

主攻喜宴细分市场，省外区域亟待开拓

增持 首次

目标价格：暂无

报告摘要：

- **苏酒第二品牌，差异化定位于“缘”文化，主攻细分喜宴市场：**公司为江苏地产白酒，系老品牌高沟发展而来。去年收入 25 亿，同比小幅下滑 3%，其中收入的 94%来自省内地区。公司在品牌诉求上着力于差异化的“缘”文化，切入喜宴细分市场，不断通过广告投放与事件营销来提升品牌影响力，去年终端价约 100-300 元的 A 类产品销量增长 22%。公司在上市前即对高管与中基层骨干做了股权激励；
- **省内市场品牌与渠道根基牢固，未来仍有继续挖潜空间：**截至 12 年底公司按收入计算的省内市场份额为 9%（同期洋河为 40%，汤沟为 3%）。公司在规模上不及洋河，但也遥遥领先其他小品牌。江苏民营经济发达，居民收入增速快，未来白酒市场仍将继续扩容。而公司通过分级开发+精耕细作，合理分配人力物力，根据品牌资源选择不同经销商，通过挤占小品牌空间来不断实现省内市占率的提升；
- **省外市场不断加大投入，未来省外开拓值得期待：**公司去年省外实现收入 1.4 亿，同比增长 5.5%，在行业中较为难得。省外按区域设立营销中心，配合经销商共同开发市场。营销策略上聚焦缘文化，广告投放针对省外，近 700 销售人员中 300 在省外。公司在省外计划做到“重点突破、周边辐射”，以北京上海为全国标杆市场，重点开发并做强战略市场，并带动其他市场增长，未来省外开拓值得期待；
- **募投项目加大优质原酒生产与全国营销网络建设：**1) 优质原酒产能不足已成为制约，公司拟通过技改，将优质原酒产能由 6000 吨增至 9000 吨，以促进产品结构升级，更好的满足市场需求。2) 公司拟在未来 4 年内，设立营销网络统管指挥中心，在全国布设 400 个专卖店，设立 10 个省外办事处，并在省内、华东、华中、华北、华南等 5 个区域建设区域营销中心，以加快对省外市场的开拓；
- **盈利预测及投资建议：**预计 14-16 年收入分别为 23.4 亿、24.1 亿和 26.0 亿，YOY 为-7.0%、3.0%和 7.8%；归母净利润分别为 6.3 亿、6.5 亿和 7.1 亿，YOY 为-7.8%、4.1%和 8.8%；EPS 分别为 1.25 元、1.30 元和 1.42 元，首次给予“增持”评级。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	2,594	2,515	2,339	2,410	2,598
增长率 (%)	15.7%	-3.0%	-7.0%	3.0%	7.8%
归母净利润(百万)	677	681	628	654	711
增长率 (%)	26.9%	0.7%	-7.8%	4.1%	8.8%
每股收益	1.504	1.514	1.251	1.302	1.417
市盈率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

食品饮料行业研究组

分析师：

陈嵩昆(S1180513080001)

电话：021-65051182

Email: chensongkun@hysec.com

研究助理：

刘洋

电话：021-65051175

Email: liuyang1@hysec.com

基本信息

发行前股本 (万股)	45000
本次发行总股数 (万股)	5180
公司股东拟发售股份数量 (万股)	0
募集资金 (万元)	87697.4
行业	食品制造业
日期	2014/6/30

数据来源：宏源证券研究所

相关研究

- 《汤臣倍健：业绩继续高增长，估值有提升空间》
2014/6/30
- 《食品饮料行业周报：聚焦龙头，把握过度悲观带来的机会》
2014/6/30
- 《龙大肉食：区域屠宰龙头，关注渠道下沉扩张》
2014/6/29
- 《乳制品产业链调研：成本下降提盈利，乳品龙头价值凸显》
2014/6/28
- 《食品饮料行业周报：扩充营销网络，茅台销量增长再加码》
2014/6/22

目录

一、“缘”文化切入喜酒市场的知名苏酒品牌.....	5
1、区域品牌力较强，中高端产品+省内销售为主，迎合大众消费	5
2、股东背景横跨政府、创投、咨询公司，公司骨干已完成股权激励.....	10
3、募投项目中加大优质原酒生产与全国营销网络建设	12
二、省内市场仍有提升空间，未来可能填补全国化“喜宴酒”定位空白.....	13
1、江苏省内市场份额仅次于洋河，未来仍有继续挖潜空间	13
2、省外主打喜宴细分市场，加大营销投入，省外开拓值得期待	17
3、整体产品结构在苏酒与徽酒中最高，盈利能力较强	20
三、盈利预测、估值与投资建议	23

图表

图 1: 今世缘白酒产品结构一览	5
图 2: 今年 1Q 收入下滑 17%	6
图 3: 今年 1Q 净利润下滑 13%	6
图 4: 2013 年 C 类产品销量占比最大, 为 41%	6
图 5: 2013 年特 A 类产品收入占比最大, 为 58%	6
图 6: 2013 年 A 类产品销量大幅增长 22%	7
图 7: 2013 年仅 A 类产品收入增长 9%	7
图 8: 2013 年公司收入 94% 来自江苏省内	7
图 9: 去年省内与省外收入分别下滑 4% 与增长 5%	7
图 10: 公司营业利润率与净利率近年来保持提升趋势	8
图 11: 公司经销渠道占比 90%, 团购仅占比 3.5%	8
图 12: 公司主要通过今世缘销售子公司向外销售	8
图 13: 省内各营销中心规模基本均过亿	8
图 14: 省内包括 2 个分公司及 11 家区域营销中心, 各地级市规模基本均过亿	9
图 15: 省外潜力市场主要集中在环江苏的华中与华北地区	10
图 16: 公司股权结构: 股东多元化, 管理层与中基层骨干持股	11
图 17: 公司高管均直接持有公司股份	12
图 18: 公司基酒由对外采购转为自行生产	12
图 19: 公司基酒产能利用率逐年上升, 已超 100%	12
图 20: 公司募投项目一览	13
图 21: 公司品牌影响力较深远	13
图 22: 江苏白酒市场竞争格局	14
图 23: 2012 年按收入计算的江苏白酒市场份额分布	14
图 24: 2012 年按产量计算的江苏白酒市场份额分布	14
图 25: 今世缘与洋河在收入与产量规模上差距较大	15
图 26: 今世缘与洋河品牌诉求不同, 今世缘品牌影响力有提升空间	15
图 27: 今世缘与洋河在省外销售规模上差距较大, 今世缘已着手扩张	15
图 28: 今世缘在渠道建设与创新方面有很多需向洋河学习之处	16
图 29: 江苏白酒产量保持提升, 今年前 4 月增长 14%	17
图 30: 江苏城镇居民可支配收入近年增速较快	17
图 31: 去年公司省外收入增长 5.5%, 较为难得	18
图 32: 今世缘央视广告突出“缘”文化	18
图 33: 内地居民结婚登记对数稳步保持提升	18
图 34: 公司计划在省外开设专卖店的分布	18
图 35: 今世缘销售规模与徽酒接近	18
图 36: 今世缘产品结构高于金种子	19
图 37: 今世缘省外收入占比小, 亟待省外扩张	19
图 38: 今世缘销售模式为深度协销, 徽酒多为深度分销	20
图 39: 公司预收账款去年增长 25% 至 3.8 亿	20
图 40: 公司去年预收款在可比公司中情况较好	20
图 41: 去年吨酒价格小幅下滑 5%	21
图 42: 公司整体吨酒价格在苏酒与徽酒中排第一	21

图 43: 公司毛利率位居苏酒与徽酒榜首, 13 年小幅下降 1pct 至 70.6%	21
图 44: 公司去年加大广告投放, 广告费率增至 14%.....	22
图 45: 公司广告费率在苏酒徽酒中较高.....	22
图 46: 公司去年改变促销方式, 导致促销费下降.....	22
图 47: 公司调整后的销售费用率呈现上升趋势.....	22
图 48: 营业利润率逐年提升, 苏酒徽酒中仅次于洋河.....	23
图 49: 净利率逐年提升, 苏酒徽酒中仅次于洋河.....	23
图 50: 分产品量价拆分预测	23
图 51: 三张财务报表摘要	26

一、“缘”文化切入喜酒市场的知名苏酒品牌

1、区域品牌力较强，中高端产品+省内销售为主，迎合大众消费

公司系苏酒“三沟一河”中的高沟发展而来，目前从高端到低端拥有国缘、今世缘与高沟等知名品牌：

- ◆ 公司产品按档次分为特 A、A、B、C 与 D 五个类别，分别定位不同人群，13 年特 A 类收入占比 58%，C 类销量占比 41%：根据出厂价的不同，公司产品从高端到低端，以此划分为特 A、A、B、C 与 D 五个类别，分别定位不同人群与消费场合。2013 年收入占比最大的是出厂价 100 元以上的特 A 级，为 58%；销量占比最大的是出厂价 8-20 元的 C 类，为 41%；

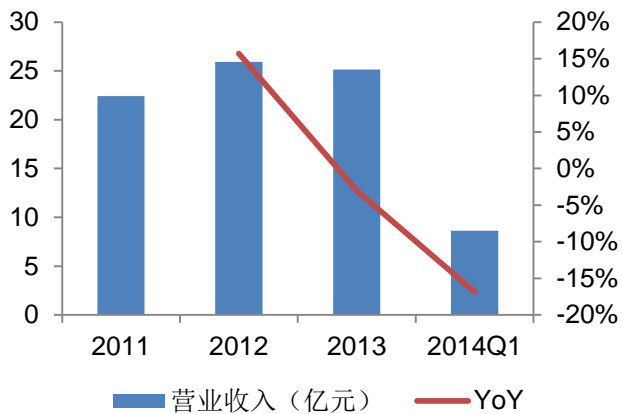
图 1：今世缘白酒产品结构一览

档次	类别	出厂价	终端价 预计	产品	目标人群	2013 年收 入规模及 增速	2013 年销 量占比及 增速
优质产品	特 A 类	100-2000 元	300 元 以上	国缘 V 系列、国缘 K 系列、十五年典藏 及三十年典藏等	企事业单位、政府 机关和高端个人消 费者；商务宴请与 个人收藏	14.34 亿， 占比为 58%，下滑 7%	占比为 17%，下滑 2%
	A 类	50-100 元	100-30 0 元	十年典藏、八年典藏 及五年典藏等	中产阶层和普通企 事业单位；婚宴市 场为主	3.93 亿， 占比为 16%，增长 9%	占比为 12%，增长 22%
	B 类	20-50 元	50-100 元	三年典藏、佳酿系列 及兰纪元等	普通个人消费者； 家庭招待用酒	4.24 亿， 占比为 17%，下滑 2%	占比为 30%，增长 1%
普通产品	C 类	8-20 元	50 元 以下	蓝瓷系列、高沟系列 等	农业生产者、打工 族等低收入消费群 体；农村市场	2.37 亿， 占比为 10%，下滑 1%	占比为 41%，基本 持平
	D 类	8 元以下				217 万，下 滑 17%	下滑 33%

资料来源：招股书，宏源证券研究所

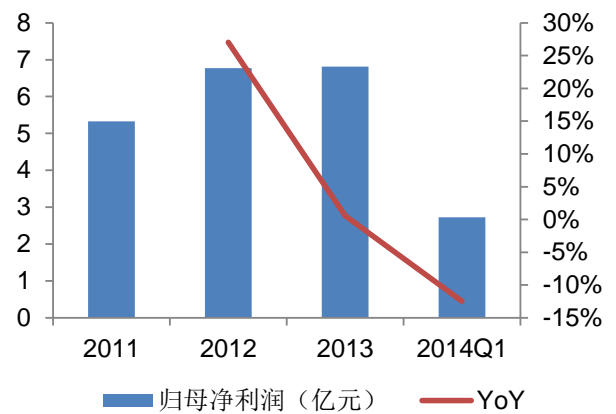
- ◆ 受行业影响，收入和利润增速逐季度放缓：2013 年行业大调整背景下，公司实现收入 25.2 亿，下滑 3%；净利润 6.8 亿，略微增长 0.7%。今年 1Q 收入 8.6 亿，下滑 17%；净利润 2.7 亿，下滑 13%。公司预计今年上半年收入下滑 8%-13%，净利润下滑 6%-10%，今年降幅呈现逐季度收窄的态势；

图 2: 今年 1Q 收入下滑 17%



资料来源: 招股书, 宏源证券研究所

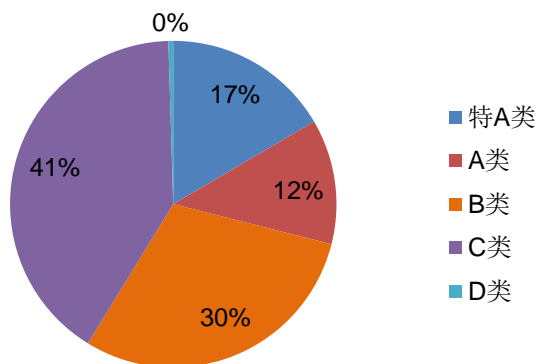
图 3: 今年 1Q 净利润下滑 13%



资料来源: 招股书, 宏源证券研究所

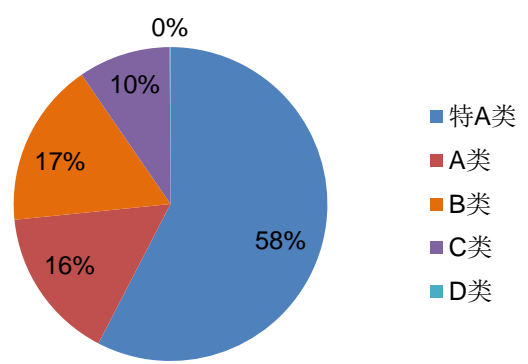
- ◆ 2013 年大众价位的 A 类产品销量增长 22%，收入增长 9%，是去年收入唯一增长的系列: 公司去年加大开拓婚宴市场, 终端价 100-300 元的 A 类产品销量大幅增长 22%，收入增长 9%，是收入唯一增长的系列。高端的特 A 类受行业调整影响, 销量下滑 2%，低端的 D 类销量下滑 33%，占比已很小;

图 4: 2013 年 C 类产品销量占比最大, 为 41%



资料来源: 招股书, 宏源证券研究所

图 5: 2013 年特 A 类产品收入占比最大, 为 58%



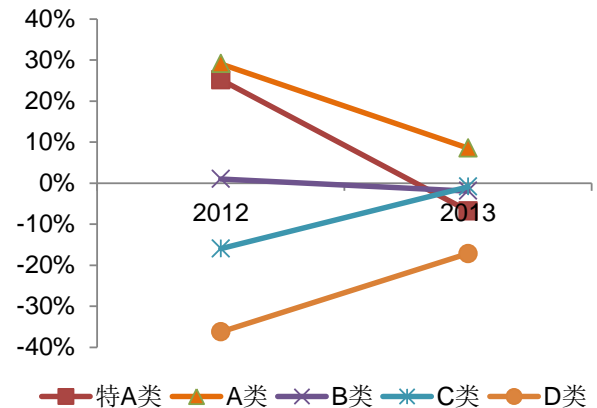
资料来源: 招股书, 宏源证券研究所

图 6: 2013 年 A 类产品销量大幅增长 22%



资料来源: 招股书, 宏源证券研究所

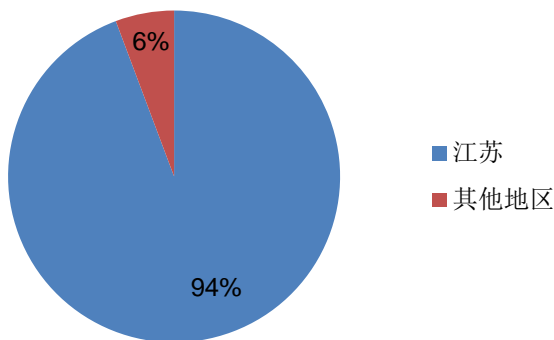
图 7: 2013 年仅 A 类产品收入增长 9%



资料来源: 招股书, 宏源证券研究所

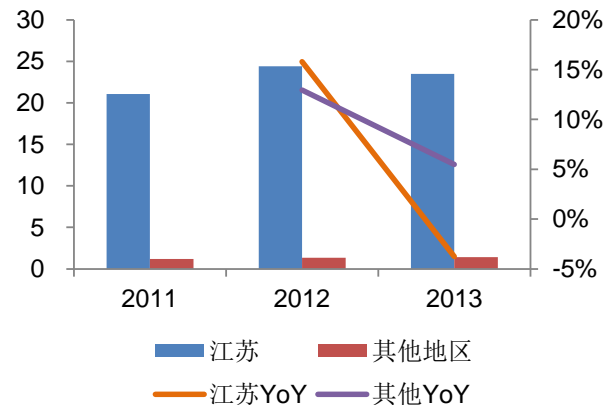
- ◆ 公司收入 94%来自江苏省内, 去年省内收入下滑 4%, 省外收入增长 5%: 作为区域型白酒, 江苏市场是公司收入的主要来源, 去年收入占比为 94%。去年省内收入下滑 4%, 而省外市场由于公司积极开拓且基数较小, 增长 5%;

图 8: 2013 年公司收入 94%来自江苏省内



资料来源: 招股书, 宏源证券研究所

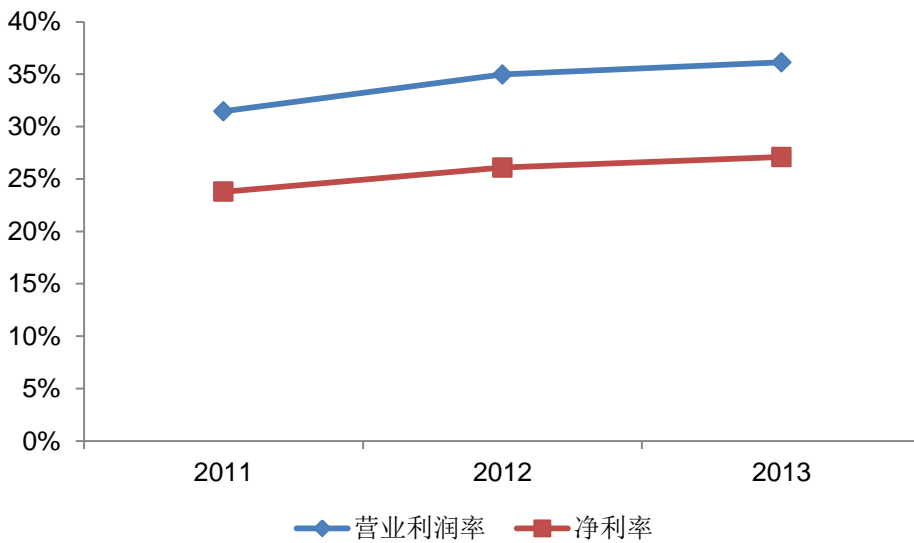
图 9: 去年省内与省外收入分别下滑 4%与增长 5%



资料来源: 招股书, 宏源证券研究所

- ◆ 公司营业利润率与净利率近年来保持提升趋势: 公司近年来盈利能力一直保持提升的态势, 营业利润率由 11 年的 31%提升至 13 年的 36%, 净利率由 11 年的 24%提升至 13 年的 27%。

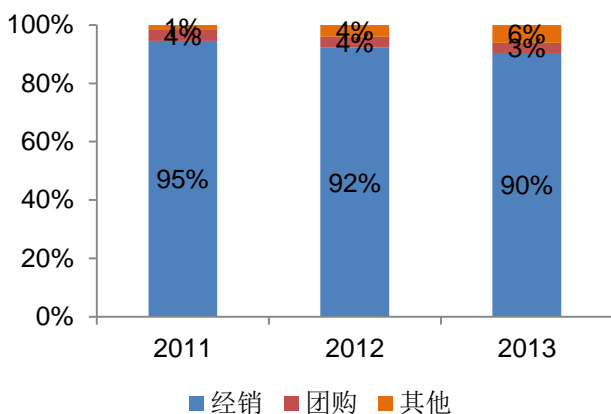
图 10: 公司营业利润率与净利率近年来保持提升趋势



资料来源: 招股书, 宏源证券研究所

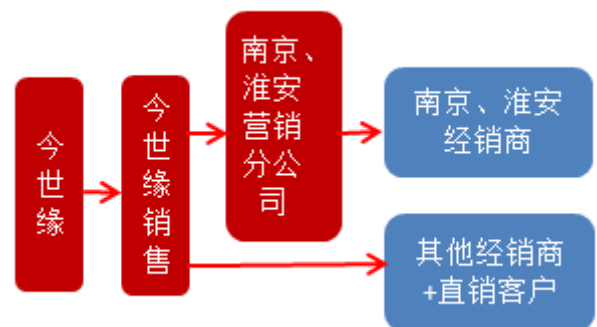
- ◆ **公司经销商渠道占比 90%，采用深度协销模式与经销商合作开发市场：**公司主要依靠经销商渠道，收入占比 90%，团购占比很小，为 3.5%。公司将市场按区域划分并设立营销中心，负责推进当地市场营销。营销中心与经销商合作开发终端市场，经销商只负责物流与收款，并承担部分市场费用。截至去年底，公司共有 29 个营销中心，其中省外有 16 个。

图 11: 公司经销渠道占比 90%，团购仅占比 3.5%



资料来源: 招股书, 宏源证券研究所

图 12: 公司主要通过今世缘销售子公司向外销售



资料来源: 招股书, 宏源证券研究所

图 13: 省内各营销中心规模基本均过亿

区域	形式	营销中心
江苏	实体分公司	淮安、南京
	区域营销中心	苏州、无锡、常州、镇江、扬州、泰州、南通、盐城、连云港、宿迁、徐州

江苏省外	实体公司	北京、武汉、上海、杭州、莆田、长沙
	安徽营销中心	安徽
	省外其他营销中心	浙江、福建、华中、华南、河北、东北、山东、河南、西北

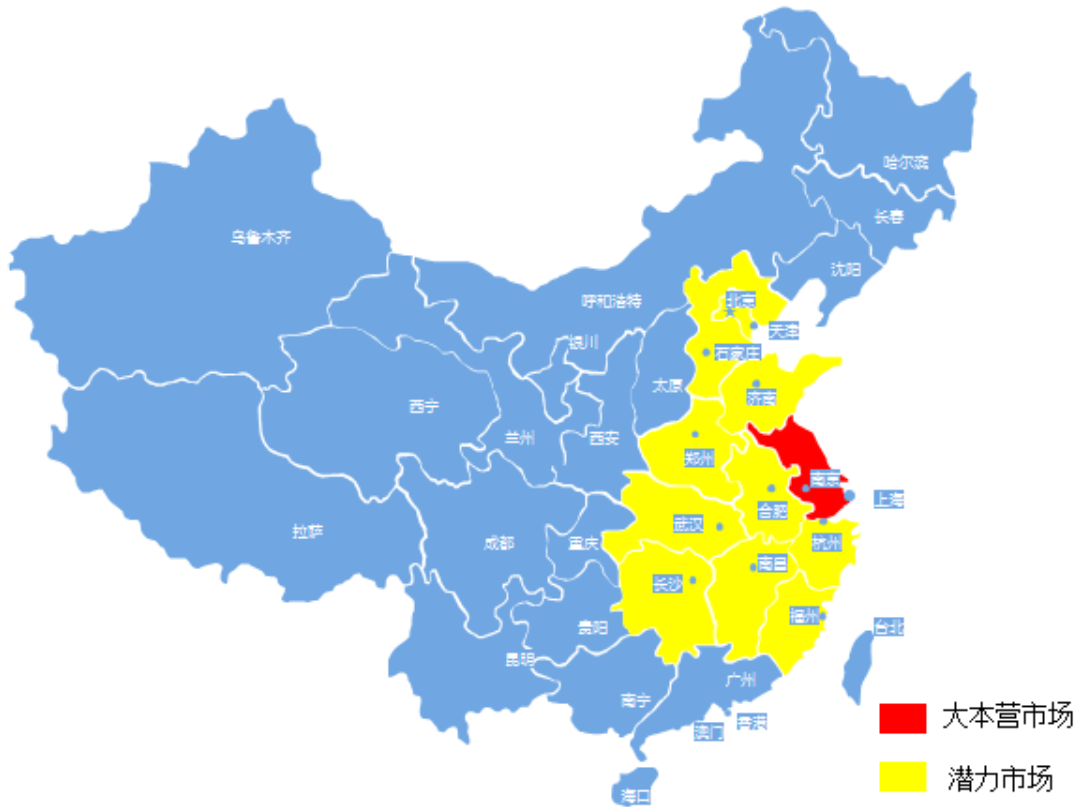
资料来源：招股书，宏源证券研究所

图 14：省内包括 2 个分公司及 11 家区域营销中心，各地级市规模基本均过亿



资料来源：招股书，宏源证券研究所

图 15：省外潜力市场主要集中在环江苏的华中与华北地区

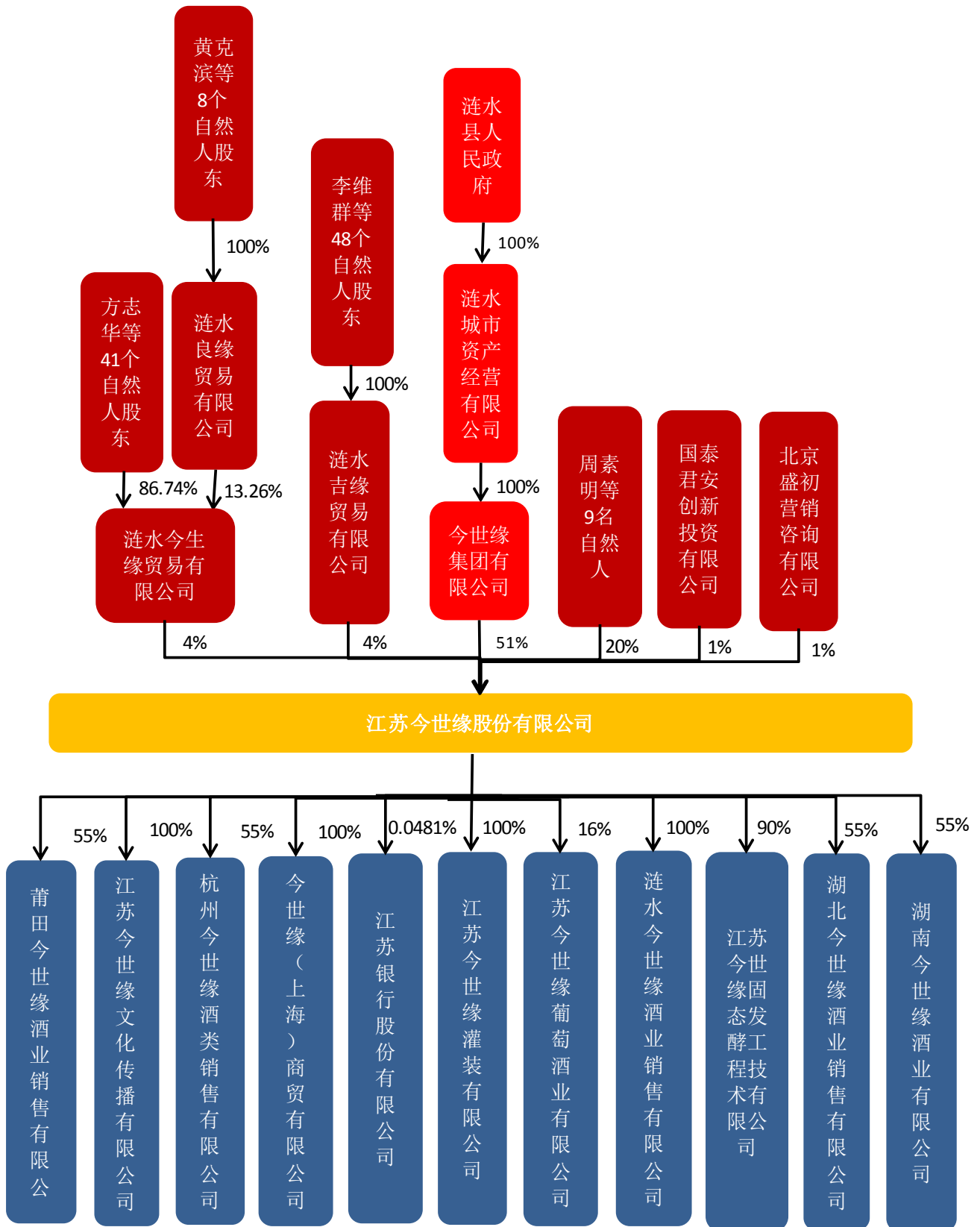


资料来源：招股书，宏源证券研究所

2、股东背景横跨政府、创投、咨询公司，公司骨干已完成股权激励

公司大股东是今世缘集团有限公司，发行前持股 51%，实际控制人是涟水县人民政府。公司管理层与业务骨干持有公司股份，其中董事长周素明等 6 人直接持股共 20%，而中基层骨干通过涟水今生缘与涟水吉缘间接持股共 8%，员工利益与股东实现了较好的绑定。另外，公司股东还包括 PE 与酒水行业知名咨询公司，有助于公司获取各方面资源：

图 16: 公司股权结构: 股东多元化, 管理层与中基层骨干持股



资料来源: 招股书, 宏源证券研究所

图 17：公司高管均直接持有公司股份

公司高管	职务	持股数量（万股）	发行前持股比例
周素明	董事长、总经理	1800	4%
吴建峰	副董事长、副总经理	900	2%
朱怀宝	监事会主席	900	2%
倪从春	董事、副总经理	900	2%
严汉忠	副总经理	900	2%
陆克家	副总经理	900	2%
羊栋	副总经理	900	2%
王卫东	董事、副总经理、财务总监、 董事会秘书	900	2%

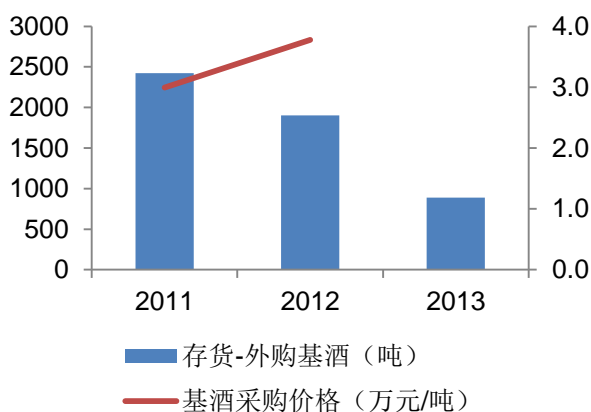
资料来源：招股书，宏源证券研究所

3、募投项目中加大优质原酒生产与全国营销网络建设

公司拟建设酿酒机械化及酒质提升技改工程、信息化建设及科技创新项目与营销网络建设项目这 3 个项目，合计投资总额 9.86 亿，拟使用募集资金投入总额 9.31 亿：

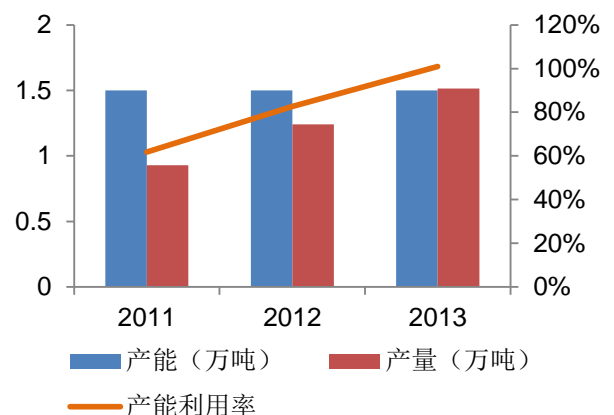
- ◆ **酿酒机械化及酒质提升技改工程：在原酒产能不变基础上增加优质原酒产能：**由于优质原酒产能不足已经构成制约因素，公司拟在压减普优原酒产能的同时增加优质原酒产能，将现有酿酒九个车间从原有 9000 吨普优原酒及 6000 吨优质原酒规模技改为 6000 吨普优原酒及 9000 吨优质原酒规模。同时公司拟通过技改将部分流程进一步机械化与标准化，以促进产品结构升级，更好的满足市场需求；

图 18：公司基酒由对外采购转为自行生产



资料来源：公司招股书，宏源证券研究所

图 19：公司基酒产能利用率逐年上升，已超 100%



资料来源：公司招股书，宏源证券研究所

- ◆ **信息化建设及科技创新项目：更新研发平台和管控架构的信息化系统，打造国内一流的“生物健康食品”研发基地：**公司拟更新建设研发平台和公司整个管控架构的信息化系统，并将分系统延伸到各个营销网点，实现从管理咨询到信息化落地实施的完整解决方案。同时公司拟建设国内一流的“生物健康食品”研发基地，引进适合产业

发展方向的新产品与新工艺，为研究开发生物健康食品及质量控制提供可靠依据；

- ◆ **营销网络建设项目：加大省外市场的专卖店、办事处与区域营销中心建设：**公司产品在省外市场的发展空间巨大，公司拟设立营销网络统管指挥中心，在全国布设 400 个今世缘·国缘旗舰店及加盟专卖店营销网点，计划设立 10 个省外办事处，并在省内、华东、华中、华北、华南等 5 个区域建设区域营销中心。另外还将建设总面积 5 万平方米的租赁转运库房，为未来全国化的推进做好保障。

图 20：公司募投项目一览

序号	项目名称	投资总额（万元）	拟用募集资金投入总额（万元）
1	酿酒机械化及酒质提升技改工程	61600	61600
2	信息化建设及科技创新项目	17000	15000
3	营销网络建设项目	20000	16500
合计		98600	93100

资料来源：招股书，宏源证券研究所

二、省内市场仍有提升空间，未来可能填补全国化“喜宴酒”定位空白

1、江苏省内市场份额仅次于洋河，未来仍有继续挖潜空间

公司在江苏省内市场位居第二，拥有国缘、今世缘与双沟等多个知名品牌，在江苏本地品牌与渠道根基牢固。截至 12 年底公司省内市占率 9%，尚有较大挖潜空间，公司通过精耕细作+分级开发，力求不断提高省内市占率：

- ◆ **公司系“三沟一河”的高沟发展而来，在江苏市场品牌影响力深厚：**公司前身是涟水县的高沟酒厂，高沟酿酒历史可以追溯至汉初。建国后高沟多次获得全国性的荣誉。90 年代初高沟酒厂因经营不善而连续亏损，酒厂管理层与地方政府重新打造今世缘品牌。公司旗下的“国缘”、“今世缘”是“中国驰名商标”，“高沟”是“中华老字号”。由于在江苏市场耕作多年，公司品牌影响力深厚，渠道根基较稳固；

图 21：公司品牌影响力较深远

时间	荣誉
1956 年	高沟酒荣获江苏省人民政府颁发的“酿酒第一”奖旗
1984 年	在全国第四届评酒会上，高沟酒以 95.13 分的成绩名列全国浓香型白酒第二名
1989 年	在全国第五届评酒会上，高沟酒蝉联“国家优质酒”称号
1995 年	高沟酒被国家技术监督局认定为全国浓香型白酒标准样品
2007 年	“今世缘”被国家工商行政管理总局认定为“中国驰名商标”
2010 年	“国缘”被认定为“中国驰名商标”；“高沟”被国家商务部认定为“中华老字号”

资料来源：网络公开资料，宏源证券研究所

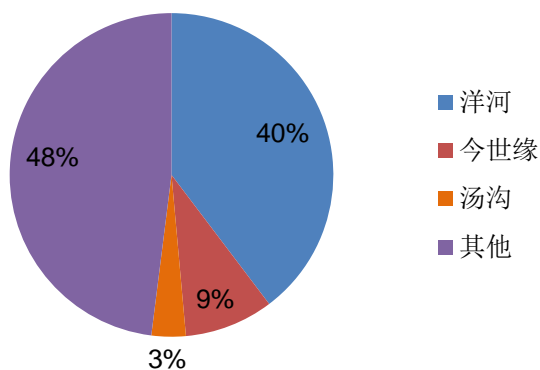
- ◆ **苏酒竞争力强，在与外来酒竞争中整体占优，公司省内市场份额目前位居第二，仅次于洋河：**江苏白酒市场主要是苏酒、徽酒与川酒的竞争，整体上看徽酒有下降的趋势，而苏酒在稳定上升，且在高端市场与一线酒的竞争中不落下风。苏酒目前洋河稳居第一，今世缘第二，其他地产品牌如汤沟等单个体量均相对较小。按收入计算的2012年公司省内市占率仅9%，仍有较大挖潜空间。公司目前在省内确立了南京、扬州和淮安等重点战略市场与苏州、无锡、徐州等地区影响较大的市场；

图 22：江苏白酒市场竞争格局

价格带	主要省内品牌	主要省外品牌	竞争格局
次高端 (300-600元)	洋河天之蓝、梦之蓝，今世缘、国缘	五粮液、茅台、泸州老窖、剑南春、郎酒	1、五粮液降价后造成一定冲击，茅五在各自价格带仍有优势，份额较大。但整体上苏酒地位并未下降。 2、国缘主要竞争对手为天之蓝，预计今年以来国缘与天之蓝均有下滑，但降幅逐步收窄
中高端 (100-300元)	洋河海之蓝、双沟、今世缘	老窖特曲、五粮春、古井贡、口子酒	洋河与今世缘为代表的苏酒较强势，分别在商务招待与喜宴市场较有优势
中低端 (50-100元)	洋河、双沟、今世缘	老窖头曲、五粮醇、迎驾、高炉、金种子	洋河与今世缘为代表的苏酒较有优势
低端(50元以下)	洋河、双沟、高沟	金六福、浏阳河、老村长、红星二锅头	品牌繁杂，今世缘在最低端销量下降，有收缩的态势

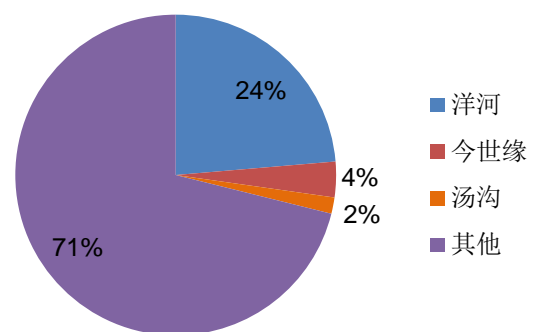
资料来源：网络公开资料，宏源证券研究所

图 23：2012 年按收入计算的江苏白酒市场份额分布



资料来源：Wind，网络公开资料，宏源证券研究所

图 24：2012 年按产量计算的江苏白酒市场份额分布



资料来源：Wind，网络公开资料，宏源证券研究所

- ◆ 与洋河相比，公司在体量与省内外份额等方面差距均较大，但依靠差异化定位在省内外均有较大的增长潜力；公司也需借鉴学习洋河的渠道建设与创新：公司去年收入规模是洋河的 1/6，省内市场份额约洋河的 1/4，省外规模相对洋河的全国化布局更是显著偏小。但从品牌诉求与定位来看，公司这种植根于“缘”文化切入喜宴市场的特性，有助于公司在省内继续提升份额，并且稳步开拓省外市场。另外，洋河在营销网络建设以及渠道创新上的经验也非常值得公司借鉴学习。

图 25：今世缘与洋河在收入与产量规模上差距较大

企业	2013 年收入 (亿元)	2013 收入 YoY	2013 年产量 (万吨)	产能 (万吨)	2014Q1 收入 (亿元)	2014Q1 收入 YoY	省内市占率
洋河	150.24	-13.01%	20.39	原酒 16 多，成品酒 20 多	56.7	-10.33%	40%，江苏省内第一，市场份额稳固，上市以来增长快
今世缘	25.15	-3.02%	3.27	原酒 1.5，成品酒 5.5	8.61	-16.87%	9%，苏酒第二，规模与上面的洋河及下面的汤沟差距都较大

资料来源：招股书，网络公开资料，宏源证券研究所

图 26：今世缘与洋河品牌诉求不同，今世缘品牌影响力有提升空间

企业	主要品牌	产品结构	品牌诉求	品牌影响力
洋河	洋河（蓝色经典）、双沟	中高端收入占比 91%，低端占比 8%，另有 1% 红酒	强调“绵柔型”品质，“蓝色的博大”与“男人的情怀”	品牌影响力很大，过去几年省外市场积极布局，行业高景气时高速成长，品牌力在二线酒中已经不亚于汾酒
今世缘	国缘、今世缘、高沟	特 A 类（300 元以上）占 58%，A 类（100-300 元）占 16%，B 类（50-100 元）占 17%，C 类（20-50 元）占 10%	突出“缘”文化特征，“今世有缘，相伴永远”、“成大事，必有缘”分别是今世缘、国缘的核心诉求	省内品牌力大，全国品牌影响力尚显不足，但随上市完成、央视广告与全国化推广，品牌影响力有望提升

资料来源：招股书，网络公开资料，宏源证券研究所

图 27：今世缘与洋河在省外销售规模上差距较大，今世缘已着手扩张

企业	13 年省外市场收入 (亿元)	13 年省外收入 YoY	13 年省外收入占比	省外主要销售区域	未来省外扩张战略
洋河	54.10	-12%	36.01%	完成全国布局，所有省市均有覆盖，县级市场覆盖 80% 以上	蓝色经典继续深度全国化，大众酒省外主要推广洋河老字号。今年 1Q 省外市场除河南外，均是增长的。O2O 计划在年底前完成全国上线

今世缘	1.42	5.48%	5.66%	周边省份,如安徽、河南、山东	已确定将北京与上海作为全国性形象标杆市场,重点投入资源进行开发,并逐步辐射与带动其他区域。募投项目包括在省外建设 260 家专卖店
-----	------	-------	-------	----------------	---

资料来源:招股书,网络公开资料,宏源证券研究所

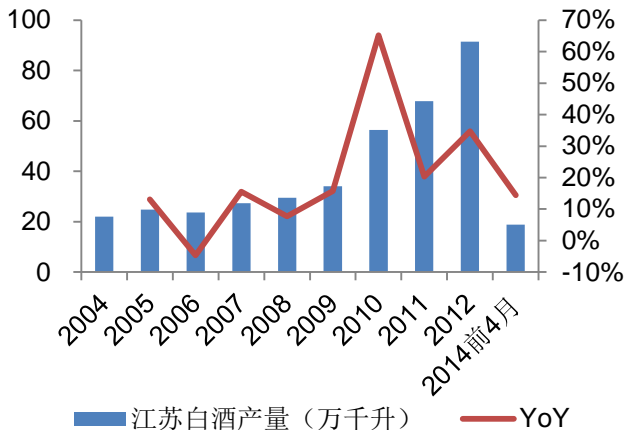
图 28: 今世缘在渠道建设与创新方面有很多需向洋河学习之处

企业	渠道模式	营销策略
洋河	国内白酒行业深度分销的典范,成就过去多年的高速增长。同时积极引入互联网思维,探索 O2O 模式,打通线上线下,目标是 2-3 年内将洋河改造成互联网化企业	变革思维行业领先,除传统的线下营销以外,加速布局“洋河一号”,利用 O2O 来进行互联网营销,年内将覆盖至全国重点城市,且陆续上线大数据系统,未来有望开展精准营销
今世缘	经销渠道为主,全国范围内将按照区域设立营销中心,负责推进当地市场营销。深度协销,直接向终端市场投入资源,经销商主要起物流与收款作用,与经销商共同分担市场费用	以今世缘品牌重点开发婚庆、喜宴的细分市场,以独特的缘文化来聚焦资源和渠道,突破相应的消费群体。通过央视广告投放与以“缘”为核心的事件营销来提升品牌影响力

资料来源:招股书,网络公开资料,宏源证券研究所

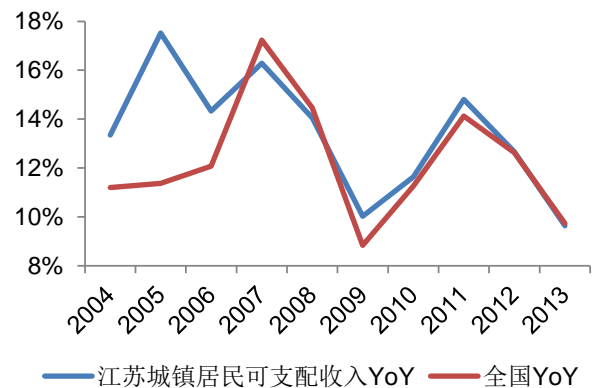
- ◆ **省内市场仍有挖潜空间,公司采取精耕细作+分级开发,以提高省内市占率:**公司在江苏省内市场采取精耕细作,分级开发的策略,突出抓好不同品牌、不同价位段之主打明星产品的打造,对各渠道合理分配人力物力,对分销、团购商实行多主体、多元化开发模式,从而提高渠道的竞争力。公司计划根据品牌选择具有不同资源的经销商。在行业调整期的挤压式竞争中,我们认为公司市占率的提升更多的来自对其他小品牌的挤占;
- ◆ **江苏是白酒消费大省,人均收入高且不断提升,未来江苏白酒市场仍会继续扩容:**江苏是白酒产销大省,2012 全年产量 91.4 万吨,位居全国第四,仅次于四川、山东与河南。今年前 4 月产量同比增长 14%,显著快于行业产量 9%的增速。而江苏整体上人民收入水平较高,且近年来仍维持快于全国平均水平的增速,未来江苏白酒市场仍将继续扩容。

图 29: 江苏白酒产量保持提升, 今年前 4 月增长 14%



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 30: 江苏城镇居民可支配收入近年增速较快



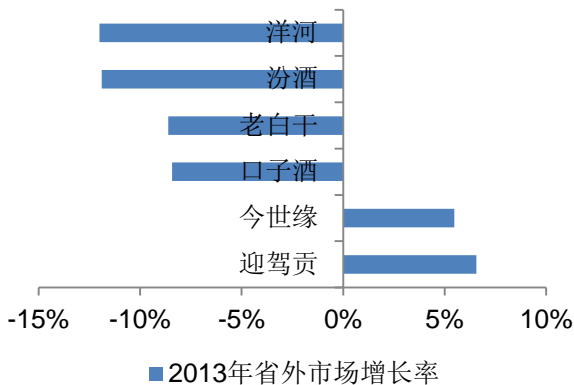
资料来源: Wind, 宏源证券研究所

2、省外主打喜宴细分市场, 加大营销投入, 省外开拓值得期待

去年白酒行业深度调整之际, 众多二三线酒向省内市场收缩防御, 省外收入出现下滑, 而公司凭借良好的品牌与渠道根基, 省外收入实现正增长, 目前白酒中还缺少一款全国化的“喜宴酒”品牌, 公司有望填补这个定位空白:

- ◆ **省外按区域设立营销中心, 配合经销商开发市场, 去年收入 1.4 亿, 增长 5.5%:** 公司在省外市场按照区域与省份设立营销中心, 与经销商一起开发市场, 共同承担市场费用。公司省外收入目前占比较小, 仅为 6%, 去年实现收入 1.4 亿, 增长 5.5%, 未来的发展空间巨大;
- ◆ **省外重点开发婚宴细分市场, 通过央视广告与营销推广来突出“缘”的差异化特征:** 公司将以前世缘品牌重点开发婚庆、喜宴的细分市场, 以独特的缘文化来聚焦资源和渠道, 突破相应的消费群体。公司过去已在省外加大对婚宴市场的开发, 通过专门针对省外市场的央视广告投放, 以及各种以“缘”为核心的事件营销来提升品牌影响力, 去年聚焦在婚宴市场的 A 类产品销量与收入都实现了逆势增长;
- ◆ **省外拓展策略为“重点突破、周边辐射”, 北京上海为标杆市场, 重点投入进行开发, 带动其他区域:** 省外市场策略为“重点突破、周边辐射”, 核心策略为“点上做强, 面上做大”。对市场有效分级, 将重点开发并做强战略市场, 同时对其他市场采取广泛招商、量式增长的模式。公司已确立北京与上海作为全国性形象标杆市场, 重点投入资源进行开发, 并逐步辐射与带动其他区域。募投项目包括在全国建设 400 个专卖店, 其中省外 260 个。公司 683 个销售人员中 300 个在省外。

图 31: 去年公司省外收入增长 5.5%，较为难得



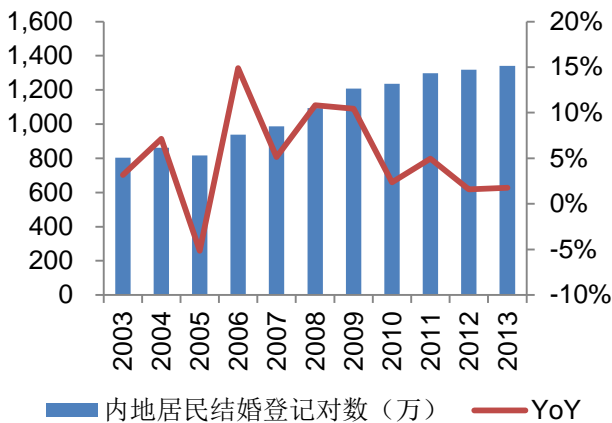
资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 32: 今世缘央视广告突出“缘”文化



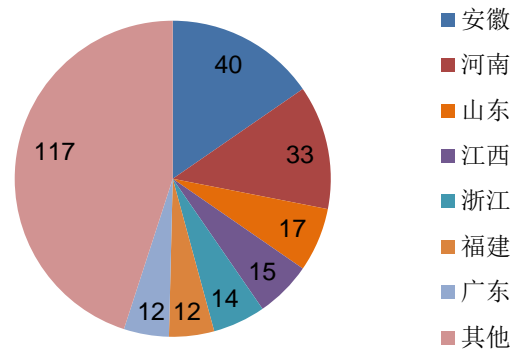
资料来源: CNTV, 宏源证券研究所

图 33: 内地居民结婚登记对数稳步保持提升



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 34: 公司计划在省外开设专卖店的分布



资料来源: 招股书, 宏源证券研究所

从公司在省外计划开设的专卖店分布来看，环江苏市场是开拓的重点，尤其是安徽、河南与山东这样的白酒消费大省。从数据资料可得性角度出发，我们选择徽酒上市公司与今世缘进行对比研究。今世缘产品结构相对符合中端大众消费需求，稳步向外部市场扩张，主要卖点是差异化定位的“缘”文化与喜宴市场，参考金种子和古井贡，今世缘定位清晰价格合理，省外扩张值得看好：

- ◆ 今世缘收入规模更接近金种子，但产品结构显著高于金种子：从收入规模来看，公司在白酒上市公司中恰好排在古井贡与金种子之间，更加接近金种子。但从产品结构来看，金种子低端酒占比较大，而公司产品主打中高端，产品结构更高；
- ◆ 从区域扩张角度看，今世缘的战略类似于古井贡，由点及面向外扩张：金种子在行业调整期受挤压较大，外部扩张受阻，战略收缩回省内。而今世缘扩张战略更加类似于古井贡，坚持向外扩张，优选核心市场，由点及面逐步带动其他潜力市场；

图 35: 今世缘销售规模与徽酒接近

企业	2013年收入(亿元)	2013收入YoY	2013年产量(万吨)	成品酒产能(万吨)	2014Q1收入(亿元)	2014Q1收入YoY	省内市占率
古井贡	45.81	9.14%	6.63	10	14.88	-4.94%	17%，安徽省内第一，地位较稳固，但与其他徽酒规模未拉开差距
金种子	20.81	-9.32%	—	—	5.75	-30.06%	11%，徽酒六朵金花之一，中低端竞争激烈
今世缘	25.15	-3.02%	3.27	5.5	8.61	-16.87%	9%，苏酒第二，规模与上面的洋河及下面的汤沟差距都较大

资料来源：招股书，网络公开资料，宏源证券研究所

图 36：今世缘产品结构高于金种子

企业	主要品牌	产品结构	品牌诉求	品牌影响力
古井贡	古井	高端年份原浆系列，中端淡雅，低端古井大曲等（11年高中低端分别占64%、31%与1%）	“贡献美酒 乐享生活”的理念，以“忠诚、贡献、共享”为特征的“贡献”文化	老八大名酒，90s畅销全国，目前徽酒中唯一全国化做的最好，在华东与河北市场具有一定影响力
金种子	种子、醉三秋	高端徽蕴、醉三秋，中端柔和，低端祥和等（12年销量占比分别为14%、30%与56%）	突出“柔和型”酒的概念，注重用途与品质	在省内市场百元以下的中低端很有影响力，并辐射至周边市场，但在全国市场影响力尚不足
今世缘	国缘、今世缘、高沟	特A类（300元以上）占58%，A类（100-300元）占16%，B类（50-100元）占17%，C类（20-50元）占10%	突出“缘”文化特征，“今世有缘，相伴永远”、“成大事，必有缘”分别是今世缘、国缘的核心诉求	省内品牌力大，全国品牌影响力尚显不足，但随上市完成、央视广告与全国化推广，品牌影响力有望提升

资料来源：招股书，网络公开资料，宏源证券研究所

图 37：今世缘省外收入占比小，亟待省外扩张

企业	13年省外市场收入(亿元)	13年省外收入YoY	13年省外收入占比	省外主要销售区域	未来省外扩张战略
古井贡	-	-	-	主要在华东与华北地区，向其他地区辐射	聚焦区域的策略，以江苏、山东、河南、浙江为核心市场，点状市场有针对性的投入，并稳步辐射至其他潜力市场
金种子	预计不到2	预计下滑10%以上	预计不到10%	周边省份，主要是江苏、河南、江西、湖北等地	去年省外扩张受阻，今年江苏徐州为重点开拓市场，但整体上市场开拓的重点回归至省内，着力深耕大本营市场
今世缘	1.42	5.48%	5.66%	周边省份，如安徽、河南、山东	已确定将北京与上海作为全国性形象标杆市场，重点投入资源进行开发，并逐步辐

					射与带动其他区域。募投项目包括在省外建设 260 家专卖店
--	--	--	--	--	-------------------------------

资料来源：招股书，网络公开资料，宏源证券研究所

图 38：今世缘销售模式为深度协销，徽酒多为深度分销

企业	渠道模式	营销策略
古井贡	深度分销的模式，厂家做市场为主，投入市场费用，保持对终端的掌控；一直强调团购渠道的建设，在省内市场的团购渠道较有优势	通过“三通工程”（“路路通，店店通和人人通”）来实现小区域的高占有，复制局部区域的成功经验，从而打开目标市场；利用品鉴会的方式来促进团购，推动高端产品的销售
金种子	省内市场深度分销，避开省内其他中高端品牌的直接正面竞争，主要是在县城与乡镇渠道有优势，渠道已覆盖到所有的乡镇与自然村	推新品来加大百元价格带的覆盖；由于百元以下市场竞争加剧，在省内市场加大费用投放来保证市场份额
今世缘	经销渠道为主，全国范围内将按照区域设立营销中心，负责推进当地市场营销；深度协销，直接向终端市场投入资源，经销商主要起物流与收款作用，与经销商共同分担市场费用	以今世缘品牌重点开发婚庆、喜宴的细分市场，以独特的缘文化来聚焦资源和渠道，突破相应的消费群体。通过央视广告投放与以“缘”为核心的事件营销来提升品牌影响力

资料来源：招股书，网络公开资料，宏源证券研究所

3、整体产品结构在苏酒与徽酒中最高，盈利能力较强

公司整体上产品结构较高，吨酒价格与毛利率水平在苏酒徽酒中处于最高。公司产品主要定位在大众中高端消费领域的喜宴市场，且近年来保持较大的市场费用投放，因此产品结构升级的能力较强，受行业调整的影响小于其他同区域白酒：

- ◆ **公司去年预收款增长 25%至 3.8 亿，经销商对公司信任度提高：** 去年行业调整北京下，公司预收账款增长 25%至 3.8 亿。对比苏酒与皖酒，可以看到除迎驾以外，预收账款都出现了不同程度的增长。公司预收款增长一方面部分产品采用订单化管理，延长提货周期；另一方面是经销商整体实力增强，对公司信任度提高。行业竞争加剧的背景下，预收款的增加有助于保证公司收入的恢复；

图 39：公司预收账款去年增长 25%至 3.8 亿

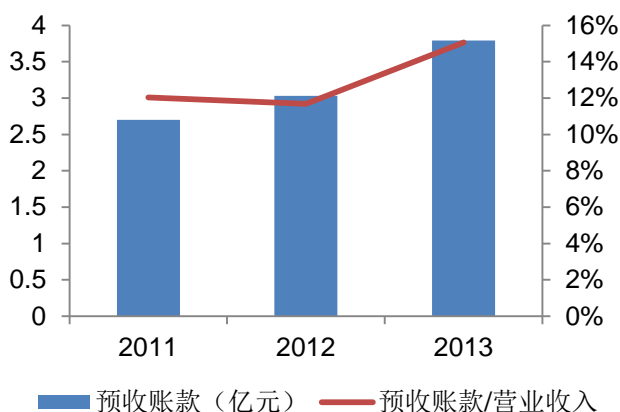
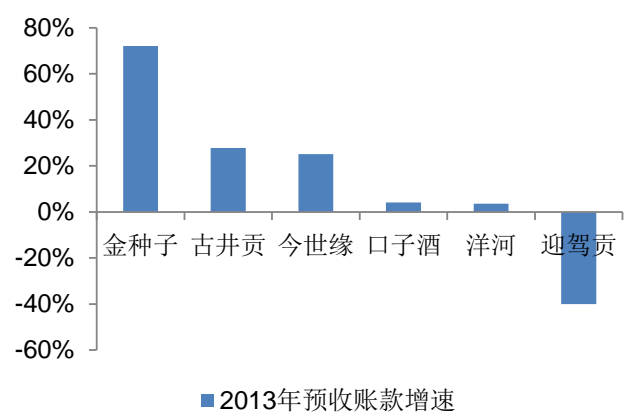


图 40：公司去年预收款在可比公司中情况较好

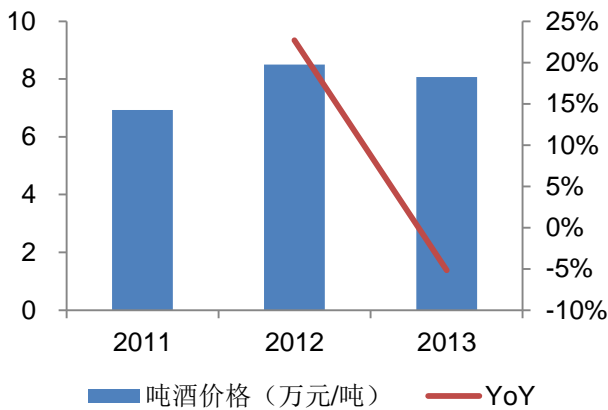


资料来源：公司招股书，宏源证券研究所

资料来源：Wind，宏源证券研究所

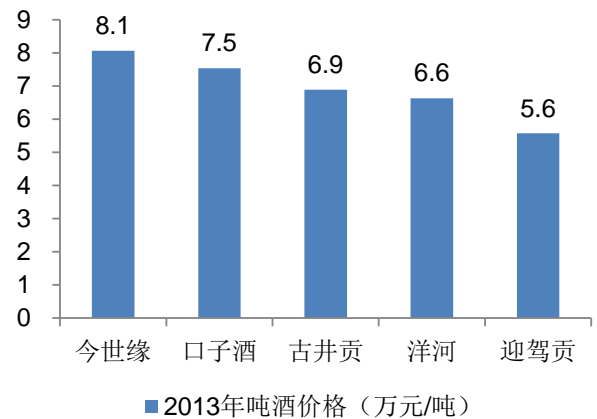
- ◆ **公司吨酒价格在苏酒与徽酒中高居第一，去年仅小幅下滑 5%，产品结构调整和升级的能力较强：**公司去年吨酒价格为 8.1 万元/吨，在苏酒与皖酒中位居第一（金种子酒销量数据不可得，但预计其吨酒价格较低）。在高端酒大幅萎缩的情况下，去年公司吨酒价格同比小幅下滑 5%，显示出公司产品结构升级的能力较强，低端产品 D 类产品收缩+A 类产品快速增长，有助于公司盈利能力的提升；

图 41：去年吨酒价格小幅下滑 5%



资料来源：公司招股书，宏源证券研究所

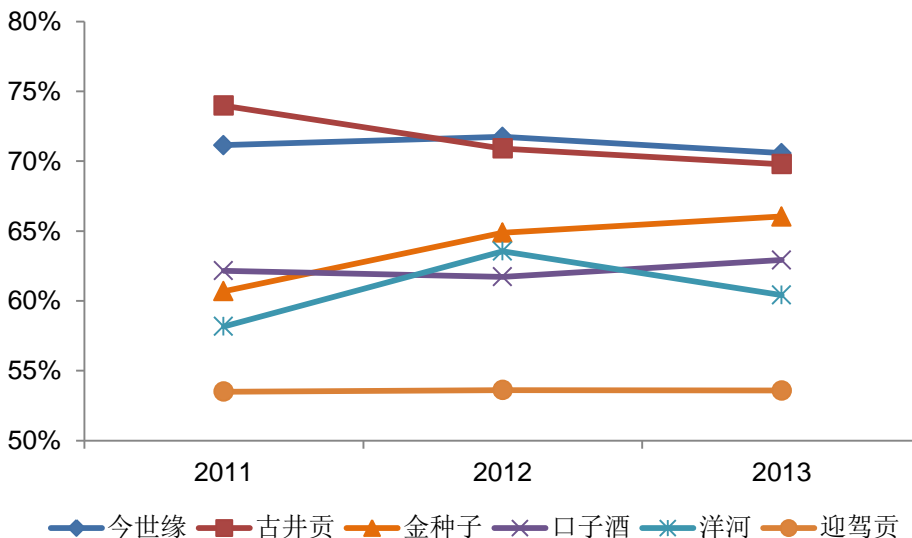
图 42：公司整体吨酒价格在苏酒与徽酒中排第一



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

- ◆ **公司毛利率在苏酒与徽酒中最高，去年小幅下降 1pct 至 70.6%：**公司毛利率水平整体较高，近年来一直维持在 70% 以上，去年位居苏酒与徽酒首位。去年在行业调整的背景下，小幅下降 1pct 至 70.6%。

图 43：公司毛利率位居苏酒与徽酒榜首，13 年小幅下降 1pct 至 70.6%

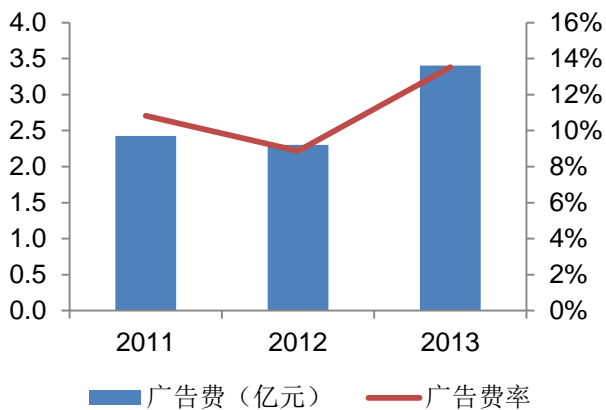


资料来源：Wind，招股书，宏源证券研究所

公司近年来加大省外开拓与品牌宣传力度，广告费增长较快，经调整后的销售费用率呈现逐年上升趋势。短期内销售费用率或稳中有升，但相比洋河，公司费用率有很大的压缩空间，未来净利率仍有望保持提升：

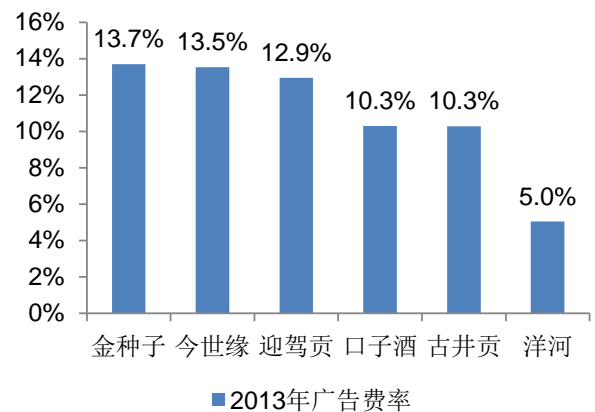
- ◆ **公司近年来加大广告投放，去年广告费率增至 14%，为省外开拓提供了保障：**公司近年来为了开拓省外新市场，加大了在央视及省外的宣传投入力度，去年广告费用投放 3.4 亿，广告费用率增至 14%，在苏酒与徽酒中处于较高水平。现阶段广告费用的投放是刚性的，为公司省外扩张提供保障，而当公司品牌影响力与收入体量增至一定程度时，广告费用率有下降的空间；

图 44：公司去年加大广告投放，广告费率增至 14%



资料来源：公司招股书，宏源证券研究所

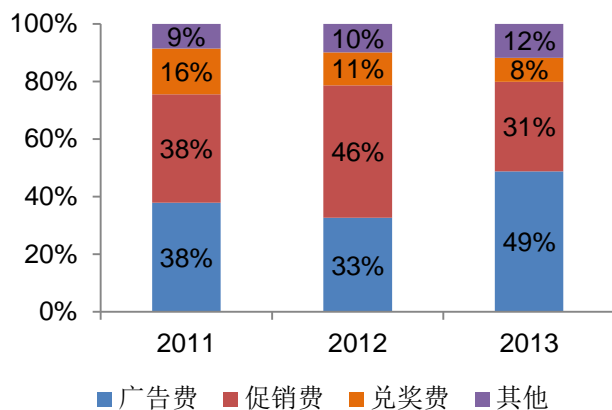
图 45：公司广告费率在苏酒徽酒中较高



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

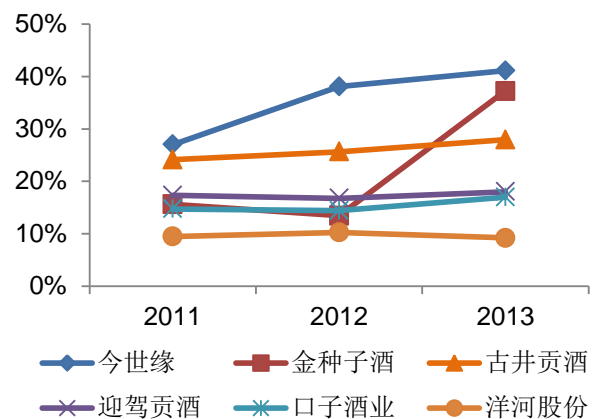
- ◆ **公司经调整后的销售费用率呈现上升趋势，行业调整期加大市场支持以保障市场份额：**由于公司将市场支持中的“以让价方式支持经销商做市场促销”部分冲减销售收入，而不计入销售费用，我们将折扣还原至销售费用中，则经调整后的销售费用率较高，且呈现上升趋势，由 11 年的 27% 增至 13 年的 41%。可见公司在行业调整期加大市场投入，来确保市场份额。短期来看公司会加大省外扩张与品牌宣传，预计销售费用率会稳中有升，用费用换收入的局面会持续；

图 46：公司去年改变促销方式，导致促销费下降



资料来源：公司招股书，宏源证券研究所

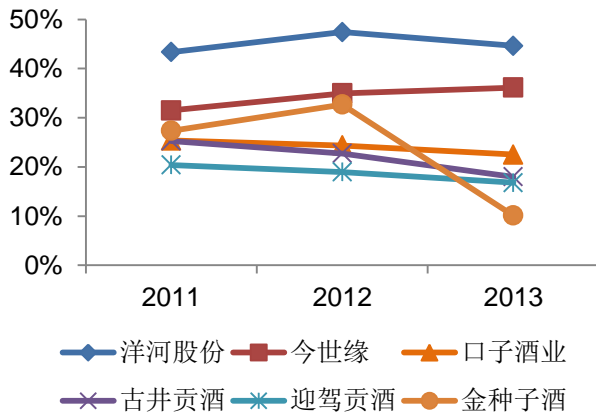
图 47：公司调整后的销售费用率呈现上升趋势



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

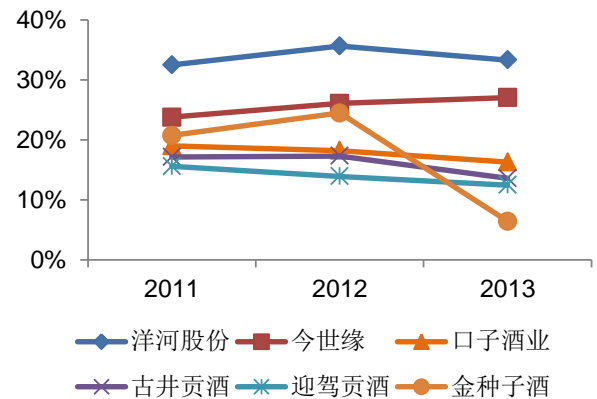
◆ **公司净利率与营业利润率逐年提升，在苏酒徽酒中仅次于洋河：**由于公司近年来调整后的销售费用率呈上升趋势，而毛利率亦保持提升态势，公司营业利润率与净利率逐年提升，13年净利率为27%，在苏酒徽酒中仅次于洋河。洋河尽管毛利率并不高，但其品牌力、管理能力与规模效应导致费用率很低，从而营业利润率较高。公司盈利能力与可比公司相比较突出，且费用率尚有压缩的空间，未来盈利能力仍有提升空间。

图 48：营业利润率逐年提升，苏酒徽酒中仅次于洋河



资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 49：净利率逐年提升，苏酒徽酒中仅次于洋河



资料来源：Wind，宏源证券研究所

三、盈利预测、估值与投资建议

预计 14-16 年收入分别为 23.4 亿、24.1 亿和 26.0 亿，YOY 为-7.0%、3.0%和 7.8%；归母净利润分别为 6.3 亿、6.5 亿和 7.1 亿，YOY 为-7.8%、4.1%和 8.8%；EPS 分别为 1.25 元、1.30 元和 1.42 元，首次给予“增持”评级。

图 50：分产品量价拆分预测

	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
特 A 类						
销量 (吨)	4061	5220	5114	4807	4951	5347
YOY		28.5%	-2.0%	-6%	3%	8%
吨酒价格 (万/吨)	30.3	29.5	28.0	26.1	25.6	25.6
YOY		-2.6%	-4.8%	-7%	-2%	0%
吨酒成本 (万/吨)	5.22	5.50	5.24	5.08	5.08	5.13
YOY		5.4%	-4.8%	-3%	0%	1%
销售收入 (百万元)	1229	1538	1434	1254	1266	1367
YoY		25.2%	-6.8%	-12.6%	0.9%	8.0%
销售成本 (百万元)	212	287	268	244	252	274
毛利 (百万元)	1017	1251	1167	1010	1014	1093
毛利率	82.7%	81.3%	81.3%	80.5%	80.1%	79.9%
A 类						
销量 (吨)	2510.11	3125.47	3822.88	4052	4376	4814

YOY		24.5%	22.3%	6%	8%	10%
吨酒价格 (万/吨)	11.18	11.59	10.29	9.77	9.77	9.87
YOY		3.7%	-11.3%	-5%	0%	1%
吨酒成本 (万/吨)	3.58	3.76	3.40	3.30	3.30	3.33
YOY		5.1%	-9.7%	-3%	0%	1%
销售收入 (百万元)	281	362	393	396	428	475
YoY		29.1%	8.5%	0.7%	8.0%	11.1%
销售成本 (百万元)	90	118	130	134	144	160
毛利 (百万元)	191	245	263	262	283	315
毛利率	68.0%	67.5%	67.0%	66.3%	66.3%	66.3%
B类						
销量 (吨)	9371.15	9106.94	9204.75	9389	9577	9768
YOY		-2.8%	1.1%	2%	2%	2%
吨酒价格 (万/吨)	4.57	4.74	4.60	4.51	4.51	4.56
YOY		3.9%	-3.0%	-2%	0%	1%
吨酒成本 (万/吨)	1.92	1.99	2.01	1.95	1.95	1.97
YOY		3.3%	1.2%	-3%	0%	1%
销售收入 (百万元)	428	432	424	423	432	445
YoY		1.0%	-1.9%	0.0%	2.0%	3.0%
销售成本 (百万元)	180	181	185	183	187	192
毛利 (百万元)	248	251	239	240	245	253
毛利率	57.9%	58.1%	56.3%	56.8%	56.8%	56.8%
C类						
销量 (吨)	15831.77	12593.85	12588.95	12841	13483	14157
YOY		-20.5%	0.0%	2%	5%	5%
吨酒价格 (万/吨)	1.80	1.90	1.88	1.86	1.92	2.01
YOY		5.6%	-0.9%	-1%	3%	5%
吨酒成本 (万/吨)	1.00	1.13	1.17	1.13	1.13	1.14
YOY		12.7%	3.6%	-3%	0%	1%
销售收入 (百万元)	284	239	237	239	258	285
YoY		-16.0%	-0.9%	1.0%	8.2%	10.3%
销售成本 (百万元)	158	142	147	145	153	162
毛利 (百万元)	126	97	90	94	106	123
毛利率	44.3%	40.6%	37.9%	39.2%	40.9%	43.2%
D类						
销量 (吨)	333.74	221.54	148.5	104	73	51
YOY		-33.6%	-33.0%	-30%	-30%	-30%
吨酒价格 (万/吨)	1.23	1.18	1.46	1.61	1.77	1.94
YOY		-4.1%	24.0%	10%	10%	10%
吨酒成本 (万/吨)	0.62	0.83	0.98	1.03	1.08	1.14
YOY		33.3%	18.4%	5%	5%	5%
销售收入 (百万元)	4	3	2	2	1	1
YoY		-36.3%	-16.9%	-23.0%	-23.0%	-23.0%

销售成本（百万元）	2	2	1	1	1	1
毛利（百万元）	2	1	1	1	0	0
毛利率	49.3%	29.5%	32.7%	35.8%	38.7%	41.5%
主营业务收入	2226	2574	2490	2314	2385	2573
其他业务收入	17	20	25	25	25	25
YoY		19%	29%	0%	0%	0%
业务总收入	2,242	2,594	2,515	2339	2410	2598
YoY		15.7%	-3.0%	-7.0%	3.0%	7.8%
主营业务成本	643	729	731	707	736	789
其他业务成本	4	4	9	9	9	9
YoY		-18%	141%	0%	0%	0%
业务总成本	647	733	740	716	745	798
毛利率	71.1%	71.7%	70.6%	69.4%	69.1%	69.3%

资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 51: 三张财务报表摘要

财务报表预测 (单位: 百万元)									
利润表	2013	2014E	2015E	2016E	资产负债表	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,515	2,339	2,410	2,598	货币资金	1143	3052	2571	2371
YOY	-3%	-7%	3%	8%	应收和预付款项	81	50	52	55
营业成本	740	716	745	798	存货	1145	392	408	437
毛利	1775	1623	1666	1800	其他流动资产	0	1	1	1
% 营业收入	71%	69%	69%	69%	长期股权投资	6	6	6	6
营业税金及附加	248	230	237	256	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	9.8%	9.9%	9.9%	9.9%	固定资产和在建工程	673	1268	1863	2458
销售费用	482	454	468	496	无形资产和开发支出	182	164	149	136
% 营业收入	19.2%	19.4%	19.4%	19.1%	其他非流动资产	0	1	1	1
管理费用	153	152	157	159	资产总计	3367	4723	4412	4238
% 营业收入	6.1%	6.5%	6.5%	6.1%	短期借款	0	0	0	0
财务费用	-16	-50	-67	-59	应付和预收款项	1040	1983	2015	2087
% 营业收入	-0.6%	-2.2%	-2.8%	-2.3%	长期借款	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	其他负债	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	负债合计	1069	1983	2015	2087
投资收益	0	0	0	0	股本	450	502	502	502
营业利润	909	837	871	948	资本公积	228	994	994	994
% 营业收入	36.1%	35.8%	36.2%	36.5%	留存收益	1610	1234	884	592
营业外收支	6	0	0	0	归属母公司股东权益	2288	2730	2380	2087
利润总额	915	837	871	948	少数股东权益	10	10	10	10
% 营业收入	36.4%	35.8%	36.2%	36.5%	股东权益合计	2298	2740	2389	2097
所得税费用	235	209	218	237	负债和股东权益合计	3366	4722	4405	4184
净利润	680	628	654	711					
归属于母公司所有者的净利润	681	628	654	711	财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
少数股东损益	-1	0	0	0	毛利率	71%	69%	69%	69%
					三费/销售收入	25%	24%	23%	23%
					EBIT/销售收入	35%	34%	33%	34%
					EBITDA/销售收入	44%	46%	52%	58%
					销售净利率	27%	27%	27%	27%
					ROE	30%	19%	18%	18%
					ROA	20%	14%	15%	15%
					ROIC	29%	18%	17%	17%
					销售收入增长率	-3%	-7%	3%	8%
					EBIT 增长率	-1%	-12%	2%	11%
					EBITDA 增长率	-7%	-2%	17%	20%
					净利润增长率	1%	-8%	4%	9%
					总资产增长率	13%	17%	12%	21%
					股东权益增长率	26%	10%	22%	22%
					经营现金净流增长率	-33%	934%	-29%	18%
					流动比率	2.3	4.2	6.3	6.7
					速动比率	1.2	3.9	5.9	6.2
					应收账款周转天数	2.2	2.2	2.2	2.2
现金流量表	2013	2014E	2015E	2016E					
经营活动现金流净额	282	427	428	429					
取得投资收益收回现金	0	0	0	0					
长期股权投资	0	0	0	0					
无形资产投资	-137	-606	-605	-605					
固定资产投资	0	-550	-550	-550					
其他	0	-1	0	0					
投资活动现金流净额	-136	-607	-605	-605					
债券融资	0	-28	0	0					
股权融资	7	817	0	0					
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0					
筹资成本	-16	-50	-67	-59					
其他	0	0	0	0					
筹资活动现金流净额	-200	789	-1004	-1004					
现金净流量	159	1910	-482	-227					

资料来源: Wind, 宏源证券研究所

作者简介:

陈嵩昆: 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 上海交通大学管理科学与工程硕士, 曾任职于国金证券, 2012 年加盟宏源证券研究所, 2012 年新财富团队成员, 水晶球团队成员。

刘洋: 宏源证券研究所食品饮料行业分析师, 上海社会科学院财政学硕士, 2 年银行工作经验, 2012 年加盟宏源证券研究所, 2012 年新财富团队成员, 水晶球团队成员。

机构销售团队

机构销售团队					
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	yuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机构	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。