

省外扩张或超预期, 品牌势能持续释放

——今世缘深度报告

✍ : 邱冠华 执业证书编号: S1230520010003
 ✉ : qiuguanhua@stocke.com.cn
 ✍ : 杨骥
 ☎ : 021-80108140
 ✉ : yangji@stocke.com.cn

评级 买入

上次评级 首次评级
 当前价格 ¥42.38

单季度业绩 元/股

3Q/2019	0.18
4Q/2019	0.13
1Q/2020	0.46
2Q/2020	0.35

报告导读

今世缘享受省内消费升级红利, 短期看疫后恢复较好, 全年有望实现激励目标; 长期看, 在双指引的背景下, 公司将受益于省内次高端酒价格带持续扩容、国缘持续放量的同时 V 系列表现超预期、省外发展或超预期, 公司未来业绩确定性强。

投资要点

□ 股权激励指引短期业绩, 五年翻两番锚定长期趋势

2020 年收入、利润目标不改显示公司较强发展信心; 逐年提速的股权激励业绩目标指引中短期业绩(2020-2022 年收入增速需分别为 11.2%、20.7%、22.9%), 而五年翻两番目标则锚定公司长期发展趋势。在今世缘过去几年业绩完成度高的背书下, 我们认为公司今年虽受疫情影响或难达业绩目标, 但品牌仍处于上升通道中, 三大指引锁定未来长期向好趋势不变。

□ 受益于消费升级, 江苏次高端酒发展空间或超预期

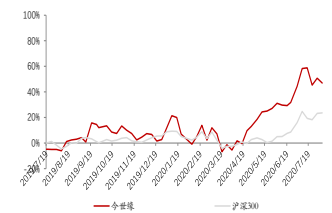
省内价格带方面, 近年来受益于消费升级进程领先全国, 省内白酒价格带持续上移, 目前高端、次高端酒占比分别为 26%、34%, 今世缘握准良机, 通过提前布局次高端酒价格带以实现市占率的迅速提升, 目前今世缘在 300-600 元价格带优势明显; 次高端酒市场空间方面(超预期点), 市场认为江苏省次高端酒发展空间有限, 同时受疫情影响, 消费升级或不及预期; 我们认为未来 2-3 年江苏白酒主流价格带或将从 2012 年前的 150 元以下提升至 300-600 元区间, 受益于百元价格带升级至次高端酒主流价格带, 省内次高端酒以上或将有 35-60 亿元的增量, 作为江苏次高端酒领军企业的今世缘, 有望依托大本营实现稳健增长。

□ “控价分利” 红利释放, V 系列表现或超预期

2014-2019 收入、净利润 CAGR 分别达 15.20%、17.70%, 增速位居行业前列, 主要原因为公司拥有较强的品牌力(以“缘”为核心, 打造差异化品牌)、渠道力(巩固团购渠道优势的同时, 发力流通渠道)、产品力(产品结构顺势延伸, 聚焦仍待释放品牌势能的国缘系列)。具体来看, 渠道方面, 我们认为公司渠道利润始终较为稳定的核心原因之一为采取了“控价分利”模式(“控政策”、“控价格”、“控终端”、“控库存”)。产品方面(超预期点), 由于目前公司重点发力对开四开, 市场普遍认为 V3 未来会被洋河梦 6+ 所压制, 发展欠佳, 而我们认为作为公司战略单品的 V3 发展势头仍向好, 同时 V9 有望乘酱香酒之风, 站稳高价位带的同时实现迅速放量, 从业绩目标角度及 V 系列发展规划来看, 我们预计 2019-2023 年 V 系列 CAGR 将超 100%, 未来 V 系列整体表现或超预期。

□ 省内持续下沉, 省外扩张表现或超预期

省内市场: 在省内次高端酒持续扩容的背景下, 公司在通过“分类精耕、分类施策”精耕细作, 同时南京市场的成功或可复制至苏南地区, 目前今世缘省内市占率仍不足 15%, 预计未来市占率可提升至 20%以上(对应百



公司简介

今世缘为江苏领军酒企之一, 其中国缘系列及今世缘系列为公司主要产品系列。

相关报告

《7 月酒水行业线上数据点评: 贵州茅台线上销售额高增, 啤酒均价持续上移》

2020.08.07

《五粮液: 计划量调整政策出台, 量价有望持续上行》

2020.06.30

《五粮液: “二次创业” 结硕果, 纵深改革上层楼》

2020.05.12

《白酒业: 疫情消退后还有暖春吗?》 2020.02.03

报告撰写人: 邱冠华

联系人: 杨骥

亿规模), 省内仍大有可为; **省外市场 (超预期点):** 市场认为今世缘虽加大省外市场投放, 但起势仍需较长时间, 同时价位升级后竞争维度将提升, 预计省外增速将较为平稳; 我们认为目前省外规模仍较小, 参考洋河的体量和省外扩张节奏, 预期今世缘百亿体量时 (从股权激励角度出发, 预计 2022-2023 年可实现) 省外占比有望达 8% 左右 (省外收入规模较 19 年高 3 倍左右), 即 2019-2023 年省外市场 CAGR 将超 32%。

□ 盈利预测及估值

预计公司 2020-2022 年公司收入增速分别为 12.3%、20.9%、22.8%; 净利润增速分别为 11.7%、22.3%、23.2%; EPS 为 1.3、1.6、2.0 元/股; PE 分别为 32.1、26.2、21.3 倍。考虑到公司全年业绩确定性较强, 当前估值具有性价比, 首次覆盖给予买入评级。

□ **催化剂:** 白酒需求恢复超预期; 国缘动销持续向好。

□ **风险提示:** 海外疫情影响致国内二次爆发或防控升级, 影响白酒整体动销恢复; 国缘动销情况不及预期。

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	4869.9	5468.5	6610.8	8119.4
(+/-)	30.3%	12.3%	20.9%	22.8%
净利润	1484.8	1658.6	2028.4	2498.6
(+/-)	29.0%	11.7%	22.3%	23.2%
每股收益 (元)	1.2	1.3	1.6	2.0
P/E	35.8	32.1	26.2	21.3

正文目录

1. 公司概况：苏酒代表之一，次高端酒典范	6
1.1. 回望过去：苏酒龙头之一，前身为“三沟一河”	6
1.2. 股权结构：管理层持股，治理结构完善	6
1.3. 业绩指引：股权激励+五年翻两番指引业绩方向	7
1.4. 主营业务：产品结构完善，聚焦国缘K系列	8
2. 受益消费升级，江苏次高端酒有较大发展空间	10
2.1. 软硬实力兼备，江苏拥有绝佳的白酒消费场景	10
2.2. 价格带上移或将为次高端以上带来35-60亿元增量	12
2.3. 市场百家争鸣，今世缘份额拓张仍存较大空间	15
3. 团购优势明显，品牌+渠道+产品全面赋能	18
3.1. 品牌力：以“缘”为核心，打造差异化品牌	18
3.1.1. 历史底蕴深厚，品牌差异化定位	18
3.1.2. 以“缘”为核心，联结社会和消费者	19
3.2. 产品力：国缘持续放量，V系列或超预期	20
3.2.1. 价格带错位布局，赢得更大发展空间	20
3.2.2. 产品体系升级，大单品持续提价	21
3.2.3. 产品香型丰富，V系列或超预期	24
3.3. 渠道力：巩固团购渠道优势，发力流通渠道	25
3.3.1. 重视公关和团购业务，巩固团购优势	25
3.3.2. 依托“控价分利”模式，发力流通渠道	27
3.3.3. 积极建设新零售渠道，提升营销能力	27
4. 省内持续精耕细作，省外市场寻求突破	28
4.1. 持续深耕省内市场，仍有较大发展空间	28
4.2. 聚焦突破省外市场，成效初步显现	29
4.2.1. 省外市场战略调整，省外占比提升	29
4.2.2. 试点设立山东大区，作为省外突破口	31
4.2.3. 精选推广产品，携手大商拓省外市场	32
5. 2020年激励目标有望实现，国缘放量带动结构升级	32
5.1. 盈利预测	32
5.2. 估值分析	33
6. 风险因素	35

图表目录

图 1: 公司发展历史中大事件一览.....	6
图 2: 今世缘近年来收入业绩目标保持高位.....	8
图 3: 今世缘近年来均超额完成年初既定目标.....	8
图 4: 今世缘特 A+类产品收入占比持续攀升.....	9
图 5: 今世缘各档次产品毛利率情况.....	9
图 6: 2019 年公司省外市场收入占比提升显著.....	9
图 7: 公司品牌定位一览.....	9
图 8: 白酒行业与经济共振示意图.....	10
图 13: 各省白酒生产占全国白酒总产量的比重.....	11
图 14: 江苏白酒市场规模.....	11
图 9: 江苏省经济快速稳定发展.....	11
图 10: 江苏人均可支配收入情况高于全国平均水平.....	12
图 11: 江苏人均食品消费性支出高于全国平均水平.....	12
图 12: 江苏省年人均白酒消费量遥遥领先.....	12
图 15: 江苏 75%的消费者偏重品质消费.....	13
图 16: 江苏白酒提价进程示意图.....	14
图 17: 今世缘高端产品销售额增速更优.....	14
图 18: 江苏白酒消费格局.....	15
图 19: 江苏次高端白酒消费格局.....	15
图 20: 江苏各区域经济发展存在明显差异.....	16
图 21: 江苏省内白酒消费市场情况.....	16
图 22: 2018 年今世缘、洋河合计省内市占率为 45%.....	17
图 23: 洋河、今世缘的省内竞争阶段.....	17
图 24: 2011-2019 年今世缘销售收入.....	18
图 25: 2011-2019 年今世缘净利润.....	18
图 26: 公司三大品牌均为知名品牌, 获得多项荣誉.....	18
图 27: 今世缘酒业助力脱贫攻坚战.....	19
图 28: 今世缘公益赠酒.....	19
图 29: 今世缘产品结构持续升级, 吨价稳定提升.....	21
图 30: 高价格带产品销量比例持续提升.....	22
图 31: 高价格带产品销售收入占比持续提升.....	22
图 32: 不断推出新系列, 升级主导产品.....	23
图 33: 酱香型白酒呈现“高收入、高利润”特点, 占比逐年提升.....	24
图 33: V 系列未来发展增速或超预期.....	25
图 34: 国缘对开、四开团购占比高于梦之蓝.....	25
图 35: 今世缘实施“控价分利”模式.....	27
图 36: 国缘的渠道利润率和终端利润率比梦之蓝更高.....	27
图 37: 2019 年今世缘江苏各地区销售额(百万元).....	29
图 38: 2019 年公司省外经销商规模显著扩张.....	30
图 39: 目前省外经销商规模已超越省内.....	30
图 40: 2019 年全国性广告费用占比近 50%.....	30

图 41: 全国性广告费用维持高增速	30
图 42: 2019 年公司省外市场收入占比提升显著 (亿元)	30
图 43: 今世缘省内外营收占比情况	30
图 44: 山东省白酒行业集中度低, 地产酒竞争高度分散	31
图 45: 区域酒及次高端酒估值情况	34
图 46: 古井贡酒与今世缘估值差	34
表 1: 公司层面的股权激励行权业绩考核要求 (包含预留)	7
表 2: 授予的股票期权在各激励对象间的分配情况	7
表 3: 在五年翻三番指引下, 考虑到股去激励目标, 2023 年收入增速需达 86%	8
表 4: 江苏省酒水下单量位列全国第一	12
表 5: 省内主流价格带持续提升	13
表 6: 江苏白酒价格带更细	13
表 7: 江苏白酒提价进程加速, 核心单品提价趋势明显	14
表 8: 江苏白酒市场百家争鸣, 竞争激烈	15
表 9: 江苏人均可支配收入自北向南递增	16
表 10: 公司三大品牌系列品牌力强, 差异化定位	19
表 11: 今世缘聚焦中度白酒, 与洋河差异化竞争	20
表 12: 今世缘清晰品牌品类层次, 针对性运用不同战略	21
表 13: 近年来产品结构升级明显	22
表 14: 2017 年以来国缘系列多次提价	24
表 15: 今世缘重视公关和团购业务	26
表 16: 今世缘销售模式演变	28
表 17: 公司“品牌+渠道”双驱动营销体系效果逐步显现	29
表 18: 今世缘收入分项预测	33
表 19: 可比上市公司盈利预测及估值表	34
表附录: 三大报表预测值	36

1. 公司概况：苏酒代表之一，次高端酒典范

1.1. 回望过去：苏酒龙头之一，前身为“三沟一河”

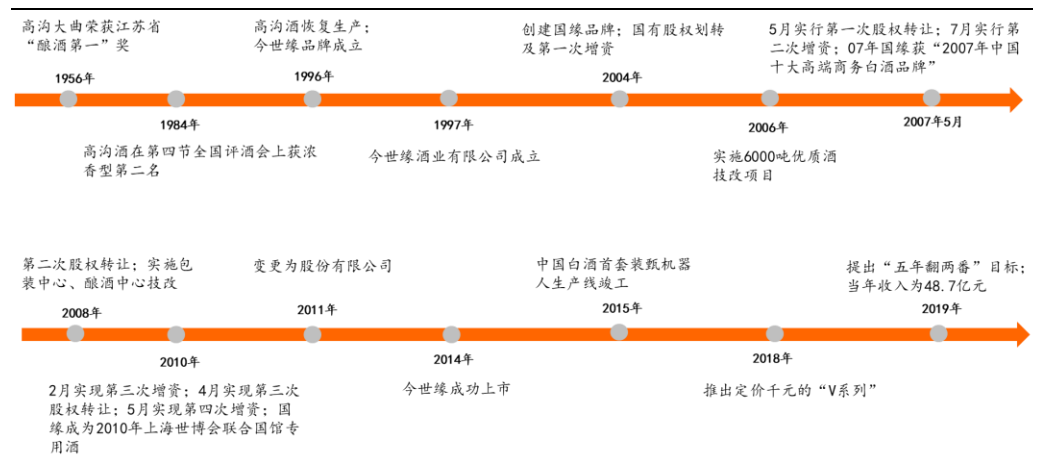
今世缘为江苏省白酒龙头公司之一，公司位于江苏省淮安市白酒名镇高沟镇，前身为历史可追溯至西汉、明清时期的高沟酒厂。高沟酒厂具备名酒及基因，为江苏“三沟一河”（双沟、汤沟、高沟及洋河）的代表之一。

1997年前：从高沟走向今世缘。1956年高沟大曲荣获江苏省“酿酒第一”荣誉；1984年高沟酒在第四届全国评酒会上获浓香型酒第二名；在外省白酒逐步进入江苏市场的背景下，竞争加剧使得高沟酒日渐衰弱，1996年今世缘品牌的创立成为高沟酒厂实现突围的关键节点；1997年今世缘酒业公司创立；

2004-2015年：国缘品牌推出。2001年从量税出台倒逼企业通过升级产品结构以提升盈利能力，在这一趋势下，今世缘于2004年推出国缘品牌，并逐步受到市场认可；2014年公司在上交所上市，成为省内第二家上市的酒企；2012-2015年的行业调整期间，公司将发展重心从国缘转向今世缘；

2015年后：高端化趋势明显，“V”系列推出。受益于次高端酒持续扩容叠加省内消费升级，国缘品牌迅速发展，成为推动公司发展的引擎；2018年公司通过推出V系列布局高端市场；2019年提出“五年翻两番”的新目标。

图 1：公司发展历史中大事件一览



资料来源：浙商证券研究所整理

1.2. 股权结构：管理层持股，治理结构完善

管理层持股，治理结构完善。目前公司实际控制人为涟水县政府，涟水县政府通过今世缘集团持有公司44.7%的股权，第二大股东为私企上海铭大实业，另外，2010年2月今世缘贸易、吉缘贸易对今世缘进行增资，实现间接持股，目前有48名高层及骨干人员持有涟水吉缘贸易间接持有公司的3.3%股份，另有41名中高层及骨干人员持有涟水今生缘贸易间接持有公司的3.3%股份；直接持股方面，董事长周素名、董事&副总经理倪从春、副总经理羊栋；副董事长吴剑锋分别持有公司3.4%、1.7%、1.6%、1.5%的股份，总计8.2%。公司经营层及中基层人员持股比例较大，激励充分，管理层利益与公司深度绑定。

1.3. 业绩指引：股权激励+五年翻两番指引业绩方向

1.3.1 股权激励逆势推出，彰显公司发展信心

2020年4月，公司发布股票期权激励计划（草案），计划拟向激励对象授予1250万份股票期权，约占本计划草案公告时公司总股本125450.00万股的0.996%，其中首次授予1100万份，约占本计划草案公告时公司总股本125450.00万股的0.877%。计划首次授予的激励对象不超过360人，包括：公司高级管理人员（5人）、核心技术人员和管理骨干。我们认为，公司在疫情期间推出股权激励计划，一方面是为了提振员工积极性，使得管理层利于与公司进一步深度绑定，另一方面利于公司在本轮行业分化中向上发展，为长期向好趋势奠定了基础。

表 1：公司层面的股权激励行权业绩考核要求（包含预留）

行权期	要求
第一个行权期（2020年）	1、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、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、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（2021年）	1、以2018年营业收入为基数， 2021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、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、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（2022年）	1、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、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、2022年 主营业务收入占营业收入比例不低于95% 。

资料来源：

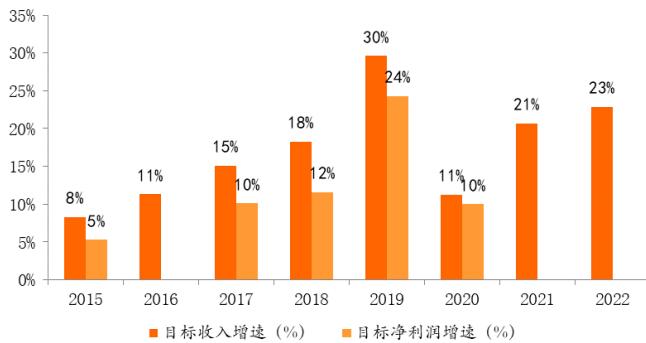
表 2：授予的股票期权在各激励对象间的分配情况

姓名	职务	获授的权益数量 (万份)	占授予总量的比例	占股本总额的比例
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	100.0%	1.00%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

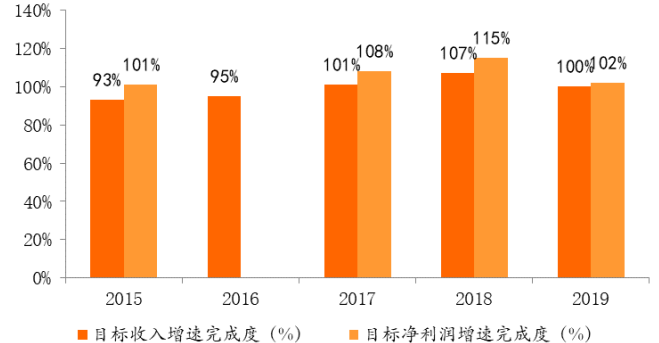
公司业绩目标完成度高。受益于公司拥有较强的计划性及优异的经营能力，15-19年公司制定的业绩增速目标不断提升，17-19年公司均超额完成任务。另外，营业收入目标增速较利润增速目标高显示公司在当前阶段更看重市场份额的扩张。

图 2：今世缘近年来收入业绩目标保持高位



资料来源：Wind，浙商证券研究所，注：20-22 年为激励目标

图 3：今世缘近年来均超额完成年初既定目标



资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.2.3 五年翻两番目标锚定长期向好方向

公司在 2019 年今世缘发展大会上提出了“奋斗新五年，实现翻两番”的五年宏伟战略目标，即 2023 年收入规模将达 2018 年的四倍（近 150 亿元），2019-2023 年收入 CAGR 将为 32%，我们认为虽然五年翻两番目标完成压力较大，但这体现了管理层对公司成长性的认可和信心，同时未来公司发展将继续以收入规模为主，通过加速抢占市场份额以抓住市场分化机遇。

表 3：在五年翻三番指引下，考虑到股去激励目标，2023 年收入增速需达 86%

	2019	2020	2021	2022	2023
营业收入增速 (%)	30%	11%	21%	23%	86%
对应营业收入 (亿元)	48.70	53.57	65.45	80.41	149.56
收入相对18年增幅 (%)	30.2%	43.2%	75.0%	115.0%	299.9%
收入为18年的倍数	1.30	1.43	1.75	2.15	4.00

注：20-22 年收入增速为股权激励目标，23 年增速为假设公司完成五年翻三番应达到的增速

资料来源：浙商证券研究所整理

1.4. 主营业务：产品结构完善，聚焦国缘 K 系列

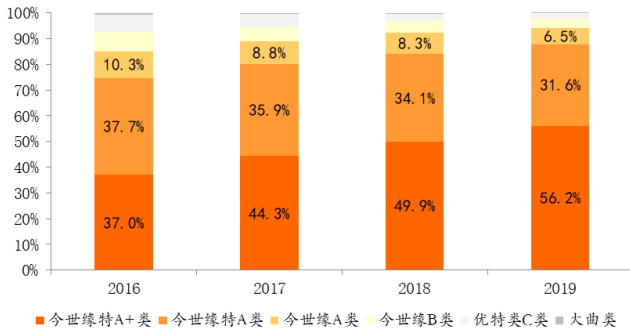
香型方面，今世缘为“苏派”浓香型酒，在酱酒热度不断提升的背景下，2019 年公司推出国缘 V9，代表公司开始进军酱酒领域。

从品牌系列来看，拥有“国缘”、“今世缘”、“高沟”三大品牌，产品结构完善，实现全价格带覆盖。具体来看，国缘系列占收入预计超 70%，其中国缘系列可进一步细分为“V”系列、“K”系列、雅系列，其中老 K 为国缘中重要产品，预计四开对开国缘系列收入占比可达 60%以上，而雅系列则主攻中档宴席消费；今世缘主攻家庭喜宴消费场景；高沟主攻低端白酒消费。

价位带方面，公司通过价位带将产品进行细分，其中特 A+ 产品出厂价高于 300 元，特 A 产品出厂价为 100-300 元，不同价位带产品策略差异化明显，近年来受益于消费升级，特 A+ 类产品收入保持亮眼增速，收入占比从 2016 年的 37% 提升至 2019 年的 56.2%，

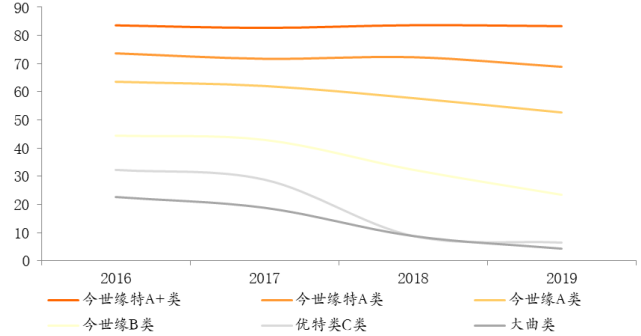
同时毛利率也稳步提升, 300元以上价位带为公司核心价位带, 未来公司将继续大力发展特A+类产品以紧抓消费升级趋势。

图 4: 今世缘特 A+类产品收入占比持续攀升



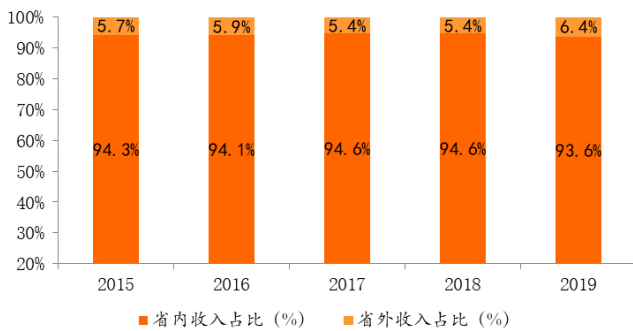
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 5: 今世缘各档次产品毛利率情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 6: 2019 年公司省外市场收入占比提升显著



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 7: 公司品牌定位一览



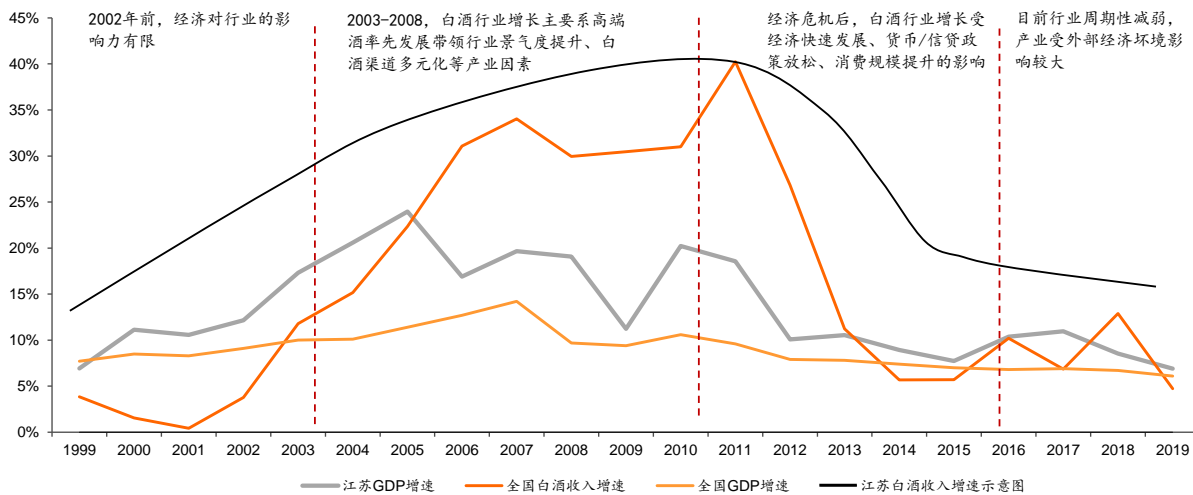
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2. 受益消费升级，江苏次高端酒有较大发展空间

2.1. 软硬实力兼备，江苏拥有绝佳的白酒消费场景

随着产业规模、利润水平、税收贡献的增大，江苏白酒行业和经济的相关性逐渐加强，行业周期与经济周期共振度不断上升。1999年-2002年江苏白酒行业规模较小，对经济贡献度有限，白酒行业波动主要受供需不平衡、山西假酒案和取消所得税优惠政策等因素影响，经济对行业的影响力有限；2003-2008年，白酒行业收入CAGR达20.96%，主要原因系高端酒率先发展带领行业景气度提升、白酒渠道多元化等产业因素，白酒继而进入量价齐升阶段；2008年金融危机虽放缓了行业的增势，但四万亿经济刺激计划与行业量价齐升大趋势共同推动白酒行情迅速复苏，江苏白酒复苏步伐领跑全国；2013年后，受“限三公”、假酒案等事件影响，白酒行业进入深度调整期；近年来随着酒企对渠道库存管理不断加强，行业周期性逐步减弱，总体来看，产业受外部经济环境影响较大。

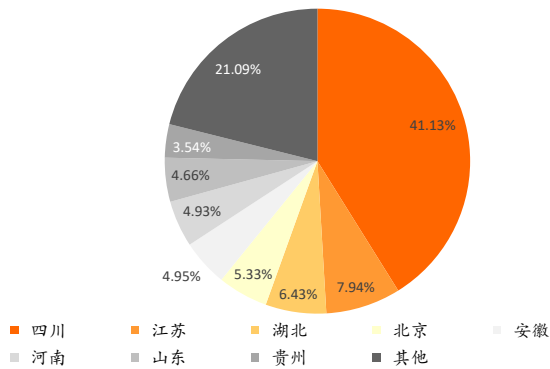
图 8：白酒行业与经济共振示意图



资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

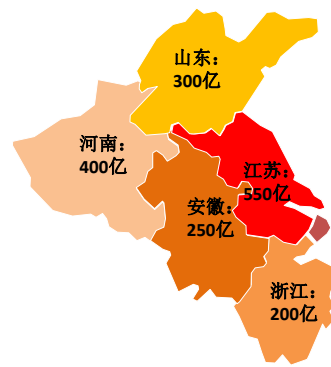
目前江苏市场白酒规模约为 550 亿元，远超周边省份，同时江苏亦为产销大省，江苏省白酒市场得以不断扩容主要源于较强的硬实力（经济水平及居民收入）及软实力（浓厚的消费氛围）：

图 9：各省白酒生产占全国白酒总产量的比重



资料来源：Wind，浙商证券研究所

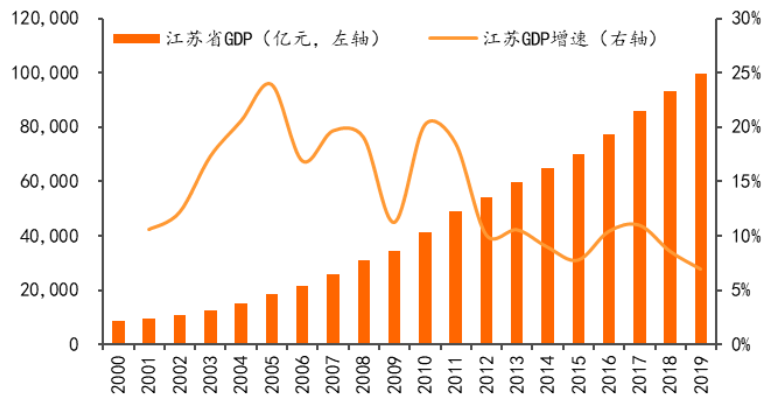
图 10：江苏白酒市场规模



资料来源：酒业家，微酒，锐观网，浙商证券研究所

硬实力—经济水平。江苏较强的经济水平和逐年提升的收支水平为省内白酒发展提供了硬实力基础。经济水平方面，江苏省工商业基础强，经济发展水平领跑全国，近年来经济总量稳居全国第二位，仅次于广东。2019年，江苏省GDP达到99,631.52亿元，同比增长6.89%。江苏经济发展水平较为稳定，疫情期间，2020Q1江苏省GDP增速为-4.21%，优于全国-5.30%的平均增速，受疫情冲击低于全国平均水平。

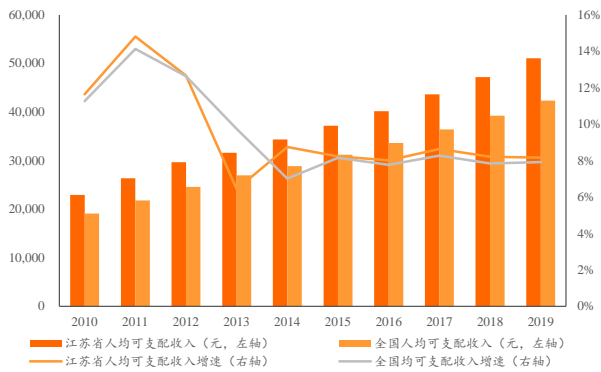
图 11：江苏省经济快速稳定发展



资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

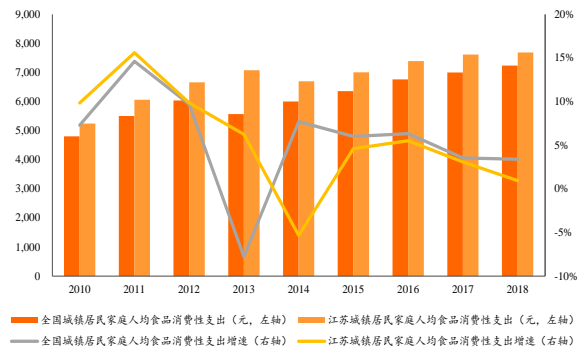
硬实力—居民收入。从收支方面来看，2010-2019江苏省人均可支配收入CAGR为8.50%，2019年人均51,056元，高于全国水平20.53%。2018年，江苏省城镇居民家庭人均食品消费性支出为7,687元，高于全国水平6.19%。

图 12: 江苏人均可支配收入情况高于全国平均水平



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 13: 江苏人均食品消费性支出高于全国平均水平



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

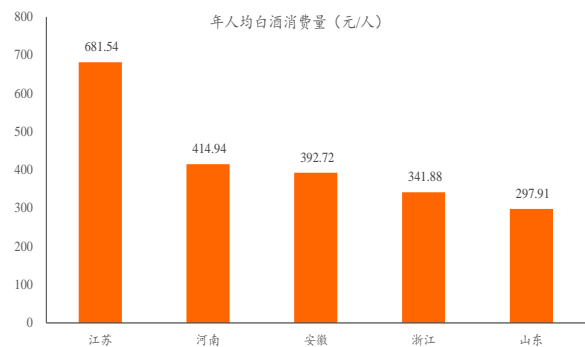
软实力—消费氛围浓厚。从软实力来看，江苏市场的饮酒文化源远流长，商务社交活动较为频繁，白酒消费氛围浓厚。江苏的白酒消费量位居全国前列，根据苏宁发布的2018年酒水报告，江苏市场酒水下单量位列全国第一。从年人均白酒消费量来看，2019年江苏省达到了681.54元/人，分别是饮酒大省河南/山东省的1.64/2.29倍。

表 4: 江苏省酒水下单量位列全国第一

苏宁2018年酒水报告-下单量TOP10省份:	
排名	地区
1	江苏
2	广东
3	北京
4	山东
5	上海
6	浙江
7	安徽
8	河北
9	辽宁
10	河南

资料来源: 苏宁, 浙商证券研究所

图 14: 江苏省年人均白酒消费量遥遥领先

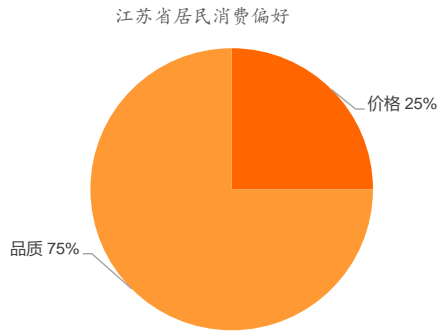


资料来源: 酒业家, 微酒, Wind, 浙商证券研究所

2.2. 价格带上移或将为次高端以上带来 35-60 亿元增量

在消费升级背景下，江苏省白酒主流价格带不断提升。据江苏省消保委的报告显示，75%的消费者偏重品质消费，消费者对高品质酒需求高增推动省内价位带不断上移：2012年前，省内主流价格带在150元以下；2012-2015年价格水平提升到150-300元；2015年后提升至300元以上。由于江苏白酒市场的价格天花板不断提升，300至900元的次高端价格带扩容，价格带不断细化，其中300至600元价格带竞品较多，而洋河M6、M6+和国缘V3共处于600-900元价格带。

图 15：江苏 75%的消费者偏重品质消费



资料来源：江苏省消保委，浙商证券研究所

表 5：省内主流价格带持续提升

时间	省内主流价格带	主要苏酒产品
2012年前	150元以下	海之蓝、今世缘、洋河大曲、双沟
2012-2015	150至300元	天之蓝、国缘双开
2015年后	300元以上	梦3、梦6、梦9、国缘四开、国缘K系列、国缘V系列

资料来源：Wind，浙商证券研究所

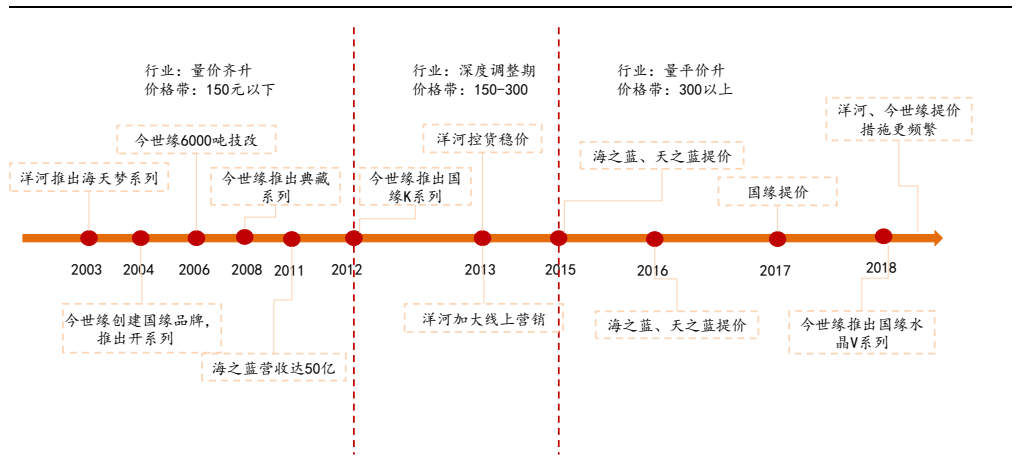
表 6：江苏白酒价格带更细

价格带	产品
2400元以上	飞天茅台
900-2400元	五粮液普五、国窖1573、国缘V6、洋河M9、国缘V9、洋河手工班
600-900元	洋河M6、M6+、国缘V3
300-600元	洋河无忌、M3、天之蓝；国缘对开、四开、K3、K5；今世缘典藏15年；红花郎15；水晶剑；臻酿八号；井台

资料来源：浙商证券研究所整理

江苏白酒消费升级的进程领先于全国。次高端酒布局时间方面，江苏的次高端产品布局早于其他地区—洋河/今世缘分别于 2003-2004 年率先推出海天梦/国缘系列，瞄准次高端定位。而安徽地区的古井贡酒于 2008 年推出年份原浆系列中高端系列；湖南地区的酒鬼酒于 2015 年明确三大战略性单品，聚焦高端与次高端；山西地区于 2017 年着力发展次高端的青花汾酒，均晚于江苏。产品价格方面，江苏提价进程更快—在行业深度调整期间，江苏省次高端打开白酒发展空间：2012 年，今世缘通过推出新品国缘 K 系列提升整体价格；2013 年 10 月，洋河开始控货稳价；2015 年后，洋河每年上调海之蓝、天之蓝、梦之蓝的终端价。2017 年后，洋河和今世缘提价进程加速，提价频繁，带领省内白酒价格带继续向上攀升。预计未来 2-3 年江苏白酒主流价格带将达到 300-600 元区间，继续引领全国消费升级。

图 16：江苏白酒提价进程示意图



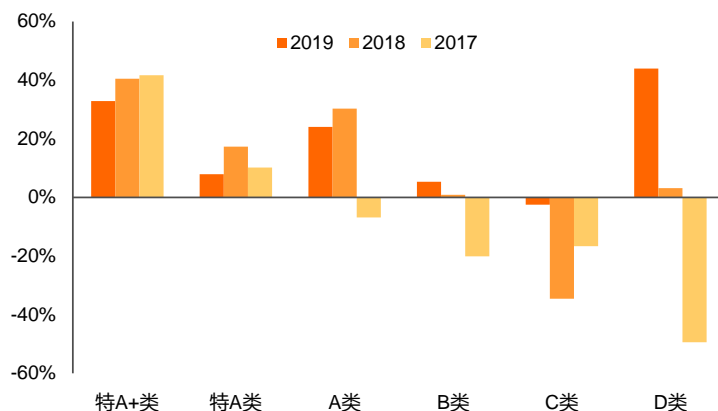
资料来源：酒业家，微酒，浙商证券研究所整理

表 7：江苏白酒挺价进程加速，核心单品提价趋势明显

时间	举措
2018年1月	今世缘调整出厂价、终端供货价、零售价及团购价，其中国缘四开上调20元/瓶，对开上调20元/瓶
2018年2月	洋河大幅上调终端供货价，其中梦3、梦6、梦9分别上调20、40、60元
2018年7月	洋河上调海天梦出厂价及终端供货价，其中梦9价格大幅提高600元/箱
2019年5月	洋河大幅提高海之蓝、天之蓝、梦之蓝、双沟珍宝坊供货指导价，最高上涨幅度超20%
2019年5月	今世缘调整零售价及团购价，其中国缘四开上调30元/瓶，对开上调20元/瓶
2019年11月	国窖1573要求华东市场，特别是江苏市场，消费成交价达到900元以上，否则削减配额50%
2020年1月	今世缘全线产品涨价，其中对开、四开上调20元/瓶
2020年6月	今世缘调整出厂价、终端供货价、零售价及团购价，其中国缘四开上调15元/瓶，对开上调10元/瓶

资料来源：酒业家，微酒，浙商证券研究所整理

图 17：今世缘高端产品销售额增速更优



资料来源：公司年报，浙商证券研究所整理

省内次高端酒市场扩容，未来预计将有 35-70 亿元的增量。2002-2012 年间，商务活动活跃度叠加餐饮渠道兴起使得 100 元左右成为主流商务消费价格带，口子、古井贡

酒等酒企凭借“盘中盘”及其升级渠道模式来运作这一价位带，并取得迅速发展。目前 100 元左右价位带体量仍较大（约为全行业的 30%-35%左右），但增速不断放缓，随着消费升级，300-600 元价位带将逐步取代 100 元价位带，预计 300-600 元价位带将继续持续放量。考虑到白酒行业呈挤压式增长，规模不再迅速扩张，次高端酒的持续扩容主要来源于低价位带的消费升级，因此我们假设未来百元价位带中，有 20%-30%的量将升级至主流价位带，预计将为次高端以上带来 35-60 亿元的增量。

2.3. 市场百家争鸣，今世缘份额拓张仍存较大空间

江苏市场体量大，引得各方酒企聚焦江苏，省内竞争处于白热化状态。本土苏酒与全国性品牌在江苏市场百家争鸣，其中江苏酒龙头公司与全国性名酒在高端、次高端市场各占一席之地，竞争激烈。

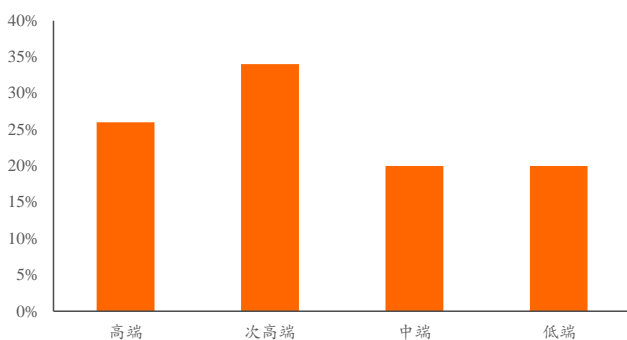
表 8：江苏白酒市场百家争鸣，竞争激烈

分类	价格带	省内品牌	省外品牌
高端酒	600元以上	洋河手工班、梦9、梦6+；国缘V9、V6	茅台普飞、五粮液普五、国窖1573
次高端酒	300至600元	洋河天之蓝、梦3；国缘K系列、四开、对开	红花郎15、水晶剑、老窖窖龄酒、青花汾酒、古8、口子窖10年、口子窖20年、井台、臻酿八号、酒鬼酒
中端酒	100至300元	洋河海之蓝；国缘雅系列、典藏10、典藏15	古5、古井献礼、口子窖六年、口子窖五年
大众酒	100元以下	洋河大曲；双沟柔和；今世缘系列；高沟系列	五粮醇、贵宾郎、牛栏山

资料来源：浙商证券研究所整理

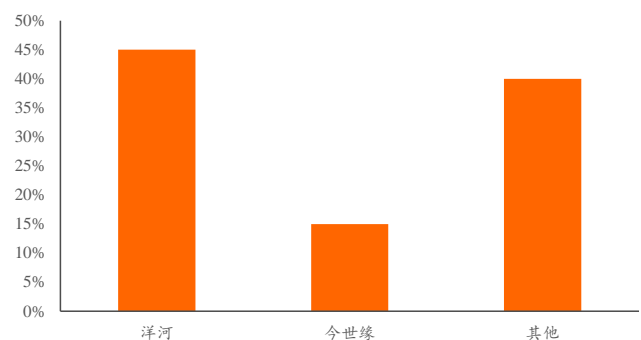
从市场空间来看，目前省内高端/次高端白酒的市场份额分别为 26%/34%，贵州茅台、五粮液在高端价格带上更为强势，省内国缘 V 系列和洋河梦之蓝加大市场拓展力度与茅五展开竞争。次高端市场上，洋河和今世缘先入为主、提前布局，享受消费者培育红利。洋河以天之蓝，国缘以四开和对开在省内实现深度覆盖，取得高速增长。洋河/今世缘在省内次高端的份额分别为 45%/15%，今世缘省内空间较为广阔。

图 18：江苏白酒消费格局



资料来源：渠道调研，浙商证券研究所

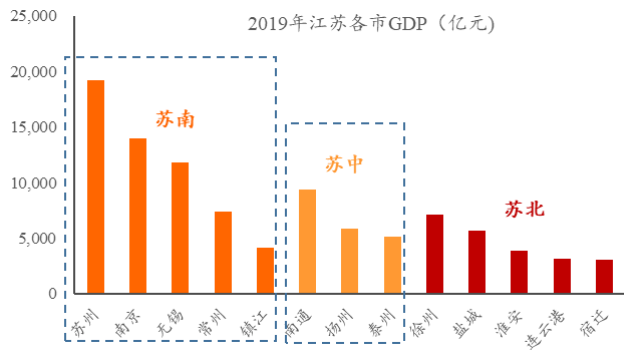
图 19：江苏次高端白酒消费格局



资料来源：渠道调研，浙商证券研究所

从地区来看，江苏省地区发展差异性较强，自北向南经济水平逐渐增强，消费者地域化的白酒消费习惯迥异。目前苏北地区人均收入水平较苏中地区相差 3 年，与苏南地区相差 6 年。苏南白酒消费档次更高，但苏北人口多、饮酒量大，均存在较强白酒需求。

图 20：江苏各区域经济发展存在明显差异



资料来源：Wind，浙商证券研究所

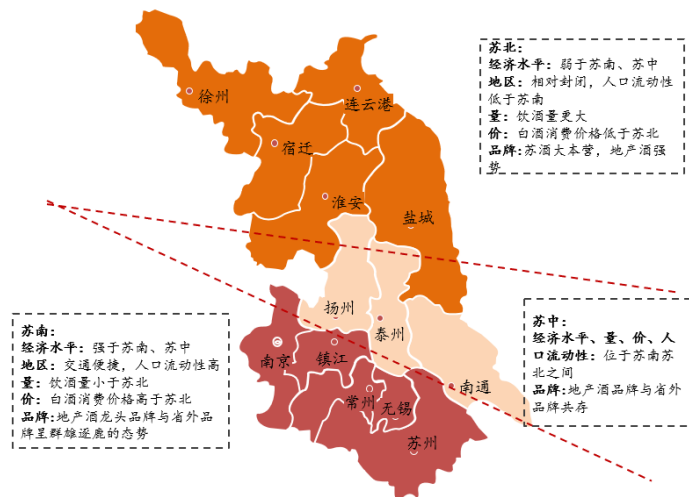
表 9：江苏人均可支配收入自北向南递增

区域	城市	2019年城镇居民人均可支配收入 (元)
苏南	苏州	68,600
	南京	64,372
	无锡	61,915
	常州	58,345
苏中	镇江	52,713
	南通	50,217
	泰州	47,216
	扬州	45,550
苏北	淮安	38,952
	盐城	38,816
	徐州	36,215
	连云港	35,390
	宿迁	30,614

资料来源：Wind，浙商证券研究所

苏北饮酒习惯统一使得其地产酒较为强势，苏南对外包容性强使得其竞争格局更为分散。苏北地产酒较为强势主要原因为：苏北地区由于交通不便利等原因，较为封闭，外来人口相对较少，因此具有较为统一的饮酒习惯，同时“三沟一河”产地均集中在苏北地区，是苏酒的大本营，地产酒较为强势。而苏南地区因为交通便捷、人口流动性大、外来人口多，消费习惯与口味偏好纷繁复杂，在没有全国知名白酒品牌的情况下，苏南对外来品牌更具包容性，地产酒龙头品牌与省外品牌呈群雄逐鹿的态势。

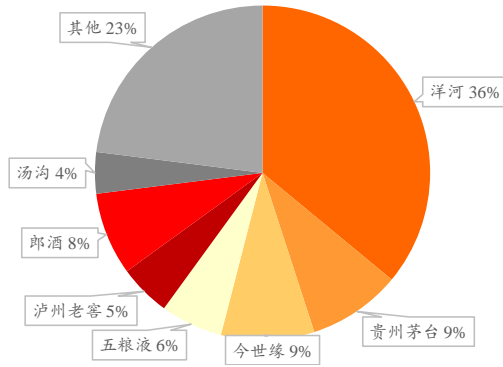
图 21：江苏省内白酒消费市场情况



资料来源：酒业家，微酒，浙商证券研究所整理

洋河、今世缘为江苏省白酒领导者，市占率高。2018年，洋河/今世缘省内市占率分别为36%/9%，由于地方性品牌仅能在小范围内进行动销，除洋河、今世缘外的苏酒品牌在渠道方面无法形成强势品牌力，两者在江苏大本营的市场较为稳固。

图 22：2018 年今世缘、洋河合计省内市占率为 45%

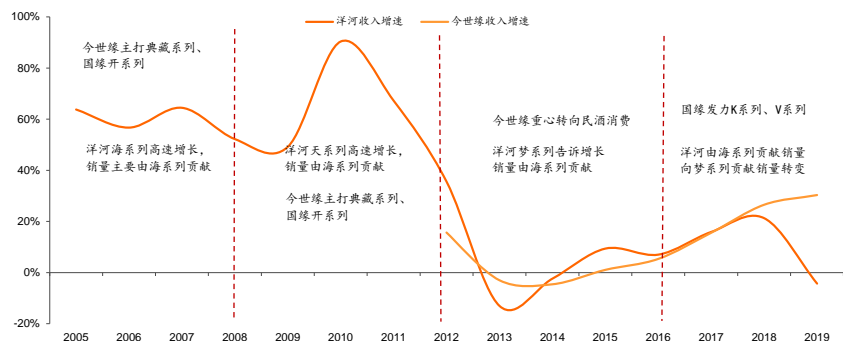


资料来源：华经产业研究院，浙商证券研究所整理

省内价格带不断细分，今世缘与洋河产品实现错位竞争。国缘 V6、V9 与洋河 M9，国缘 V3 与洋河 M6，国缘四开、K5 与洋河 M3 在商务、宴请方向上存在错位竞争。目前省内价格带不断细分，洋河与今世缘次高端产品处于不同细分价位，在各自赛道上进行快速拓张。

洋河新江苏战略逐步落地，今世缘亦加快扩张步伐，未来 2-3 年有望实现竞合发展。洋河方面：2015 年，洋河调整省外业务为增长核心，同时调整价格体系与渠道建设，主动控货稳价，业绩放缓。2019 年，洋河营收同比下降 4.28%，净利润下降 9.02%，省外营收首次超过省内。洋河的重心向省外新江苏市场转移，省内市场进入渠道的深度调整期，为今世缘的省内发展留出空间；今世缘方面：今世缘在 2019 年股东大会上表示，在消费升级机遇期、行业分化窗口期，今世缘要尽快进入行业第一方阵。公司 2022 年的股权激励将考核目标定为营业收入较 2018 年提升 115%，CAGR21.09%，显示信心。我们认为，未来 2-3 年，今世缘与洋河享受省内市场空间拓张的红利，共享省内市场蛋糕。

图 23：洋河、今世缘的省内竞争阶段



资料来源：酒业家，微酒，浙商证券研究所整理

3. 团购优势明显，品牌+渠道+产品全面赋能

近年来，今世缘发展迅速，2019年，今世缘营收同比增长30.35%，净利润同比增长26.71%。2014-2019五年营收/净利润CAGR分别达到15.20%/17.70%，增速位列白酒企业前列。今世缘快速增长源于内功深厚，品牌+产品+渠道三端同时发力，推动公司业绩起飞。

图 24： 2011-2019 年今世缘销售收入

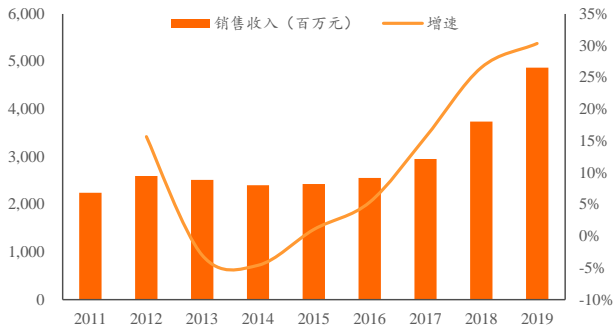
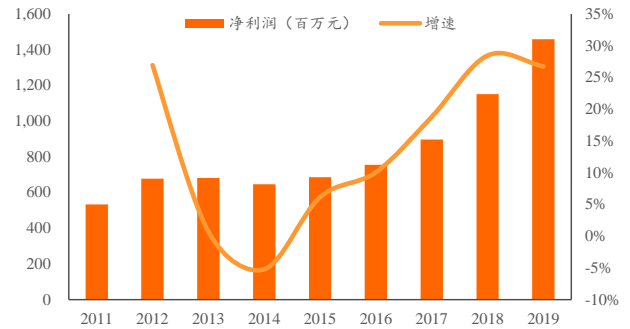


图 25： 2011-2019 年今世缘净利润



资料来源：Wind，浙商证券研究所

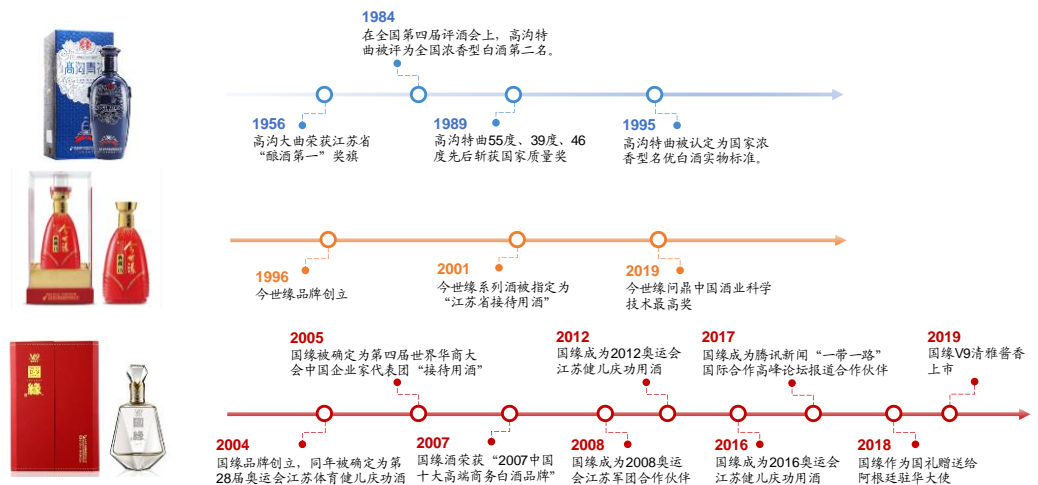
资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.1. 品牌力：以“缘”为核心，打造差异化品牌

3.1.1. 历史底蕴深厚，品牌差异化定位

公司历史文化底蕴深厚。公司拥有的高沟酒、今世缘及国缘品牌均为知名品牌，为企业后期实现快速增长奠定良好的品牌基础。具体来看，高沟酒1956年高沟大曲荣获江苏省“酿酒第一”荣誉；1984年高沟酒在第四届全国评酒会上获浓香型酒第二名；1995年被国家技术监督局认定为全国浓香型白酒标准样品，历史底蕴深厚。创立于1996年的今世缘品牌曾被指定为“江苏省接待用酒”；创立于2004年的国缘曾多次成为江苏奥运军团庆功酒和峰会指定用酒。2019年公司曾表示，品牌力是高质量发展的核心要义，是实现新五年营销目标的前提，“三大品牌”将按照“认识市场，认知顾客”的要求，组织实施好系统化、差异化的多品牌战略。

图 26： 公司三大品牌均为知名品牌，获得多项荣誉



资料来源：公司官网，浙商证券研究所整理

品牌差异化定位。“酿美酒，结善缘”为今世缘独特的企业文化，创牌以来，今世缘以酒为媒、以缘载道、以文“化”酒，通过“中华缘文化论坛”“今世缘亲情家访”等品牌活动及大量公益慈善举措，不断提升品牌力，形成品牌差异化定位。具体来看，国缘品牌从省内龙头品牌向全国化主导品牌升级，抢抓次高端扩容及超高端分化机会；今世缘品牌紧扣“家有喜事，就喝今世缘”的品牌诉求，持续占领消费者心智。做好缘文化研究、传播，追求差异化发展。

表 10：公司三大品牌系列品牌力强，差异化定位

	历史	品牌定位	目标人群	营销策略
国缘	“国缘”品牌创立于2004年8月，是中国驰名商标、“中国十大高端商务白酒”、中国外交部和驻外使领馆接待用酒、2010上海世博会联合国馆专用白酒。	“更舒适的高端白酒”：“成大事必有缘”	商务消费	围绕“国”做文章，提升品牌高度，借助新华社“民族品牌工程”丰富的媒体资源，强大的传播能力以及专业的智库力量，坚持“与大事结缘，同成功相伴，为英雄干杯”的传播策略，积极参与、策划符合品牌定位及目标顾客群体的各类政商圈层活动，为品牌增值赋能。今世缘品牌将围绕“家”做文章，提升品牌温度，进一步深化与《等着我》《缘来不晚》等栏目的紧密合作，同时固化、优化体现品牌定位特色的家庭喜庆、民俗节庆类主题营销，创新与消费者沟通方式，积极践行体现“酿美酒，结善缘”的企业使命。
今世缘	创立于1996年的今世缘品牌曾被指定为“江苏省接待用酒”	突出打造作为喜庆用酒第一选择的认知优势，演绎缘文化内涵	家庭婚宴消费	
高沟	高沟酒是“中华老字号”品牌，国家名优酒。高沟酿酒，盛于明清，史有“高沟美酒自古培，味占东南第一家”之美誉。	坚持创意传播“品质好、性价比高”的高性价比特性及“老朋友一起喝的酒”的亲情感	中低端消费	高沟品牌将围绕“友”做文章，提升品牌热度，注重终端氛围及消费口碑营造，通过地方民生类新媒体平台传播、乡镇巡演、大众公益活动赞助等形式，进行品牌渗透式传播。

资料来源：京东，浙商证券研究所整理

3.1.2. 以“缘”为核心，联结社会和消费者

“缘”文化的公司内核联结社会。今世缘大力弘扬“追求卓越，缘结天下”的企业精神，践行“讲善惜缘，和谐发展”的企业核心价值观，自觉践行“广结善缘，回报社会”的企业社会使命，缘结慈善做表率，回报社会多担当，赢得了“大爱今世缘”的美誉。今世缘以“缘”文化为核心打造公司品牌，让今世缘的品牌形象深入消费者内心，联结客户、联结消费者、联结社会。

今世缘致力公益，品牌形象不断提升。2014年以来，今世缘携手央视策划的大型公益寻人栏目《今世缘·等着我》；2019年1月，今世缘携手中国社会福利基金会缘梦基金、京东公益共同定制“今世缘·等着我”京东公益慈善联名款白酒。此外，今世缘80多名党员干部与地方445户低收入户开展结对帮扶。种种举措，均体现今世缘的家国情怀，积极承担社会责任，提高品牌形象。

图 27：今世缘酒业助力脱贫攻坚战



资料来源：涟水日报，浙商证券研究所

图 28：今世缘公益赠酒



资料来源：公司新闻，浙商证券研究所

3.2. 产品力：国缘持续放量，V 系列或超预期

3.2.1. 价格带错位布局，赢得更大发展空间

今世缘聚焦 42 度中度白酒，顺应江苏省消费者偏好。今世缘大部分产品均锚定 42 度，仅国缘 V3、V6、V9 分别为 40.9、49、52 度，主要源于江苏省消费者偏好低度浓香酒，口感偏好“甘”、“柔”，因此今世缘的产品符合省内消费者偏好。与今世缘不同，洋河除微分子系列外，蓝色经典系列与洋河大曲系列几乎每个产品都分为 40-45 度的中度白酒和 52 度的高度白酒，这与洋河深度全国化的战略相合。

具体来看：

1) 600 元以上高端价格带：今世缘目前仅国缘 V 系列位于 600 元价格带以上，洋河则推出 6 款高价格带产品，今世缘更为聚焦。

2) 300-600 元次高端价格带：今世缘推出主打产品国缘四开，战术补充新 K 系列，国缘四开价格带位于梦之蓝 M3 和梦之蓝 M6/M6+ 之间，与洋河形成错位竞争。

3) 100-300 元中端价格带：今世缘推出主打产品国缘对开，战术补充雅系列，据调研，该价格带中 250-300 元产品销量最佳，国缘对开的实际成交价位于该区间内，国缘对开主要对标天之蓝，价格略低于天之蓝，更具性价比。

表 11：今世缘聚焦中度白酒，与洋河差异化竞争

价格带	洋河产品	规格ML	浓度	零售价	今世缘产品	规格ML	浓度	零售价			
600元以上	梦之蓝手工班(2020版本)	500	52	2388	国缘V9	500	52	2299			
			45	1000	国缘V6				500	49	1679
	梦之蓝M9	500	52	1200							
	徽客V6	500	43.8	698							
	洋河无忌·盛时	500		888							
	梦之蓝M6+	550	40.8	680	国缘V3	500	40.9	888			
			52	788							
梦之蓝M6	500	40.8	580								
		52	630								
300-600元	梦之蓝M3	500	40.8	388	国缘K5	500	42	588			
			45	398	国缘K3				500	42	496
			52	438							
	梦之蓝M1	500	45	368							
			52	380							
	洋河无忌	500	43.8	358	国缘四开	500	42	468			
	天之蓝	520	42	328	今世缘A9	500	42	358			
			52	409							
			42	295							
			46	349							
天之蓝	480	52	399	今世缘典藏20年	500	42	308				
		42	279								
		52	310								
100-300元	海之蓝	375	42	126	国缘对开	500	42	288			
			52	146	国缘柔雅				500	42	258
			42	156	今世缘典藏15年						
		46	156	国缘单开	500	42	208				
		52	186	国缘淡雅				500	42	168	
		42	166	今世缘典藏10年	500	42	125				
	52	196	今世缘A6	500				42	229		
	洋河大曲1979	500	38		120	今世缘A3	500			42	158
			42	120							
	100元以下	洋河大曲蓝瓷	480	42	94	今世缘典藏5年	500	42	88		
52				99							
洋河大曲青瓷		500	42	74	今世缘·天和	500	42	78			
			52	79							
洋河大曲		375	42	35	今世缘·地和	500	42	58			
			52	37							
洋河小曲		500	42	42	42度高沟大青花	500	42	17.7			
	42		40								

资料来源：京东官方旗舰店，饿了么，浙商证券研究所整理

3.2.2. 产品体系升级，大单品持续提价

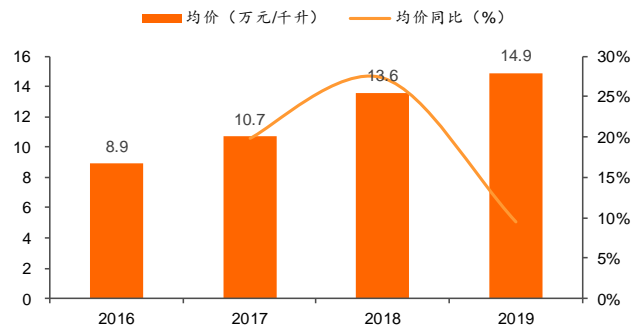
今世缘聚焦中高价格带战略大单品，产品结构持续升级。2016年以来，今世缘持续扩大中高档产品市场，聚焦战略大单品发展，打通省内外今世缘主导产品，逐步整合淘汰规模小和形象差的区域产品，2019年上半年精简28个区域产品，因此特A+类和特A类产品销量及销售收入比重持续提升，2019年，特A+类和特A类产品销售占比52.28%、销售收入占比87.47%，其中国缘系列收入占比约为70%。产品均价由2016年8.9万元/千升提升至2019年14.9万元/千升，年复合增长率达18.74%，整体价格带向上迁移，品牌形象得到提升，有利于长远发展，我们预计国缘系列未来持续放量将进一步带动产品结构实现升级。

表 12：今世缘清晰品牌品类层次，针对性运用不同战略

产品品牌		战略举措
国缘	老K系	率先实现大单品化，加快全区域全渠道深耕做强，持续提升占有率；继续按照“小步快跑”的理念，分季度上调终端成交价格，以稳定提升经销商、终端商毛利水平。
	国缘V系	“V9做形象、V3做销量、V6做补充”差异化产品布局；以南京及苏南等一线发达区域为推广重心，加快战略性培育布局；聚焦突出国缘V9“中国清雅酱香白酒开创者”的差异品类价值；积极渗透转化传统高端酱香消费群体，并从高引导传统高端浓香的消费升级。
	新K系、雅系	注重高端喜庆消费群体的延伸开发，强化淡雅国缘的战术性尖刀定位，对标百元价格带主竞品，瓦解其渠道终端及消费基础。
今世缘	省内市场	“全面主销典15、重点布局典20、战略储备典30”进一步加大力度聚焦推广典15，开辟做大180元价格带。典20产品加快选择消费档次高的苏南、苏中县区市场重点培育布局，积极进入300元以上次高端价格带；另外为顺应消费升级趋势，进一步维持提高今世缘品牌价值感、档次感，还要做好典30的导入上市准备。
	省外市场	“典18树形象、典12做销量、典6抢份额”瞄准定位全国中档中产家庭喜庆100-300元主流消费价格带，相对区域现主销产品从高引领、错位竞争，以期在未来事实消费升级趋势中占得先机。继续加大力度梳理今世缘品牌产品线，整合精简产品数量，力求压缩到40个以内。
	高沟	继续强化青花系列产品的主导地位，形成省内本土市场中低档大众流行酒的认知。

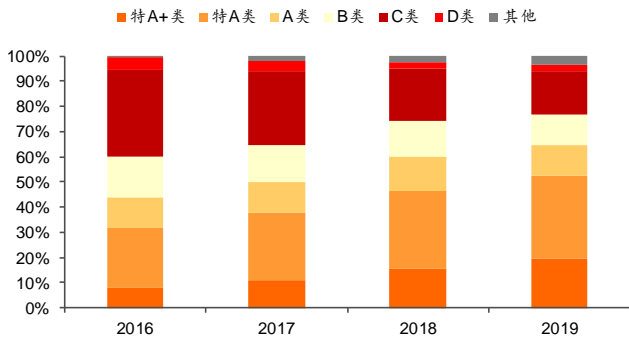
资料来源：2020今世缘发展大会，微酒，浙商证券研究所整理

图 29：今世缘产品结构持续升级，吨价稳定提升



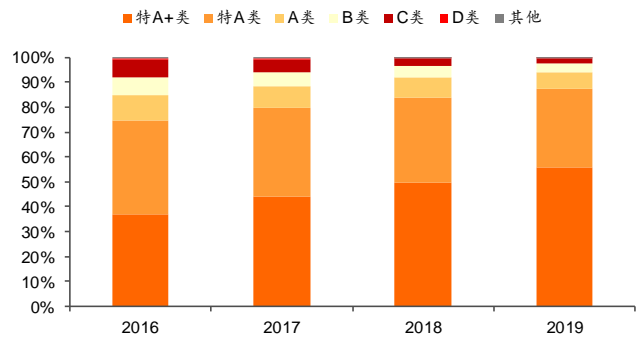
资料来源：Wind，浙商证券研究所整理

图 30：高价格带产品销量比例持续提升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 31：高价格带产品销售收入占比持续提升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 13：近年来产品结构升级明显

	2019						经营策略
	销量(千升)	销量同比(%)	销售收入(万元)	收入同比(%)	均价(万元/千升)	均价同比(%)	
特A+类(国缘)	6,324.9	47.9	271,612.2	47.2	42.9	-0.5%	产品结构变化： 2019年公司聚焦战略单品，占比进一步提高，产品力得到了提升； 经营策略： 公司紧紧围绕“强化竞争导向，把握营销本质，构建核心竞争力”的营销要求，着力深化“五力工程”，“品牌+渠道”双驱动营销体系成效初显，符合消费升级需求的特A+类产品快速增长。
特A类(国缘，今世缘)	10,753.0	27.6	152,795.3	21.0	14.2	-5.2%	
A类(今世缘)	4,061.2	7.2	31,410.3	1.9	7.7	-5.0%	
B类(今世缘)	3,972.6	2.9	16,799.1	1.7	4.2	-1.2%	
C类(今世缘)	5,516.0	-2.5	10,134.8	-6.5	1.8	-4.1%	
D类(高沟)	871.5	22.3	945.5	14.1	1.1	-6.7%	
其他	1,168.5	80.7	1,487.1	-14.0	1.3	-52.4%	
总和	32,667.7	19.4%	485,184.2	30.6%	14.9	9.4%	
	2018						经营策略
	销量(千升)	销量同比(%)	销售收入(万元)	收入同比(%)	均价(万元/千升)	均价同比(%)	
特A+类	4,277.0	41.0	184,525.1	42.7	43.1	1.2%	产品结构变化： 2018年公司聚焦战略单品，升级主导产品，进一步整合淘汰规模小、形象档次低的区域产品，产品结构持续优化，特A+类以上中高档产品占比进一步提高，产品力得到了提升； 经营策略： 公司围绕“强化竞争导向，把握营销本质，构建核心竞争力”的要求，着力实施“五力工程”，全面深化“品牌+渠道”双驱动，形成了今世缘喜庆家、今世缘景区等助力发展的新格局。
特A类	8,427.8	14.3	126,315.7	20.6	15.0	5.5%	
A类	3,787.9	12.7	30,838.8	20.4	8.1	6.8%	
B类	3,859.5	-1.9	16,513.3	3.5	4.3	5.6%	
C类	5,657.5	-30.7	10,837.2	-28.6	1.9	3.1%	
D类	712.4	-31.1	828.5	-24.1	1.2	10.2%	
其他	646.8	10.8	1,728.7	24.7	2.7	12.5%	
总和	27,368.8	-0.4%	371,587.2	26.7%	13.6	27.3%	
	2017						经营策略
	销量(千升)	销量同比(%)	销售收入(万元)	收入同比(%)	均价(万元/千升)	均价同比(%)	
特A+类	3,033.9	34.8	129,308.1	38.3	42.6	2.6%	产品结构变化： 2017年公司聚焦战略单品，打通省内外今世缘主导产品，整合淘汰规模小、形象档次低的区域产品，产品结构持续优化，特A+类以上中高档产品占比进一步提高，提升了产品力； 经营策略： 公司围绕“强化竞争导向，把握营销本质，构建核心竞争力”的要求，着力实施“五力工程”，打造“品牌+渠道”双驱动，初步形成了白酒主业与今世缘喜庆家、今世缘景区等项目融合发展新格局。
特A类	7,376.9	8.6	104,754.3	9.9	14.2	1.2%	
A类	3,360.1	-1.1	25,607.1	-1.9	7.6	-0.7%	
B类	3,935.0	-16.6	15,949.4	-16.1	4.1	0.6%	
C类	8,168.6	-16.8	15,179.1	-12.9	1.9	4.7%	
D类	1,033.8	-26.6	1,091.4	-17.5	1.1	12.5%	
其他	583.9	356.1	1,386.7	9.3	2.4	-76.0%	
总和	27,492.0	-3.6%	293,276.0	15.5%	10.7	19.8%	
	2016						经营策略
	销量(千升)	销量同比(%)	销售收入(万元)	收入同比(%)	均价(万元/千升)	均价同比(%)	
特A+类	2,250.0	22.3	93,493.7	20.9	41.6		产品结构变化： 2016年度，公司按照既定目标策略扎实推进，产品结构持续优化，中高档产品占比进一步提高； 经营策略： 公司深化营销“五力工程”，聚焦主业，聚力创新，持续扩大中高档市场，提高大单品销量。
特A类	6,791.0	9.1	95,325.8	6.3	14.0		
A类	3,398.0	-10.3	26,089.7	-12.1	7.7		
B类	4,719.0	-19.7	19,009.6	-20.0	4.0		
C类	9,814.0	-10.1	17,425.9	-10.6	1.8		
D类	1,409.0	255.8	1,322.5	249.0	0.9		
其他	128.0		1,269.3		9.9		
总和	28,509.0		253,936.5		8.9		

资料来源：浙商证券研究所整理

(1) 两次推出新品牌，升级今世缘和国缘产品体系

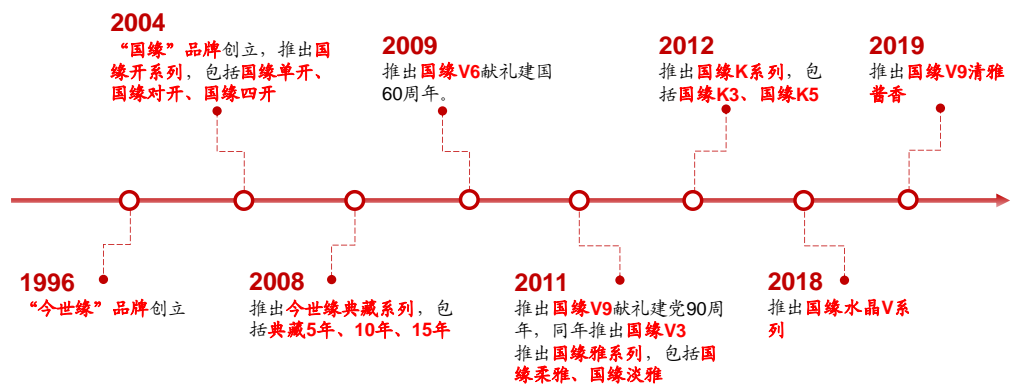
推出新品牌今世缘，打开中高端市场。1996年，高沟酒厂濒临倒闭，高沟品牌的低端形象深入人心，因此公司决定另创新品牌今世缘，开辟新天地。今世缘品牌的创立，摆脱了高沟品牌低端形象影响，打开了中高端白酒市场。

推出分品牌国缘，提前布局次高端赛道。2004年，今世缘开始推出国缘品牌，加码次高端市场，品牌定位逐渐从“江苏高端白酒创导品牌”升级为“中国高端中度白酒创领者”，品牌矩阵进一步完善。国缘分品牌的推出，既解决了布局次高端的长期战略构想，又没有打乱原品牌今世缘的品牌定位，还为未来今世缘系列产品结构的升级打开了空间。

升级今世缘产品体系，推出典藏系列。2008年，今世缘推出典藏5年、10年、15年，目的在于取代星球系列，占位100-300元价格带，全面升级今世缘产品体系。2014年，洋河通过产品重心下移，理顺产品线和价格线，依靠海之蓝（100~200元）和天之蓝（200~300元）在众多白酒企业内率先“逆势复苏”。在海、天系列完成市场培育后，今世缘典藏系列对标海之蓝和天之蓝，采取跟随策略，早年以典藏5年为主打产品，近年逐步升级至典藏10年/15年，实现了销量的突破。

升级国缘产品体系，焕新V系列。2004年国缘品牌创立之初推出老开系列，2009年推出国缘V系列，2018年8月将原国缘V系列升级为国缘水晶V系列，产品包装全面升级，2019年将原国缘V9升级为国缘V9清雅酱香。随着高品质的新系列不断推出、原有系列不断升级，国缘的品牌价值持续提升，销量持续突破，今世缘特A+系列营收占比已提升至56.2%，高价格带产品的推出也为原有产品打开了提价空间。

图 32：不断推出新系列，升级主导产品



资料来源：浙商证券研究所整理

(2) 大单品持续提价，品牌价值不断提升

国缘系列多次提价。2017年以来，国缘对开、四开分别调价6次，占据更高价格带；国缘单开、国缘淡雅、国缘柔雅、国缘K3、K5均有提价行为，有助于提升国缘系列整体品牌形象，提高国缘品牌价值。与此相对，今世缘系列和高沟系列并无提价行为，主要源于三个品牌系列定位有所差异，定位次高端的国缘系列更易通过提价方式同时提高品牌价值、维系消费者。

表 14：2017 年以来国缘系列多次提价

调价时间	调价内容
2017年7月1日起	42度对开国缘终端价格上调10元；42度四开国缘终端价格上调20元
2017年11月1日起	国缘四开终端价上调 20 元/瓶、对开终端价上调15 元/瓶、单开终端价上调 10元/瓶、国缘柔雅上调10元/瓶、淡雅上调5元/瓶
2018年10月1日起	统一上调国缘品牌部分主导产品出厂价，同步调整终端供货价、零售价及团购价，其中四开国缘上调20元/瓶、对开国缘上调20元/瓶、单开国缘上调10元/瓶、国缘K5上调30元/瓶、国缘K3上调20元/瓶、柔雅国缘上调10元/瓶、淡雅国缘上调10元/瓶。
2019年6月25日起	国缘品牌部分主导产品出厂价统一上调，同步调整终端供货价、零售价及团购价，其中四开国缘上调30元/瓶；对开国缘上调20元/瓶。
2020年2月1日起	“国缘”全线产品涨价，其中四开国缘上调20元/瓶、对开国缘上调20元/瓶、单开国缘上调10元/瓶、国缘K5上调35元/瓶、国缘K3上调20元/瓶、柔雅国缘上调10元/瓶、淡雅国缘上调5元/瓶
2020年7月1日起	统一上调国缘品牌部分主导产品出厂价，同步调整终端供货价、零售价及团购价，其中四开国缘上调15元/瓶、对开国缘上调10元/瓶

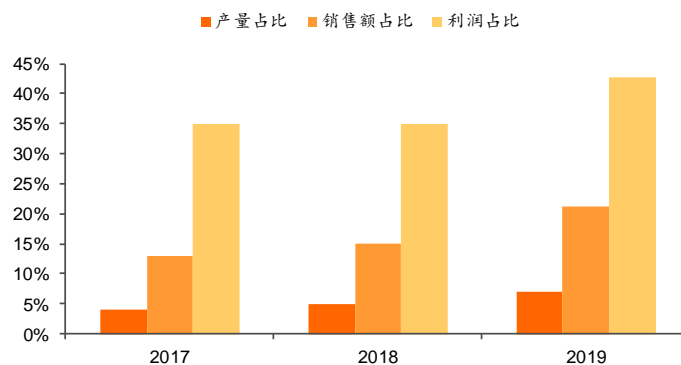
资料来源：浙商证券研究所整理

3.2.3. 产品香型丰富，V 系列或超预期

国缘 V9 布局酱酒赛道，锚定高价位带。2019 年 8 月国缘 V9 正式上市，创新性地推出“清雅酱香”香型，并定价为 2299 元（对标梦之蓝·手工班、梦之蓝 M9、飞天茅台等高端酒）。由于酱酒目前价格带普遍高于浓香型，2019 年以白酒行业 7%的产能，实现了 21.3%的销售收入和 42.7%的利润，因此主打“清雅酱香”的国缘 V9 有理由实行高定价策略，并被消费者所接纳，也为国缘老开系列、新 K 系列打开了提价空间。

酱香热背景下，提前布局酱酒赛道有助于长远发展。在贵州茅台带领下，酱香型白酒已发展出贵州茅台、四川郎酒、贵州习酒、国台酒业和金沙酒业等企业的不同梯度品牌，形成了酱香型白酒品牌矩阵。酱香型白酒具有健康属性、收藏属性、金融属性，酱香热的风口仍将持续。从调研反馈看，一旦消费者饮用 3~5 次酱香型白酒、慢慢地接受和习惯了酱香型白酒以后，口感的偏好习惯将只接受酱香酒，因此酱香型白酒的消费者粘性更高。

图 33：酱香型白酒呈现“高收入、高利润”特点，占比逐年提升



资料来源：酒业咨询，华经情报网，浙商证券研究所整理

由于目前公司重点发力对开四开，市场普遍认为 V3 未来会被洋河梦 6+所压制，发展欠佳，而我们认为作为公司战略单品的 V3 发展势头仍向好，同时 V9 有望乘酱香酒之风，站稳高价位带的同时实现迅速放量，从业绩目标角度及 V 系列发展规划来看，我们

预计 2019-2023 年 V 系列 CAGR 将超 100% (2019 年 V 系列预计白酒收入的 3.5%，2020 年 V 系列目标为业绩翻番，未来 3-5 年将争取实现收入占比达 20%) 未来 V 系列整体表现或超预期。

图 34：V 系列未来发展增速或超预期

	2019	2020	2021	2022	2023
营业收入增速 (%)	30%	11%	21%	23%	86%
对应营业收入 (亿元)	48.7	53.6	65.5	80.4	149.6
公司表示：2020年V系列争取业绩翻番；未来3-5年占收入比或达20%					
预计V系列规模 (亿元)	0.3			16.1	29.9
2019年起CAGR (%)				261.3%	206.1%

资料来源：渠道调研，浙商证券研究所整理，注：营业收入增速参考股权激励及三年翻两番指引

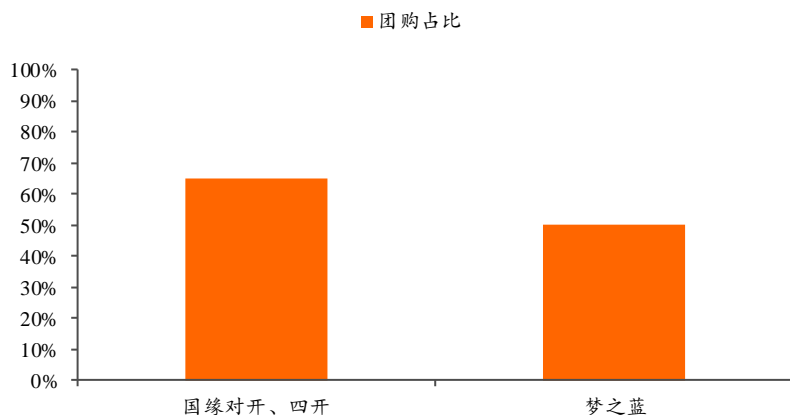
3.3. 渠道力：巩固团购渠道优势，发力流通渠道

今世缘以团购渠道起家，较晚进入流通渠道。分品牌看，国缘主要发力团购渠道，今世缘则发力流通渠道和部分团购渠道。公司对分销、团购商实行多主体、多元化开发模式，从而提高渠道的竞争力。由于国缘品牌产品主要面对政商消费的客户群体，公司主要寻找具有团购资源的经销商，以开设加盟店、开发团购经销商为主；今世缘品牌产品主要面对中档及中低档家庭消费的大众消费群体，渠道主要为餐饮和分销流通。

3.3.1. 重视公关和团购业务，巩固团购优势

国缘系列团购占比较高。据调研，国缘系列的团购占比达到 65% 左右 (既包括直营团购，也包括渠道团购)，显著高于洋河的梦之蓝系列。究其根源，今世缘团购的市场运作更加成熟、政务公关根基较深。政企关系的紧密和谐与公司“讲善惜缘，和谐发展”的企业核心价值观、“广结善缘，回报社会”的企业社会使命相合，是公司高效组织管理能力、切实落实品牌定位的体现。

图 35：国缘对开、四开团购占比高于梦之蓝



资料来源：渠道调研，浙商证券研究所整理

公司长期重视公关和团购业务。在 2005 年之前，今世缘已设立公关部，设有团购专员负责团购业务，各个渠道均发力团购业务，并明确相关职责，给予政策支持和员工激励；针对不同的团购需求，制定差异化团购策略；重点通过对高端人群的公关、送酒并积极赞助公益活动，将社会资源运用到极致，成为江苏省高端接待用酒。以南京地区为例，今世缘长期与南京高端消费领袖互动，大力发展国缘在南京市场的团购渠道，顺利突破南京市场，2019 年公司在南京大区营收占比 26%，位列所有大区榜首。

团购有利于培养核心消费者，带动品牌产品的消费氛围，开辟新市场。针对优质白酒产品在酒店终端高度“碎片化”和核心酒店费用过高的情况下，以团购为代表的复合经营模式通过与核心客户的有效沟通，培养核心消费者，并在餐饮终端自带酒水或点名消费，进而带动品牌产品的消费氛围。团购业务的积极开展、提前布局，既开辟了新渠道、与洋河形成差异化竞争，同时争取意见消费领袖、提高品牌价值，为开辟新市场打下基础。

表 15：今世缘重视公关和团购业务

重点领域	具体内容	
组织结构	2005年前已设立公关部，设有公关专员，分别负责淮安机构、南京机构、大中型企业等各种机构	
员工激励	无底薪+补助+提成，提成为主	
客户关系管理	建立客户数据库，根据相关指标对客户实行分级管理	
各渠道明确团购职责	公关部	掌握企业团购关键人物，做好客户分级、客户联络、客情维护、数据库建立
	商超与酒店促销员	了解需求、宣传团购政策、信息建档、及时送货
	内部员工	对亲朋好友进行关系营销
	经销商	盘点客户资源、客户联络、信息建档、及时送货
	卖场大客户部	公关卖场大客户部经理，做好客情维护
	烟酒专卖店	了解需求、给予政策支持、客情维护
差异化团购策略	即饮	建立长期关系，重点宣传，满足客户利益，送货及时，奖励兑现及时
	送礼	节假日重点公关，制定具有竞争力政策
	福利	找到企业团购关键人物公关，制定具有竞争力政策
核心	通过对高端人群的公关、送酒并积极赞助公益活动，将社会资源运用到极致，成为江苏省高端接待用酒	

资料来源：公开资料整理，浙商证券研究所整理

今世缘团购渠道关注宴席市场。今世缘从品牌定位、色彩选择、广告宣传等角度全方位契合宴席市场。品牌方面，今世缘定位家庭宴席消费；色彩方面，今世缘选用喜庆的红色；广告宣传方面，今世缘陆续打出“家有喜事，就喝今世缘”、“中国人的喜酒”等标志性广告语，奠定宴席市场的中端白酒龙头地位。目前江苏省白酒市场空间约 550 亿，高端白酒占比约 25%，白酒在宴席中消费占比约 30%。今世缘聚焦中端宴席市场，因此不考虑高端宴席市场情况下，粗略测算江苏省宴席市场空间约 124 亿元左右，今世缘仍然大有可为。

3.3.2. 依托“控价分利”模式，发力流通渠道

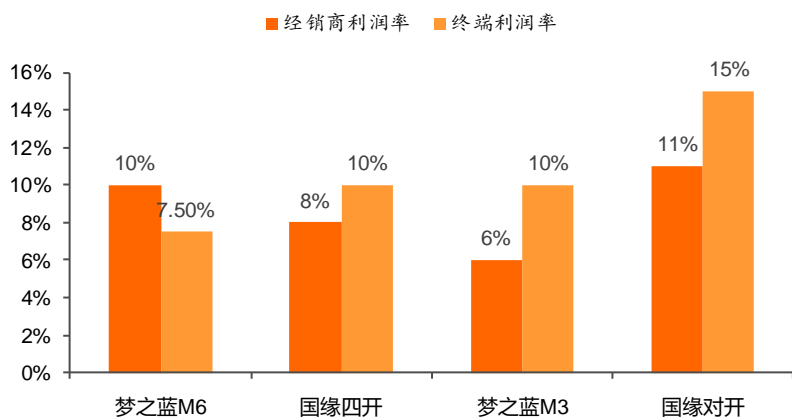
今世缘依托优秀的“控价分利”模式，积极发力流通渠道建设。借鉴五粮液的“控盘分利”模式，今世缘推出“控价分利”模式，通过“控政策”、“控价格”、“控终端”、“控库存”维持良好的市场秩序。在政策统一、价格体系稳定、终端竞争有序、渠道库存良性的情况下，经销商可以获取更高的渠道利润率，大幅提高积极性。由于今世缘在“控价分利”方面做得比洋河更优，因此今世缘的渠道利润率高于洋河，经销商推广产品的积极性更高。

图 36：今世缘实施“控价分利”模式



资料来源：渠道调研，浙商证券研究所整理

图 37：国缘的渠道利润率和终端利润率比梦之蓝更高



资料来源：渠道调研，浙商证券研究所整理

3.3.3. 积极建设新零售渠道，提升营销能力

今世缘积极布局线上新零售渠道。2017 年起，今世缘积极布局线上渠道，与喜庆家微商城、电商主流平台合作，搭建“1+5+新零售”的渠道网络，销售模式向“经销商+直销+线上销售”转变。

表 16：今世缘销售模式演变

	2016	2017	2018	2019
销售模式	“1+1”深度协销模式为主	“1+1”深度协销模式为主，向“经销商+直销+线上销售”的模式转变	“1+1”深度协销模式为主，向“经销商+直销+线上销售”的模式转变	厂商“1+1+N”深度协同模式为主，向“经销商+直销+线上销售”的模式转变
管理方式	分产品、分区域	分产品、分区域	分产品、分区域	分品牌、分产品、分区域
直销目标	商超系统、重点团购客户	商超系统、重点团购客户	商超系统、重点团购客户	重点区域、重点团购客户
直销地区	淮安、南京+上海、北京	淮安、南京+上海、北京	淮安、南京+上海、北京	淮安、南京、苏州+上海、北京
线上渠道	-	与喜庆家微商城、电商主流平台合作	与喜庆家微商城、电商主流平台合作	与喜庆家微商城、电商主流平台合作
渠道网络	-	基本完成了“1+5+新零售”的渠道网络建设	基本完成了“1+5+新零售”的渠道网络建设	基本完成了“1+5+新零售”的渠道网络建设

资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

今世缘拥抱营销渠道变化，积极提升新营销能力。当前电商直播如火如荼，众多品牌选择利用直播进行新品推广，反响较好。今世缘携手著名主持人李响，利用淘宝直播推广国缘 V9 清雅酱香系列，100 份国缘 V9 瞬间秒光，5 分钟连续加货 5 次，2000 瓶国缘 V9 礼盒一扫而空，场观人数高达 28 万。今世缘创新性地利用电商直播渠道进行产品营销，拉近与更多消费群体的距离，加强与年轻消费者的沟通，充分提升了品牌形象和品牌影响力。

4. 省内持续精耕细作，省外市场寻求突破

4.1. 持续深耕省内市场，仍有较大发展空间

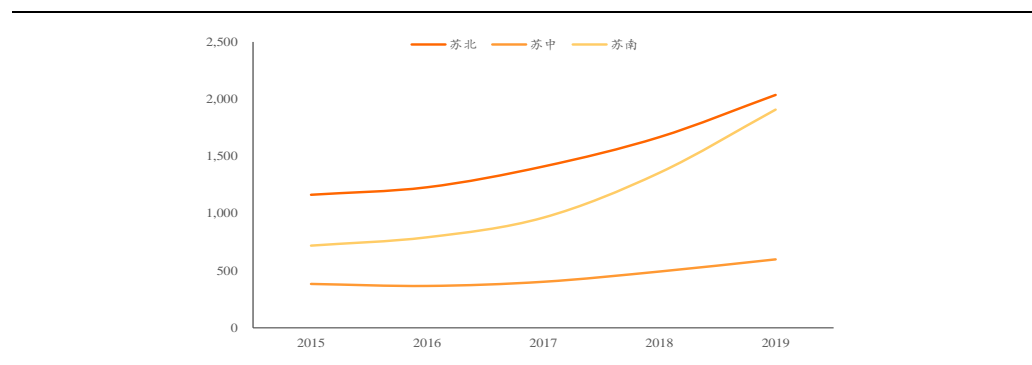
今世缘持续深耕省内市场，收入占比超 93%。当前今世缘的省内发展策略为注重分类精耕、分类施策，按区域市场占有率、对标份额等维度，以县区办事处为单位细分为五种类型。优势市场方面，苏北的淮安、宿迁地区为今世缘的传统优势市场，近年来南京市场受益于国缘系列的迅速放量而增长迅速。潜力市场方面，苏中及苏北地区由于人均消费水平仍有较大提升空间，因此想象空间大，而苏南地区消费持续升级也将使得次高端酒市场不断扩容。考虑到江苏白酒消费升级进程高于全国、核心消费群体数量稳定，高净值人群数量稳步增加，今世缘有望依托差异化品牌布局、产品结构不断升级、深化“控价分利”模式提高渠道利润，目前今世缘省内市占率仍不足 15%，预计未来市占率可提升至 20% 以上（对应百亿规模），省内仍大有可为。

表 17：公司“品牌+渠道”双驱动营销体系效果逐步显现

时间	渠道措施
2015	省内市场全面精耕，省外市场聚焦突破，系统落实深度分销，扎实推进移动访销
2016	“品牌+渠道”双驱动营销体系初步形成，推进渠道下沉，完成了官方商城上线及微商城与京东平台对接
2017	“品牌+渠道”双驱动初见成效，实现了定制酒上线试运营，发挥了电商渠道的价格标杆作用，开展了准直销模式试点，基本完成了“1+5+新零售”的渠道网络建设
2018	深化了“品牌+渠道”双驱动，渠道力方面致力于量质并举，推进了渠道下沉，实现了以厂家办事处主导下的厂商协同作战单元
2019	“品牌+渠道”双驱动营销体系成效凸显，省内全面精耕收效良好，“领跑”“并跑”型市场新增12个总数达28个；省外7个重点省级市场实现销售增长66.2%，逐步呈现由量变向质变转变的态势。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

图 38：2019 年今世缘江苏各地区销售额（百万元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

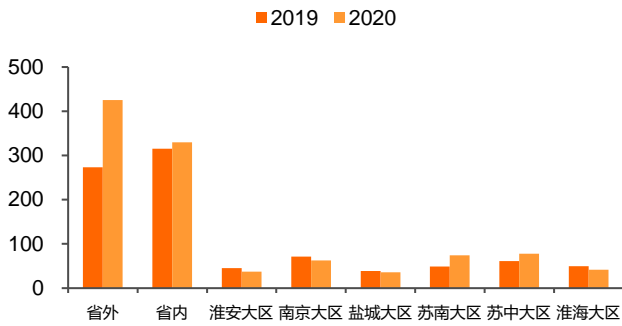
4.2. 聚焦突破省外市场，成效初步显现

省外市场促进突破板块化。今世缘深化“全面规划，重点突破，周边辐射，梯次开发”区域拓展策略，明晰当前“全国化”就是“周边化”、“板块化”的战略方向。我们认为目前省外规模仍较小，参考洋河的体量和省外扩张节奏，预期今世缘百亿体量时（从股权激励角度出发，预计 2022-2023 年可实现）省外占比有望达 8%左右（省外收入规模较 19 年高 3 倍左右），即 2019-2023 年省外市场 CAGR 将超 32%。

4.2.1. 省外市场战略调整，省外占比提升

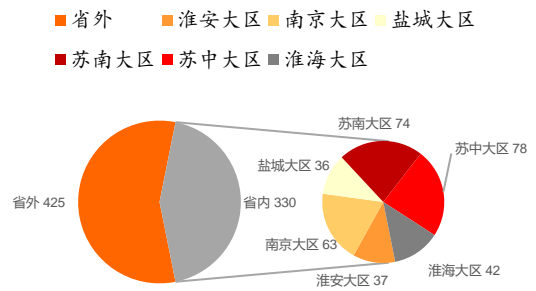
2019 年，今世缘将“省外突破”上升到与“省内精耕”同等重要的战略地位。①从经销商数量来看，2019 年省外经销商的数量已超过省内，省内包括淮安大区、南京大区、淮海大区等多个大区削减经销商数量，彰显公司全力拓展省外市场的决心。②从广告费用上看，公司不断扩大全国性广告费用投放规模，2019 年全国性广告费用达 2.41 亿元，同比增速 106%，占广告费用比重 47%。

图 39：2019 年公司省外经销商规模显著扩张



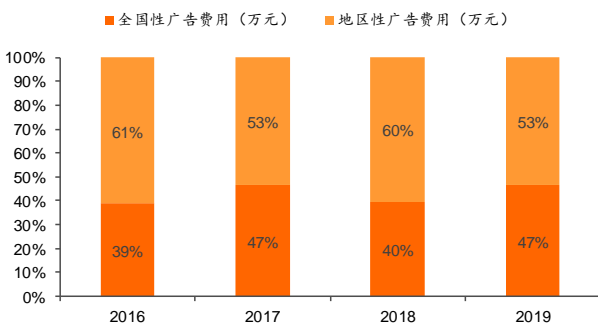
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 40：目前省外经销商规模已超越省内



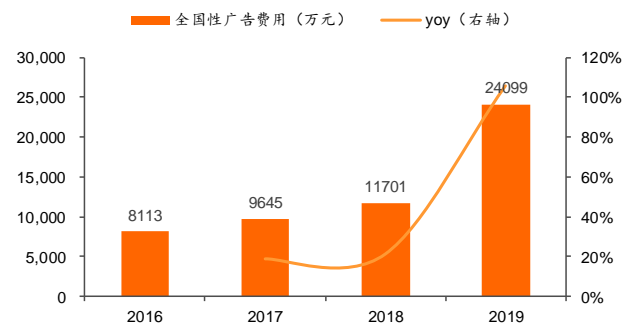
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 41：2019 年全国性广告费用占比近 50%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 42：全国性广告费用维持高增速

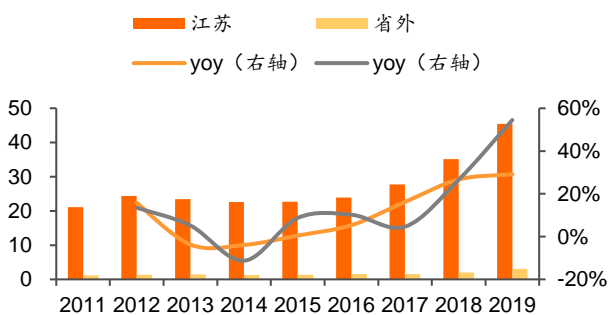


资料来源：Wind，浙商证券研究所

2019 年，公司将省外布局扩张战略由“2+5+N”战略调整为“1+2+4+N”战略。其中，1 是指山东市场，山东市场是公司的省外核心扩张区域，2018 年试点设立“山东大区”，是省外唯一的大区市场；2 是指北京和上海市场；4 是指河南、安徽、江西、浙江的江苏周边市场。

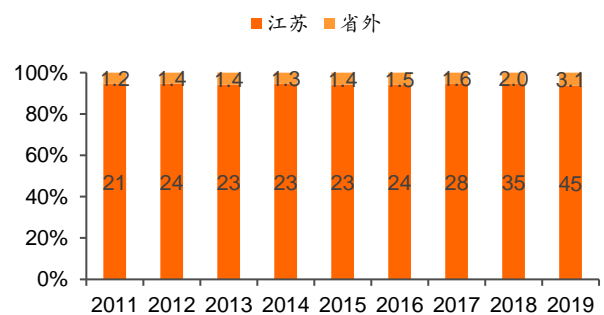
“1+2+4+N”战略推出后，公司省外扩张明显提速。2019 年，公司省外销售额增速高达 55%，较 2018 年提升 28 个百分点；2019 年，公司省外销售占比达到 6.4%，较 2018 年提升 1 个百分点。

图 43：2019 年公司省外市场收入占比提升显著 (亿元)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 44：今世缘省内外营收占比情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

4.2.2. 试点设立山东大区，作为省外突破口

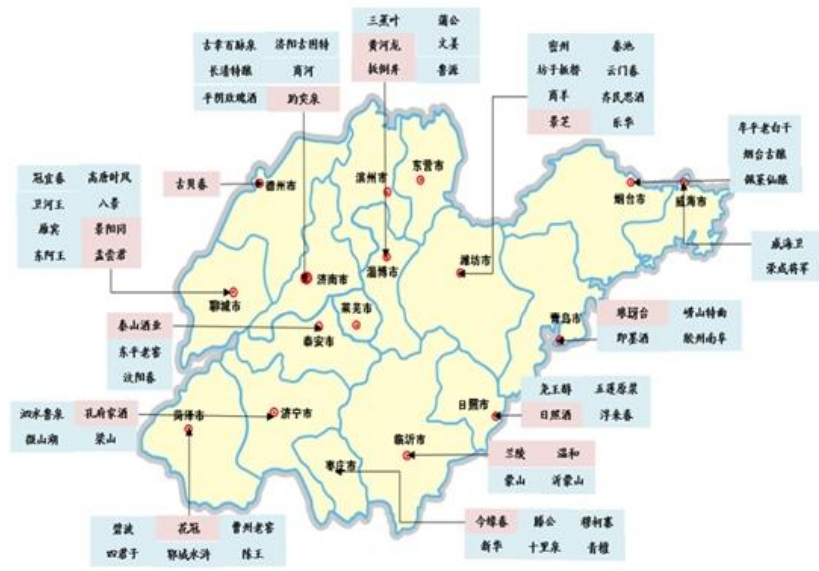
今世缘选择山东作为省外重点突破口。2018年10月，今世缘现金参股山东省景芝酒业，在品牌、营销、管理、人才、资金等方面给予支持，希望借助景芝酒业的品牌和渠道打开山东市场。

今世缘选择山东作为突破口，主要基于地理位置、竞争程度、市场空间、价格带、口味偏好等因素的考量：

1) 地理位置：相较于其他省份，山东离今世缘大本营苏北更近，毗邻重点城市徐州，文化习惯相近，易于进行品牌传播；

2) 竞争程度：山东省白酒行业集中度低，地产酒竞争高度分散，没有特别强势的地产酒，过亿白酒厂商至少28家，但山东省最大的景芝酒业18年收入仅20亿元，洋河18年山东市场规模25亿元；反观安徽，安徽省具有古井贡酒和口子窖双龙头，外省地产酒渗透难度较高。

图 45：山东省白酒行业集中度低，地产酒竞争高度分散



资料来源：公开资料整理，浙商证券研究所整理

3) 市场空间：山东省白酒整体收入规模约300-400亿元，次高端市场空间较大；

4) 价格带：山东白酒价格带不高，百元以下仍是主流，部分核心烟酒店百元以上产品销售额占比超50%，随着消费升级，主流价格带有望向100-300元价格带迁移，今世缘旗下A3、A6、典藏5年、典藏10年，国缘旗下雅系列、国缘单开均位于此价格带，目前今世缘品牌与国缘品牌在山东省内占比平分秋色，未来产品结构有望升级；

5) 口味偏好：山东省偏好低度酒、多饮38度酒，今世缘聚焦中度白酒，主要集中于42度，符合山东省饮酒偏好，相较于其他高度品牌，更易实现市场渗透。

4.2.3. 精选推广产品，携手大商拓省外市场

今世缘与区域大商合作，拓展省外市场。针对安徽、浙江的省外扩张战略，公司采取与区域大商合作的方式，2018年5月公司与浙江商源签署战略合作协议，2019年4月公司与安徽百川签署战略合作协议。

公司针对不同的省份选用不同的产品系列进行扩张：1)今世缘与安徽百川的合作中，国缘系列是双方合作的重点选择。2018年百川名品以国缘老开系列为核心，通过价格体系调整、渠道建设布局、氛围营造等一系列手段，重点打造苏州市区市场，实现核心店打造147家、小网点107家，全年开展各类型品鉴会近200场，实现消费者深度培育，完成销量3000余万元；上海市场也取得不错的开局；2)浙江商源选择代理国缘系列产品，在浙江地区推广，尝试撬开浙江市场；3)由于山东市场价格带不高，公司针对性选用今世缘系列作为山东市场的推广产品。

5. 2020年激励目标有望实现，国缘放量带动结构升级

5.1. 盈利预测

展望2020年：2020年上半年受疫情影响，公司2月份未发货，3月份发货情况恢复50%，4月略低于同期，5月以后逐步恢复正常，预计影响全年至少10%的发货量（原节奏应为一、二季度发货占比为35%、20%），因此我们预计2020年全年销量将与去年持平，但受益于产品结构持续升级（国缘系列持续放量）叠加6月提价将带来提价红利，预计全年产品均价将提升至少10%，2020年股权激励目标或将实现（增速为11%）。具体产品来看：

特A+及特A类产品：特A+产品主要为国缘系列及V系列（占比低），特A产品主要为国缘系列及今世缘系列，其中国缘系列收入占总收入比预计超70%，V系列占国缘系列收入比预计超7%。考虑到疫情虽影响国缘上半年销量，但下半年有望进行回补，预计2020年特A+及特A类产品销量增速有望达到10%以上，同时考虑到国缘产品品牌势能持续释放，我们预计均价仍能实现小各位数增长。综合来看，预计特A+及特A类产品2020-2022年销量及均价CAGR分别约为16%、6%。

A、B、C类产品：今世缘A、B、C类产品主要为主打婚宴场景的今世缘系列，在疫情影响，A、B、C类产品上半年业绩增速均为负数，预计今年全年业绩仍难以回正，考虑到消费升级仍在延续，我们认为未来A类产品结构仍将继续升级，从而实现稳健增长，而B、C、D类产品增速则将放缓。综合来看，预计特A、B、C类产品2020-2022年销量及均价CAGR分别约为3%、6%。

D类产品：D类产品为单价较低、体量较小的高沟系列产品，上半年高沟系列受疫情影响较为严重，预计2020年全年销量及均价增速均难以回正，考虑到其近年来增长势头较快，预计2020-2022年销量及均价CAGR分别约为10%、5%。

综合来看，今世缘短期受益于省内消费率先复苏，公司业绩有望重回高速增长通道；长期双指引或将引领省内外市场表现超预期，业绩发展确定性强。预计公司2020-2022年公司收入增速分别为12.2%、20.9%、22.8%。

表 18：今世缘收入分项预测

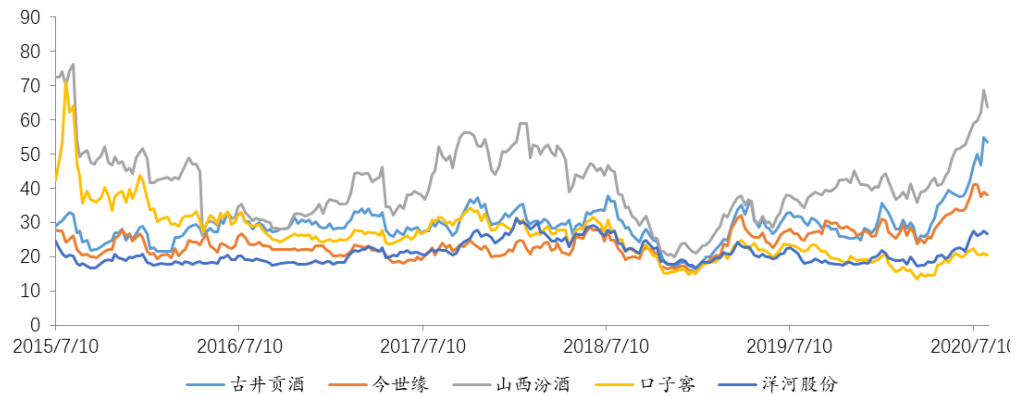
	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,554.4	2,957.5	3,740.9	4,873.6	5,468.5	6,610.8	8,119.4
收入增速%	5.3%	15.8%	26.5%	30.3%	12.2%	20.9%	22.8%
毛利率%	71.0%	71.8%	72.9%	72.8%	72.6%	74.0%	75.1%
白酒							
营业收入(百万元)	2,526.7	2,918.9	3,698.6	4,837.0	5,446.1	6,588.1	8,096.5
收入增速%	5.1%	15.5%	26.7%	30.8%	12.6%	21.0%	22.9%
毛利率%	71.0%	71.7%	72.9%	72.9%	72.6%	73.9%	75.1%
其他							
营业收入(百万元)	15.0	24.7	25.1	21.8	22.4	22.6	22.9
收入增速%	-29.1%	64.8%	1.3%	-13.1%	3.0%	1.0%	1.0%
毛利率%	97.6%	88.4%	89.5%	81.7%	82.7%	83.7%	84.7%
白酒业务拆分							
特A+(国缘)							
营业收入(百万元)	934.9	1,293.1	1,845.3	2,716.1	3,186.0	3,976.1	5,009.9
收入增速%		38.3%	42.7%	47.2%	17.3%	24.8%	26.0%
特A(国缘、今世缘)							
营业收入(百万元)	953.3	1,047.5	1,263.2	1,528.0	1,714.4	2,032.5	2,433.0
收入增速%		9.9%	20.6%	21.0%	12.2%	18.6%	19.7%
A类(今世缘)							
营业收入(百万元)	260.9	256.1	308.4	314.1	307.8	348.7	420.9
收入增速%	-12.1%	-1.9%	20.4%	1.9%	-2.0%	13.3%	20.7%
B类(今世缘)							
营业收入(百万元)	190.1	159.5	165.1	168.0	153.2	154.0	159.3
收入增速%	-20.0%	-16.1%	3.5%	1.7%	-8.8%	0.5%	3.4%
C类(今世缘)							
营业收入(百万元)	174.3	151.8	108.4	101.4	77.0	67.9	63.2
收入增速%	-10.6%	-12.9%	-28.6%	-6.5%	-24.0%	-11.8%	-6.9%
D类(高沟)							
营业收入(百万元)	13.2	10.9	8.3	9.5	7.7	8.9	10.2
收入增速%	249.1%	-17.5%	-24.0%	14.1%	-19.0%	15.5%	15.5%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

5.2. 估值分析

纵向来看，2015 年以来，受益于周期性的弱化白酒板块估值持续提升。横向对比来看，我们对今世缘采用相对估值法。当前同为高成长性区域酒企的古井贡酒 2020/2021 年对应 PE 为 45/36 倍，今世缘对应 PE 为 32/26 倍，结合古井贡酒、今世缘历史 PE 差指标来看，目前 PE 差处于 15 左右，位于近 5 年来最高值，同为高成长性区域性酒企的今世缘有望迎来估值修复。同时，由于今世缘业绩目标、股权激励锚定短期业绩增速，国缘品牌势能释放推动业绩高增，净利润增速来看，市场预计 2020/2021 古井贡酒归母净利润 11%/21%，我们预计今世缘 2020/2021 年利润增速 12%/22%，均快于市场预期。

图 46：区域酒及次高端酒估值情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

图 47：古井贡酒与今世缘估值差



资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

表 19：可比上市公司盈利预测及估值表

日期	2020/08/10		前收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (TTM)	市盈率	EPS			PE		
	证券代码	证券简称					20E	21E	22E	20E	21E	22E
	600519.SH	贵州茅台	1631.0	20488.6	34.9	49.7	37.5	44.7	52.2	43.5	36.5	31.3
	000596.SZ	古井贡酒	207.3	1043.9	3.9	49.8	4.6	5.7	6.7	44.6	36.4	30.8
	000858.SZ	五粮液	207.3	8045.0	4.8	46.2	5.3	6.4	7.5	39.3	32.6	27.6
	600809.SH	山西汾酒	167.2	1457.5	2.6	75.2	2.8	3.5	4.1	59.9	48.1	40.4
	002304.SZ	洋河股份	131.3	1978.4	4.9	26.8	5.1	5.8	6.5	25.6	22.7	20.4
	000568.SZ	泸州老窖	111.0	1625.9	3.3	35.0	3.6	4.4	5.3	30.7	25.1	21.1
	000799.SZ	酒鬼酒	65.2	211.9	1.0	70.7	1.1	1.4	1.8	58.8	45.9	35.8
	平均值									43.2	35.3	29.6
	603369.SH	今世缘	42.4	531.7	1.1	36.5	1.3	1.6	2.0	32.0	26.0	21.2

资料来源：公司公告，浙商证券研究所整理

6. 风险因素

海外疫情风险

若受海外疫情影响致国内二次爆发或防控升级，对餐饮和消费场景造将影响白酒整体动销恢复。

国缘动销情况不及预期

受疫情影响，国缘系列动销不及预期，导致均价有上涨不及预期风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	6491.0	8427.1	9831.4	11875.6	营业收入	4869.9	5468.5	6610.8	8119.4
现金	1607.2	3041.7	3527.2	5529.9	营业成本	1325.1	1496.7	1720.4	2019.2
交易性金融资产	2591.4	1426.1	2008.7	1717.4	营业税金及附加	881.1	989.5	1196.1	1469.1
应收账款	32.2	198.7	329.4	463.9	营业费用	852.9	847.6	1057.7	1339.7
其它应收款	13.7	21.3	21.9	27.1	管理费用	206.9	229.7	264.4	312.6
预付账款	23.5	18.4	21.3	28.6	研发费用	14.2	16.0	19.3	23.7
存货	2150.9	2429.5	2792.5	3277.5	财务费用	(49.7)	(30.3)	(44.7)	(63.4)
其他	72.1	1291.3	1130.3	831.2	资产减值损失	0.0	15.7	21.3	16.5
非流动资产	3571.3	3185.7	3670.9	3989.9	公允价值变动损益	144.4	144.4	144.4	144.4
金额资产类	0.0	421.6	362.4	261.4	投资净收益	173.2	149.4	165.5	162.7
长期投资	15.2	12.1	12.8	13.4	其他经营收益	17.5	11.5	13.4	14.2
固定资产	1026.2	1150.3	1325.8	1516.4	营业利润	1978.1	2208.9	2699.4	3323.2
无形资产	129.3	117.4	113.5	113.0	营业外收支	(9.6)	(9.9)	(10.2)	(10.5)
在建工程	96.8	397.5	558.0	526.4	利润总额	1968.5	2198.9	2689.2	3312.6
其他	2303.8	1086.8	1298.4	1559.5	所得税	483.7	540.3	660.8	814.0
资产总计	10062.3	11612.8	13502.4	15865.5	净利润	1484.8	1658.6	2028.4	2498.7
流动负债	2777.7	3274.8	3819.3	4490.1	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	归属母公司净利润	1484.8	1658.6	2028.4	2498.6
应付款项	276.4	368.0	402.5	463.4	EBITDA	2047.9	2253.9	2740.1	3362.3
预收账款	1304.0	1561.1	1908.2	2278.6	EPS (最新摊薄)	1.2	1.3	1.6	2.0
其他	1197.3	1345.7	1508.6	1748.2	主要财务比率				
非流动负债	78.3	37.6	44.3	53.4		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
其他	78.3	37.6	44.3	53.4	营业收入	30.3%	12.3%	20.9%	22.8%
负债合计	2856.0	3312.4	3863.6	4543.4	营业利润	30.5%	11.7%	22.2%	23.1%
少数股东权益	0.0	0.0	0.1	0.1	归属母公司净利润	29.0%	11.7%	22.3%	23.2%
归属母公司股东权益	7206.3	8300.4	9638.8	11322.0	获利能力				
负债和股东权益	10062.3	11612.8	13502.4	15865.5	毛利率	72.8%	72.6%	74.0%	75.1%
					净利率	30.5%	30.3%	30.7%	30.8%
					ROE	22.3%	21.4%	22.6%	23.8%
					ROIC	20.4%	19.7%	20.7%	21.6%
					偿债能力				
					资产负债率	28.4%	28.5%	28.6%	28.6%
					净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					流动比率	2.3	2.6	2.6	2.6
					速动比率	1.6	1.8	1.8	1.9
					营运能力				
					总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6
					应收账款周转率	117.2	138.3	119.7	124.3
					应付账款周转率	7.7	6.8	6.8	7.0
					每股指标(元)				
					每股收益	1.2	1.3	1.6	2.0
					每股经营现金	1.0	1.3	1.5	1.9
					每股净资产	5.7	6.6	7.7	9.0
					估值比率				
					P/E	35.8	32.1	26.2	21.3
					P/B	7.4	6.4	5.5	4.7
					EV/EBITDA	18.0	21.6	17.4	13.7

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>