

评级: 买入 (维持)

市场价格: 34.20

分析师: 范劲松

执业证书编号: S0740517030001

电话: 021-20315733

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

研究助理: 房昭强

Email: fangzq@r.qlzq.com.cn

分析师: 龚小乐

执业证书编号: S07405180700 5

Email: gongxl@r.qlzq.com.cn

分析师: 熊欣慰

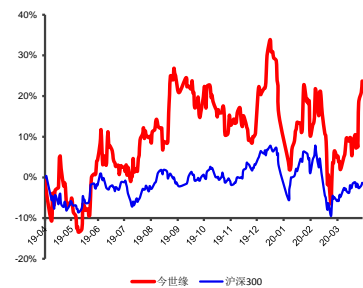
执业证书编号: S0740519080002

Email: xiongwx@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1255
流通股本(百万股)	1255
市价(元)	34.20
市值(百万元)	42900
流通市值(百万元)	42900

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1、今世缘_首次覆盖报告: 十五年栉风沐雨, 新五年再创辉煌
- 2、今世缘_年报&一季报点评: 短期业绩承压, 全年目标有望良好实现
- 3、今世缘_公司点评: 股权激励目标积极, 逆水行舟彰显信心
- 4、今世缘_三季报点评: 业绩符合预期, 国缘持续高增长

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,741	4,874	5,440	6,572	8,078
增长率 yoy%	26.49%	30.28%	11.63%	20.81%	22.92%
净利润	1,151	1,458	1,606	1,916	2,324
增长率 yoy%	28.45%	26.71%	10.15%	19.32%	21.25%
每股收益(元)	0.92	1.16	1.28	1.53	1.85
每股现金流量	0.89	1.04	1.28	1.44	1.92
净资产收益率	18.88%	20.23%	17.12%	17.87%	18.82%
P/E	37.28	29.42	26.71	22.39	18.46
PEG	2.01	1.75	1.24	1.21	1.10
P/B	7.04	5.95	4.57	4.00	3.47

备注: 股价为2020年5月8日收盘价。

投资要点

- **核心观点:** 我们认为公司短中长期均具备催化, 短期来看, 江苏是白酒消费的先行指标, 餐饮有望率先修复, 今世缘当前正多措并举抢抓动销, 下半年旺季有望重回高增, 看好公司在本轮省内消费回补中明显受益。中长期来看, 公司仍处于品牌势能上升期, 国缘在省内升温不会因疫情而中止, 反而疫情将加剧行业分化, 公司竞争优势凸显, 为份额扩张打开空间。我们看好公司在股权激励目标与“五年翻两番”指引的双重驱动下, 通过省内的精耕细作与省外加速扩张实现快速成长。
- **双指引: 股权激励指引短期道路, 五年翻两番指引长期方向。** 今世缘历来是一家善于制定规划的成长型公司, 2015-2019 年公司经营目标存在目标完成度高、逐年加速、收入快于利润、领先同行等四点特征, 反映公司具备卓越的经营能力。我们认为“双指引”将引领公司稳健前行, 具体而言:
 - (1) 短期股权激励指引道路, 公司股权激励解锁条件高, 2020-22 年营收增速需不低于 11.2%、20.7%、22.9%, 逐年提速, 有助于充分调动积极性;
 - (2) 中长期五年翻两番指引方向, 公司 2019-23 年收入翻两番目标宏伟, 虽然疫情加大目标实现难度, 但目标代表了公司长期份额为先的成长方向。
- **短期: 江苏是区域先行指标, 今世缘有望最为受益下半年消费回补。** 江苏是全国经济与白酒消费的先行指标, 20Q1 江苏 GDP 与社零增速均好于全国, 餐饮复工率已超 95%, 消费恢复至接近 40%, Q2 有望率先于全国复苏。从公司角度来看, 今世缘在经销商层面(团购促销、帮助经销商出货)、消费者层面(品牌建设)、公司层面(队伍建设)做出一系列应对疫情举措之后, 国缘、典藏等核心单品逐渐恢复动销, 预计 Q2 库存消化后有望迎来新一轮补货, 下半年在旺季带动下有望重回快速成长, 我们认为公司有望在本轮省内消费回补中明显受益。从市场竞争角度, 本次疫情将加剧省内中小酒厂退出与竞品渠道调整压力, 省内竞争格局有望更为优化, 今世缘竞争优势凸显, 为公司进一步扩张份额打开成长空间。
- **中长期: 省内大有可为, 省外扩张提速, 成长路径清晰。** 省内来看, 2018 年以来南京市场快速放量, 我们认为南京市场的培育团购+深度分销的模式可复制到苏南市场, 其他市场则主要通过精耕细作、下沉到县的方式提高渗透率。公司省内市占率仅不足 15%, 未来仍有较大空间, 预计未来五年省内市场继续保持稳健增长。省外来看, 省外市场的主要增量将来自于“1+2+4”市场, 公司 2018 年开始走出去步伐明显加快, 目前基数依旧很低, 随着招商布局和渠道铺货的不断完善, 品牌和渠道的费用投入将逐渐

进入收获期，预计未来五年省外市场仍将保持快速增长。

- **投资建议：短期受益省内消费回补，中长期竞争优势持续凸显。**我们认为公司短中长期均具备催化：短期来看，江苏是白酒消费的先行指标，餐饮有望率先修复，今世缘当前正多措并举抢抓动销，下半年旺季有望重回高增，看好公司在本轮省内消费回补中明显受益。中长期来看，公司仍处于品牌势能上升期，国缘在省内升温不会因疫情而中止，反而疫情将提升公司竞争优势，为份额扩张打开空间。我们看好公司在股权激励目标与“五年翻两番”指引的双重驱动下，通过省内的精耕细作与省外加速扩张实现快速成长。我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 54.40/65.72/80.78 亿元，同比增长 11.63%/20.81%/22.92%；净利润分别为 16.06/19.16/23.24 亿元，同比增长 10.15%/19.32%/21.25%，对应 EPS 为 1.28/1.53/1.85 元，我们维持“买入”评级，重点推荐。
- **风险提示：全球疫情持续扩散风险；消费升级不及预期；数据及结论的局限性。**

内容目录

双指引：股权激励指引短期道路，五年翻两番指引长期方向	- 5 -
今世缘是一家善于制定计划且计划完成度高的成长型公司	- 5 -
股权激励：考核目标积极进取，逆水行舟彰显信心	- 6 -
五年翻两番：疫情加大目标实现难度，但为公司中长期成长指引方向	- 8 -
短期：江苏是区域先行指标，今世缘有望最为受益下半年消费回补	- 9 -
外部：江苏经济是全国先行指标，疫情后消费有望率先复苏	- 9 -
内生：今世缘多措并举抢抓动销，有望成为本轮省内消费回补最受益公司	- 10 -
竞品：疫情加剧中小酒厂退出与竞品调整压力，为今世缘打开窗口期	- 12 -
中长期：省内大有可为，省外扩张提速，成长路径清晰	- 15 -
省内：培育团购+渠道下沉，省内依然大有可为	- 15 -
省外：省外扩张明显提速，“1+2+4”市场开始进入收获期	- 17 -
投资建议：短期受益省内消费回补，中长期竞争优势持续凸显	- 19 -
收入分项预测	- 19 -
投资建议	- 20 -
风险提示	- 21 -

图表目录

图表 1：今世缘是一家善于制定计划且完成度高的成长型公司	- 5 -
图表 2：近年来公司目标完成度高	- 5 -
图表 3：公司经营目标逐年加速	- 6 -
图表 4：公司收入目标增速快于利润目标增速	- 6 -
图表 5：公司 2017 年以来经营目标基本处于行业领先	- 6 -
图表 6：公司本次股权激励计划拟授予对象	- 6 -
图表 7：公司本次股权激励计划考核条件	- 7 -
图表 8：五年翻两番需要的省内和省外增速组合	- 8 -
图表 9：公司五年翻两番所需营收增速	- 8 -
图表 10：20Q1 江苏 GDP 增速好于全国	- 9 -
图表 11：江苏省人均可支配收入高于全国	- 9 -
图表 12：20Q1 江苏社零增速好于全国	- 9 -
图表 13：2013 年之后江苏餐饮业先于全国反弹	- 9 -
图表 14：江苏白酒市场规模位居全国前列	- 10 -
图表 15：省内主流价位带升级至 300 元以上	- 10 -
图表 16：疫情初期公司出台九条政策帮扶经销商共渡难关	- 11 -
图表 17：公司积极进行缘文化品牌建设	- 12 -
图表 18：公司将进行大规模招聘完善人才体系	- 12 -

图表 19: 公司多措并举促进消费回补正在见效.....	- 12 -
图表 20: 江苏白酒市场格局较为分散.....	- 13 -
图表 21: 江苏白酒市场分区域主流品牌一览.....	- 13 -
图表 22: 洋河省内放缓为今世缘留出成长空间.....	- 13 -
图表 23: 近年来今世缘成长速度快于洋河.....	- 13 -
图表 24: 今世缘当前在省内具备竞争优势.....	- 14 -
图表 25: 公司省内收入占比高达 95%.....	- 15 -
图表 26: 公司省内市占率与洋河存在明显差距.....	- 15 -
图表 27: 2019 年南京已成为省内最大市场.....	- 16 -
图表 28: 南京市场近年来取得爆发式增长.....	- 16 -
图表 29: 2019 年省内经销增量主要来自薄弱地区.....	- 16 -
图表 30: 2018、19 年公司省内费用投入明显加大.....	- 16 -
图表 31: 公司省内收入占比明显低于竞品.....	- 17 -
图表 32: 公司 2018 年以来走出去步伐明显加快.....	- 17 -
图表 33: 公司省外市场的运作模式包括大区制、并购及大商制.....	- 18 -
图表 34: 公司 2019 年省外加速增长.....	- 19 -
图表 35: 公司 2019 年省外招商力度明显增加.....	- 19 -
图表 36: 收入分项预测: 按产品 (单位: 百万元).....	- 20 -
图表 37: 可比公司估值表.....	- 20 -
图表 38: 今世缘三大财务报表预测 (单位: 百万元).....	- 22 -

双指引：股权激励指引短期道路，五年翻两番指引长期方向

今世缘是一家善于制定计划且计划完成度高的成长型公司

- **公司经营目标逐年加速，历史完成度高。**今世缘历来是一家善于制定计划且计划完成度高的成长型公司，自 2015 年本轮白酒复苏周期以来，国缘系列放量带动公司步入加速成长期，公司每年年末均会对次年制定经营计划，从中我们可以总结出四点规律，即目标完成度高、逐年加速、收入快于利润、领先同行，具体而言如下：

图表 1：今世缘是一家善于制定计划且完成度高的成长型公司

年度	目标内容		目标年化增速		完成度	
	收入 (亿元)	利润 (亿元)	收入	利润	收入	利润
2015	26	6.8	8.3%	5.3%	93.3%	100.8%
2016	27	-	11.3%	-	94.6%	-
2017	29.4	8.3	15.1%	10.1%	100.6%	107.9%
2018	35	10	18.3%	11.6%	106.9%	115.1%
	三年翻一番 (18-20)	-	26.0%	-	预计良好完成，19/20 增速 27%/30%	
2019	48.5	14.3	29.6%	24.3%	100.4%	102.0%
	五年翻两番 (19-23)	-	32.0%	-	预计良好完成	
2020	53.6	16.0	10%	10%	预计良好完成	

来源：公司年报，中泰证券研究所

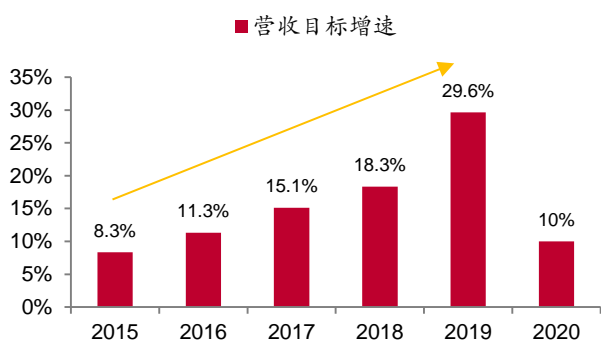
- **1) 目标完成度高。**2014-2019 年，公司基本每年均能完成年初既定的经营目标，且 2017 年以来均超额完成，反映出公司具备卓越的经营能力以及准确理性的经营判断。

图表 2：近年来公司目标完成度高

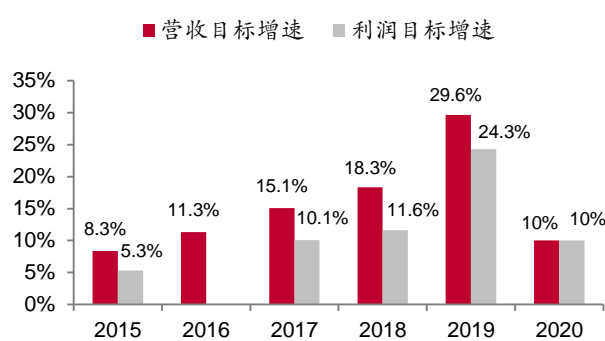
	2015	2016	2017	2018	2019
目标营收 (亿元)	26.0	27.0	29.4	35.0	48.5
实现营收 (亿元)	24.3	25.5	29.6	37.4	48.7
完成度	93%	95%	101%	107%	100%

来源：wind，中泰证券研究所

- **2) 目标逐年加速。**除 2020 年受疫情影响公司放缓目标外，2014-2019 年，公司每年目标增速逐年提升，表明公司目标进取、规划清晰，公司正在进入加速成长阶段；
- **3) 收入目标增速快于利润目标增速。**2014-2019 年，公司每年收入目标增速均快于利润目标增速，表明公司近年来始终处于优先追求份额的扩张阶段。

图表 3: 公司经营目标逐年加速


来源: wind、中泰证券研究所

图表 4: 公司收入目标增速快于利润目标增速


来源: wind、中泰证券研究所

- 4) 目标领先同行。从同行对比来看, 今世缘 2017 年以来经营目标基本处于行业领先水平, 表明今世缘成长势头高于同行公司, 利用自身品牌势能加速抢占市场份额。

图表 5: 公司 2017 年以来经营目标基本处于行业领先

	今世缘	茅台	五粮液	老窖	洋河	汾酒	古井
2017	15.1%	15%	10%	10%	10%	30%	正增长
2018	18.3%	15%	26%	20%	20%	40%	14.3%
2019	29.6%	14%	25%	15%-25%	12%	20%	17.7%

来源: 公司年报, 中泰证券研究所; 注: 表格内数据为各家酒企目标营收增速; 粉色区域代表同行公司目标高于今世缘

股权激励: 考核目标积极进取, 逆水行舟彰显信心

- 拟推股权激励计划, 覆盖核心管理人员。2020 年 4 月, 公司发布 2020 年股票期权激励计划 (草案), 拟向激励对象授予 1250 万份股票期权, 约占公司总股本的 0.996%。其中首次授予 1100 万份, 预留 150 万份。本次授予的股票期权的行权价格为 29.06 元/股。本计划首次授予的激励对象不超过 360 人, 主要包括公司高级管理人员 (副总与总经理助理等 5 人)、核心技术人员和管理骨干 (不超 355 人)。

图表 6: 公司本次股权激励计划拟授予对象

姓名	职务	获授的收益数量 (万份)	占授予总量的比例	占股本总额的比例
方志华	副总经理	24	1.92%	0.0190%
胡跃吾	副总经理	24	1.92%	0.0190%
李维群	副总经理	24	1.92%	0.0190%
陈玖权	总经理助理	8	0.64%	0.0064%
周永和	总经理助理	8	0.64%	0.0064%
其他人员不超过355人		1012	80.96%	0.8070%
首次授予合计不超过360人		1100	88.00%	0.8770%
预留		150	12.00%	0.1190%
合计		1250	100.00%	0.9960%

来源: wind, 中泰证券研究所

- **考核目标积极进取，力争三年营收加速增长。**本次股票期权的行权考核年度为 2020-2022 年，每个会计年度考核一次。考核要求有三：
 - 1) 业务角度，要求 2020-22 年主营业务收入占营收比例不低于 95%。
 - 2) ROE 角度，要求 2020-22 年公司净资产收益率不低于 19.7%、20.5%、21.5%，且不低于行业平均水平或对标企业的 75 分位值。
 - 3) 营收角度，要求以 2018 年营收为基数，2020-2022 年公司营收增长率不低于 45%、75%和 115%，且不低于同行平均水平或对标企业的 75 分位值。
- **根据公司股权激励目标计算，2020-2022 年公司营收增速分别不低于 11.2%、20.7%、22.9%。**我们认为公司制定目标积极，除 2020 年受到疫情影响相对放缓外，2021-2022 年目标增速均超 20%，且逐年提速，反映公司抢抓行业洗牌窗口期扩张份额的进取决心。

图表 7：公司本次股权激励计划考核条件

行权期	业绩考核条件
第一个行权期	1、 营收角度 ：以2018年营业收入为基数，2020年营业收入增长率不低于 45% ，且不低于同行业平均水平或对标企业的75分位值；同时，营业收入增长率高于公司2018年度在白酒上市企业所处分位值； 2、 ROE角度 ：2020年净资产收益率不低于 19.7% ，且不低于同行业平均水平或对标企业的75分位值，同时不低于公司2018年度在白酒上市企业所处分位值； 3、 业务角度 ：2020年主营业务收入占营业收入比例不低于95%。
第二个行权期	1、 营收角度 ：以2018年营业收入为基数，2020年营业收入增长率不低于 75% ，且不低于同行业平均水平或对标企业的75分位值；同时，营业收入增长率高于公司2018年度在白酒上市企业所处分位值； 2、 ROE角度 ：2021年净资产收益率不低于 20.5% ，且不低于同行业平均水平或对标企业的75分位值，同时不低于公司2018年度在白酒上市企业所处分位值； 3、 业务角度 ：2021年主营业务收入占营业收入比例不低于95%。
第三个行权期	1、 营收角度 ：以2018年营业收入为基数，2022年营业收入增长率不低于 115% ，且不低于同行业平均水平或对标企业的75分位值；同时，营业收入增长率高于公司2018年度在白酒上市企业所处分位值； 2、 ROE角度 ：2022年净资产收益率不低于 21.5% ，且不低于同行业平均水平或对标企业的75分位值，同时不低于公司2018年度在白酒上市企业所处分位值； 3、 业务角度 ：2022年主营业务收入占营业收入比例不低于95%。

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **疫情期推出，逆水行舟，利在长远。**我们认为本次股权激励计划意味着公司在建立长效激励机制方面迈出了实质性步伐，有助于充分调动从管理层到技术人员的积极性，有效将股东利益、公司利益和经营者个人利益结合在一起。当前在疫情影响下行业正处于洗牌分化的窗口期，疫情对公司是风险更是机遇，本次股权激励利于公司中长期发展。

五年翻两番：疫情加大目标实现难度，但为公司中长期成长指引方向

- 公司提出“五年翻两番”宏伟目标，全新成长阶段抢抓份额为先。在2019年初的今世缘发展大会上，公司提出“奋斗新五年，实现翻两番”的五年战略目标，即2023年公司营业收入达到2018年的四倍，年化增速高达32%。我们认为这一方面进一步表明管理层对于公司未来加速成长的信心和决心，另一方面再次反映出公司未来3-5年内仍将以提升收入和份额为主，抢抓行业分化窗口期。
- 2019开局之年实现开门红，2020年目标务实理性，有望良好实现。2019年公司收入和利润增速为30.35%和26.71%，年初经营目标超额实现，也为五年翻两番目标开了好头。其中，特A+类收入增长47%，预计国缘系列占比进一步提升至70%，产品结构持续升级。展望2020年，公司目标全年收入和净利润增速为10%，我们认为目标理性务实，与前期股权激励解锁条件接近，在公司下半年抢抓旺季消费回补的基础上有望良好实现。
- 虽然疫情加大了目标实现难度，但该目标依然是公司中长期成长方向的积极指引。从目标完成概率来说，我们以2018年省内省外占比为基准，测算了为达成这一目标省内省外所需要达到的年化增速，具体入下表所示。从目标的可实现度而言，如果2020-2022年公司成长势头与股权激励目标增速相匹配，则2023年增速需达到86%才能达到五年翻两番的目标，因此目标实现具备难度，但我们认为，虽然疫情的出现使公司放缓了短期扩张步伐，加大了目标实现难度，但这一目标更多地代表了公司中长期的成长方向，依然是对公司成长路径的积极指引。

图表 8：五年翻两番需要的省内和省外增速组合

	省内年化增速	省外年化增速	5年后省内占比	5年后省外占比
组合一	27%	75%	78%	22%
组合二	28%	70%	81%	19%
组合三	29%	65%	84%	16%
组合四	30%	60%	86%	14%

来源：wind、中泰证券研究所

图表 9：公司五年翻两番所需营收增速

	2019	2020	2021	2022	2023
营收相对2018年增幅(倍)	1.3	1.45	1.75	2.15	4
对应同比增速	30.4%	11.2%	20.7%	22.9%	86.0%

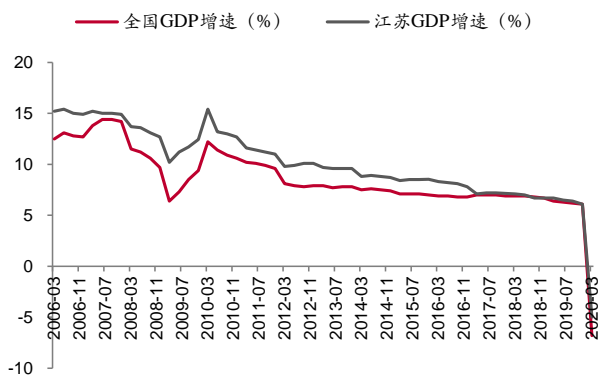
来源：wind、中泰证券研究所；注：2020-2022 增速按股权激励目标

短期：江苏是区域先行指标，今世缘有望最为受益下半年消费回补

外部：江苏经济是全国先行指标，疫情后消费有望率先复苏

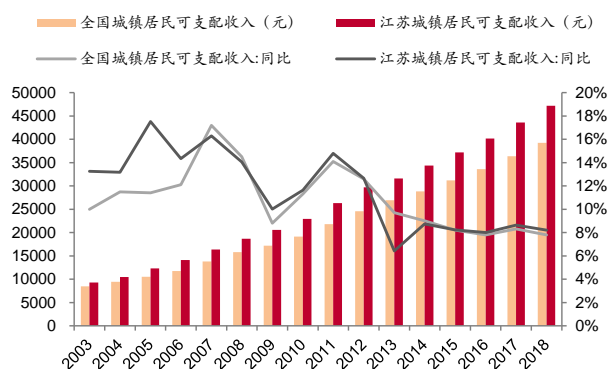
- **江苏经济水平领先全国，且是全国经济的先行指标。**江苏省是我国经济强省和消费大省，2018年江苏省GDP达到9.26万亿元，近年来稳居全国第二位，江苏GDP增速基本始终高于全国，居民收入也逐年提升，人均可支配收入超过全国平均水平。同时，由于江苏商务氛围活跃，江苏经济也是全国经济的领先指标，可以看到2013年以来在经济放缓、限制三公消费的大背景下，江苏餐饮业率先反弹，表明江苏消费升级走在全国前列，较高的收入、频繁的商务社交活动推动省内消费水平不断向上。
- **疫情期间江苏经济数据好于全国。**从20Q1已披露的数据来看，江苏省一季度GDP增速为-5%，好于全国-6.8%的水平，社零增速-18.1%，好于全国-19%的水平，可见疫情期间省内经济具备一定韧性，受损程度低于全国。根据渠道调研，当前江苏省餐饮复工率已超过95%，消费已恢复至正常水平的接近40%，在全国处于领先水平，疫情过后有望率先复苏。

图表 10：20Q1 江苏 GDP 增速好于全国



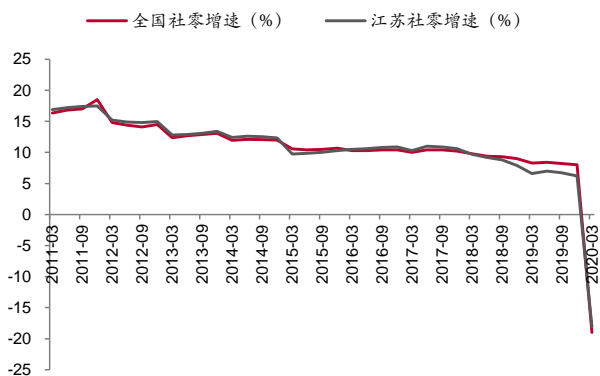
来源：wind、中泰证券研究所

图表 11：江苏省人均可支配收入高于全国



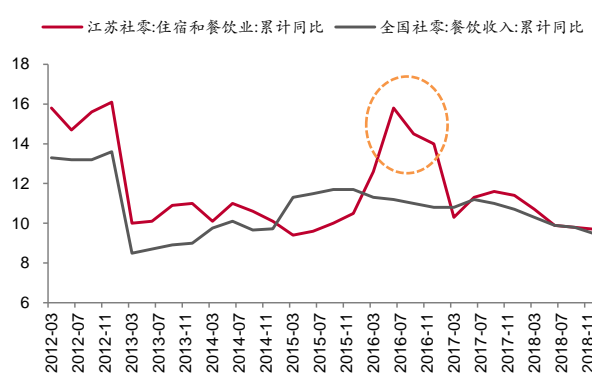
来源：wind、中泰证券研究所

图表 12：20Q1 江苏社零增速好于全国



来源：wind、中泰证券研究所

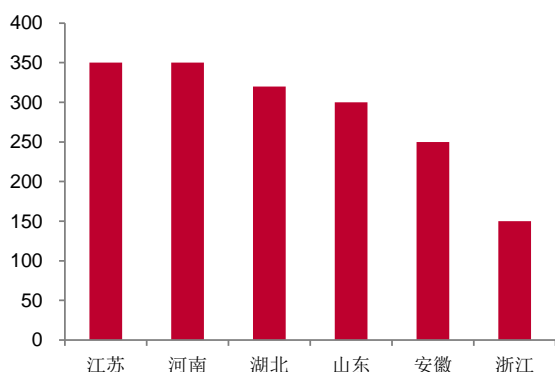
图表 13：2013 年之后江苏餐饮业先于全国反弹



来源：wind、中泰证券研究所

- **江苏白酒消费升级引领全国，2015 年以后率先升级至次高端价格带。**江苏省白酒市场规模约为 350 亿元，位居全国前列，由于省内经济发达、商务活动活跃，且“三沟一河”历史悠久、当地白酒消费文化底蕴深厚，因此商务消费和大众消费是支撑省内庞大白酒市场的主要力量。同时，江苏白酒消费升级引领全国，2012 年以前行业黄金十年间省内白酒主流价位带是 100-150 元，2012-2015 年逐渐向 200 元以上过渡，2015 年新一轮周期以来省内主流价位带进一步升级至 300 元以上，明显领先于全国当前主流价位带为 100-300 元的水平，我们认为在强大的经济支撑与领先的消费升级所驱动下，江苏将持续引领全国白酒消费升级。

图表 14: 江苏白酒市场规模位居全国前列



来源：微酒，酒业家，中泰证券研究所，单位：亿元

图表 15: 省内主流价位带升级至 300 元以上



来源：微酒，酒业家，中泰证券研究所

内生：今世缘多措并举抢抓动销，有望成为本轮省内消费回补最受益公司

- **疫情初期：稳定军心、全面应对，展现负责任态度与优秀经营能力。**在疫情爆发初期，公司一方面强调责任不变、节奏不减，给予员工与经销商信心，另一方面率先复工，多次开会全面部署应对工作，同时出台 9 条政策帮助经销商共度难关，为后续应对工作的开展开了好头。
 - 1) **目标：坚持高质量发展，责任不变、节奏不减。**今世缘提出，面对疫情，工作环境有差异，责任不变，节奏不减，越在困难时期，越要理性争取主动，打有准备之仗。
 - 2) **复工：率先复工，保障生产。**从正月初二起，今世缘连续多次召开会议，全面动员部署疫情防控工作，并组织销售系统经理层专题会议，评估疫情对市场可能造成的影响。2 月 11 日，按照有序复工原则，今世缘智能化酿酒全面复工复产。此前，销售系统业务团队采取线上办公、信息化沟通方式率先进入复工状态，全面了解经销商、终端商的疫情防控情况以及存在的困难、亟待解决的问题。
 - 3) **应对：应对措施全面，态度积极，展现优秀经营能力。**在疫情爆发初期，今世缘是应对疫情最早、措施最全面的白酒公司之一，2 月 6 日公司发布了《关于应对新冠疫情支持全国经销商伙伴共渡难关的九条政策意见》，一方面帮助经销商度过难关，减少经销商资金占用，给予一定产品调拨；另一方面针对区域市场的阶段营销方案和不同类型的项目可采取暂停、延期或调整的处理方式，并围绕稳定价格体系、扩大消费场

景、促进终端动销等方面精心策划，适时实施。总体来看，九条措施都是围绕经销商帮扶工作制定的，表明公司将经销商置于重要地位，展现出公司积极主动的应对态度与灵活稳健的经营能力，为后续工作的开展开了好头。

图表 16：疫情初期公司出台九条政策帮扶经销商共渡难关

政策	具体内容
1.配称组织	以办事处为单位，分别按照经销商、终端商层面分类建立微信联络群，增强互动沟通
2.在线办公	全面了解经销商、终端商的疫情防控情况以及存在的困难、亟待解决的问题
3.优化方案	围绕稳定价格体系、扩大消费场景、促进终端动销等方面精心策划，适时实施
4.关怀客户	公司将积极整合资源，为紧缺防护用品的部分客户，赠送提供消毒液、口罩、消毒酒精等物资
5.薪酬支持	支持经销商稳定业务团队，鼓励不裁员，不降薪，采取轮岗轮休等方式稳定工作岗位
6.创新培训	公司组织专业师资机构及培训课件，集中组织商家业务团队进行学习培训，共同提升业务技能
7.保持定力	公司各级销售组织不得增加经销商、终端商指标压力，不得采取转移库存、降价促销等
8.简化流程	对经销商在方案计划内产生的应结费用，通过简化流程手续，可以先予登记结报
9.降低成本	根据需要可以给予经销商一定额度的产品调拨，最大程度的帮助经销商降低资金成本

来源：公司官网、中泰证券研究所

- **疫情后期：拉动渠道动销，加强品牌建设，多措并举促进消费回补。**3月以来，随着国内疫情逐渐趋于稳定，以及全国复工复产的有序推进，今世缘也在渠道促销、品牌建设、队伍建设等方面做了诸多努力，以抓住消费回补带来的机会，积极消化库存，具体而言如下：

1) 渠道促销：公司3月下旬开始推出促销活动，对四开等主力产品的团购活动进行折扣促销，通过降低团购价的方式拉动销售。同时积极组织约酒活动，与多个酒店展开合作，6人以上进店消费即可领取国缘V3，这些拉动渠道动销的举措对消化节后积压库存起到积极效果。

2) 品牌建设：公司在疫情期间积极进行品牌宣传打造，围绕婚宴市场宣传公司缘文化，4月向江苏援鄂医疗队全体队员赠送特别定制版国缘V9，5月宣布将携手江苏省广播电视总台综艺频道，为全国白衣天使举办集体婚礼。我们认为以上这些活动不在于拉动销量，而在于提升品牌影响力、占据消费者心智，利于公司品牌长远发展，也有助于公司抓住疫情过后婚宴喜宴回补的消费场景。

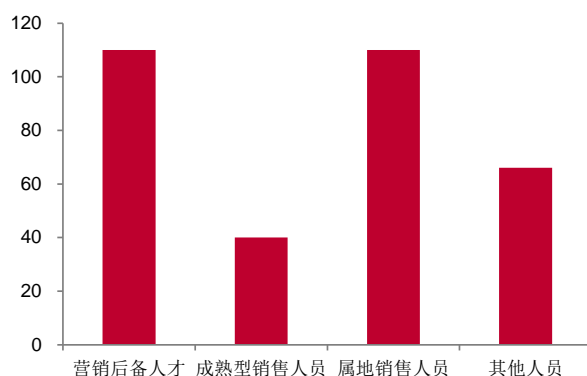
3) 队伍建设：据微酒，4月以来今世缘在多平台同步启动“云招聘”工程，共涉及39个岗位、326人，主要流向传统营销和技术领域。在当前行业裁员、降薪的大背景下，今世缘全维度完善人才体系的举措，不仅有助于增强销售战斗力、加强终端掌控力，也传递出蓄势待发的逆势扩张信号。

图表 17: 公司积极进行缘文化品牌建设



来源: 酒业家、中泰证券研究所

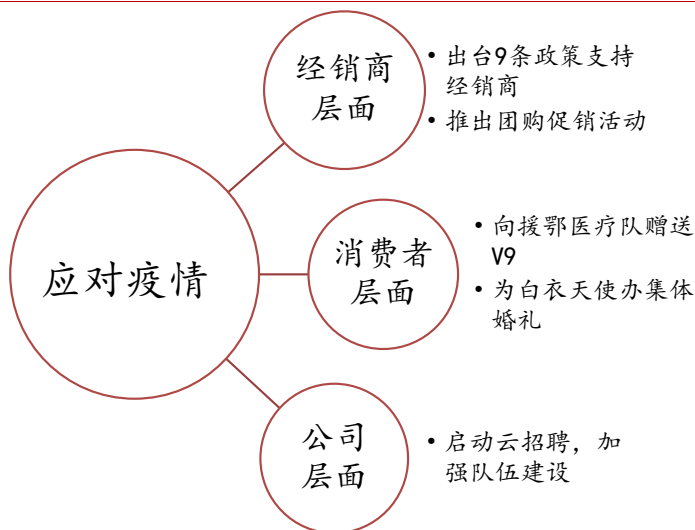
图表 18: 公司将进行大规模招聘完善人才体系



来源: 微酒、中泰证券研究所

- **现状: 积极成效正在显现, 公司有望在本轮省内消费回补中明显受益。** 总结来看, 今世缘在经销商层面 (帮扶经销商出货)、消费者层面 (品牌建设)、公司层面 (队伍建设) 做出了一系列应对疫情不利影响的有力举措之后, 积极成效正在逐渐凸显, 公司国缘对开、四开等核心单品均恢复动销, 公司 Q2 仍以消化库存为主, 目前正在有序推进中, 我们认为公司有望在本轮省内消费回补的过程中明显受益。展望全年, 随着餐饮的逐渐恢复, 国缘 (商务宴请)、今世缘 (婚宴) 等产品将最为受益, 预计 Q2 库存顺利消化后有望迎来新一轮补货, 下半年在中秋、国庆旺季的带动下公司在省内有望重新恢复快速成长阶段。

图表 19: 公司多措并举促进消费回补正在见效



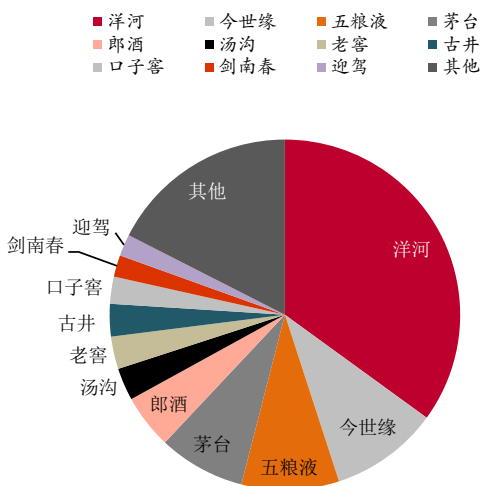
来源: 中泰证券研究所

竞品: 疫情加剧中小酒厂退出与竞品调整压力, 为今世缘打开窗口期

- **窗口期 1: 疫情将加速中小酒厂退出, 龙头有望逆势抢占份额。** 江苏白酒市场品牌众多、格局分散, 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, 且各区域大多存在当地中小酒厂。本次疫

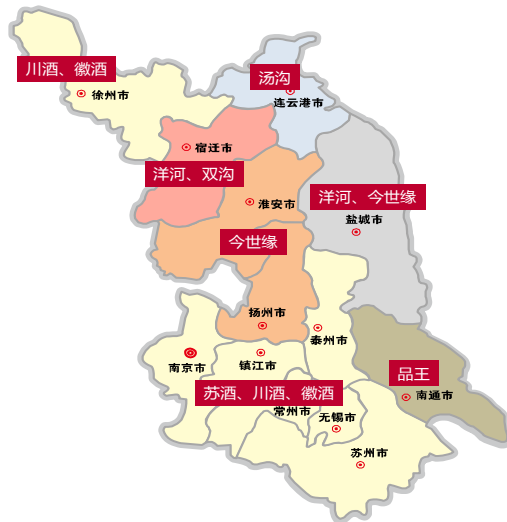
情的出现将加大中小酒厂的生存压力，部分中小酒厂或受困于现金流压力而加速退出，相较而言龙头抗风险能力更强、现金流更为稳健，因此我们认为龙头将充分受益于疫情带来的优胜劣汰，今世缘本次股权激励也表明将抓住本轮行业洗牌的窗口期逆势扩张。

图表 20: 江苏白酒市场格局较为分散



来源：微酒，酒业家，中泰证券研究所

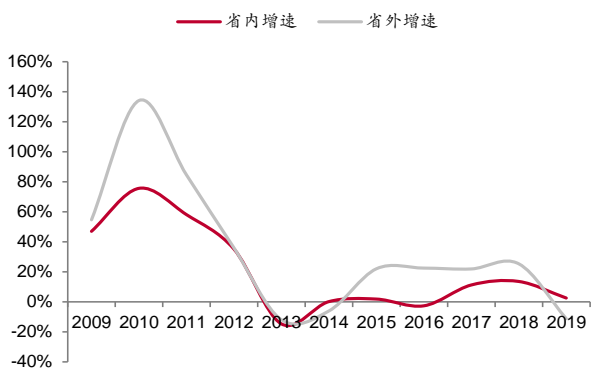
图表 21: 江苏白酒市场分区域主流品牌一览



来源：微酒，酒业家，中泰证券研究所

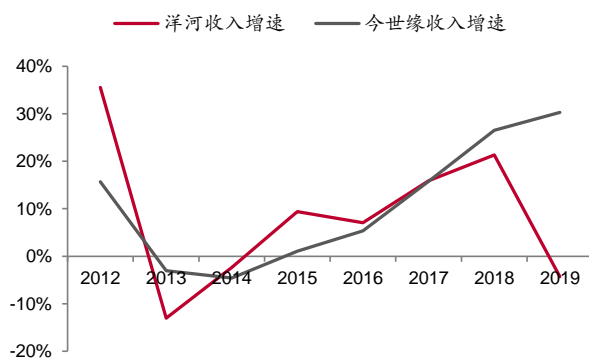
■ **窗口期 2: 洋河调整为今世缘留出成长空间，疫情进一步加大洋河调整压力。**洋河是江苏白酒市场上的龙头企业，体量和份额遥遥领先其他公司，但 2012 年以来随着公司将更多精力投向了省外新江苏市场，同时随着省内体量越来越大，渠道体系、价格体系面临调整压力，导致省内增速放缓，这在客观上给今世缘留出了成长空间。虽然洋河去年以来积极调整，但本次疫情的出现放缓了公司调整节奏，加大了洋河的库存压力，今世缘梦 6 处于停货状态，而梦 6+还没有全面铺开，我们预计疫情过后洋河仍将维持渠道梳理阶段。相对而言今世缘对此次疫情应对更为充分从容，积极出台政策帮助经销商度过难关。此外，今世缘消费场景结构优于洋河，商务接待占比更高，宴会占比更低，疫情影响更小。因此我们认为，疫情的出现将为今世缘进一步打开成长空间，今世缘当前省内势能持续升温，有望抓住竞争对手调整的窗口期加速抢占份额。

图表 22: 洋河省内放缓为今世缘留出成长空间



来源：wind、中泰证券研究所

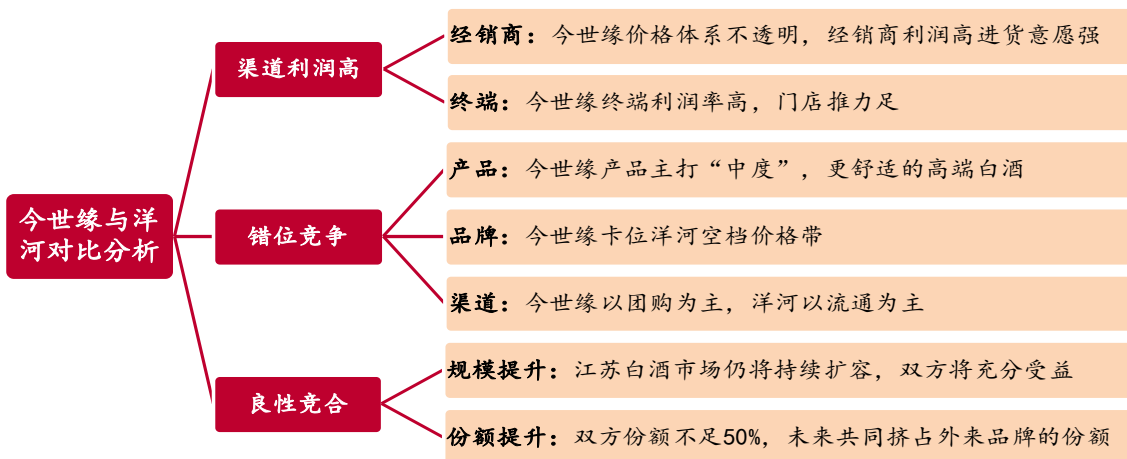
图表 23: 近年来今世缘成长速度快于洋河



来源：wind、中泰证券研究所

- **今世缘 VS 洋河：当前今世缘具备竞争优势。**我们认为，与洋河相比，今世缘渠道利润更高，终端推力更足，品牌势能正处于上升期，因此现阶段具备竞争优势。从竞争关系来看，当前今世缘和洋河仍主要是良性竞合关系，一方面今世缘在渠道利润、团购等方面对洋河依然具备相对优势，另一方面两者从本质上处于不同的生命周期阶段，更多的以错位竞争为主。具体分析如下：
 - 1) **今世缘渠道利润更高，终端推力更足。**在经销商利润方面，由于今世缘起步较晚、体量较小，因此价格体系相对不透明，因此经销商利润相对较高，而洋河由于体量大，价格体系更加透明，因此经销商利润相对较薄，因此经销商对于今世缘的进货意愿更强。终端利润方面，近两年洋河提价频繁，提价后厂家和经销商价格上涨而终端价格涨不上去，这一方面摊薄终端利润，另一方面扰乱了价格体系，而今世缘提价动作较少，价格体系稳定而终端利润率较高，因此终端门店对于今世缘产品的推力更足。
 - 2) **当前仍以错位竞争为主。**从本质上来讲，今世缘和洋河目前处于不同的生命周期阶段，洋河蓝色经典系列（尤其是海、天）相对处于成熟阶段，而今世缘（尤其是国缘）尚处于快速成长阶段，主要采取补丁战术卡位洋河产品的空档价格带，因此，双方在产品、品牌、渠道等各方面均以错位竞争为主，尚未展开正面竞争。
 - 3) **良性竞合关系，共享江苏消费升级红利。**我们认为，洋河和今世缘当前更多是一种竞合关系，即江苏省内双方依然共同存在成长空间：第一，正如上文分析的，江苏经济发达、消费能力强，白酒市场尤其是次高端价格带将会持续扩容，洋河和今世缘作为本土强势品牌将充分受益；第二，根据我们测算，双方目前市占率之和约为 45%，仍有超过半数的省内份额被省外品牌占据，双方整体市占率仍有提升空间。

图表 24：今世缘当前在省内具备竞争优势



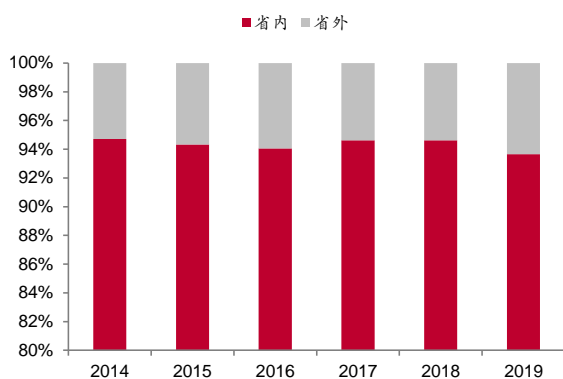
来源：中泰证券研究所

中长期：省内大有可为，省外扩张提速，成长路径清晰

省内：培育团购+渠道下沉，省内依然大有可为

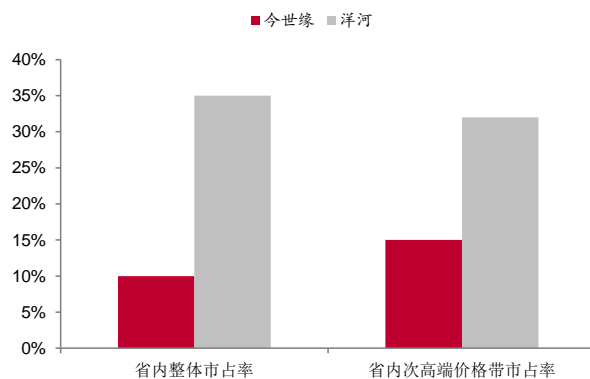
- 当前情况：省内收入占比高达 95%，但省内市占率仅不足 15%，未来仍有较大提升空间。**从公司的收入结构来看，近年来省内收入占比始终维持在 95%左右，因此省内市场是公司的核心市场。但是从公司在省内的市占率来看，2019 年公司省内收入 45.60 亿元，仅占江苏 350 亿白酒市场的不足 15%。作为本土强势品牌，今世缘省内市占率相较于洋河仍有较大差距，公司当前正处于次高端产品放量的快速成长阶段，未来市占率仍有较大提升空间。

图表 25：公司省内收入占比高达 95%



来源：wind、中泰证券研究所

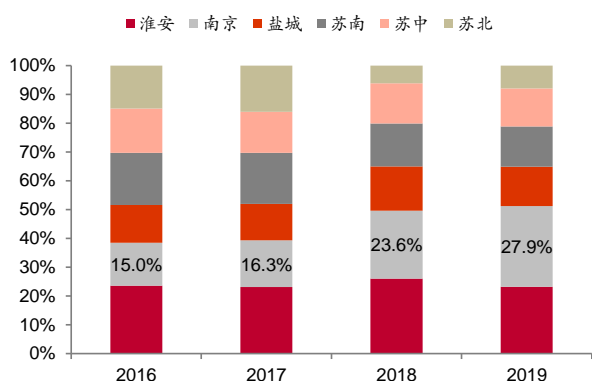
图表 26：公司省内市占率与洋河存在明显差距



来源：wind、中泰证券研究所

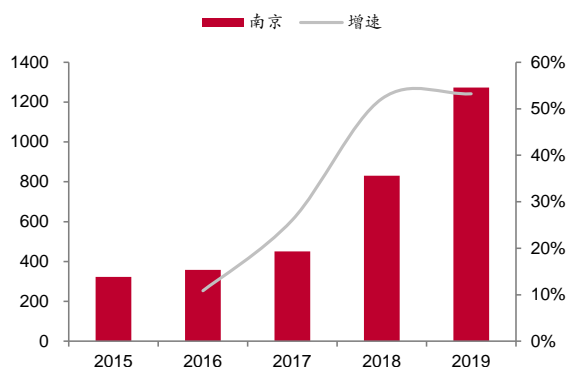
- 展望未来省内将如何实现增长？——南京、苏南深耕团购，其他市场以下沉谋增量**
- 以南京市场为案例切入——南京市场近两年取得爆发式增长。**从省内收入分布来看，淮安和南京是公司重点市场，其中淮安是公司大本营市场，优势地位稳固；南京市场近年来发展迅猛，2018、2019 年收入增速高达 52%、53%，目前已成为公司省内第一大市场；其他市场相对薄弱，未来存在较大提升空间。下面我们近两年爆发式增长的南京市场切入，展望公司在省内强势市场和弱势市场的未来成长空间。
- 南京市场的成功源自于什么？——政商消费带动大众消费的典型案例。**南京市场的爆发就是典型的政商消费带动大众消费的案例。公司很早就把南京市场作为推广国缘系列的重点市场进行培育，因此南京的高端圈层对国缘认可度很高，喝国缘对于政商精英人士而言“不丢面子”，并带动大众消费者对国缘形成了上档次的品牌认知，从而形成了良好的整体消费氛围。在这种基础上，公司这两年在南京加大了招商力度，推动南京市场迎来爆发式增长。

图表 27：2019 年南京已成为省内最大市场



来源：wind、中泰证券研究所

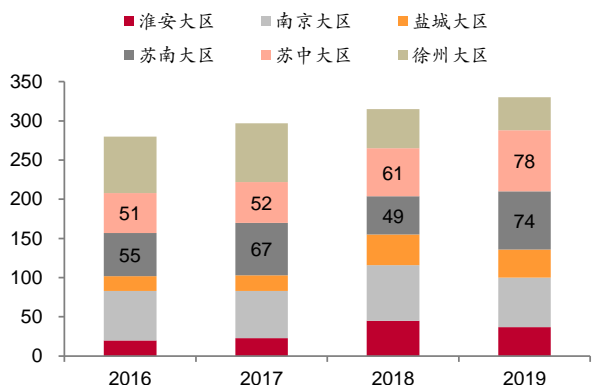
图表 28：南京市场近年来取得爆发式增长



来源：wind、中泰证券研究所；注：单位为百万

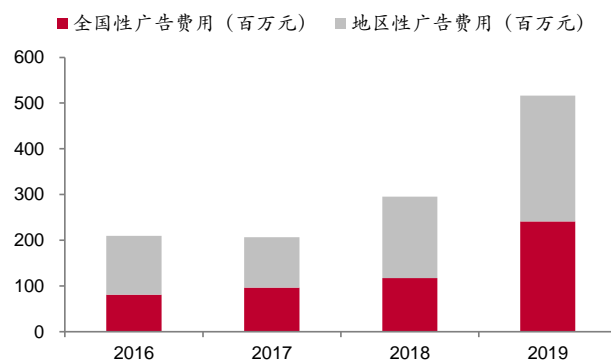
- **南京模式能否复制到其他区域？——可向苏南复制拓展。**总结南京市场模式可以发现，今世缘先从政商团购消费下手，待到意见领袖带动整体消费氛围起来之后，再增加招商加大布局。我们认为这种模式可以向苏南复制拓展，这是因为一方面苏南市场消费水平高、市场容量大，另一方面今世缘和洋河目前占比均为 10%左右，未来提升空间大，我们认为苏南经济环境与南京相似，今世缘在当地同样具备渠道利润丰厚、性价比高等优势，公司有能力通过深耕团购将其培育成第二个南京市场。
- **对于其他市场而言，则主要通过精耕细作、下沉到县的方式获取增量。**从去年以来的招商情况来看，2018 年省内经销商增量主要来自于淮安和南京，而 2019 年则主要来自于苏南和苏中地区，表明对相对薄弱市场的布局力度明显加大。从广告投放来看，2018 年公司广告费用投入明显增加，其中大多数增量投向省内，进一步表明公司重点加快对省内市场的。

图表 29：2019 年省内经销增量主要来自薄弱地区



来源：公司年报、中泰证券研究所；注：单位为个

图表 30：2018、19 年公司省内费用投入明显加大

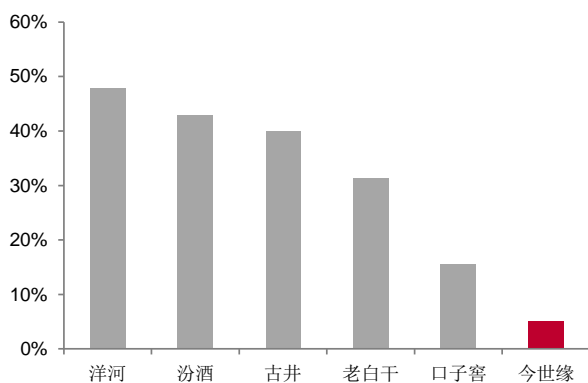


来源：公司年报、中泰证券研究所

省外：省外扩张明显提速，“1+2+4”市场开始进入收获期

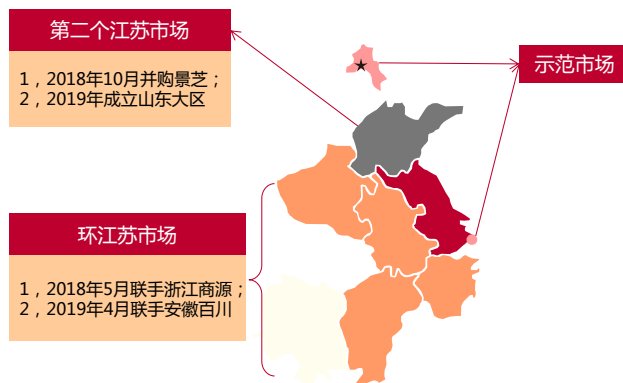
- 当前情况：省外占比极低，“1+2+4”市场为省外未来主要增长源，2018年开始省外布局明显加速。**公司省外收入占比很低，近年来始终维持在5%左右的水平，明显低于洋河、古井、口子、汾酒等品牌。根据公司年报，公司规划未来省外占比达到20%，为实现这一目标，公司省外发展战略为聚焦“1+2+4”重点市场，其中1是指山东，作为“第二个江苏市场”，重点突破、率先发力；2是指北京、上海，作为示范市场；4是指浙江、安徽、河南、江西，作为环江苏市场，将持续加大培育。2018年以来，公司走出去的步伐明显加快，2018年5月联手浙江商源，10月收购山东景芝，2019年成立山东大区，4月联手安徽百川，10月布局上海，开启了公司全国化布局的全新篇章。**我们认为未来几年公司省外增量将主要来自于“1+2+4”市场**，下面我们分别展开分析。

图表 31：公司省内收入占比明显低于竞品



来源：wind、中泰证券研究所

图表 32：公司 2018 年以来走出去步伐明显加快



来源：公司公告、中泰证券研究所

- 山东市场：倾斜资源率先成立大区，并购景芝产生协同效应。**山东是全国白酒产销大省，其市场容量为300亿元左右。市场格局方面，省内地产酒品牌多而散乱，几乎每个地级市或县都有当地品牌，位居前列的包括景芝、花冠、扳倒井等。此外，大多本地酒品牌都集中在几十元的中低端价位，中高端市场主要被外来品牌占据。由于山东和江苏具备相似的地域文化和饮酒习惯，因此山东除了钟爱地产酒之外，还对江苏白酒存在较高认可，2004年洋河创建蓝色经典品牌之后，同样率先进入山东市场，这都为今世缘的进入提供了先天有利条件。对于今世缘而言，山东市场是其省外拓展的第一大市场，公司将主导布局、主动开发，希望将其打造成第二个江苏市场，主要将通过以下两种路径：

 - **成立大区：**为更好的开拓山东市场，公司成立山东大区，也是第一个省外大区，下设6个营销中心，13个办事处。公司首先在人员配置上对山东大区予以支持，把原在省内的6位富有经验的大区经理调任山东，帮助山东大区开拓市场。此外，由于整体消费水平与江苏存在差异，公司在山东将主推今世缘系列产品，以典藏系列为主。目前公司已初步完成在临沂、枣庄、菏泽、日照、济宁等地的招商布局和渠道铺货的工作，并且在婚喜宴市场表现较好。
 - **并购景芝。**除依靠自身走出去之外，并购其他品牌也是酒企全国化

扩张的路径之一。2018年10月,公司宣布将收购山东景芝酒业34-49%的股份,在外延并购方面进行了初步尝试。景芝酒业旗下拥有一品景芝、景阳春等四大系列品牌,是芝麻香型白酒领军企业,也是鲁酒振兴的龙头企业。我们认为,此次联姻对今世缘而言具有两大意义:第一,今世缘可以向景芝输出先进的区域白酒运营经验,帮助景芝解决省内市场拓展、渠道建设、品牌塑造等瓶颈问题,享受景芝发展带来的投资收益,具体可以参考古井收购黄鹤楼的案例;第二,今世缘可以利用景芝的省内渠道布局加快自身在山东的拓展,将今世缘、国缘产品导入景芝渠道体系,与景芝中低端产品形成互补协同效应。

- **环江苏市场:携手大商联合开拓市场,快速导入核心产品。**今世缘在省外环江苏市场主要采取大商制,借助当地大商的力量开拓区域市场,目前已在浙江、安徽、上海开始推行:
 - **浙江:联手商源。**2018年5月,今世缘和浙江商源集团签署战略合作协议,商源集团取得国缘系列在浙江地区的代理权。商源集团作为浙江市场上最大的白酒平台运营商,具备较强的品牌影响力与成熟的供应链体系,因此可以帮助国缘产品更高效地导入浙江市场。同时,浙江市场消费水平高,且省内无强势品牌,有利于国缘产品进行市场培育。目前双方已成立联合市场队伍,率先围绕杭州、湖州、嘉兴等市场积极布局,以点带面逐步开拓浙江国缘市场。
 - **安徽:联手百川。**2019年4月,今世缘与安徽百川签署战略合作协议,这是百川继代理苏州、上海地区之后再次取得国缘系列在安徽市场的代理权。百川在安徽市场拥有优秀的渠道掌控能力,且形成了成熟的供应链体系和丰富的酒水运作经验,国缘产品可以迅速导入系统,避免了新市场开拓中“水土不服”的现象,同时降低了竞品正面阻隔的风险。同时,安徽白酒市场正迎来消费升级,主流价格带正在向江苏演化,次高端价格带将迎来风口,而省内古井、口子主力产品集中于次高端价格带之下,因此国缘系列有望充分受益。
 - **上海:联手捷强等。**2019年10月,今世缘与上海捷强烟草糖酒集团配销有限公司、上海第一食品连锁发展有限公司等七位上海大商签订了合作协议,主推国缘V9清雅酱香高端产品,通过上海为跳板打开全国市场,提升品牌价值,树立高端形象。

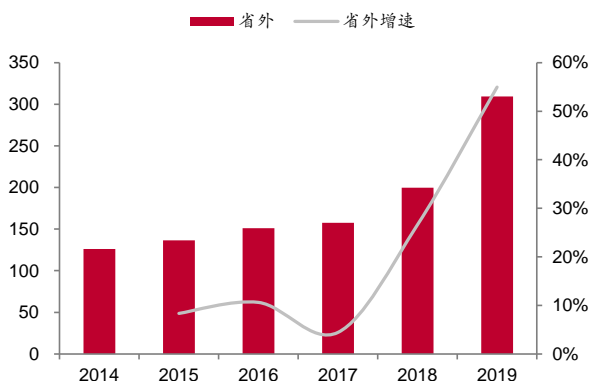
图表 33: 公司省外市场的运作模式包括大区制、并购及大商制

重点市场	市场环境	模式	内容	预计放量阶段
山东	中高端市场被外来品牌占据,对苏酒认可度高	成立大区	派驻大区经理,加快招商铺货	目前已有所表现,随着人员到位、招商加快,预计2019年起逐渐进入收获期
		并购	借力景芝渠道,形成协同效应	
环江苏	浙江	大商制	联手浙江商源,成立联合队伍加快布局	目前仍处于产品导入阶段,预计2020年起开始放量
	安徽	大商制	联手安徽百川,借助渠道体系导入国缘	
	河南	-	预计复制大商制模式	
	江西	-		

来源:微酒、中泰证券研究所

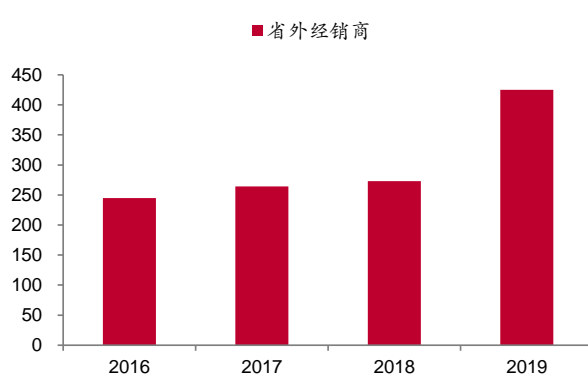
■ **展望未来：省外基数小、空间大，2019 年加大招商力度，预计山东市场和环江苏市场将陆续进入收获期。**我们认为，今世缘目前尚处于快速成长的阶段，管理能力、人员有限，难以支撑每个市场都像山东市场那样亲力亲为，因此借助区域大商的力量进行拓展是公司当前全国化的主要路径。当前公司已在浙江、安徽、上海打响第一枪，以江浙沪皖为主的大华东板块初现雏形，预计后续将在江西和河南等重点市场进行复制，当前仍处于产品导入期，我们认为将陆续实现放量。从 2019 年来看，19 年省外收入增速 55%，其中“1+2+4”重点省级市场增速为 66.2%，明显高于整体。招商方面，19 年公司经销商净增加 167 家，其中省外增加 152 家，持续加大省外扩张力度。我们认为当前公司省外基数仍低、空间很大，随着招商布局和渠道铺货的不断完善，品牌和渠道的费用投入将逐渐进入收获期，预计未来几年仍将保持高速增长。

图表 34：公司 2019 年省外加速增长



来源：wind、中泰证券研究所；注：单位为百万元

图表 35：公司 2019 年省外招商力度明显增加



来源：wind、中泰证券研究所；注：单位为个

投资建议：短期受益省内消费回补，中长期竞争优势持续凸显

收入分项预测

■ **分产品预测：**

特 A+及特 A 类产品：特 A+及特 A 主要是国缘系列及典藏 10 年、15 年，我们认为，国缘在江苏省内主流市场已培育成熟，现已进入快速放量阶段，除今年受到影响略有放缓外，预计未来三年以国缘系列为代表的特 A+及特 A 产品仍将保持年化约 20% 的快速增长；

A、B、C 类：A、B、C 类主要是今世缘产品，主打婚宴市场，我们认为在内部产品线整合和外部消费升级的推动下，A 类有望承接 B、C 类产品的升级需求，预计除今年受影响较大之外，明、后年 A 类有望保持 15% 以上的增长，B、C 类预计持续收缩；

D 类及其他：D 类以高沟为主，现在体量很小，成长势头较快，预计除今年受影响较大之外，明、后年有望保持 20% 的增长。

图表 36: 收入分项预测: 按产品 (单位: 百万元)

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
特A+类	934.94	1293.08	1,845.3	2716.21	3150.80	3,938.5	4,962.5
同比 (%)	20.90%	38.31%	42.70%	47.20%	16.00%	25.00%	26.00%
特A类	953.26	1047.54	1,263.2	1527.92	1711.27	2,002.2	2,402.6
同比 (%)	6.25%	9.89%	20.58%	20.96%	12.00%	17.00%	20.00%
特A类及以上	1888.20	2340.62	3,108.4	4244.13	4862.07	5,940.7	7,365.1
同比 (%)	6.25%	23.96%	32.80%	36.54%	14.56%	22.18%	23.98%
A类	260.90	256.07	308.4	314.10	314.10	370.6	444.8
同比 (%)	-12.07%	-1.85%	20.43%	1.85%	0.00%	18.00%	20.00%
B类	190.10	159.49	165.1	167.99	151.19	155.7	160.4
同比 (%)	-20.04%	-16.10%	3.54%	1.73%	-10.00%	3.00%	3.00%
C类	174.26	151.79	108.4	101.35	76.01	60.8	54.7
同比 (%)	-10.64%	-12.89%	-28.61%	-6.48%	-25.00%	-20.00%	-10.00%
D类及其他	40.92	49.52	50.6	46.04	36.83	44.2	53.0
同比 (%)	60.27%	21.02%	2.24%	-9.07%	-20.00%	20.00%	20.00%
合计	2554.38	2957.49	3,740.9	4873.60	5440.20	6,572.0	8,078.1
同比 (%)	5.34%	15.78%	26.49%	30.28%	11.63%	20.81%	22.92%

来源: wind、中泰证券研究所

投资建议

- 投资建议: 短期受益省内消费回补, 中长期竞争优势持续凸显。**我们认为公司短中长期均具备催化: 短期来看, 江苏是白酒消费的先行指标, 餐饮有望率先修复, 今世缘当前正多措并举抢抓动销, 下半年旺季有望重回高增, 看好公司在本轮省内消费回补中明显受益。中长期来看, 公司仍处于品牌势能上升期, 国缘在省内升温不会因疫情而中止, 反而疫情将提升公司竞争优势, 为份额扩张打开空间。我们看好公司在股权激励目标与“五年翻两番”指引的双重驱动下, 通过省内的精耕细作与省外加速扩张实现快速成长。我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 54.40/65.72/80.78 亿元, 同比增长 11.63%/20.81%/22.92%; 净利润分别为 16.06/19.16/23.24 亿元, 同比增长 10.15%/19.32%/21.25%, 对应 EPS 为 1.28/1.53/1.85 元, 我们维持“买入”评级, 重点推荐。

图表 37: 可比公司估值表

股票名称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS			PE		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
贵州茅台	1314.61	16,514.1	32.80	37.73	45.21	23.29	34.84	29.08
五粮液	142.90	5,546.8	4.48	5.30	6.19	16.18	26.96	23.09
泸州老窖	81.64	1,195.8	3.17	3.41	4.14	17.98	23.94	19.72
洋河股份	99.82	1,504.3	4.90	4.96	5.58	17.66	20.13	17.89
古井贡酒	140.24	612.4	4.17	4.64	5.86	16.91	30.22	23.93
山西汾酒	108.35	944.3	2.22	2.70	3.25	21.64	40.13	33.34
今世缘	34.20	429.0	1.16	1.28	1.53	15.82	26.72	22.35
口子窖	42.48	254.9	2.87	2.24	2.61	15.54	18.96	16.28
水井坊	45.86	224.0	1.69	1.86	2.35	27.88	24.66	19.51
顺鑫农业	54.84	406.8	1.09	1.28	1.75	25.90	42.84	31.34

来源: Wind, 中泰证券研究所; 注: 股价截取自 2020 年 5 月 8 日

风险提示

- **全球疫情持续扩散风险：**当前新型冠状病毒肺炎疫情仍在全球扩散过程中，新增确诊病例尚未见到明确下降的拐点，若疫情持续扩散，将制约全球资本市场的风险偏好。
- **消费升级进程不及预期。**尽管居民收入水平的提高会一定程度上增加食品饮料方面的支出，但消费者对产品的偏好是有差别的，存在消费升级在某些品类上的趋势不达市场预期。
- **数据及结论的局限性。**文中部分数据来自于经销商渠道调研等，数据及结论存在一定局限性，可能因为样本不足导致结果有偏差。

图表 38: 今世缘三大财务报表预测 (单位: 百万元)

损益表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3,741	4,874	5,440	6,572	8,078
增长率	26.5%	30.3%	11.6%	20.8%	22.9%
营业成本	-1,014	-1,325	-1,436	-1,682	-2,015
% 销售收入	27.1%	27.2%	26.4%	25.6%	24.9%
毛利	2,727	3,548	4,005	4,890	6,063
% 销售收入	72.9%	72.8%	73.6%	74.4%	75.1%
营业税金及附加	-632	-881	-919	-1,117	-1,389
% 销售收入	16.9%	18.1%	16.9%	17.0%	17.2%
营业费用	-586	-853	-936	-1,150	-1,430
% 销售收入	15.7%	17.5%	17.2%	17.5%	17.7%
管理费用	-173	-207	-218	-269	-347
% 销售收入	4.6%	4.2%	4.0%	4.1%	4.3%
息税前利润 (EBIT)	1,337	1,608	1,932	2,353	2,897
% 销售收入	35.7%	33.0%	35.5%	35.8%	35.9%
财务费用	25	50	26	28	32
% 销售收入	-0.7%	-1.0%	-0.5%	-0.4%	-0.4%
资产减值损失	25	0	2	2	2
公允价值变动收益	9	144	0	0	0
投资收益	174	173	170	160	150
% 税前利润	11.0%	8.8%	8.0%	6.3%	4.9%
营业利润	1,570	1,975	2,130	2,543	3,081
营业利润率	42.0%	40.5%	39.1%	38.7%	38.1%
营业外收支	9	-10	1	0	1
税前利润	1,579	1,965	2,131	2,542	3,082
利润率	42.2%	40.3%	39.2%	38.7%	38.1%
所得税	-374	-484	-521	-622	-754
所得税率	23.7%	24.6%	24.5%	24.5%	24.5%
净利润	1,151	1,458	1,606	1,916	2,324
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,151	1,458	1,606	1,916	2,324
净利率	30.8%	29.9%	29.5%	29.2%	28.8%

资产负债表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,887	1,607	4,352	5,258	7,044
应收款项	71	46	85	73	121
存货	1,968	2,151	2,311	2,918	3,344
其他流动资产	2,295	2,687	2,673	2,693	2,681
流动资产	6,222	6,491	9,422	10,941	13,190
% 总资产	72.4%	64.5%	72.5%	75.5%	78.9%
长期投资	677	15	15	15	15
固定资产	764	1,026	979	930	878
% 总资产	8.9%	10.2%	7.5%	6.4%	5.3%
无形资产	107	129	141	151	160
非流动资产	2,366	3,571	3,569	3,553	3,528
% 总资产	27.6%	35.5%	27.5%	24.5%	21.1%
资产总计	8,588	10,062	12,991	14,494	16,718
短期借款	20	0	469	41	0
应付款项	2,004	2,211	2,496	3,085	3,724
其他流动负债	437	567	567	567	567
流动负债	2,462	2,778	3,532	3,693	4,291
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	17	78	78	78	78
负债	2,479	2,856	3,610	3,772	4,369
普通股股东权益	6,095	7,206	9,381	10,722	12,349
少数股东权益	14	0	0	0	0
负债股东权益合计	8,588	10,062	12,991	14,494	16,718

比率分析					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标					
每股收益 (元)	0.92	1.16	1.28	1.53	1.85
每股净资产 (元)	4.86	5.74	7.48	8.55	9.84
每股经营现金净流 (元)	0.89	1.04	1.28	1.44	1.92
每股股利 (元)	0.33	0.33	0.38	0.46	0.56
回报率					
净资产收益率	18.88%	20.23%	17.12%	17.87%	18.82%
总资产收益率	13.40%	14.49%	12.36%	13.22%	13.90%
投入资本收益率	43.17%	55.64%	225.23%	316.08%	373.64%
增长率					
营业总收入增长率	26.49%	30.28%	11.63%	20.81%	22.92%
EBIT增长率	25.42%	28.86%	9.08%	19.57%	21.27%
净利润增长率	28.45%	26.71%	10.15%	19.32%	21.25%
总资产增长率	18.89%	17.17%	29.11%	11.57%	15.34%
资产管理能力					
应收账款周转天数	4.6	4.0	4.0	4.0	4.0
存货周转天数	176.7	152.1	147.6	143.2	139.5
应付账款周转天数	55.2	46.5	50.9	48.7	49.8
固定资产周转天数	73.4	66.1	66.4	52.3	40.3
偿债能力					
净负债/股东权益	-25.98%	-60.39%	-51.05%	-65.31%	-125.00%
EBIT利息保障倍数	-59.2	-38.7	-80.8	-90.1	-94.6
资产负债率	28.86%	28.38%	27.79%	26.02%	26.13%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 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 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。