

# 今世缘 (603369.SH)

## 长期耕耘，国缘迈入发展黄金期

公司地处江苏省著名酒乡淮安，属于黄淮名酒带，旗下拥有“国缘”、“今世缘”和“高沟”三个品牌，年产白酒3万余吨。公司深耕江苏省白酒市场，占江苏白酒市场份额15%左右，省内收入占公司整体营收的94%。1984年第四届全国评酒会上高沟酒荣获浓香型白酒第二名的佳绩，具备名酒基因。公司实际控制人是涟水县人民政府，截至2019H1持股比例44.72%，主要管理层均有持股，利益与公司充分绑定。

2017年以来，江苏省白酒主流价格带由200-300元上移至300元以上，省内次高端产品迎来放量，国缘和洋河梦之蓝定位300-600元价格带，共同受益省内消费升级，营收快速增长。**为何国缘产品可以实现快速增长，并且增速快于省内梦之蓝的增速？**我们尝试从内因和外因两个角度分析。

**外因：**1) 江苏省完成了核心价格带从150-300元，到300元以上的跃迁。国缘开系列与梦之蓝(M3/M6)定位次高端，共享省内消费升级红利。2) 近年来洋河全国化拓展，部分资源投入新江苏市场。**内因：**1) **渠道：团购渠道优势显著**，公司以政府团购起家，并且持续对团购场景和客户进行创新，团购占比60%左右。**流通渠道利润较厚**。公司在流通渠道切入较晚，网点密度小，价格透明度低，因此渠道利润较丰厚。2) **产品：**公司产品以中度进行差异化定位，在苏派绵柔中保留了醇厚口感，在度数和口感上与洋河及高度名酒形成了差异化，体现健康导向。3) **品牌：**公司自2004年推出国缘品牌即定位高端，通过长期的培育核心消费者人群中形成良好的口碑。

**看未来：**1) **省内：**目前公司在省内白酒市场占比15%左右，仍有较大的提升空间。具体而言，面对洋河的省内聚焦和省外品牌的加强投入，2018年以来公司仍在南京市场取得爆发式增长，我们认为苏南，徐州等地发展较薄弱有望复制南京的经验接力增长。2) **省外：**地产酒的省外开拓，核心即如何在省外市场增强品牌知名度。公司以“缘文化”差异化定位，对于公司省外市场品牌力的打造具有较好的记忆点和宣传点。此外公司重点拓展徐州市场，希望通过在徐州市场形成消费氛围，实现对淮海经济区（山东，河南，安徽，江苏）的辐射，发挥桥头堡效应。

**投资建议：**首次覆盖，给予“买入”评级，我们预计公司2019-2021年归母净利润分别为14.12/17.15/20.53亿元，对应EPS分别为1.13/1.37/1.64元，2019-2021年市盈率30.1/24.8/20.7倍。目标价38元，对应2020年28倍PE。

**风险提示：**宏观经济下行风险；省内深耕，省外开拓不及预期风险。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,952	3,736	4,727	5,622	6,468
增长率 yoy (%)	15.6	26.6	26.5	18.9	15.0
归母净利润(百万元)	896	1,151	1,412	1,715	2,053
增长率 yoy (%)	18.8	28.4	22.7	21.4	19.7
EPS 最新摊薄(元/股)	0.71	0.92	1.13	1.37	1.64
净资产收益率(%)	17.0	18.8	19.9	20.3	20.2
P/E(倍)	47.5	37.0	30.1	24.8	20.7
P/B(倍)	8.1	7.0	6.0	5.0	4.2

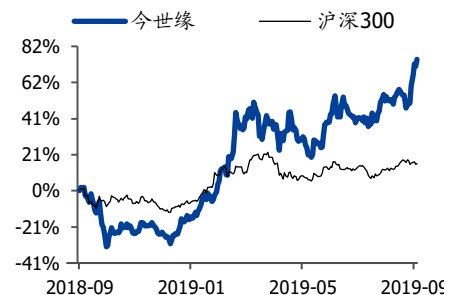
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 买入(首次)

#### 股票信息

行业	饮料制造
最新收盘价	33.92
总市值(百万元)	42,552.64
总股本(百万股)	1,254.50
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	7.21

#### 股价走势



#### 作者

分析师 符蓉

执业证书编号：S0680519070001

邮箱：furong@gszq.com



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	5,044	6,222	8,026	12,184	14,527
现金	1,289	1,887	3,006	7,020	8,803
应收账款	16	51	34	67	49
其他应收款	17	0	21	4	25
预付账款	10	7	15	11	19
存货	1,704	1,968	2,609	2,765	3,281
其他流动资产	2,007	2,309	2,342	2,318	2,351
<b>非流动资产</b>	2,180	2,366	2,518	2,626	2,709
长期投资	10	11	12	14	15
固定投资	762	764	965	1,121	1,245
无形资产	111	107	77	47	17
其他非流动资产	1,296	1,485	1,464	1,444	1,432
<b>资产总计</b>	7,223	8,588	10,543	14,811	17,237
<b>流动负债</b>	1,927	2,462	3,421	6,345	7,053
短期借款	0	20	20	20	20
应付账款	165	145	242	213	299
其他流动负债	1,761	2,296	3,159	6,112	6,734
<b>非流动负债</b>	17	17	17	17	17
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	17	17	17	17	17
<b>负债合计</b>	1,944	2,479	3,438	6,361	7,070
少数股东权益	17	14	13	11	10
股本	1,255	1,255	1,255	1,255	1,255
资本公积	717	718	718	718	718
留存收益	3,267	4,104	5,047	6,179	7,523
归属母公司股东收益	5,262	6,095	7,093	8,438	10,157
<b>负债和股东权益</b>	7,223	8,588	10,543	14,811	17,237

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动净现金流</b>	1,001	1,121	1,617	4,362	2,002
净利润	895	1,151	1,411	1,714	2,052
折旧摊销	99	88	88	108	127
财务费用	-10	-25	-49	-122	-200
投资损失	-101	-174	-103	-112	-123
营运资金变动	116	40	274	2,779	149
其他经营现金流	2	41	-3	-3	-4
<b>投资活动净现金流</b>	-530	-229	-134	-101	-84
资本支出	247	205	150	107	82
长期投资	-319	-202	-1	-1	-1
其他投资现金流	-602	-226	15	5	-3
<b>筹资活动净现金流</b>	-231	-295	-365	-248	-134
短期借款	-150	20	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-26	0	0	0	0
其他筹资现金流	-55	-315	-365	-248	-134
<b>现金净增加额</b>	241	598	1,118	4,014	1,784

**利润表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	2,952	3,736	4,727	5,622	6,468
营业成本	835	1,014	1,263	1,483	1,669
营业税金及附加	405	632	804	956	1,099
营业费用	428	586	760	946	1,089
管理费用	195	173	181	194	205
财务费用	-10	-25	-49	-122	-200
资产减值损失	5	25	0	0	0
公允价值变动收益	2	9	3	3	4
投资净收益	101	174	103	112	123
<b>营业利润</b>	1,208	1,516	1,873	2,281	2,733
营业外收入	3	14	10	11	9
营业外支出	7	5	5	6	6
<b>利润总额</b>	1,204	1,525	1,879	2,286	2,737
所得税	308	374	468	572	685
<b>净利润</b>	895	1,151	1,411	1,714	2,052
少数股东收益	-1	0	-2	-1	-1
<b>归属母公司净利润</b>	896	1,151	1,412	1,715	2,053
EBITDA	1,264	1,558	1,894	2,245	2,628
EPS (元/股)	0.71	0.92	1.13	1.37	1.64

**主要财务比率**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	15.6	26.6	26.5	18.9	15.0
营业利润 (%)	21.4	25.5	23.6	21.8	19.8
归属母公司净利润 (%)	18.8	28.4	22.7	21.4	19.7
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	71.7	72.9	73.3	73.6	74.2
净利率 (%)	30.3	30.8	29.9	30.5	31.7
ROE (%)	17.0	18.8	19.9	20.3	20.2
ROIC (%)	16.4	18.1	19.0	18.9	18.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	26.9	28.9	32.6	43.0	41.0
净负债比率 (%)	-24.4	-30.6	-42.0	-82.8	-86.4
流动比率	2.6	2.5	2.3	1.9	2.1
速动比率	1.7	1.7	1.6	1.5	1.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.44	0.47	0.49	0.44	0.40
应收账款周转率	154.0	111.2	111.2	111.2	111.2
应付账款周转率	6.7	6.5	6.5	6.5	6.5
<b>每股指标 (元/股)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.71	0.92	1.13	1.37	1.64
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.12	0.80	1.29	3.48	1.60
每股净资产 (最新摊薄)	4.19	4.86	5.65	6.73	8.10
<b>估值指标 (倍)</b>					
P/E	47.5	37.0	30.1	24.8	20.7
P/B	8.1	7.0	6.0	5.0	4.2
EV/EBITDA	32.5	26.0	20.8	15.7	12.8

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 内容目录

1、公司简介.....	5
1.1 产品结构.....	6
1.2 公司发展历程.....	7
2、国缘缘何实现高增长？.....	9
2.1 外因：省内主流消费价格带上移.....	10
2.1.1 江苏省消费升级，次高端价格带快速扩容.....	10
2.1.2 洋河全国化拓展，部分资源投入省外.....	13
2.2 内因：团购优势突出，国缘超前布局.....	13
2.2.1 渠道：团购优势显著，渠道利润较厚.....	13
1) 渠道建设扁平化，加强渠道掌控力.....	13
2) 团购渠道进入较早，创新持续，优势显著.....	15
3) 流通渠道发力进行时，渠道利润较厚.....	15
2.2.2 产品：品质突出，性价比高.....	16
2.2.3 品牌：国缘品牌超前布局，培育核心消费群体.....	16
1) 国缘系列超前布局次高端价位段，占据先发优势.....	16
2) 推出国缘V系列，抬高国缘价格带.....	16
3、看未来：省内深度精耕，省外积极拓展.....	17
3.1 省内：精耕市场，竞合发展.....	17
3.1.1 竞争格局：洋河加大省内聚焦，省外酒企积极布局.....	17
3.1.2 省内空间：省内发展不平衡，县区级市场仍有较大空间.....	18
3.1.3 分地区市场：南京市场成为标杆，苏南徐州重点拓展.....	20
3.2 省外：环江苏市场开拓，期待省外突围.....	22
3.2.1 如何看待公司的省外拓展？.....	23
3.2.2 山东市场：省外首要市场，重点开拓.....	24
3.2.3 浙江市场：牵手商源，积极布局.....	25
4、盈利预测.....	25
5、风险提示.....	27

## 图表目录

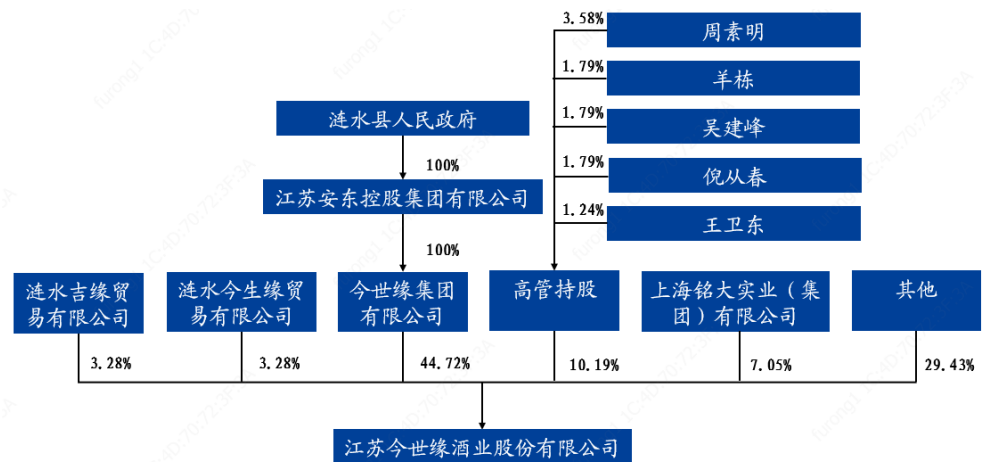
图表 1: 今世缘股权结构截至 2019H1.....	5
图表 2: 高管持股情况.....	5
图表 3: 营业收入及增速.....	6
图表 4: 归母净利润及增速.....	6
图表 5: 今世缘产品结构（京东零售价元）.....	7
图表 6: 2019H1 公司分产品收入占比.....	7
图表 7: 2019H1 省外收入占比.....	7
图表 8: 公司发展历程.....	9
图表 9: 公司品牌发展历程.....	9
图表 10: 洋河，今世缘省内营收增速对比.....	10
图表 11: 国缘，梦之蓝省内收入增速对比.....	10
图表 12: 江苏省人均 GDP 高于全国（元）.....	10
图表 13: 江苏人均可支配收入高于全国.....	10
图表 14: 2018 年全国各省市白酒（折 65 度）产量（亿升）.....	11
图表 15: 2018 年各省常住人口排名（万人）.....	11

图表 16: 江苏白酒消费结构 VS 全国白酒消费结构.....	11
图表 17: 梦之蓝增速显著高于天之蓝, 海之蓝.....	12
图表 18: 今世缘特 A 类增速显著高于其他.....	12
图表 19: 江苏地区主流价格带变迁.....	12
图表 20: 特 A+ 收入占比.....	12
图表 21: 今世缘分产品收入增速.....	12
图表 22: 洋河省内省外收入占比.....	13
图表 23: 洋河省内省外收入增速.....	13
图表 24: 1+1 模式与大商制对比.....	14
图表 25: 营销组织扁平化.....	14
图表 26: 新营销组织架构.....	14
图表 27: 团购渠道.....	15
图表 28: 国缘 V6.....	17
图表 29: 国缘 V 系列发布会.....	17
图表 30: 江苏各市白酒市场主要产品.....	18
图表 31: 2018 江苏省白酒竞争格局.....	18
图表 32: 2018 年洋河省内产品结构.....	19
图表 33: 今世缘产品结构.....	19
图表 34: 公司销售人员数量及增速.....	20
图表 35: 公司经销商数量 (人).....	20
图表 36: 2019H1 今世缘分地区增速.....	20
图表 37: 2019H1 今世缘分地区收入占比.....	20
图表 38: 南京市场收入及增速.....	21
图表 39: 淮安市场收入及增速.....	21
图表 40: 苏南市场收入及增速.....	22
图表 41: 苏南大区毛利率较高.....	22
图表 42: 徐州位于淮安经济带中心, 处于四省交界.....	22
图表 43: 公司省外市场“1+2+4”战略.....	23
图表 44: 省外收入及增速.....	23
图表 45: 今世缘省外收入占比.....	23
图表 46: 高沟, 今世缘, 国缘品牌定位.....	24
图表 47: 公司收入与业绩预测重要假设 (亿元).....	26
图表 48: 可比公司估值比较.....	26

## 1、公司简介

公司地处江苏省著名酒乡淮安，属于黄淮名酒带，年产“国缘”、“今世缘”、“高沟”系列白酒3万余吨。公司前身是江苏高沟酒厂，高沟酿酒历史悠久，源于西汉，盛于明清，已有2000多年的历史。自1949年建厂以来，高沟酒厂对酒体品质就格外重视，保证了品质过硬的延续，也成就了江苏四大名酒的美誉。1984年第四届全国评酒会上高沟酒荣获浓香型白酒第二名的佳绩，1989年，在全国第五届评酒会上，高沟酒蝉联“国家优质酒”称号，具备名酒基因。公司于2014年在A股上市，成为继洋河股份之后省内第二家上市的酒企。公司实际控制人是涟水县人民政府，截至2019H1持股比例44.72%，公司主要管理层均有持股，截至2019年H1，前10大股东中高管占据5席，高管合计持股比例达到10.19%。管理层利益与公司充分绑定，有利于提高管理层积极性以及稳定性。

图表1：今世缘股权结构截至2019H1



资料来源：wind，国盛证券研究所

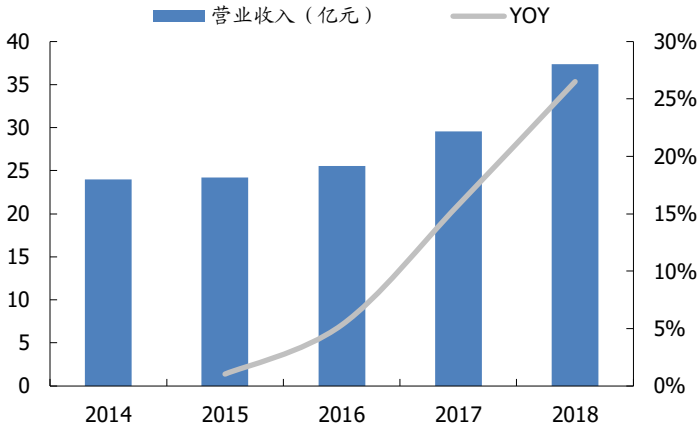
图表2：高管持股情况

姓名	职务	期末持股数(万股)	持股比例
周素明	董事长、总经理	4,500	3.59%
吴建峰	副董事长、副总经理	2,250	1.79%
倪从春	董事、副总经理	2,250	1.79%
羊栋	副总经理	2,250	1.79%
王卫东	董事、副总经理、财务总监、董事会秘书	1,553	1.24%

资料来源：wind，国盛证券研究所

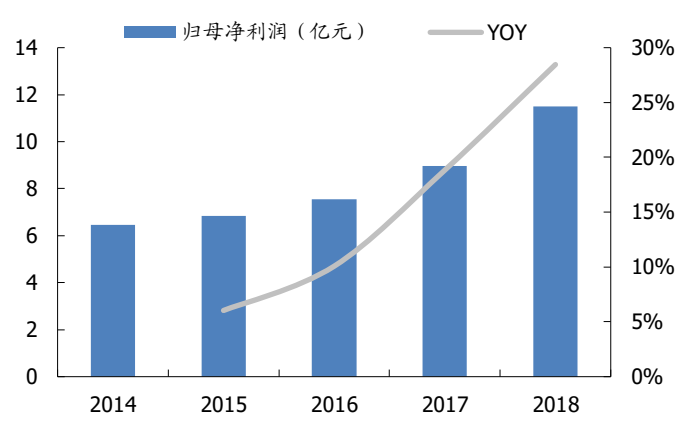
公司董事长周总自2000年进入今世缘起一直担任公司董事长，对公司经营有长期经验，做事踏实稳健，公司发展战略一贯性强。同时，对白酒行业有深刻的理解和认识，他提出行业目前处于行业分化的窗口期，消费升级的机遇期，厂家发展的关键期，所以现在要加快发展，在此指导思想下2015年来今世缘收入，业绩都取得了快速发展，2016-2018年收入增速分别为5.34%/15.57%/26.55%，业绩增速10.06%/18.21%/28.45%，收入，净利润逐年加速增长。2016年起，今世缘构建了“品牌+渠道”双驱动的良好营销体系。2019年公司提出“奋斗新五年，实现翻两番”的宏伟目标，即2023年营收体量达到2018年的4倍，即财务口径营收150亿左右，体现公司管理层对发展的要求和信心。

图表 3: 营业收入及增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 4: 归母净利润及增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 1.1 产品结构

公司白酒产品主要是浓香型白酒，旗下拥有“国缘”、“今世缘”和“高沟”三个品牌，覆盖高中低端。其中“国缘”、“今世缘”是“中国驰名商标”，“高沟”是“中华老字号”。国缘于 2004 年创牌，定位“中国高端中度白酒”，目前主要产品对开、四开集中在 300-600 元次高端价格带，聚焦政商消费，2018 年在公司总营收占比 65% 左右。今世缘于 1996 年创牌，定位“中国人的喜酒”，目前主流产品集中在 100-300 元中高端价格带，聚焦婚喜宴等日常消费，在公司总营收中占比约 34%。高沟定位“正宗苏派老名酒”，主要打造 50-100 元价格带，目前体量较小，公司致力于将其培育为省内中档大众流行酒、老朋友一起喝的酒。

**国缘：聚焦次高端，增速亮眼。**国缘定位“中国高端中度白酒”，聚焦政商，主攻 300-600 元次高端价位带，2018 年在营收中占比约 65%。国缘分为老 K 和新 K 系，老 K 是单开对开四开，新 K 系是 K1, K3, K5。其中对开和四开在国缘里面合计占比超过四分之三。2018 年 10 月，国缘 V 系列产品上市，定位为更舒适的高端白酒，延续了国缘的品牌基因并将其拔高。

**今世缘：拓展消费场景，精简产品数量。**今世缘定位“中国人的喜酒”，主攻 100-300 元价格带，2018 年占比约为 34%，其中典藏占比超过 50%。今世缘以婚庆用酒切入来带动日常消费，品牌策略为追求家庭美满幸福的文化，产品以典藏为主，占比超过 50%。原来主要做婚宴市场，属于低频消费，现在逐步拓展喜宴场景，比如乔迁之喜、中榜之喜等。目前公司对今世缘品牌进一步梳理产品线，整合精简产品数量，力争年内压缩到 80 个以内，实现产品数量有序减少，品牌规模稳定提升。

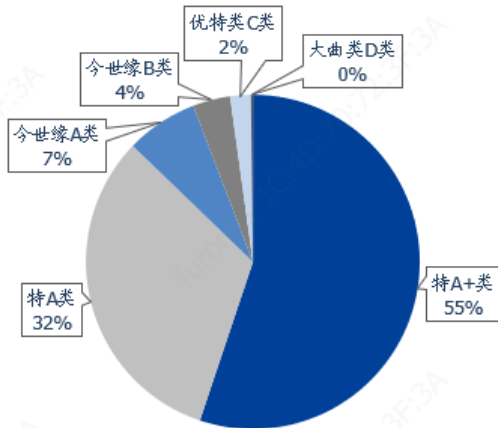
**高沟酒：体量较小，致力于培育成省内中档大众流行酒。**高沟定位“正宗苏派老名酒”，聚集 50-100 元价格带，目前高沟体量较小，2018 年营收约 8000 万。高沟品牌定位为友缘，饮用场景为朋友聚会，主攻社区培育，精耕乡镇。

图表 5: 今世缘产品结构 (京东零售价元)

品牌	品牌特色	产品系列	单品	当前价格
国缘	高端中度白酒	V系列	国缘V9	2299
			国缘V6	1788
			国缘V3	1088
		K系列	国缘K5	598
			国缘K3	418
		开系列	国缘四开	558
			国缘双开	358
			国缘单开	228
		雅系列	国缘柔雅	268
			国缘淡雅	168
今世缘	缘文化	年份典藏系列	典藏15	329
			典藏10	148
			典藏5	98
		天地人和系列	天和	78
			地和	58
		欢天喜地系列	欢天缘	118
喜地缘	69			
高沟	地产名酒	新天地系列	42度高沟	25
		青花系列	42度高沟 大青花	79

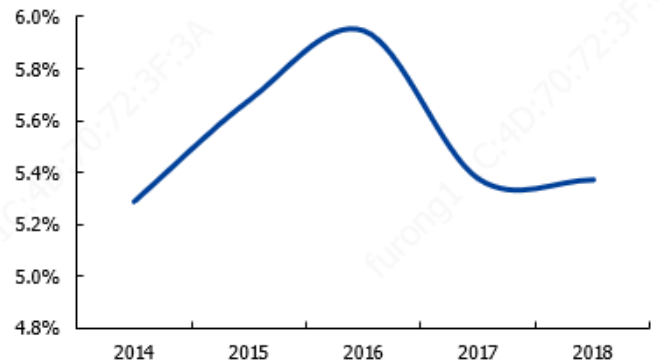
资料来源: wind, 京东, 国盛证券研究所

图表 6: 2019H1 公司分产品收入占比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 7: 2019H1 省外收入占比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 1.2 公司发展历程

江苏盛产名酒, 素有“三沟一河”之说, 今世缘前身即高沟酒厂, 历史底蕴深厚, 早在 1984 年第四届全国评酒会上即荣获浓香型白酒第二名的佳绩, 1996 年走出财务危机后创建今世缘品牌, 以它入口甜、绵、爽、净、香的口感博得了消费者的青睐。1998 年, 公司营业收入突破一亿, 2004 年突破四亿。2004 年, 随着经济快速发展, 白酒行业出现显著的消费升级趋势, 公司顺势推出“国缘”品牌, 定位次高端。2013 年后行业深度调整, 政务消费深受打击, 公司连续两年收入下滑, 因此今世缘将重心从政务消费转到大众消费和商务消费上, 转型聚焦婚喜宴市场。2015 年行业恢复以来, 公司步入营收业绩快速增长, 盈利能力提升的黄金发展期。2019 年初, 公司提出“奋斗新五年, 实现翻两番”的宏伟目标。

### 1、上世纪 90 年代: 高沟历史悠久, 经营陷入困境

今世缘的前身为江苏省淮安市涟水县高沟镇的高沟酒厂，其酿酒历史悠久，源于西汉，盛于明清。首届国际博览会曾获大奖，历届评酒都榜上有名，是国家银牌得主。1956年，高沟酒荣获江苏省政府颁发的“酿酒第一”奖旗；1984年，在全国第四届评酒会上，名列全国浓香型白酒第二名；1989年，在全国第五届评酒会上，蝉联“国家品牌酒”称号。20世纪90年代初，显赫一时的苏酒步入盘整期，高沟酒厂陷入困境。

## 2、90年代-2004年：迎来转折，深耕省内市场

1996年，高沟酒厂恢复生产，启动资金3000万元，同年8月，决策层毅然决然创立“今世缘”品牌。今世缘运用改良后的传统酿酒技术生产基酒，从原辅材料入厂到成品酒出厂的全套生产环节严格执行卓越绩效管理体系和国家质量标准的要求，产品在消费者中有很高的知名度、美誉度和忠诚度。市场方面，这一阶段是江苏区域市场知名品牌打造阶段。今世缘以省会南京为点，形成强势品牌后全省主动布点。南京的重点突破带动了整个市场的自然销量，在淮安、南京市场得到巩固之后，又乘势开发苏州、无锡、常州、镇江等市场，形成了南有宁沪线、北有陇海线，两线加压，省内开花的市场格局。1997年，江苏今世缘酒业有限公司在高沟镇宣告成立，一步一个脚印地从1997年的2000万元的营业收入发展到2004年的4亿元。2003年销量在中国白酒企业中排行第44位，2004年排名第31位。

## 3、2004-2010年：推出国缘，聚焦高端

2004年，随着经济快速发展白酒行业迈入黄金十年，今世缘推出“国缘”品牌，占位高端白酒市场，国缘四开出厂价480元，仅比五粮液低20元左右。2005年公司销售达5.05亿元，实现税利1.12亿元，名列中国白酒工业百强企业第26位。2008年，国缘单品销售额超5亿元；到2010年，国缘销售额突破10亿元，被行业专家誉为“中国高端白酒增长极的创造者”。

## 4、2010-2015年：行业调整，陷入低谷

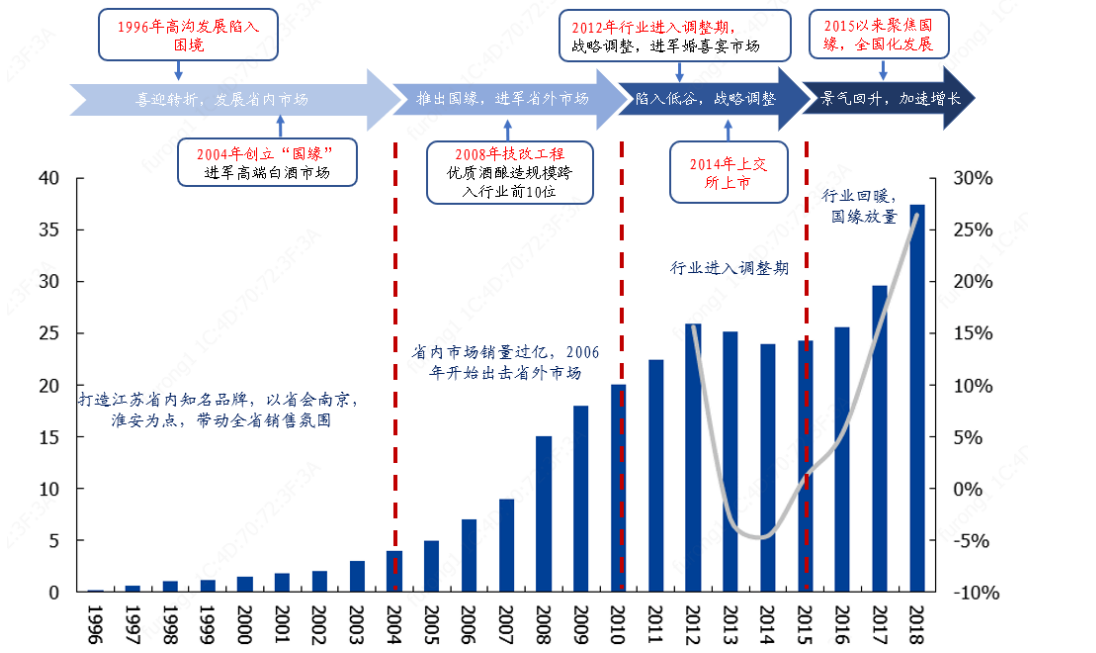
省内白酒竞争加剧，洋河通过海之蓝崛起，成绩耀眼。而川酒、徽酒此时也正在江苏省内进一步抢占市场，瓜分份额。2012年底，中央的“八项规定”政策出台，白酒行业遭到巨大冲击，公司接连两年营收处于负增长。今世缘调整发展重心，产品重点由国缘转向今世缘，聚焦婚喜宴市场，让婚喜宴产品成为公司发展的强劲动力。2014年，今世缘于上交所上市，是江苏省内第二家上市的企业。

## 5、2015至今：景气回升，业绩加速

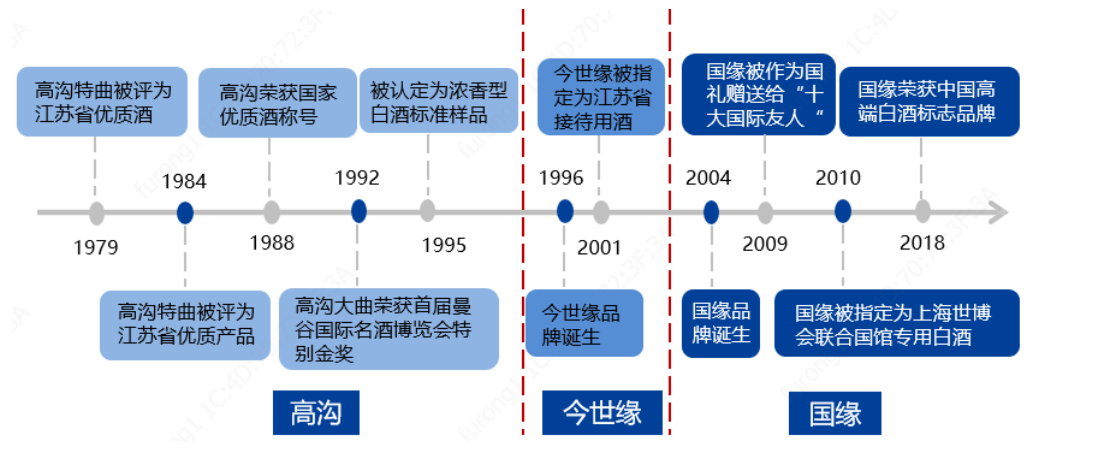
行业景气度恢复以来，受益省内消费升级，公司进入收入业绩加速，盈利能力持续提升，以国缘为代表的特A+系列表现亮眼，2016-2018年复合增速达40.5%。另外，公司开启省外市场的拓展，按照制定的“1+2+4”战略推进，公司围绕北京、上海等有一定消费认知基础的市场，进行战略性培育，形成品牌知名度和品牌效应。2018年省外市场收入增速达27%。



图表 8: 公司发展历程



图表 9: 公司品牌发展历程



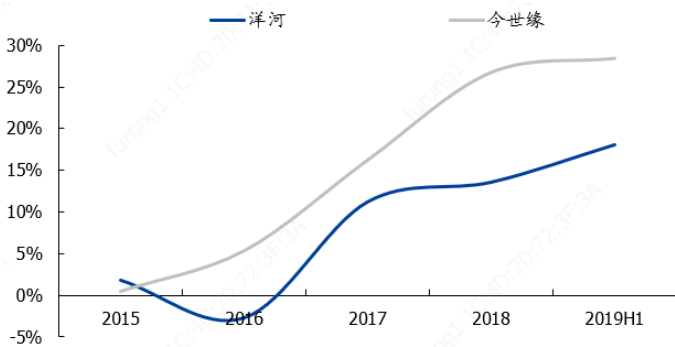
## 2、国缘缘何实现高增长？

上世纪 90 年代，公司以低端的高沟酒销售为主。1996 年高沟酒步如经营困境，走出财务危机后公司创建“今世缘”品牌，以入口甜、绵、爽、净、香的口感博得了消费者的青睐。世纪之交，中国经济开始触底腾飞，消费需求转向与升级暗潮奔涌。随着经济快速发展，白酒迈入黄金十年，各白酒企业开始推出高端新品，泸州老窖于 2001 年推出国窖 1573，同期全兴推出水井坊。公司于 2004 年推出国缘产品，抢占高端白酒市场，国缘四开出厂价 480 元，仅比五粮液低 20 元左右。2008 年，国缘单品销售额超 5 亿元；到 2010 年，国缘销售额突破 10 亿元，被行业专家誉为“中国高端白酒增长极的创造者”。

2017 年以来，随着行业景气度的恢复，江苏省白酒主流价格带由 200-300 元上移至 300 元以上，省内次高端产品迎来放量，国缘和洋河梦之蓝共同受益省内消费升级，营收快速增长。2017-2019H1，特 A+ 产品（国缘为主）产品收入增速分别为 38%，43%，44%，

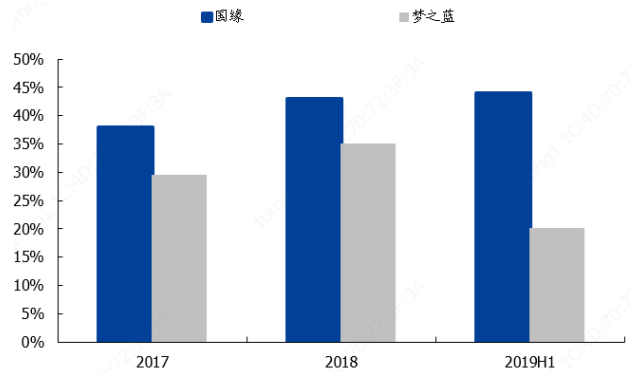
快于洋河梦之蓝的省内增速（29%，35%，20%）。为何国缘产品可以实现快速增长，并且增长快于梦之蓝在省内的增速？我们尝试从内因和外因两个角度分析。

图表 10: 洋河, 今世缘省内营收增速对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 11: 国缘, 梦之蓝省内收入增速对比



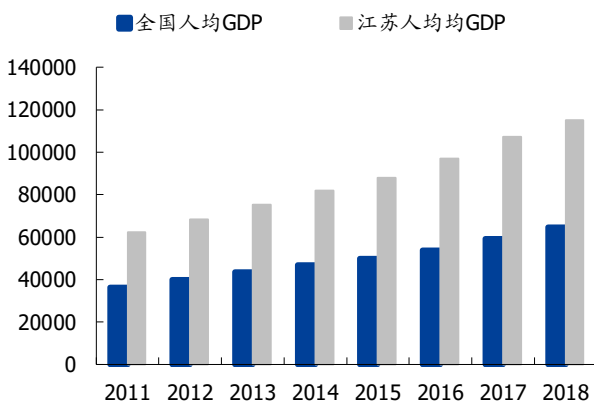
资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 2.1 外因: 江苏省消费水平高, 主流价格带升级至次高端

### 2.1.1 江苏省消费升级, 次高端价格带快速扩容

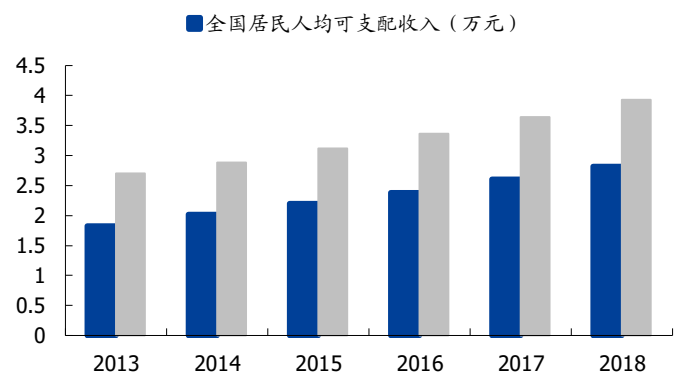
江苏省经济水平高, 白酒消费氛围浓厚。江苏属于长江经济带北翼, 与安徽、浙江、上海共同构成的长江三角洲城市群。已成为国际 6 大世界级城市群之一。作为中国经济大省, 江苏省 GDP 总量位列全国第二, 仅次于广东省。2018 年江苏省人均 GDP 为 11.52 万元, 较全国人均 GDP6.46 万元高出 78.2%, 2018 年江苏城镇居民人均可支配收入达到 4.72 万元, 较全国平均水平 3.93 万元高 20%。从城镇人均食品烟酒消费出来看, 2017 年江苏省为 7616 元, 全国平均水平为 7001 元, 江苏高出全国平均水平 8.78%。较高的人均收入水平以及食品烟酒支出, 为江苏省白酒的消费升级奠定了良好的基础。2018 年江苏省常住人口 851 万人, 居全国第 5 位。奠定了江苏酒类消费市场的繁荣。据中国产业信息网显示, 江苏省白酒市场容量超过 400 亿元, 大众消费和商务消费需求旺盛。

图表 12: 江苏省人均 GDP 高于全国 (元)



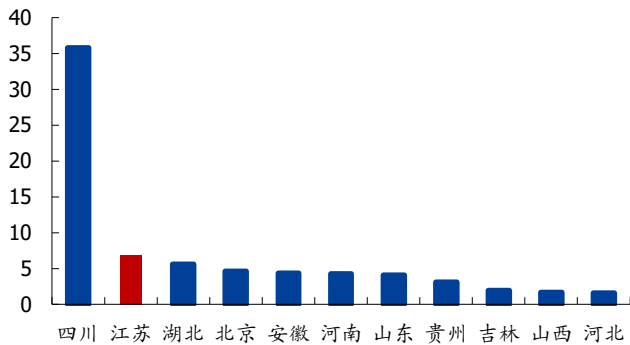
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 13: 江苏人均可支配收入高于全国



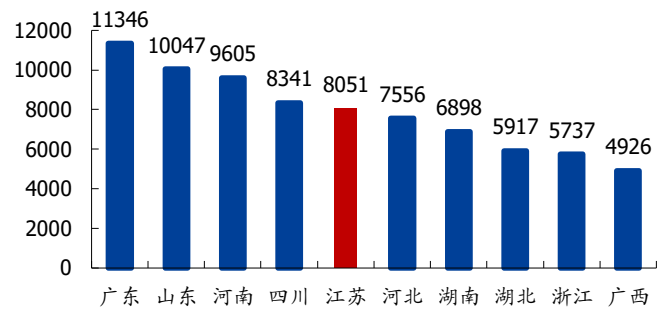
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 14: 2018 年全国各省市白酒 (折 65 度) 产量 (亿升)



资料来源: 中商情报网, 国盛证券研究所

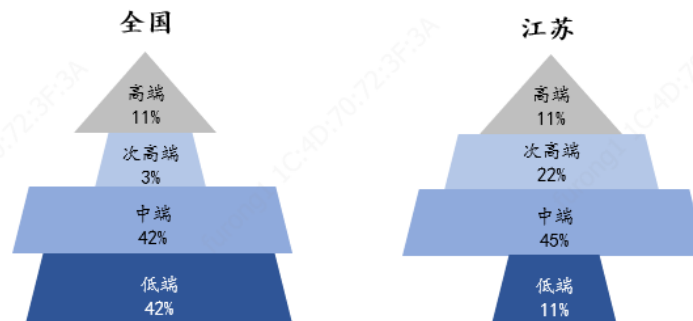
图表 15: 2018 年各省常住人口排名 (万人)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

由于经济发展水平较高, 居民消费水平高, 江苏省白酒消费结构优于全国市场, 且通常领先其他地区进行白酒消费价格带的跃迁。据渠道调研, 江苏省白酒消费结构与全国市场有较大差异。江苏省 300 元以上产品占比 45% 左右, 其中 300-600 元占比约 22%, 600-100 元占比 15% 左右, 1000 元以上占比 7% 左右, 而 100-300 元产品占比 45% 左右, 100 元以下占比约 10%。而从全国范围来看, 100 元以下的低端酒以及 100-300 元的中高端酒是主流, 各占 40% 左右的份额, 而 300 元以上的白酒占比不到 20%。江苏省消费结构显著优于全国市场, 以次高端及以上为主流。本轮白酒景气周期中, 江苏省率先完成省内的主流价位段的升级, 公司国缘产品自 2016 年以来爆发式增长, 2017, 2018 年增速均在 40% 左右, 特 A+ 产品占比从 2016 年的 37% 提高至 2018 年的 50%。

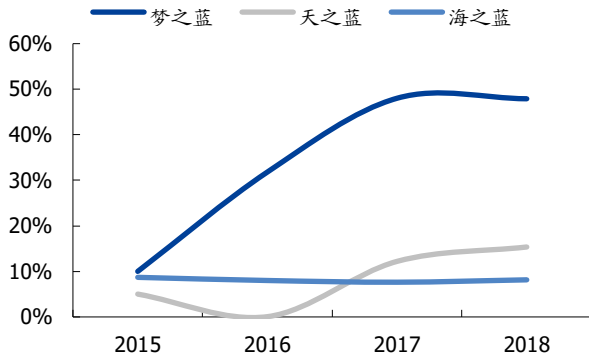
图表 16: 江苏白酒消费结构 VS 全国白酒消费结构



资料来源: wind, 渠道调研, 国盛证券研究所

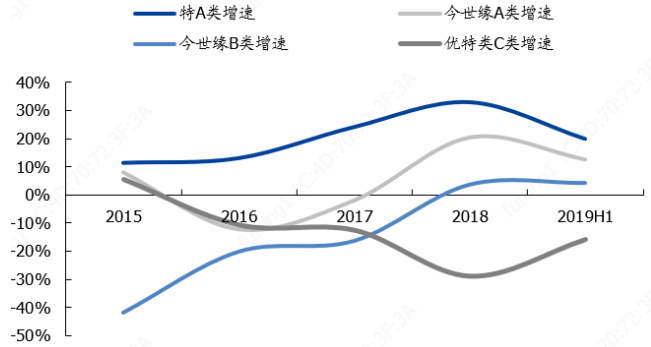
目前江苏省完成了核心价格带从 150-300 元, 到 300 元以上的跃迁。随着江苏省 GDP 的增长, 居民人均可支配收入逐年攀升, 2018 年江苏省人均可支配收入达 3.93 万元, 超过全国平均水平 2.82 万元, 居民消费能力增强。此外江苏省房价持续上涨也是推动消费升级的重要因素, 2017 年初以来商品房累计销售均价持续提高, 高涨的房价带来财富效应, 居民增加在消费品上的支出。经济发展、个人收入的提升促使省内主流消费价格带不断上行。本轮周期江苏省完成了核心价格带从 150-300 元, 到 300 元以上的跃迁, 300 元以上价格带的今世缘特 A+ 类, 天之蓝, 梦之蓝营收增速显著高于 300 元以下的今世缘特 A 类和海之蓝, 今世缘低端产品甚至出现营收的负增长。

图表 17: 梦之蓝增速显著高于天之蓝, 海之蓝



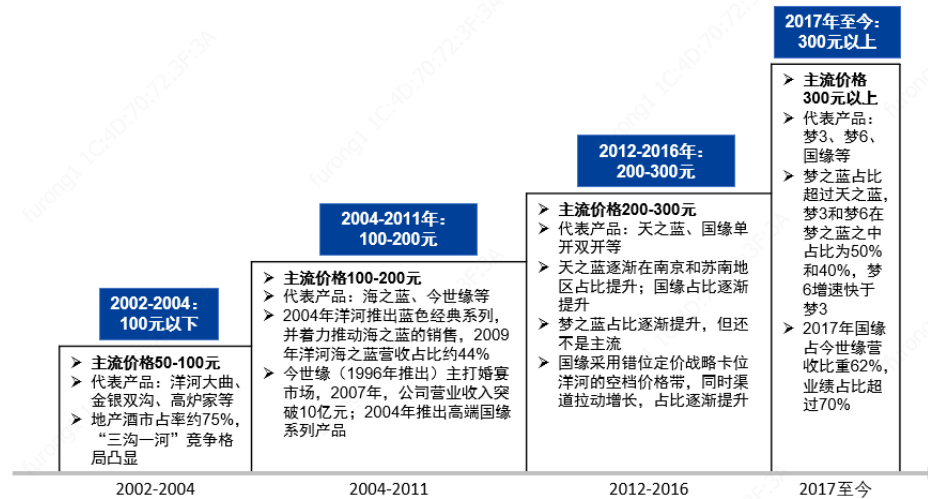
资料来源: 酒业家, 酒说, wind, 国盛证券研究所

图表 18: 今世缘特A类增速显著高于其他



资料来源: wind, 国盛证券研究所

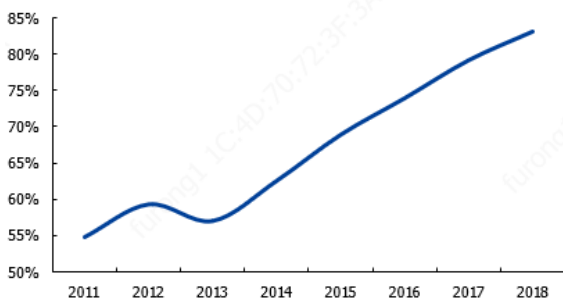
图表 19: 江苏地区主流价格带变迁



资料来源: 徽酒, 酒业家, 糖酒快讯, 国盛证券研究所

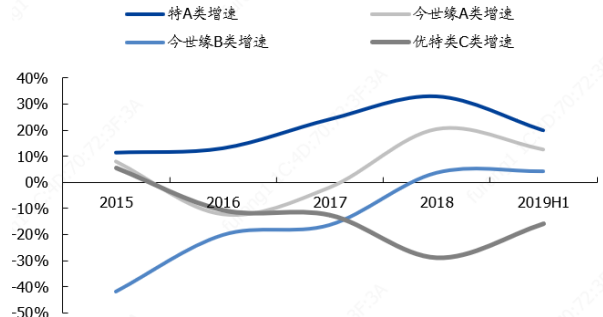
国缘与梦之蓝 (M3/M6) 定位次高端, 共享省内消费升级红利。今世缘 2004 年推出定位 300 元以上的国缘系列, 洋河 2003 年推出蓝色经典系列, 包含海之蓝, 天之蓝和梦之蓝。行业复苏以来, 随着省内主流消费价格带升级至 300 元以上, 国缘和梦之蓝迎来快速放量。2015-2018 年公司特 A+ 产品收入复合增速为 23%, 收入占比从 2015 年的 69% 提升至 2018 年的 83%, 国缘产品占总营收比重从 2012 年的 48% 提升至 2018 年的 65%。

图表 20: 特 A+ 收入占比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 21: 今世缘分产品收入增速

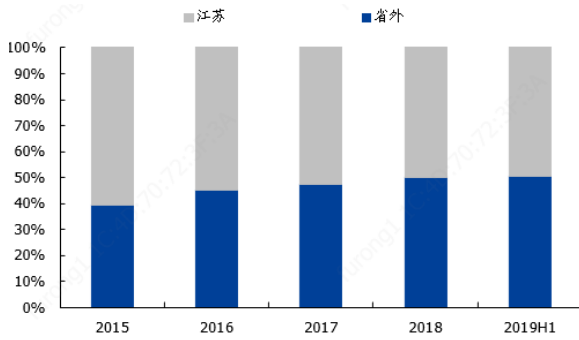


资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 2.1.2 洋河全国化拓展，部分资源投入省外

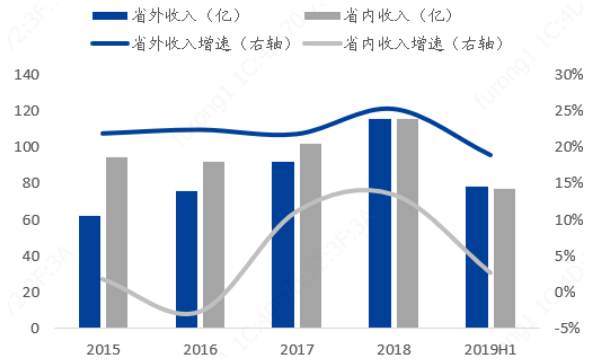
近年来洋河全国化拓展，部分资源投入新江苏市场。2012年，随着省内营收突破百亿，洋河提出“新江苏市场”战略。2013，2014年行业遭遇三公消费打击进入调整期，公司收缩战线在省内。2015年底以来随着行业的复苏，公司战略重提省外市场开拓，在人员安排和资源投入方面都有所倾斜。2014-2018年公司省内营收复合增速为5.7%，省外营收复合增速22.8%。洋河省外收入占比从2014年的35.3%提高到2017年的47.5%，2019上半年省外营收占比超过50%。与此同时，今世缘加大对省内市场的投入，重点打造国缘产品，在南京，徐州，苏州等市场都取得较快增长。

图表 22: 洋河省内省外收入占比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 23: 洋河省内省外收入增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 2.2 内因：团购优势突出，国缘超前布局

### 2.2.1 渠道：团购优势显著，渠道利润较厚

2016年，公司提出“品牌+渠道”的双驱动战略，渠道方面大力推进区域市场网格化、渠道建设扁平化、终端管理精细化，并要特别注重渠道终端数量与质量的平衡与统一，注重品牌匹配，对不同的品牌采取不同的渠道及营销策略。

#### 1) 渠道建设扁平化，加强渠道掌控力

公司持续推进渠道扁平化，加强渠道掌控力。销售模式方面，公司采用1+1厂商深度协销模式，加强全渠道掌控力。目前公司采用“1+1”厂商深度协销模式，即厂商与经销商合作开发终端市场，以厂家为主导。1是指厂家，负责销售政策制定，费用投放，终端管理以及对经销商团队进行培训指导，另一个1是经销商，经销商则起到配送商的功能，主要负责仓储物流、产品配送，资金周转等。从营销后台到经销商到终端门店，直至核心消费者，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，每个经销商配置5-7名厂方人员，一个地级市厂方人员约30-40人。

与以经销商为主的模式相比，1+1模式避免了经销商主导模式下，厂家对终端信息掌握不充分，渠道管理能力弱的问题，拉近了公司与终端的距离，增强公司对终端价格，库存信息的掌握和及时反馈的能力，有助于终端营销精细化，渠道政策充分落实，渠道管理能力强化。

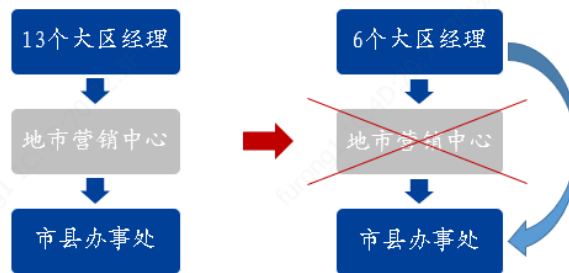
图表 24: 1+1 模式与大商制对比

渠道模式	厂商“1+1”模式	大商制
渠道模式	厂家向经销商派驻业务经理，并匹配一定数量业务员，以厂家为主或共同开拓市场	厂家延揽经销商负责目标市场的开拓，厂家制定指导性政策，人员配置少
模式简介	厂家开拓客户和维护终端，制定销售政策，进行费用投放，终端营销，经销商主要承担打款、配送功能	经销商为主运作市场
厂商分工	毛利空间较小，价差+返利	主要靠价差和市场支持，毛利空间较高
经销商利润	资源由厂家投入，厂家直接掌控终端	厂家管理松散，厂家一般不掌控终端
终端掌控情况	核心、重点、强势市场采用；精细化运作	一般在薄弱非重点市场采用
适用情况	一般是控价模式（古井洋河今世缘）	一般是裸价模式（水井坊沱牌等）
操作模式	渠道掌控力强，终端营销精细化，利于渠道下沉	费用投入小，充分利用大商的渠道和人脉资源

资料来源: wind, 国盛证券研究所

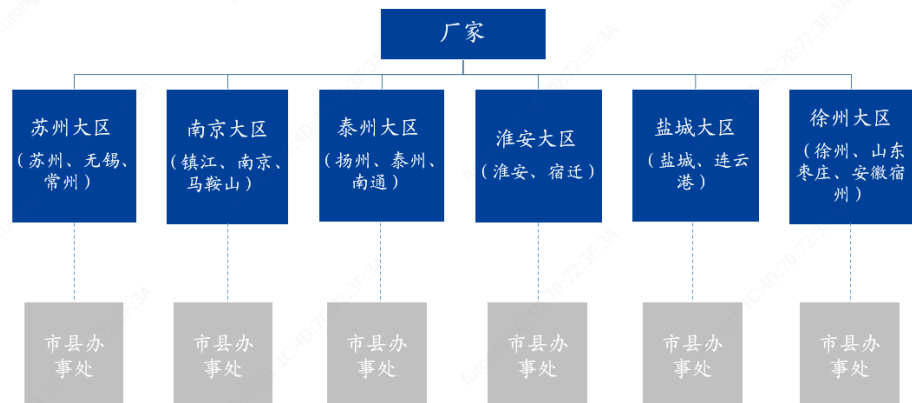
组织方面，取消营销中心，推进渠道扁平化。2018年，公司进一步推进渠道扁平化建设，一共取消了13个地市营销中心，将省内13个大区经理调整为6个大区经理，设立71个市县办事处。六个大区分别为苏南大区（苏州、无锡、常州）、南京大区（镇江、南京）、苏中大区（扬州、泰州、南通）、淮安大区（包括淮安、宿迁）、盐城大区（包括盐城、连云港）、徐州大区（包括徐州），调整后市县办事处直接与大区经理对接，营销组织进一步扁平化，营销决策点前移，提高市场反应速度。

图表 25: 营销组织扁平化



资料来源: 酒业家, 国盛证券研究所

图表 26: 新营销组织架构



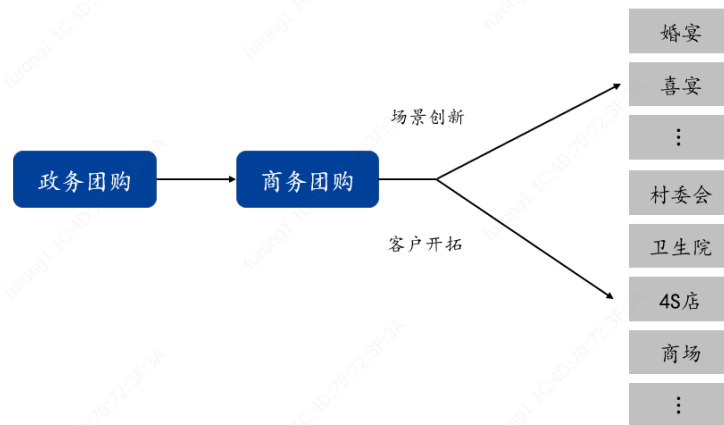
资料来源: 酒业家, 国盛证券研究所

## 2) 团购渠道进入较早，创新持续，优势显著

公司在江苏省内的团购渠道占据较强优势，而洋河以流通渠道为主，包括酒店、超市、餐馆、大卖场等。以广义团购算（包含渠道商做的团购），今世缘团购渠道占比 60% 左右。公司团购的优势主要在于其 **1) 股权结构**：由于公司由涟水县政府控股，公司与政府有较深的渊源，一开始主要服务通过团购渠道服务于政府机构。**2) 团购场景的创新**：2013 年后三公消费受打击，公司从政务团购专向**商务团购**。通过销售模式上的创新与产品个性化设计，也与各个企业之间建立了比较稳定、长期的商业合作。此外，公司最早在省内做**婚宴和喜宴**（乔迁喜，中榜喜）的团购，以典藏的 5 年和 10 年为主。淮安一半以上的婚庆是使用今世缘酒，南京婚庆市场以前经常使用“今世缘 15 年”，现在升级到 K5 等产品。**3) 团购客户类型的创新**：公司持续拓展思维，开拓新的团购客户，小到村委会、卫生院，大到 4s 店、商场，都是公司发展的团购客户。持续的创新保证了公司团购渠道的持续增长。

**省内消费升级到次高端价格带，团购渠道重要性增强。**公司在团购渠道占有先发优势，并且在团购渠道上的持续进行创新。相对于流通渠道而言，团购渠道消费者的粘性比较强，其他企业不容易抢占市场，此外团购渠道的需求较流通渠道更为稳定。今世缘逐渐强化在团购渠道上的竞争优势。

图表 27: 团购渠道



资料来源：酒业家，国盛证券研究所

## 3) 流通渠道发力进行时，渠道利润较厚

**公司库存维持良性，不压货，厂商关系和谐。**公司董事长任职 20 余年，具有长期眼光，不追求短期亮眼的业绩，而是以保证产品品质，终端价格稳定，渠道健康发展为首要目标。因此公司压货行为较少，硬性指标较为合理且动态调整，经销商库存低，资金压力小。此外公司对经销商回复及时，费用结算效率高，积极帮助经销商解决困难，厂商关系和谐，经销商忠诚度较高。

**流通渠道开拓中，渠道利润较厚。**目前江苏省内国缘对开相较天之蓝，国缘四开相较于梦之蓝 M3 的渠道利润都略有优势。从产品发展的生命周期来看，洋河较早对省内市场进行深耕，目前已进入成熟期。洋河省内营销人员 5000 人左右，网点铺设全面，网点数量是今世缘的 2 倍。由于产品体量较大，价格透明，导致渠道利润较薄。而**今世缘**做团购起家，在流通渠道切入较晚，网点密度小，价格透明度低，因此渠道利润较丰厚，同时经过近年来省内渠道扁平化的建设，公司到终端的层级减少，经销商以及终端利润率提高。

公司经销商库存较低，资金压力较小，利润较厚，使得渠道，终端进货和推广公司产品

相较竞品更有积极性。预计未来 1-2 年内公司渠道红利将持续。

### 2.2.2 产品：品质突出，性价比高

公司产品以中度进行差异化定位，在苏派绵柔中保留了醇厚口感，在度数和口感上与洋河形成了差异化。自 1996 年创牌起，今世缘即定位中度，第一代星球系列均是 42 度。2004 年推出国缘品牌，品牌定位“中国高端中度白酒”。国内的传统高度白酒多是 52/53 度，低度白酒在 37/38 度附近，而中度白酒则以 40/42 度为主。高端中度白酒在白酒行业具备稀缺性，其原因在于酒精度降低意味着酒精的刺激感会被大幅去掉，很难同时保持很好的口感，同时低度酒在储存过程中也会面临更多的问题。国缘的出现为中度白酒带来新的突破，解决了中度白酒的技术难题，降低了酒精的含量，使得产品更加健康。从产品品质上来看，结合高温制曲、泥窖固态发酵及陶坛老熟工艺，国缘不仅保持了浓香的风味，同时也把其他香型的一些优势，包括酱香和芝麻香很好地融合在一起，酒体降度后仍能保证酒体入口绵软、芳香飘逸，口感相对高度白酒更柔雅醇厚。国缘高端中度白酒“低而不淡，幽雅醇厚”的独特口感更舒适、更健康，也更适合广大白酒主流消费群体“白酒低度化”的口感需求。

### 2.2.3 品牌：国缘品牌超前布局，培育核心消费群体

#### 1) 国缘系列超前布局次高端价位段，占据先发优势

公司自 2004 年推出国缘品牌即定位高端，通过长期的培育核心消费者人群中形成良好的口碑。2003 年白酒迈入黄金十年，各白酒企业开始重点推广高端新品，泸州老窖于 2001 年推出国窖 1573，同期全兴推出水井坊。2004 年公司创立国缘品牌，占位高端白酒市场，对标茅五等高端酒。国缘四开出厂价 300 元，仅比五粮液低 20 元左右。2009 年，根据行业发展及公司定位，推出了国缘 V 系列（V3V6V9），提前卡位 600 元乃至千元以上超高价位段。这一阶段公司都将国缘作为重点进行推广，直到 2013 年行业调整后公司暂时放缓了国缘推广，以今世缘作为宣传重点。通过较早的高端占位和长期的消费者培育，国缘在政商的核心消费领袖群体中具备较强的口碑和品牌力。但是由于当时江苏省白酒主流价格带在 100 元左右，而国缘定位高端，因此未获得明显放量，洋河海之蓝定位百元价格带，在黄金十年取得高速增长。

2015 年以来，伴随经济发展和人民水平的提高，白酒行业恢复性增长。次高端产品需求在全国范围内快速增长，江苏省主流价格带跃迁至 300 元以上。2012-2015 年，白酒行业由于三公消费进入调整期，多数白酒企业以 100-300 元的中低端产品为发展推广的重点，2015 年以来随着行业恢复，次高端价格带需求爆发，多数企业最初并未对此形成准确的认知，推广重心并不在次高端，此时在次高端提前布局的产品顺势迎来增长。公司较早推出国缘产品，并始终坚持定位 300 元以上价格带，即使在行业调整期也并未大幅下调价格，加之此前十余年对核心消费者人群的培育作为基础，面临次高端需求的爆发，国缘产品迎来放量。

#### 2) 推出国缘 V 系列，拔高国缘价格带

2018 年下半年，公司根据行业发展及消费升级趋势，重新推出“国缘 V 系列”，包括 V3、V6 两款产品，并于 2019 年推出了国缘 V9。其中 V3 和 V6 为幽雅醇厚型白酒（创新浓香），V9 为清雅酱香型白酒，口感介于芝麻香以及酱香之间。V 系列定位超高端，V3 目前价格 800 多元，对标五粮液，国窖。V6 价格 1400 元左右，处于茅台与五粮液之间。国缘 V9 清雅酱香定价 2000 元以上，定位超高端。国缘水晶 V 系以“更舒适的高端白酒”为定位诉求，是对国缘产品“高端中度白酒”的品质特性进一步提炼诠释。目前公司在南京，苏南等省内经济水平的较高的城市以及北上广深重点推广 V 系列，占位高端价格带，有望复制开系的成长路径，成为公司又一增长点，实现国缘品牌的升级。2018 年 V 系列体量不到 5000 万，2019Q1 增长超过 200%，未来收入占比有望持续提升，优化公司产品结构，拔高品牌力。



图表 28: 国缘 V6



资料来源: 酒业家, 国盛证券研究所

图表 29: 国缘 V 系列发布会



资料来源: 酒业家, 国盛证券研究所

### 3、看未来：省内深度精耕，省外积极拓展

#### 3.1 省内：精耕市场，竞合发展

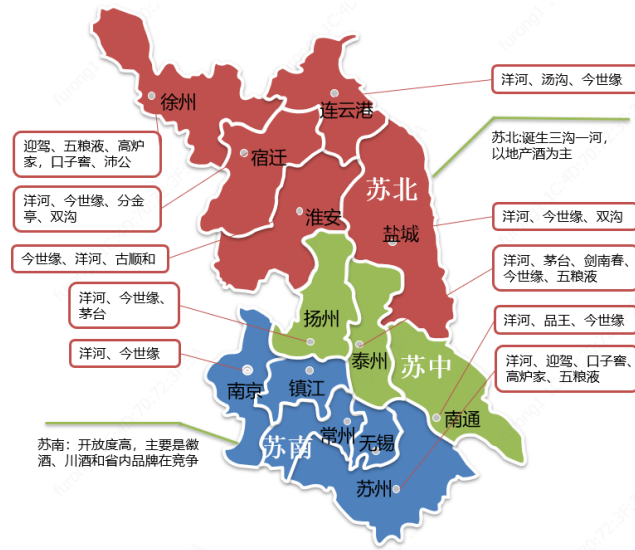
##### 3.1.1 竞争格局：洋河加大省内聚焦，省外酒企积极布局

江苏省白酒市场容量约 400 亿，作为产销大省，历来是各大白酒品牌的商家必争之地。市场竞争较为激烈，内有“三沟一河”地产酒强势品牌，外有茅五泸郎剑等全国知名品牌。其中洋河在营收规模 120 亿左右、今世缘 40 亿左右、茅台营收在 35-40 亿之间、五粮液 30 亿左右、郎酒 15 亿左右，剑南春、泸州老窖、水井坊、古井贡等瓜分了近 50 亿市场份额。

按照地域可以将江苏白酒市场大致分为苏南、苏中和苏北。苏北和苏南由于经济基础，市场开放度等区别，呈现出不同的竞争格局。苏北区域壁垒较高，以地产酒为主，苏南百花齐放，全国性品牌和地产酒品牌均占有一定份额。

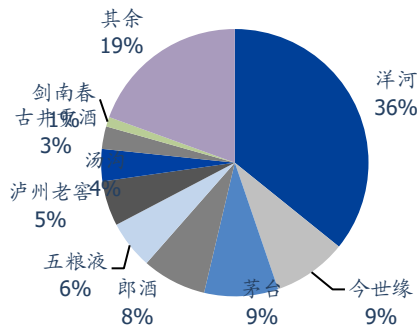
苏北呈现地产酒割据的格局，全国性品牌较少。苏北是苏酒产出的大本营，是洋河，今世缘，双沟等地产酒的发源地，地产酒品牌历史悠久，占位较早，品牌和渠道方面均有先发优势，因此苏北白酒市场进入壁垒较高，省外品牌较少，据糖酒快讯数据显示，苏北地区白酒市场中，苏酒大约占 75% 的市场份额，市场份额基本被洋河今世缘汤沟瓜分。而苏南经济发展水平高，开放度较高，消费层次高，呈现苏酒，徽酒，川酒三足鼎立的市场格局，川酒主要有五粮液，泸州老窖，剑南春等，徽酒以古井贡酒，口子窖，高炉家为主。

图表 30: 江苏各市白酒市场主要产品



资料来源: 酒业家, 微酒, 国盛证券研究所

图表 31: 2018 江苏省白酒竞争格局



资料来源: 酒业家, 微酒, 国盛证券研究所

**江苏市场容量大, 省外名酒纷纷加强布局。**华东地区白酒市场容量 1500 亿左右, 接近全国总量的三成, 其中江苏市场容量占据华东市场总量的三分之一, 近年来各名酒企纷纷加强对江苏市场的布局。例如郎酒、剑南春、水井坊、泸州老窖接连加快进攻江苏的步伐, 其中郎牌特曲 T6、T8 今年有明显增长趋势, 泸州老窖则在华东市场很多区域至少组织了 600 人次以上的“会战”, 并在南京等地开始广泛开专卖店。

**2019 年洋河加大省内市场的聚焦, 针对省内市场的问题提出一系列的措施。**例如产品方面, 对海天产品进行品质, 包装的全面升级, 在产品中加入更多老酒, 提高产品的绵柔度。渠道方面, 加大对团购、家宴等投入, 将人员以及其他资源向此类渠道聚焦。组织方面, 公司把省内的大区在重点市场做了细分和独立, 例如成立苏中大区、淮安大区等, 进一步聚焦重点市场。

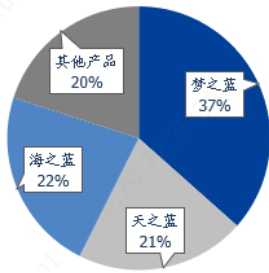
### 3.1.2 省内空间: 省内发展不平衡, 县区级市场仍有较大空间

**省内还有多少空间?**从市占率来看, 目前公司在省内占比 15%, 洋河 40%左右 (包含双沟), 省外品牌占省内市场份额 45%左右。我们认为相较于竞品, **产品方面**, 公司向来将重视产品品质, 国缘产品具有高性价比, 消费升级趋势下国缘产品快速增长, 步入发展黄金期。**渠道方面**, 国缘在团购渠道的势能已经形成, 流通渠道处于成长期, 公司

在未来 1-2 年内将持续享受渠道利润较足带来的红利，此外渠道扁平化持续推进，公司对终端的掌控力将显著增强。**品牌方面**，国缘产品是江苏第一支本土高端白酒，具有先发优势，此外公司长期培育核心消费者，在政商领袖中具有不俗的口碑和品牌力。作为本土的地产酒相较于外省品牌有较优的群众基础和文化积淀。

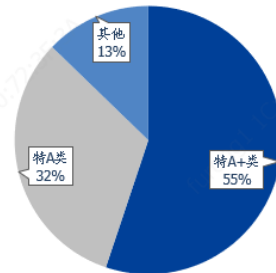
从产品结构来看，国缘系列占公司整体收入 65%左右，两大单品四开和对开占国缘收入的 70%左右，因此公司次高端产品占比基本在 50%以上。相较竞品而言，省内消费升级带动国缘放量对于公司营收的拉动作用明显。

图表 32：2018 年洋河省内产品结构



资料来源：酒业家，微酒，国盛证券研究所

图表 33：今世缘产品结构



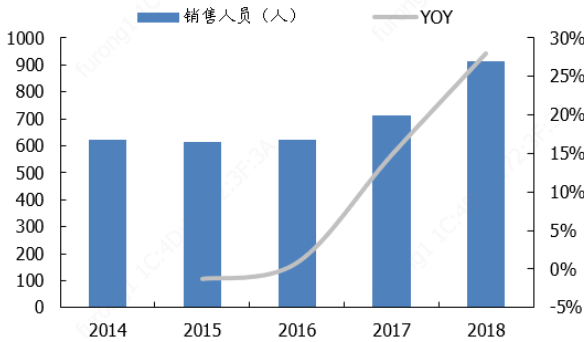
资料来源：wind，国盛证券研究所

江苏市场的竞争向来激烈，公司可以在南京，淮安，盐城等地获得快速增长证明了公司质地的优秀和经营管理思路的正确性，期待公司省内薄弱地区取得突破。公司体量与洋河在省内营收相比有 3 倍左右的差距，提升空间较大，未来有望将市占率提高至 20% 以上。目前洋河+今世缘省内市场占比 55%左右，部分市场（如淮安）占比约 80%，未来有望挤压川酒，在全价格带达到 70%-80%的市占率。

具体来看，公司在省内的发展空间在于两个方面：**1）省内区域之间不平衡**。例如公司在南京，淮安市场营收较大，而在南通，苏州，无锡等地的体量较小。总的而言苏北好于苏中好于苏南。**2）市区和县区之间不平衡**。以往公司销售布局主要在市区，2017 年以来公司着力开发省内县区级市场。省内共有 70 个县区，分为重点、一般、薄弱市场，分别实现领跑、并跑、跟跑。目前公司设有 70 个办事处，每个办事处有 3-5 个人。未来公司将通过网格化、扁平化、精细化来规划省内每一个县级市场，扁平化即公司协助经销商对零售终端进行开发，直控终端，精细化即做公司参与消费者培育，终端营销，管理的工作，用信息化手段实现对终端和经销商的管理。

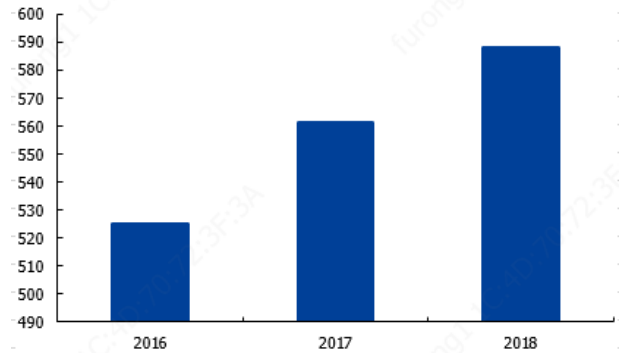
随着省内渠道不断下沉，公司省内经销商数量与销售人数显著提升。省内经销商数量由 2016 年的 280 个提高至 2018 年的 315 个，销售人员由 2016 年的 621 人提高至 2018 年的 913 人，2018 年销售人数同比增长 28%。为配合渠道的下沉，公司提出营销队伍的“十百千万工程”，未来将培育百名优秀营销经理，一万个优秀的厂商业务地推团队。

图表 34: 公司销售人员数量及增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 35: 公司经销商数量 (人)

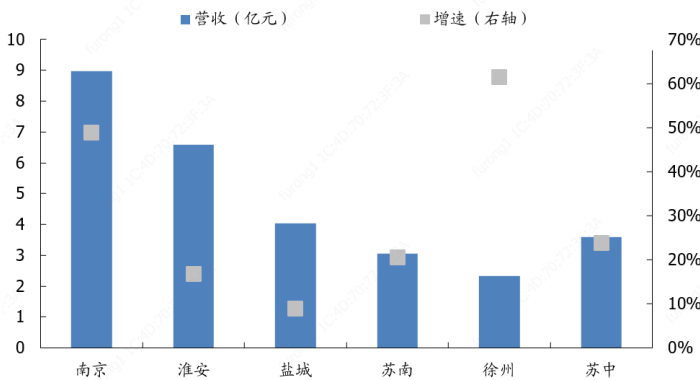


资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 3.1.3 分地区市场: 南京市场成为标杆, 苏南徐州重点拓展

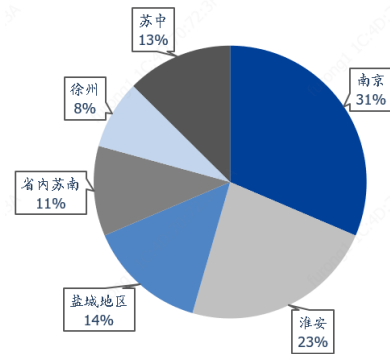
公司省内区域之间发展不平衡。公司以淮安市场为大本营, 苏北发展情况较好, 苏南, 苏中体量较小。目前公司在南京, 盐城, 徐州, 苏南等地较快增长, 其中南京市场表现亮眼。2018年南京市场营收8.3亿, 同比增长52%, 2019上半年南京大区营收8.9亿, 同比增长49%。2018年公司重新划分区域, 将13个市场变为6个大区, 将原来销售薄弱的市场并入销售强势的大区中, 使优势市场带动弱势市场, 加强薄弱市场的日常运营和管理。例如将宿迁并入淮安大区, 将镇江并入南京大区, 发挥淮安, 徐州, 盐城, 南京的火车头效应。

图表 36: 2019H1 今世缘分地区增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 37: 2019H1 今世缘分地区收入占比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

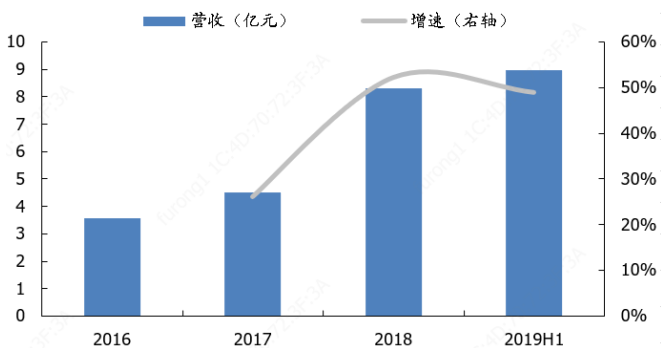
**淮安: 利基市场, 增长稳健。**淮安大区包括淮安, 宿迁。今世缘起源于淮安市涟水县, 在大本营淮安运作多年, 淮安是公司的利基市场, 2019年以前是公司第一大市场, 2018年营收9亿左右, 占比26%。公司在淮安大本营对渠道精耕细作、深度分销, 渠道网络已铺设到乡镇。淮安市场作为成熟市场, 收入稳健, 增长相较省内其他地区而言较缓慢, 始终保持在15%左右, 预计未来将维持稳健增长。宿迁是洋河的大本营, 是公司的弱势市场, 2018年公司将宿迁并入淮安大区, 希望以优势市场的运营管理带动宿迁市场的发展。

**南京: 标杆市场, 辐射周边。**南京市场作为省会城市, 是公司的形象战略市场, 对周边城市有较强的辐射作用。南京市场容量50-60亿左右, 其中洋河销售额30亿元左右,

梦之蓝占 50%，今世缘销售额 15 亿元，国缘占比 60%左右。2018 年以来南京市场实现爆发式增长，2018 年营收 8.3 亿，同比增长 52%，2019 上半年营收 8.9 亿，同比增长 49%。超越淮安大区成为省内第一大市场。国缘如何在南京市场实现高增？南京市场的成功可否复制到省内其他市场？

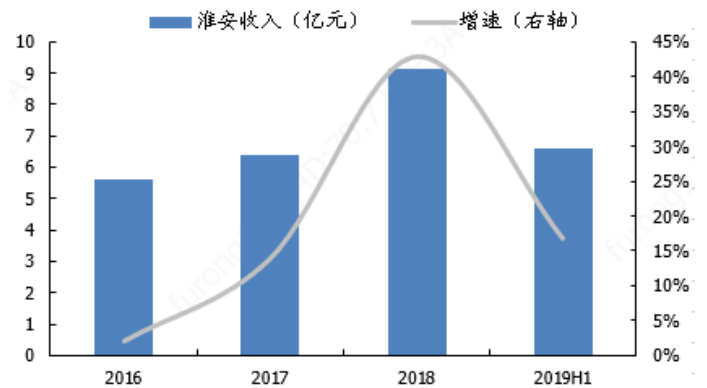
我们认为南京市场的成功在于：**1）长期深耕，高端提前占位，培育意见领袖。**2004 年公司推出国缘，从南京起家，将省会南京作为国缘的核心市场培育，分管领导是公司的核心领导。过去十多年公司始终坚持在南京市场推广国缘品牌而非其他中低端产品，南京市场的核心政商消费群体对国缘的品质和品牌力认可度都较高，带动国缘消费氛围。**2）直分销模式：**公司在南京市场坚持精耕细作。在南京采取直分销模式，把分公司当做经销商，分公司的权限高，独立性强，积极性也较高。目前公司在北京上海，淮安南京四个地区采取直分销模式，省内针对大的战略性市场，省外针对薄弱市场。**3）流通渠道：**公司在南京以团购渠道为主，近年来加大对流通渠道的拓展，2018 年公司在南京市场加大招商力度，经销商同比增加 11 个，推动了南京市场爆发式的增长

图表 38：南京市场收入及增速



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 39：淮安市场收入及增速



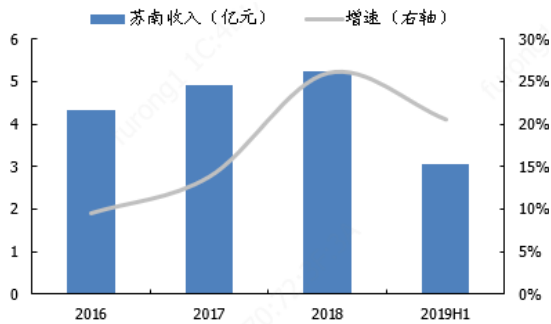
资料来源：wind，国盛证券研究所

**苏南：重点市场，期待成为下一增长极。**苏南大区包括苏州，无锡，常州。苏南地区经济发展水平高，是江苏经济核心地带，开放度较高，呈现苏酒，徽酒，川酒三足鼎立的市场格局，茅五剑优势突出。苏南是江苏地产酒品牌的洼地，洋河和今世缘在苏南地区占比较省内其他地级市小，洋河在苏州占比不超过 20%，今世缘占比 10%左右。今世缘在苏南地区主推国缘，占比达 90%以上，较其他地级市更高。故公司在苏南地区毛利率高于其他市场，2018 年苏南地区毛利率 79%，在省内六个大区中毛利率水平最高。

苏南市场消费水平高，次高端占比更高，未来发展潜力较大，是公司未来的重要增长极，有望连通江浙沪，辐射长三角。目前公司在苏南地区正在持续扩充经销商数量，加强对渠道的精耕，2019H1 增加 6 个经销商。近年来苏南地区保持较快增长，2018 年营收 5 亿元，同比增长 26%，2019 上半年营收 3 亿元，同比增长 21%。

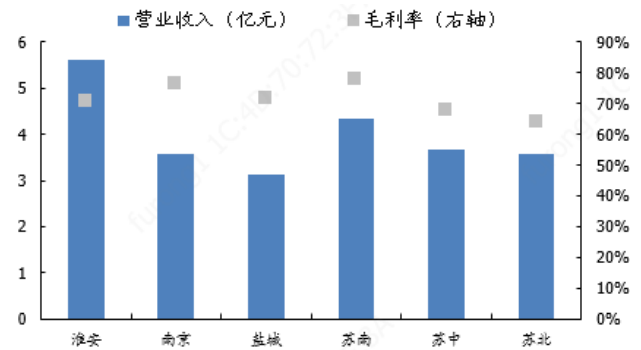
南京市场的模式能否成功复制到苏南？**从经济发展水平来看**，南京和苏南经济发展水平都在江苏省居前列，苏南发展水平更高，为国缘此类次高端产品提供优厚的发展土壤。**从竞争格局来看**，南京市场以地产酒为主，今世缘和洋河占南京市场份额的 70%左右，而苏南市场汇集了较多省外品牌，今世缘和洋河占苏南市场份额的 30%左右，国缘在苏南市场的发展面临更多种类的竞品。**从历史发展看**，公司在 00 年代就以南京作为核心市场打造，有十多年的运作基础，如今得以借消费升级的东风实现国缘的高速成长。苏南历史上是公司的薄弱市场，消费体量较小。此外，**从消费结构看**，南京作为省会城市，公司在政务渠道的优势显著，苏南地区民营经济发达，商务消费占比较高，消费结构与南京有所差异。

图表 40: 苏南市场收入及增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

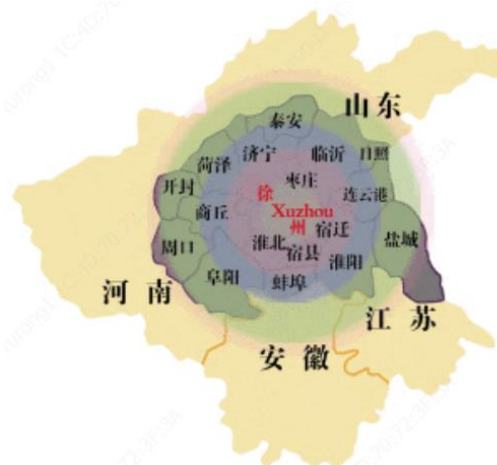
图表 41: 苏南大区毛利率较高



资料来源: wind, 国盛证券研究所

**徐州: 桥头堡市场, 战略意义重大。**徐州处于山东、河南、安徽和江苏的四省交界的中心位置, 是淮海经济区的核心区域, 自古以来是兵家必争之地。公司在徐州市场的发展有望带动其余三省的消费氛围。2018 年底去年底公司新设徐州大区, 临近的安徽宿州、山东枣庄都被纳入。徐州市场较为强势的是洋河和徽酒, 目前公司在徐州市场的体量较小, 2018 年徐州市场营收 2 亿, 有较大的发展潜力。2019H1 公司徐州大区营收 2.3 亿元, 同比增长 60%, 预计未来将保持较快增速。

图表 42: 徐州位于淮安经济带中心, 处于四省交界



资料来源: 百度图片, 国盛证券研究所

### 3.2 省外: 环江苏市场开拓, 期待省外突围

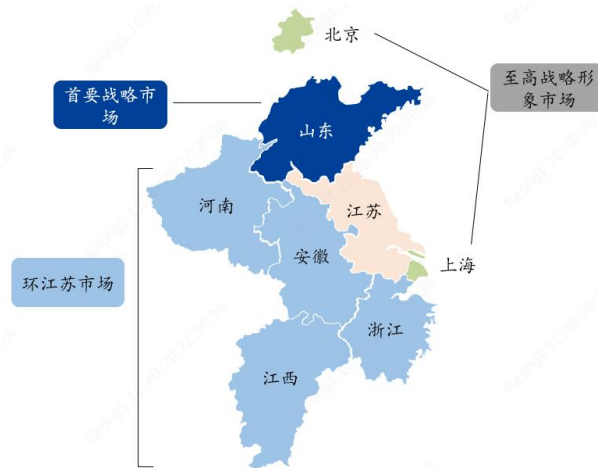
今世缘作为江苏省地产酒, 省外市场拓展方面还处于导入期, 2018 年省外收入 2 亿元, 占营收的 6%左右。今世缘将 2018 年定位为发展的全国化元年, 坚持“重点突破, 周边辐射, 梯次开发, 滚动发展”的省外市场总体策略。2018 年, 按照制定的“2+5+N”战略推进, 其中“2+5”重点省份作为省外市场整体销售的主要支撑, 围绕北京、上海等有一定消费认知基础的市场, 进行战略性培育, 形成品牌知名度和品牌效应。

地产酒的省外拓展的主要困难在于其省外的品牌力不足, 品牌传播与人口流动有关, 故通常地产酒的省外拓展通常采取“临近扩面”的策略, 选取基地市场周边的人文差异较小的省份进行市场培育。例如洋河的新江苏战略, 汾酒的环山西战略。今世缘同样把省外市场开拓的目标放在江苏省周边市场, 例如山东, 安徽, 浙江等。2019 年, 公司把原

有的“2+5+N”的策略，调整为“1+2+4”战略，进行重点区域的渠道精耕。其中，1是指山东市场，为公司省外首要战略市场，以今世缘典藏系列为住，欲打造为第二个江苏市场，2是指北京，上海，为制高战略形象市场，以国缘产品为主，4是指河南、安徽、江西、浙江（环江苏市场），为公司打造的周边重点省份市场。对于省外市场的开拓，公司打法是找重点市场突破，对有根基的，能找到合适经销商的县市进行深耕，在小范围形成消费氛围后再向周边拓展，以点带面进行省外拓张。

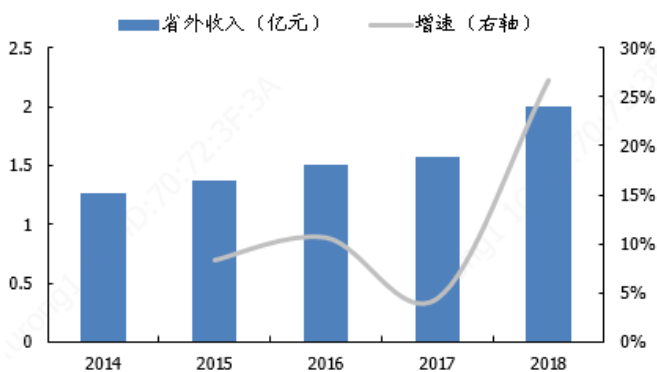
2018年以来，公司对省外市场的布局持续推进，2018年5月公司与浙江商源签署合作协议，10月对山东景芝进行收购，2019年4月公司与百川牵手，进军安徽市场。2018省外市场收入增速达27%，同比增加22pct，略高于省内增速，公司省外拓张的步伐正在加速。

图表 43: 公司省外市场“1+2+4”战略



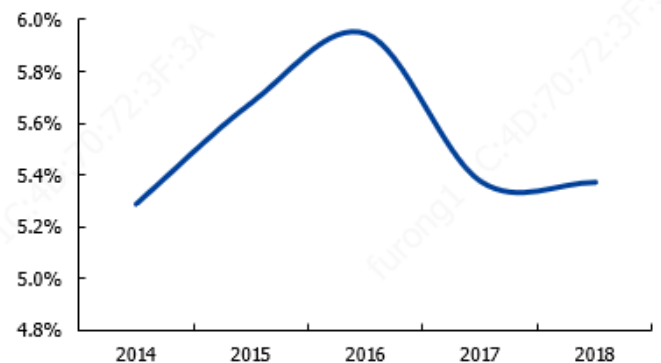
资料来源：酒业家，国盛证券研究所

图表 44: 省外收入及增速



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 45: 今世缘省外收入占比



资料来源：wind，国盛证券研究所

### 3.2.1 如何看待公司的省外拓展？

对于地产酒的省外开拓，核心即如何在省外市场增强品牌知名度。地产酒全国化最成功的品牌要属洋河，其全国化的成功在于时机的选择和强大的营销，2003年洋河通过“绵柔第一”的定位，以及视觉性心智资源“蓝色”和广告语“男人的情怀”，通过大量的广告和事件营销，将蓝色经典的的品牌力席卷全国。而如今在媒介多样化、信息碎片化的背景下，品牌打造难度增加，相较于十几年前，一则央视广告对于品牌力拔高的边际效应已经大幅下降。今世缘如何在省外市场塑造品牌力是省外市场突破的关键。我们认为

公司以“缘”进行差异化定位，品牌具有记忆点。此外，在渠道方面，同时公司在团购渠道的建设较有经验，可以通过复制省内团购的做法，进行消费者培育，带动消费氛围。产品方面，公司以国缘，今世缘，高沟产品进行全价格带的覆盖，可以根据省外市场不同的经济发展状况，选取不同产品进行切入。

### 1) “缘文化”差异化定位，突出品牌记忆点

区别于全国大多数白酒将历史作为发展背书，公司操盘手周素明另辟蹊径，“缘”为文化诉求和品牌主张开创了白酒缘品牌先河。通过缘文化与酒文化的完美结合，为今世缘酒业找到了启动市场的支点。

缘作为一个宗教概念，在中国有着悠远流长的历史。古语云“缘在天定，份在人为”充分表明了中国传统文化中对缘这一概念的解读。今天的社会人际关系无不是以缘为引加以联系，因此今世缘的营销策略以缘文化为核心，拥有其他白酒品牌所不能及的差异化、易接受的特征。缘文化与中国特有的关系文化及白酒消费场景中讲求感情缘分的饮酒文化的契合程度之深，是其他白酒品牌文化难以比拟的。而国事之缘、喜庆良缘、故友之缘则分别契合公司旗下三大品牌定位，不仅易于为大众所接受，更为品牌宣传留下了巨大的想像空间与不断扩展消费场景的潜在市场空间。

国缘品牌定位次高端价格带，聚焦政商消费人群的高端宴会市场，以“成大事必有缘”作为广告语。今世缘品牌主张“做中国人的喜酒”，宣扬追求家庭美满幸福的文化，主要消费场景是婚宴，喜宴等，公司提出今世缘要打造成为名副其实的“中国喜庆用酒第一品牌”，把结婚选用今世缘打造成为中华新民俗。目前全国婚宴市场并未形成统一的消费习惯，我们认为今世缘对缘文化的定位使得其在婚宴喜宴场景大有可为，期待今世缘以婚喜宴市场作为切入点，在省外市场打开品牌知名度。高沟主张“友缘”，主要消费场景是中低端大众日常消费，如朋友聚会。缘文化作为品牌文化，对于公司省外市场品牌力的打造具有较好的记忆点和宣传点。

图表 46: 高沟，今世缘，国缘品牌定位

品牌	创立时间	品牌定位	品牌文化	价格带	消费人群
高沟	1949年	江苏本土大众日常消费用酒	百年高沟，浓香好酒	100元以内	大众日常消费
今世缘	1996年	中国喜庆用酒第一品牌	今世有缘，相伴永远	100-300元	中档个人消费、商务消费、婚宴，喜宴市场
国缘	2004年	中国高端中度白酒	成大事，必有缘	300元以上	高档个人消费、政商务消费

资料来源：wind，国盛证券研究所

### 2) 发挥徐州桥头堡效应，以重点市场向外辐射

地产酒的省外开拓通常选取以点带面的方式，在周边重点市场取得突破，形成品牌口碑和消费氛围后，通过人口流动，商业活动等方式对周边市场形成带动作用。徐州处于山东、河南、安徽和江苏的四省交界的中心位置，是淮海经济区的核心区域，具有重要的战略意义。公司目前以徐州市场作为重点进行拓展，希望发挥徐州的桥头堡效应，带动周边河南，安徽，江苏，山东市场的发展。2019H1 公司徐州大区营收 2.3 亿元，同比增长 60%。

#### 3.2.2. 山东市场：省外首要市场，重点开拓

2019 年公司将山东作为省外的第一板块市场进行重点开拓。为什么是山东？首先，从地理位置来看，江苏和山东比邻，消费习惯有相似之处，山东浓香型消费氛围浓厚，且偏好低度。从市场空间来看，山东是人口大省，白酒产销大省。山东拥有将近一亿人口，且饮酒文化浓厚，消费基础好，是典型产销大省，2017 年山东白酒产量为 115 万千升，位列全国第三。从市场格局来看，山东市场处于春秋战国时期，诸侯割据，与苏酒两大地产酒企占据省内半数的市场份额不同，山东没有强势的地产酒品牌，目前山东的景芝、



花冠、扳倒井处于 20 亿之内的体量，且鲜少出现 100 元以上的产品。

从价格带来看，山东主流消费价位较低，有望爆发类似江苏，安徽省的价格带跃迁。山东市场还处在 5-10 年前的江苏市场阶段，办宴席的白酒价格带集中在百元以内，与江苏相差较大，山东还没有受到消费升级过多的带动，存在较大的升级空间，目前山东省经济发达地区已经开始接受接受次高端、中高端的产品。随着消费升级的持续，多数地产酒品牌面临升级困局，中高端价位带更是缺少领军者。地产酒的弱势为全国化酒企以及今世缘此类强势地产酒留下发展的空间。

公司将山东市场作为单独的省外大区，山东又细分为 6 个营销中心，并且公司将省内原有的 13 位营销中心的经理抽调 6 位到山东营销中心，足见公司对山东市场的重视程度以及势必攻下山东市场的决心。在 8 月举行的中国酒业商业新领袖（江苏）大会上，公司副总经理倪从春透露公司 2019 年 1-8 月，山东市场同比增长 81%，预计 2019 年将实现 70% 左右的增速。目前在山东市场公司产品结构中，国缘和今世缘产品各占一半，未来产品结构的优化仍有较大空间。

2018 年 10 月，今世缘战略入股景芝将其全国化进程又向前推进一步。目前今世缘是景芝第一大股东，持股 34% 以上。景芝酒业作为山东省地产酒龙头，不论是销售规模还是品牌影响力均有较为明显的优势，根据酒业家报道，2017 年景芝销售额约 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。

### 3.2.3. 浙江市场：牵手商源，积极布局

浙江省白酒市场容量 150 亿左右。浙江人日常不常饮用白酒，人均白酒消费量低，频次少，但是由于浙江经济发展程度较高，因此重要场合会用好酒，如茅台，五粮液，洋河 M6。浙江没有强势的本地品牌，大众消费以伊力特为主，集中在中低端，近两年由于消费升级，份额处于下滑的状态。2018 年底与公司浙江商源签署合作协议，实力开启国缘品牌的第二战场。目前公司和商源集团成立了联合市场队伍，布局国缘系列，围绕杭州、湖州、嘉兴积极布局，以点带面逐步展开。

## 4、盈利预测

受益于省内消费升级持续，省内次高端市场有望持续扩容。分产品看，国缘产品占公司营收 65% 左右，定位次高端，有望持续享受消费升级红利，特 A+ 产品以国缘四开，双开为主，2019 年营收增速有望达到 37%。随着公司对喜宴场景的开发和流通渠道的投入，以国缘淡雅以及今世缘系列为主的特 A 类产品有望维持两位数稳健增长。我们预测 2019-2021 年公司营业收入分别为 47.27/56.22/64.68 亿元，同比增长 26.5%/18.9%/15.0%。归母净利润 14.12/17.15/20.53 亿元，同比增长 22.7%/21.4%/19.7%。

我们对公司未来经营情况预测做出如下假设：

■ **成长性：1) 特 A+：**特 A+ 系列产品主要包括国缘四开和对开。我们认为随着江苏省内主流消费价格带由 200-300 元升级到 300 元以上。省内次高端市场持续扩容，国缘产品在省内具备较强的品牌口碑和产品性价比，团购渠道优势较大，有望保持较快增速。预计 2019 年特 A+ 类产品营收增速 37%。**2) 特 A：**特 A 产品主要包括国缘淡雅和今世缘产品，我们认为随着公司对今世缘产品在喜宴场景的创新以及流通渠道的投入，今世缘产品有望稳健增长，预计 2019 年特 A 产品营收增速 27%。**3) 特 A 以下产品：**随着消费升级的持续以及公司对低端产品的精简，我们预计特 A 以下产品营收将维持小个位

数增速或者小幅下滑。

■**盈利性：1) 毛利率：**产品结构优化叠加提价因素，毛利率有望提高。我们预计 2019 年毛利率 73.3%，小幅提升。**2) 费用率：**省内次高端价格带竞争加剧，各品牌酒企加大对江苏市场的投入，我们预计 2019 年公司销售费用率 16.09%，较 2018 年小幅提升。

**投资建议：**首次覆盖，给予“买入”评级，我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 14.12/17.15/20.53 亿元，对应 EPS 分别为 1.13/1.37/1.64 元，2019-2021 年市盈率 30.1/24.8/20.7 倍。目标价 38 元，对应 2020 年 28 倍 PE。

图表 47：公司收入与业绩预测重要假设（亿元）

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	29.5	37.6	47.6	56.6	65.1
YoY	15.6%	27.5%	26.5%	18.9%	15.0%
特 A+类	12.9	18.5	25.3	31.6	37.4
yoy	38.3%	42.7%	37.4%	24.6%	18.5%
其中：四开	6.6	9.0	12.5	15.4	18.2
yoy	35.6%	37.1%	37.8%	23.6%	18.5%
对开	6.3	9.4	12.9	16.2	19.2
yoy	41.2%	48.5%	37.0%	25.7%	18.5%
特 A 类	10.5	12.6	16.1	18.9	21.6
yoy	9.9%	20.6%	27.5%	17.3%	14.2%
A 类	2.6	3.1	3.5	3.6	3.8
yoy	-1.9%	20.3%	12.2%	5.0%	5.0%
B 类	1.6	1.7	1.5	1.4	1.3
yoy	-16.1%	3.5%	-10.0%	-7.0%	-7.0%
C 类	1.5	1.1	1.0	0.9	0.8
yoy	-12.9%	-28.8%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
D 类	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
yoy	17.5%	-26.7%	-5.0%	0.0%	0.0%
其他	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
yoy	9.3%	22.6%	2.0%	2.0%	2.0%
销售费用率	14.5%	15.7%	16.1%	16.8%	16.8%
管理费用率	6.6%	4.6%	3.8%	3.4%	3.2%
归母净利润	<b>9.0</b>	<b>11.5</b>	<b>14.1</b>	<b>17.1</b>	<b>20.5</b>
YOY	18.8%	28.4%	22.7%	21.4%	19.7%

资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 48：可比公司估值比较

代码	简称	股价		EPS					PE				总市值 (亿元)
		2019/9/24	2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E			
600519.SH	贵州茅台	1184.0	21.6	28.0	34.3	40.9	54.9	42.3	34.5	28.9	14873.4		
000858.SZ	五粮液	136.5	2.5	3.5	4.4	5.4	53.6	39.3	31.0	25.3	5298.8		
000568.SZ	泸州老窖	88.5	1.8	2.4	3.1	3.9	49.2	37.2	28.5	22.7	1296.3		
600809.SH	山西汾酒	79.7	1.1	1.7	2.2	2.7	73.1	47.0	36.2	29.5	694.5		
002304.SZ	洋河股份	107.0	4.4	5.4	1.5	1.9	24.3	19.9	71.3	56.3	1612.5		
000596.SZ	古井贡酒	123.6	2.3	3.4	4.4	5.5	54.2	36.7	28.1	22.4	546.2		
603589.SH	口子窖	58.8	1.9	2.6	3.1	3.6	31.6	23.1	19.1	16.2	352.7		
	平均值	254.0	5.1	6.7	7.6	9.1	48.7	35.1	35.6	28.8	3524.9		

资料来源：Wind，国盛证券研究所（预测数据采用wind一致预期）

## 5、风险提示

白酒行业发展与经济景气度有较大相关性，若宏观经济放缓，则行业增长有不及预期风险。

目前公司发展重心在于对省内市场的深耕，随着洋河加大对省内市场的聚焦以及外省品牌对江苏市场的布局的加强，省内竞争加剧，省内收入增长有不及预期风险。省外市场拓展尚起步期，面对全国化名酒以及当地地产酒的竞争，公司省外拓展有不及预期风险。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com