

2020年07月25日

战略坚持不畏竞争，营销精进持续增长

今世缘(603369)

事件概述

6月23日今世缘发布通知：自7月1日起，统一上调国缘品牌部分主导产品出厂价，同时调整终端供货价、零售价及团购价。其中四开国缘零售价及团购价上调15元/瓶、对开国缘零售价及团购价上调10元/瓶。

经过10余年成长，国缘系列逐渐从一个被认为是“跟风的品牌”成长为江苏省内两大次高端品牌之一，并且还在上升通道中。回顾国缘成长历程，再综合去看当前企业的控盘及未来的布局，我们认为今世缘会持续打破价位边界，获得更长期的增长。

分析判断：

▶ 艰苦创业，上市初期的国缘，被调侃为是山寨跟风

最早以老地球等产品为主的今世缘，主流价位在100元左右。后来为了对抗洋河的梦系列，出了国缘系列定位次高端。但在势能极盛的本土竞争对手面前，国缘看起来相对脆弱，甚至被调侃为“跟风”。

但今世缘不为外界所干扰，坚持做国缘系列的价位培育。

▶ 十年一剑，战略坚持营销精进，终成行业经典案例

这十余年间，今世缘基于次高端战略，核心做了五件事情：

- 一是产品上，坚持做好产品品质，以消费者口碑作为根基；
- 二是价位上，坚持300-400元次高端，对开四开切入主流；
- 三是策略上，坚持渠道扩张与公关引领，推拉两端相协同；
- 四是管理上，坚持良性库存，渠道端稳定价格及保持利润；
- 五是组织上，坚持学习型组织，取长补短不断升级营销力。

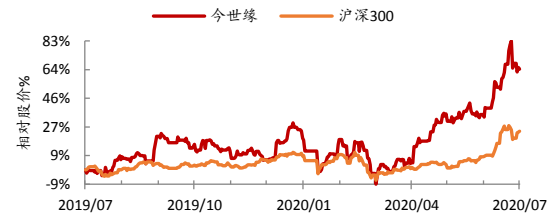
这也是为何今世缘面对如洋河这样强大的对手，也能够实现快速增长的内在核心原因。

▶ 任重道远，枪口上移瞄准未来，今世缘有更大梦想

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：首次覆盖
目标价格：
最新收盘价：41.9

股票代码：603369
52周最高价/最低价：49.71/25.0
总市值(亿)：525.64
自由流通市值(亿)：525.64
自由流通股数(百万)：1,254.50



分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520040004
联系电话：15811000965

联系人：郭辉

邮箱：guohui@hx168.com.cn
SAC NO：
联系电话：18156051881

联系人：王厚

邮箱：wanghou@hx168.com.cn
SAC NO：
联系电话：15331993491

V 系列的上市，直接布局次高端以上价位（成交价 V3 定位在 700 元左右，V6 定位在 1200 元左右，V9 定位在 2000 元以上），持续打破价位瓶颈。

以国缘四开对开的表现来看，我们判断可以继续支撑企业 2-3 年的增长没有问题；但今世缘显然有更遥远的追求——持续价位升级，未来挑战 700 元、甚至 1000 元以上价位。

有这样的战略格局，今世缘值得我们给予更多期待。

投资建议

疫情期间，国缘系列市占率持续提升，同时 V3 稳健增长，证明企业能够持续打破价位边界，兼顾眼前业绩及未来长期增长，看好 2021 年疫情恢复后，今世缘继续快速增长。

预计公司 2020-2022 年营业收入实现 54.99 亿元/67.53 亿元/82.29 亿元，同比增长 12.83%/22.80%/21.86%。实现归母净利润 16.44 亿元/20.35 亿元/25.42 亿元，同比增长 12.75%/23.80%/24.89%；EPS 分别为 1.31 元/1.62 元/2.03 元，对应 PE31.97 倍/25.83 倍/20.68 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

①疫情持续超预期；②经济下行导致需求减弱；③酱酒风头过盛、挤压成长空间；④食品安全问题。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,740.92	4,873.60	5,499.00	6,752.78	8,229.24
YoY (%)	26.49%	30.28%	12.83%	22.80%	21.86%
归母净利润(百万元)	1,150.71	1,458.10	1,643.96	2,035.28	2,541.80
YoY (%)	28.45%	26.71%	12.75%	23.80%	24.89%
毛利率 (%)	72.91%	72.81%	73.77%	74.80%	75.36%
每股收益 (元)	0.92	1.16	1.31	1.62	2.03
ROE	18.88%	20.23%	19.84%	21.27%	22.76%
市盈率	45.68	36.05	31.97	25.83	20.68

资料来源：wind，华西研究所

正文目录

1. 艰苦创业，上市初期的国缘被调侃为是山寨跟风	4
2. 十年一剑，战略坚持营销精进终成行业经典案例	4
2.1. 产品主义：坚持做好产品品质，以消费者口碑作为根基.....	4
2.2. 价格战略：坚持 300-400 元次高端，对开四开切入主流.....	4
2.3. 渠道打法：坚持渠道扩张与公关引领，推拉两端相协同.....	5
2.4. 价格管理：坚持良性库存，渠道端稳定价格及保持利润.....	5
2.5. 组织成长：坚持学习型组织，取长补短不断升级营销力.....	6
3. 任重道远，枪口上移瞄准未来今世缘有更大梦想	6
4. 投资建议.....	6
5. 风险提示.....	8
表 1 国缘价格做平、政策做简策略说明.....	6
表 2 洋河预测关键假设（百万元）	7
表 3 可比公司估值比较	7

图表目录

图 1 国缘产品线布局	4
图 2 国缘通过库存管理实践价格稳定、动销提振逻辑说明.....	5

1. 艰苦创业，上市初期的国缘被调侃为是山寨跟风

我们无法溯源企业早期布局国缘的细节，但可以肯定是，不甘于价位上的落后，是核心原因。

国缘上市于 2004 年前后，彼时洋河规模也不大，但势头极盛，价位上在省内形成领先。国缘系列产品虽然没有完全发力，但因为上市时间早（那个时候洋河甚至还没有开始将梦之蓝裂变成 M3、M6、M9），所以在消费者心智中还是留下了痕迹，即便后来梦系列卖的更好，但是国缘系列在消费者心目中的价位认知是有的，这给国缘后来能够爆发、挑战洋河打下坚实基础。

图 1 国缘产品线布局



资料来源：百度，华西证券研究所

2. 十年一剑，战略坚持营销精进终成行业经典案例

这十余年间，今世缘基于次高端战略，核心做了五件事情：

- 一是产品上，坚持做好产品品质，以消费者口碑作为根基；
- 二是价位上，坚持 300-400 元次高端，对开四开切入主流；
- 三是策略上，坚持渠道扩张与公关引领，推拉两端相协同；
- 四是管理上，坚持良性库存，渠道端稳定价格及保持利润；
- 五是组织上，坚持学习型组织，取长补短不断升级营销力。

这也是为何今世缘面对如洋河这样强大的对手，也能够实现快速增长的内在核心原因。

2.1. 产品主义：坚持做好产品品质，以消费者口碑作为根基

企业极其重视产品的品质口感体验，无论是优雅醇厚的国缘老开系，还是清雅酱香的 V9 产品，口感体验上都获得了很高的消费认可度。

当品牌力尚且不足、营销力相对薄弱的时候，品质是最强的发展利器，因为品质能够帮助企业留住消费者并形成口碑和忠诚度，而口碑和忠诚度会扩散。企业对国缘品质的要求，贯穿于国缘品牌的整个发展历程。

2.2. 价格战略：坚持 300-400 元次高端，对开四开切入主流

江苏市场消费能力强，主流价位相比较其他省市基本上高出 200-300 元。尤其当洋河已经升级到 M3（400 元）、M6（500 元）为主力产品，对开、四开当然要成为今世缘企业的发展核心。

正如我们所看到的结果：洋河和今世缘联手将省内的消费者，对于地产酒的品牌认知，拔高到 400 元甚至 500 元；这让江苏市场变得更加封闭，江苏的次高端蛋糕，被洋河和今世缘联手瓜分，其他品牌只能小范围的抢占一些份额，却很难在面上形成规模，也就很难获得持续发展。

两大品牌在竞争中，也完成了竞合。

2.3. 渠道打法：坚持渠道扩张与公关引领，推拉两端相协同

在具体竞争层面，今世缘则展示出自己作为后起之秀的优质战术素养：公关引领屡屡建树，渠道扩张风生水起。

首先是公关上，企业借洋河公关走弱的机会，快速对江苏省内的政商务意见领袖进行抢夺，再加上更胜一筹的口感体验，国缘快速赢得了意见领袖的口碑，并形成市场的带动性，其坚持的多年的品牌和价位，终于获得市场的认知并开始形成规模。

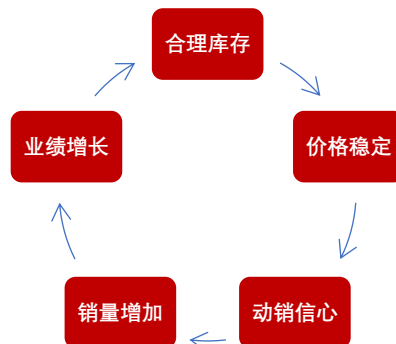
其次是渠道上，基于公关的引领性，酒店、烟酒店都开始出现自点。于是国缘开始稳步推进核心终端网点的布局。面对竞争对手的封锁，国缘依靠持续增长的消费者自点，实现了渠道端的竞争突破，直到最后竞争对手放弃封锁，国缘势如破竹，开始颠覆江苏省内次高端的竞争格局；国缘在江苏次高端价位扩容的市场背景下，享受到了最大的发展红利。

2.4. 价格管理：坚持良性库存，渠道端稳定价格及保持利润

量价平衡普遍适用于酒行业所有的产品运营。今世缘从行业竞争中观察到了这一点，并学会了如何应用。如我们所见，今世缘尤其是国缘的库存相对其他品牌要偏小，国缘的渠道利润也相对更高。究其原因，是国缘核心做了两件事情，去对价格进行管控，以保障价格体系与渠道利润的稳定。

一是动销导向、合理库存：在与终端烟酒店的合作过程中，对于终端的签约量不做过分要求，厂家与商家会与烟酒店尤其是核心店进行沟通，原则上以终端可以达成的年度任务为主；这种做法，让烟酒店一开始就很舒心，知道自己能够卖的完，也就没有甩货、低价的主观动力。轻库存或者说合理库存，是价格维稳的前提。而实际上，企业并没有因为没有压货而导致终端卖的少，相反，因为合理库存使得终端的价格普遍稳定，在销售过程中终端的信心会越来越足，当这种终端足够多，市场就会形成正向循环，市场规模也就会越来越大。

图 2 国缘通过库存管理实现价格稳定、动销提振逻辑说明



资料来源：华西证券研究所

二是价格做平、奖励后置：

表 1 国缘价格做平、政策做简策略说明

国缘价格做平、政策做简策略说明	
价格做平	厂家给经销商的底价基本持平，并通过渠道政策的统一，让经销商给终端的政策保持统一，这样市场上就没有价格差（实际上三节政策中，大店的力度会大一些，但是基本上很小的幅度，比如四开的政策，大店比小店基本上也就多出 5 元/瓶左右的奖励，这不足以造成价格波动，所以相对来说价格还是做平的）。
奖励后置	为了进一步鼓励核心店的积极性，会在年终给终端一个额外奖励；这种奖励都是年终兑付，而不会前置兑现造成价格差，引起价格波动。

资料来源：华西证券研究所

2.5. 组织成长：坚持学习型组织，取长补短不断升级营销力

作为后来者，今世缘打造起了学习型组织，企业首先是研究清楚了竞争对手的模式为自己所用，同时也对竞争对手的弱点进行考量，做针对性进攻，并避免自己犯同样错误。

对于好的经验，企业积极吸收和复制；同时邀请行业相关营销咨询公司，在月度会议期间对各层级团队进行培训，取长补短、持续发展。

在此过程中，无论是战略格局，还是实操能力，企业都实现了能力的持续提升，营销水平越发精进。

3. 任重道远，枪口上移瞄准未来今世缘有更大梦想

V 系列的上市，直接布局次高端以上价位（成交价 V3 定位在 700 元左右，V6 定位在 1200 元左右，V9 定位在 2000 元以上），持续打破价位瓶颈。

以国缘四开对开的表现来看，我们判断可以继续支撑企业 2-3 年的增长没有问题；但今世缘显然有更遥远的追求——持续价位升级，未来挑战 700 元、甚至 1000 元以上价位。

有这样的战略格局，今世缘值得我们给予更多期待。

4. 投资建议

疫情期间，国缘系列市占率继续提升，同时 V3 稳健增长，证明企业能够持续打破价位边界，兼顾眼前业绩及未来长期增长，看好 2021 年疫情恢复后，今世缘继续快速增长。

预计公司 2020-2022 年营业收入实现 54.99 亿元/67.53 亿元/82.29 亿元，同比增长 12.83%/22.80%/21.86%。实现归母净利润 16.44 亿元/20.35 亿元/25.42 亿元，同比增长 12.75%/23.80%/24.89%；EPS 分别为 1.31 元/1.62 元/2.03 元，对应 PE31.97 倍/25.83 倍/20.68 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2 今世缘预测关键假设（百万元）

		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
国缘系列	销售收入	3108.64	4163.20	4758.75	5962.85	7390.27
	YoY (%)	32.46%	33.92%	14.31%	25.30%	23.94%
	销量 (吨)	12705.65	17079.85	18890.31	22517.25	26795.53
	YoY (%)	21.72%	34.43%	10.60%	19.20%	19.00%
今世缘主导品系	毛利率	79.00%	77.66%	78.86%	79.67%	79.76%
	销售收入	308.15	313.62	335.95	366.45	391.81
	YoY (%)	20.77%	1.77%	7.12%	9.08%	6.92%
	销量 (吨)	3785.00	4055.00	4217.20	4554.58	4918.94
今世缘其他	YoY (%)	13.05%	7.13%	4.00%	8.00%	8.00%
	毛利率	57.70%	52.54%	48.39%	44.81%	42.03%
	销售收入	273.50	269.34	259.19	261.51	267.28
	YoY (%)	-12.14%	-1.52%	-3.77%	0.90%	2.20%
高沟系列产品	销量 (吨)	9510.00	9465.00	8483.38	8288.10	8547.68
	YoY (%)	-21.43%	-0.47%	-10.37%	-2.30%	3.13%
	毛利率	23.10%	17.14%	7.68%	1.01%	-1.78%
	销售收入	8.29	94.55	107.13	120.19	133.54
其他	YoY (%)	-24.04%	1040.53%	13.30%	12.20%	11.10%
	销量 (吨)	712.39	871.46	958.61	1054.47	1159.91
	YoY (%)	-31.09%	22.33%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	8.93%	90.44%	89.61%	89.20%	89.31%
总计	销售收入	13.87	17.29	14.87	17.99	21.77
	YoY (%)	9.25%	24.69%	-14.00%	21.00%	21.00%
	毛利率	42.51%	32.83%	31.61%	30.37%	29.10%
YOY	3740.92	4873.60	5499.00	6752.78	8229.24	
整体毛利率	26.49%	30.28%	12.83%	22.80%	21.86%	
		72.98%	72.89%	73.77%	74.80%	75.36%

资料来源：wind, 华西证券研究所

表 3 可比公司估值比较

代码	证券简称	总市值 (亿元)	市盈率 PE			EPS (元)	
			TTM	2020E	2021E	2020E	2021E
603369.SH	今世缘	5,617,651.00	40.21	34.95	28.23	1.31	1.62
	中位值	14,537,091.48	43.52	39.64	32.82	4.64	5.69
	平均值	26,294,975.62	45.07	40.43	33.24	3.82	4.59
000858.SZ	五粮液	81,086,791.22	43.52	39.64	32.82	5.27	6.37
002304.SZ	洋河股份	20,418,180.41	27.73	26.45	23.38	5.12	5.80

600809.SH	山西汾酒	14,537,091.48	63.60	59.91	48.02	2.78	3.47
000596.SZ	古井贡酒	9,815,164.00	50.31	41.96	34.24	4.64	5.69

资料来源：wind, 华西证券研究所（除今世缘外均采用万得一致预测，日期截止到 2020.07.23）

5. 风险提示

①疫情持续超预期：近期疫情在国内部分区域出现反复，面上来看，消费者对于疫情依然有强烈的警觉性，消费行为仍然偏谨慎；如果疫情再次大面积反弹或者持续时间更长，势必对汾酒的增长造成冲击。

②经济下行导致需求减弱：疫情对于短期经济造成一定冲击，但如果经济下行周期过长，对于消费力会造成更大影响，需求会持续萎靡。

③酱酒风头过盛、挤压成长空间：酱酒现在受市场高度追捧，渠道端有高利润、消费端有高认知，对于其他香型白酒是一种冲击；长此以往，市场可增长空间会变得更为狭窄。

④食品安全问题。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	4,874	5,499	6,753	8,229	净利润	1,458	1,644	2,035	2,542
YoY (%)	30.3%	12.8%	22.8%	21.9%	折旧和摊销	104	194	113	113
营业成本	1,325	1,442	1,702	2,028	营运资金变动	30	199	239	176
营业税金及附加	881	990	1,148	1,399	经营活动现金流	1,307	1,751	2,040	2,410
销售费用	853	940	1,256	1,481	资本开支	-150	-518	-289	-294
管理费用	207	275	338	411	投资	-1,185	-1,195	-720	-700
财务费用	-50	-50	-50	-50	投资活动现金流	-1,163	-1,438	-672	-583
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	173	275	338	411	债务募资	0	0	0	0
营业利润	1,951	2,182	2,704	3,379	筹资活动现金流	-436	-565	-753	-941
营业外收支	-10	10	10	10	现金净流量	-292	-251	615	886
利润总额	1,942	2,192	2,714	3,389	主要财务指标				
所得税	484	548	678	847	成长能力 (%)				
净利润	1,458	1,644	2,035	2,542	营业收入增长率	30.3%	12.8%	22.8%	21.9%
归属于母公司净利润	1,458	1,644	2,035	2,542	净利润增长率	26.7%	12.7%	23.8%	24.9%
YoY (%)	26.7%	12.7%	23.8%	24.9%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.16	1.31	1.62	2.03	毛利率	72.8%	73.8%	74.8%	75.4%
资产负债表 (百万元)					净利率	29.9%	29.9%	30.1%	30.9%
货币资金	1,607	1,357	1,972	2,859	总资产收益率 ROA	14.5%	14.2%	15.3%	16.6%
预付款项	24	14	17	20	净资产收益率 ROE	20.2%	19.8%	21.3%	22.8%
存货	2,151	2,371	2,564	2,778	偿债能力 (%)				
其他流动资产	2,709	3,918	4,650	5,366	流动比率	2.34	2.39	2.52	2.72
流动资产合计	6,491	7,660	9,203	11,023	速动比率	1.55	1.65	1.82	2.03
长期股权投资	15	15	15	15	现金比率	0.58	0.42	0.54	0.70
固定资产	1,026	1,285	1,502	1,741	资产负债率	28.4%	28.4%	28.0%	27.0%
无形资产	129	172	181	193	经营效率 (%)				
非流动资产合计	3,571	3,906	4,092	4,282	总资产周转率	0.48	0.48	0.51	0.54
资产合计	10,062	11,566	13,295	15,305	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	1.16	1.31	1.62	2.03
应付账款及票据	276	316	350	389	每股净资产	5.74	6.60	7.63	8.90
其他流动负债	2,501	2,885	3,299	3,669	每股经营现金流	1.04	1.40	1.63	1.92
流动负债合计	2,778	3,202	3,648	4,058	每股股利	0.00	0.45	0.60	0.75
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	78	78	78	78	PE	36.05	31.97	25.83	20.68
非流动负债合计	78	78	78	78	PB	5.70	6.93	6.00	5.14
负债合计	2,856	3,280	3,727	4,136					
股本	1,255	1,255	1,255	1,255					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	7,206	8,286	9,568	11,169					
负债和股东权益合计	10,062	11,566	13,295	15,305					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

寇星：

华西证券食品饮料首席分析师，清华经管 MBA，中科院硕士，曾就职于中粮集团7年，团队覆盖食品全行业，擅长结合产业和投资分析。

郭辉：

华西证券食品饮料高级分析师，曾就职于产业营销咨询公司北京盛初，并服务于国内多家上市酒企；并曾就职于古井贡酒及负责相关业务工作，9年白酒行业营销及咨询从业经验，擅长产业发展规律研究及酒企发展趋势判断。

王厚：

华西证券食品饮料研究助理，英国利兹大学金融与投资硕士，会计学学士，2020年加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属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。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。