

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 15.36
合理价格区间(元): 19.8~20.7

贺琪 执业证书编号: S0570515050002
研究员 0755-22660839
heqi@htsc.com

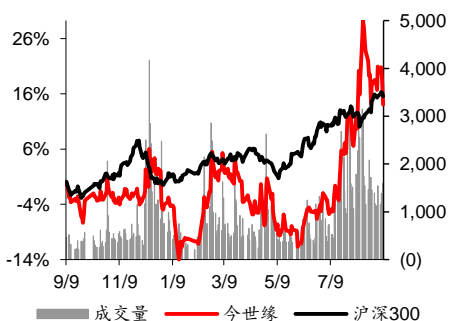
王楠 执业证书编号: S0570516040004
研究员 010-63211166
wangnan2@htsc.com

李晴 021-28972093
联系人 liqing3@htsc.com

相关研究

1《今世缘(603369,买入): 区域次高端, 经营稳健安全边际高》2017.08

股价走势图



资料来源: Wind

重点市场突破, 共享升级盛宴

今世缘(603369)

江苏次高端扩容迅速, 地产名酒共享盛宴

接替高端白酒行情之后, 今年次高端白酒行情升温。根据中研普华的调查数据, 我们估计次高端正在明显扩容且集中度较低, 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。江苏是白酒消费大省之一, 且经济发达消费水平高, 在本轮白酒消费升级中走在全国前列。2017 年以来, 江苏中小企业商务活动活跃, 拉动白酒消费, 渠道调研认为今年江苏省 300-500 元价格带已成为白酒的消费升级最快的价格带。洋河、今世缘等在该价位带有明星产品布局的地产名酒有望共享消费升级盛宴。

今世缘明星产品卡位次高端价格带, 成长空间较大

我们预计 300-500 元次高端价格带在江苏市场规模在百亿元左右。2016 年江苏次高端市场洋河市占率约为 40%, 今世缘市占率约为 10%。在本轮江苏白酒消费升级最受益的价格带, 今世缘拥有明星产品对开和四开分别卡位 300 及 400 元价格带。2017 年上半年, 公司出厂指导价 300 元以上产品收入占比达到 42.57%, 国缘系列收入占比超过 50%, 其中四开占国缘系列的 30-40%, 对开占国缘系列的 15-20%。

国缘有望以点带面, 全面增长

今年上半年公司特 A+ 系列收入增速超过 35%, 国缘四开、对开增速超过 40%。我们对省内细分市场进行拆分以后发现, 今年上半年国缘的高增长其实主要由三大重点市场贡献, 根据渠道调研, 我们预计南京增长 40-50%, 盐城增长 30-40%, 淮安增长 10-20% 左右, 淮安、南京、盐城三个市场销售的国缘估计占公司国缘总体销售额的 60%-70%。通过对核心市场之一的南京市场进行分析, 我们认为国缘产品已经在产品力、渠道力两方面取得突破, 未来核心市场的高增长有望复制到其他省内区域市场, 以点带面, 实现省内多市场全面增长。

管理层及渠道销售人员激励机制较好

截至 2016 年底, 公司高管合计持股 15.6%, 管理层已经实现利益绑定。中基层员工则通过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%。我们认为公司股权激励机制目前已经较为完善。此外, 去年开始公司降低了中层销售人员基本工资比例, 目前销售人员大部分收入来自绩效奖金, 工作积极性有望继续提高。

性价比之选: 经营稳健, 估值具有安全边际

公司受益于消费升级的同时不断深化自身产品结构升级, 预计将保持稳健增长的趋势。考虑近期消费税提高对白酒公司的影响, 我们下调 17-19 年盈利预测, 预计 17-19 年 EPS 分别为 0.73、0.90 和 1.09 元 (前次为 0.76、0.95 和 1.15 元), 归母净利润增速分别为 21%、23% 和 21% (前次为 27%、25% 和 21%)。同业可比公司 2018 年 PE 平均为 24 倍, 审慎考虑, 给予公司 2018 年 22-23 倍的 PE 估值, 下调目标价至 19.8-20.7 元, 维持“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)	11.76-17.41
总市值 (百万元)	19,269
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	915.67	1,129	1,366
+/-%	6.14	10.06	21.42	23.28	20.99
EPS (元, 最新摊薄)	0.55	0.60	0.73	0.90	1.09
PE (倍)	28.12	25.55	21.04	17.07	14.11

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

次高端迅速扩容，龙头份额提升	4
中端消费者基数庞大，次高端升级可持续	4
集中度尚低，龙头份额有望快速提升	4
江苏市场次高端潜力较大	6
江苏白酒市场容量大，次高端市场规模超过百亿	6
江苏经济排名靠前，300-500元价位段升级显著	6
江苏次高端竞争集中在苏酒内部，今世缘成长空间较大	7
今世缘：明星产品卡位次高端价格带，产品结构持续升级	9
300元以上收入占比40%+，受益本轮消费升级	9
产品结构改善拉升毛利率	9
技改延长发酵时间，有望提高优质酒出酒率	10
国缘有望以点带面，全面增长	11
重点市场高增长：上半年淮安、南京、盐城成为增长主力	11
国缘高端品站稳价位带，商务用酒取得突破	11
南京市场渠道细化，其他市场有望复制	11
管理层及渠道销售人员激励机制较好	13
管理层持股捆绑利益	13
销售人员绩效薪酬比例提高	13
盈利预测与假设	14
风险提示	15
PE/PB - Bands	15

图表目录

图表 1: 2015-2016 年白酒行业分价格段规模变化 (亿元)	4
图表 2: 2016 年次高端白酒市场份额估算	5
图表 3: 2009-2016 年江苏白酒产量及白酒制造业主营业务收入	6
图表 4: 江苏和全国人均可支配收入情况	7
图表 5: 江苏和全国人均消费支出情况	7
图表 6: 江苏省白酒产量 (万千升) 及同比增速	7
图表 7: 全国主要白酒产区 2016 年产量情况 (万千升)	7
图表 8: 2016 年江苏 300-500 元次高端白酒市场份额	8
图表 9: 2017 年上半年公司产品结构	9
图表 10: 2014.09-2017.06 今世缘毛利率走势	9
图表 11: 2014.09-2017.06 今世缘净利率走势	9
图表 12: 公司营业收入构成情况	10
图表 13: 今世缘分地区销售额 (百万元) 及增速	11
图表 14: 公司 2017 年上半年经销商数量变化情况	12
图表 15: 2017 年上半年公司高管及员工持股情况	13
图表 16: 分产品收入预测 (百万元)	14
图表 17: 白酒可比上市公司 PE 估值表	15
图表 18: 今世缘历史 PE-Bands	15
图表 19: 今世缘历史 PB-Bands	15

次高端迅速扩容，龙头份额提升

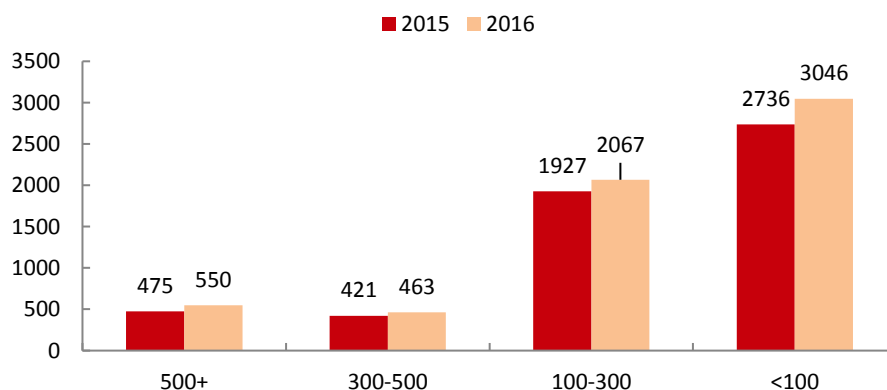
2017年以来，300-500元的次高端白酒随着茅台价格一路走高，性价比开始凸显。今世缘国缘系列的对开、四开等单品正位于这个价格带，受益于次高端的整体扩容。根据中研普华的调查数据，我们估计次高端正在扩容明显且集中度较低，CR3仅为16%，未来次高端名酒上升空间仍然很大，存在板块性机会。

中端消费者基数庞大，次高端升级可持续

2017年7、8月份茅台终端价已经达到1400元，次高端与茅台价差拉大至70%，次高端白酒性价比凸显。伴随着消费升级和高端白酒价格整体走高，300-500元价格带成为本轮白酒牛市消费升级的最大看点。次高端消费升级的目标人群是目前尚处于100-300元价格带的中端酒消费者，根据中研普华的调查数据，中端酒当前规模超过2000亿元，这意味着次高端价格段之下有着基数更为庞大的消费者，他们涌入次高端消费领域将带来次高端的快速扩容。

根据中研普华的调研数据，2016年次高端白酒规模约为463亿，较2015年同比增加10%。根据我们的敏感性分析，假设截至2020年如果有20%的中端酒升级至次高端，10%的次高端消费升级至高端，那么2020年次高端规模将翻一番达到830亿，年复合增速为15.7%。

图表1：2015-2016年白酒行业分价格段规模变化（亿元）

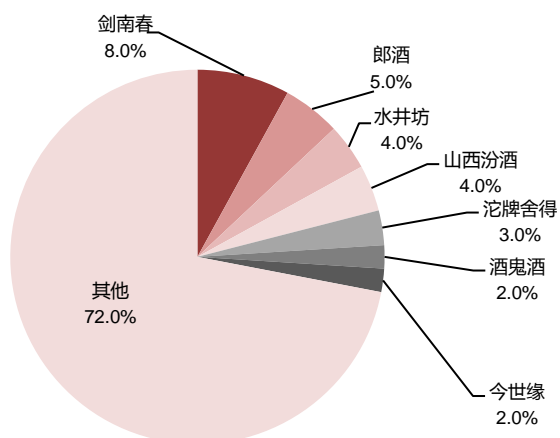


资料来源：中研普华，华泰证券研究所

集中度尚低，龙头份额有望快速提升

在次高端白酒中，根据中研普华的调研数据以及公司公告，我们估计市场份额占比最高的剑南春市占率也仅为8%。相比于高端白酒CR3(95%)的集中度，次高端CR3仅为16%，集中度较低，份额提升空间很大，未来有可能出现龙头集中度的快速提升。

图表2：2016年次高端白酒市场份额估算



资料来源：中研普华，公司公告，华泰证券研究所

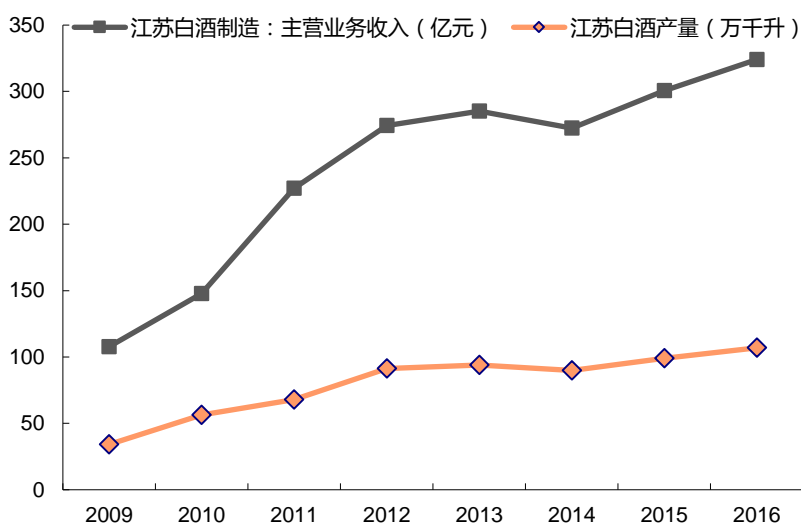
江苏市场次高端潜力较大

江苏是白酒消费大省之一，且经济发达消费水平高，在本轮白酒消费升级中江苏市场走在全国前列。2017年以来，江苏中小企业商务活动活跃，拉动白酒消费，今年江苏省300-500元价格带已成为白酒的消费升级最快的价格带。洋河、今世缘等在该价位带有明星产品布局的地产名酒有望共享消费升级盛宴。

江苏白酒市场容量大，次高端市场规模超过百亿

根据国家统计局数据，2016年江苏市场白酒产量为107万千升，白酒制造业主营业务收入在2012年达到274亿元，2016年约为320亿元。根据渠道调研，整个江苏市场的白酒消费规模已经超过400亿元，而300-500元价格带占比约为30%。这意味着300-500元次高端价格带在江苏市场的白酒制造业收入可以达到96亿元，销售口径的市场规模则接近120亿元，江苏市场次高端市场容量不容小觑。

图表3：2009-2016年江苏白酒产量及白酒制造业主营业务收入



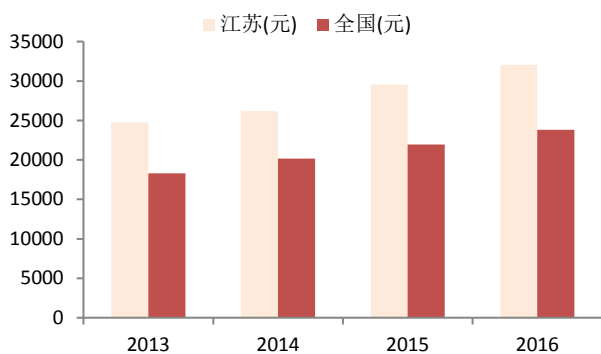
资料来源：国家统计局，Wind，华泰证券研究所（2013-2016年白酒制造业主营收入根据当年产量及2009-2012年吨酒收入平均值估算）

江苏经济排名靠前，300-500元价位段升级显著

江苏是中国东部经济发达省份，消费升级比其他省份表现更为明显。根据草根调研，今年江苏省300-500元价格带已成为白酒的消费升级最快的价格带，其消费升级的内生驱动力来自于商务活动的活跃。

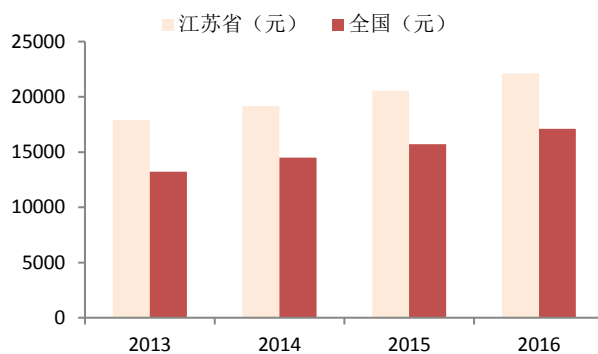
根据国家统计局数据，2016年江苏省人均可支配收入32,070元，远高于全国人均可支配收入23,821元的水平，比全国水平高出34.6%；2016年人均消费支出22,130元，而全国人均消费仅为17,111元，比全国水平高出29.3%。

图表4：江苏和全国人均可支配收入情况



资料来源：国家统计局，Wind，华泰证券研究所

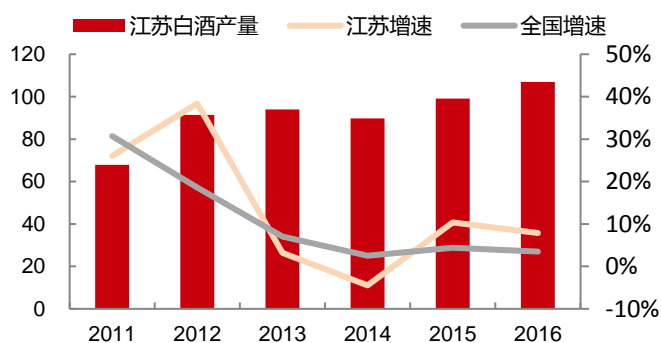
图表5：江苏和全国人均消费支出情况



资料来源：国家统计局，Wind，华泰证券研究所

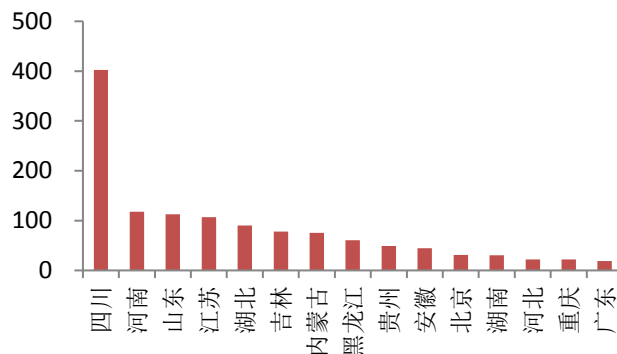
江苏经济强省的地位奠定了江苏酒类消费市场的繁荣，使其成为了中国白酒的产销量大省，未来发展空间广阔。2016年，江苏白酒产量106.9万千升，同比增长7.87%，全国白酒产量同比增速3.47%，同期江苏白酒产量增速高于全国4.4个百分点。从全国主要白酒产区来看，江苏省排名四川、河南和山东省之后，位列全国第4位。

图表6：江苏省白酒产量(万千升)及同比增速



资料来源：国家统计局，Wind，华泰证券研究所

图表7：全国主要白酒产区2016年产量情况(万千升)

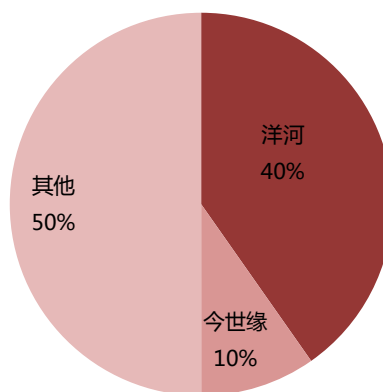


资料来源：国家统计局，Wind，华泰证券研究所

江苏次高端竞争集中在苏酒内部，今世缘成长空间较大

在江苏市场，目前洋河与今世缘是次高端价格带市场份额最高的两家企业，该价位段竞争现阶段仍集中在苏酒内部。根据调研情况，我们预计2016年次高端市场洋河市占率约为40%，销售额接近40亿；今世缘市占率约为10%，销售额接近10亿。洋河经过前期快速扩张和渠道下沉已经在省内占有较高份额，是苏酒领军企业。今世缘目前份额尚小，但近年来势头正猛，成长空间较大。该价位段水井坊、郎酒等其他名酒也在积极参与竞争。根据渠道调研，水井坊2016年江苏市场大约有2亿的销售额，今年预计增速接近翻倍。郎酒在江苏市场经历前些年扩张危机以后，目前尚处于调整阶段。

图表8： 2016年江苏300-500元次高端白酒市场份额



资料来源：公司公告，Wind，华泰证券研究所

今世缘：明星产品卡位次高端价格带，产品结构持续升级

今世缘的前身是江苏高沟酒厂。高沟酒作为江苏地产名酒“三沟一河”的代表之一，为今世缘的历史底蕴做了背书。在地产名酒品牌“高沟”的基础上，公司打造了“国缘”、“今世缘”等品牌，定位省内中高端消费群体。截至2017年上半年，公司国缘系列销售收入占比已经超过50%，公司在300-500元价格带拥有明星产品卡位，且产品结构正在持续向上升级。

300元以上收入占比40%+，受益本轮消费升级

在本轮江苏白酒消费升级最受益的价格带，今世缘拥有明星产品对开和四开分别卡位300及400元价格带。公司收入拆分中的特A+类产品均为出厂指导价大于300元以上的产品，主要包含国缘四开、V系列和K系列；特A类为出厂指导价为100-300元的产品，主要包含国缘双开、国缘淡雅和典藏15年。特A+类和特A类是公司主要的收入来源，2017年上半年，二者收入分别占公司主营业务收入比例为42.57%和36.20%。公司产品结构偏高端，国缘系列占比超过50%，其中四开占国缘系列的30-40%，对开占国缘系列的15-20%。

图表9：2017年上半年公司产品结构

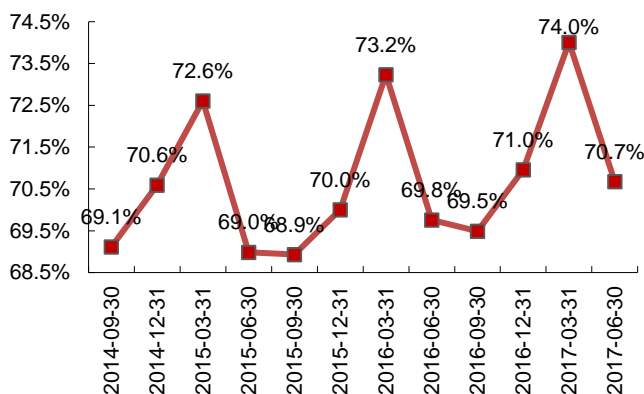
类别	出厂指导价	销售收入	销售占比	主要产品
特A+类	300元以上	7.68亿	42.57%	国缘四开、国缘对开、国缘柔雅、V系列、K系列
特A类	100-300元	6.53亿	36.20%	国缘淡雅、典藏15年
A类	50-100元	1.62亿	8.98%	典藏5年、典藏8年、典藏10年
B类	20-50元	1.01亿	5.49%	典藏3年、佳酿、兰纪元
C类	10-20元	0.99亿	5.48%	高沟系列
D类	10元以下	0.06亿	0.33%	大曲系列
其他	-	0.05亿	0.28%	婚庆相关产品

资料来源：公司公告，1号店，华泰证券研究所

产品结构改善拉升毛利率

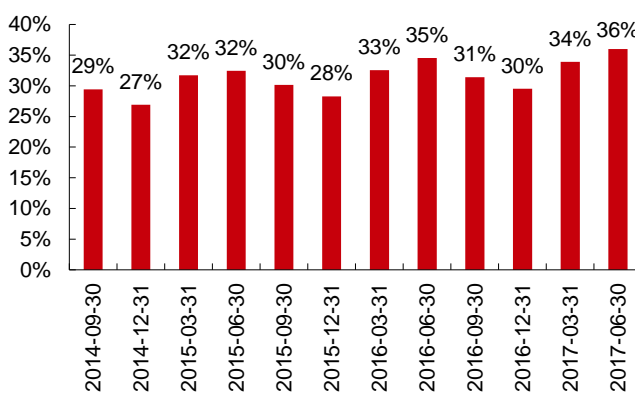
由于国缘的强劲增长，特A+系列产品收入占比从2015年的31%，上升至2016年的37%，2017H1再上升6个百分点达到43%，产品结构改善显著。2017年中报公司毛利率达到70.7%，较2016年同期上升0.9个百分点，较2015年同期上升1.7个百分点。净利率也取得明显改善，2017H1净利率达到36%，较2015年同期上升4个百分点。

图表10：2014.09-2017.06今世缘毛利率走势



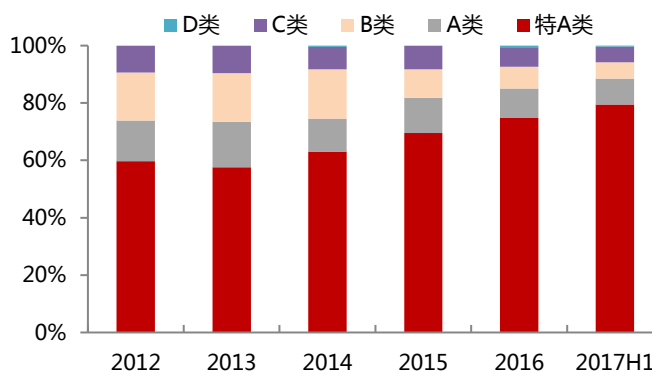
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表11：2014.09-2017.06今世缘净利率走势



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表12： 公司营业收入构成情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

技改延长发酵时间，有望提高优质酒出酒率

今世缘一直以来对产品品质非常重视，为提高优质酒出酒率，目前公司正在积极推进技术改造。通过加长粮食在窖池中的发酵时间，公司可以提高优质酒出酒比率，同时酒品酒质也将进一步提高。我们认为技改有望进一步提高高端产品占比，公司产品结构有望继续上移。

国缘有望以点带面，全面增长

今年上半年公司特 A+ 系列产品收入增速超过 35%，国缘系列四开、对开产品增速超过 40%。我们对省内分区域细分市场进行拆分以后发现，今年上半年公司国缘产品增长主要来自几大核心市场。通过对核心市场之一的南京市场进行分析，我们认为国缘产品已经在产品力、渠道力两方面取得突破，未来核心市场的高增长有望复制到其他省内区域市场，以点带面，实现省内多市场全面增长。

重点市场高增长：上半年淮安、南京、盐城成为增长主力

省内今世缘主要在 13 个地级市和 70 个市辖区销售，大本营市场集中在淮安、南京、盐城等重点城市以及苏北地区。渠道调研显示，今年上半年南京、盐城、淮安贡献了主要增长，预计南京增长 40-50%，盐城增长 30-40%，淮安增长 10-20% 左右。省内淮安市场目前是公司大本营，而今年表现突出的南京市场已经成为省内第二大市场，我们预计明年南京将有望成为省内第一大市场。

今年上半年公司特 A+ 产品销售收入在增速 35% 以上，其中国缘四开和对开的增速超过 40%。由于南京市场主要销售国缘，盐城目前只做高端，我们预计淮安、南京、盐城三个市场销售的国缘占公司国缘总体销售额的 60%-70%，也就是说今年上半年国缘的高增长其实主要由三大重点市场贡献。

图表13：今世缘分地区销售额（百万元）及增速

	2016A 销售额	2017H1 销售额	2017H1 增速	国缘增速
省内	2388	1,703	20%左右增长	
淮安	562	426	10-20%	国缘增速 25%
南京	358	326	40-50%	国缘增速超过 40%
盐城	312	247	30-40%	国缘增速 40%左右
苏南	433	245	持平或个位数增长	
苏中	367	231	持平或个位数增长	
苏北	356	229	持平或个位数增长	
省外	151	91	持平或个位数增长	

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

国缘高端品站稳价位带，商务用酒取得突破

国缘今年在重点市场的高增长并非一蹴而就，而是经过多年口碑培育以后产品力的集中体现。以南京市场为例，南京市场总的体量今世缘与洋河仍然相差较大，但国缘在南京市场深耕 7-8 年，今年四开、对开在商务用酒、团购和宴会渠道取得突破，与洋河实力相当。渠道调研显示，目前国缘的明星产品在消费者心中已经分别在 300 和 400 元价格带站稳，中高端消费群体对国缘的认可度、口碑评价在提升和扩散。我们认为高端品站稳价位带以后，渠道端推动销售将会相对容易，此外，南京是江苏省省会，在南京市场提高普及率意味着可以通过意见领袖效应辐射整个江苏市场，拉动其他区域销售。

南京市场渠道细化，其他市场有望复制

南京市场今年上半年国缘的高速增长不仅有产品力提升的原因，还有渠道推力上升的因素。早前公司渠道混合，容易出现经销商享受的公司政策与其销售能力不匹配的现象，导致没有动销能力的经销商低价放贷导致价格混乱。目前南京市场已经对渠道进行了划分定位与专业化分流，分区域、分品牌、分渠道合理分配经销商任务，通过渠道细化、兵团式作战来提高渠道推力。2017 年上半年公司加大淮安、苏南市场招商力度，我们预计未来公司有望在淮安、苏中的扬州、泰州，苏南的无锡等市场继续推进渠道细化工作，复制南京市场模式。

图表14: 公司2017年上半年经销商数量变化情况

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

管理层及渠道销售人员激励机制较好

公司管理层通过较高比例的持股已经实现利益绑定，此外中基层员工在下属贸易公司也有员工持股，我们认为公司股权激励机制目前已经较为完善。此外去年公司做的销售人员薪酬构成的改革也将激发销售人员积极性。

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，截至2017年中报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。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2017年中报，公司高管合计持股15.6%。

图表15：2017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

销售人员绩效薪酬比例提高

对于公司中基层员工来说，公司通过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，截至2017年中报中基层员工合计持股7.18%，实现员工利益绑定。此外，去年开始公司降低了中层销售人员基本工资比例，目前销售人员大部分收入来自绩效奖金。根据业绩不同，今年销售人员收入差距有所拉开，积极性也明显提高。

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, 未来三年预计这三类在总收入中占比将降低至 10%左右。

图表16: 分产品收入预测 (百万元)

	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。

公司受益于消费升级的同时不断深化自身产品结构升级, 将保持稳健增长的趋势。考虑近期消费税提高对白酒公司的影响, 我们下调 17-19 年盈利预测, 预计 17-19 年 EPS 分别为 0.73、0.90 和 1.09 元 (前次为 0.76、0.95 和 1.15 元), 归母净利润增速分别为 21%、23%和 21% (前次为 27%、25%和 21%)。同业可比公司 2018 年 PE 平均为 24 倍, 审慎考虑, 给予公司 2018 年 22-23 倍的 PE 估值, 下调目标价至 19.8-20.7 元, 维持“买入”评级。

图表17: 白酒可比上市公司 PE 估值表

代码	公司	PE (TTM)	PE (2017E)	PE (2018E)	PE (2019E)
600702.SH	沱牌舍得	95.7	60.6	31.5	21.3
600559.SH	老白干酒	73.9	52.9	30.6	22.7
000799.SZ	酒鬼酒	53.6	48.7	32.5	23.1
600779.SH	水井坊	66.8	54.5	35.4	26.1
603919.SH	金徽酒	29.5	27.2	22.4	18.3
603198.SH	迎驾贡酒	22.9	20.2	17.1	14.7
000860.SZ	顺鑫农业	26.7	24.8	20.2	16.7
600809.SH	山西汾酒	47.0	44.5	31.6	24.3
000568.SZ	泸州老窖	32.7	29.3	23.0	18.3
000596.SZ	古井贡酒	27.1	24.9	20.6	16.9
603589.SH	口子窖	29.2	26.1	21.1	17.2
600519.SH	贵州茅台	31.8	28.6	22.7	18.8
600197.SH	伊力特	30.6	25.4	20.6	17.3
000858.SZ	五粮液	26.0	24.2	20.2	17.0
002304.SZ	洋河股份	21.0	19.8	17.3	15.2
可比公司平均估值		41.0	34.1	24.4	19.2

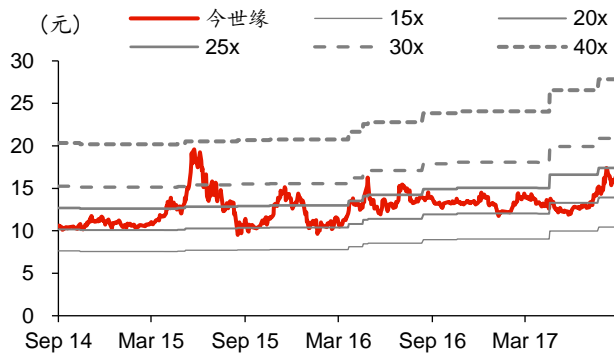
资料来源: Wind, 华泰证券研究所, 估值为 Wind 一致预期, 估值日期为 2017 年 9 月 7 日

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。

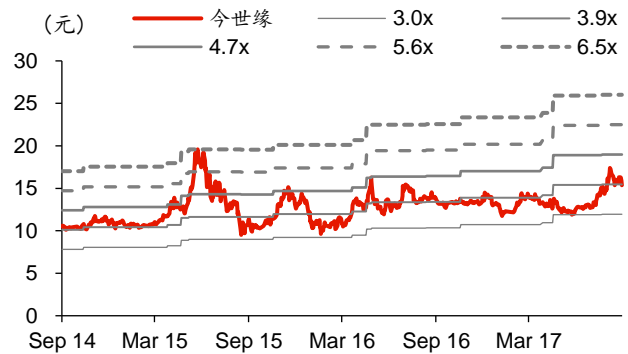
PE/PB - Bands

图表18: 今世缘历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表19: 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	5,161	6,159	7,422
现金	1,434	997.81	2,724	3,318	4,159
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	29.01	27.04	31.22
存货	1,383	1,514	1,466	1,691	1,905
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	6,631	7,634	8,888
流动负债	1,371	1,537	1,310	1,427	1,554
短期借款	300.01	150.00	90.00	108.00	129.60
应付账款	50.85	84.33	89.84	95.41	100.45
其他流动负债	1,021	1,303	1,130	1,224	1,324
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	1,333	1,445	1,572
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	3,295	4,185	5,313
归属母公司股	4,034	4,614	5,292	6,182	7,310
负债和股东权益	5,423	6,179	6,631	7,634	8,888

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	1,813	733.15	942.27
净利润	682.51	753.46	915.67	1,129	1,366
折旧摊销	81.27	91.76	86.23	98.38	106.99
财务费用	(24.21)	(18.45)	(68.08)	(117.67)	(145.90)
投资损失	(63.93)	(70.68)	(45.11)	(56.00)	(60.00)
营运资金变动	28.23	163.22	856.19	(315.02)	(319.81)
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)	(213.42)	(99.32)	(72.43)
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)	(153.43)	(117.32)	(94.03)
现金净增加额	159.47	(435.41)	1,726	593.93	841.34

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	854.51	940.94	1,032
营业税金及附加	253.54	245.43	347.28	442.37	513.49
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)	(68.08)	(117.67)	(145.90)
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	1,210	1,494	1,810
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	1,222	1,505	1,822
所得税	220.24	252.30	306.62	375.71	455.97
净利润	682.51	753.46	915.67	1,129	1,366
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	915.67	1,129	1,366
EBITDA	954.10	1,068	1,228	1,474	1,771
EPS (元)	1.37	0.60	0.73	0.90	1.09

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	21.57	23.49	21.20
归属母公司净利润	6.14	10.06	21.42	23.28	20.99
获利能力 (%)					
毛利率	70.00	70.96	71.70	73.41	74.89
净利率	28.26	29.52	30.32	31.90	33.25
ROE	16.99	16.34	17.30	18.26	18.69
ROIC	25.60	24.81	40.84	43.02	46.20
偿债能力					
资产负债率 (%)	25.47	25.21	20.10	18.93	17.69
净负债比率 (%)	23.75	9.63	8.02	8.87	9.43
流动比率	3.04	2.96	3.94	4.31	4.78
速动比率	2.03	1.97	2.82	3.13	3.55
营运能力					
总资产周转率	0.49	0.44	0.47	0.50	0.50
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	9.81	10.16	10.53
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.55	0.60	0.73	0.90	1.09
每股经营现金流(最新摊薄)	0.56	0.74	1.45	0.58	0.75
每股净资产(最新摊薄)	3.22	3.68	4.22	4.93	5.83
估值比率					
PE (倍)	28.12	25.55	21.04	17.07	14.11
PB (倍)	4.78	4.18	3.64	3.12	2.64
EV_EBITDA (倍)	18.72	16.72	14.55	12.11	10.08

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

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