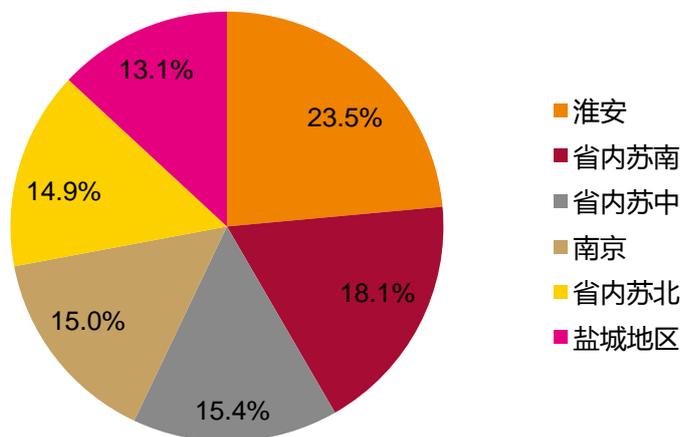
资料来源：wind 天风证券研究所

图 13：洋河在江苏省内的收入占比（单位：亿元）



资料来源：wind 天风证券研究所

图 14：公司江苏省内销售分布情况



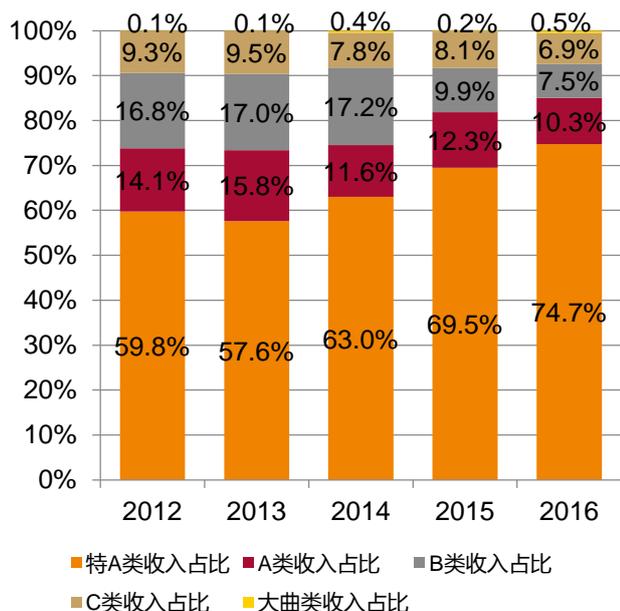
资料来源：wind 天风证券研究所

3. 产品结构持续优化，受益消费升级

3.1. 中高档市场持续扩大，盈利能力稳健

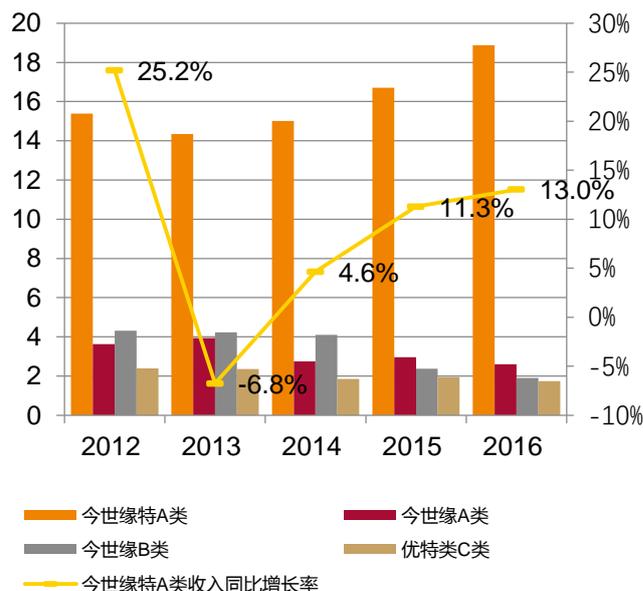
2016 年度，公司产品结构持续优化，中高档产品占比进一步提高。公司特 A+和特 A 类产品占白酒总收入的比例不断提高，从 2013 年的 57.6%增长到 2016 年的 74.7%。2016 年，特 A+类和特 A 类（这两类即国缘系列）收入分别上升 21%、6%，公司特 A 系列（含特 A+和特 A 类）保持稳定增长，2014—2016 年产品收入同比增长率分别为 4.6%、11.3%和 13%，而今世缘 A 类、B 类、C 类产品价格在 100 元以下，该价格带产品的收入在近三年都有不同幅度的减少。公司收入的表现符合其持续扩大中高档市场的经营策略。

图 15：公司各价格带产品收入占比



资料来源：wind 天风证券研究所

图 16：公司各价格带产品收入变化（单位：亿元）



资料来源：wind 天风证券研究所

表 2：公司各价格带产品收入增速

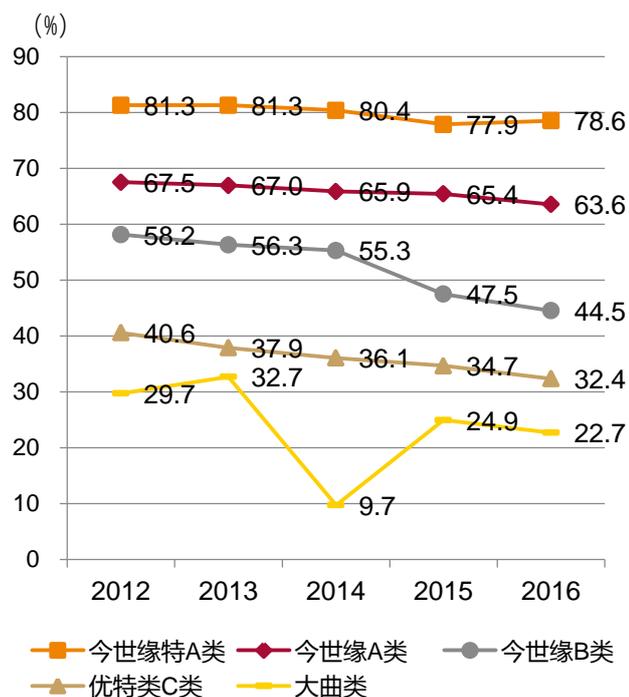
	2012	2013	2014	2015	2016
特 A 类收入同比增长率	25.2%	-6.8%	4.6%	11.3%	13.0%
A 类收入同比增长率	29.1%	8.5%	-30.0%	7.8%	-12.1%
B 类收入同比增长率	1.0%	-1.9%	-3.2%	-42.0%	-20.0%
C 类收入同比增长率	-16.0%	-0.9%	-21.8%	5.3%	-10.6%

资料来源：wind 天风证券研究所

从毛利率对比来看，档次越高，毛利率越高。公司特 A 类白酒近五年的毛利率分别是 81.3%、81.3%、80.4%、77.9%、78.6%，远远超过百元以下价格带产品的毛利率。公司特 A 类和 A 类产品的毛利率基本相对稳定，而其他系列产品包括 B、C、大曲毛利率有所下降。整体上，2012—2016 年公司白酒毛利率分别为 71.66%、70.64%、70.64%、69.75%、70.96%，省内龙头企业洋河 2012—2015 年的毛利率分别为 64.26%、61.31%、61.51%、63.25%，对比今世缘毛利率较为可观。

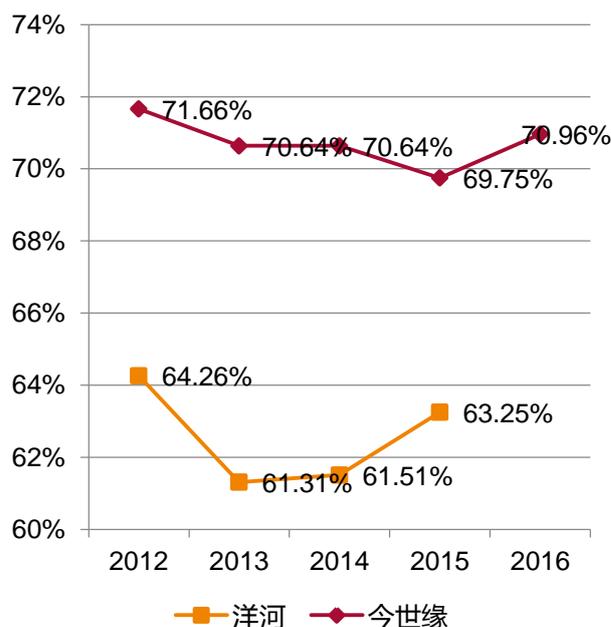
由于公司特 A 类产品毛利率显著拉开其他产品，且收入占比不断攀升，成为公司主要的毛利来源，2016 年特 A 类产品的毛利占公司总体的 82.5%。今世缘 A 类产品的毛利占比为 9.2%，B 类产品毛利占比不足 5%。

图 17: 公司各价格带产品毛利率变化情况



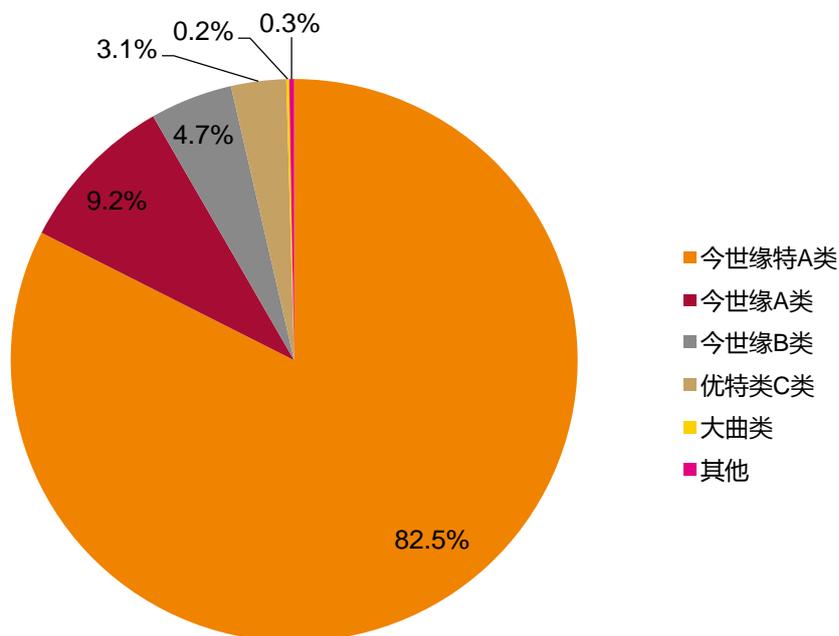
资料来源: wind 天风证券研究所

图 18: 公司与洋河毛利率对比



资料来源: wind 天风证券研究所

图 19: 公司各个价格带产品毛利占比



资料来源: wind 天风证券研究所

4.2 消费升级带动价格带上移

受国家严控三公消费政策的影响，高档白酒的消费受到巨大的影响，全行业产品结构开始出现调整，白酒产品的竞争逐步从高端市场的竞争转向中端市场的抢占。一方面，随着公务消费的减少，高端白酒需求量的萎缩不会在短期内恢复，现有的高端白酒消费客户主要以商务消费为主，且偏好全国性高端一线品牌和部分区域高端产品，其对品牌的认可度相对固定，市场增量有限。另一方面，中端白酒市场多以刚性需求为主，受高端阶层消费意志影响较小，市场化程度较高且市场空间广阔。原来中端市场多由区域性二线白酒企业占据，随着一线白酒向中端市场的投入加大，中端白酒市场竞争逐步加剧。

目前，省内苏南价格带向 200—400 元升级，苏北价格带向 100 元以上升级。公司特 A+ 类和特 A 类产品全面受益于消费升级，而公司产品结构也在不断升级，预计以国缘为代表的公司主要利润增长点将会占据更大的市场份额。

表 3：公司今世缘、国缘主要产品价格

品牌	定位	主要产品	价格区间
国缘	中高端	国缘 V6	1280
		国缘 V3	780
		国缘 K5	518—568
		国缘 K3	378—388
		国缘四开	438—588
		国缘双开	298—428
		国缘单开	198—268
		国缘柔雅	283—338
		国缘淡雅	156—168
		今世缘	中低端
典藏 15	238—268		
典藏 12	158		
典藏 10	132—158		
典藏 5	92—108		
典藏 3	48		
典藏福缘	238		
典藏吉缘	158		
典藏祥缘	88		

资料来源：京东、1 号店 天风证券研究所

公司中高端产品保持增长，低端精简产品，强化大单品战略。国缘四开目前约 10 亿规模，春节期间获得 20%+ 的增速（销售口径），对开四开总体增速约 35%，今世缘五年微增，十年增速较快。公司产品价格较为稳定，主要采取精简产品的策略，如国缘淡雅将逐渐用今世缘去代替，今世缘 B 类、C 类部分产品将会用高沟品牌产品线补充代替。

4. 省外重点开拓，“喜庆+”战略助力打开婚庆市场

4.1. 加强渠道管理，省外重点开拓市场

公司产品的主要销售模式分为经销模式和直销模式，经销模式针对的渠道为经销商，直销模式针对的渠道为：团购、商超、酒店以及零售等。2016 年，经销商模式销售金额占总收入的比例约 97%。公司销售模式以“1+1”深度协销模式为主，实行分产品、分区域管理，

面向全国各地市场招商，2016 年年末，省内经销商有 280 家，省外 245 家。此外，对商超系统、重点团购客户等实行直销，江苏省内淮安和南京市区有部分直销，江苏省外上海和北京也有部分直销。省内市场由精耕工程升级为“对标工程”，分类提升；省外市场进一步聚焦资源、精准推广。

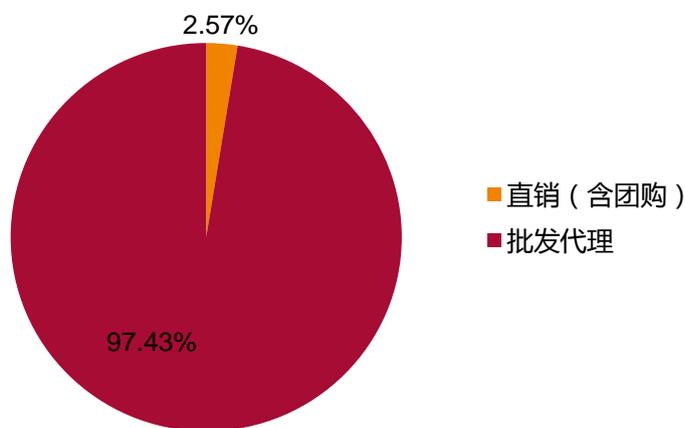
公司此前深耕省内发展，形成较强的地区品牌优势，现提出在不断强化省内本土市场的同时，重点布局豫徽浙鲁等周边市场，进一步扩大品牌影响力。另外，公司 2016 年 11 月筹建电商部门，积极发展电商销售业务，开展新零售探索，实现全网营销，并完成了官方商城上线及微商城与京东平台对接。

表 4: 公司经销商分布地域情况

区域	2016 年末经销商数量	2016 年增加数量	2016 年减少数量
省内	280	10	
淮安地区	20	6	
南京地区	63	27	
盐城地区	19		3
苏南	55		5
苏中	51		9
苏北	72	2	8
省外	245	16	

资料来源: wind 天风证券研究所

图 20: 公司不同渠道销售收入占比



资料来源: wind 天风证券研究所

公司致力于营销管理信息化，自 2014 年起实施移动营销项目，和已有的 SAP 系统实现对接，构成以今世缘为核心的全价值链协同管理，通过厂商打通的绩效管理，建立一条通畅的理念、绩效压力、费用与利益、信息乃至人际关系的传递通道，从营销后台—营销中心—办事处—经销商—分销商—终端门店，直至核心消费者（会员），形成厂家主导、厂商分工协作的深度协销体系，实现全渠道营销管控；帮助客户建立团队，建立专业常态、分层分类、实践实效的学习、培训和持续改进机制，在分级管理基础上，通过与物流补贴、人员组织配置、移动营销奖励、渠道建设投入挂钩，引导支持经销商壮大升级。

4.2. “喜庆+” 战略稳步推进，婚喜宴市场广阔

2015 年 10 月 27 日，今世缘·凯思拉克红酒及今世缘文创产品在第 93 届全国糖酒商品交易会上亮相，标志着“今世缘喜庆+”模式全面启动，该项目定位打造国内领先的喜庆消费一站式平台，成为今世缘重要增长目标，未来将对公司中长期发展形成多点支撑。

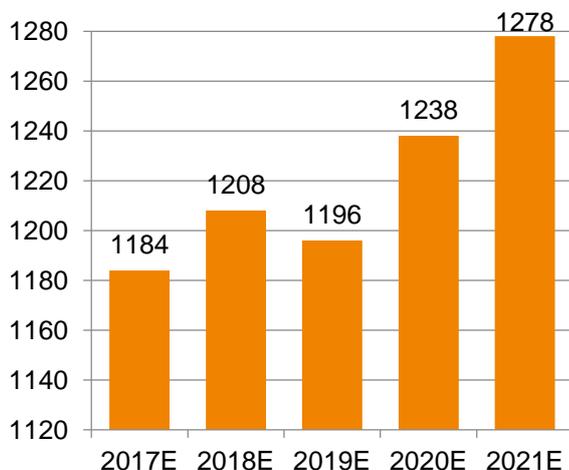
图 21：公司喜庆+项目开启



资料来源：公司官网 天风证券研究所

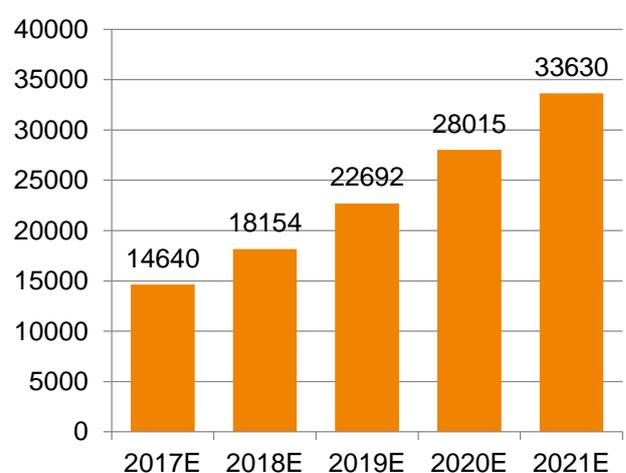
“男大当婚，女大当嫁”，我国婚庆市场前景广阔，但该市场鱼目混杂，集中度低，有待整合。2015 年我国办理结婚登记 1224.7 万对，平均每对新人花费 10 万，从婚礼筹备到婚礼举办再到之后的蜜月旅行，婚庆年产值巨大，全国婚庆市场年消费超过 10000 亿元，涉及 40 多个相关产业，其中白酒消费超过 1600 亿。预计 2017 年我国婚庆市场规模将达到 14640 亿元，未来五年（2017-2021）年均复合增长率约为 23.11%，2021 年市场规模将达到 33630 亿元。这个庞大的市场分布着不计其数的服务商，但论及龙头企业却还没有诞生，市场规范性较低，不言而喻，打造一条全产业链服务的企业将能占据先机。

图 22：2017-2021 年中国结婚登记人数预测（单位：万对）



资料来源：中国产业信息网 天风证券研究所

图 23：2017-2021 年中国婚庆市场规模预测（单位：亿元）



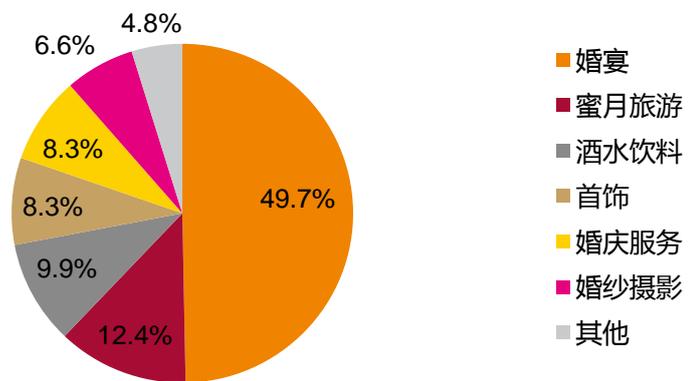
资料来源：中国产业信息网 天风证券研究所

今世缘以构建“今世缘喜庆+”项目为重点，充分发挥今世缘的品牌优势，发展特色的文

创产品，重点开发和利用婚喜庆产品。线上，今世缘已推出“喜庆家”电商平台，线下，今世缘则推出了实体店——喜铺。2016年“喜庆+”线下喜铺形象店增至80家，覆盖江苏所有地级市及县区。目前喜铺已系统规划了单店盈利模式、连锁经营合作模式，为消费者提供一站式的婚喜庆解决方案。通过建立线上线下一体化网络，并适时通过多种方式与众多的婚庆机构合作，由“卖产品”向“卖文化”转变。

喜庆+项目分为两个战略：首先助力公司的白酒销售，进而整合中国婚庆产业链。今世缘喜庆+作为婚喜庆行业的整合者，将积聚行业内优质的婚喜庆服务商家入驻到今世缘喜庆+平台。通过整合第三方服务，为目标群体成功输出婚喜庆整体解决方案，从恋爱、结婚到婚后蜜月旅游，实现产业链的整体打通。未来，今世缘将依托喜庆+平台推出三级分销二级分佣平台销售体系，助力婚庆公司拓展赢利新空间。

图 24：2015 年我国平均婚庆花费情况



资料来源：婚博网 天风证券研究所

并且，公司的招商优惠力度较大，通过喜庆+重点招商，不仅局限于婚喜宴，更有望涵盖客户婚庆、生日宴、朋友聚会、升学宴等各种丰富的日常消费情景。随着公司整合产业资源、树立服务品牌等各项活动的开展，打造公司未来新的增长点。

5. 估值与建议

公司是江苏白酒龙头企业，“国缘”和“今世缘”分别定位于次高端白酒和喜酒细分市场，产品结构持续优化，充分受益于省内消费升级，目前稳步推进“喜庆+”战略，布局婚庆产业链，前景可期。预计 2017、2018、2019 年净利润分别为 8.43、9.48、10.49 亿元，EPS 分别为 0.67、0.76、0.84 元，对应 PE20 倍、18 倍、16 倍，对比行业的可比上市公司估值，给予 17 年 25XPE，对应目标价 16.5 元，“买入”评级。

表 5：白酒业可比上市公司估值表

代码	简称	EPS(元)			PE		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
600519.SH	贵州茅台	13.31	16.43	19.99	25	25	20
002304.SZ	洋河股份	3.79	4.37	5	23	20	17
000858.SZ	五粮液	1.79	2.17	2.52	20	21	19
000568.SZ	泸州老窖	1.38	1.78	2.23	28	27	21
603589.SH	口子窖	1.36	1.67	2	26	21	18

603198.SH	迎驾贡酒	0.85	0.94	1.09	28	24	21
600809.SH	山西汾酒	0.73	0.9	1.12	44	35	29
000596.SZ	古井贡酒	1.66	1.98	2.35	32	27	23
000860.SZ	顺鑫农业	0.72	0.84	1.05	37	24	19
600702.SH	沱牌舍得	0.24	0.57	0.94	131	48	29
600779.SH	水井坊	0.42	0.63	0.87	61	40	29
600197.SH	伊力特	0.63	0.79	0.99	22	23	19
平均						28	

资料来源：wind 一致预测 天风证券研究所

6. 风险警示

依赖单一市场的风险；消费需求转变的风险；消费升级不达预期风险

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,434.22	997.81	1,768.07	2,635.02	3,292.53	营业收入	2,424.92	2,554.38	2,943.92	3,323.13	3,642.81
应收账款	38.90	38.31	65.38	(36.10)	(39.58)	营业成本	727.35	741.70	853.74	963.71	1,064.79
预付账款	23.50	13.61	45.11	15.27	49.14	营业税金及附加	253.54	245.43	295.24	333.34	360.25
存货	1,382.59	1,514.43	1,597.56	1,993.27	1,905.28	营业费用	440.10	467.22	537.27	606.47	661.17
其他	1,290.04	1,980.58	1,380.47	1,549.76	1,641.60	管理费用	194.05	193.35	221.97	267.51	286.33
流动资产合计	4,169.25	4,544.73	4,856.59	6,157.22	6,848.97	财务费用	(24.21)	(18.45)	(24.26)	(40.16)	(54.06)
长期股权投资	0.00	8.92	8.92	8.92	8.92	资产减值损失	0.77	0.89	0.80	0.82	0.84
固定资产	698.45	741.42	743.75	759.61	770.60	公允价值变动收益	(0.20)	0.00	0.07	(0.04)	0.01
在建工程	37.31	37.91	58.75	83.25	79.95	投资净收益	63.93	70.68	45.11	45.11	45.11
无形资产	148.84	126.09	102.19	78.29	54.39	其他	(127.47)	(141.37)	(90.36)	(90.14)	(90.24)
其他	369.54	719.56	639.21	652.27	662.84	营业利润	897.03	994.93	1,104.35	1,236.51	1,368.62
非流动资产合计	1,254.14	1,633.90	1,552.81	1,582.34	1,576.69	营业外收入	8.42	16.97	10.64	12.01	13.20
资产总计	5,423.39	6,178.63	6,409.40	7,739.55	8,425.65	营业外支出	2.69	6.14	3.42	4.08	4.55
短期借款	300.01	150.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	902.76	1,005.76	1,111.57	1,244.43	1,377.28
应付账款	507.84	646.38	531.66	822.17	718.54	所得税	220.24	252.30	271.19	298.66	330.55
其他	563.62	740.56	608.01	856.93	727.43	净利润	682.51	753.46	840.38	945.77	1,046.73
流动负债合计	1,371.47	1,536.94	1,139.67	1,679.09	1,445.97	少数股东损益	(2.74)	(0.71)	(2.94)	(2.66)	(2.53)
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	685.25	754.16	843.32	948.43	1,049.26
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.55	0.60	0.67	0.76	0.84
其他	10.00	20.79	10.26	13.68	14.91						
非流动负债合计	10.00	20.79	10.26	13.68	14.91						
负债合计	1,381.47	1,557.73	1,149.93	1,692.78	1,460.88	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	8.23	6.43	3.64	1.02	(1.45)	成长能力					
股本	501.80	1,254.50	1,254.50	1,254.50	1,254.50	营业收入	1.05%	5.34%	15.25%	12.88%	9.62%
资本公积	993.61	742.71	742.71	742.71	742.71	营业利润	5.74%	10.91%	11.00%	11.97%	10.68%
留存收益	3,531.89	3,327.61	4,001.32	4,791.25	5,711.72	归属于母公司净利润	6.14%	10.06%	11.82%	12.46%	10.63%
其他	(993.61)	(710.35)	(742.71)	(742.71)	(742.71)	获利能力					
股东权益合计	4,041.92	4,620.91	5,259.46	6,046.77	6,964.77	毛利率	70.00%	70.96%	71.00%	71.00%	70.77%
负债和股东权益总计	5,423.39	6,178.63	6,409.40	7,739.55	8,425.65	净利率	28.26%	29.52%	28.65%	28.54%	28.80%
						ROE	16.99%	16.34%	16.05%	15.69%	15.06%
						ROIC	31.16%	28.50%	28.12%	32.23%	36.89%
						偿债能力					
						资产负债率	25.47%	25.21%	17.94%	21.87%	17.34%
						净负债率	-11.25%	-8.24%	7.79%	-10.53%	-13.75%
						流动比率	3.04	2.96	4.26	3.67	4.74
						速动比率	2.03	1.97	2.86	2.48	3.42
						营运能力					
						应收账款周转率	55.50	66.17	56.78	227.02	-96.27
						存货周转率	1.84	1.76	1.89	1.85	1.87
						总资产周转率	0.49	0.44	0.47	0.47	0.45
						每股指标(元)					
						每股收益	0.55	0.60	0.67	0.76	0.84
						每股经营现金流	0.56	0.74	0.79	0.83	0.60
						每股净资产	3.22	3.68	4.19	4.82	5.55
						估值比率					
						市盈率	25.21	22.91	20.48	18.21	16.46
						市净率	4.28	3.74	3.29	2.86	2.48
						EV/EBITDA	16.10	13.83	13.01	11.06	9.60
						EV/EBIT	17.60	15.10	13.74	11.65	10.08

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com