

公司研究/首次覆盖

2017年03月10日

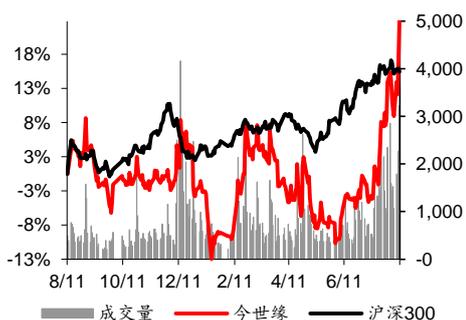
食品饮料/饮料制造 II

投资评级: 买入 (首次评级)

当前价格(元): 16.19
合理价格区间(元): 21.3-24.3

贺琪 执业证书编号:
S0570515050002
研究员 0755-22660839
heqi@htsc.com
王楠 执业证书编号:
S0570516040004
研究员 010-63211166
wangnan2@htsc.com
李晴 021-28972093
联系人 liqing3@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

区域次高端, 经营稳健安全边际高 今世缘(603369)

三四线城市消费升级显著, 地方性次高端名酒量价齐升

接替 2016 年高端白酒行情之后, 今年次高端白酒行情升温。2016 年次高端扩容明显, 规模整体增长 10%, 且集中度较低, CR3 仅为 16%, 未来次高端名酒上升空间仍然很大, 存在板块性机会。今年以来三四线城市房价补涨, 居民财富效应显现, 三四线城市消费力攀升将推动地方名酒消费升级。下一波白酒行情将瞄准具有品牌优势的地方名酒, 江苏今世缘在 300-500 元次高端价格带拥有明星产品布局的地产酒, 受益于次高端的整体扩容和江苏省内消费升级, 在下轮行情中是较具看点的标的之一。

地产名酒优势: 产品结构清晰, 品牌实力雄厚

今世缘酒业的前身是江苏高沟酒厂, 高沟酒属于浓香型白酒, 具有“国家优质酒”称号。1995 年被国家技术监督局认定为全国浓香型白酒标准样品。公司拥有“国缘”、“今世缘”、“高沟”三个著名品牌, 卡位高中低端价格带, 定位清晰。自创牌以来, 多企业荣获项荣誉称号, “国缘”、“今世缘”成为“中国驰名商标”, “高沟”成为“中华老字号”。

成长性明显: 国缘系列高增长, 市场份额提升潜力大

国缘系列定位次高端, 2017 年上半年收入占比超过 50%, 公司产品分类中的特 A+ 基本为国缘系列中对开及以上的次高端价格带产品, 2017H1 收入占比 43%。特 A+ 2016 年同比增长 20%, 2017 年上半年增速提升至 36%, 国缘对开、四开上半年取得了超过 40% 的高增长。我们估算在次高端及以上价位段, 洋河省内市占率可以达到 72%, 今世缘约为 11%。今世缘目前规模尚小, 市场份额提升的空间较大。由于国缘的强劲增长, 公司产品结构改善显著。2017 年中报公司毛利率达到 70.7%, 较 2016 年同期上升 0.9 个百分点, 净利率达到 36%。

防火墙稳固: 深耕江苏市场, 分享省内消费升级红利

公司绝大部分销售收入来源于省内, 近年来洋河重点投入“新江苏市场”, 得益于洋河发展中心的转移, 今世缘及时深耕省内市场, 加大省内广告费用投放。2015 年以来, 公司致力于省内渠道下沉, 对经销商的把控能力增强, 建立了防火墙。公司学习洋河精细化操作, 但没有全盘模仿洋河人海战术, 而是将渠道从一级经销主导向深度协销转变。参与深度协销的经销商, 公司给予政策支持。目前这项工作已经从县区级下沉至乡镇级、街道办。公司对待经销商政策合理, 长期以来培养了一批忠诚度较高的经销商。

性价比之选: 经营稳健, 估值具有安全边际

今世缘作为高管持股比例高达 15.64% 的国有企业, 公司经营相对稳健、目标长远。经测算, 预计公司 2017-2019 年归母净利润增速分别为 26.63%、26.09% 和 20.71%。同业可比公司 2017 年 PE 平均为 36 倍, 我们认为公司受益于消费升级的同时不断深化自身产品结构升级, 公司将保持稳健增长的趋势, 由于公司区域性较强, 省外拓展进展缓慢, 给予公司 2017 年 28-32 倍的 PE 估值, 对应目标价 21.3-24.3 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 宏观经济表现不佳, 省内竞争压力加剧, 消费升级低于预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,255
流通 A 股 (百万股)	1,255
52 周内股价区间(元)	11.76-16.19
总市值 (百万元)	20,310
总资产 (百万元)	6,304
每股净资产(元)	4.00

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	2,425	2,554	3,020	3,539	4,108
+/-%	1.05	5.34	18.22	17.19	16.08
归属母公司净利润(百万元)	685.25	754.16	954.97	1,195	1,442
+/-%	6.14	10.06	26.63	25.09	20.71
EPS (元, 最新摊薄)	0.55	0.60	0.76	0.95	1.15
PE (倍)	29.64	26.93	21.27	17.00	14.09

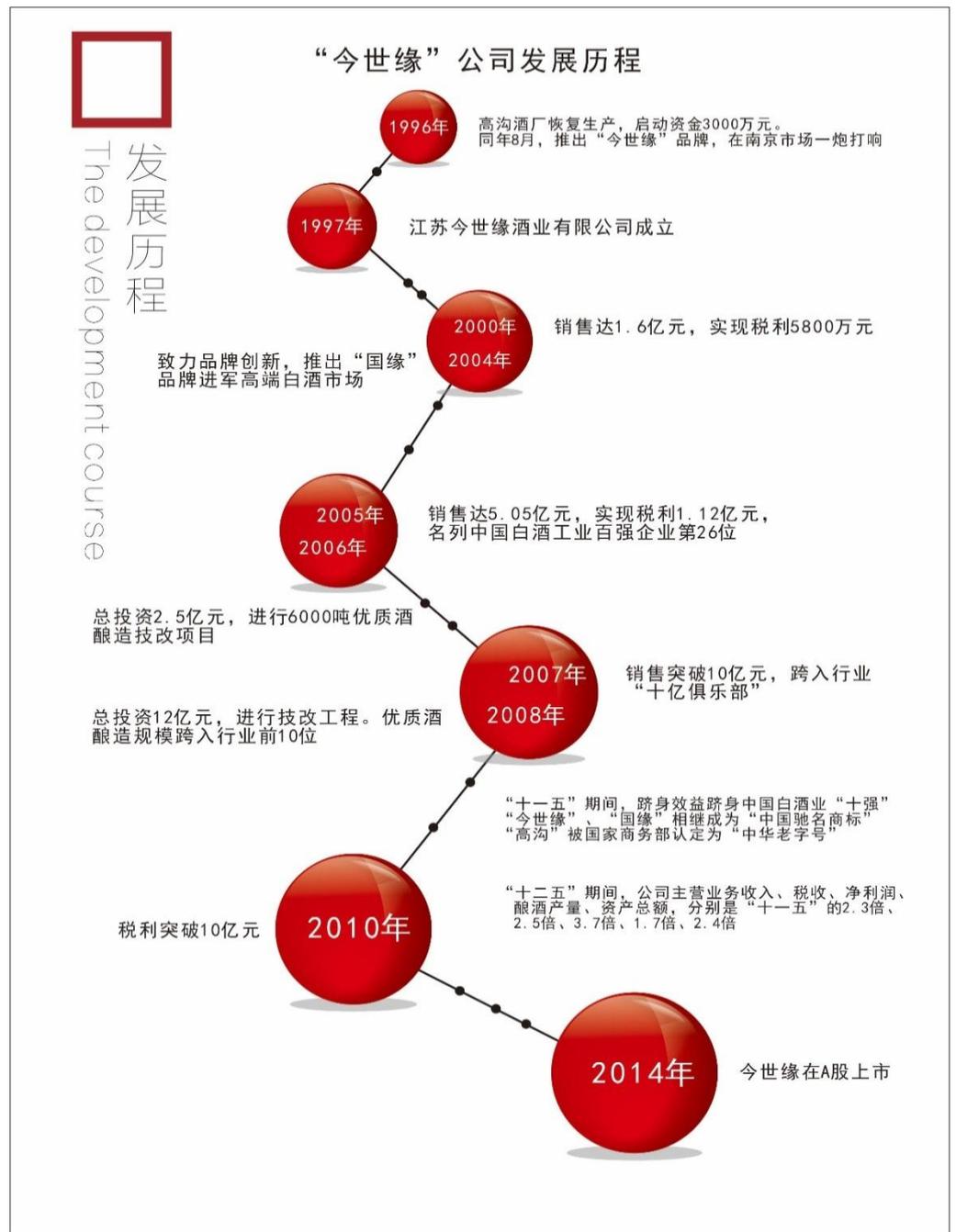
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

产品结构清晰，立足江苏大本营市场

历史悠久，产品卡位中高低价位带

江苏今世缘酒业股份有限公司地处开国总理周恩来的故乡淮安，坐落在全国文明乡镇高沟。今世缘酒业的前身是江苏高沟酒厂。高沟酿酒，历史悠久，源远流长。高沟酒属于浓香型白酒，具有“国家优质酒”称号，1995年，被国家技术监督局认定为全国浓香型白酒标准样品。1996年初，江苏省淮安市涟水县组建今世缘酒业（集团）公司，涟水县副县长郑宁出任董事长兼总经理，公司主攻调整产品结构，提高产品档次，聘请专业研究专家开发新品。同年7月“今世缘”系列酒面世，接连打开了苏锡常地区，沪宁、陇海线沿线的各大中城市 and 北京、武汉市场。1996年8月25日，今世缘品牌诞生。

图表1：公司发展历程



资料来源:公司公告, 华泰证券研究所

公司拥有“国缘”、“今世缘”、“高沟”三个著名品牌，卡位高中低端价格带，定位清晰。自创牌以来，企业荣获多项荣誉称号，“国缘”、“今世缘”成为“中国驰名商标”，“高沟”成为“中华老字号”。

图表2：公司三大品牌定位情况

品牌	创建日期	价位	定位	成就
国缘	2004年8月	>100元	次高端	中国十大高端商务白酒
今世缘	1996年8月	50-100元	婚庆用酒	中国十大文化名酒、中华婚宴首选品牌
高沟	宋朝以前	0-50元	苏派老酒	中华老字号

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

股权清晰，管理层持股捆绑利益

今世缘是一家国有控股的上市股份有限公司，最大控股股东今世缘集团有限公司持股561049万股，占比44.72%，实际控制人是江苏省涟水县人民政府。公司股权结构清晰，国有控股背景也有助于公司股权保持稳定。第二大控股股东为上海铭大实业有限公司，2017年6月22日至27日，上海铭大实业（集团）有限公司减持股份1000万股，平均减持价格为12.66元，目前尚持有128.91万股流通股份。虽然上海铭大实业仍居第二大股东，但受减持新规影响，其减持步伐将放缓，整体上对公司股价影响不大。

图表3：2017年上半年公司主要股东结构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

早在公司上市前，今世缘高管以及中基层骨干就通过增资以及转授股权的方式获得公司股权，公司与高管实现利益捆绑，有利于公司长期平稳发展。截至2016年底，公司高管合计持股15.6%，中基层员工共同出资设立的涟水吉缘贸易有限公司、涟水今生缘贸易有限公司合计持股7.18%。

图表4： 2017年上半年公司高管及员工持股情况

高管姓名	持股数	比例	职务
周素明	45,000,000	3.59%	董事长,总经理
涟水吉缘贸易有限公司	45,000,000	3.59%	公司中基层干部出资
涟水今生缘贸易有限公司	45,000,000	3.59%	公司中基层干部出资
吴建峰	22,500,000	1.79%	副董事长,副总经理
倪从春	22,500,000	1.79%	董事,副总经理
王卫东	22,500,000	1.79%	董事,副总经理,财务总监,董事会秘书
羊栋	22,500,000	1.79%	副总经理
严汉忠	22,460,000	1.79%	监事会主席
陆克家	21,900,000	1.75%	副总经理
朱怀宝	16,875,000	1.35%	前监事会主席

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

立足江苏，分享省内消费升级红利

深耕江苏市场，省内收入占比进一步提升

公司立足于江苏市场，绝大部分销售收入来源于省内市场，根基深厚且牢固，市占率位于洋河之后。2015年以来，公司一直致力于渠道下沉，对经销商的把控能力增强，已经建立了防火墙。今世缘在渠道端一直在学习洋河的精细化操作，但并没有全盘模仿洋河的人海战术，而是将渠道从一级经销主导向深度协销转变。通过和经销商合作，获得经销商数据，从而将渠道透明化。参与深度协销的经销商，公司也将给予政策支持。目前这项工作已经从县区级下沉至乡镇级、街道办。公司对待经销商政策合理，长期以来培养了一批忠诚度较高的经销商。2017年中报显示，公司淮安地区、苏南地区经销商数量增加较多，省内招商和渠道下沉稳步进行。

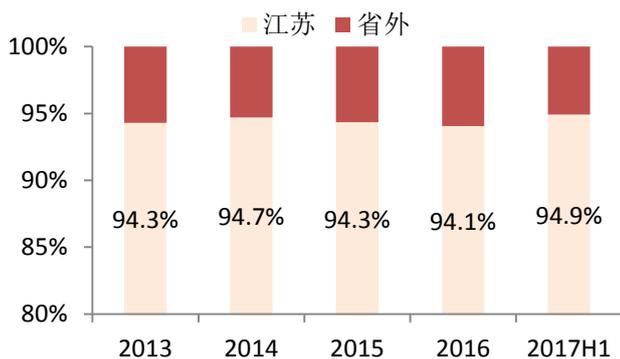
图表5： 公司2017年上半年经销商情况

区域名称	报告期末经销商数量	报告期内增加数量	报告期内减少数量	变化比例
省内	291	11		3.8%
淮安地区	23	3		13.0%
南京地区	59		4	-7%
盐城地区	20	1		5.0%
省内苏南	69	14		20.3%
省内苏中	49		2	-4%
省内苏北	71		1	-1%
省外	259	14		5.4%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

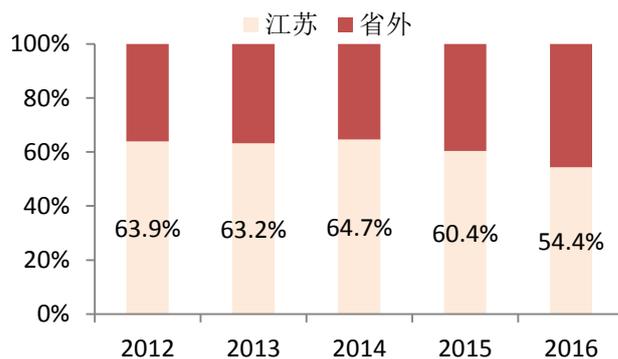
近年来洋河发展重心逐渐从省内转向省外，“新江苏市场”投入力度不断加大，洋河省内收入占比不断下降，省内收入占比已从2012年63.9%下降至2016年的54.4%。得益于洋河发展中心的转移，今世缘及时深耕省内市场，加大省内广告费用投放，2017年上半年，省内收入为17.03亿元，收入占比进一步提升。

图表6： 今世缘省内外市场情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7： 洋河省内外市场情况

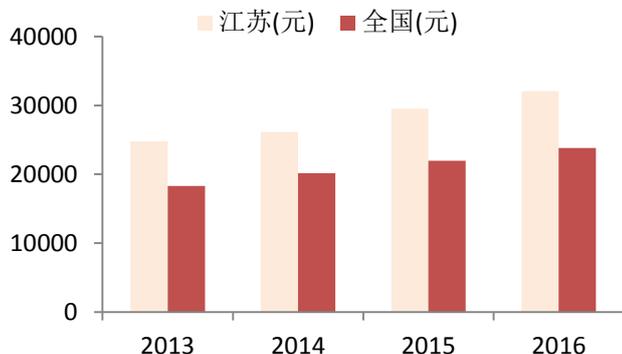


资料来源：Wind，华泰证券研究所

江苏经济排名靠前，白酒市场升级潜力较大

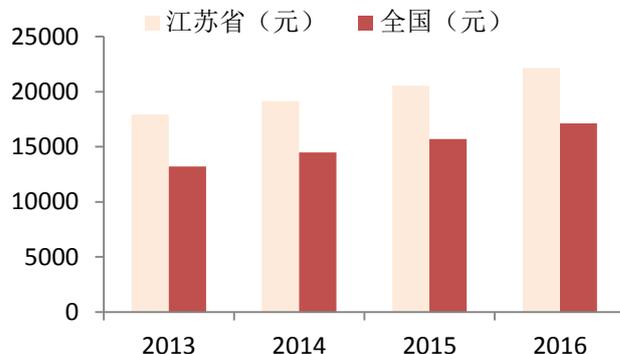
江苏是中国东部经济发达省份，在目前白酒公务消费受到抑制的情况下，个人消费将成为推动白酒增长的新动力。2016年江苏省人均可支配收入32070元，远高于全国人均可支配收入23821元的水平，比全国水平高出34.6%；2016年人均消费支出22130元，而全国人均消费仅为17111元，比全国水平高出29.3%。

图表8：江苏和全国人均可支配收入情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

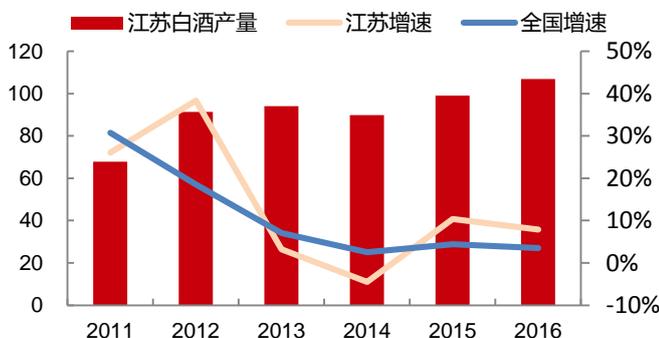
图表9：江苏和全国人均消费支出情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

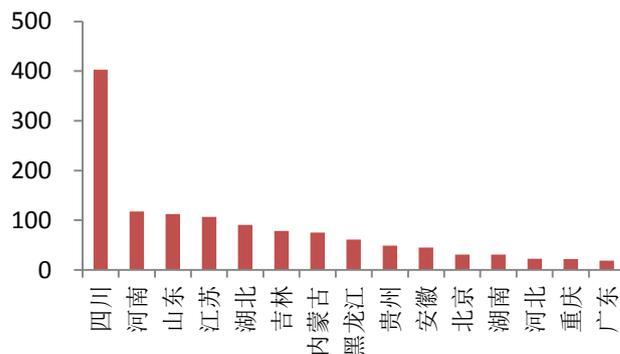
江苏经济强省的地位奠定了江苏酒类消费市场的繁荣，成为中国白酒的产销量大省，未来发展空间广阔。2016年，江苏白酒产量106.9万千升，同比增长7.87%，全国白酒产量同比增速3.47%，同期江苏白酒产量增速高于全国4.4个百分点。从全国主要白酒产区来看，江苏省排名四川、河南和山东省之后，位列全国第4位。

图表10：江苏省白酒产量(万千升)及同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表11：全国主要白酒产区2016年产量情况(万千升)



资料来源：Wind，华泰证券研究所

江苏两极分化严重，洋河、今世缘率先受益

江苏白酒“三沟一河”中，洋河定位高端，覆盖全省，区域龙头地位凸显；今世缘定位次高端，在苏北市场表现较好并逐渐向苏南扩张，国缘产品结构升级明显；双沟和汤沟则定位为低端，以宿迁、连云港等江苏局部市场为主，产品品牌力提升不畅。

而作为酒类消费大省，江苏省的消费者比较成熟、理性，有着明确的消费需求。这主要体现在，自饮讲实惠，聚饮(送礼)讲面子，消费者在不同场合饮用不同的白酒产品，这种消费习惯一定程度上造成了中档酒较少，消费两极分化的现象。江苏消费者对品质和产品知名度较为关注。高中低档白酒消费，都是建立在对品牌了解的基础上。非知名品牌只能在县级市场进行机会型销售，地方性品牌只能在区域范围内动销。因此，我们认为定位于高端和次高端的洋河和今世缘将率先受益江苏白酒市场升级，发展前景更为明朗。

定位“酒”+“缘”，多点支撑公司平稳发展

次高端白酒新锐品牌，国缘品牌力持续加强

多元化产品满足不同层次消费需求

今世缘目前形成了高、中、低档全系列的产品序列，并形成了国缘系列、今世缘系列、高沟系列等三个主要的白酒公司子品牌。其中，国缘系列定位次高端，今世缘定位婚庆用酒，高沟主要为中低端白酒。按照出厂价格标准划分的高中低档产品分类与按照市场零售价格划分的高中低端消费市场对应关系如下：

图表12：今世缘主要产品分类

品牌	产品系列	产品名称	价格	商品图片	
国缘	V系列	国缘V3	780		
		国缘V6	1280		
		国缘K5	549		
	K系列	国缘K3	418		
		其他	四开国缘		518
		双开国缘	388		
			单开国缘		329
			柔雅国缘		298
			淡雅国缘		160
	今世缘		今世缘典藏18		260
		今世缘典藏15	249		
典藏系列		今世缘典藏12	160		
		今世缘典藏10	145		
		今世缘典藏5	98		
		今世缘欢天缘	188		
欢天喜地系列			今世缘喜地缘	70	
			42度今世缘臻藏II号	159	
高沟		青花系列	高沟大青花	75	
			高沟小青花	55	

资料来源：1号店，华泰证券研究所

中高档白酒为主要收入来源

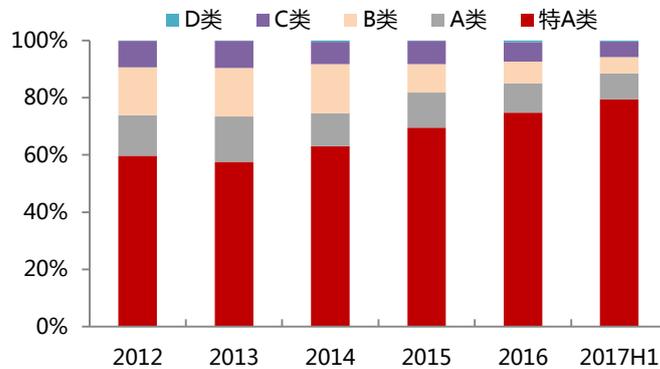
受居民消费升级的带动，公司产品升级趋势明显。公司特 A+类主要包含国缘四开、V 系列和 K 系列，均为出厂指导价大于 300 元以上的产品；A 类主要包含国缘双开、国缘淡雅和典藏 15 年，均为出厂指导价为 100-300 元的产品。特 A+类和特 A 类是公司主要的收入来源，2017 上半年，二者收入分别占公司主营业务收入比例为 42.57%和 36.20%。

图表13： 2017年上半年公司产品结构

类别	出厂指导价	销售收入	销售占比	主要产品
特 A+类	300 元以上	7.68 亿	42.57%	国缘四开、国缘对开、国缘柔雅、V 系列、K 系列
特 A 类	100-300 元	6.53 亿	36.20%	国缘淡雅、典藏 15 年
A 类	50-100 元	1.62 亿	8.98%	典藏 5 年、典藏 8 年、典藏 10 年
B 类	20-50 元	1.01 亿	5.49%	典藏 3 年、佳酿、兰纪元
C 类	10-20 元	0.99 亿	5.48%	高沟系列
D 类	10 元以下	0.06 亿	0.33%	大曲系列
其他	-	0.05 亿	0.28%	婚庆相关用品

资料来源：公司公告，1 号店，华泰证券研究所

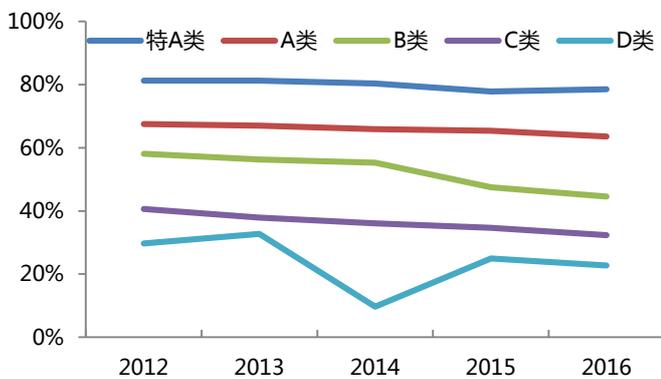
图表14： 公司营业收入构成情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

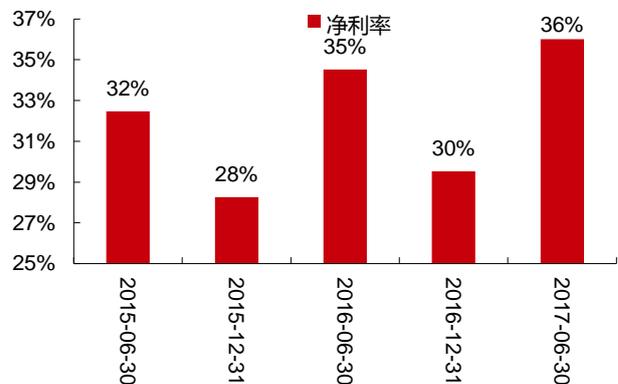
中高档白酒作为公司收入和毛利贡献最高的产品，其产量和销量的增加决定了公司未来收入和盈利的增长。公司通过持续的产品开发、努力提升并稳定优质基酒的出酒率、能够有效提高中高档白酒的产量，满足市场对中高档白酒的需求，为公司盈利持续增长提供保障。公司特 A 类及以上产品毛利率保持较高水平，近五年毛利率分别为 81.3%、81.3%、80.4%、77.9%和 78.6%，远超其他类型产品毛利率，为公司贡献了稳定的利润收入。

图表15： 公司毛利构成情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表16： 公司净利润率增长情况



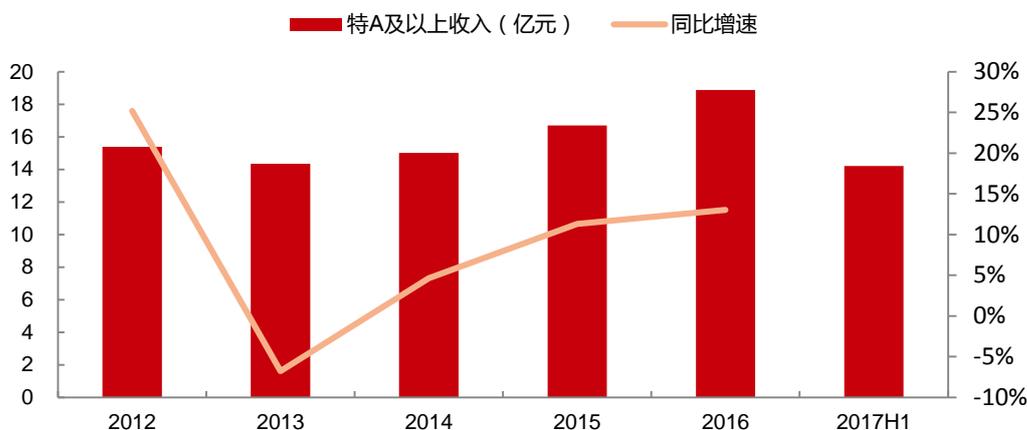
资料来源：Wind，华泰证券研究所

定位次高端，国缘品牌持续发力

自2004年8月创立以来，国缘酒经过不断培育和消费者教育，其“江苏高端白酒创导品牌”市场地位逐渐确立、“中国次高端白酒新锐品牌”地位渐显。国缘系列包含特A+类的全部产品和特A类的部分产品，2017年上半年，我们估计国缘系列占今世缘产品收入的55%-60%左右。国缘定位次高端，其中四开和双开为国缘的拳头产品，K系列与V系列则主要定位于高收入人群与婚庆宴请等隆重场合的高端用酒。

特A+产品出厂指导价为300元以上，属于次高端价格带，产品定位清晰。在公司品牌力不断加强以及区域市场渠道下沉的带动下，特A+类产品增速保持较快发展，2016年营业收入9.34亿元，同比增长20.9%，占公司整体收入的36.7%；2017年上半年特A+类产品营业收入7.68亿元，占公司整体收入42.57%，收入占比进一步提升。

图表17：公司特A及以上产品收入及同比增速



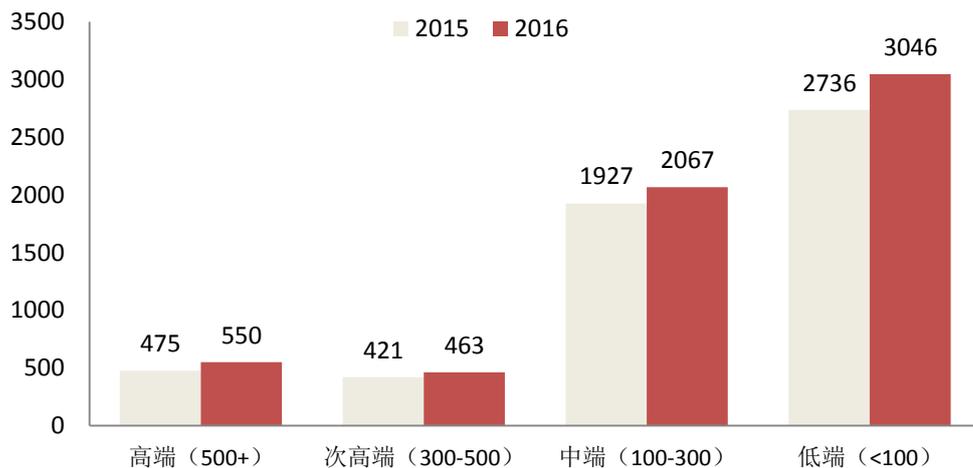
资料来源：Wind，华泰证券研究所

次高端市场扩容空间大，集中度低利好龙头企业

2016年下半年以来，以茅台、五粮液、泸州老窖为代表的高端白酒屡次上调出厂价和终端价，次高端白酒性价比凸显。高端酒不断提价，将白酒产品的价位区间拉得越来越高，行业所能容纳的企业数量和规模也越来越大。此外，白酒价格带较为密集，高端白酒的大幅提价，留下了300-600元的价格空白带，消费者将更多的注意到次高端酒。

2016年次高端白酒市场规模约为463亿元，占白酒整体规模的7.6%左右。随着居民消费升级拉动白酒价格带的提升，以及高端白酒稀缺性的影响下，我们认为次高端白酒市场规模将进一步提升，2020年，如果按照中端20%的市场转向次高端，而次高端有10%的市场转向高端，届时次高端白酒市场有望达到830亿。

图表18: 我国白酒市场规模对比 (亿元)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

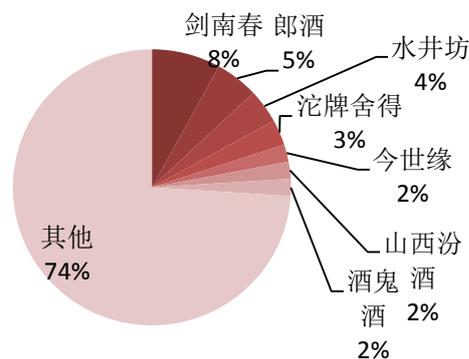
市场上普遍认同的次高端白酒品牌为: 剑南春、郎酒、水井坊、沱牌舍得、汾酒、今世缘和酒鬼酒。但是 2016 年次高端白酒集中度较低, CR3(剑南春、郎酒、水井坊)仅为 16%, 远远低于高端白酒 95%的集中度, 也低于中端白酒 18%的集中度。次高端白酒集中度低, 有利于龙头企业抢占空白市场。

图表19: 白酒品牌分布



资料来源: 华泰证券研究所

图表20: 2016 年次高端品牌竞争格局



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

聚焦“姻缘”，今世缘拓展喜庆用酒市场

布局“喜庆缘分酒”市场，打造喜庆消费一站式平台

近年来，受宏观环境影响，白酒行业向大众消费迁移。今世缘酒以“喜庆缘分酒”为消费概念，紧紧围绕“酒”和“缘”进行文化营销，有效区隔了竞争对手，更容易被普通消费者选择，同时也提升了抵御了市场负面冲击的能力。

公司采用多元化营销策略，一方面，通过营销方式转型，将渠道网络建设下沉到乡镇，终端掌控延伸到门店，为市场精耕打下基础；另一方面，围绕“酒”和“缘”探索开发文创产品，先后冠名央视《等着我》、《完美婚礼》以及江苏卫视《缘来非诚勿扰》等节目，紧跟时代潮流着力推广“缘文化”。

图表21: 今世缘冠名央视《等着我》、《完美婚礼》等栏目



资料来源: 央视网, 华泰证券研究所

图表22: 今世缘冠名江苏卫视《缘来非诚勿扰》栏目



资料来源: 江苏卫视官网, 华泰证券研究所

公司还拓展线上、线下双重渠道, 定位打造国内领先的喜庆消费一站式平台。线上推动今世缘“喜庆家”项目, 在官方商城及微信商城, 推出私人订制酒、配套喜糖盒、请柬等个性化周边产品; 线下建立“喜铺”实体商店, 在主营喜庆酒的基础上同时销售糖果、饮料、红酒等产品, 并逐步向婚庆服务、日用消费等相关市场渗透。公司从卖产品逐渐向卖文化转型, 预期未来将对公司中长期发展形成多点支撑。

图表23: 公司婚庆布置展示台



资料来源: 华泰证券研究所

图表24: 公司婚庆周边产品



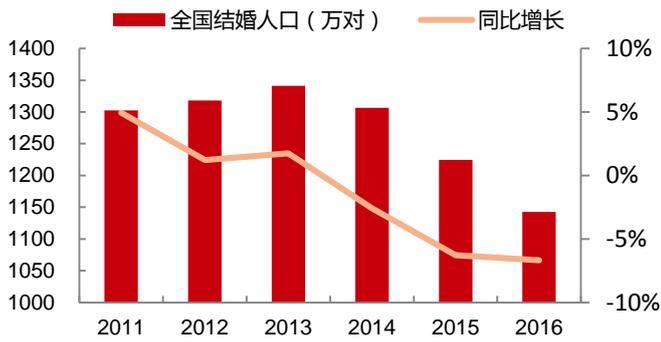
【今世缘喜庆家】心型杯 今世缘喜庆+吉祥物(印印)

资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

结婚人口持续下降, 但婚庆市场依然广阔

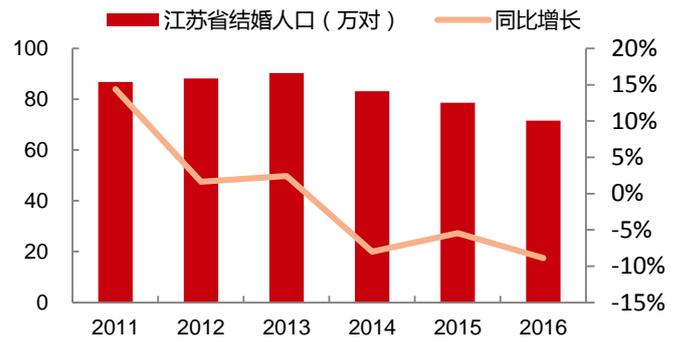
根据民政部公布的《社会服务发展统计公报》, 从2013年起至2016年, 全国结婚人口数呈逐年下降趋势, 由1341.4万对下降到1142.8万对。另外根据江苏省民政厅公布的数据, 2013年至2016年的结婚人口数也呈现明显负增长, 由90.3万对减少到71.6万对。

图表25: 全国结婚人数及增速情况



资料来源:《社会服务发展统计公报》, 华泰证券研究所

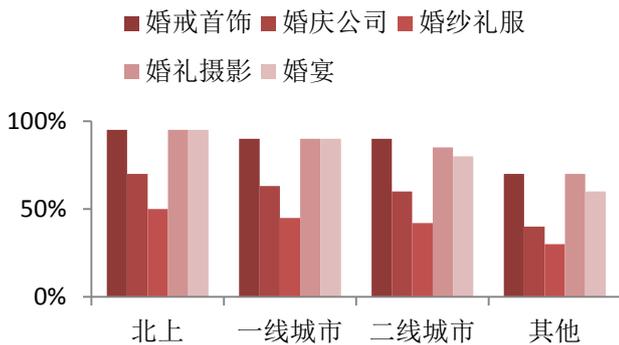
图表26: 江苏结婚人数及增速情况



资料来源:《社会服务发展统计公报》, 华泰证券研究所

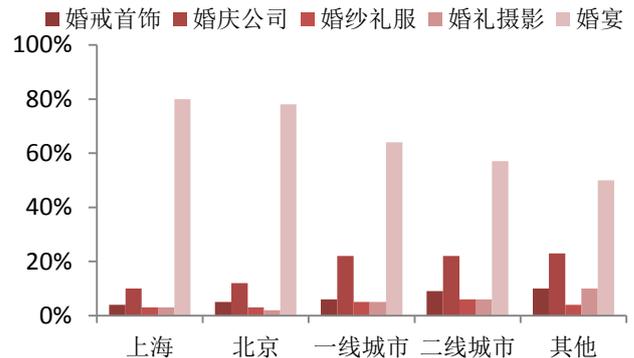
虽然结婚人口持续下降,但由于人们消费观念的转变,婚庆相关的细分市场越来越成熟。婚纱摄影、婚戒首饰和婚宴已经成为“结婚标配”,80%以上的结婚用户都会选择这三样,其次为婚庆和婚纱礼服,各有平均58%和42%的用户会选择;受中国传统的“酒桌文化”影响,婚宴消费成为结婚“最大头”,占到整体花费的65%以上,其余依次为婚庆、婚戒和婚纱摄影,婚纱礼服所占比例最低。

图表27: 分城市消费者细分行业消费选择



资料来源:《2016 结婚行业蓝皮书》, 华泰证券研究所

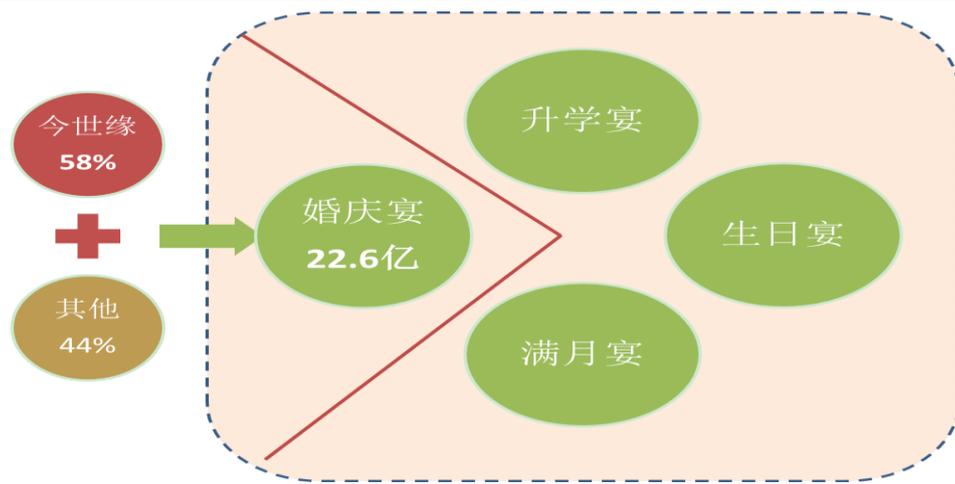
图表28: 分城市消费者细分行业消费比例



资料来源:《2016 结婚行业蓝皮书》, 华泰证券研究所

根据二线城市及以下城市消费选择比例,假定江苏省消费者选择婚宴服务的比例为70%,每场婚宴桌数一般为15桌,按每桌2瓶150元白酒计算,江苏婚宴用酒市场22.6亿元的需求。我们预计2017年今世缘婚庆酒规模不超过13亿元,喜庆酒的市场份额仍有较大的拓展空间。此外,今世缘瞄准升学宴、生日宴、满月宴等其他宴请领域,积极推出定制酒,未来发展空间较大。

图表29：江苏宴请市场示意图



资料来源：华泰证券研究所

盈利预测与假设

核心假设:

1. 产品结构: 公司国缘产品受益于次高端白酒扩容以及消费升级, 预计未来将保持高速增长, 其中特 A+未来三年将保持 25%-35%之间, 收入占比将继续提升, 2019 年有望超过 50%; 特 A 类预计未来保持 10%左右增长, A 类产品未来增速或将降至 2%左右; 受消费升级冲击, 公司中低档白酒未来增速将逐年放缓, 其中 B 类、C 类产品未来三年将实现 10%的负增长, D 类产品将实现 20%左右的负增长, 并且随着公司产品结构升级的深化, 三类总收入中占比将降低至 10%左右。

图表30: 分产品收入预测

	2015H1	2015	2016	2017E	2018E	2019E
特 A+类	440	740	935	1,262	1,704	2,181
YoY 增速			26%	35%	35%	28%
占比	31%	30%	37%	42%	48%	53%
特 A 类	532	894	953	1,068	1,174	1,292
YoY 增速			7%	12%	10%	10%
占比	37%	37%	37%	35%	33%	31%
A 类	177	297	261	266	271	277
YoY 增速			-12%	2%	2%	2%
占比	12%	12%	10%	9%	8%	7%
B 类	141	238	190	165	149	134
YoY 增速			-20%	-13%	-10%	-10%
占比	10%	10%	7%	5%	4%	3%
C 类	116	195	174	162	146	131
YoY 增速			-11%	-7%	-10%	-10%
占比	8%	8%	7%	5%	4%	3%
D 类	2.3	3.8	13.2	10	8	6
YoY 增速			249%	-27%	-20%	-20%
占比	0%	0%	1%	0%	0%	0%
其他主营业务			13	87	87	87
YoY 增速				584%	0%	0%
占比	0%	0%	0%	3%	2%	2%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

2. 毛利率: 公司毛利率水平将随着产品结构升级, 尤其是高毛利率的中高档白酒占比上升而逐年上升, 预计未来三年毛利率将逐步由 70%上升到 76%左右。

图表31: 分产品毛利率预测

	2015H1	2015	2016	2017E	2018E	2019E
白酒毛利率	8.1%	15.9%	70.9%	71.5%	74.8%	76.0%
特 A+			83.6%	83.6%	83.0%	83.0%
特 A			73.6%	73.6%	73.0%	73.0%
A 类	64.3%	65.4%	63.6%	63.6%	63.6%	63.6%
B 类		47.5%	44.5%	44.5%	44.5%	44.5%
C 类		34.7%	32.4%	32.4%	32.4%	32.4%
D 类		24.9%	22.7%	22.7%	22.7%	22.7%
其他			151.3%	25.0%	25.0%	25.0%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

经测算, 预计公司 2017-2019 年归母净利润增速分别为 26.63%、26.09%和 20.71%。同业可比公司 2017 年 PE 平均为 36 倍, 我们认为公司受益于消费升级的同时不断深化自身产品结构升级, 公司将保持稳健增长的趋势, 由于公司区域性较强, 省外拓展进展缓慢, 给予公司 2017 年 28-32 倍的 PE 估值, 对应目标价 21.3-24.3 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表32：白酒可比上市公司 PE 估值表

代码	公司名称	PE (TTM)	PE (2017)	PE (2018)	PE (2019)
000568.SZ	泸州老窖	38.71	32.25	25.22	20.04
000596.SZ	古井贡酒	30.47	26.98	22.50	18.57
000799.SZ	酒鬼酒	76.31	54.72	35.70	25.55
000858.SZ	五粮液	28.76	25.88	22.01	18.72
000860.SZ	顺鑫农业	28.25	25.48	20.25	16.93
002304.SZ	洋河股份	22.55	20.68	17.99	15.87
600197.SH	伊力特	32.59	27.66	22.45	18.58
600519.SH	贵州茅台	32.17	28.97	23.03	19.04
600559.SH	老白干酒	81.19	53.05	30.92	22.92
600702.SH	沱牌舍得	103.26	63.17	34.42	23.09
600779.SH	水井坊	70.28	57.17	36.85	27.13
600809.SH	山西汾酒	51.58	47.68	35.73	27.66
603198.SH	迎驾贡酒	24.78	22.48	18.95	15.13
603589.SH	口子窖	33.15	28.33	23.52	19.61
603919.SH	金徽酒	31.18	28.89	24.14	20.03
可比公司平均估值		45.68	36.23	26.25	20.59

资料来源：Wind，华泰证券研究所，估值为一致预期，估值日期为2017年8月9日

风险提示

食品安全问题

食品安全问题是消费者和社会各界关注的主要问题，一旦相关领域内发生食品安全问题，公司的信誉和销售会受到负面影响。

产业政策风险

公司属于白酒行业，根据国家发改委《产业结构调整指导目录（2011年本）》，白酒生产线为“限制类”。未来国家如果对白酒产业政策或外商投资政策进行重大调整，限制白酒行业生产和销售，进一步加强行业调控，将对公司生产经营情况产生不利影响。

原材料价格波动风险

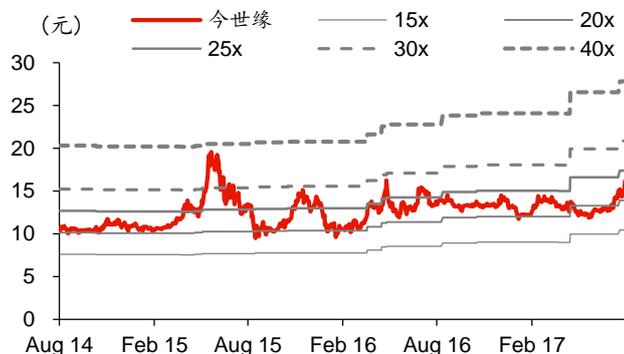
公司生产所需的粮食原材料包括高粱、小麦、豌豆等。近年来，国家持续加大对农业产品的投入，不断提高主要农产品的政府收购价格，使得公司粮食原材料采购价格压力逐渐增大。此外，粮食生产受气候、降水等自然条件影响较大，如果收成欠佳，可能出现供应紧张的情况，导致原材料价格上涨。

假冒伪劣风险

公司产品的市场知名度和美誉度较高，历史上少数不法之徒为了追求暴利，假冒公司产品生产销售。如未来此类活动加剧，或者因造假者的假冒伪劣行为对公司信誉形成重大不利影响，将会影响公司的正常生产经营。

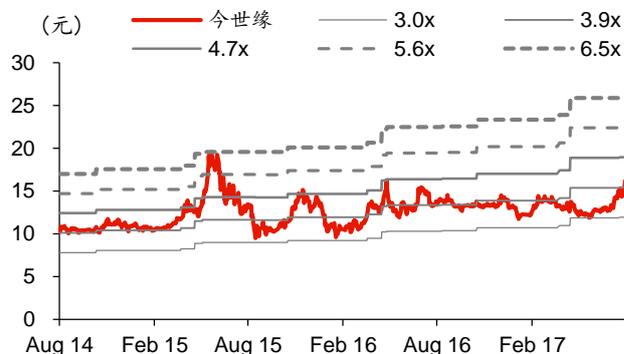
PE/PB - Bands

图表33：今世缘历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表34：今世缘历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	4,169	4,545	5,201	6,267	7,607
现金	1,434	997.81	2,755	3,394	4,303
应收账款	28.92	22.05	37.73	42.55	49.14
其他应收账款	9.98	16.25	14.20	17.85	21.10
预付账款	23.50	13.61	29.19	27.53	31.88
存货	1,383	1,514	1,475	1,722	1,946
其他流动资产	1,290	1,981	889.90	1,063	1,256
非流动资产	1,254	1,634	1,470	1,474	1,466
长期投资	0.00	8.92	0.00	0.00	0.00
固定投资	698.45	741.42	771.56	795.90	812.62
无形资产	148.84	126.09	86.20	45.85	4.08
其他非流动资产	406.85	757.47	612.63	632.55	649.43
资产总计	5,423	6,179	6,671	7,741	9,073
流动负债	1,371	1,537	1,311	1,430	1,558
短期借款	300.01	150.00	90.00	108.00	129.60
应付账款	50.85	84.33	90.40	97.14	102.57
其他流动负债	1,021	1,303	1,130	1,225	1,325
非流动负债	10.00	20.79	23.30	17.43	17.96
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	10.00	20.79	23.30	17.43	17.96
负债合计	1,381	1,558	1,334	1,448	1,576
少数股东权益	8.23	6.43	6.43	6.43	6.43
股本	501.80	1,255	1,255	1,255	1,255
资本公积	993.61	742.71	742.71	742.71	742.71
留存公积	2,538	2,585	3,334	4,290	5,494
归属母公司股	4,034	4,614	5,331	6,287	7,491
负债和股东权益	5,423	6,179	6,671	7,741	9,073

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	702.22	924.57	1,843	776.66	1,005
净利润	682.51	753.46	954.97	1,195	1,442
折旧摊销	81.27	91.76	86.23	98.38	106.99
财务费用	(24.21)	(18.45)	(68.71)	(119.89)	(150.46)
投资损失	(63.93)	(70.68)	(45.11)	(56.00)	(60.00)
营运资金变动	28.23	163.22	847.79	(334.96)	(329.00)
其他经营现金	(1.66)	5.27	68.31	(5.42)	(4.86)
投资活动现金	(669.52)	(1,008)	126.27	(39.90)	(28.50)
资本支出	112.02	127.21	100.00	100.00	100.00
长期投资	(725.14)	(952.06)	(86.10)	0.00	0.00
其他投资现金	(1,283)	(1,833)	140.17	60.10	71.50
筹资活动现金	121.35	(352.25)	(212.78)	(97.09)	(67.87)
短期借款	300.01	(150.01)	(60.00)	18.00	21.60
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	752.70	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(0.20)	(250.90)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(178.46)	(704.04)	(152.79)	(115.09)	(89.47)
现金净增加额	159.47	(435.41)	1,757	639.66	908.28

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,425	2,554	3,020	3,539	4,108
营业成本	727.35	741.70	859.81	957.98	1,053
营业税金及附加	253.54	245.43	290.16	340.04	394.71
营业费用	440.10	467.22	528.47	610.48	698.35
管理费用	194.05	193.35	192.34	224.35	259.19
财务费用	(24.21)	(18.45)	(68.71)	(119.89)	(150.46)
资产减值损失	0.77	0.89	0.89	0.87	0.88
公允价值变动收益	(0.20)	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	63.93	70.68	45.11	56.00	60.00
营业利润	897.03	994.93	1,262	1,581	1,912
营业外收入	8.42	16.97	16.97	15.54	16.26
营业外支出	2.69	6.14	4.20	4.60	4.72
利润总额	902.76	1,006	1,275	1,592	1,923
所得税	220.24	252.30	319.78	397.57	481.38
净利润	682.51	753.46	954.97	1,195	1,442
少数股东损益	(2.74)	(0.71)	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	685.25	754.16	954.97	1,195	1,442
EBITDA	954.10	1,068	1,280	1,560	1,868
EPS (元)	1.37	0.60	0.76	0.95	1.15

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	1.05	5.34	18.22	17.19	16.08
营业利润	5.74	10.91	26.84	25.29	20.91
归属母公司净利润	6.14	10.06	26.63	25.09	20.71
获利能力 (%)					
毛利率	70.00	70.96	71.53	72.93	74.36
净利率	28.26	29.52	31.62	33.75	35.10
ROE	16.99	16.34	17.91	19.00	19.25
ROIC	25.60	24.81	42.52	45.15	48.22
偿债能力					
资产负债率 (%)	25.47	25.21	19.99	18.70	17.37
净负债比率 (%)	23.75	9.63	8.01	8.86	9.41
流动比率	3.04	2.96	3.97	4.38	4.88
速动比率	2.03	1.97	2.84	3.18	3.63
营运能力					
总资产周转率	0.49	0.44	0.47	0.49	0.49
应收账款周转率	67.74	87.13	90.81	81.44	81.40
应付账款周转率	12.22	10.97	9.84	10.22	10.55
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.55	0.60	0.76	0.95	1.15
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.56	0.74	1.47	0.62	0.80
每股净资产 (最新摊薄)	3.22	3.68	4.25	5.01	5.97
估值比率					
PE (倍)	29.64	26.93	21.27	17.00	14.09
PB (倍)	5.04	4.40	3.81	3.23	2.71
EV_EBITDA (倍)	19.81	17.69	14.77	12.12	10.12

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com