

中国人的喜铺，婚庆概念第一股

——今世缘（603369）深度报告

2016年02月01日

强烈推荐/上调

今世缘

深度报告

报告摘要：

“中国的喜酒”到“中国人的喜铺”。公司是白酒行业中“缘文化”的领导者之一，产品定位为白酒行业的细分领域-婚庆用酒，产品包装也多以红色等象征喜庆的色调为主，树立“中国人的喜酒”的品牌形象。在白酒行业进入下行调整周期的背景下，公司调整战略规划，从卖产品向卖文化转型，规划整合婚庆产业，打造今世缘喜铺，品牌定位升级为“中国人的喜铺”。从婚庆产业链的角度来看，我们认为公司在保持婚庆产业上游白酒制造为其提供稳定现金流的同时，未来进一步与结婚消费相关行业业务上或股权上的合作，有利于公司在婚庆产业链的全面发展。

婚庆行业空间巨大，机遇大于挑战。在竞争上，国内婚庆产业属于新兴产业，虽然线上婚庆服务具有一定集中度，但是目前国内婚庆市场仍以线下为主，线下竞争较为激烈，缺乏强有力的领导者；在结婚对数上，近30年结婚对数复合增速1.52%，在晚婚现状和二胎放开政策结合下，我们预计国内未来结婚对数仍将保持稳定增长；在婚庆市场规模上，我们预计全国单对平均结婚消费约为12.08万元，以2014年结婚对数计算，国内婚庆市场规模达1.58万亿；在盈利能力上，据我们调研结果，一般中型婚庆服务公司的利润率约为15-20%，O2O类婚庆公司的利润率约为10%，国内婚庆企业盈利状况良好。结合上述因素，公司整合婚庆市场发展空间巨大，此次的转型也有望使公司从区域型白酒企业走向全国，对公司而言机遇大于挑战。

公司盈利预测及投资评级。我们预计公司2015-2017年营业收入分别为24.9亿元、26.92亿元和29.86亿元，归属于上市公司股东净利润分别为6.74亿元、7.46亿元、8.4亿元；每股收益分别为1.34元、1.49元、1.68元，对应PE分别为19.56、17.67和15.69，给予公司6个月目标价40元，较目前股价尚有50%的空间，我们上调公司评级至“强烈推荐”。

财务指标预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2,515.42	2,399.74	2,490.36	2,692.37	2,985.55
增长率(%)	-3.02%	-4.60%	3.78%	8.11%	10.89%
净利润(百万元)	680.11	642.07	672.31	744.32	838.30
增长率(%)	0.55%	-5.59%	4.71%	10.71%	12.63%
净资产收益率(%)	29.78%	18.22%	13.78%	13.78%	13.99%
每股收益(元)	1.36	1.29	1.34	1.49	1.67
PE	20.93	22.09	21.15	19.11	16.97
PB	5.59	4.02	2.91	2.63	2.37

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

分析师：徐昊

Tel: 010-66554017

Email: xuhao@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480514070003

联系人：焦凯

Tel: 010-66554144

Email: jiaokai@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480512090001

交易数据

52周股价区间(元)	26.95-26.28
总市值(亿元)	131.87
流通市值(亿元)	71.49
总股本/流通A股(亿股)	5.02/2.72
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	4.39

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

1、《今世缘（603369）：二季度正增长，半年报符合预期》2014-08-08

目录

1. 今世有缘.....	4
1.1 中国人的喜酒	4
1.2 国资背景，有改革预期	5
2. 婚庆概念第一股.....	6
2.1 国内现代婚庆初起步	6
2.2 我国结婚对数总量仍将稳定增长	8
2.3 国内婚庆市场竞争激烈，仍有较长发展道路	10
2.4 万亿市场规模，婚庆产业空间巨大	12
2.5 国内婚庆企业盈利能力良好	16
3. “寒冬”下今世缘的转型	17
3.1 白酒行业进入下行调整周期	17
3.2 产品定位、文化内涵是成功转型基因	18
4. 盈利预测及估值.....	19
5. 投资评级.....	21

表格目录

表 1: 国内狭义结婚消费测算.....	16
表 2: 部分白酒企业广告词及定位类型	18
表 3: 部分白酒企业的酒文化.....	19
表 4: 公司收入预测表.....	20
表 5: 同类型白酒上市公司市盈率比较表	20
表 6: DCF 估值	21
表 7: 公司盈利预测表.....	22

插图目录

图 1: 今世缘部分产品.....	4
图 2: 今世缘产品结构占比.....	5
图 3: 今世缘利润结构占比.....	5
图 4: 今世缘省内外销售占比.....	5
图 5: 今世缘股权结构.....	6
图 6: 婚庆行业产业链.....	7
图 7: 国内现代婚庆行业的发展.....	8
图 8: 我国结婚对数及增速.....	9
图 9: 我国各年龄段结婚占比.....	9
图 10: 我国与日本结婚对数占总人口比重对比.....	9
图 11: 我国新生儿出生率情况.....	9
图 12: 线上婚庆平台市占率推测.....	10
图 13: 华德培全球化布局.....	11
图 14: 2006-2007 新婚人群请婚庆公司比率.....	12
图 15: 2006-2007 新婚人群请婚庆公司消费预算.....	12
图 16: 2006-2007 新婚人群拍婚纱照比率.....	13
图 17: 2006-2007 新婚人群拍婚纱照消费预算.....	13
图 18: 2006-2007 新婚人群租买婚纱比率.....	13
图 19: 2006-2007 新婚人群婚纱消费预算.....	13
图 20: 2006-2007 新婚人群婚宴预算(每桌).....	14
图 21: 2006-2007 新婚人群首饰消费.....	14
图 22: 2006-2007 新婚人群蜜月旅游比率.....	14
图 23: 2006-2007 新婚人群旅游预算.....	14
图 24: 华德培近 10 年收入及增速.....	17
图 25: 华德培近 10 年毛利率和净利率.....	17
图 26: 近 10 年白酒行业收入和利润同比增长.....	17
图 27: 近 10 年白酒行业毛利率趋势.....	17

1. 今世有缘

1.1 中国人的喜酒

今世缘成立于 1997 年，在江苏高沟酒厂基础上创立“今世缘”品牌，推广“缘文化”。公司的主营业务为白酒的生产和销售，公司有国缘、今世缘、高沟三个系列产品，其中，“国缘”、“今世缘”是“中国驰名商标”，“高沟”是“中华老字号”。国缘和今世缘系列为公司的中高档产品，产品定位为商务消费和婚庆专用酒，公司产品以“缘文化”为内涵，今世缘“中国人的喜酒”概念逐步推广，产品包装也多以红色等象征喜庆的色调为主。

图 1：今世缘部分产品

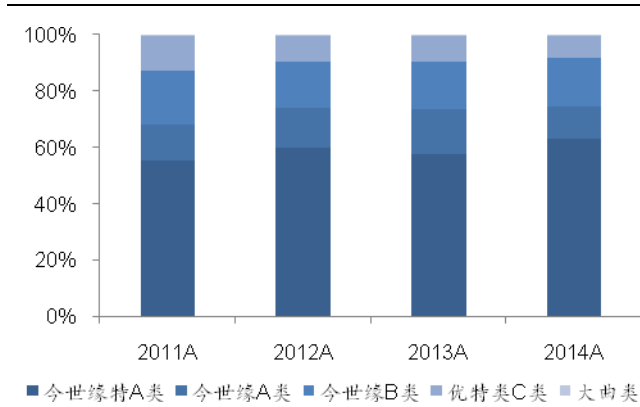


资料来源：今世缘官网，东兴证券研究所

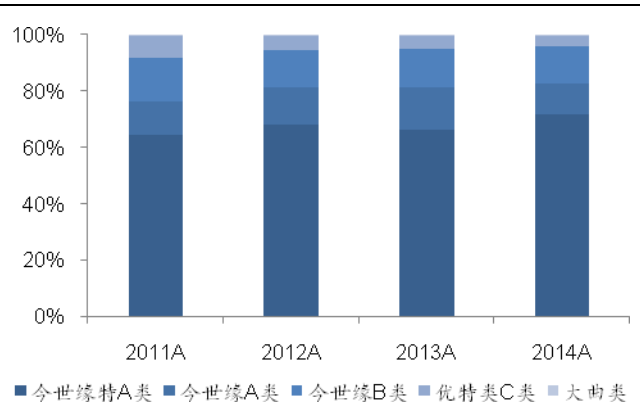
在产品结构方面，产品的终端价格带以中高端为主，包括国缘系列、今世缘典藏年份系列和今世缘缘系列等，其中今世缘特 A 类和今世缘 A 类基本占公司收入的 75% 以上，贡献 80% 以上的利润。

在销售区域方面，今世缘的收入主要来自江苏省内市场，据公司招股说明书披露，江苏省内白酒市场规模约为 260 亿元，以公司 2014 年收入计算，公司在江苏省内市场占比不足 10%，同省的洋河省内市场占比约为 36%，公司在省内市场仍有一定的空间。在省内市场，公司发源于苏北，在深耕大本营的同时，不断的开拓省内其他市场，公司于 2015 年在南京设立全资子公司，也体现出公司对省内市场的重视；在省外市场方面，公司重点开拓北京、上海、河南、山东、安徽、广东等区域战略市场，并且于 2012 年开始与经销商进行合作设立子公司，截止 2015 年中期，公司共与 6 地经销商达成合作，股权比例为公司 55%，经销商 45%，而在分红比例上，在现存续的子公司中，其中 4 家子公司的经销商分红比例为 55%，较大程度的提高经销商的

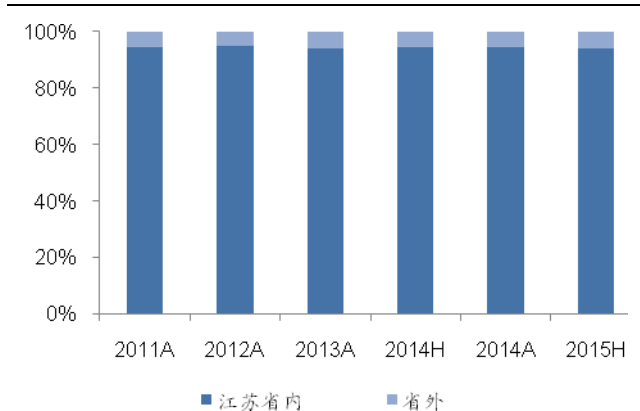
积极性, 公司加大对经销商分红比例的政策有利于其在省外市场的开拓。

图 2: 今世缘产品结构占比


资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图 3: 今世缘利润结构占比


资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图 4: 今世缘省内外销售占比


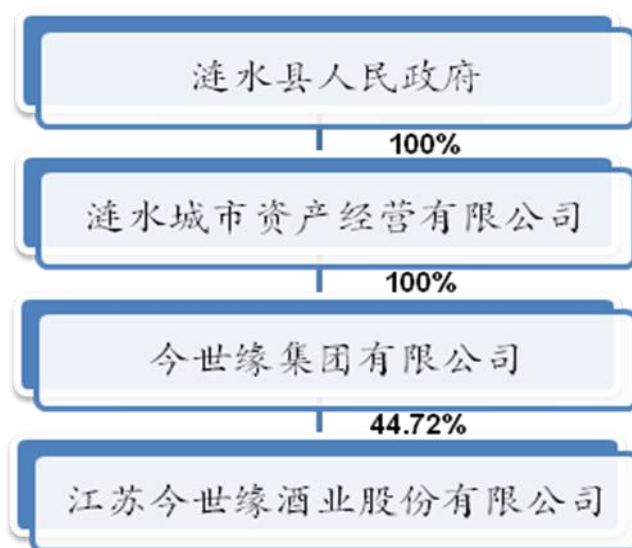
资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

1.2 国资背景, 有改革预期

今世缘的大股东为今世缘集团, 持有公司 44.72% 的股权, 实际控制人为涟水县人民政府, 公司在企业性质上属于国有企业。在 2015 年 10 月 24 日由国务院国资委新闻中心和中国国货产业创新战略联盟共同主办、淮安市国资委承办的“深化国有企业改革与创新发展的研讨会”在公司所在地的淮安召开, 国务院国资委多位相关负责人和淮安市委参会, 对公司所在地的国企改革大环境起到积极的作用。

从公司的角度来看, 公司上市时间较晚, 虽然在上市之前公司管理层基本均持有公司股权, 管理层的激励比较到位, 但是在和经销商的合作方面, 上文我们分析显示, 公司目前仅对部分省外经销商的激励比较充足, 将不利于公司的市场建设, 我们认为在当前国企改革大背景下公司有一定程度上的改革预期。

图 5：今世缘股权结构



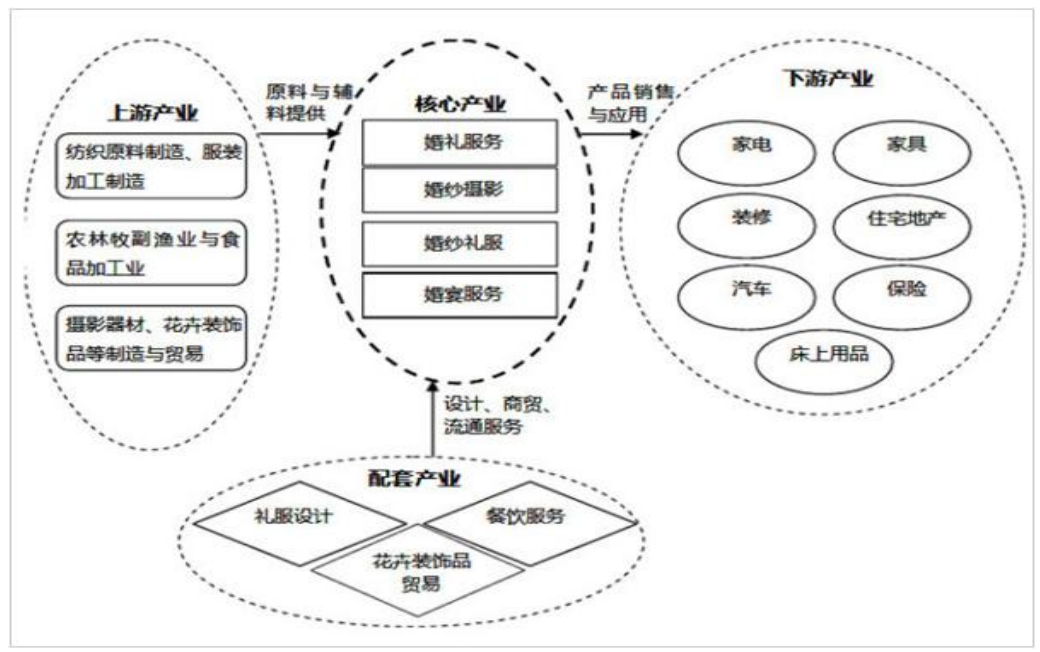
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2. 婚庆概念第一股

2.1 国内现代婚庆初起步

婚庆产业，又叫婚庆消费产业，是为处于家庭生命周期中的新婚阶段（包括婚前准备、婚礼庆典、婚后蜜月等时期）的新婚人群提供系列产品和全面服务的各种行业的集合，是传统意义上仅注重婚庆典礼的婚庆行业的延伸与扩充。婚庆产业链属于以产品与服务结合的需求拉动型产业链，而且有多种产品与服务。婚庆产业的核心活动是新建家庭，其产业链主要是围绕着婚前准备、婚礼庆典及婚后蜜月三个不同阶段形成。婚庆产业链在一定的地理区域内，以新人消费需求为导向，所有企业部分或完全围绕新婚消费主题，以产品、服务为纽带结成的一种具有价值增值功能的战略关系网链。（注：本段资料来自百度百科）

图 6：婚庆行业产业链



资料来源：网络公开资料，东兴证券研究所

婚庆典礼是一个较为古老的行业，发展已久，但是现代意义上的婚庆行业进入我国时间尚短，由于现代意义的婚庆行业开始时间较难确定，我们参考网络公开资料简介我国新型婚庆行业的发展。

第一阶段：1990-1998 年为婚庆创办初期文化现象，主要表现为：推动婚俗改革，引导适度消费，宣传和推介中西合璧婚礼。“中西合璧式婚礼”，这种婚礼形式自 1990 年起，在中国广为流行，在今后很长一个时期都讲中国婚礼的主流。它吸收了中国传统婚礼的婚俗文化，融进西方适合国情、民情的婚俗内容，既有民族特点，又有时代精神，高雅、时尚、喜庆、热烈。

第二阶段：1998-2002 年，国内婚庆进入市场经营发展阶段，主要表现为：部分一线城市涌现出大批婚庆公司；婚庆服务已经延伸到租婚车业务，而且占有很大的比重；婚庆服务市场化、经营化，广告以及价格战很激烈；婚礼缺乏文化，档次低，婚礼形式变化不大。在此阶段国内婚庆公司逐步加强与国外婚庆公司的交流和学习，并且初步出现个性化定制婚礼。

第三阶段，2004-2008 年，国内婚庆服务逐步向规范、规模、品牌方向发展，主要表现为：大型的婚庆博览会的举办，如，2002 年首届婚庆消费与发展高峰会后，上海举办了首届“婚博会”；部分婚庆公司开始注重品牌经营，并开发婚庆网络，如排名居前的世纪佳缘成立于 2003 年、百合网成立于 2005 年，均是在此阶段成立；主题婚礼大规模出现，国内婚礼形式从单一的民族式婚礼、中西合璧式婚礼、西式烛光婚礼，向主题婚礼发展，而主题婚礼分为色彩主题婚礼和情节主题婚礼两大类；

第四阶段，2008年-至今，在婚庆服务模式上，婚庆消费模拟型和排浪式消费阶段基本结束，“私人订制”的婚礼形式成为婚庆服务的主流，“一站式”婚庆的也受到较多消费者追捧；在婚礼举办场所方面，星级酒店、会所等地提供较多的婚礼场所，西式的户外婚礼是未来的趋势。目前更多婚庆相关产业的公司介入，行业的产业链逐步呈现端倪，行业出现区域性的整合，合作、扩张是婚庆行业本阶段的关键词。

图 7：国内现代婚庆行业的发展

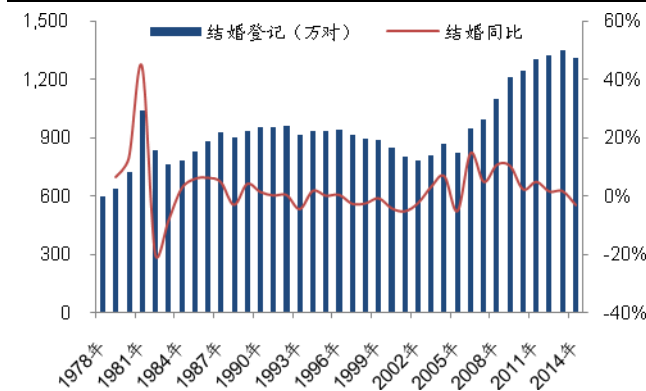


资料来源：网络公开资料，东兴证券研究所

2.2 我国结婚对数总量仍将稳定增长

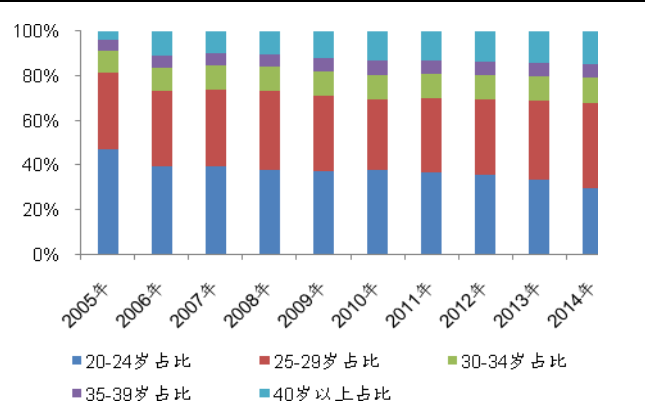
据民政部统计，我国 2014 年结婚对数为 1306.7 万对，从近 30 年的整体结婚对数来看，我国结婚对数仍然保持稳定增长，从 1985 年到 2014 年的结婚对数复合增速为 1.52%。在年龄结构方面，从近 10 年我国各年龄段结婚占比情况来看，20-29 岁年龄段的人群占比较高，是我国结婚人群中的“主力军”，约占我国结婚对数的 70%，但是占比呈下降趋势，这也和我国晚婚的现状较为吻合，另外我国的离婚对数也在增加，我们预计再婚在整个结婚对数中的占比也在不断的扩大。

图 8: 我国结婚对数及增速



资料来源: 民政部, 东兴证券研究所

图 9: 我国各年龄段结婚占比

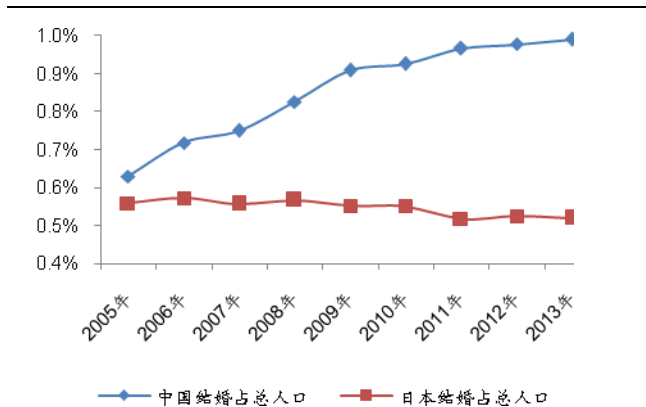


资料来源: 民政部, 东兴证券研究所

从我国结婚对数的规模来看, 虽然我国近几年结婚对数增速有所放缓, 但是由于我国人口基数庞大, 相较于其他国家, 我国结婚对数规模仍然较大。我们将近 10 年我国结婚对数占总人口比重与日本进行对比, 数据显示, 近 10 年我国结婚对数占总人口比重呈不断上升趋势, 我们认为由我国上世纪 80 年代中期的婴儿潮所导致, 上文我们提到的 20-29 岁年龄段是结婚人群中的“主力军”, 并且呈现晚婚的趋势, 对应到上世纪 80 年代中期的婴儿潮, 我们认为国内的结婚对数还将维持稳定增长 5-10 年。

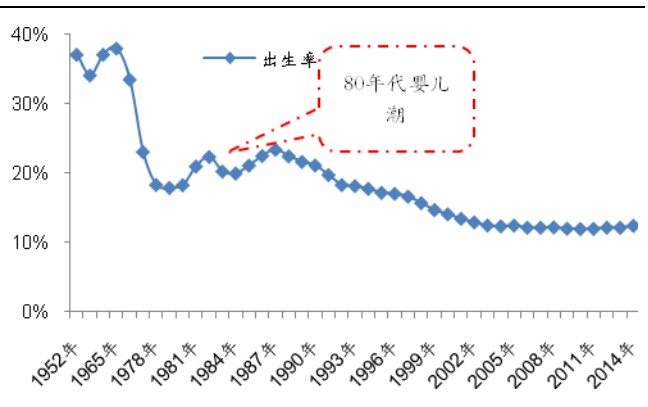
从长期来看, 虽然从上世纪 80 年代初期我国实施计划生育, 导致国内出生率呈不断下滑趋势, 以致结婚对数(新婚)预期出现断层, 但是随着我国将在 2016 年全面开放二胎等计划生育政策, 以及取消晚婚假等措施都将为未来结婚对数的增长提供新生力量, 按照目前政策, 未来我国的结婚对数仍将保持稳定增长。

图 10: 我国与日本结婚对数占总人口比重对比



资料来源: 国家统计局, 日本统计局, watabe wedding, 东兴证券研究所

图 11: 我国新生儿出生率情况



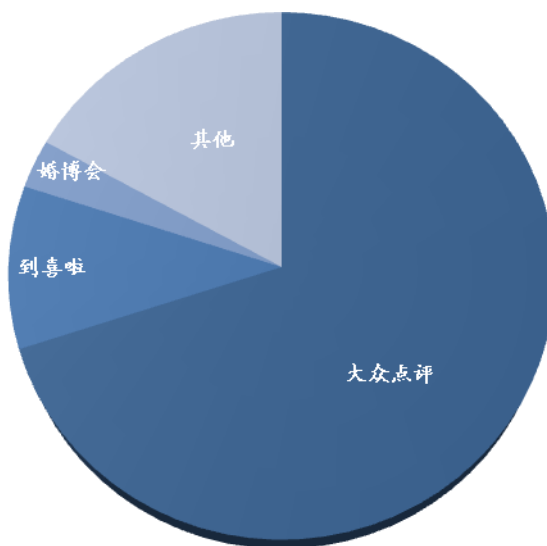
资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所

2.3 国内婚庆市场竞争激励, 仍有较长发展道路

由于国内现代意义上的婚庆的出现时间较短, 至今不足 30 年, 处于行业周期的成长期。在整个婚庆消费中较为重要的是婚庆服务项目, 在线下, 婚庆服务进入门槛较低, 且退出成本较低, 致使大量的小型婚庆公司的出现, 一般仅需司仪、化妆师和几名员工负责现场布置等即可, 甚至部分小型婚庆公司的司仪和化妆师是临时雇佣, 灯光等设备选择租用, 在结婚高峰期部分鲜花店、影楼也会临时“客串”婚庆服务, 进入门槛较低导致国内婚庆行业较小且散, 无力做大做强, 具有较强的区域性, 就整个婚庆行业而言行业集中度很低, 国内婚庆行业线下竞争较为激烈。

在线上, 随着综合型互联网企业的不断介入, 如大众点评结婚事业部的成立、阿里巴巴将淘宝婚庆平台转型推出“婚伴”等, 国内的婚庆线上平台较线下具有较高的集中度, 我们预计大众点评线上婚庆的市占率过半, 其在 2015 年 3 月底公布: 在全国 23 个核心城市平均每月有超过 1000 万的活跃用户, 对于核心城市备婚人群的渗透率已经超过 80%。排名其后的为到喜啦、中国婚博会等平台, 我们预计目前线上婚庆平台 CR3 占比约为 80%, 线上平台目前的集中度较高。

图 12: 线上婚庆平台市占率推测



资料来源: 草根调研, 东兴证券研究所

我们对比上述 3 家线上婚庆平台, 其中大众点评由于出身本地生活消费点评类平台, 其城市覆盖面较广; 到喜啦主要是通过整合线下婚庆产业链的商家资源, 形成的婚庆商家线上预定型平台, 其覆盖城市目前主要为一线城市、省会和较大的二线城市等 44 个城市布局; 中国婚博会属于传统婚庆博览会嫁接线上平台, 属于展会+线上型, 目前仅有 5 个核心会场城市。从线上婚庆平台 CR3 的布局来看, 目前仅有大众点评的覆盖面较为广泛, 其他平台主要布局重点城市, 国内婚庆市场仍有大量空

白未能覆盖, 仍有较大的市场空间。

目前线上婚庆平台多为整合商家资源, 平台自身设立的婚庆服务网点较少, 其收入也多来自广告, 我们认为要实现一站式或者全产业链的婚庆服务, 需要从线上商家资源落地到线下服务, 线上平台仍将面临线下小型婚庆公司的竞争, 大型企业具有品牌优势, 同时具有网点较少的劣势, 未来行业的整合势在必行。

对于婚庆行业的整合和发展, 我们参考唯一一家以婚庆全产业链运作的上市公司——日本华德培婚礼株式会社株式会社 (the watabe group) 的发展路径, 华德培成立于 1953 年, 从成立之初至今历经日本婚庆市场从追求奢华婚礼到简朴婚礼再到特色婚礼, 见证了日本婚礼的发展, 2014 财年收入规模为 442 亿日元, 虽然目前华德培在日本婚庆行业排名居前, 但是据媒体报道, 日本国内婚庆行业 CR4 市场份额仅有 10%。

华德培以专业婚纱租售起家, 不断的国内网点扩张, 目前华德培在日本的东京、北海道、大阪、神户等地设有多家分支机构, 本地婚礼还通过收购的 meguro gajoen、mielparque 等负责承接; 在海外市场不断布局全球婚庆行业, 已有包括檀香山、塞班岛、关岛、巴厘岛, 中国上海、中国香港、越南等地在内的多个婚庆市场或者加工厂, 另通过建立国内外专属度假地、教堂、婚纱礼服制衣厂、相册制作厂、DVD 制作中心等机构进行全产业链的布局, 成为日本首家全产业链婚礼服务机构。目前国内多数婚庆企业处于华德培发展的第一阶段或者第二阶段初期, 国内婚庆行业的发展还有较长的道路和巨大的空间。

图 13: 华德培全球化布局



资料来源: watabe wedding, 东兴证券研究所

另外，华德培在布局婚庆市场的同时，通过其并购综合婚礼服务提供商 meguro gajoen，将服务从婚庆拓展至成人仪式、结婚周年纪念等，我们认为由于国内婚庆淡旺季较为明显，未来国内综合型的婚庆公司可以结合国内情况，将高校毕业典礼、公司年会等庆典活动纳入经营范围以弥补国内婚庆淡季带来的折旧损失。

2.4 万亿市场规模，婚庆产业空间巨大

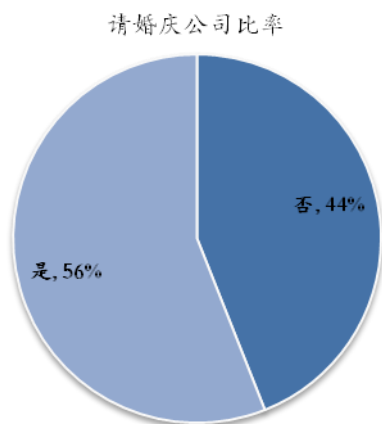
由于婚庆产业的快速发展，据资料统计，婚庆产业带动带动上下游几十个相关产业的发展，我们在此仅讨论狭义意义的婚庆产业，主要以关键的结婚消费为主，例如：婚纱照、婚戒等饰品、婚宴、婚礼服务、婚纱、婚车、旅游等，我们将新房、装修、家具、家电、新车等其他结婚消费列入广义意义的结婚消费，其特点是高价低频。

据媒体报道，商务部商业改革发展司、中国国际婚博会全面结婚产业调查统计中心等单位联合发布的《2006-2007 年中国结婚市场发展调查报告》显示，2006 年我国结婚服务市场消费总额 1.54 万亿元，整个结婚产业对 GDP 的总体贡献率高达 13.36%。

在该报告中的《全国结婚消费调查问卷》数据显示：

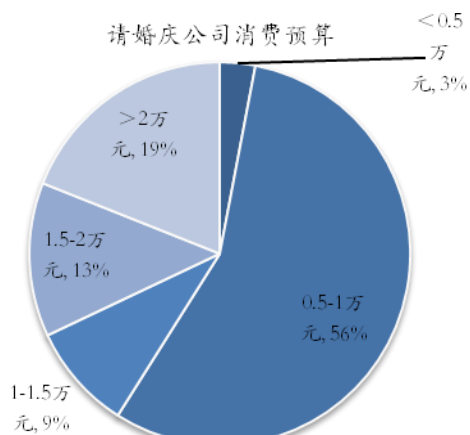
- ◆新婚人群婚礼服务：56%选择聘请婚庆公司，此其中 3%的消费者预计消费 5000 元以内，56%的消费者预计消费 5000-10000 元，19%的消费者预计消费 2 万元以上；

图 14：2006-2007 新婚人群请婚庆公司比率



资料来源：《2006-2007 年中国结婚市场发展调查报告》、东兴证券研究所

图 15：2006-2007 新婚人群请婚庆公司消费预算

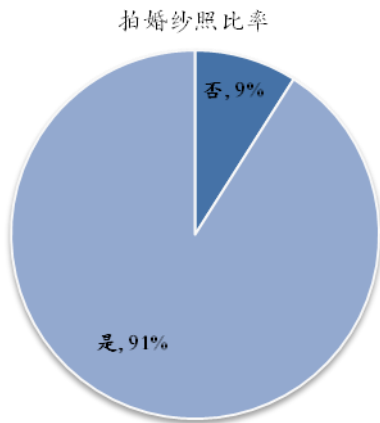


资料来源：《2006-2007 年中国结婚市场发展调查报告》、东兴证券研究所

- ◆新婚人群婚纱摄影：91%会选择拍摄婚纱摄影，其中 34%的消费者这在此项选择 3000 元以下，44%的消费者预计消费 3000-5000 元，17%的消费者预计消费

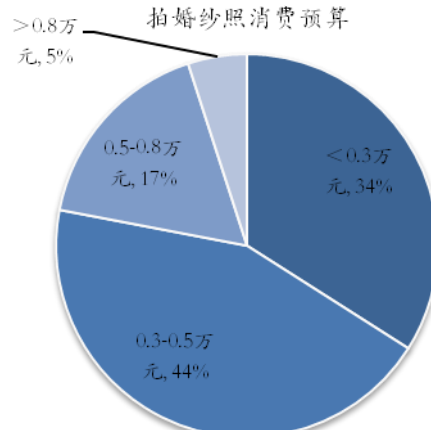
5000-8000 元, 仅有 5%的消费者预计消费 8000 元以上;

图 16: 2006-2007 新婚人群拍婚纱照比率



资料来源: 《2006-2007 年中国结婚市场发展调查报告》、东兴证券研究所

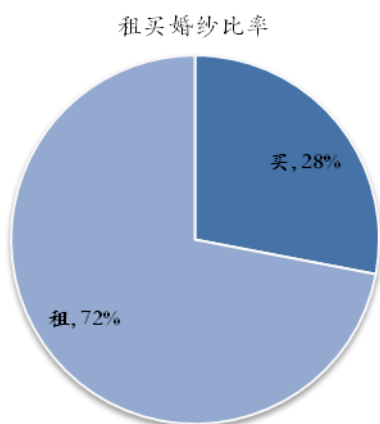
图 17: 2006-2007 新婚人群拍婚纱照消费预算



资料来源: 《2006-2007 年中国结婚市场发展调查报告》、东兴证券研究所

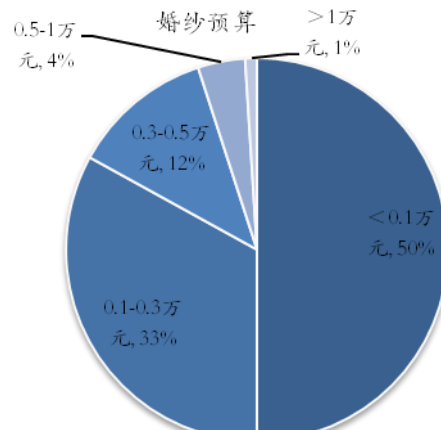
- ◆新婚人群购买婚纱比例及预算: 28%的消费者会选择购买婚纱, 72%的消费者选择租用婚纱, 在婚纱的开支上半数新人会控制在千元以内, 33%的消费者预计消费 1000-3000 元, 1 万元以上的仅占 1%;

图 18: 2006-2007 新婚人群租买婚纱比率



资料来源: 《2006-2007 年中国结婚市场发展调查报告》、东兴证券研究所

图 19: 2006-2007 新婚人群婚纱消费预算

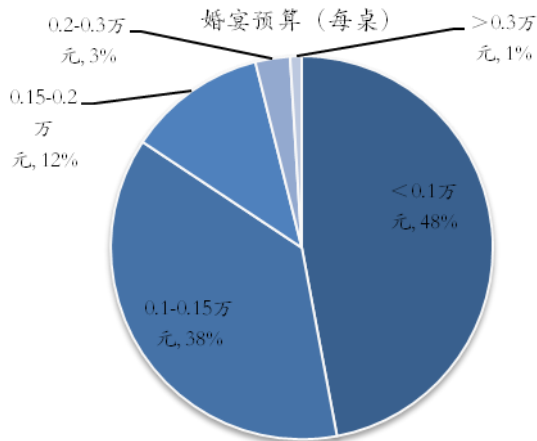


资料来源: 《2006-2007 年中国结婚市场发展调查报告》、东兴证券研究所

- ◆新婚人群婚宴预算: 48%的消费者预计消费每桌 1000 元以内, 36%的消费者预计消费每桌 1000-1500 元, 仅有 1%的消费者预计消费每桌 3000 元以上;

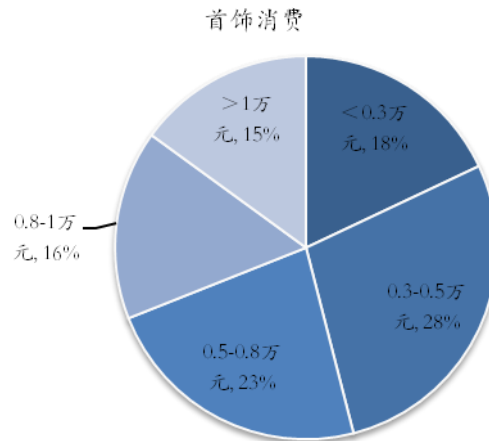
- ◆首饰消费: 消费 3000-8000 元之间的消费者占比超过一半, 15%的消费者预计消费 1 万元以上;

图 20: 2006-2007 新婚人群婚宴预算 (每桌)



资料来源: 《2006-2007 年中国结婚市场发展调查报告》、东兴证券研究所

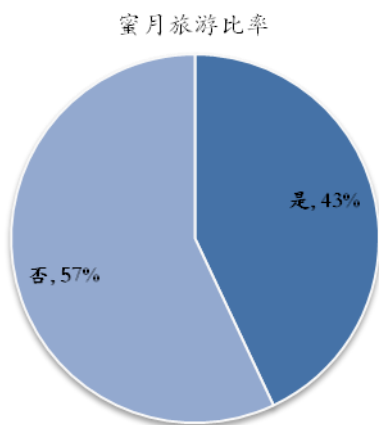
图 21: 2006-2007 新婚人群首饰消费



资料来源: 《2006-2007 年中国结婚市场发展调查报告》、东兴证券研究所

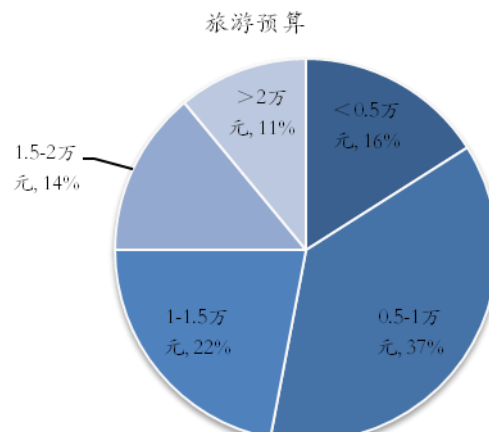
- ◆新婚人群蜜月旅游占比及预算: 选择蜜月旅游的占比为 43%, 其中约 60%的消费者预计消费 5000-15000 元, 11%的消费者预计消费 2 万元以上。

图 22: 2006-2007 新婚人群蜜月旅游比率



资料来源: 《2006-2007 年中国结婚市场发展调查报告》、东兴证券研究所

图 23: 2006-2007 新婚人群旅游预算



资料来源: 《2006-2007 年中国结婚市场发展调查报告》、东兴证券研究所

从调查数据可以看出,我国在结婚消费方面具有较大的市场规模,并且随着消费者生活水平的提高,新婚消费的消费额度将逐步的提升。国家民政部的统计数据显示,2011年,我国因婚礼当日而产生的消费接近3000亿元,预计到2013年将上升到5000亿元。

由于民政部统计的结婚当日消费较我们所界定的狭义结婚消费的项目更少,我们认为结婚当日的消费不足以体现国内婚庆市场的规模,我们结合中国婚博会北京、上海、广州、武汉、天津5城市的部分结婚消费项目报价(2015年12月31日报价)简单的测算狭义意义上的结婚消费:

- ◆ 婚纱照报价为 5000-20000 元;
- ◆ 钻戒饰品每对报价为 4000-20000 元;
- ◆ 婚庆服务报价 10000-20000 元;
- ◆ 婚车租赁报价为 2000-10000 元;
- ◆ 在婚纱礼服方面,据网上公开投票调查,由于婚纱利用率较低,一般新婚人群较多选择租赁婚纱或者在网上购买以降低新婚消费成本,而男性礼服一般以西服为主,可着装的频率高于婚纱,多数新婚人群会选择购买,考虑到以上因素,我们参考天猫等网上购物平台的价格,预计婚纱礼服消费额为 5000-40000 元;
- ◆ 婚宴方面,我们以男女双方家庭各自宴请合计 30 桌计算,其中上海地区单桌报价高于其他 4 地区平均价格,我们以其他 4 地区平均为准,2000-4000 元/桌;
- ◆ 在婚宴中一般不包含酒水饮料的费用,我们将酒水饮料进行单独计算,一般酒水饮料的消费约占婚宴的 20-30%,我们按照酒水饮料占婚宴 20%计算,预计酒水饮料费用约为 12000-24000 元;
- ◆ 蜜月旅游报价为 10000-30000 元;
- ◆ 其他消费,如喜糖、请帖、家纺等项目,我们预计为 500-2000 元。

上述 5 城市单对结婚消费约为 15.35-36.2 万元,考虑到全国经济发展情况不同,以及消费者个人消费能力和消费理念的差异,我们预计全国单对平均结婚消费约为 12.08 万元,以 2014 年结婚对数为基准,预计国内平均结婚消费规模约为 1.58 万亿,国内婚庆市场的空间巨大,我们界定的狭义意义上的婚庆市场规模约占 2014 年 GDP 的 2.48%,并且我们预计随着消费水平的提升,婚庆市场的规模将不断扩大。

表 1: 国内狭义结婚消费测算

(元)	5城市部分报价下限	5城市部分报价上限	预计全国平均水平
婚纱照	5,000	20,000	8,000
钻戒饰品(对)	4,000	20,000	10,000
婚宴(以双方家庭合计 50 桌为例)	100,000	200,000	60,000
北京(单桌)	2,000	4,000	
上海(单桌, 高于平均)	3,000	10,000	
武汉(单桌)	2,000	4,000	
广州(单桌)	2,000	4,000	
天津(单桌)	2,000	4,000	
婚庆服务	10,000	20,000	10,000
婚纱礼服(含女租男买形式)	2,000	20,000	2,000
婚车租赁	2,000	10,000	3,000
酒水饮料(20%婚宴消费)	20,000	40,000	12,000
蜜月旅游	10,000	30,000	15,000
其他(喜糖、请帖、家纺等婚品)	500	2,000	800
单对合计	153,500	362,000	120,800
以 2014 年结婚对数合计(亿元)	20,057.85	47,302.54	15,784.94

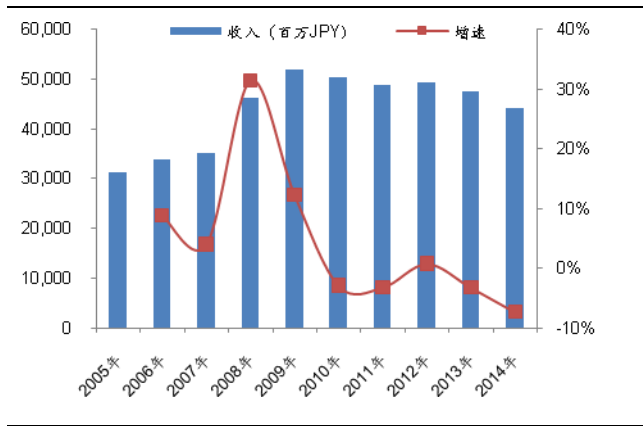
资料来源: 中国婚博会网站, 东兴证券研究所 注: 报价截止 2015 年 12 月 31 日

2.5 国内婚庆企业盈利能力良好

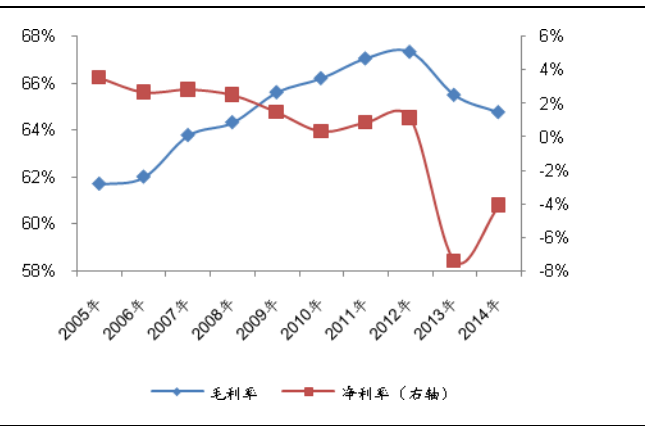
在盈利方面, 之前较多的媒体报道婚庆行业属于暴利行业, 利润率高达 50%, 我们认为此种说法多为小型婚庆服务公司的利润情况, 一般的小型婚庆服务公司的设备多为租赁, 以及婚庆服务人员也多为临时招聘, 压缩婚庆服务成本中较高的两项, 为此婚庆服务行业所遭的诟病也频见报端, 据我们草根调研结果显示, 一般中型婚庆服务公司(一般兼具产业链部分环节)的利润率约为 15-20%, 020 类婚庆公司的利润率约为 10%。

我们参考华德培的经营情况, 在收入和利润方面, 自金融危机以来华德培的收入增速持续下降, 并且日本晚婚情况加剧, 结婚对数在不断放缓, 加上日元的贬值等因素, 华德培近几年的运营情况较差。结合国内情况, 虽然我们预计 80 年代婴儿潮带来的国内结婚高峰尚有 5-10 年的时间, 但是在经济增长中枢下移、国内晚婚占比不断扩大, 目前国内的婚庆市场与日本的有部分相似之处。

对于国内的婚庆市场盈利状况, 鉴于国内的婚庆市场目前正处于成长期阶段, 尚未出现领军企业进行行业整合, 目前多为行业内部分中小婚庆公司自发性的扩张, 规模较小且地域性较强, 我们认为未来在国内婚庆行业经过兼并、扩张之后出现几个领军企业将带动行业利润水平的稳定和提升。

图 24: 华德培近 10 年收入及增速


资料来源: Bloomberg, watabe wedding, 东兴证券研究所

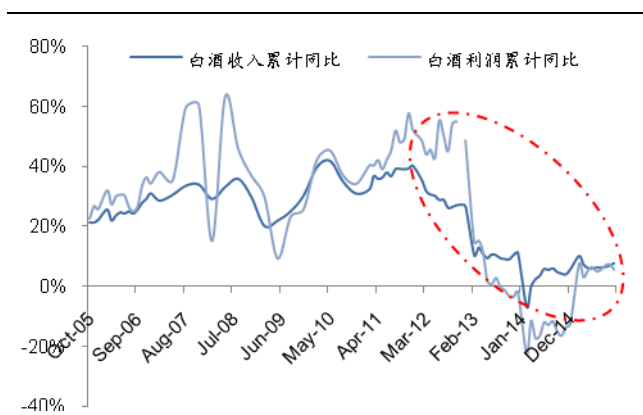
图 25: 华德培近 10 年毛利率和净利率


资料来源: Bloomberg, watabe wedding, 东兴证券研究所

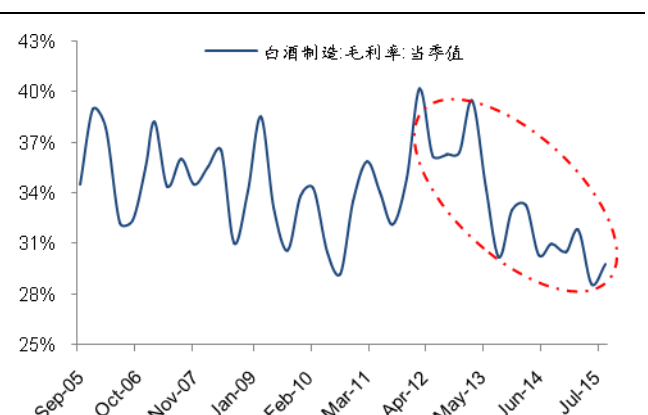
3. “寒冬”下今世缘的转型

3.1 白酒行业进入下行调整周期

自“八项规定”之后，国内反腐力度的不断加大，三公消费对白酒行业消费的支持大幅降低，白酒行业自 2012 年下半年进入本轮下行调整周期，截止 2015 年 10 月份的数据，白酒行业的收入和利润增速分别较前期高点下降约 20 个百分点和 50 个百分点，白酒行业的毛利率也较前期高点下降近 10 个百分点。

图 26: 近 10 年白酒行业收入和利润同比增长


资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所

图 27: 近 10 年白酒行业毛利率趋势


资料来源: wind 资讯, 东兴证券研究所

在经济新常态、白酒行业进入“寒冬”的背景下，国内白酒企业也不断的调整战略

和谋求转型，其中较大的转变是产品结构的调整，产品定位从“名酒”到“民酒”转换，从政务消费到商务消费和自饮消费为主，调整主流产品的价格带，实现白酒消费属性的回归；在营销模式上对接多样化消费的需求，在细分市场上开拓婚庆、纪念、收藏、会展等领域。

3.2 产品定位、文化内涵是成功转型基因

今世缘在 2015 年秋季糖酒会举办发布会，宣布今世缘创新转型战略规划，转型“中国婚庆产业的整合者和领导者”，并建立“今世缘喜庆联盟”，从卖产品向卖文化转型，将整合婚庆产业，打造今世缘喜铺，做中国婚庆产业的整合者、领导者。

公司的品牌定位由“中国人的喜酒”升级为“中国人的喜铺”，喜铺的概念于 2000 年之后流行于江浙沪等地区，后推广至全国，是婚庆服务公司的前身，喜铺的功能也由最初的卖喜糖向整个婚庆产业发展。

公司的“今世缘”系列产品定位喜酒，由喜酒介入婚庆行业，在向婚庆产业发展上具有较强的婚庆基因，目前又逐步推出红酒、饮料等婚宴相关饮品，在喜铺方面已逐步开始招商，向婚庆全产业链发展更进一步，但是距“喜铺”的概念还有一定的差距。从婚庆产业链的角度来看，我们认为公司在保持婚庆产业上游白酒制造为其提供稳定现金流的同时，未来进一步与结婚消费相关行业（如：婚纱影楼、首饰饰品、酒店会所等行业）业务上或股权上的合作，有利于公司在婚庆产业链的全面发展。

在公司转型方面，从产品定位上来看，公司的产品定位为“中国人的喜酒”，定位较为明确，结合公司“今世缘”产品名称和红色喜庆的包装，容易加深消费者的印象，对比国内其他白酒企业，其中茅台“国酒”的品牌定位比较明确，且同样具有特定的意义，从产品定位的角度来看，公司的产品定位配合产品包装、名称较为成功。在白酒行业进入下行调整周期背景下，公司作为国内较早以“缘文化”定位的白酒企业，发力白酒行业中的细分领域-婚庆用酒，走差异化的路线。从公司目前的产品销售地区来看，公司属于区域型白酒企业，但是公司赋予其产品喜庆概念，定位的婚庆用酒是全民性的范畴，使区域型白酒全民化，此次转型也是公司产品全国化的一个契机。

表 2：部分白酒企业广告词及定位类型

名称	核心广告词	定位类型
今世缘	中国人的喜酒	类别定位
茅台	国酒	档次定位
五粮液	系出名门，丽质天成	档次定位
洋河	绵柔、男人情怀	使用者定位
老白干	喝出男人味	使用者定位
泸州老窖	窖龄老，酒才好，中国第一窖	档次定位
红花郎	酱香典范	功能性定位
劲酒	少喝一点，为健康	功能性定位

资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

从产品文化内涵上看, 白酒在中国不单纯的作为一种消费品, 还是一种情感载体, 以致很多白酒企业在产品品牌建设的同时也会进行产品的文化建设, 在国内以酒文化为卖点的多以情感、档次等为其诉求, 较为成功的有今世缘的“缘文化”、金六福的“福文化”孔府家的“家文化”等, 以情感为主的酒文化更容易获得消费者青睐。

我们对比上述三家以情感为诉求的酒文化, “家文化”更贴近家庭聚会等, 其定义范围偏窄, 而“缘文化”和“福文化”在定义范围上更加宽泛。从金六福的“六福”(长寿、富裕、康宁、美德、和合、子孝)的定义来看更偏重于家庭相关, 而今世缘的“缘文化”虽然目前仅在“情缘”方面发力, 但是在整个“缘文化”中涵盖更多的含义, 未来公司围绕“缘文化”的营销和市场将有更大的空间。

表 3: 部分白酒企业的酒文化

名称	企业文化	酒文化表达的诉求
今世缘	缘文化	情感
金六福	福文化	情感
孔府家酒	家文化	情感
泸州老窖	国窖文化	档次
五粮液	名门文化	档次
小糊涂仙	中庸文化	情感
酒鬼酒	湘西文化	情感
...	

资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

4. 盈利预测及估值

我们预计公司 2015 年-2017 年营业收入分别为 24.9 亿元、26.92 亿元和 29.86 亿元, 营业收入增速分别为 4.62%、8.11%和 10.89%。

我们盈利预测的核心假设:

- ◆随着公司募投项目建设, 一级优质白酒占比随之增加;
- ◆随着公司的转型, 公司中高端产品产销情况维持稳定;
- ◆公司各类产品毛利率基本维持稳定。

表 4: 公司收入预测表

收入 (万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	2018E
今世缘特 A 类	132,008.25	140,258.76	157,660.75	175,733.41	194,491.77
今世缘 A 类	39,943.18	43,271.78	47,066.38	61,119.06	68,589.16
今世缘 B 类	42,872.56	42,872.56	43,301.29	43,734.30	44,171.65
特优类 C 类	23,049.30	22,465.78	21,040.22	17,798.14	15,691.53
大曲类 D 类	166.81	166.81	168.48	170.16	171.86
合计	238,040.11	249,035.69	269,237.12	298,555.07	323,115.97
收入增速	-4.40%	4.62%	8.11%	10.89%	8.23%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

我们选取 5 家偏区域性的白酒上市公司与公司比较, 5 家公司 2016 年的平均 PE 为 25 倍, 远高于公司 2016 年的 19 倍, 公司在相对估值上具有较强的安全边际。考虑到公司有望从白酒行业细分的喜酒向婚庆行业转型, 婚庆行业在国内尚属新兴行业, 具有较大的市场空间和成长空间, 因此我们认为公司应当获得更高的估值溢价, 我们认为公司 2016 年 30 倍 PE 较为合理, 对应公司相对估值为 44.62 元。

表 5: 同类型白酒上市公司市盈率比较表

股票代码	股票名称	当前股价	2014EPS	2015EPS	2016EPS	2014PE	2015PE	2016PE
000596.SZ	古井贡酒	28.99	1.18	1.34	1.56	24	22	19
000568.SZ	泸州老窖	22.30	0.63	1.08	1.36	36	21	16
600559.SH	老白干酒	46.62	0.34	0.69	1.50	138	67	31
603589.SH	口子窖	35.07	0.70	0.98	1.15	50	36	30
603198.SH	迎驾贡酒	23.17	0.61	0.71	0.81	38	33	29
603369.SH	今世缘	28.42	1.29	1.34	1.49	22	21	19
	平均 PE							25

资料来源: WIND, 东兴证券研究所

假设无风险利率为 2.8%, β 值由 wind 计算为 0.88, WACC 为 10.49%, 假设长期增长率为 0.5%, 用 DCF 估值计算得到公司内在价值为 190.17 亿元, 对应目前总股本为 37.9 元。

表 6: DCF 估值

WACC	-0.50%	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%
8.99%	42.22	43.09	44.07	45.16	46.40
9.49%	40.20	40.95	41.78	42.70	43.74
9.99%	38.38	39.02	39.73	40.52	41.40
10.49%	36.73	37.29	37.90	38.57	39.32
10.99%	35.23	35.72	36.24	36.83	37.47
11.49%	33.86	34.29	34.74	35.25	35.80
11.99%	32.61	32.98	33.38	33.82	34.30

资料来源: 东兴证券研究所

5. 投资评级

公司是白酒行业中“缘文化”的领导者之一，产品定位为白酒行业的细分领域-婚庆用酒，树立“中国人的喜酒”的品牌形象，在白酒行业进入下行调整周期的背景下，公司调整战略规划，从卖产品向卖文化转型，整合婚庆产业，打造今世缘喜铺，品牌定位升级为“中国人的喜铺”。国内婚庆产业属于新兴产业，竞争仍然激烈，但是缺乏强有力的领导者，国内的结婚对数持续稳定增长，我们预计国内婚庆市场规模达 1.58 万亿，婚庆企业盈利状况良好，发展空间巨大，公司此次的转型也有望使公司从区域型白酒企业走向全国，对公司而言机遇大于挑战。

我们预计公司 2015-2017 年营业收入分别为 24.9 亿元、26.92 亿元和 29.86 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 6.74 亿元、7.46 亿元、8.4 亿元；每股收益分别为 1.34 元、1.49 元、1.68 元，对应 PE 分别为 19.56、17.67 和 15.69，DCF 估值 37.9 元，结合两种估值方法，公司的估值区间为 37.9 元-44.62 元，给予公司 6 个月目标价 40 元，较目前股价尚有 50% 的空间，我们上调公司评级至“强烈推荐”。

表 7: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产合计	2421	3533	5079	5787	6572	营业收入	2515	2400	2490	2692	2986
货币资金	1143	1369	2896	3510	4155	营业成本	740	706	770	818	893
应收账款	31	36	34	37	41	营业税金及附加	248	241	249	269	299
其他应收款	15	13	13	14	16	营业费用	482	453	423	458	508
预付款项	35	27	35	43	52	管理费用	153	180	174	188	209
存货	1145	1256	1266	1345	1467	财务费用	-16	-27	-21	-32	-38
其他流动资产	0	801	801	801	801	资产减值损失	-0.13	0.74	2.00	2.00	2.00
非流动资产合计	946	968	858	758	658	公允价值变动收益	0.00	0.20	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	6	0	0	0	0	投资净收益	0.40	0.73	0.00	0.00	0.00
固定资产	599.21	592.40	620.19	536.46	452.73	营业利润	909	848	893	989	1114
无形资产	182	164	148	131	115	营业外收入	8.64	6.53	5.00	5.00	5.00
其他非流动资产	0	4	0	0	0	营业外支出	2.93	1.42	1.50	1.50	1.50
资产总计	3366	4501	5937	6544	7230	利润总额	915	853	896	992	1118
流动负债合计	1069	943	1031	1118	1217	所得税	235	211	224	248	279
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	680	642	672	744	838
应付账款	90	68	84	90	98	少数股东损益	-1	-4	-2	-2	-2
预收款项	379	330	404	485	575	归属母公司净利润	681	646	674	746	840
一年内到期的非	28	28	28	28	28	EBITDA	1121	1035	972	1057	1176
非流动负债合计	0	0	0	0	0	EPS (元)	1.36	1.29	1.34	1.49	1.67
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
负债合计	1069	943	1031	1118	1217	成长能力					
少数股东权益	10	14	12	10	8	营业收入增长	-3.02%	-4.60%	3.78%	8.11%	10.89%
实收资本(或股	450	502	502	502	502	营业利润增长	0.17%	-6.67%	5.26%	10.75%	12.67%
资本公积	228	994	1872	1872	1872	归属于母公司净利润	4.44%	-5.24%	4.44%	10.68%	12.59%
未分配利润	1483	1846	2116	2414	2750	获利能力					
归属母公司股东	2288	3544	4894	5417	6005	毛利率(%)	70.58%	70.59%	69.08%	69.62%	70.10%
负债和所有者权	3366	4501	5937	6544	7230	净利率(%)	27.04%	26.76%	27.00%	27.65%	28.08%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	20.24%	14.34%	11.36%	11.40%	
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	ROE(%)	29.78%	18.22%	13.78%	13.78%	13.99%
经营活动现金流	495	473	822	808	861	偿债能力					
净利润	680	642	672	744	838	资产负债率(%)	32%	21%	17%	17%	
折旧摊销	228.51	213.90	0.00	100.13	100.13	流动比率				5.18	5.40
财务费用	-16	-27	-21	-32	-38	速动比率				3.97	4.19
应付帐款的变化	0	0	2	-3	-4	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	75	81	90	总资产周转率	0.79	0.61	0.48	0.43	0.43
投资活动现金流	-136	-966	8	-2	-2	应收账款周转率	72	72	71	76	77
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	27.84	30.34	32.63	30.94	31.85
长期股权投资减	0	0	6	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	1	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.51	1.36	1.34	1.49	1.67
筹资活动现金流	-200	637	697	-192	-214	每股净现金流(最新	0.35	0.29	3.04	1.22	1.28
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	5.08	7.06	9.75	10.79	11.97
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	52	0	0	0	P/E	20.93	22.09	21.15	19.11	16.97
资本公积增加	0	766	878	0	0	P/B	5.59	4.02	2.91	2.63	2.37
现金净增加额	159	144	1526	614	645	EV/EBITDA	10.41	12.49	11.72	10.20	8.62

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

分析师: 徐昊

会计学硕士, 2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究, 5 年食品饮料行业研究经验。

联系人简介

联系人: 焦凯

2010 年加盟天相投资顾问有限公司, 从事煤炭行业研究; 2012 年加盟东兴证券研究所, 从事食品饮料行业研究, 3 年食品饮料行业研究经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。