

团购发力国缘放量，省外扩张值得期待



核心观点

- **次高端赛道享升级红利，省内龙头去化竞争缓释。**江苏白酒产量稳定高位，消费历史悠久、省内“三沟一河”备受盛传，外埠品牌包容度高。扎实的经济基础奠定了广阔的白酒市场空间，较高的人均收入水平带动白酒消费档次提升。省内竞争格局较为稳定，洋河规模领先一枝独秀，其余竞品多采用跟随策略。18Q4以来，龙头洋河面临业绩调整，主动进行库存去化，渠道上不压货、削减补贴，带动省内空间打开，缓释的格局下今世缘迎来发展机遇。
- **商务+婚宴双轮驱动，国缘高增势能形成。**我们主要看好今世缘以下几方面的核心优势：1) **管理：**高管团队稳定、经验丰富，管理层持股激励完善。此外公司19年提出“奋斗新五年，营收翻两番”目标后，近期又发布股票期权激励计划，发展动力十足；2) **行业：**次高端放量升级，国缘坐拥价位优势享受行业扩容机遇；3) **产品：**同等酒质下国缘更具性价比，对消费者吸引力更强，渠道利润较竞品更高，经销商推力强劲；4) **渠道：**公司大力发展团购渠道，抓住核心意见领袖。注重渠道创新，销售团队稳步扩充，渠道建设逐渐完善。此外，国缘与今世缘品牌分渠道运作，定位更具针对性。
- **省内深耕渠道完善，省外拓展空间充足。**近五年公司省内收入占比约93%-95%，省外贡献度偏低。我们认为公司不论在核心基地市场江苏，还是在外埠地区，未来均仍有较大的成长空间。目前省内收入主要来自于南京和苏北地区，苏中苏南拓展空间大；省外“1+2+4”战略下精准聚焦、渐进式扩张，并购+大商合作双轮驱动，收入增长提速，占比有望进一步提升。

财务预测与投资建议

- **目前随着疫情缓解动销逐渐复苏，江苏管控良好预计后续受损程度低，公司全年收入增速可能呈现前低后高趋势。**考虑到新冠肺炎疫情的影响，部分时间内餐饮、宴会、送礼等白酒渠道处于半停滞状态，我们下调了公司产品销量及收入预测。调整预测公司20-22年每股收益分别为1.31、1.59、1.93元（原20-21年预测为1.44、1.74元）。结合可比公司估值，给予公司20年30倍PE，对应目标价39.30元，维持买入评级。

风险提示

- 疫情持续时间过长、渠道下沉不及预期、省内竞争加剧风险。

公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,736	4,870	5,462	6,668	8,153
同比增长(%)	26.6%	30.3%	12.2%	22.1%	22.3%
营业利润(百万元)	1,516	1,951	2,205	2,664	3,240
同比增长(%)	25.5%	28.7%	13.0%	20.8%	21.6%
归属母公司净利润(百万元)	1,151	1,458	1,648	1,993	2,426
同比增长(%)	28.4%	26.7%	13.0%	20.9%	21.7%
每股收益(元)	0.92	1.16	1.31	1.59	1.93
毛利率(%)	72.9%	72.8%	73.0%	73.5%	74.6%
净利率(%)	30.8%	29.9%	30.2%	29.9%	29.8%
净资产收益率(%)	20.3%	21.9%	21.2%	22.0%	22.9%
市盈率	40.2	31.7	28.1	23.2	19.1
市净率	7.6	6.4	5.5	4.7	4.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2020年05月26日)	36.88元
目标价格	39.30元
52周最高价/最低价	37.51/23.14元
总股本/流通A股(万股)	125,450/125,450
A股市值(百万元)	46,266
国家/地区	中国
行业	食品饮料
报告发布日期	2020年05月27日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-1.68	16.52	16.75	48.23
相对表现	0.43	14.52	21.67	40.47
沪深300	-2.11	2.00	-4.92	7.76



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 叶书怀
021-63325888*3203
yeshuhuai@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517090002

证券分析师 蔡琪
021-63325888*6079
caiqli@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519080001

相关报告

国缘高增势能不减，核心市场持续发力： 2019-10-30
国缘高增已形成势能，团购发力性价比凸显： 2019-07-30

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

一、次高端赛道享升级红利，省内龙头去化竞争缓释	4
1.1 苏酒容量大空间广，升级延续格局稳定	4
1.2 龙头主动调整，今世缘迎发展风口	6
二、商务+婚宴双轮驱动，国缘高增势能形成	7
2.1 管理：团队稳定经验丰富，股权激励发展奠基	7
2.2 行业：次高端放量升级，国缘坐拥价位优势	8
2.3 产品：性价比优势凸显，利润丰厚推力强劲	10
2.4 渠道：团购捆绑意见领袖，精准定位先发制人	11
三、省内深耕渠道完善，省外拓展空间充足	12
3.1 团购发力渠道下沉，苏中苏南静待改善	12
3.2 省外增长提速，“1+2+4”精准聚焦	13
四、疫情缓解动销恢复，消费回补值得期待	15
五、投资建议及风险提示	15
5.1 投资建议	15
5.2 风险提示	15

图表目录

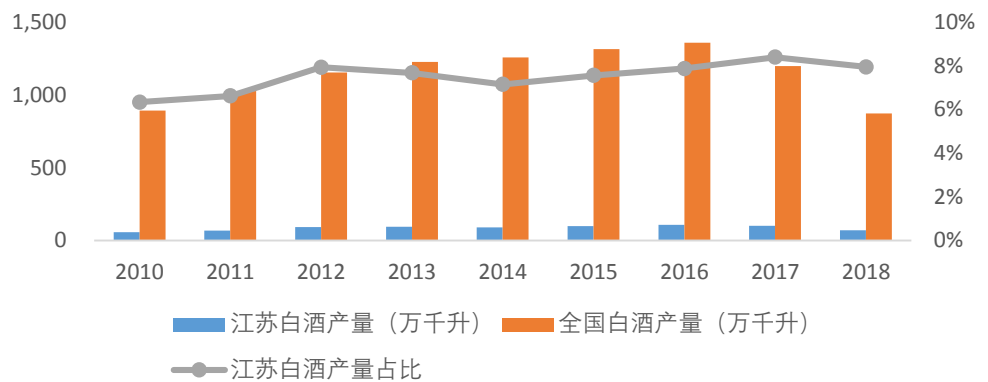
图表 1: 近年江苏白酒产量维持高位.....	4
图表 2: 近年江苏 GDP 增速高于全国平均水平.....	4
图表 3: 江苏人均 GDP 持续提升, 消费基础扎实	4
图表 4: 江苏居民人均可支配收入持续提升	5
图表 5: 江苏城镇化率持续提升.....	5
图表 6: 2019 年江苏市场主要白酒品牌市占率.....	5
图表 7: 江苏白酒市场格局总结.....	6
图表 8: 18Q4 以来洋河、今世缘收入增速出现分化.....	6
图表 9: 18Q4 以来洋河、今世缘归母净利润增速出现分化.....	6
图表 10: 公司股权结构 (截至 19 年年报)	7
图表 11: 公司股票期权激励计划授予对象.....	8
图表 12: 公司股票期权激励计划营收考核目标	8
图表 13: 苏酒次高端赛道主要玩家市场份额.....	9
图表 14: 今世缘特 A+类产品收入及增速	9
图表 15: 19 年公司分产品收入拆解.....	9
图表 16: 今世缘白酒产品量价增长拆分	10
图表 17: 特 A+类产品量价增长拆分	10
图表 18: 特 A 类产品量价增长拆分.....	10
图表 19: 其他产品量价增长拆分.....	10
图表 20: 洋河、今世缘核心单品渠道价值链分解.....	11
图表 21: 国缘系列相较竞品渠道利润率更高.....	11
图表 22: 今世缘销售人员数量及增速.....	12
图表 23: 今世缘省内外经销商数量及增速	12
图表 24: 今世缘省内、省外收入及增速.....	12
图表 25: 公司省内、省外收入占比	12
图表 26: 今世缘省内分地区收入 (亿元)	13
图表 27: 19 年今世缘省内分地区收入占比	13
图表 28: 洋河省内外收入结构	13
图表 29: 可比公司估值表	15

一、次高端赛道享升级红利，省内龙头去化竞争缓释

1.1 苏酒容量大空间广，升级延续格局稳定

江苏白酒产量稳定高位，消费历史悠久。江苏气候适宜、地理位置优越，历来是白酒生产和消费大省。从产量端看，18年全省白酒累计产量69.19万千升，占全国白酒产量比重为7.94%，仅次于四川省（占比41.13%），位列全国第二。近年来江苏白酒产量占比均保持在6%-8%的较高水平，市场容量广阔、发展前景充足。从消费端看，江苏居民有悠久的饮酒历史，不仅地产酒实力强劲，省内“三沟一河（汤沟、高沟、双沟、洋河）”备受盛传，且对外埠品牌包容度高，市场格局百花齐放。

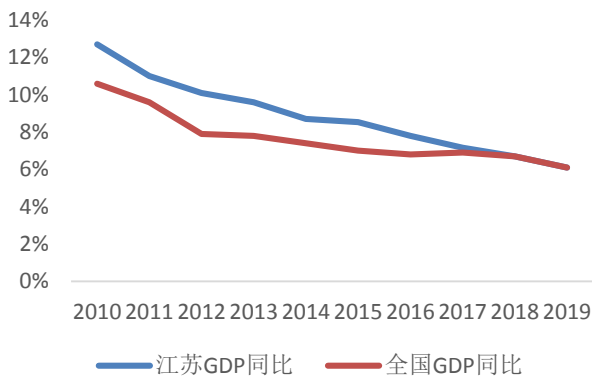
图表 1：近年江苏白酒产量维持高位



数据来源：国家统计局、东方证券研究所

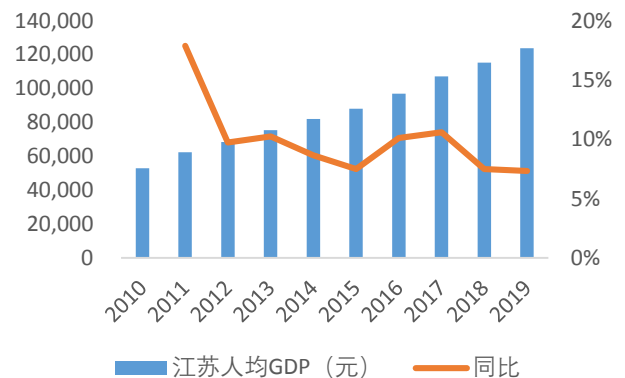
经济实力雄厚，白酒消费水平高。从经济总量看，江苏作为我国东部发达省份、经济富庶，19年全省GDP高达9.96万亿元，位居全国第二，且近年GDP增速高于全国平均水平，增长稳健，富省基调奠定了广阔的白酒市场空间。从人均水平看，10-19年江苏人均GDP从5.28万元逐年提升至12.36万元，CAGR为9.90%；13-19年江苏居民人均可支配收入从2.48万元稳步增长至4.14万元，CAGR为8.93%。此外，省内城镇化率持续提升，白酒消费水平居于全国前列。

图表 2：近年江苏 GDP 增速高于全国平均水平

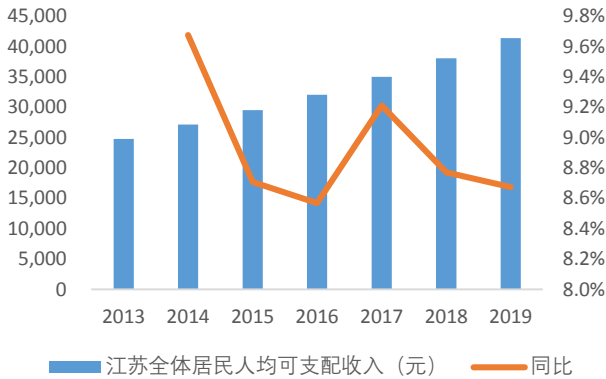


数据来源：国家统计局、东方证券研究所

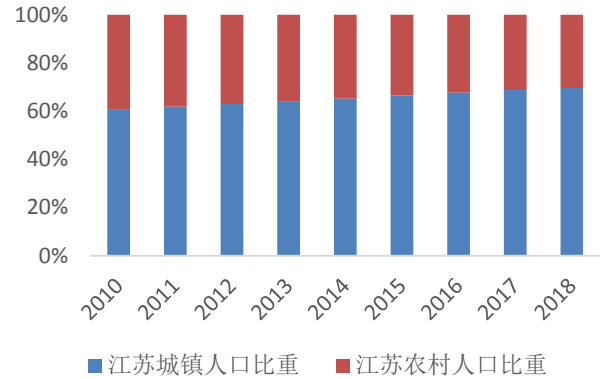
图表 3：江苏人均 GDP 持续提升，消费基础扎实



数据来源：国家统计局、东方证券研究所

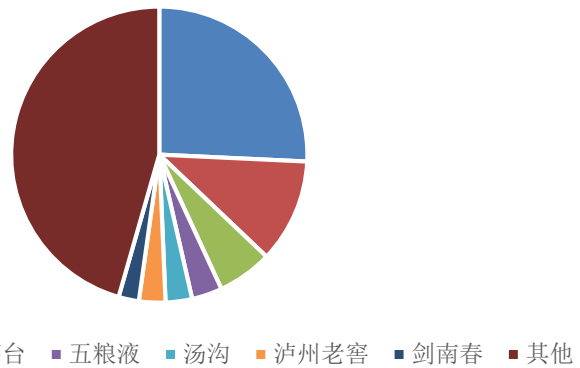
图表 4：江苏居民人均可支配收入持续提升


数据来源：国家统计局、东方证券研究所

图表 5：江苏城镇化率持续提升


数据来源：国家统计局、东方证券研究所

市场竞争格局较为稳定，洋河规模领先一枝独秀，其余竞品多采用跟随策略。根据酒业家估计，江苏白酒规模约 400 亿元。省内竞争格局稳定，洋河市占率领先，份额占比约 26%，拥有绝对话语权；今世缘紧随其后，市占率约 11%，但相较洋河仍有一定差距；由于江苏白酒市场开放度和消费水平较高，茅台、五粮液、泸州老窖、剑南春等高端酒亦占据一定份额；此外周边的徽酒品牌古井贡、口子窖、迎驾也有一定市场。

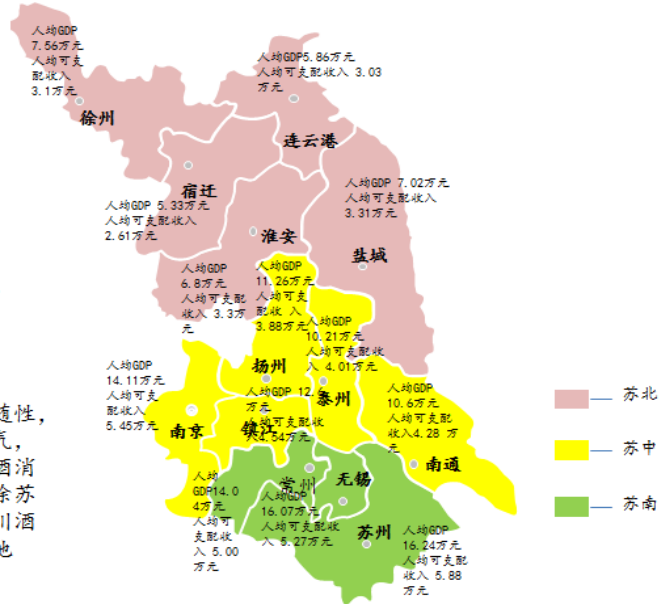
图表 6：2019 年江苏市场主要白酒品牌市占率


数据来源：公司年报、酒业家、东方证券研究所

苏中苏南饮酒档次高，苏北饮酒量大。分区域看，江苏省内苏南地区（苏州、无锡、常州）经济领先、人均收入水平较高，白酒消费档次领先，可作为消费升级的引领和标杆；苏北地区经济基础和人均收入略逊一筹，但人口众多、酒风豪放、饮酒量大，整体呈现量大价中的特点。未来随着徐州、淮安、连云港、盐城、宿迁等城市的逐渐发展，饮酒档次有望逐渐提升。

图表 7：江苏白酒市场格局总结

- 江苏居民整体较为善饮，消费以42-46度浓香型白酒为主，酒精度明显低于西部北方地区
- 苏北地区饮酒量较大，消费以地产酒为主，档次不及苏中苏南
- 苏南地区喝酒随性，基本无劝酒风气，经济富庶，白酒消费档次较高，除苏酒外，徽酒、川酒也占据一席之地

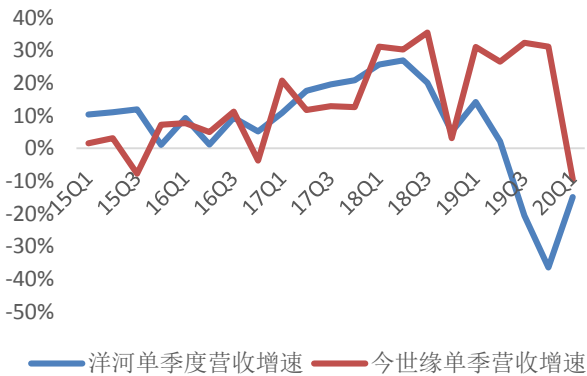


数据来源：酒业家、公开资料整理、东方证券研究所

1.2 龙头主动调整，今世缘迎发展风口

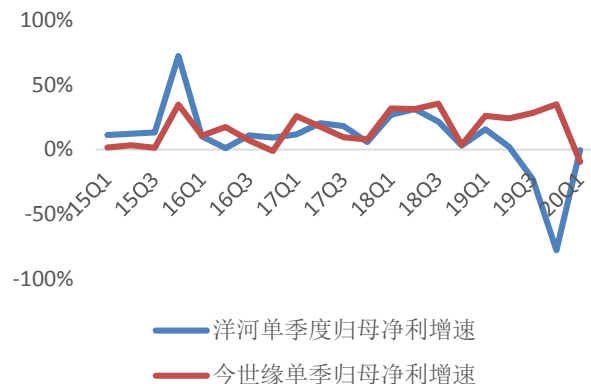
龙头洋河面临调整，今世缘趁势而上攫取份额。分时间段看，18Q4 之前，洋河与今世缘收入、利润呈现螺旋式交替上升趋势，增速此消彼长，难言胜负。18Q4 之后，洋河收入、利润表现不尽人意，增速出现明显放缓和回落，我们认为洋河出现阶段性调整的原因主要包括：1) 多轮提价压缩了渠道利润，渠道信心受损；2) 海、天单品新旧版本更迭库存消化进度偏慢，产品提价低于预期；3) 省内团购支持力度偏弱，出现经销商转投竞品现象。与之对比，期间今世缘依旧保持了良好的增长态势，部分季度增长甚至超越前期。我们认为核心原因在于公司把握了省内龙头失策的契机，凭借产品高性价比和高渠道利润优势，大力发展团购渠道，从而加速获取市场份额。

图表 8：18Q4 以来洋河、今世缘收入增速出现分化



数据来源：公司财报、东方证券研究所

图表 9：18Q4 以来洋河、今世缘归母净利润增速出现分化



数据来源：公司财报、东方证券研究所

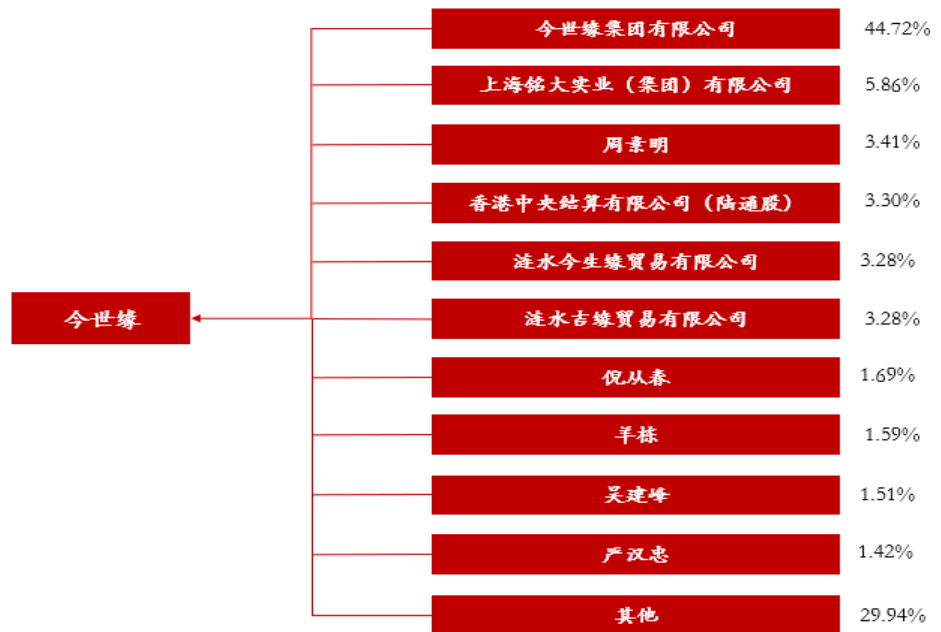
洋河积极去化调整，竞争格局缓释，今世缘迎发展机遇。面对短期的业绩调整和阵痛，洋河目前以库存去化为第一要义，渠道上不进行大规模压货，并削减了给经销商的补贴，采取更为稳健的运作方式以求平稳过渡。目前洋河、今世缘渠道库存水平偏低，对于渠道的管理和把握谨慎稳健。在洋河省内去化稳价策略下，我们认为今世缘将获得更大的操作空间，有望加速弱势区域的渠道深耕。

二、商务+婚宴双轮驱动，国缘高增势能形成

2.1 管理：团队稳定经验丰富，股权激励发展奠基

管理团队经验丰富、稳定性高，管理层持股激励完善。公司核心管理团队从业时间长，在公司任职时间久，团队稳定性好。从 19 年年报数据看，周素明总（董事长、总经理）、倪从春总（董事、副总经理）、羊栋总（副总经理）、吴建峰总（副董事长、副总经理）持股比例分别为 3.41%、1.69%、1.59%、1.51%，公司部分中层及骨干员工通过涟水今世缘贸易有限公司、涟水吉缘贸易有限公司间接持有股份，整体形成了高管、员工利益与公司业绩的深度绑定，激励较为完善。

图表 10：公司股权结构（截至 19 年年报）



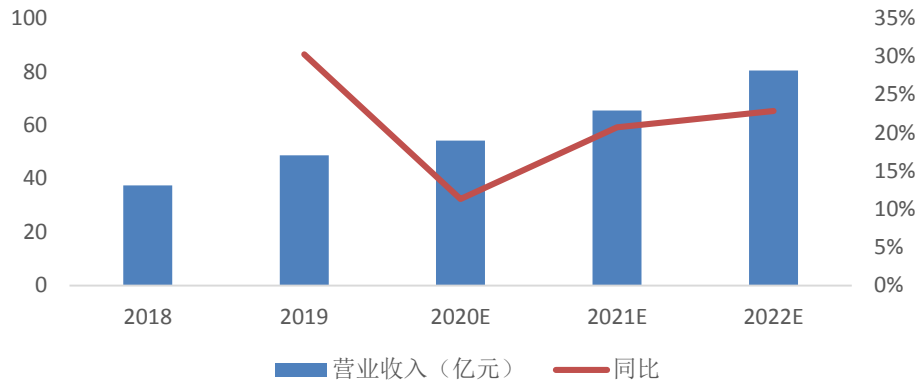
数据来源：wind、东方证券研究所

激励草案落地，长期发展奠基。公司近期发布股票期权激励计划，拟向激励对象授予 1250 万份股票期权，约占总股本的 0.996%。首次授予激励对象合计不超过 360 人，主要包括公司高管、核心技术人员和管理骨干，行权价格为 29.06 元/份。按照股权激励目标，公司 20-22 年最低营收目标为 54.24、65.47、80.43 亿元，对应增速分别为 11.30%、20.69%、22.86%，未来三年扣非后 ROE 分别不低于 19.7%、20.5%和 21.5%。我们认为在公司 19 年提出“奋斗新五年，营收翻两番”目标后，本计划的推出有利于进一步强化中高层管理人员和核心员工的激励、提升积极性，彰显公司发展的目标和决心。

图表 11：公司股票期权激励计划授予对象

姓名	职务	获授的权益数量(万份)	占授予总量的比例	占股本总额比例
方志华	副总经理	24	1.92%	0.02%
胡跃吾	副总经理	24	1.92%	0.02%
李维群	副总经理	24	1.92%	0.02%
陈玖权	总经理助理	8	0.64%	0.01%
周永和	总经理助理	8	0.64%	0.01%
其他人员不超过 355 人		1012	80.96%	0.81%
首次授予合计不超过 360 人		1100	88%	0.88%
预留		150	12%	0.12%
合计		1250	100.00%	1.00%

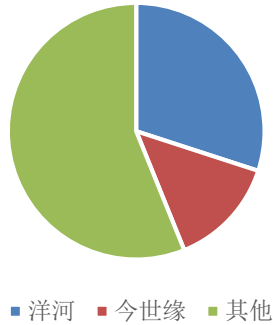
数据来源：股票期权激励计划公告、东方证券研究所

图表 12：公司股票期权激励计划营收考核目标


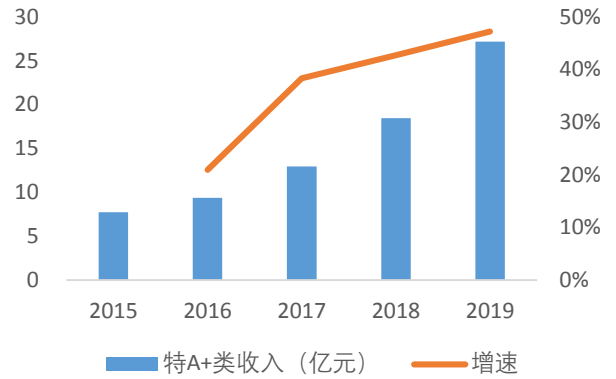
数据来源：股票期权激励计划公告、东方证券研究所

2.2 行业：次高端放量升级，国缘坐拥价位优势

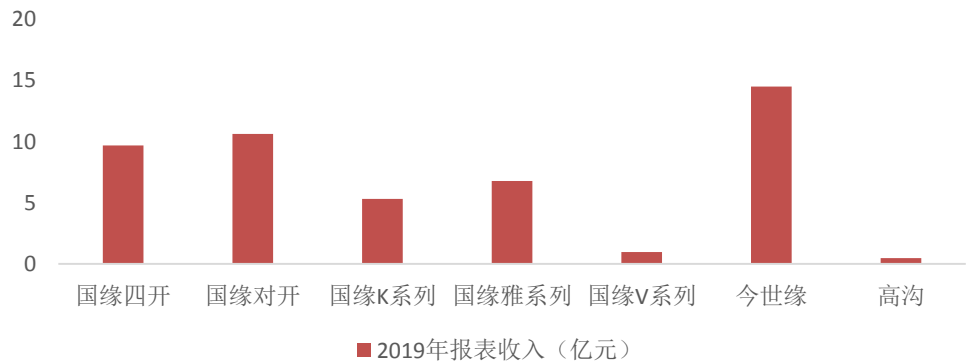
次高端契合升级赛道，行业扩容空间大。根据酒业家估算，江苏白酒市场容量约 400 亿元，其中 300 元以上产品占比 45%，约 180 亿元体量。其中，我们估计洋河梦之蓝 54 亿元，占比 30%；今世缘省内特 A+类产品收入约 25 亿元，占比 14%。随着经济较快增长、人均收入水平提升，在消费升级浪潮下，苏酒价格带持续上移，次高端有望持续扩容。我们认为公司国缘产品既可以享受次高端赛道成长红利，也可凭借品牌、地缘、渠道、性价比优势，实现份额提升。

图表 13：苏酒次高端赛道主要玩家市场份额


数据来源：酒业家、财务模型拆分、东方证券研究所

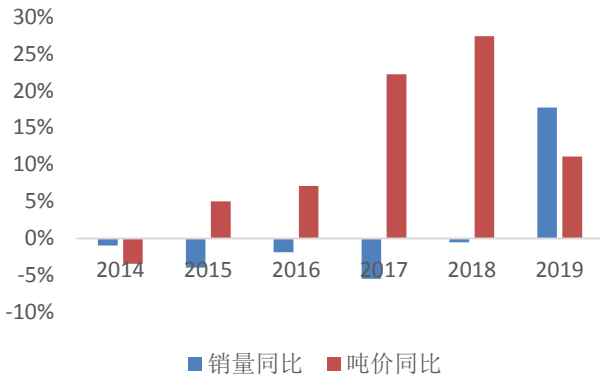
图表 14：今世缘特 A+类产品收入及增速


数据来源：公司年报、东方证券研究所

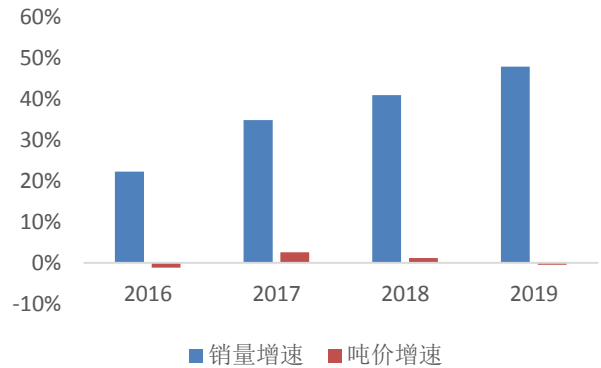
图表 15：19 年公司分产品收入拆解


数据来源：公司年报、财务模型拆分、东方证券研究所

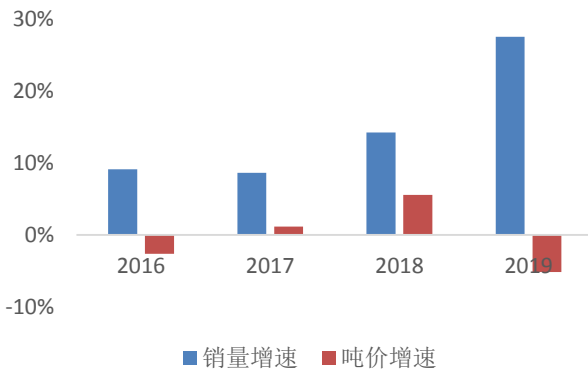
次高端放量结构升级，吨价提升驱动增长。从量价拆分看，14-19年公司白酒收入CAGR为15.22%，其中产品销量、吨价CAGR分别为0.86%、14.23%，即近年收入增长主要由价格提升驱动。具体而言，14-18年间由于中低端产品销量下降，公司白酒销量有所下滑，但次高端放量带动的结构升级+提价助力吨价提升明显。分产品看，公司特A+类（出厂价300元以上产品）、特A类（100—300元价位带产品）收入增长主要来源于销量提升，而其他白酒产品吨价增长表现好于销量。

图表 16：今世缘白酒产品量价增长拆分


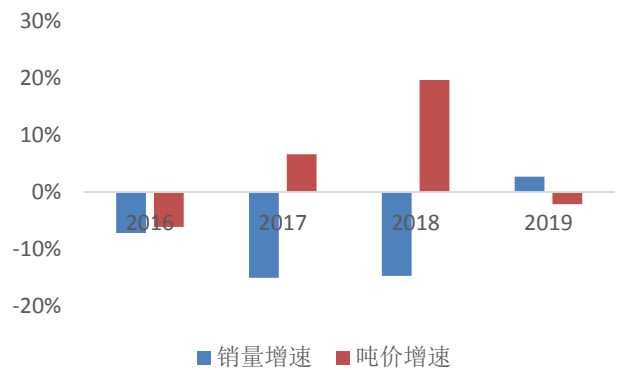
数据来源：公司年报、东方证券研究所

图表 17：特 A+类产品量价增长拆分


数据来源：公司年报、东方证券研究所

图表 18：特 A 类产品量价增长拆分


数据来源：公司年报、东方证券研究所

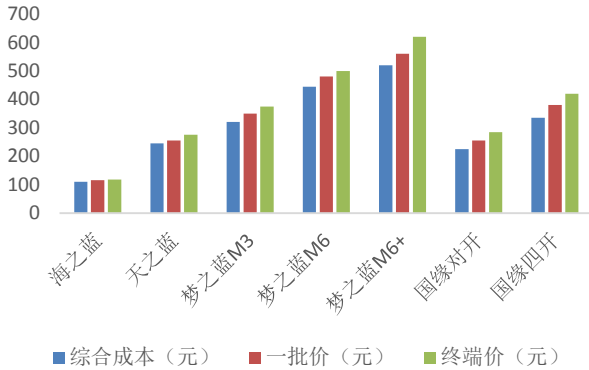
图表 19：其他产品量价增长拆分


数据来源：公司年报、东方证券研究所

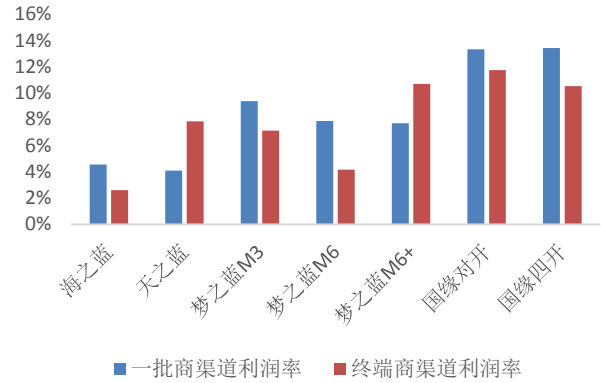
2.3 产品：性价比优势凸显，利润丰厚推力强劲

国缘高性价比，对消费者吸引力更强。相较于竞品，国缘对开酒质与洋河梦之蓝 M3 接近，终端价仅略高于天之蓝；国缘四开酒质接近梦之蓝 M6，终端价对标 M3，即在同等级酒质下国缘性价比更高。随着团购渠道发力，消费者对国缘的品牌力认可逐渐增强，我们认为高性价比优势下国缘对价格敏感度高的终端消费者更具吸引力，未来仍有望挤压竞品份额。

渠道利润较竞品更高，经销商推力强劲。相较于省内主竞品洋河，今世缘起步时间晚、产品销售体量小，国缘系列仍处于放量成长期。而洋河较早进行了省内市场深耕，目前已进入较为稳定的成熟期。由于体量小、价格透明度低，因此经销商经营公司产品渠道利润更为丰厚，比如国缘对开相较洋河天之蓝渠道利润更高，国缘四开比梦之蓝 M3 渠道利润也更具吸引力。此外，今世缘起家于团购渠道，进入流通渠道的时间较晚，随着省内渠道扁平化，产品从出厂到终端的流通层级缩短，各级渠道收益更为可观。

图表 20：洋河、今世缘核心单品渠道价值链分解


数据来源：酒业家、东方证券研究所

图表 21：国缘系列相较竞品渠道利润率更高


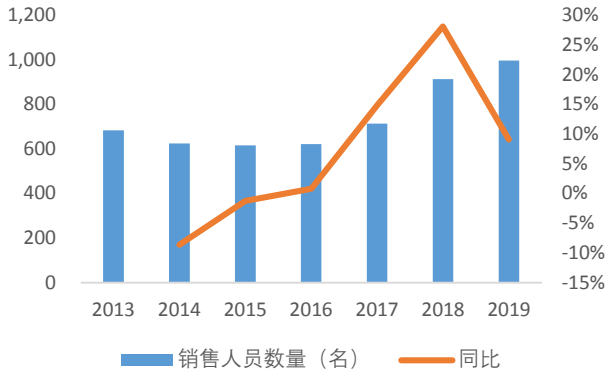
数据来源：酒业家、东方证券研究所

2.4 渠道：团购捆绑意见领袖，精准定位先发制人

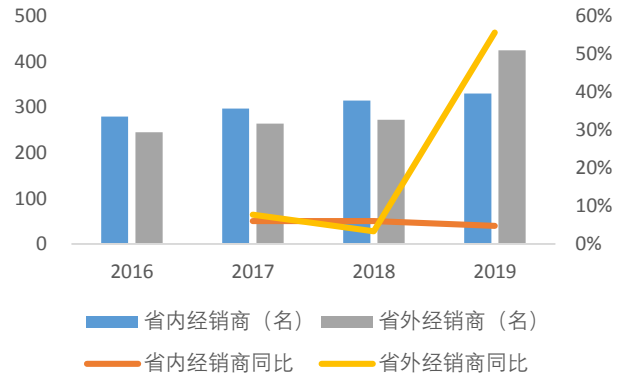
大力发展团购渠道，抓住核心意见领袖。公司实控人为涟水县人民政府，团购渠道优势明显，我们估计国缘四开团购渠道销售占比高达 7 成。团购更为优惠的价格有助于产品快速走量，加速销售势能形成。我们认为发展团购渠道的核心意义在于：1) **高客户粘性**。团购渠道比流通渠道消费者的粘性更高，一旦势能形成，对手极难抢占市场，故而团购需求比流通需求更稳定。2) **政商消费带动大众消费**。团购渠道客户主要为企事业单位、民营单位等，对应政商消费，公司有望通过抓住核心意见领袖提升品牌形象，从而带动大众消费崛起。

团购场景向外延伸，持续创新带动销售。从打法上看，公司早先在省内聚焦婚喜宴团购，主推典藏 5 年和 10 年，通过“缘文化”提升喜庆用酒的品牌认知。三公消费禁令后，公司逐步从政务团购转向商务团购，通过捆绑商业精英迅速抢占宴会市场，比如南京地区国缘团购渠道的培育逐渐让消费者形成“喝国缘上档次”的认知，推动了核心单品销售。此外，公司也不断拓展团购领域，提升客户覆盖面，力求团购渠道的持续增长。

销售人员及经销商稳步增长，渠道建设逐渐完善。13-15 年间公司收入增长停滞，销售团队有所精简，销售人员数量从 683 人降至 616 人。16 年开始加快团队扩容速度，销售人员数量逐年增加，到 19 年时已达 996 人，16-19 年年均增长 17.05%。同期公司也进行了经销商团队的补充，省内经销商从 280 人提升至 330 人，CAGR 为 5.63%；省外经销商从 245 人增长至 425 人，CAGR 达 20.15%。我们认为销售团队与经销商队伍的搭建有利于公司拓宽销售覆盖面和渠道通路，成长期内加速占领市场、攫取份额。

图表 22：今世缘销售人员数量及增速


数据来源：公司年报、东方证券研究所

图表 23：今世缘省内外经销商数量及增速


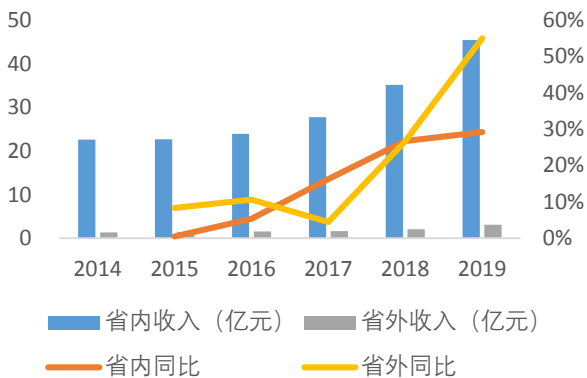
数据来源：公司年报、东方证券研究所

国缘与今世缘分渠道运作，定位更具针对性。公司市场部针对国缘、今世缘、高沟三大品牌矩阵分别制定市场方案细节，促销推广活动运作指导也各有差异。在产品定位方面，国缘聚焦南京、苏南及北上广等经济实力较强的区域，树立产品高端形象；今世缘侧重家庭婚喜宴、节庆聚会等场景，积极弘扬传统文化；高沟定位大众消费，主要面向工薪阶层推广，强调性价比和复购率。在市场管理层面，公司实行了分产品、分区域、分渠道的专销权制度，执行统一的价格体系并严格监督。我们认为分品牌的独立运作更具针对性，品牌和渠道的分类施策有助于重点突出、提升效率。

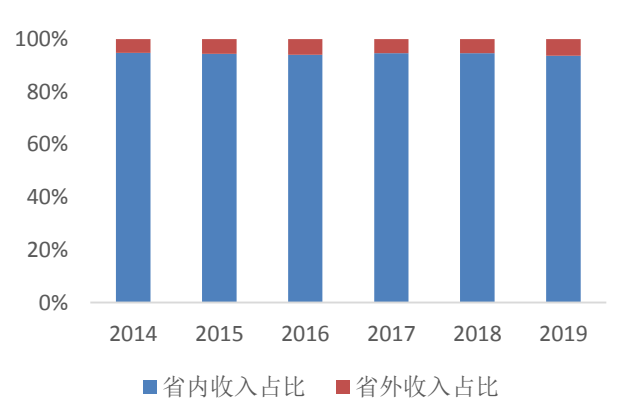
三、省内深耕渠道完善，省外拓展空间充足

3.1 团购发力渠道下沉，苏中苏南静待改善

收入稳健增长，省内贡献度高。从近五年分地区收入看，14-19年公司省内收入从 22.56 亿元逐年提升至 45.42 亿元，CAGR 为 15.02%；同期省外收入从 1.26 亿元增长至 3.09 亿元，CAGR 为 19.68%，低基数下实现了更快增长。近五年公司省内收入占比约 93%-95%，省外贡献度偏低。我们认为公司不论在核心基地市场江苏，还是在外埠地区，未来均仍有较大的成长空间。

图表 24：今世缘省内、省外收入及增速


数据来源：公司年报、东方证券研究所

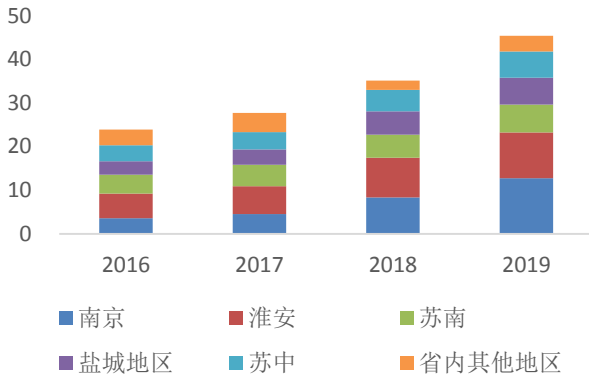
图表 25：公司省内、省外收入占比


数据来源：公司年报、东方证券研究所

公司省内收入主要来自于南京和苏北地区，苏南市场相对薄弱。19 年公司南京、淮安、苏南、盐城、苏中、其他地区分别实现收入 12.73 亿元（占比 28%，注：均指省内占比，下同）、10.54 亿

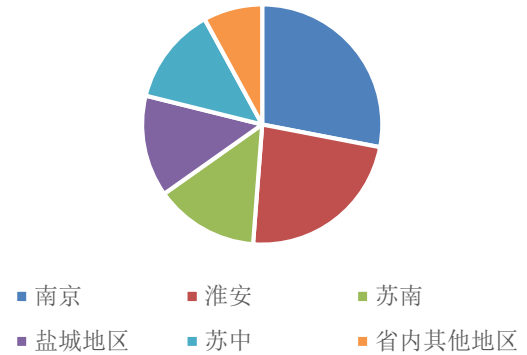
元（占比 23%）、6.35 亿元（占比 14%）、6.21 亿元（占比 14%）、5.98 亿元（占比 13%）、3.62 亿元（占比 8%）。从省内收入结构看，公司南京、淮安收入领先，盐城市场也较为强势，苏中、苏南有待加强。

图表 26：今世缘省内分地区收入（亿元）



数据来源：公司年报、东方证券研究所

图表 27：19 年今世缘省内分地区收入占比



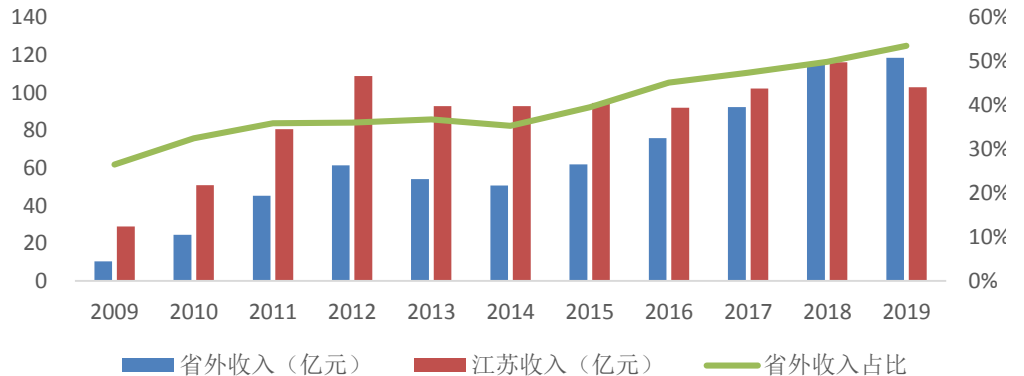
数据来源：公司年报、东方证券研究所

苏中、苏南经济基础扎实，白酒消费档次高，竞争格局相对分散，是酒企值得开拓的沃土。基于以下原因，我们看好公司未来省内苏中、苏南版图的拓展空间：1) 消费升级红利延续，公司核心产品国缘卡位次高端优质赛道，品牌势能形成放量值得期待；2) 产品酒质优秀、性价比高；3) 渠道利润丰厚、推力强，经销商积极性高；4) 公司有望进一步加强团购渠道建设，加速抢占市场份额。

3.2 省外增长提速，“1+2+4”精准聚焦

省外收入增长提速，占比有望进一步提升。公司近年省外增长较快，18、19 年表现尤为亮眼，省外收入分别同增 26.62%、54.96%。但目前占比不高，公司希望未来省外营收占比可达 25% 以上。参照洋河的发展经历，09 年时洋河省外占比已超过 26%，当时公司省内白酒销售体量 39.50 亿元。若考虑购买力因素进行折算（09 年时中国人均 GDP 为 3832 美元，19 年为 10276 美元），大约对应 19 年 106 亿元体量。今世缘 19 年收入为 48.74 亿元，若根据洋河经验推演，伴随着整体收入增长，省外占比也有望逐渐提升。

图表 28：洋河省内外收入结构



数据来源：公司年报、东方证券研究所

省外市场渐进式扩张，“1+2+4”策略精准聚焦。目前公司省外市场开发仍处于导入期，在市场运作方面，从主打今世缘向主推国缘转型，先借助形象产品四开走出去，再逐步推广对开和今世缘。**在战术层面**，17年开始公司提出“2+5+N”区域推进计划，19年又进一步优化调整为“1+2+4”战略，针对重点区域进行渠道精耕。在“1+2+4”战略下，1是指山东市场，公司将其作为省外第一大战略市场，主推典藏系列；2是指北京、上海，产品主打国缘系列，一线城市着力提升品牌形象；4是指河南、安徽、江西、浙江，针对环江苏地区进行重点开发。**在执行层面**，公司优选重点市场优先突破，与优质经销商合作进行县市深耕，形成消费氛围后再逐步向周边拓展，以点带面进行扩张。

并购+大商合作双轮驱动，区域延伸势在必行。公司以华东地区为主战场，重点立足长三角。在省外重点市场中，公司不断加强与成熟大商的合作，携手浙江商源开辟浙江第二战场，联姻景芝进一步打开山东市场。18年5月公司与浙江商源签署合作协议，同年10月收购了山东景芝；19年4月公司与百川商贸合作，进一步深耕安徽市场，10月加速上海地区布局，省外步伐加速迈进。

● 山东市场：成立大区重点开拓，并购景芝期待协同

山东白酒市场容量大，量价提升空间兼备。今世缘首先将山东作为省外第一大重点市场进行开拓，我们认为山东市场的重要性和机会不言而喻：1)地理位置与江苏接壤，消费习惯接近，与江苏一样偏好低度酒；2)人口众多、饮酒量大，市场容量广阔，为白酒产销大省；3)目前主流消费价格带不高，但消费升级趋势明显，各市县均有价格提升空间；4)虽然酒风豪迈，但缺乏较为强势的地产酒品牌，中高端白酒尚未出现绝对龙头，整体竞争格局较为分散，外埠酒企包容度高。

专设大区重点突破，联姻景芝两强协同。公司专门成立了山东大区独立运作，作为唯一一个省外大区，山东拥有6个营销中心、13个办事处，实行分产品、分区域开发管理，公司在人员配置与资源倾斜上均较为支持。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，在婚喜宴会市场取得了不错成绩。此外，18年10月公司公告收购山东景芝酒业34%-49%的股份，依靠外延发展开拓山东市场。景芝酒业是我国最大的芝麻香型酒企，历史悠久、享誉省内。我们认为本次收购有望带动两强优势互补、发挥协同。一方面，今世缘将对景芝在品牌、营销、管理、人才、资金等方面给予支持，帮助其做大做强省内业务；另一方面，今世缘可借助景芝的品牌和渠道拓宽山东市场，为省外拓展和全国化布局奠定基础。

● 浙江市场：与商源合作开辟第二战场，战略纵深积极布局

浙江与江苏毗邻，经济发达、白酒市场容量大、消费水平高，市场包容度好。由于本土缺乏实力强劲的品牌，宴会用酒档次较高，因此剑南春、水井坊、红花郎、梦之蓝等品牌在浙江均有一席之地。18年5月，今世缘与浙江商源签署合作协议，标志着国缘进军浙江取得突破性进展。浙江商源成立超20年，酒水渠道运作经验丰富，拥有强大的产业链上下游资源。国缘产品在进入市场初期，便有望凭借商源的渠道优势快速打入营销系统，避免了摸索期“水土不服”的窘境。目前公司已在杭州、嘉兴、湖州等地初步布局，期待国缘销售势能加速形成。

● 安徽市场：联手百川进军安徽，国缘全国化再下一城

安徽作为白酒产销大省，消费升级趋势明显，次高端市场扩容、价格带不断跃升。安徽与江苏地缘关系紧密，人员、信息流动性好，受益于江苏市场的辐射作用（滁州、马鞍山、芜湖、宣城等地与江苏接壤，阜阳、六安大量人口去江苏工作），国缘品牌力在安徽持续提升。19年4月，公司与

安徽百川名品供应链管理公司在合肥正式签订战略合作协议。国缘品牌力强、性价比高，百川渠道掌控能力突出，深谙酒水运作之道，拥有完善的供应链系统，两强联手有望实现“1+1>2”的协同。

四、疫情缓解动销恢复，消费回补值得期待

疫情缓解动销逐渐复苏，江苏管控良好预计后续受损程度低。公司销售主要集中在江苏省内，今年疫情爆发后省内积极应对、严格防控，较早实现了确诊病例清零，“战疫”成绩喜人。进入4月后，随着复工复产率提升，省内餐饮消费回暖，需求企稳恢复，白酒动销环比改善。从国内疫情的最新进展看，目前南北两端由于输入性病例防控压力大，白酒消费恢复相对偏慢。江苏远离疫源地，目前餐饮业有序恢复，后续白酒销售持续复苏值得期待。

库存去化水平合理，收入增速有望前低后高。公司在疫情爆发后，主动调整发货节奏，积极进行库存去化、缓解经销商资金压力，目前公司渠道库存处于较低水平。参照不同地区疫情的严重程度，目前白酒复苏的进度由西南向中部再向东部逐步传导，我们判断公司全年收入增长有望前低后高。根据公司股票期权激励考核的最低目标，公司今年后三个季度至少需实现25.18%的收入增长。我们认为虽然压力不小，但考虑到①疫情缓解动销恢复②团购渠道发力，国缘高增势能形成③省内龙头主动调整，竞争格局缓释④省外扩张贡献增量的可能性，公司仍有望完美达成目标。

五、投资建议及风险提示

5.1 投资建议

受新冠肺炎疫情影响，餐饮、宴会、送礼等白酒渠道处于半停滞状态，我们下调了公司产品销量及收入预测。调整预测公司20-22年每股收益分别为1.31、1.59、1.93元（原20-21年预测为1.44、1.74元）。结合可比公司估值，给予公司20年30倍PE，对应目标价39.30元，维持买入评级。

图表 29：可比公司估值表

公司	代码	最新价格 (元)	每股收益 (元)			市盈率		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
洋河股份	002304	104.43	5.05	5.69	6.38	20.66	18.35	16.37
泸州老窖	000568	85.35	3.70	4.54	5.34	23.06	18.81	15.98
古井贡酒	000596	152.20	4.57	5.63	6.76	33.27	27.03	22.51
山西汾酒	600809	122.88	2.79	3.43	4.05	44.07	35.80	30.31
水井坊	600779	49.00	1.79	2.21	2.58	27.37	22.18	18.96
酒鬼酒	000799	41.92	1.12	1.43	1.83	37.37	29.22	22.89
调整后平均						30	24	20

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所（注：最新价格为2020年5月26日收盘价）

5.2 风险提示

- **疫情持续时间过长风险。**一季度受新冠肺炎疫情影响，餐饮、宴会、送礼等消费渠道遭受冲击。若疫情持续的时间过长，将影响公司的产品动销及全年的业绩表现。

- **渠道下沉不及预期风险。**公司省内销售集中于淮安、南京、盐城三地，仍存在较大空白市场，公司市场逐渐从市级下沉至县级。如果渠道下沉未达预期，将对收入增速带来不利影响。
- **省内竞争加剧风险。**江苏省内次高端价格带白酒竞争较为激烈，随着竞品加码布局和推广，若市场竞争加剧，费用投放增加，则会对企业盈利带来负面影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,887	1,607	2,395	3,651	5,283	营业收入	3,736	4,870	5,462	6,668	8,153
应收账款	51	32	36	44	54	营业成本	1,014	1,325	1,472	1,767	2,067
预付账款	7	24	26	32	39	营业税金及附加	632	881	988	1,206	1,475
存货	1,968	2,151	2,750	3,301	3,862	营业费用	586	853	902	1,100	1,399
其他	2,309	2,677	2,679	2,682	2,686	管理费用	187	221	239	285	341
流动资产合计	6,222	6,491	7,887	9,710	11,925	财务费用	(25)	(50)	(20)	(30)	(45)
长期股权投资	11	15	15	15	15	资产减值损失	25	27	11	11	10
固定资产	764	1,026	1,044	1,033	1,005	公允价值变动收益	9	144	144	144	144
在建工程	296	97	148	124	112	投资净收益	174	173	173	173	173
无形资产	107	129	143	149	150	其他	16	21	18	18	18
其他	1,189	2,304	2,077	2,073	2,073	营业利润	1,516	1,951	2,205	2,664	3,240
非流动资产合计	2,366	3,571	3,427	3,394	3,355	营业外收入	14	3	3	3	3
资产总计	8,588	10,062	11,314	13,104	15,281	营业外支出	5	13	13	13	13
短期借款	20	0	0	0	0	利润总额	1,525	1,942	2,195	2,654	3,230
应付账款	145	197	219	263	308	所得税	374	484	547	661	805
其他	2,296	2,580	2,748	3,088	3,504	净利润	1,151	1,458	1,648	1,993	2,426
流动负债合计	2,462	2,778	2,967	3,351	3,812	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1,151	1,458	1,648	1,993	2,426
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.92	1.16	1.31	1.59	1.93
其他	17	78	7	7	7						
非流动负债合计	17	78	7	7	7	主要财务比率					
负债合计	2,479	2,856	2,974	3,358	3,819		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	14	0	0	0	0	成长能力					
股本	1,255	1,255	1,255	1,255	1,255	营业收入	26.6%	30.3%	12.2%	22.1%	22.3%
资本公积	718	717	717	717	717	营业利润	25.5%	28.7%	13.0%	20.8%	21.6%
留存收益	4,104	5,222	6,356	7,762	9,477	归属于母公司净利润	28.4%	26.7%	13.0%	20.9%	21.7%
其他	19	13	13	13	13	获利能力					
股东权益合计	6,109	7,206	8,340	9,746	11,462	毛利率	72.9%	72.8%	73.0%	73.5%	74.6%
负债和股东权益总计	8,588	10,062	11,314	13,104	15,281	净利率	30.8%	29.9%	30.2%	29.9%	29.8%
						ROE	20.3%	21.9%	21.2%	22.0%	22.9%
						ROIC	19.7%	21.4%	21.1%	21.9%	22.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	28.9%	28.4%	26.3%	25.6%	25.0%
净利润	1,151	1,458	1,648	1,993	2,426	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	85	101	114	122	129	流动比率	2.53	2.34	2.66	2.90	3.13
财务费用	(25)	(50)	(20)	(30)	(45)	速动比率	1.73	1.56	1.73	1.91	2.12
投资损失	(174)	(173)	(173)	(173)	(173)	营运能力					
营运资金变动	97	1,954	(419)	(183)	(122)	应收账款周转率	111.2	117.2	160.1	166.5	166.6
其它	(13)	(1,983)	14	(134)	(134)	存货周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
经营活动现金流	1,121	1,307	1,165	1,595	2,080	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
资本支出	(125)	(164)	(200)	(100)	(100)	每股指标(元)					
长期投资	(67)	662	0	0	0	每股收益	0.92	1.16	1.31	1.59	1.93
其他	(36)	(1,660)	318	318	318	每股经营现金流	0.89	1.04	0.93	1.27	1.66
投资活动现金流	(229)	(1,163)	118	218	218	每股净资产	4.86	5.75	6.65	7.77	9.14
债权融资	(1)	(0)	0	0	0	估值比率					
股权融资	0	(1)	0	0	0	市盈率	40.2	31.7	28.1	23.2	19.1
其他	(294)	(435)	(494)	(557)	(665)	市净率	7.6	6.4	5.5	4.7	4.0
筹资活动现金流	(295)	(436)	(494)	(557)	(665)	EV/EBITDA	26.8	21.1	18.4	15.3	12.7
汇率变动影响	0	(0)	0	0	0	EV/EBIT	28.4	22.2	19.4	16.1	13.2
现金净增加额	598	(292)	788	1,256	1,632						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

