

# 白酒婚庆联姻开启新篇章 双主业提升长期估值预期

## 核心观点:

- **白酒行业已筑底，酒企重回正增长时代**  
随着白酒行业深度调整后的逐步回暖，各大上市白酒企业已基本完成筑底进入弱复苏阶段。2015年前三季度白酒行业18家上市公司中有13家酒企营业收入较去年同期有所回升；净利润方面则是12家上市酒企实现了正增长。我们认为，随着行业深度调整逐步到位，各大酒企已基本完成战略调整，步入弱复苏时代。
- **公司发布“十三五”规划，“双二十”战略计划落地**  
公司计划在未来五年逐步达到“双二十”战略规划的目标：即5年后，省外销售收入占公司总收入的20%；江苏省内市场份额达到20%，以达到优化自身收入结构的目标。我们认为，江苏市场的人均收入及增速远高于全国平均水平，市场空间远未见顶，还有进一步的下沉拓展空间。
- **宣布转型进军婚庆产业，充当婚庆行业的整合者和领导者**  
今世缘同时拥有作为婚庆市场的整合者和领导者两个必不可少的因素。一是公司天生具有的喜庆基因文化使得其完全符合婚庆领导者的品牌形象；二是上市公司平台所拥有的现金流以及投融资实力，可为转型提供稳定的资金支持。我们认为，现阶段市场上能同时满足这两点的公司非常稀缺，因此，今世缘进入婚庆产业链具有先天的优势。
- **我国全年新人结婚登记数量自2007年的991.4万对至今增长了将近32%。新人对婚庆服务的标准越来越高，而目前我国却没有一家大型的婚庆行业领导品牌。公司与世纪佳缘已签署战略合作协议，预计通过线上引流引入客源、线下建立喜铺新业态的方式，来打造全新的线上线下婚庆产业链。**根据公司的总体规划，初期会以白酒、红酒和带有公司Logo的喜糖、贴纸、婚庆饰品等开启探索之路，未来不排除以喜铺为平台，吸纳婚庆行业上下游打造一站式服务平台。
- **给予公司2015/16年EPS为1.34/1.44元。首次覆盖并给予“推荐”评级，同时反复重申春节前看好白酒板块性投资机会的观点。**

## 主要财务指标

	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2399.74	2478.77	2610.84	2834.67
营业收入增长率	-4.60%	3.29%	5.33%	8.57%
EBITDA	905.41	931.39	990.64	1072.36
归母净利润(百万元)	645.62	672.55	723.10	787.99
归母净利润增长率	-5.24%	4.17%	7.52%	8.97%
摊薄EPS(元)	1.29	1.34	1.44	1.57

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部测算

今世缘 (603369.SH)

推荐 首次覆盖

## 分析师

李琰

☎: 010-83571374

✉: liyan\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130513060001

岳思铭

☎: 010-66568238

✉: yuesiming@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130515120001

特此鸣谢: 郝帅 010-83574048

(haoshuai@chinastock.com.cn)

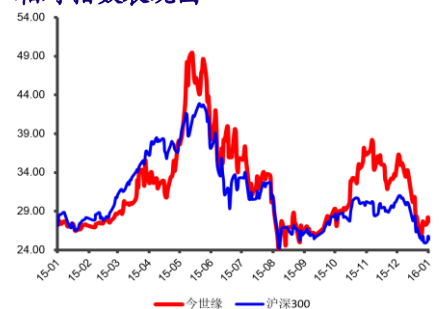
对本报告的编制提供信息

## 市场数据

时间 2016.01.21

A股收盘价(元)	27.26
A股一年内最高价(元)	52.97
A股一年内最低价(元)	23.76
上证指数	2880.48
市净率	3.49
总股本(百万股)	501.80
实际流通A股(万股)	272.30
流通A股市值(亿元)	74.23

## 相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

## 相关研究

## 投资概要:

### 驱动因素、关键假设及主要预测:

1、公司转型进军婚庆产业链，通过线上与婚恋网站合作引流目标消费者，线下喜铺实体店服务，打造一站式婚庆服务平台。

2、公司作为区域型酒企，传统白酒市场依然有进一步的提升空间

2014 年全年江苏省 GDP 达到 65,088 亿元，仅次于广东省位居全国第二，GDP 增长率常年保持全国均值以上；人均收入 27,173 元，位于我国前列。江苏常驻人口有 7960.06 万人，其中城镇人口比重从 2005 年的 50.5% 上升到 2014 年的 65.21%，消费升级趋势所带来的市场容量不容小觑，消费潜力巨大。公司作为区域型白酒企业，省内市场依然有进一步上升空间。

3、主要预测数据：（1）公司主营收入假设：我们预计 2015/16/17 年公司实现主营业务收入为 24.79、26.11、28.35 亿元，增速分别为 3.29%、5.33%、8.57%；（2）毛利率假设：我们预计公司 2015~2017 年公司主营业务毛利率在 71%-72%。

### 我们与市场不同的观点:

市场普遍认为公司婚庆改革落地预期不强。

我们认为，公司拥有两个作为婚庆行业整合者和领导者必不可缺的先天条件：一是公司天生具有的喜庆基因文化使得其完全符合婚庆领导者的品牌形象；二是公司强大的现金流能为转型整合婚庆产业链提供稳定的资金支持。能同时满足这两点的公司标的非常稀缺，所以今生缘进入婚庆产业链具有先天的优势。而这次转型是公司一个大胆的尝试，由于没有历史案例可供借鉴，转型需要一步步探寻，这正体现了公司转型的决心，不急不躁，改革中求稳的态度。

同时，公司背靠涟水政府、中高层持股，股东与管理者利益一致，有利于确保公司战略的长远落地与发展。涟水县人民政府目前间接持有公司 44.72% 的股份，为公司第一大股东，为公司长期发展提供有力支持。另外公司管理层 8 名高管持有公司股份 16%，涟水今生缘贸易有限公司和涟水吉缘贸易有限公司分别持有 3.59% 的股份。公司上下利益一致，为公司长远发展提供了保障。

白酒作为 A 股消费独有板块具备很强的吸引力，作为当中率先提出白酒+婚庆双主业平行发展的公司，一旦预期兑现，成为婚庆行业的稀缺龙头标的，将有望大幅提升估值修复空间预期。

### 估值与投资建议:

给予公司 2015/16 年 EPS 为 1.34/1.44 元，对应 PE 为 20/19 倍。考虑到公司未来打造婚庆产业链下可能的估值变化趋势，首次覆盖且给予“推荐”评级。

### 股价表现的催化剂:

整合收购事件；婚庆转型方案落地；定期报告超预期。

### 主要风险因素:

产品线布局及主品牌推广未达预期；婚庆改革落地低于预期；省外市场扩张受阻；食品安全问题等。

## 目 录

一、白酒行业：回落趋稳，复苏之态已现.....	3
(一) 行业调整已筑底，现弱复苏态势.....	3
(二) 上市白酒企业业绩趋势总体回暖.....	4
(三) 行业集中度提升，消费升级是大趋势.....	5
1、行业地域性集中度提升.....	5
2、行业产品价格带清晰，由上至下全面覆盖消费群体.....	7
二、今世缘：主业稳扎稳打，静待婚庆改革落地.....	8
(一) 基本资料：原“三沟一河”之高沟.....	8
(二) 产品分析：公司产品线丰富，主打缘文化.....	9
1、中高端产品是公司收入增长主要驱动力.....	9
2、终端产品各具特点，从卖产品向卖文化转型.....	10
(三) 市场分析：省内市场基础稳健，省外寻求突破.....	12
1、江苏市场竞争格局尚未成型，市场空间远未见顶.....	12
2、销售模式以经销商为主，厂家直销为辅.....	14
3、公司提出“十三五”规划，“双二十”战略正式启动.....	15
(四) 财务分析：公司业绩稳定，盈利能力强.....	17
三、婚庆行业：蕴藏无限商机的朝阳产业.....	20
(一) 婚庆市场体量巨大，二胎政策挖掘市场潜力.....	21
1、消费规模空前的婚庆市场.....	21
2、二胎政策拉动为市场注入新活力.....	22
(二) 婚庆产业链庞大，前景可期.....	23
(三) 婚庆产业服务碎片化，行业高度分散亟待整合.....	25
(四) 产业整合，致力于成为婚庆全产品服务一站式提供商.....	25
1、品牌特征奠定转型基础.....	25
2、战略转型：线上导入流量，线下设立喜铺.....	25
四、附录.....	29

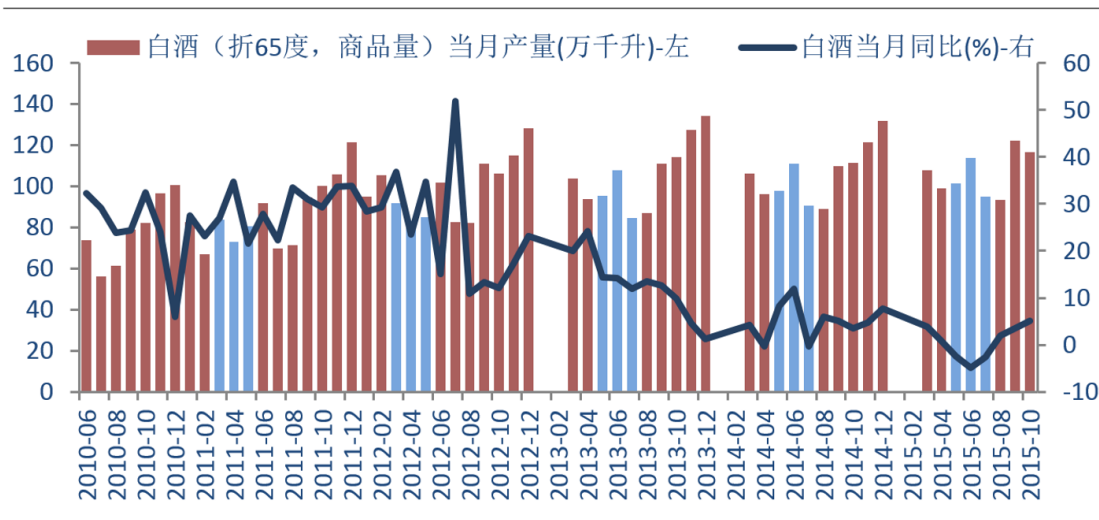
## 一、白酒行业：回落趋稳，复苏之态已现

### (一) 行业调整已筑底，现弱复苏态势

自 2012 年下半年以来，因受限制三公消费、禁酒令以及塑化剂事件等影响，我国白酒行业结束了“量价齐升”的黄金十年，2013 年创下了产量和销售收入的新低。公务消费端的需求骤减，高档白酒的消费受到巨大影响。全行业产品结构开始向下调整，白酒产品的竞争逐渐从高端市场的竞争转向中低端市场。我们认为，在经过三年深度调整期后，白酒行业的颓势已得到抑制且确立了底部“L”型弱复苏之势。

2015 年 1-10 月我国白酒行业累计产量 1045.90 万千升，同比增长 4.82%。就累计产量增速水平来看，比上年同期回升了 0.28 个百分点。白酒产量增速自 2012 年后半段以来快速下降，到 2015 年 6 月筑底后开始逐渐显现复苏态势。营业收入和利润总额方面也显示，白酒公司正在逐步的恢复。2015 年 1-10 月我国白酒行业收入 4367.14 亿元，同比增长 7.75%；实现利润总额 558.13 亿元，较上年同期增长 5.51%。我们分析后认为，自 2012 年开始，规模以上白酒企业的收入增速呈现明显下滑趋势，利润总额增速在前期维持一定高位的情况下，于 2012 年底开始出现下滑，且下滑速度在 2013 年 5 月传统淡季期间出现明显加快，至 8 月出现近两年以来首次负增长，进入 2014 年负增长幅度更是攀升至两位数。然而，进入 2015 年以来，行业利润总额增速恢复正增长且增速有所提升。我们认为，白酒是我国传统文化的代表，经过多年的发展已然根深蒂固。虽然目前行业景气度不高，不过经过三年的深度调整已然看到底部。随着人民消费水平的逐步提升，白酒市场依然存在向上的空间。

图 1：白酒当月产量及增速（2010.06-2015.10）



资料来源：wind，中国银河证券研究部整理

图 2: 白酒累计营业收入及增速 (2000-2015 年 10 月)

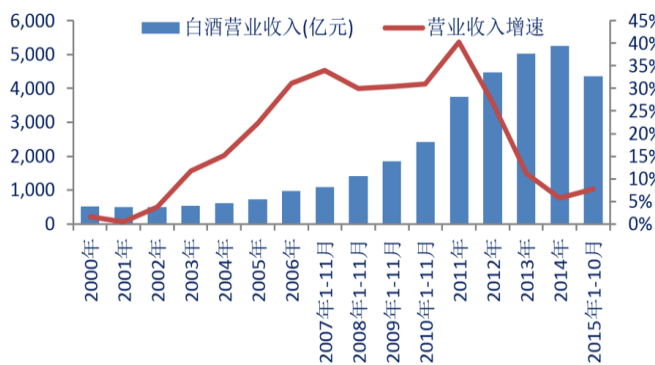


图 3: 白酒累计利润总额及增速 (2000-2015 年 10 月)

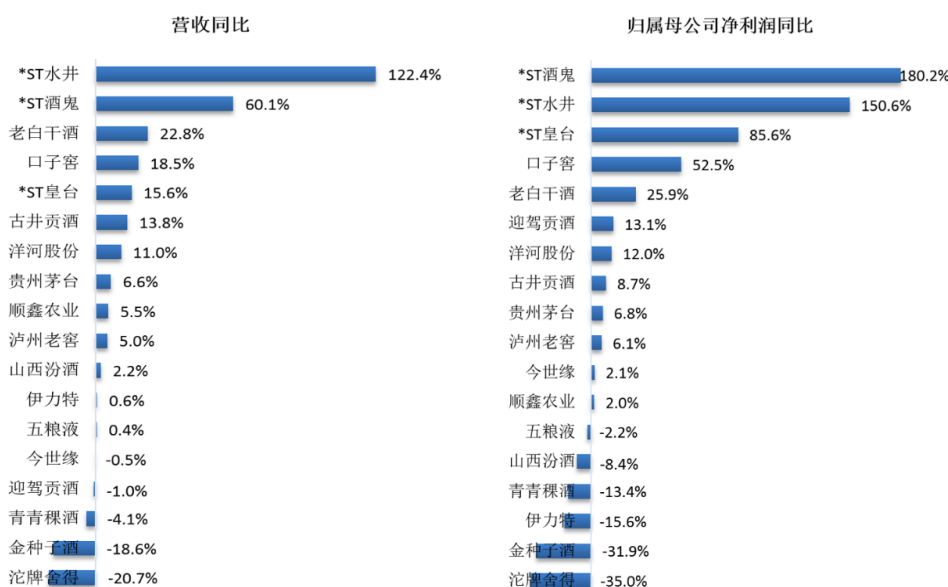


资料来源: wind, 中国银河证券研究部整理

## (二) 上市白酒企业业绩趋势总体回暖

**行业分化趋势明显, 凸显三大阵营:** 随着行业深度调整逐步回暖, 各大白酒企业已基本完成行业低谷期的深度调整。从最新公布三季报的白酒上市公司业绩来看, 整个行业无论是从收入还是利润相较之前都有所恢复。2015 年前三季度, 白酒行业共 18 家上市公司中有 13 家酒企营业收入较去年同期有所增长; 净利润方面则是有 12 家上市酒企实现正增长。其中, 茅台、五粮液和洋河股份牢牢占据行业第一梯队的位置, 且较第二梯队的优势差距越拉越大; 二线白酒全面深耕本地市场的战略也有了初步成效, 业绩稳步增长; 而三线白酒则两极分化较为严重, ST 系列酒企在前三季度已经开始杀出一条血路, 而沱牌和金种子酒等依旧还未找到合适的战略, 业绩下滑较严重。总体来说, 随着行业深度调整逐步到位, 各大酒企基本已初步完成战略调整, 开始步入复苏时代。

图 4: 2015 前三季度上市酒企营收与净利润增速排名



资料来源: wind, 中国银河证券研究部整理

**表 1: 2015 年白酒上市公司三季报主要数据一览**

序号	证券名称	2015前三季度累计（单位：亿元）							2015第三季度单季（单位：亿元）				
		营业收入	营业成本	净利润	销售费用	管理费用	财务费用	销售毛利	ROE (%)	营业收入	营业成本	净利润	销售费用
1	贵州茅台	231.49	17.47	114.25	9.35	25.93	-0.52	92%	19.09	73.70	5.81	35.36	3.43
	yoy	6.59%	9.65%	6.84%	-4.23%	10.94%							
2	五粮液	151.31	46.56	46.03	21.97	14.43	-5.56	69%	11.02	39.16	12.80	13.05	3.47
	yoy	0.42%	22.92%	-2.22%	-24.09%	4.79%							
3	洋河股份	136.61	53.31	44.61	12.66	10.85	-0.52	61%	20.25	40.90	15.68	12.76	4.37
	yoy	11.02%	11.50%	12.01%	7.44%	8.74%							
4	顺鑫农业	75.31	47.18	2.88	9.38	4.91	1.18	37%	5.42	17.87	11.30	0.41	1.52
	yoy	5.45%	2.63%	1.96%	16.23%	19.12%							
5	泸州老窖	50.14	23.20	13.23	6.35	3.11	-0.44	54%	13.13	13.18	5.70	3.01	2.36
	yoy	5.02%	-1.35%	6.09%	111.13%	-2.09%							
6	古井贡酒	40.14	11.88	5.01	12.56	4.03	-0.15	70%	10.87	13.01	3.60	1.20	4.62
	yoy	13.77%	9.98%	8.74%	16.97%	2.97%							
7	山西汾酒	30.76	10.07	3.65	7.60	2.83	-0.08	67%	8.56	8.30	2.72	0.86	2.23
	yoy	2.20%	4.24%	-8.36%	3.51%	-7.43%							
8	迎驾贡酒	21.45	8.93	3.90	2.75	1.24	-0.20	58%	11.12	6.14	2.67	1.10	0.82
	yoy	-0.96%	-10.38%	13.05%	8.92%	10.77%							
9	口子窖	21.14	6.31	5.39	2.74	1.45	0.09	70%	14.96	8.05	2.16	2.67	0.73
	yoy	18.51%	7.79%	52.53%	-9.19%	9.61%							
10	今世缘	19.12	5.94	5.76	3.19	1.23	-0.43	69%	14.68	4.69	1.47	1.08	1.21
	yoy	-0.48%	0.11%	2.05%	6.18%	3.00%							
11	老白干酒	15.20	6.31	0.57	4.69	1.20	0.19	59%	8.11	6.05	2.93	0.40	1.40
	yoy	22.78%	40.47%	25.94%	8.69%	3.62%							
12	金种子酒	12.62	5.09	0.38	4.60	0.98	-0.20	60%	1.72	3.99	1.66	0.04	1.52
	yoy	-18.61%	-13.41%	-31.90%	-21.82%	5.97%							
13	伊力特	11.59	5.66	2.29	0.71	0.28	-0.01	51%	12.96	3.52	1.62	0.97	0.08
	yoy	0.60%	2.02%	-15.60%	-5.79%	-2.64%							
14	青青稞酒	10.22	3.43	2.34	1.75	0.81	-0.01	66%	9.97	2.99	1.01	0.50	0.83
	yoy	-4.12%	8.29%	-13.38%	-14.12%	13.50%							
15	沱牌舍得	8.16	3.89	0.04	1.77	1.25	0.28	52%	0.18	1.89	0.86	-0.03	0.38
	yoy	-20.69%	-25.34%	-34.98%	-29.70%	4.01%							
16	*ST水井	6.19	1.65	0.71	1.53	1.09	-0.02	73%	5.55	2.30	0.65	0.21	0.68
	yoy	122.42%	87.47%	150.60%	-18.46%	-15.37%							
17	*ST酒鬼	4.34	1.35	0.61	0.93	0.66	0.00	69%	3.53	1.27	0.35	0.22	0.26
	yoy	60.08%	13.97%	180.25%	-28.88%	-21.03%							
18	*ST皇台	0.57	0.18	-0.01	0.13	0.09	0.10	69%	-1.18	0.29	0.07	0.08	0.04
	yoy	15.64%	-10.01%	85.61%	-11.34%	-5.85%							

资料来源: wind, 中国银河证券研究部整理

### （三）行业集中度提升，消费升级是大趋势

#### 1、行业地域性集中度提升

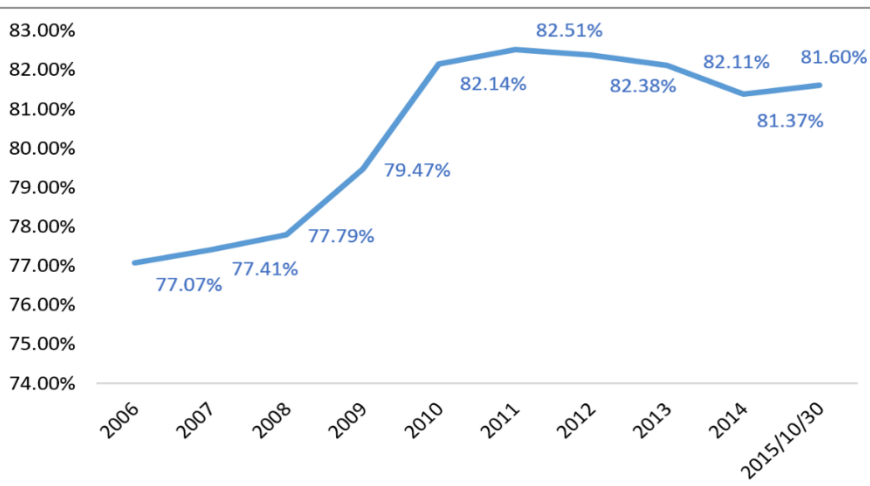
我国排名前十位的白酒产量大省其白酒产量占全国白酒产量的比重逐年增加。2006 年至 2014 年，排名前十位的省份，其白酒产量占全国产量的比例分别为 77.07%、77.41%、77.79%、79.47%、82.14%、82.61%、82.38%、82.11%、81.37%，整体呈现上升趋势，白酒生产的区域集中度越来越高。其中，产量最高的省份在过去九年中占全国总产量比例分别为 20.20%、17.45%、19.63%、22.06%、25.80%、30.17%、25.60%、27.43%、27.84%，具有较为明显的地域集中特征。

表 2: 2015 年前 10 月我国前九大白酒产量大省白酒产量结构

	省份	白酒产量 (万吨)	产量占比	品牌
第一梯队	四川	289	27.58%	五粮液、泸州老窖、水井坊、剑南春、郎酒、沱牌舍得
第二梯队	山东	88	8.37%	泰山特曲、扳倒井、孔府家、景芝等
	河南	90	8.60%	宋河、宝丰、杜康等
	江苏	79	7.56%	洋河、双沟、汤沟、今世缘
第三梯队	湖北	69	6.57%	枝江、稻花香、白云边等
	内蒙古	57	5.43%	河套王酒、宁城老窖
	吉林	54	5.15%	榆钱树、龙泉春等
	黑龙江	49	4.65%	北大仓、玉泉等
	辽宁	41	3.93%	道光廿五、老龙口等

资料来源: 公司招股说明书、中国银河证券研究所整理

图 5: 前十大白酒产量大省占全国白酒产量比重呈上升趋势



资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部整理

## 2、行业产品价格带清晰，由上至下全面覆盖消费群体

随着三年行业低谷期的深度调整，竞争格局越发激烈。高端酒需求的减少，导致一线白酒开始加大对中端市场的投入。以前市场上中端产品主要以二线区域白酒为主，竞争格局较为固化，二线酒企在当地都有属于自己稳固的市场份额，而一线白酒的进入则打乱了原有的竞争格局与竞争方式。现阶段，高端白酒方面飞天茅台、五粮液、国窖1573依旧占据市场主流；中端白酒市场竞争加剧，一线白酒的持续投入加上二线白酒产品升级，现已分化出中高端和中端两个价格段，产品种类也更为丰富；低端酒仍多以三线酒企和二线白酒低端产品为主，市场空间更为广阔。

表 3：我国白酒各终端价格段主要产品

分类	价格	特点	主流产品
高端	600元以上	竞争品牌少，寡头垄断，客户忠诚度，其他酒企难进入。	飞天茅台、五粮液、国窖1573
中高端	400-600元	多为二线白酒的升级产品，种类较少，定位模糊	洋河梦之蓝M3、青花瓷汾酒、舍得、今世缘国缘V3和K5等。
中端	100-400元	二线区域品牌为主，分别在各自区域强势占有一定的市场份额	洋河海之蓝和天之蓝、酒鬼酒、古井原浆酒、年份口子窖、今世缘国缘4K和典藏系列。
中低端	50-100元	品牌种类多，价位低。市场容量大，竞争激烈。	金种子酒、伊力特、老白干酒、今世缘高沟等。

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部整理



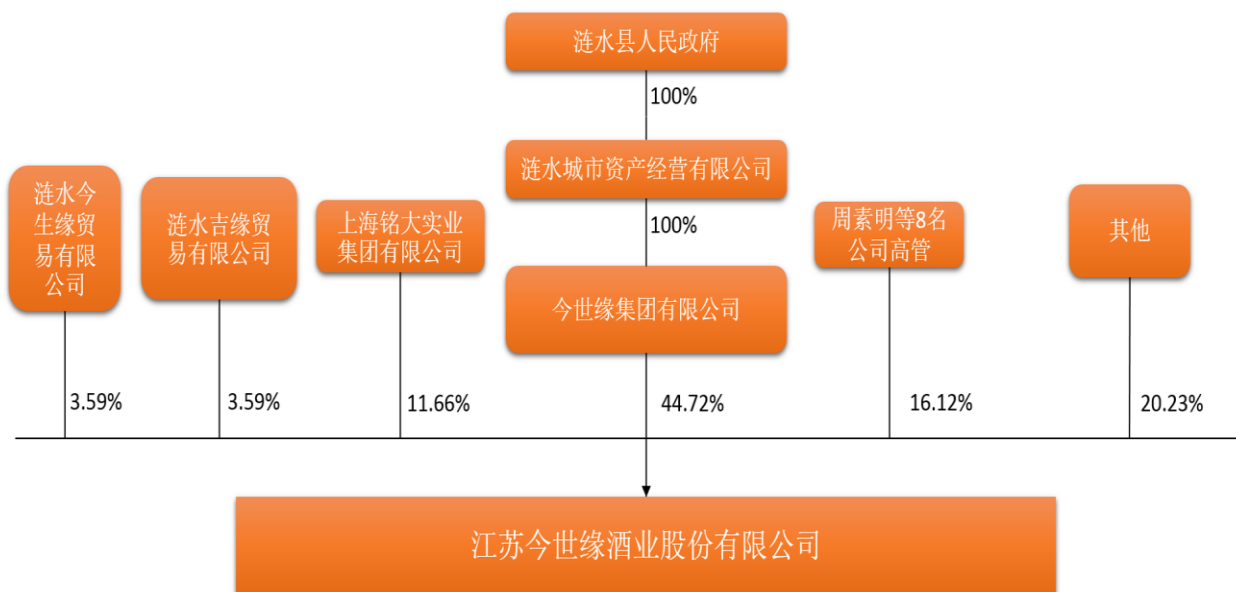
## 二、今世缘：主业稳扎稳打，静待婚庆改革落地

### （一）基本资料：原“三沟一河”之高沟

今世缘是江苏第二大白酒品牌，排在江苏洋河酒厂股份有限公司之后，总部位于名酒之乡的江苏省淮安市涟水县高沟子镇，主要从事浓香型白酒的生产、加工和销售。前身是江苏省著名的“三沟一河”中的高沟。现拥有“国缘”、“今世缘”、“高沟”三个著名品牌。其中“国缘”、“今世缘”是中国驰名商标，“高沟”是中华老字号。

背靠涟水政府、中高层持股，股东与管理者利益一致，有利于公司长远发展。涟水县人民政府目前间接持有公司 44.72% 的股份，为公司第一大股东，为公司长期发展提供有力的支持。另外公司管理层 8 名高管持有公司股份 16%。涟水今生缘贸易有限公司和涟水吉缘贸易有限公司分别持有 3.59% 的股份。公司上下利益一致，为公司长远发展提供了保障。同时，公司高管层人员稳定，行业经验丰富。公司高管均在今世缘担任职务达 10 年以上，行业经验极为丰富。

图 6：今世缘公司股东股本结构



资料来源：wind，中国银河证券研究部整理

**表 4: 公司高管行业经验丰富**

姓名	职位	简介	持股比例
周苏明	董事长、总经理	清华大学EMBA, 2000 年12 月起担任本公司董事长, 2004年5月起兼任本公司总经理2013年3月至今担任第十二届全国人民代表大会代表。	3.59%
吴建峰	副总经理	高级工程师, 1997 年12 月起担任本公司副总经理, 是中国食品工业协会白酒组专家, 国家评酒委员等。	1.79%
羊栋	副总经理	1997 年12 月起先后担任本公司人力资源部主管, 淮安分公司经理, 总经理助理, 2005 年11 月起任本公司副总经理, 现任本公司副总经理。	1.79%
严汉忠	副总经理	曾任涟水县岔庙镇政府镇长, 涟水县司法局副局长, 2004 年12 月起任本公司副总经理, 现任本公司副总经理。	1.79%
倪从春	副总经理	曾担任本公司总经理助理, 销售公司副总经理, 公司副总经理, 销售公司总经理, 现任本公司董事兼副总经理。	1.79%
朱怀宝	监事会主席	复旦大学EMBA, 曾任涟水县水利局局长, 涟水县建设局局长, 涟水县财政局长, 党委书记, 2008 年3 月起担任本公司董事, 2010 年4 月起兼任本公司副总经理, 现任本公司监事会主席。	1.79%
陆克家	副总经理	曾任江苏高沟酒厂技术员, 分厂副厂长等职务, 1998 年起至今任本公司副总经理。	1.79%
王卫东	财务总监兼董事会秘书	曾担任审计监察部主管, 财务部主管, 财务负责人等职务, 2010年起担任本公司董事, 现任本公司董事, 副总经理, 财务总监及董事会秘书。	1.79%

资料来源: wind, 中国银河证券研究部整理

公司聚焦定位中高端、中端、中低端三种层次的市场, 与市场内其他白酒企业相比, 今世缘具有以下优点优势:

1) **品牌优势:** 白酒行业经过 3 年低谷期发展之后, 随着消费者消费结构以及消费理念的逐步升级, 白酒从过去单纯的卖产品开始向卖文化转变。公司产品主打的“缘文化”在众多白酒文化中最接近消费者的情感诉求。

2) **技术优势:** 公司先后建立省级企业技术中心、博士后科研工作站等技术研发平台, 其技术科研水平位于行业前列。

3) **产品优势:** 地处淮河名酒带, 得天独厚的生态环境使得产品均有良好的质量保证, 为广大消费者所认可。

4) **区域市场优势:** 公司在江苏主场大本营经营多年, 在当地拥有一定的品牌知名度和消费者认可度。另外江苏省属于全国经济大省, 民众人均消费能力和未来发展空间都排在全国前列。

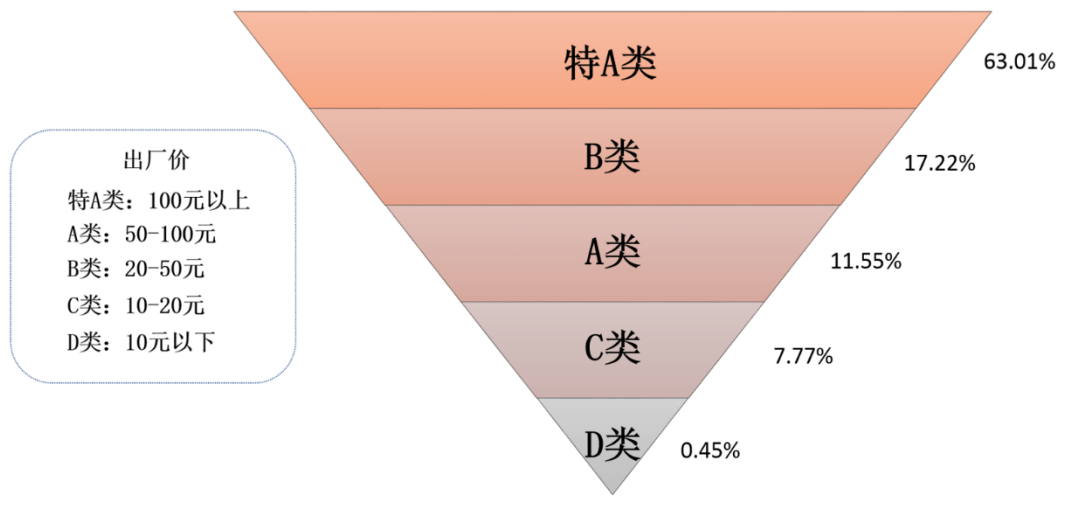
## (二) 产品分析: 公司产品线丰富, 主打缘文化

### 1、中高端产品是公司收入增长主要驱动力

按产品出厂价格从高到低来分, 可将公司产品分为特 A 类、A 类、B 类、C 类、D 类五种产品。中高端产品为公司带来近 70% 的收入, 是公司利润增长的主要驱动力。中低端产品收入占比非常小, 只有不到 10%, 整个收入结构呈现倒三角形。2014 年全年特 A 类、A 类、B 类、C 类、大曲类产品实现收入为 15.01 亿元、2.75 亿元、4.10 亿元、1.85 亿元和 1064 万元; 分别占公司营业收入的 63.01%、11.55%、17.22%、7.77%、0.45%。截止 2015 年前三季度, 公司中高端产品销量(特 A 类)继续保持大约 5% 增长速度, 相对之下低端产品占比则继续下降。我们认为, 这显示出公司未来将聚焦中高端产品市场, 以应对市场消费升级总趋势

的战略重心。

图 7: 2014 年公司产品收入结构



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

## 2、终端产品各具特点，从卖产品向卖文化转型

公司三大类终端产品产品分别是“国缘”系列、“今世缘”系列和“高沟”系列产品，分别定位于中高端、中端、中低端消费人群。其富含的酒文化也是各具特色，在我国白酒产品众多诉求中独树一帜，别出心裁。

表 5: 公司主要终端产品分类

产品分类	产品诉求	产品系列	单品
国缘	成大事，必有缘	开系列	国缘单开、国缘对开、国缘四开
		V系列	国缘V9、国缘V6、国缘V3
		K系列	国缘K3、国缘K5、国缘K1
		雅系列	柔雅国缘、淡雅国缘
今世缘	今世有缘，相伴永远	鸿福吉祥系列	典藏鸿缘、典藏福缘、典藏吉缘、典藏祥缘
		年份典藏系列	典藏15年、典藏10年、典藏5年
		金系典藏系列	典藏12年、典藏18年
		欢天喜地系列	今世缘天缘、今世缘地缘
		珍酿系列	今世缘珍酿
高沟	苏派新典范	新天地系列	高沟新天地
		青花系列	高沟青花
		小优系列	高沟优曲

资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部整理

图 8: 公司三大类产品单品



资料来源: 网络资料, 中国银河证券研究部整理

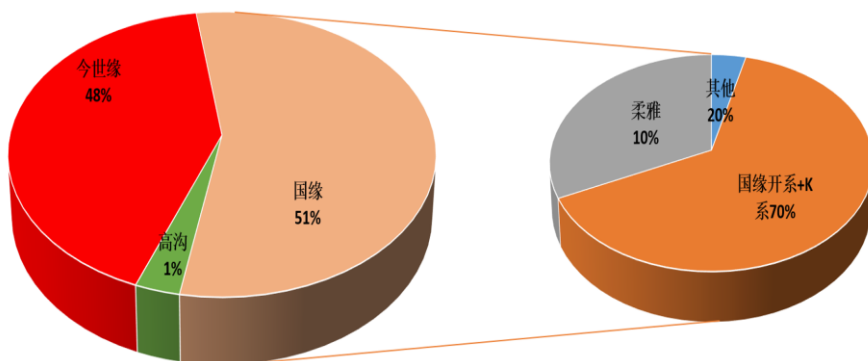
**公司三大类终端产品聚焦于不同的消费人群且各自在细分市场上占有一席之地。**

国缘系列为公司的中高端品牌, 瞄准政商消费人群, 主流产品终端价位在 200-500 元之间。我们预计, 随着政务消费的逐步衰弱, 商务消费将逐渐成为公司高端产品的主要收入来源之一。目前国缘品牌为公司主打的两大品牌之一, 占公司总销售额的 50%以上。其中, 国缘开系和国缘 K 系为公司销售最火热的产品系列, 市场份额占整个国缘系列销售份额的 70%左右。而公司产品推广重心由国缘开系逐步向国缘 K 系转移, 以达到把握市场消费结构升级的趋势。

今世缘品牌定位我国婚庆市场用酒, 独特的红色包装配上今世缘独有的“今世有缘, 相伴永远”的产品诉求, 孕育出今世缘天生的喜庆基因。该产品目前占公司产品总销售额 46%左右。其中鸿福吉祥和年份典藏系列为公司主打喜酒的品牌, 180 元价位段最受消费者所欢迎。而公司在省外市场重点产品只有鸿福吉祥系列。

高沟为公司中低端定位品牌产品。受江苏省消费者消费升级大趋势的影响, 高沟系列产品只占公司总销售额的一小部分, 大约只有 1%左右。消费市场主要集中在江苏省内淮安市及周边市、县等人均消费较低的地区。

图 9: 2015 前三季度产品收入结构



资料来源: 实地调研, 中国银河证券研究部整理

我们认为，在公司三大类产品中，国缘和今世缘目前是公司酒产品中的主流，未来这一比例不会有太大的变化。但是就公司战略定位方向上来讲，受利于公司未来将大力进军婚庆产业，通过结合线上互联网+平台和线下喜铺形式的推广，今世缘系列产品将以喜酒的形象率先打开婚庆市场，预计未来市场空间还有快速提升的机会。高沟系列产品销量也会随着公司继续深耕省内县、镇渠道有所增加。

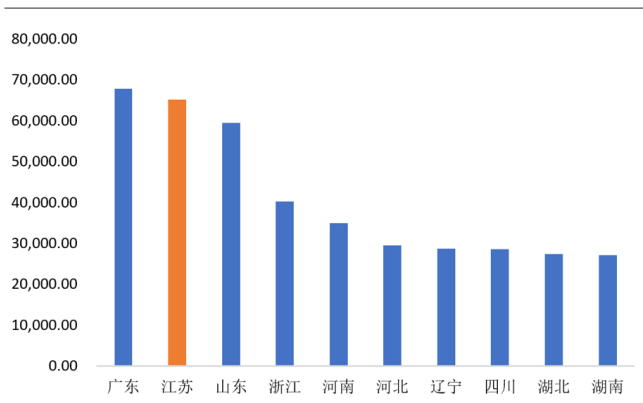
### (三) 市场分析：省内市场基础稳健，省外寻求突破

#### 1、江苏市场竞争格局尚未成型，市场空间远未见顶

##### 江苏省综合经济实力处于我国前列

江苏经济实力主要体现在以下几个方面：1) 2014 年全年江苏省 GDP 达到 65,088 亿元，仅次于广东省位居全国第二，GDP 增长率常年保持全国均值以上；2) 江苏省 2014 年人均收入 27,173 元，其中城镇居民为 34,346 元，农村居民收入 14,958 元，是全国内城乡居民收入比差异最小的省份之一；3) 江苏常住人口有 7960.06 万人，其中城镇人口比重从 2005 年的 50.5% 上升到 2014 年的 65.21%，消费升级趋势所带来的市场容量不容小视，消费潜力巨大。

图 10：2014 年江苏省 GDP 位列全国第二（单位：亿元）



资料来源：wind，中国银河证券研究部整理

图 11：江苏省 GDP 增速高于全国均值

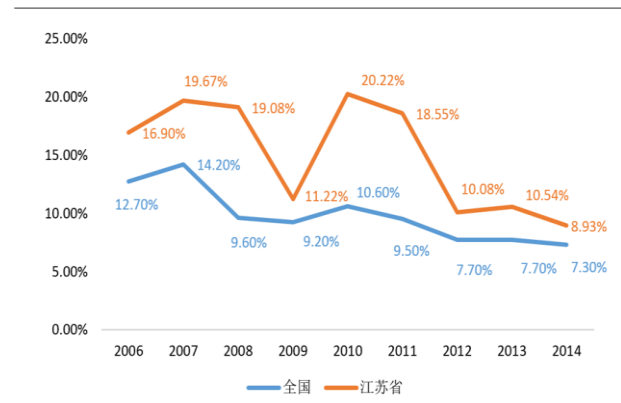
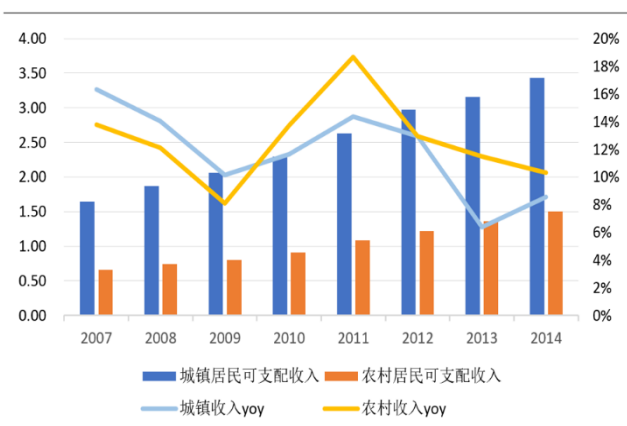
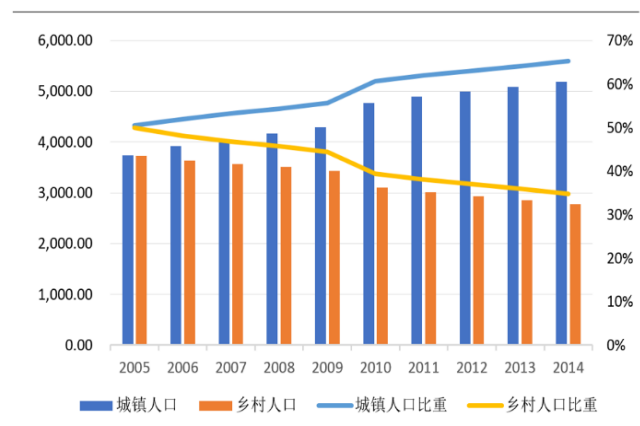


图 12：省内居民可支配收入及同比增速（单位：万元）



资料来源：wind，中国银河证券研究部整理

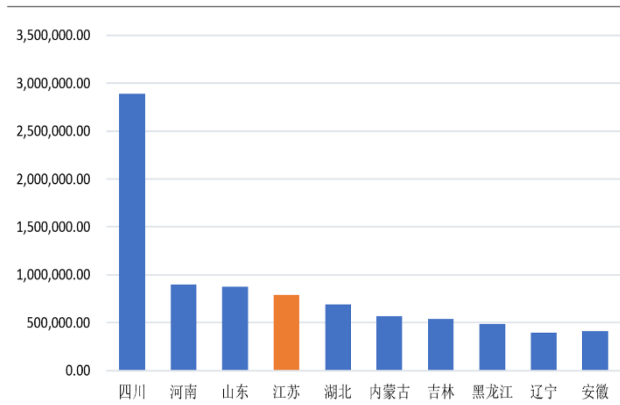
图 13：城镇与乡村人口差距逐渐拉大



### 白酒产量增速高于其他白酒强省

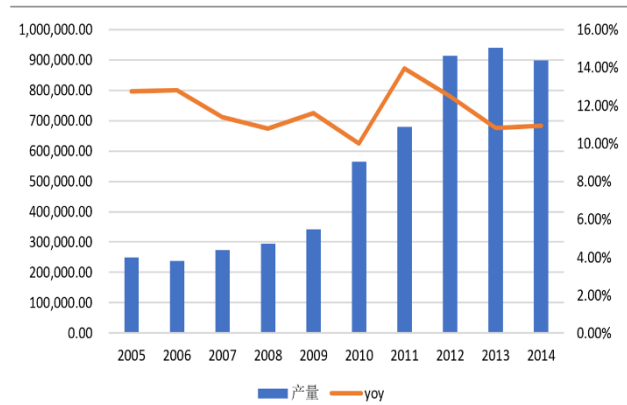
2014年江苏白酒产量90万吨，属于全国白酒生产区域第二梯队，并大有赶超山东、河南之势。省内白酒代表“三沟一河”即汤沟酒、双沟酒、高沟酒（今世缘）和洋河酒都是家喻户晓的白酒品牌。由于其经济程度高，白酒消费结构相较于其他省市也有所不同，中高档白酒占有市场大约一半的份额，而中低档白酒主要集中在省内落后地区。

图 14: 2014 年江苏白酒产量全国第四 (单位: 吨)



资料来源: wind, 中国银河证券研究部整理

图 15: 省内历年白酒产量及增速 (单位: 吨)



### 消费结构不同，两个市场，不同格局

**江苏省南北区域差异性较大:** 由于江苏内苏南苏北的经济发展差异较大（苏南优于苏北），导致两个区域的消费习惯和结构都有所不同，具体表现在以下三个方面：1）苏北主要以 30 元左右的低档白酒为主，苏南地区消费结构整体优于苏北，30-80 元价位段占主导，中高档白酒市场表现好于苏北；2）就白酒类型上看苏南地区以 42-46 度浓香型白酒为主，苏北相较于苏南更偏于高浓度白酒；3）苏南临近安徽，也是安徽酒企主要竞争的地区，外来品牌的增多导致消费者选择更加多元化。

**竞争格局激烈，苏酒大有崛起之势:** 省内白酒品牌在苏北地区拥有支配地位，市场份额约在 75% 左右。消费者对本土品牌“三沟一河”忠诚度较高，尤其是在酒厂附近区域。主打价位段在 20-60 元之间。而苏南地区则是以茅台、五粮醇、迎驾、口子等外来品牌为主，本土品牌无强势地位。主打价位相较苏北地区略高，大约在 30-80 元之间。近年随着本土苏酒开始崛起，开始逐渐向苏南市场渗透，市场份额也逐步提高。未来苏南区域市场竞争随着苏酒强势进入而更加激烈，竞争格局会因此产生变化；苏北地区市场将继续保持稳定竞争，本土品牌分别在自己的强势区域占有一席之地，向下深耕渠道进入镇、县、村级市场将是苏北地区发展趋势。

表 6: 省内南北区域市场特征

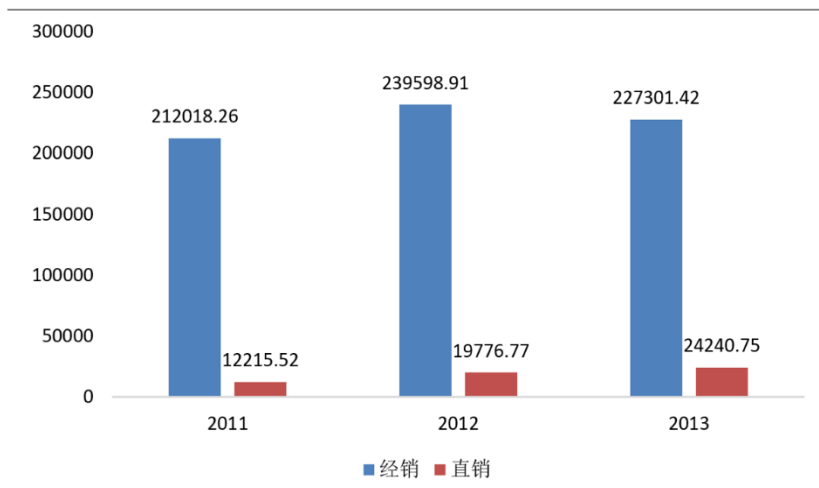
地区	地域特征	价位段	主要产品
苏北	经济发展相对落后, 居民消费结构较低。主要酒厂集中地, 本土品牌占有大约75%左右的份额。居民对本土产品忠诚度高。	10-50元	双沟青优、双沟大曲、洋河大曲、高沟红坊、蓝坊系列等。
		50-100元	双沟青花、汤沟醇香、洋河海之蓝42度、高沟小青花、今世缘地缘等。
		100-200元	双沟珍宝坊、汤沟大青花、洋河蓝色经典海之蓝、今世缘10年典藏等。
		200元以上	洋河梦之蓝335、国缘K3、K5等。
苏南	经济发展和消费结构优于苏北, 地理靠近安徽。白酒市场竞争激烈, 外来品牌占有强势地位,	50-100元	古井献礼、迎驾银星、口子5年、洋河海之蓝42度、今世缘地缘、五粮醇红淡雅等。
		100-200元	古井5年, 口子6年, 洋河海之蓝、今世缘10年典藏、五粮春等。
		200-300元	古井8年、洋河天之蓝、今世缘福缘。
		300元以上	国缘、洋河梦之蓝、古井26年、飞天茅台、五粮液等

资料来源: 实地调研、中国银河证券研究部整理

## 2、销售模式以经销商为主, 厂家直销为辅

**销售模式经销商为主, 厂家直销为辅:** 公司产品的销售模式分为经销商销售和厂家直销模式。其中经销商模式的销售额占总销售额的 90%以上, 是公司主要的销售模式。厂家直销是以通过团购、酒店、零售等形式的销售模式。

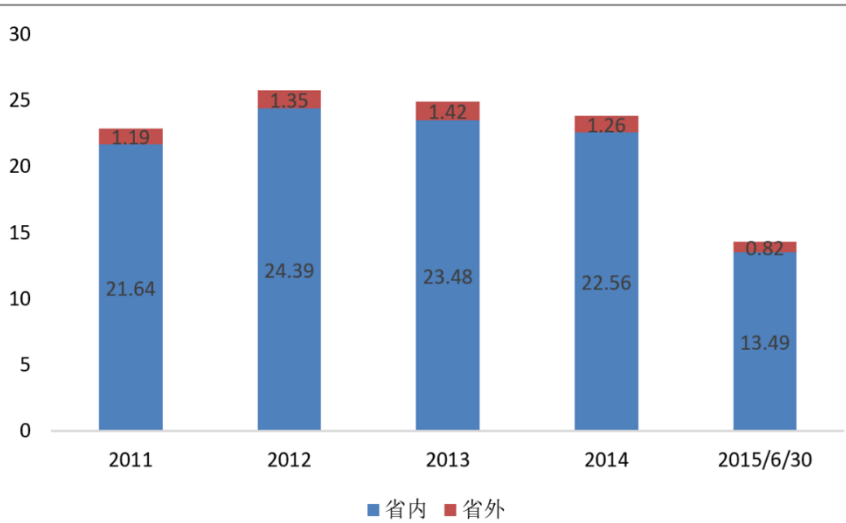
图 16: 公司历年经销商、直销模式销售收入一览 (万元)



资料来源: 公司招股说明书, 中国银河证券研究部整理

公司省内营业收入一直保持 90%以上, 省外收入仅占总营业收入的 5.5%左右, 业务过于依赖省内市场。公司 2011、2012、2013、2014 和 2015 年上半年的省内营业收入占总收入比重的 94.64%、94.76%、94.29%、94.71 和 94.28%。我们认为, 过去省外市场这块并没有较大的突破主要是受限于白酒行业的低潮期对外扩张挑战难度较大。随着未来行业进入弱复苏阶段, 公司省外布局区域成熟化, 省外市场将有进一步的提升空间。

图 17: 历年公司省内外营业收入规模 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公开资料, 中国银河证券研究部

### 3、公司提出“十三五”规划, “双二十”战略正式启动

公司近日对未来五年市场销量做出双二十规划, 即五年后做到江苏省内 20% 的市场份额、省外销售金额占总销售金额的 20%。目前公司面对着三大难题: 1) 营业收入过于依赖省内市场; 3) 江苏白酒竞争加剧, 外来酒品牌对公司产品造成冲击; 2) 省外市场扩展一直没有较大的进展。为此, 公司在未来五年的战略规划中提出“双二十”的目标有利于优化自身的市场销售结构, 向市场结构多元化方向发展。

表 7: 公司全国营销布局

区域	形式	营销中心
江苏省内	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、连云港、宿迁、徐州、盐城
江苏省外	实体公司	北京、武汉、上海、杭州、莆田、长沙
	省外营销中心	浙江、福建、华中、华南、河北、东北、山东、河南、西北

资料来源: 公司招股说明书

#### 省内市场深耕细作, 下沉至县、镇、村

目前公司在江苏省内的市场份额在 9%-10% 之间, 省内市场依然有进一步的提升空间, 深挖苏北区域市场, 逐渐渗透苏南市场是公司未来的主要战略。公司产品在江苏省内苏北地区产品消费基础强大, 知名度高。在大本营淮安的市场占有率达到 22% 左右, 苏北其他地区市场如扬州、盐城、徐州等城市市场占有率从 3%-8% 不等。苏南地区则并没有过多的介入, 而且由于苏南地区有来自安徽等地区外来的竞争品牌, 竞争较为激烈。未来公司的战略是继续深耕省内苏北地区消费市场, 渠道下沉至县、镇级地区, 在强势区域做深做透。苏南地区



则是稳步布局。我们预计，公司产品在苏北区域的市场占有率将会持续提升，而苏南地区还未能看到能有所突破的机会，近期还无法为公司增量。

### 省外市场稳步布局

**省外市场战略分为重点市场和战略市场：**1) 重点市场是指江苏省周边的省级市场，其中包括河南、山东、浙江、安徽等地区，这些地区都是未来公司重点布局的省外市场，力求在体量上未来能有所突破；2) 战略市场是北京、上海等一线城市市场，通过市区团购销售、市郊经销商销售的方式逐步拓展。公司对战略市场的策略是不管未来该市场有没有增量甚至亏损都不会放弃。我们认为，北京、上海乃兵家必争之地，公司会持续重点为该地区投入销售费用，预计未来销售量会稳步增长。周边四省中浙江、山东、河南公司有较大机会占有一席之地，而安徽省由于本土酒企拥有强势地位，市场发展前景不容乐观。

表 8: 江苏省周边省市场特征及发展前景预期

重点市场	市场特征	发展前景
河南	消费体量大，本地无强势酒企，喝酒文化彪悍	近年各大酒企如古井贡酒和口子窖开始布局河南市场，与今世缘处于同一起跑线，未来有机会争取到一定的市场份额
山东	茅台五粮液占领高端市场，本土鲁酒在低端价位竞争，正试图向中端、中高端市场转移。	中端市场机会大，以喜酒形象进入可占有一席之地
安徽	本土酒企强势，古井、口子、迎驾、种子在各个细分价格市场均拥有强势品牌	前景不容乐观，各大强势酒企包围下很难打开市场
浙江	人均收入高，消费结构以中高端为主	消费结构符合公司产品主打中高端定位，产品口感柔和迎合消费者喜好，预计将是公司销量增速最大的重点外省。

资料来源：中国银河证券研究部整理

经过实地调研测算，我们预计公司 15 年省外收入有望接近 1.5 亿元，占总营业收入的 6%。16 年省外收入预计会做到 2.1 亿元，占公司总营收 8%。公司规划五年后省外营业收入占公司总收入的 20% 以达到省内省外优化销售结构的目标。我们认为，只要公司在“十三五”规划的前两年时间将省外重点市场布局到位，后面三年的产品销售预计将会有很大的改善。

图 18: 未来省外市场重点布局地区



资料来源: 中国银河证券研究部整理

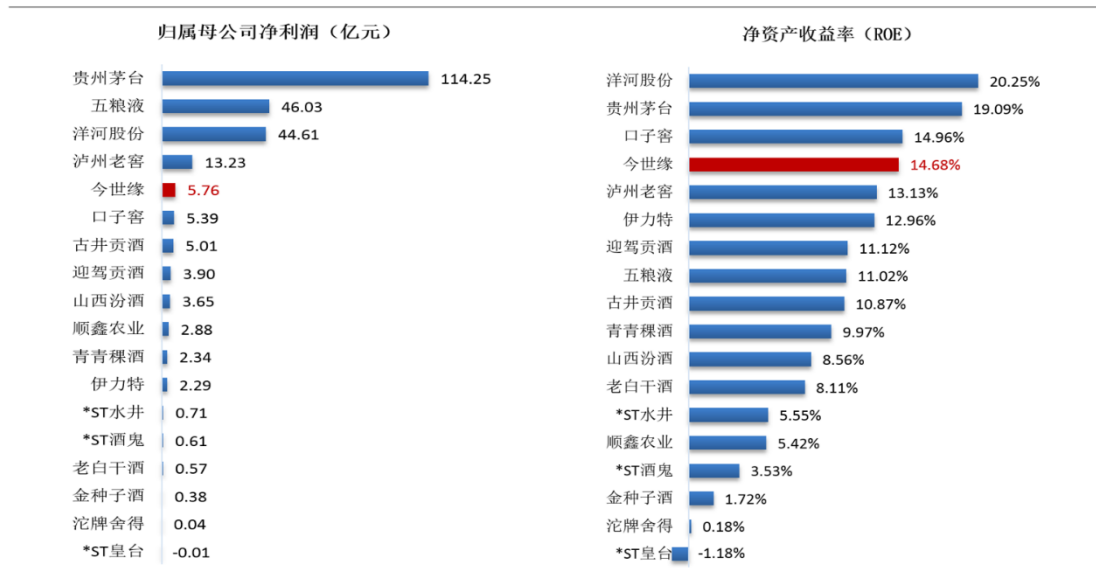
**公司发布省外厂商战略新模式“333”招商计划，省外市场拓展预期值得关注**

“333”招商计划是由三百、三化、三零组成：“三百”是指三个一百，未来公司将在省外目标区域市场招募 100 个优质经销商重点推广，尤其是能够配合公司喜铺战略定位的经销商优先。这 100 个经销商必须符合公司对资金规模、市场营销业绩、管理模式的要求才能加入；“三化”是指运作模块化、投入清单化、合作无忧化；“三零”是指零风险，确保市场顺利动销，库存零风险，盈利零风险。公司承诺将会回购库存积压的产品。公司将在 2016 年实施的“333”招商计划将有助于优化省外经销商结构，集中优秀的经销商资源，做到每一笔投入的销售费用都用在刀刃上。作为地域性白酒公司选择优质点从而覆盖到面的战略将有助于公司在省外市场的有效拓展。

**(四) 财务分析：公司业绩稳定，盈利能力强**

公司规模处于行业中游水平，盈利能力较强。前三季度共实现营收 19.12 亿元，收入规模处于行业中游水平；归属母公司净利润 5.76 亿元，上市酒企中继茅、五、洋、泸之后排名第五；净资产收益率 14.68%排名第四。作为二线白酒企业其净利润和净资产收益率均位于行业前列，显示出公司强大的盈利能力。主要原因是公司中高端产品是营收的主要来源，未来消费升级更有利于公司增强其盈利能力。

图 19: 2015 前三季度公司净利润和净资产收益率位居行业前列



资料来源: wind, 中国银河证券研究部整理

受白酒行业景气度下降等影响, 公司自 2012 年以来营业收入和净利润持续下降。2012、2013、2014 年收入同比增速为 15.67%、-3.02%、-4.06%。净利润同比增速 26.92%、0.68%、-5.24%。随着行业步入弱复苏阶段, 公司未来营收将有望恢复增长。

图 20: 公司历年营业收入 (亿元) 及增速

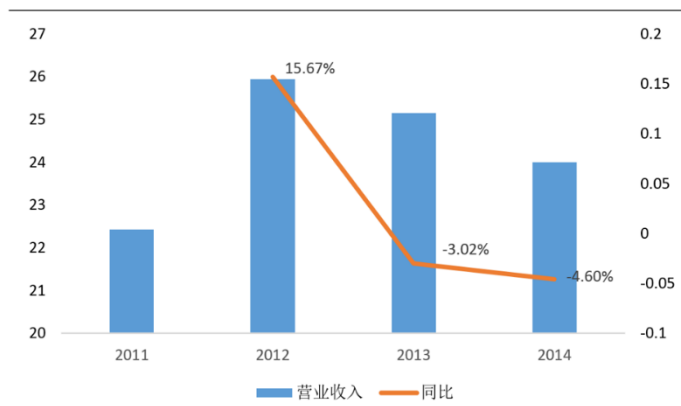
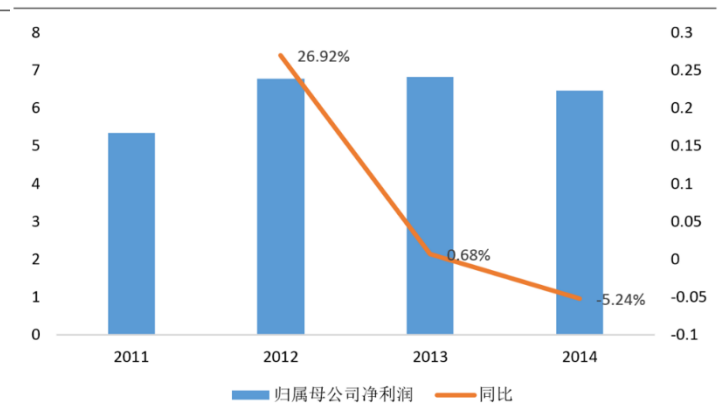


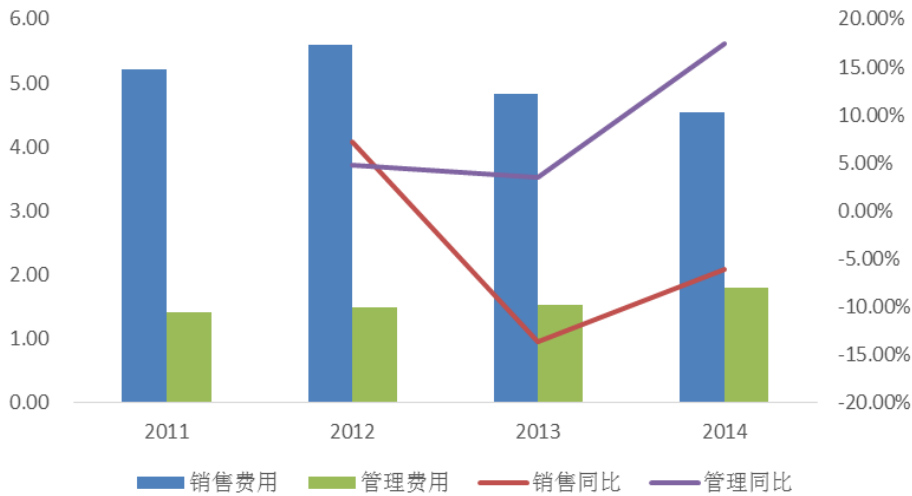
图 21: 公司历年归母净利润 (亿元) 及增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究部整理

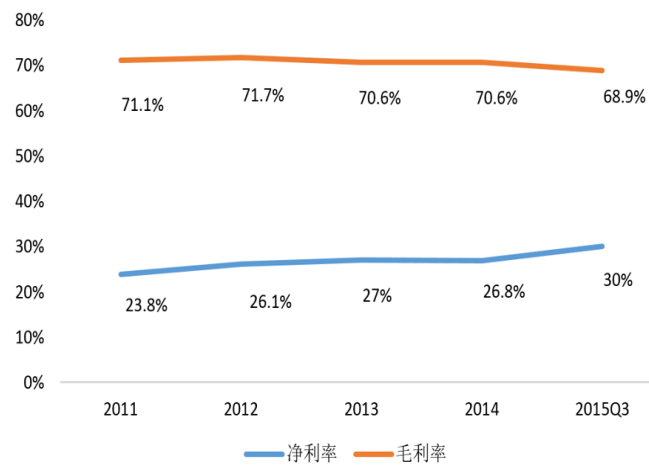
公司的销售费用和营业收入变化基本一致, 管理费用每年都在增加, 主要是因为公司研发投入增多。预计公司未来将持续加大销售费用投入以达到“十三五”规划中“双 20”的战略目标。

图 22: 公司历年销售费用、管理费用 (亿元) 及同比增速



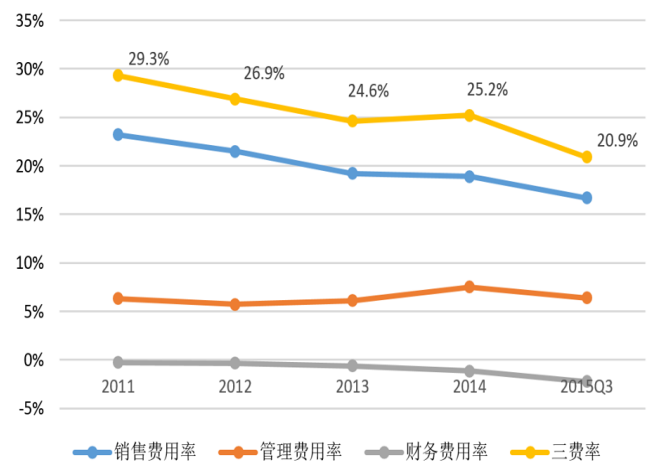
资料来源: wind, 中国银河证券研究部整理

图 23: 公司毛利下降, 净利率稳步上升



资料来源: wind, 中国银河证券研究部整理

图 24: 公司三费率逐年下降



### 三、婚庆行业：蕴藏无限商机的朝阳产业

在行业处于深度调整期间，今世缘提出了积极的转型思路，于10月26日的南京糖酒会上宣布创新转型战略；将战略方向定位于整合婚庆产业，打造今世缘喜铺，做中国婚庆产业的整合者、领导者，实现从卖产品向卖文化的转变，并为文化价值升级提出了四个创新。

1) 品牌创新：深耕挖掘中国的传统文化，突出聚焦姻缘文化，瞄准婚庆适婚人群，包括夫妻姻缘的不同时间节点，创新缘文化传播手段，以缘文化的珍惜、包容、感恩的心理暗示及积极特性，影响占领消费者的心智。

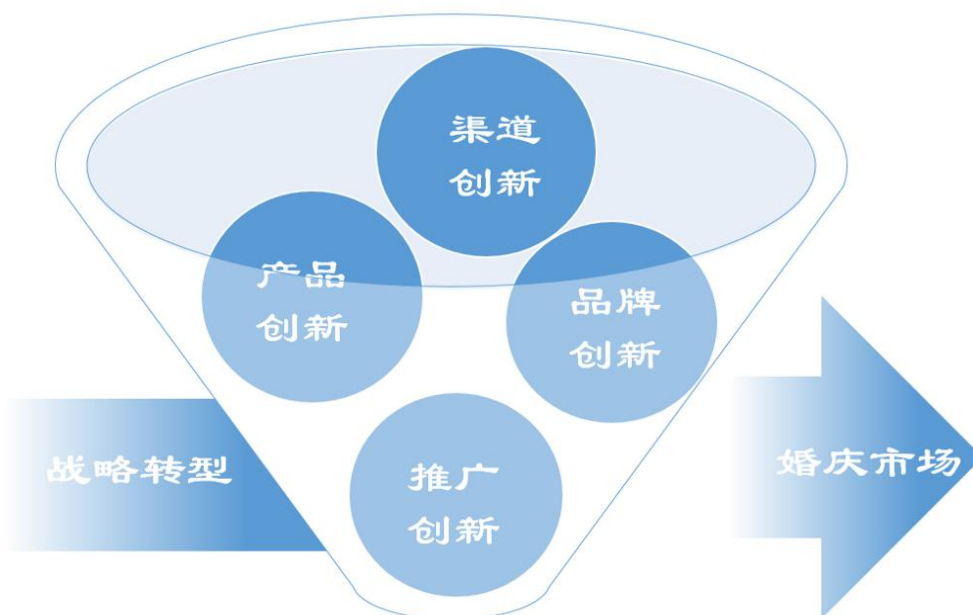
2) 产品创新：主打产品白酒重点突出缘文化。其次是围绕宴席餐桌上的消费，比如红酒、饮料、喜糖等。包括各类体现缘文化的文创饰品、挂件等纪念品。

3) 渠道创新：创立今世缘喜铺新业态，从传统的白酒销售渠道，向整合婚庆产业链、线上与线下结合转变，为消费者提供一站式的体验服务。

4) 推广创新：全面深度挖掘酒文化。公司已于2015年10月启动与《光明日报》的全面战略合作，尤其牵头寻求与专家学者合作，组建国内缘文化顶级智库，深入、系统的研究和梳理，与现代相结合的方式推广。同时，今世缘将与施华洛世奇、乐视网合作结成喜庆战略联盟开始跨界合作。

随着宏观政治经济的变革转型，我国白酒行业步入深度调整期，今世缘在这样的行业大背景下选择转型是使自身免于淘汰的被动举措，然而选择主动转型尚不成熟但前景可期的婚庆产业却说明了今世缘对公司发展的深远布局。婚庆这块大蛋糕，正等着被切分。

图 25：公司为战略转型提出四个创新



资料来源：中国银河证券研究部整理

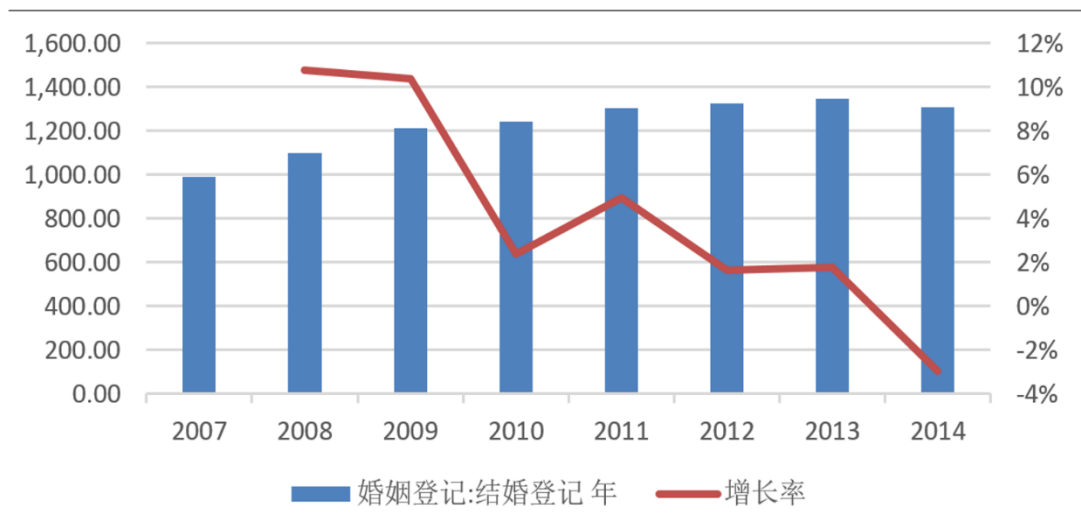
## (一) 婚庆市场体量巨大，二胎政策挖掘市场潜力

### 1、消费规模空前的婚庆市场

2014 我国全年新人结婚登记数量达到 1306.7 万对，自 2007 年的 991.4 万对至今，其在 7 年间增长了近 32%，且近五年来平均数量都在 1.3 千万对以上。虽然近两年来增长率有所减缓，但是除 14 年数量有小幅波动外，登记数绝对值始终保持平稳增长的态势。

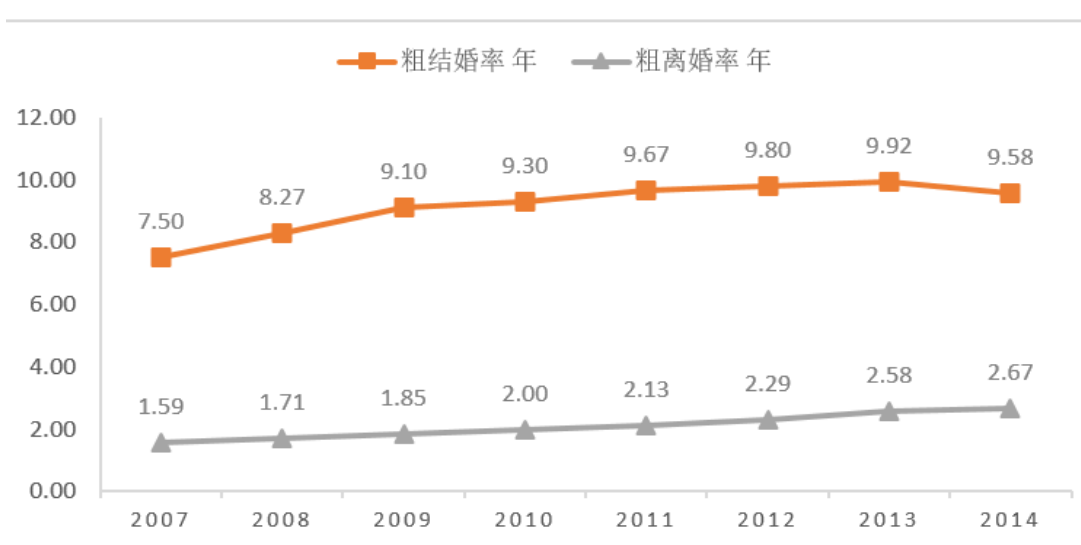
从对未来的预期来看，我国在上世纪 80-88 年为生育数量的高峰期，而这批人逐渐达到适婚年龄，因此，预计未来几年我国新婚登记数量可能会达到一个新的高峰水平，为婚庆市场注入新的活力，预计中国婚庆市场规模将会步入高增长期。

图 26：2007-2014 全国登记结婚新人数量变化情况



资料来源：民政部，中国银河证券研究部整理

图 27：2007-2014 年我国粗结婚率和粗离婚率 (%)



资料来源：民政部，中国银河证券研究部整理

自 2007 年以来，我国人口粗结婚率始终保持相对平稳的增长，与人口基数的稳步增长二者共同推动了婚姻总数的持续走高，另一方面粗离婚率明显的增长态势说明我国婚姻的不稳定性逐步提高，提高了个人婚姻频率，间接对婚姻人口规模造成了正向影响。总体来说，多因素共同保障和推动了我国婚庆市场规模的良态发展。

伴随着经济的发展和我国中产阶级的不断壮大，近年来我国新婚消费水平不断提高。传统婚庆方式的单一消费结构正在不断被人们所抛弃。根据对主要新婚消费项目的调查，选择拍摄婚纱照的新人占比达到 88.4%，选择在酒楼举办婚宴的比例达到 78.7%，选择蜜月旅游的新人占比达到 67.7%，即使是以前并不受青睐的购买婚纱和请婚庆公司策划婚礼这两项的比例也达到了 36.8% 和 49.1%。由此可以看出，我国婚庆市场中新人需求和市场服务逐渐趋于多样化，为婚庆产业的发展创造了新的机遇。

图 28：2009 年婚庆项目主要需求（%）

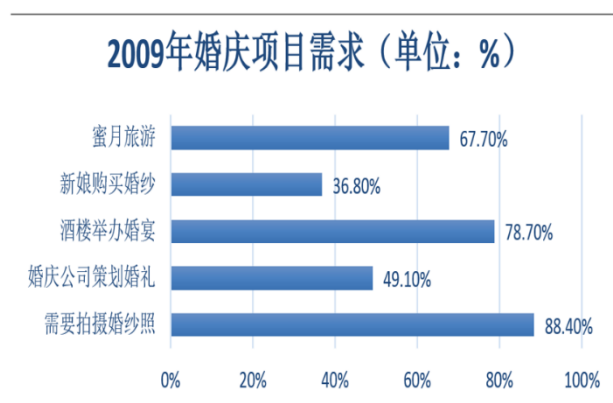
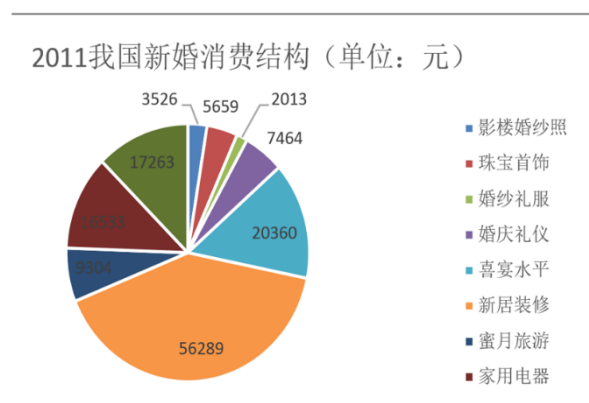


图 29：2011 年我国新婚消费结构（单位：元）



资料来源：全国结婚产业调查统计中心，中国银河证券研究部整理

此外，我国新人结婚的消费结构已经发生重大改变，许多新兴消费项目的比重逐渐攀升。目前新婚消费虽仍主要集中于新居装修、家具家电购置以及婚庆喜宴三个方面，但其他消费项目的受重视程度逐渐提高。如婚纱摄影的消费比重达到 2.55%、蜜月旅游的比重则达到了 6.72% 的水平，虽然与许多发达国家相比还有较大的差距，但是说明随着人们消费理念由物质消费向精神消费和文化消费的升级，这些转变所带动的新兴消费项目必将会成为婚庆产业经济一个有力的潜在拉动点。

从目前的市场调查结果来看，近几年我国新人结婚的平均直接消费维持在 8 万元至 20 万元左右，许多一线城市如北京、上海、深圳等直接结婚成本则达到了 20 万元以上，如果以 10 万元为基础计算，我们估计 2014 年我国婚庆市场消费规模约达 1.3 万亿元。而未来，这一数据也将持续走高。

毫无疑问，对我国而言婚庆产业已成为经济结构中最引人注目的增长点，中国婚庆市场将会迎来前所未有的发展机遇。

## 2、二胎政策拉动为市场注入新活力

今年 10 月的十八届五中全会中指出，我国要坚持计划生育基本国策，积极开展应对人口老龄化行动，实施全面二孩政策。

图 30：二胎政策的落地将会成为未来消费市场的驱动力



资料来源：中国银河证券研究部整理

短期来看，二胎政策的施行将预计在 3 年后对新生儿消费市场造成巨大冲击。全面放开二孩政策后，预计新生儿数量将会有每年 100 万至 200 万的增长，而这部分增长所蕴含的巨大消费红利对于婚庆行业来说也有望分得一杯羹，随着婚庆产业链的趋于成熟，处于产业链前端的婚礼策划行业可能拓展至新生儿的满月宴，对这个新市场的提前布局势必会在即将到来的竞争中取得优势地位，把握住新生儿所带来的消费红利。

长期来看，二胎政策将会在政策颁布后第一批新生儿达到适婚年龄之后才能够真正对婚庆行业产生直接影响，即 20 年之后。届时二胎政策对我国人口数量的影响将会初步显现，据估 2035 年在二胎政策的影响下新人结婚登记数量将提高至 2000 万对。虽然时间跨度较长，但是毫无疑问长远来看二胎政策将会极大程度上挖掘婚庆市场潜力。

## （二）婚庆产业链庞大，前景可期

婚庆产业是为处于家庭生命周期中的新婚阶段人口提供的一系列相关服务的集合，其将所有涉及的产品和服务环节吸纳整合为产业链，主要包括前中后三个阶段：婚前的筹备、婚时的婚宴及婚后的蜜月。

近年来，我国婚庆消费市场的婚纱摄影、婚纱礼服、婚礼服务、婚宴及珠宝首饰等直接消费行业的发展日趋成熟，并与新婚消费的许多间接消费行业如家电家具、床上用品、装饰装修、房地产、汽车、旅游业等几十个关联行业，逐步形成令人瞩目的婚庆产业链，充满了巨大的潜在商机。



图 31: 婚庆产业链中各个子行业一览

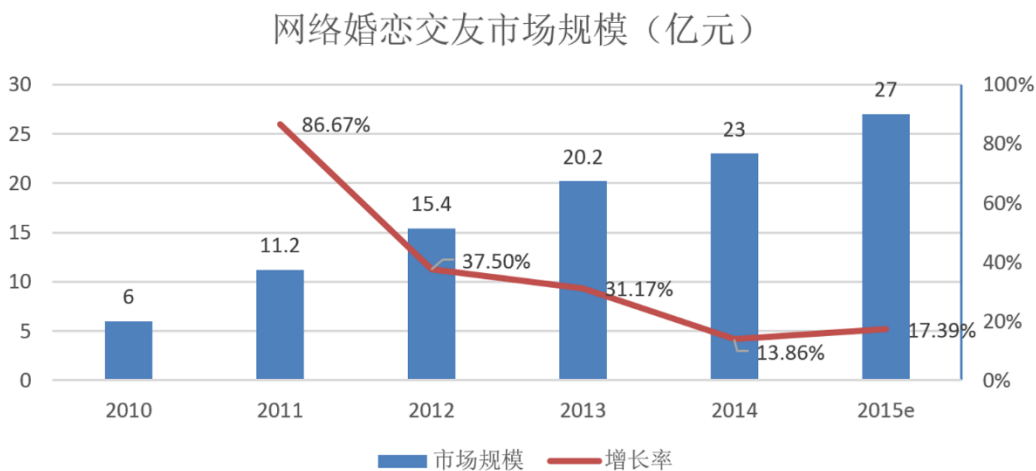


资料来源: 网络资料, 中国银河证券研究部整理

仅以位于婚庆产业链最前端的婚恋服务业为例, 随着婚庆行业的起步发展, 婚恋服务行业规模呈现出高增长态势, 除了在全国各城市如雨后春笋般出现的各小型线下婚恋公司外, 目前我国婚恋服务业已经形成了几大全国性的知名婚恋网站, 如世纪佳缘、百合网、有缘网及珍爱网等。

自 2010 年到 2014 年, 我国网络婚恋交友市场规模从 6 亿元迅速增长至 23 亿元, 短短 4 年间增长了近 4 倍。我们预计, 2015 年我国网络婚恋交友市场规模将达到 27 亿元的水平。

图 32: 网络婚恋交友市场规模 (亿元)



资料来源: 速涂研究院, 中国银河证券研究部整理

### （三）婚庆产业服务碎片化，行业高度分散亟待整合

与许多发达国家相比，我国的婚庆产业还处于发展的初期，市场规模体量巨大但是却没有足够专业的市场服务与之相匹配。目前，我国婚庆行业存在诸多问题，如进入门槛过低，行业标准不统一，服务项目单一，服务质量良莠不齐。虽然提供婚庆相关服务的公司数量上近年来呈爆炸式增长，但是其中大多数公司服务不规范，资本实力较弱，均是针对性提供单一服务。上述原因致使婚庆行业整体服务质量低劣，且行业高度分散，产业链中的各环节相对独立，服务碎片化严重。

婚庆行业作为一次性消费或低频次消费性产业，同时由于其性质和内涵的特殊性，消费者对服务质量要求普遍较高，对费用的敏感性相对较低，然而我国婚庆行业中却没有形成让消费者信赖的全国性品牌。

就目前而言，消费者在新婚筹备方式的选择上主要有两种形式：其一是在服务的高度碎片化下，根据个人需求从每一个消费链条寻找独立的公司或产品提供商完成，但是该种形式时间成本非常高，并且由于消费者信息不充分，处于信息劣势地位，往往无法得到满意的产品或服务及合适的价格，因此逐渐被消费者所抛弃；其二是与近年来兴起的婚庆“一条龙”式服务公司合作，从婚礼筹备到婚宴结束全部由婚庆公司负责，但是这种公司普遍品牌小，资本实力弱，保障性差，且往往利用消费者信息不对称的特点向消费者收取高额费用但是提供劣质产品和服务。

我国的婚庆市场亟需一个市场的整合者和领导者，消除目前婚庆服务的行业固有缺陷，整合产业链，规范行业服务标准，建立起全国性的婚庆产业品牌。谁能够正确把握产业整合的战略路径，就能够在新的婚庆产业竞争中占据优势率先崛起。今世缘同时拥有着作为婚庆市场的整合者和领导者两个必不可少的要素。一是公司天生具有的喜庆基因文化使得其完全符合婚庆领导者的品牌形象；二是公司强大的现金流能为转型整合婚庆产业链提供稳定的资金支持。能同时满足这两点的公司非常稀缺，所以我们认为今世缘进入婚庆产业链具有先天的优势。

### （四）产业整合，致力于成为婚庆全产品服务一站式提供商

#### 1、品牌特征奠定转型基础

今世缘与身俱来的喜庆基因让其与婚庆产业一直有着千丝万缕的联系，作为白酒产品品牌，公司主打的“今世缘”系列酒以喜酒形象占据了我国喜宴市场，逐渐成为全国化喜酒品牌。同时，其品牌的“缘”文化完美契合人们的婚姻诉求，易于被人们接受，为品牌转型奠定了良好的基础。此外，目前婚庆产业中还没有全国性的大型企业足以担任行业整合者的角色。今世缘作为大型上市公司，白酒的传统业务稳步发展，为转型提供了稳定的现金流支持。

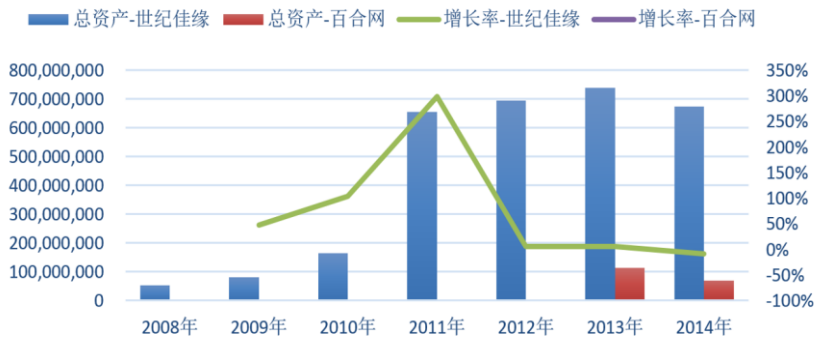
#### 2、战略转型：线上导入流量，线下设立喜铺

##### 线上：携手婚恋网站，紧盯目标消费者

婚庆行业体系庞杂，对于有志于整合婚庆产业的服务商而言，精准选定目标消费者是第一要素，同时也是促使战略成功需要迈出的第一步。在婚庆产业链中，位于最前端的即婚恋

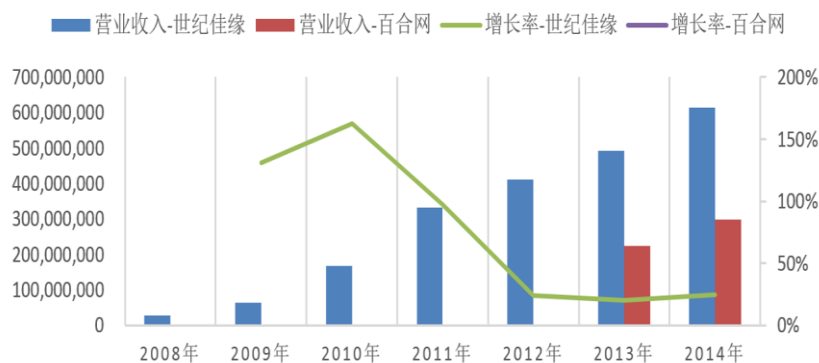
市场，在线上，与大型的婚恋网站合作，能够使公司率先接触到目标群体，实现为线下引流的目的。

图 33: 国内主要婚恋网站上市公司历年总资产



资料来源: 易观智库, 中国银河证券研究部整理

图 34: 国内主要婚恋网站上市公司历年营业收入

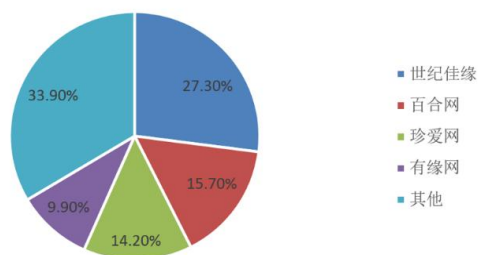


资料来源: 易观智库, 中国银河证券研究部整理

目前的婚恋网站中仅两家上市公司，即世纪佳缘和百合网，分别于 2011 年和 2015 年上市。2014 年的最新数据显示，世纪佳缘的资产规模是百合网的近 10 倍，营业收入也 2 倍于百合网。目前看来，百合网还与世纪佳缘有较大差距，短期内无法撼动世纪佳缘的市场地位。

图 35: 2014 中国线上婚恋交友市场份额

2014年中国线上婚恋交友市场份额



资料来源: 易观智库, 中国银河证券研究部整理

图 36: 2014 中国线上婚恋交友市场主要厂商收入规模

2014中国线上婚恋交友市场主要厂商收入规模

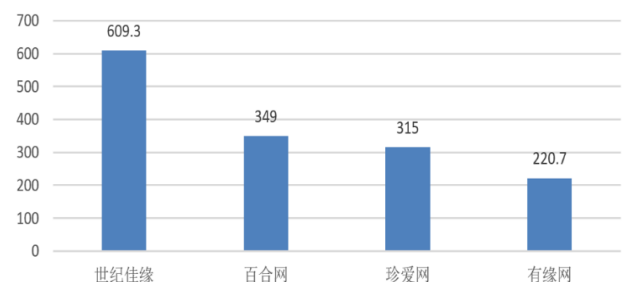
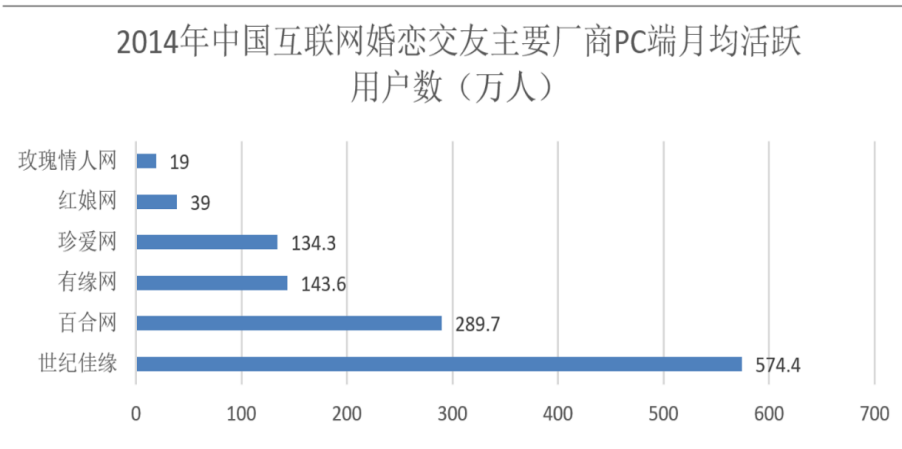


图 37: 2014 年中国互联网婚恋交友主要厂商 PC 端月均活跃用户数 (万人)



资料来源: 易观智库, 中国银河证券研究部整理

从婚恋全行业来看, 目前世纪佳缘、百合网及珍爱网三家的市场占有率达到 57.20%, 而其中仅世纪佳缘就占据了 33.90% 的市场份额, 同时以 609.3 百万元的收入规模水平远超位居第二的百合网。在网站用户数方面, 仅 PC 端世纪佳缘的月均活跃用户数就比位于第二的百合网高出 284.7 万。

因此, 总体来说目前我国的线上婚恋交友市场属于多头共存的状态, 世纪佳缘、百合网、有缘网、珍爱网等几大网站基本垄断了线上资源。而其中世纪佳缘依靠在婚恋行业多年的深耕, 建立了极高的品牌认知度, 积累了大量忠实用户和行业资源, 在各方面都以绝对的优势雄踞行业龙头的位置。

图 38: 我国婚恋网站主要品牌



资料来源: 中国银河证券研究部整理

我们认为, 今世缘如若要成为婚庆行业的整合者和领导者, 首先应着力于打开市场, 建立品牌知名度, 同时为向线下引流服务。与世纪佳缘这样的行业领先者合作能够最大限度接触目标消费者, 为线下的喜铺布局引入客源, 建立良好的线上导流、线下服务的生态体系, 为

公司在婚庆行业的发展打开优势局面。同时，与世纪佳缘的合作能够最大程度控制婚庆潜在消费人群，为后期的市场进入者建立起高壁垒，保持自己的优势地位。

从婚恋市场的角度来看，目前我国线上婚恋公司的发展受阻，其核心问题在于盈利模式过于单一，会员收费的盈利方式无法创造持久利润。因此，婚恋市场要想实现新的突破，必须寻求新的领域合作方拓宽收入渠道，丰富盈利模式。

因此综合来看，今世缘和世纪佳缘的合作能够实现两家公司的共赢。世纪佳缘依靠与今世缘的合作可以拓宽盈利模式，进一步巩固市场地位。而今世缘则可以通过与世纪佳缘的合作达到将线上目标消费者引流至公司线下的生态服务体系，率先完成进军婚庆行业的线上布局。

### 线下：今世缘“喜庆+”，打造喜铺新业态

在今世缘宣布的转型战略中，除了线上与婚恋网站的合作，另外一部分备受关注的即线下布局。今世缘将会在传统的白酒销售渠道上进行创新，打造喜铺新业态，开设“今世缘喜庆+”喜铺体验店，以实现线上与线下的有机结合，向消费者提供一站式的体验服务。

对于江苏省内市场，在全区域全渠道深耕细作的基础下，逐渐有序的选择现有今世缘国缘专卖店升级为今世缘喜铺，并招纳新的大型经销商加盟打造喜铺形象，公司负责制定每家喜铺的布置标准，服务流程等等。目前江苏省第一家今世缘喜铺正在筹备当中，预计很快就能落地，初期的喜铺加入一些带有公司商标的喜糖、贴纸以及其他婚庆小产品，后期再以喜铺为基点，将分散在婚庆行业上下游的产业链集中起来，真正达到为消费者提供一站式服务的目标。其他江苏省外市场将从运作初始，即以今世缘喜铺的方式作为切入点，其中计划“十三五”的前三年，将实现在全国大部分重点城市布局落地。后期商业模式成熟后，将会采取分级连锁授权，加收加盟费的方式，适度提高门槛。

喜铺的成功布局将会优化公司的终端服务，完成今世缘对婚庆产业链的末端整合。在对婚庆市场的分析中我们已经指出，目前我国婚庆市场亟待解决的问题是行业高度分散，服务过于碎片化，各链条没有有效的联结。而今世缘在线上端完成客户的引流后，消费者在喜铺可以获得一站式全产品服务，前至婚礼用品采购，后至蜜月出游策划，均可在喜铺完成，极大降低了消费者的时间成本。

目前今世缘通过与婚恋网站的合作以及喜铺的战略布局，设法初步完成产业链前端和末端的整合，对于产业链中端还较为薄弱。我们预计在下一步战略中，今世缘将会着力打造婚庆服务整合平台，打通与供应商及分销商的接口。例如在产业链上游方面，对包括婚礼策划、婚纱摄影、珠宝首饰等环节的供应商进行并购或建立战略联盟，为消费者打通产业链上游产品和服务提供渠道。通过对产业链中端的进一步整合，以最终建立起完整的 B2B2C 系统，并与线上线下系统有机结合，逐步建立起婚庆产业领先的全产品和服务提供商。

## 四、附录

**今世缘 (603369.SH) 财务预测表 (百万元)**

资产负债表					利润表				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	1369.48	2651.90	3017.30	3494.22	营业收入	2399.74	2478.77	2610.84	2834.67
应收和预付款项	75.29	83.50	79.85	79.55	营业成本	705.66	706.42	741.18	806.07
存货	1255.59	1120.13	1173.68	1183.13	营业税金及附加	240.51	246.43	259.85	282.35
其他流动资产	832.76	307.28	397.20	512.41	营业费用	453.10	494.22	512.47	553.52
长期股权投资	0.00	3.87	3.22	2.36	管理费用	179.75	166.67	179.44	196.33
固定资产和在建工程	592.40	639.46	658.11	660.96	财务费用	-27.41	-28.78	-41.14	-47.46
无形资产和开发支出	164.03	119.72	80.27	38.76	资产减值损失	0.74	0.18	0.29	0.47
其他非流动资产	211.18	161.64	147.18	140.20	投资净收益	0.73	0.64	0.59	0.65
资产总计	4500.74	5087.49	5556.82	6111.61	公允价值变动损益	0.20	0.07	0.09	0.12
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	848.31	894.34	959.43	1044.16
应付账款	68.24	82.99	80.39	77.21	其他非经营损益	5.11	2.94	4.59	4.21
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	853.42	897.29	964.02	1048.37
其他负债	874.62	971.46	941.55	929.21	所得税	211.36	226.42	243.06	262.84
负债合计	942.86	1054.45	1021.95	1006.42	净利润	642.07	670.86	720.96	785.53
归属母公司股东权益	3544.34	4021.18	4525.16	5097.94	少数股东损益	-3.56	-1.68	-2.14	-2.46
少数股东权益	13.54	11.85	9.71	7.25	归属母公司股东净利润	645.62	672.55	723.10	787.99
股东权益合计	3557.88	4033.04	4534.88	5105.19	每股收益 (EPS)	1.29	1.34	1.44	1.57
负债和股东权益合计	4500.74	5087.49	5556.82	6111.61					
现金流量表					财务指标				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
净利润	642.07	670.86	720.96	785.53	毛利率	70.59%	71.50%	71.61%	71.56%
折旧与摊销	72.53	62.89	67.76	71.45	销售净利率	26.76%	27.06%	27.61%	27.71%
经营性现金净流量	473.26	1486.76	567.39	669.36	ROE	22.05%	17.72%	16.88%	16.35%
投资性现金净流量	-965.94	-28.06	-30.25	-23.64	ROA	14.27%	13.19%	12.97%	12.85%
筹资性现金净流量	636.81	-176.28	-171.73	-168.80	ROIC	17.54%	16.00%	15.15%	14.62%
现金流量净额	144.13	1282.42	365.40	476.92	销售收入增长率	-4.60%	3.29%	5.33%	8.57%
EBITDA	905.41	931.39	990.64	1072.36	营业利润增长率	-6.67%	5.43%	7.28%	8.83%
					净利润增长率	-5.24%	4.17%	7.52%	8.97%

资料来源: 中国银河证券研究部测算

## 插图目录

图 1: 白酒当月产量及增速 (2010.06-2015.10) .....	3
图 2: 白酒累计营业收入及增速 (2000-2015 年 10 月) .....	4
图 3: 白酒累计利润总额及增速 (2000-2015 年 10 月) .....	4
图 4: 2015 前三季度上市酒企营收与净利润增速排名 .....	4
图 5: 前十大白酒产量大省占全国白酒产量比重呈上升趋势 .....	6
图 6: 今世缘公司股东股本结构 .....	8
图 7: 2014 年公司产品收入结构 .....	10
图 8: 公司三大类产品单品 .....	11
图 9: 2015 前三季度产品收入结构 .....	11
图 10: 2014 年江苏省 GDP 位列全国第二 (单位: 亿元) .....	12
图 11: 江苏省 GDP 增速高于全国均值 .....	12
图 12: 省内居民可支配收入及同比增速 (单位: 万元) .....	12
图 13: 城镇与乡村人口差距逐渐拉大 .....	12
图 14: 2014 年江苏白酒产量全国第四 (单位: 吨) .....	13
图 15: 省内历年白酒产量及增速 (单位: 吨) .....	13
图 16: 公司历年经销商、直销模式销售收入一览 (万元) .....	14
图 17: 历年公司省内外营业收入规模 (单位: 亿元) .....	15
图 18: 未来省外市场重点布局地区 .....	17
图 19: 2015 前三季度公司净利润和净资产收益率位居行业前列 .....	18
图 20: 公司历年营业收入 (亿元) 及增速 .....	18
图 21: 公司历年归母净利润 (亿元) 及增速 .....	18
图 22: 公司历年销售费用、管理费用 (亿元) 及同比增速 .....	19
图 23: 公司毛利下降, 净利率稳步上升 .....	19
图 24: 公司三费率逐年下降 .....	19
图 25: 公司为战略转型提出四个创新 .....	20
图 26: 2007-2014 全国登记结婚新人数量变化情况 .....	21

图 27: 2007-2014 年我国粗结婚率和粗离婚率 (%) .....	21
图 28: 2009 年婚庆项目主要需求 (%) .....	22
图 29: 2011 年我国新婚消费结构 (单位: 元) .....	22
图 30: 二胎政策的落地将会成为未来消费市场的驱动力 .....	23
图 31: 婚庆产业链中各个子行业一览 .....	24
图 32: 网络婚恋交友市场规模 (亿元) .....	24
图 33: 国内主要婚恋网站上市公司历年总资产 .....	26
图 34: 国内主要婚恋网站上市公司历年营业收入 .....	26
图 35: 2014 中国线上婚恋交友市场份额 .....	26
图 36: 2014 中国线上婚恋交友市场主要厂商收入规模 .....	26
图 37: 2014 年中国互联网婚恋交友主要厂商 PC 端月均活跃用户数 (万人) .....	27
图 38: 我国婚恋网站主要品牌 .....	27

## 表格目录

表 1: 2015 年白酒上市公司三季报主要数据一览 .....	5
表 2: 2015 年前 10 月我国前九大白酒产量大省白酒产量结构 .....	6
表 3: 我国白酒各终端价格段主要产品 .....	7
表 4: 公司高管行业经验丰富 .....	9
表 5: 公司主要终端产品分类 .....	10
表 6: 省内南北区域市场特征 .....	14
表 7: 公司全国营销布局 .....	15
表 8: 江苏省周边省市场特征及发展前景预期 .....	16



## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 中国银河证券食品饮料团队，2013 年和 2011 年新财富上榜团队。

**李琰，食品饮料行业分析师。**2010 年进入证券业工作，2012 年 5 月至今在银河证券从事食品饮料行业研究工作。英国雷丁大学硕士。

**岳思铭，食品饮料行业分析师。**2013 年 5 月加盟银河证券，2014 年至今在银河证券从事食品饮料行业研究工作，英国斯特灵大学硕士。

二人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址: [www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电:

上海地区: 何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)  
深广地区: 詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)  
海外机构: 李笑裕 010-83571359 [lixiaoyu@chinastock.com.cn](mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn)  
北京地区: 王婷 010-66568908 [wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)  
海外机构: 刘思瑶 010-83571359 [liusiyao@chinastock.com.cn](mailto:liusiyao@chinastock.com.cn)