



联讯证券

2017年08月22日

增持(首次评级)

当前价: 16.43 元
目标价: 22 元

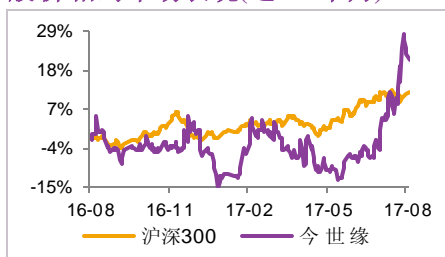
分析师: 石山虎

执业编号: S0300517060001
电话: 021-51782237
邮箱: shishanhu@lxsec.com

研究助理: 刘宸倩

电话: 021-51782335
邮箱: liuchengqian@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	2,554	2,970	3,479	4,098
(+/-)	5.3%	16.3%	17.1%	17.8%
归母净利润	754	893	1,103	1,350
(+/-)	10.1%	18.4%	23.5%	22.4%
EPS(元)	0.60	0.71	0.88	1.08
P/E	28.05	23.69	19.17	15.66

资料来源: 联讯证券研究院

今世缘(603369.SH)

【联讯食品饮料公司深度】今世缘(603369.SH): 次高端发力, 布局喜庆婚宴市场

投资要点

◇ 江苏省次高端龙头, 产品结构多元化

公司地处江苏淮安, 前身为高沟酒厂, 为第二大江苏白酒企业。公司产品结构多元化, 拥有“国缘”、“今世缘”和“高沟”三个著名商标。“国缘”酒定位次高端品牌; “今世缘”定位喜庆缘分酒, 属于中档产品; “高沟”酒定位苏派老名酒, 覆盖低档酒市场。2017年上半年, 公司营业收入 18.04 亿元, 同比增长 17.24%; 归母净利润 6.49 亿元, 同比增长 22.29%, 业绩稳健增长。

◇ 省内区域扩张, 产品结构升级

江苏省经济总量排名全国第二, 白酒市场容量约 260 亿元, 是白酒的产销大省。近五年来, 今世缘省内收入占比达到 94%-95%。其中 50% 以上收入来自苏北, 30% 来自苏中, 苏南地区收入占比不到 20%。公司国缘系列产品定位于次高端, 有望向经济更发达的苏南地区扩张。2013 年到 2017 年上半年, 特 A 类以上产品收入占比从 57.6% 增长到 78.8%。受益于省内白酒价格带上移, 公司中高端产品收入将快速增长, 带动毛利率提升。

◇ “2+4+N”战略省外扩张, 布局喜庆婚宴市场

公司制定“2+4+N”战略拓展省外市场。江苏大本营是公司的一级市场, 北京和上海是公司的两个形象城市, 山东、河南、安徽、浙江四个省是公司重点布局区域。省外重点区域经济增速较高, 白酒消费结构偏向高端化, 符合公司产品定位。我国婚庆市场空间广阔, 市场规模达到万亿。受益于婚宴白酒单价上涨, 我们估计 2016 年江苏喜酒市场约 30 亿元。公司冠名《等着我》、《非诚勿扰》等节目, 大力发展酒类产品的“缘”文化。同时, 通过开设喜铺和网上商城, 进行线上和线下的渠道拓展。

◇ 盈利预测与估值: 目标价格“22 元/股”, 投资评级“增持”

假设:

- 1) 受益于消费升级和次高端放量, 公司国缘高端品牌将保持高速增长, 收入占比将进一步提升。我们预计, 2017-2019 年, 特 A+ 类产品增速为 30%-36%; 特 A 类产品增速为 12%; A 类产品增速为 3%; 低端产品 B、C 和 D 类将下滑 10%-15%。整体收入增长来自于特 A+ 和特 A 产品增长。
- 2) 毛利率提升主要来自产品结构升级。预计 2017-2019 年, 毛利率分别为 72.4%、74.2% 和 75.6%。
- 3) 由于公司管理和经营较为稳定, 我们预计未来三年管理费率和销售费率保持稳定水平。2017-2019 年, 管理费率分别为 6.3%、6.3% 和 6.3%。销售费率分别为 17.5%、17.5% 和 17.5%。

预计 2017-2019 年收入分别为 29.70、34.79 和 40.98 亿元, 归母净利润分别



为 8.93、11.03 和 13.50 亿元，EPS 分别为 0.71、0.88 和 1.08 元，对应 PE 分别为 24 倍、19 倍和 16 倍。给予公司 2018 年 25 倍 PE，目标价 22 元。首次覆盖给予“增持”评级。

✧ 风险提示

产品升级不及预期，省内区域扩张低于预期



投资案件

投资评级与估值

受益于省内消费升级,公司产品结构优化。预计 2017-2019 年收入分别为 29.70、34.79 和 40.98 亿元,归母净利润分别为 8.93、11.03 和 13.50 亿元, EPS 分别为 0.71、0.88 和 1.08 元。参照行业平均 PE 水平给予 2018 年 23XPE, 对应目标价 20.24 元, 给予“增持”评级。

关键假设点

(1) 2017-2019 年, 特 A+类产品增速为 30%-36%; 特 A 类产品增速为 12%; A 类产品增速为 3%; 低端产品 B、C 和 D 类将下滑 10%-15%;

(2) 2017-2019 年, 毛利率分别为 72.4%、74.2% 和 75.6%;

(3) 2017-2019 年, 管理费率分别为 6.3%、6.3% 和 6.3%。销售费率分别为 17.5%、17.5% 和 17.5%。

有别于大众认识

市场可能认为公司是国企背景, 管理层作风偏稳健, 省外扩张步伐较缓慢, 业绩弹性不高。我们认为:

江苏省内白酒市场容量大, 公司目前市占率约 9%, 仍有很大的发展空间;

管理层稳健的风格有利于公司的长期发展, 省外扩张前期投入和风险较大。

股市表现的催化剂

国缘系列产品收入增速超预期, 公司省内省外扩张步伐加快

核心假设风险

(1) 产品升级不及预期

(2) 省内区域扩张低于预期



目 录

一、江苏省次高端酒企，产品结构多元化	6
(一) 产品结构多元化，覆盖高中低价格带	6
(二) 17H1 归母净利润同比增长约为 22%	7
(三) 公司历史悠久，股权结构相对集中	7
二、苏酒市场广阔，竞争格局有地域差异	9
(一) 江苏省经济全国领先，白酒市场空间大	9
(二) 省内区域竞争格局差异化	10
(三) 消费升级带动省内白酒价格带上移	10
三、公司深耕省内市场，产品结构持续升级	11
四、全国化战略，布局“喜庆”婚宴市场	13
(一) 强化渠道管理，推进“2+4+N”战略布局	13
(二) 突出“缘”文化，布局喜庆婚宴市场	13
1、开展“喜庆+”计划，突出产品“缘”文化	13
2、婚庆市场空间广阔	14
五、盈利预测与估值	15
六、风险提示	17

图表目录

图表 1: 今世缘主要产品系列	6
图表 2: 17H1 各价位带产品销售收入	6
图表 3: 17H1 公司主营收入占比	6
图表 4: 2012-2017H1 营业总收入及综合毛利率	7
图表 5: 2012-2017H1 归母净利润及净利率	7
图表 6: 今世缘历史沿革	8
图表 7: 今世缘股权结构	8
图表 8: 2017 年上半年前十大股东	8
图表 9: 2016 年江苏省和全国人均可支配收入和支出对比	9
图表 10: 全国白酒产量前十省市	9
图表 11: 前六大白酒市场容量	9
图表 12: 江苏省内竞争格局	10
图表 13: 苏南苏北市场差异显著	10
图表 14: 江苏省内白酒价格带	11
图表 15: 公司省内收入及占比	11
图表 16: 2017 年上半年省内区域收入占比	11
图表 17: 各价位带白酒收入占比	12
图表 18: 今世缘产品毛利率情况	12



图表 19: 公司产品主要竞争对手.....	12
图表 20: 今世缘对经销商支持.....	13
图表 21: 2017 年上半年经销商情况.....	13
图表 22: 今世缘赞助非诚勿扰.....	14
图表 23: “喜庆+”一站式婚庆服务.....	14
图表 24: 2017-2021 年中国结婚登记人口预测.....	14
图表 25: 2017-2021 中国婚庆市场规模预测.....	14
图表 26: 婚宴酒席价格接受度分析.....	15
图表 27: 公司收入分拆.....	15
图表 28: 可比公司估值（截止 2017 年 8 月 18 日）.....	16
图表 29: 今世缘 PE-Band.....	17
图表 30: 今世缘 PB-Band.....	17
附录: 公司财务预测表（百万元）.....	18



一、江苏省次高端龙头，产品结构多元化

(一) 产品结构多元化，覆盖高中低价格带

公司主要从事白酒的生产、加工和销售。拥有“国缘”、“今世缘”和“高沟”三个著名商标。“国缘”酒定位次高端品牌；“今世缘”定位喜庆缘分酒，属于中档产品；“高沟”酒定位苏派老名酒，覆盖低档酒市场。按照出厂价，公司产品可划分为 D 类到特 A+类。特 A+类为出厂指导价 300 元以上产品，特 A 类为出厂指导价 100-300 元产品。2017 年上半年，特 A+类、特 A 类的收入占比分别为 42.57% 和 36.20%。

图表1：今世缘主要产品系列

品牌	产品系列	产品名称
国缘	V 系列	国缘 V3、国缘 V6
	K 系列	国缘 K5、国缘 K3
	其他	四开国缘、双开国缘、单开国缘、柔雅国缘、淡雅国缘
今世缘	典藏系列	典藏 18、典藏 15、典藏 12、典藏 10、典藏 5
	欢天喜地系列	今世缘欢天缘、今世缘喜地缘
	其他	臻藏 II 号
高沟	青花系列	高沟大青花、高沟小青花

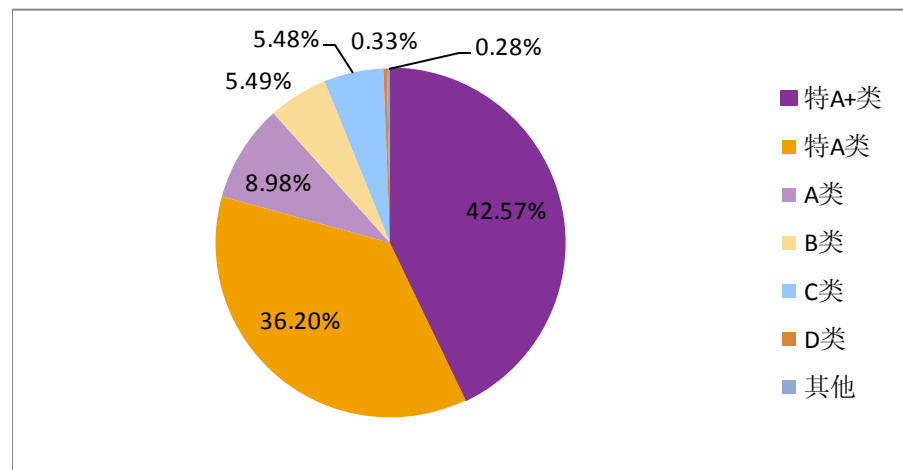
资料来源：公司官网，联讯证券

图表2：17H1 各价位带产品销售收入

类别	出厂指导价	主要产品	销售收入(亿元)
特 A+类	300 元以上	国缘四开、国缘对开、国缘柔雅、V 系列、K 系列	7.68
特 A 类	100-300 元	国缘淡雅、典藏 15 年	6.53
A 类	50-100 元	典藏 5 年、典藏 8 年、典藏 10 年	1.62
B 类	20-50 元	典藏 3 年、佳酿、兰纪元	1.01
C 类	10-20 元	高沟系列	0.99
D 类	10 元以下	大曲系列	0.06
其他		其他相关产品	0.05

资料来源：公司公告，联讯证券

图表3：17H1 公司主营收入占比



资料来源：公司公告，联讯证券



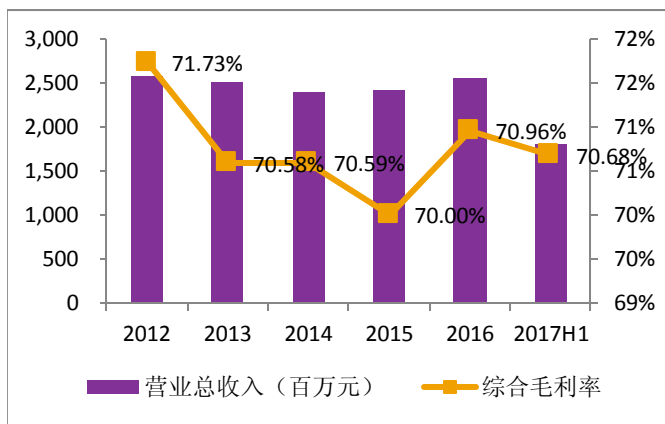
(二) 17H1 归母净利润同比增长约为 22%

17H1, 公司营业收入 18.04 亿元, 同比增长 17.24%; 归母净利润 6.49 亿元, 同比增长 22.29%; 扣非后净利润 6.41 亿元, 同比增长 22.04%。

2012-2016 年, 公司营业总收入从 25.94 亿元降到 25.53 亿元, 年复合增速-0.38%。受“限三公消费”等政策影响, 白酒行业自 2012 年下半年开始进入深度调整期, 公司业绩出现下滑。2015 年, 随着白酒行业稳步复苏及消费升级, 公司业绩恢复增长。2016 年, 公司营业收入 25.54 亿元, 同比增长 5.34%; 归母净利润 7.54 亿元, 同比增长 10.06%。

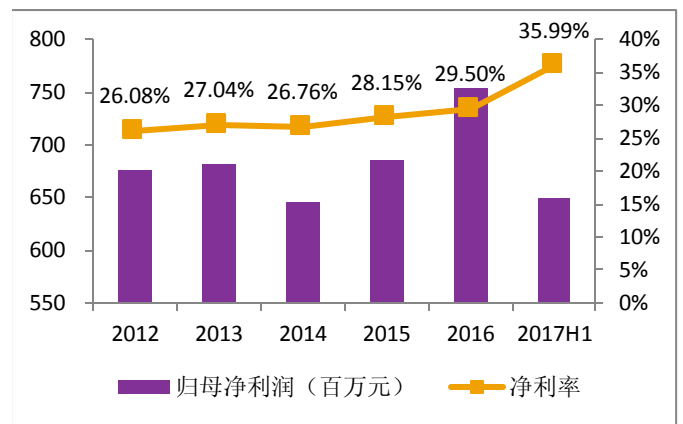
2012-2015 年, 公司综合毛利率从 71.73% 降到 70.00%, 主要受到行业调整影响; 2015-2016 年, 综合毛利率从 70.00% 增长到 70.96%, 受益于消费升级和产品结构优化。其中, 中高端产品特 A+ 类增长明显, 收入增速为 20.90%。

图表4: 2012-2017H1 营业总收入及综合毛利率



资料来源: Wind, 联讯证券

图表5: 2012-2017H1 归母净利润及净利率



资料来源: Wind, 联讯证券

(三) 公司历史悠久, 股权结构相对集中

公司坐落于江苏淮安, 历史悠久。今世缘酒业的前身是江苏高沟酒厂, 地处江苏省淮安市高沟镇。1996 年 8 月 25 日, 今世缘品牌诞生。1997 年 12 月, 今世缘有限公司由涟水县商业贸易总公司与江苏省涟水制药厂出资设立。2014 年, 今世缘有限公司在 A 股上市。

公司股权结构相对集中和稳定。控股股东是今世缘集团有限公司, 实际控制人为涟水县人民政府, 持股比例为 44.72%。第二大控股股东是上海铭大事业集团, 持股 10.27%。受到减持新规的影响, 二股东减持步伐将放缓, 预计每年减持 1%-2%, 对上市公司股价影响较小。公司董事长到核心部门负责人均持有公司股份, 2016 年底, 公司高管合计持股 15.6%。高管与企业利益捆绑, 有利于公司长期发展。

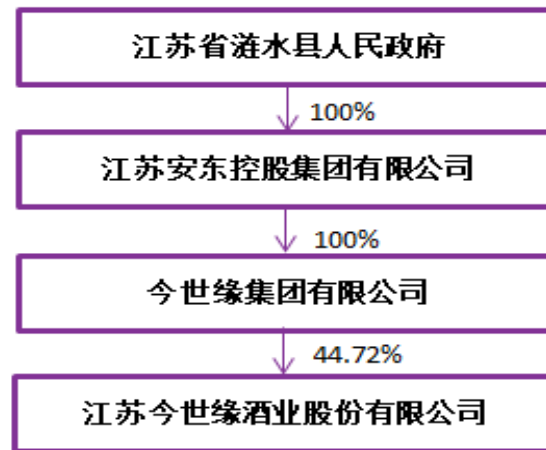


图表6: 今世缘历史沿革

时间	大事件
1949	涟水县设立高沟酒厂
1992-1996	高沟酒厂陷入困境, 公司筹划“今世缘”品牌
1997	江苏今世缘酒业有限公司成立
1999-2002	受徽酒冲击, 市场下滑明显
2004	推出“国缘”品牌进军高端白酒市场
2007	销售突破 10 亿元, 跨入行业“十亿俱乐部”
2010	税利突破 10 亿元
2011-2015	今世缘在 A 股上市, 中高端酒占比提升

资料来源: 公司公告, 联讯证券

图表7: 今世缘股权结构



资料来源: 公司公告, 联讯证券

图表8: 2017 年上半年前十大股东

股东名称	持股数量 (股)	占总股本比例 (%)	职务
今世缘集团有限公司	561,049,038	44.72	控股股东
上海铭大实业 (集团) 有限公司	128,910,000	10.28	第二大股东
涟水今世缘贸易有限公司	45,000,000	3.59	公司中基层干部出资
涟水吉缘贸易有限公司	45,000,000	3.59	公司中基层干部出资
周素明	45,000,000	3.59	董事长, 总经理
吴建峰	22,500,000	1.79	副董事长, 副总经理
羊栋	22,500,000	1.79	副总经理
倪从春	22,500,000	1.79	董事, 副总经理
王卫东	22,500,000	1.79	董事, 副总经理, 财务总监, 董事会秘书
严汉忠	22,460,000	1.79	监事会主席

资料来源: 公司公告, 联讯证券

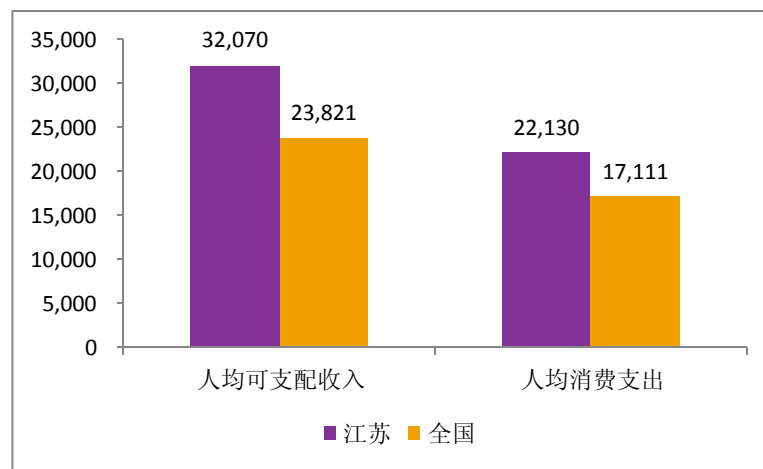


二、苏酒市场广阔，竞争格局有地域差异

(一) 江苏省经济全国领先，白酒市场空间大

江苏省经济总量排名全国第二，人均收入和消费支出高于全国平均水平。2012 年限制三公消费以来，白酒政务消费受到明显抑制。民间消费和商务消费成为白酒消费的主要驱动力。近十年江苏省 GDP 增速高于全国水平，经济发展带动江苏省居民消费能力的提升。2016 年江苏省人均可支配收入 32070 元，全国人均可支配收入 23821 元，高于全国水平 34.6%；2016 年人均消费支出 22130 元，全国人均消费仅为 17111 元，高于全国水平 29.3%。2016 年江苏省城镇常住居民人均可支配收入为 40152 元，全国城镇居民人均可支配收入为 33616 元，高于全国水平 19%。2013-2016 年间，江苏城镇常住居民的人均可支配收入的 CAGR 为 8.3%，高于全国 7.6% 的增速。

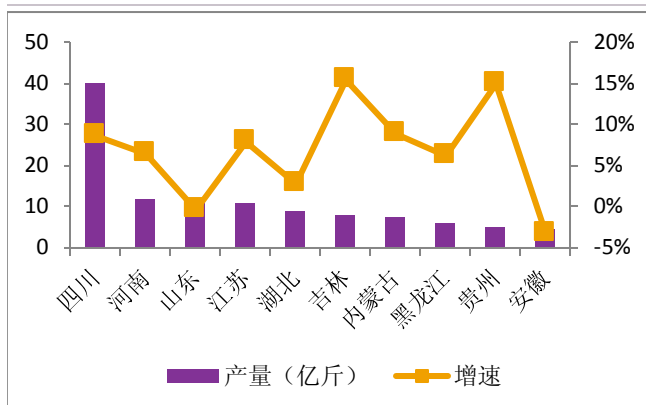
图表9： 2016 年江苏省和全国人均可支配收入和支出对比



资料来源:Wind, 联讯证券

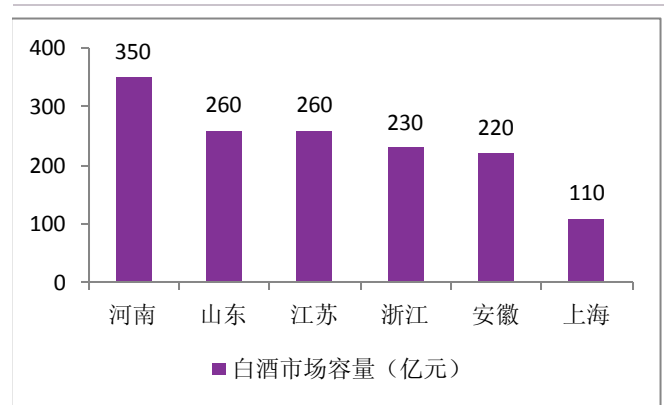
江苏是白酒产销大省，市场容量大。2016 年江苏省白酒产量 107 万千升，全国白酒产量为 1358 万千升，江苏占比为 7.9%，位列全国第四。2014-2016 年江苏白酒产量的 CAGR 为 9.1%，远高于全国白酒 4.0% 的复合增速。根据酒业家的数据，江苏省白酒市场容量约 260 亿元，在邻近的华东市场中仅次于人口大省河南排名第二，与山东持平。作为一个白酒产销大省，江苏省内的酒文化也相对繁荣，白酒消费升级前景广阔。

图表10： 全国白酒产量前十省市



资料来源: Wind, 联讯证券

图表11： 前六大白酒市场容量



资料来源: Wind, 联讯证券

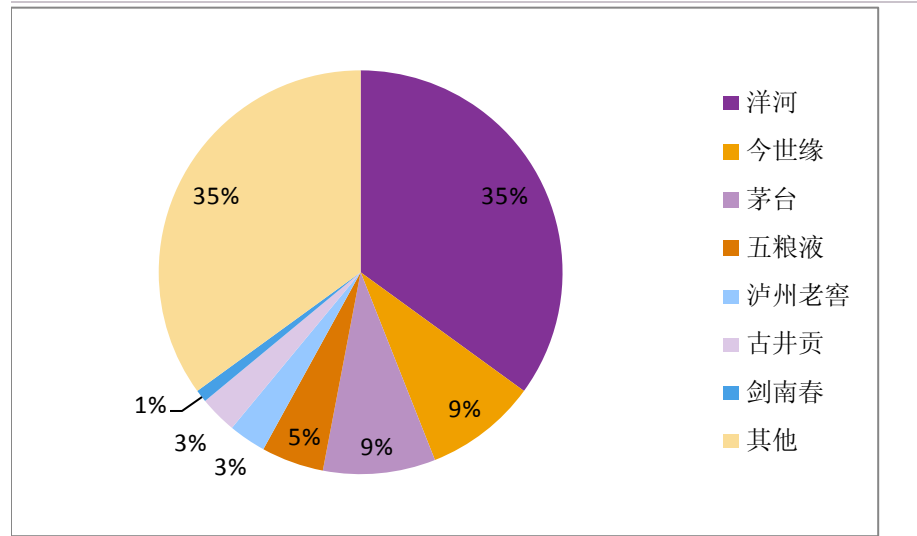


（二）省内区域竞争格局差异化

苏北地区，省内品牌占比 75%，省外品牌竞争力较弱。江苏白酒市场主要分为苏北、苏南。苏北地区包括宿迁、连云港、徐州、盐城和淮安等地区。经济水平较为落后，主要是中低端产品为主，品牌集中在本地三沟一河。洋河布局高端市场，今世缘向高端升级，双沟和汤沟酒仍是低档酒为主。

苏南地区经济发达，省外品牌优势明显。苏南地区包括苏州、无锡、常州、镇江等发达地区。目前，苏酒市场主要由徽酒、川酒和省内品牌在竞争。徽酒主要是古井贡、迎驾、口子窖等品牌；川酒是泸州老窖、五粮液等高端品牌；苏酒中洋河和今世缘在苏南市场占比较高。

图表12： 江苏省内竞争格局



资料来源:公司公告, 联讯证券

图表13： 苏南苏北市场差异显著

地区	品牌	品牌定位	市场份额
苏南	洋河	次高端	“双沟一河”占比约 75%
	今世缘	中端向次高端	
	双沟	低端	
	汤沟	低端	
苏北	五粮液、泸州老窖	高端	省外品牌占据优势
	古井贡、迎驾、口子窖	中高端	
	洋河、今世缘	中高端	

资料来源: 互联网资料, 联讯证券

（三）消费升级带动省内白酒价格带上移

2015 年开始,白酒行业恢复弱复苏,民间和商务消费的崛起带动行业产品结构升级。目前,苏北主流消费带已经超过 100 元,苏南价格带向 200-400 元升级。基于江苏省较快的经济发展和白酒消费习惯,我们预计白酒价格带有较大上移空间。



图表14: 江苏省内白酒价格带

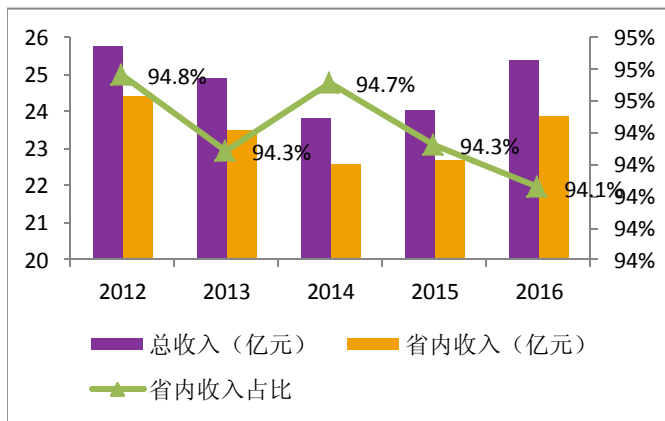
价格带	主力产品
600元以上	茅台、五粮液、泸州老窖、梦之蓝 M6/M9
300-600元	天之蓝、梦之蓝 M1/M3、剑南春、红花郎、水井坊、沱牌、国缘
100-300元	海之蓝、今世缘典藏、古井贡、口子窖、迎驾
100元以下	双沟、汤沟、今世缘、洋河大曲

资料来源: 互联网资料, 联讯证券

三、公司深耕省内市场, 产品结构持续升级

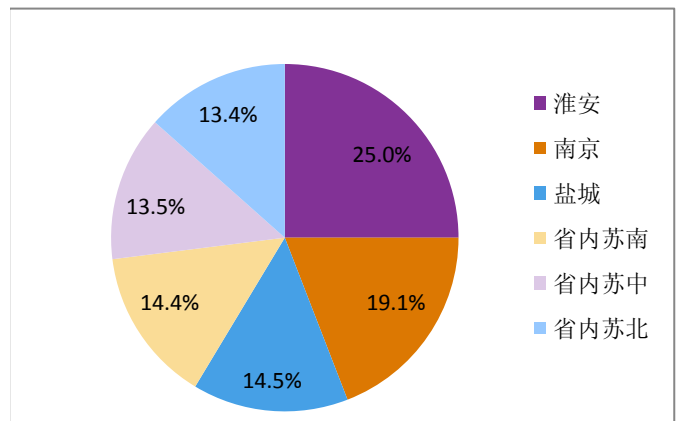
近五年来, 公司江苏省内收入占比达到 94%-95%。其中 50% 以上收入来自苏北 (淮安、盐城和省内苏北), 30% 来自苏中 (南京及省内苏中), 苏南地区收入占比不到 20%。公司产品在淮安、南京和盐城三个地区表现突出, 具有较大体量的市场。未来, 在消费升级带动下, 公司将逐步拓展苏南及其他地区。

图表15: 公司省内收入及占比



资料来源: 公司公告, 联讯证券

图表16: 2017 年上半年省内区域收入占比



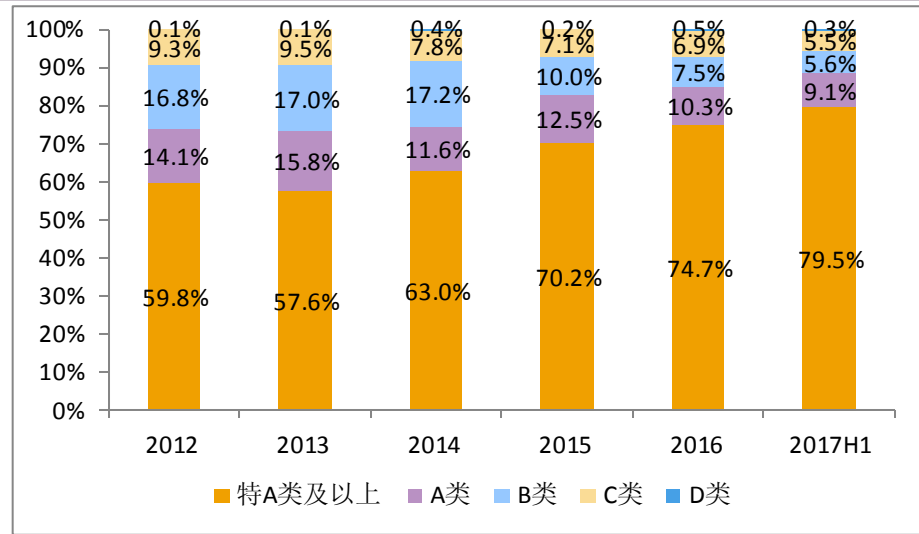
资料来源: 公司公告, 联讯证券

2017 年上半年, 公司产品结构持续升级。特 A+ 及特 A 类产品 (主要是国缘产品) 为占酒类收入比例达到 79.5%。今世缘 A 类、B 类、C 类低端产品收入占比不断降低。公司特 A 类及以上产品毛利率保持较高水平, 近五年毛利率均为 75% 以上。

特 A 类及以上产品出厂指导价为 100 元以上, 属于中高端产品。随着公司品牌力提升、渠道下沉以及省内消费升级, 特 A 类及以上产品保持较快增速。2016 年以来, 高端白酒出厂价和终端价上行, 次高端白酒性价比凸显。公司国缘系列产品定位次高端和婚宴等喜庆场合, 未来市场空间广阔。此外, 江苏省白酒的主流饮用度数是 42-46 度, 苏北地区饮酒度数多为 46 度, 苏南饮酒度数偏低为 42 度。国缘主力产品为 42 度, 口舒适, 符合健康饮酒的趋势。国缘主力产品价位带处于 200-400 元, 位于次高端价位段底部。相对于同类次高端产品 (梦之蓝、剑南春、水井坊等), 国缘性价比凸显。

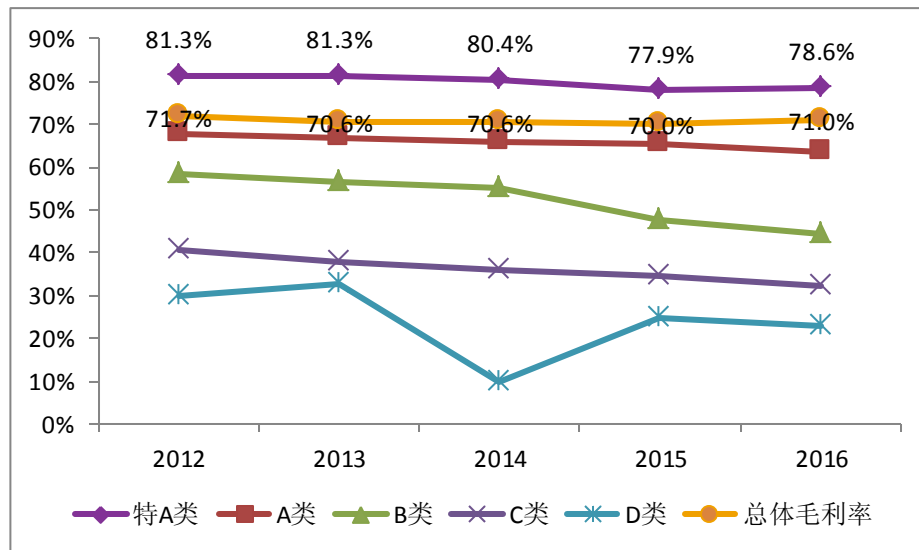


图表17: 各价位带白酒收入占比



资料来源:公司公告, 联讯证券

图表18: 今世缘产品毛利率情况



资料来源:公司公告, 联讯证券

图表19: 公司产品主要竞争对手

公司品牌	原有竞争品牌	新近挑战品牌
国缘系列	五粮液、茅台、国窖 1573、水井坊、剑南春	洋河梦之蓝、天之蓝
今世缘系列	口子窖、高炉家酒、百年皖酒、迎驾贡酒	洋河海之蓝、洋河大曲、双沟珍宝坊
高沟系列	双沟大曲、稻花香、浏阳河	汤沟、种子、敦煌古酿

资料来源:公司公告, 联讯证券



四、全国化战略，布局“喜庆”婚宴市场

（一）强化渠道管理，推进“2+4+N”战略布局

公司的销售模式主要为直销和经销。经销模式针对的渠道是经销商，直销模式针对的渠道为团购、商超、酒店以及零售等。公司以经销商模式为主，2016 年底经销收入占比达到 97%。公司通过“1+1”战略与经销商深度协销模式，即与经销商合资建立销售公司，实行分产品和分区域的管理。公司给予经销商一定的折扣，让利经销商从而调动经销商销售积极性。2017 年上半年，公司省内经销商有 291 家，省外经销商为 259 家。

公司制定“2+4+N”战略拓展省外市场。江苏大本营是公司的一级市场，北京和上海是公司的两个形象城市，山东、河南、安徽、浙江四个省是公司重点布局区域。省外重点区域经济增速较高，白酒消费结构偏向高端化，符合公司产品定位。

图表 20：今世缘对经销商支持

租金支持	租金支持最高可达 12 万元
装修支持	协助门店选址，最高装修支持达到 5 万元
人员支持	专员跟进门店运营
推广支持	多方位品牌广告宣传，新传媒 APP
运营支持	提供有效的运营管理工具

资料来源：公司招商手册，联讯证券

图表 21：2017 年上半年经销商情况

区域	经销商数量	增加数量	减少数量
省内	291	11	
淮安	23	3	
南京	59		4
盐城	20	1	
省内苏南	69	14	
省内苏中	49		2
省内苏北	71		1
省外	259	14	

资料来源：公司公告，联讯证券

（二）突出“缘”文化，布局喜庆婚宴市场

1、开展“喜庆+”计划，突出产品“缘”文化

公司将营销重点转向“缘”文化的传播，打造喜庆的白酒产品。公司产品采用大红色包装，突出喜庆的形象。2015 年 10 月，今世缘“喜庆+”模式全面启动，打造国内领先的喜庆消费一站式平台。公司在线上通过微信商城、官方商城、第三方线上平台，进行产品营销以及推广。“喜庆+”商城中售卖各类婚宴酒，以及相关的婚礼周边产品。公司在线下通过建立“喜铺”，提供面对面一站式购买渠道。2016 年，“喜庆+”线下喜铺形象店增加到 80 家，覆盖江苏所有地级市及县区。

此外，公司先后冠名央视的《等着我》、《完美婚礼》以及江苏卫视《非诚勿扰》等节目，大力推出酒类产品的“缘”文化，提升公司品牌知名度。公司十三五战略目标中最



重要的是对“缘文化”的深度发掘与传播。未来公司将规划建设中华缘文化主题园，打造4A至5A级今世缘旅游景点与中华缘文化圣地。

图表22: 今世缘赞助非诚勿扰



资料来源: 互联网资料, 联讯证券

图表23: “喜庆+”一站式婚庆服务



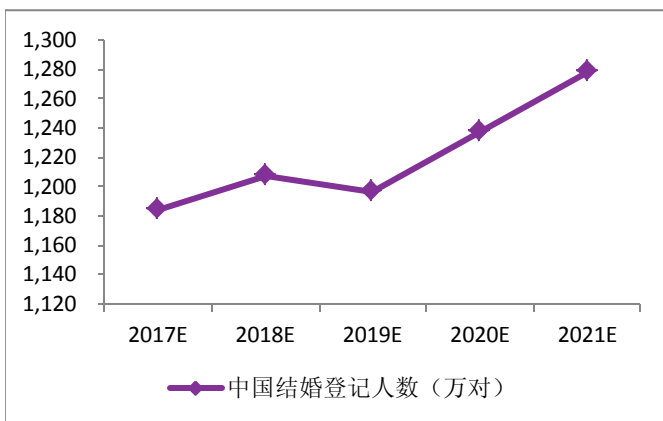
资料来源: 互联网资料, 联讯证券

2、婚庆市场空间广阔

我国婚庆市场空间广阔，婚宴白酒消费升级明显。根据中国产业信息网预测，2017-2021年，我国婚庆市场规模CAGR约23%。2021年市场规模将达超过30000亿元。根据《2016年结婚行业蓝皮书》，一线城市婚宴占据80%的结婚支出，其他城市占比也在50%以上。庞大的结婚群体及高渗透率创造了一个巨大的婚宴市场。此外，根据酒业家，一二线婚宴白酒单价从100元涨到200元左右，三四线城市从30元涨到150元左右。此外，消费者对婚宴价格接受度也不断提高，近70%的消费者愿意接受1000元以上婚宴单价。

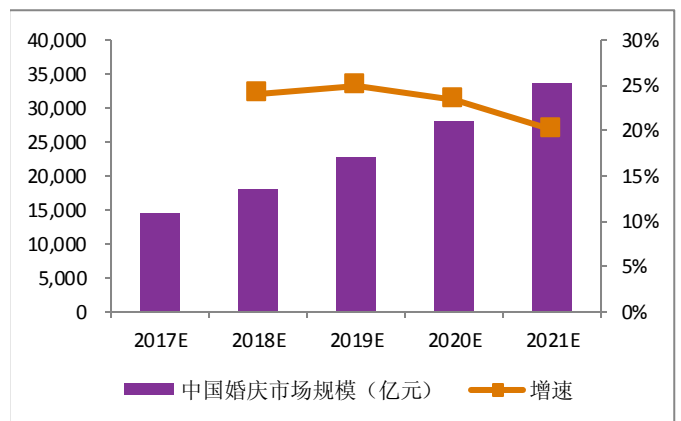
2016年江苏省婚宴白酒市场规模约为30亿元。2016年，江苏省结婚人口为72万对。假设70%的新人选择举办婚宴，平均15桌，每桌消耗2瓶白酒，单价200元/瓶测算。如果加上生日酒和升学酒市场，江苏喜庆市场规模巨大。

图表24: 2017-2021年中国结婚登记人口预测



资料来源: 中国产业信息网, 联讯证券

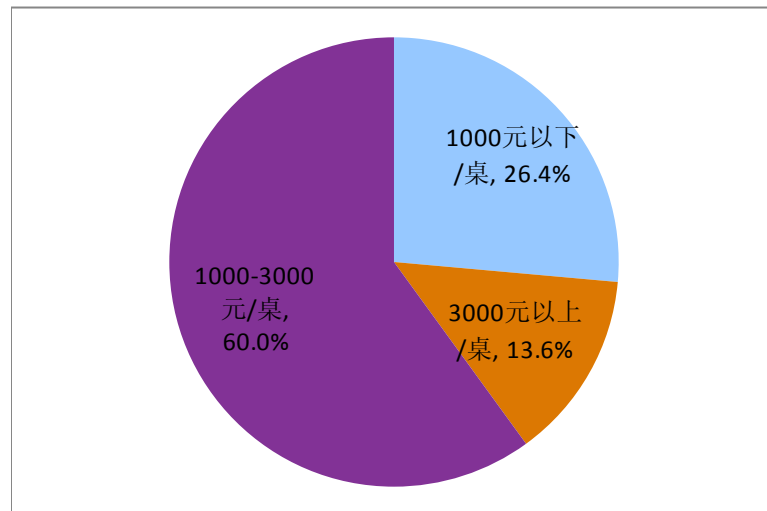
图表25: 2017-2021年中国婚庆市场规模预测



资料来源: 公司公告, 联讯证券



图表26: 婚宴酒席价格接受度分析



资料来源:公司公告, 联讯证券

五、盈利预测与估值

假设:

1) 受益于消费升级和次高端放量, 公司国缘高端品牌将保持高速增长, 收入占比将进一步提升。我们预计, 2017-2019年, 特A+类产品增速为30%-36%; 特A类产品增速为12%; A类产品增速为3%; 低端产品B、C和D类将下滑10%-15%。整体收入增长来自于特A+和特A产品增长。

2) 毛利率提升主要来自产品结构升级。预计2017-2019年, 毛利率分别为72.4%、74.2%和75.6%。

3) 由于公司管理和经营较为稳定, 我们预计未来三年管理费率和销售费率保持稳定水平。2017-2019年, 管理费率分别为6.3%、6.3%和6.3%。销售费率分别为17.5%、17.5%和17.5%。

图表27: 公司收入分拆

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
特A+类					
收入	773	935	1,272	1,691	2,198
增长率		20.9%	36.0%	33.0%	30.0%
收入占比	31.9%	36.6%	42.8%	48.6%	53.6%
毛利率	82.1%	83.6%	83.6%	83.6%	83.6%
特A类					
收入	897	953	1,068	1,196	1,339
增长率		6.3%	12.0%	12.0%	12.0%
收入占比	37.0%	37.3%	35.9%	34.4%	32.7%
毛利率	74.2%	73.6%	73.0%	73.0%	73.0%
A类					



单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入	297	261	269	277	285
增长率		-12.1%	3.0%	3.0%	3.0%
收入占比	12.2%	10.2%	9.0%	8.0%	7.0%
毛利率	65.5%	63.6%	63.0%	63.0%	63.0%
B类					
收入	238	190	167	142	121
增长率		-20.0%	-12.0%	-15.0%	-15.0%
收入占比	9.8%	7.4%	5.6%	4.1%	2.9%
毛利率	47.5%	44.5%	44.0%	43.5%	43.0%
C类					
收入	195	174	157	138	121
增长率		-10.6%	-10.0%	-12.0%	-12.0%
收入占比	8.0%	6.8%	5.3%	4.0%	3.0%
毛利率	34.7%	32.4%	32.0%	31.5%	31.0%
D类					
收入	4	13	12	10	9
增长率		248.0%	-10.0%	-12.0%	-15.0%
收入占比	0.2%	0.5%	0.4%	0.3%	0.2%
毛利率	24.9%	22.7%	22.0%	22.0%	22.0%
其他业务					
收入	21	28	26	25	24
增长率		30.9%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
收入占比	0.9%	1.1%	0.9%	0.7%	0.6%
毛利率	98.9%	71.0%	50.0%	50.0%	50.0%
总收入	2,425	2,554	2,970	3,479	4,098
增长率		5.3%	16.3%	17.1%	17.8%
综合毛利率	70.0%	71.0%	72.4%	74.2%	75.6%

资料来源：公司公告，联讯证券

综上，我们预计 2017-2019 年收入分别为 29.70、34.79 和 40.98 亿元，归母净利润分别为 8.93、11.03 和 13.50 亿元，EPS 分别为 0.71、0.88 和 1.08 元，对应 PE 分别为 24 倍、19 倍和 16 倍。给予公司 2018 年 25 倍 PE，目标价 22 元。首次覆盖给予“增持”评级。

图表28：可比公司估值（截止 2017 年 8 月 18 日）

证券代码	证券简称	收盘价 (2017/8/18)	EPS(元)			PE		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
000568.SZ	泸州老窖	56.10	1.83	2.34	2.95	30.61	23.94	19.01
000596.SZ	古井贡酒	52.50	2.00	2.40	2.91	26.20	21.86	18.03
000799.SZ	酒鬼酒	26.63	0.51	0.77	1.08	51.94	34.58	24.64
000858.SZ	五粮液	55.81	2.19	2.57	3.02	25.50	21.69	18.45
000860.SZ	顺鑫农业	20.70	0.83	1.04	1.24	25.05	19.92	16.65
002304.SZ	洋河股份	88.30	4.42	5.07	5.76	20.00	17.41	15.32
600197.SH	伊力特	21.15	0.82	1.01	1.19	25.75	20.84	17.70
600519.SH	贵州茅台	489.65	16.94	21.31	25.77	28.90	22.98	19.00



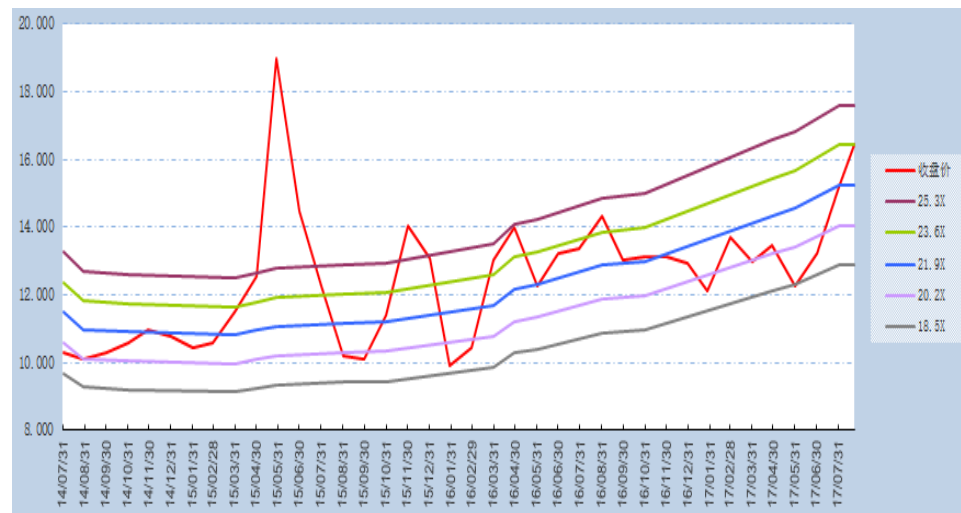
600559.SH	老白干酒	22.54	0.42	0.73	0.98	53.05	30.92	22.92
600702.SH	沱牌舍得	33.00	0.53	0.97	1.44	62.55	34.08	22.87
600779.SH	水井坊	33.65	0.62	0.96	1.30	53.98	35.08	25.90
600809.SH	山西汾酒	44.40	0.97	1.33	1.73	45.56	33.35	25.71
603198.SH	迎驾贡酒	21.75	0.99	1.20	1.47	21.92	18.07	14.83
603589.SH	口子窖	43.84	1.64	1.99	2.37	26.77	22.05	18.53
603919.SH	金徽酒	21.04	0.74	0.88	1.07	28.47	23.78	19.74
平均						35.08	25.37	19.95

资料来源: Wind, 联讯证券

六、风险提示

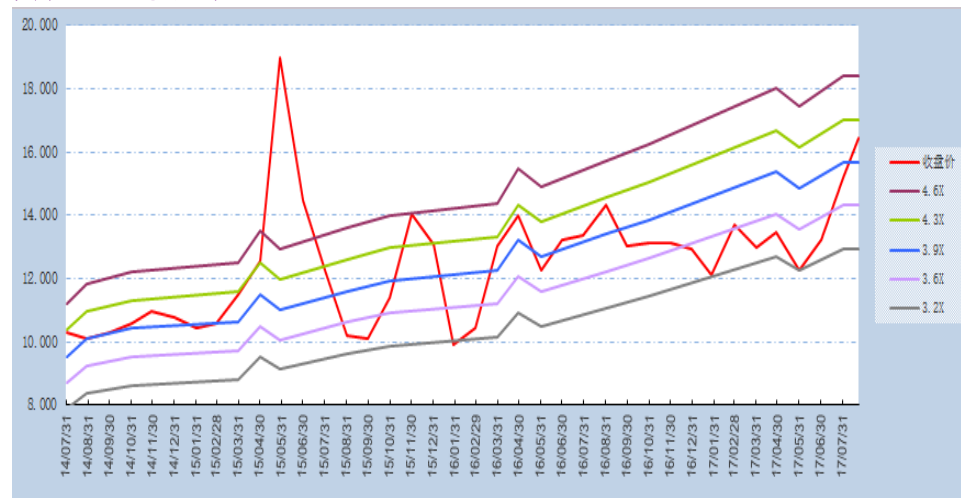
产品升级不及预期, 省内区域扩张低于预期

图表29: 今世缘 PE-Band



资料来源: Wind, 联讯证券

图表30: 今世缘 PB-Band



资料来源: Wind, 联讯证券



附录：公司财务预测表（百万元）

利润表（百万元）					现金流量表				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,554	2,970	3,479	4,098	净利润	753	892	1,101	1,348
营业成本	742	820	898	1,000	折旧摊销	92	89	89	81
营业税金及附加	245	285	334	394	财务费用	-18	-21	-39	-57
销售费用	467	520	609	717	经营性应收项目变动	295	-177	314	-146
管理费用	193	187	219	258	经营活动净现金流	925	825	1,124	1,178
财务费用	-18	-21	-40	-60	投资活动净现金流	-1,008	-32	-32	-32
资产减值损失	1	1	1	1	筹资活动净现金流	-352	-372	-262	-310
营业利润	995	1,178	1,458	1,788	现金净增加额	-435	421	831	837
营业外收入	11	11	11	11	主要财务比率				
营业外支出	0	0	0	0	成长能力				
利润总额	1,006	1,190	1,470	1,799	营业收入增长率	5%	16%	17%	18%
所得税	252	297	367	450	营业利润增长率	11%	18%	24%	23%
净利润	753	892	1,102	1,349	归属母公司净利润增	10%	18%	24%	22%
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	获利能力				
归属母公司净利润	754	893	1,103	1,350	毛利率	70.96%	72.40%	74.20%	75.60%
EPS（元）	0.60	0.71	0.88	1.08	净利率	29.50%	30.04%	31.68%	32.93%
资产负债表					总资产净利率	16.60%	18.48%	19.28%	20.92%
货币资金	0	461	1,333	2,211	ROE	16.34%	16.96%	18.19%	19.16%
应收账款	82	136	115	177	偿债能力				
存货	1,514	1,464	1,797	1,836	资产负债率	22%	17%	18%	15%
流动资产合计	4,452	4,917	6,101	7,079	流动比率	337%	469%	455%	563%
固定资产	779	726	673	620	营运能力				
无形资产	126	98	70	41	总资产周转率	0.43	0.47	0.47	0.49
资产总计	5,943	6,319	7,412	8,309	应收账款周转率	49.41	36.34	46.66	37.42
应付账款	1,172	1,049	1,342	1,258	每股指标(元)				
短期借款	150	0	0	0	每股收益	0.60	0.71	0.88	1.08
流动负债合计	1,322	1,049	1,342	1,258	每股经营现金	0.74	0.66	0.90	0.94
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	4.84	5.62	0.00	0.00
负债合计	1,322	1,049	1,342	1,258	估值比率				
所有者权益	4,621	5,269	6,071	7,051	P/E	28.05	23.69	19.17	15.66
负债和所有者权益合	5,943	6,319	7,412	8,309	P/B	4.58	4.02	3.49	3.00

资料来源：Wind，联讯证券



分析师简介

石山虎：华东理工大学硕士研究生，现任联讯证券研究院农林牧渔首席分析师。证券行业从业 6 年，2012 年至 2017 年在民生证券研究院从事农林牧渔行业分析，2012 年水晶球行业第五小组成员，善于把握行业周期，实地调研数十家上市公司，擅长挖掘投资价值标的。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com