

今世缘 (603369) \ 食品饮料

——省内市场蕴含的高成长机会

投资要点:

白酒行业复苏形势驱好，名酒复苏行业集中度提高

白酒行业从2015年起开启了弱复苏状态，2016年复苏态势由弱转强，复苏范围扩大，从一线白酒延伸到二线白酒，高端白酒涨价引领行业发展，次高端产品摆脱了价格带挤压的厮杀竞争，得到更加明确区分价格的定位和性价比，行业进行深度分化，小型酒企业的生存空间被挤占，行业集中度提高，强者恒强的马太效应凸显。

今世缘的外部竞争环境较好，消费前景广阔

今世缘作为苏酒第二品牌，消费范围集中在省内，省内销售占比达到94%以上。江苏省是白酒产销大省，经济发展较好，且消费者是一个成熟、稳定、理性并且有明确消费需求的群体。苏南消费结构成纺锤状，既有聚饮追求的中高端产品，也有自饮追求的中低端产品，苏北消费结构成哑铃状，中低端酒销量大，消费者习惯消费地产酒“三沟一河”，群众基础较好。公司酒文化营销突出一个“缘”字，立足婚宴喜庆等场合的喜酒，因此规避了政务消费低谷期的打击，受三公消费影响较小。同时省内品牌洋河股份在行业形势较好的情况下重振旗鼓开发全国市场，在本地市场为今世缘留下了竞争空间。

今世缘中高端产品销售额增长带动业绩提升，同时提出喜庆+转型

今世缘价格卡位优势突出，立足苏南200-300元和苏北100-200元的主流消费价格带完善产品线，公司顺应消费升级趋势产能结构向产品结构升级方向倾斜，大力发展中高端产品营业收入大幅提高，成本控制较好。同时公司对经销商的依赖程度高，提出优惠的招商政策吸引经销商，公司的预收账款大幅提升，收入安全边际高。公司在2015年提出喜庆+转型战略，通过提高单次销售额来实现规模的扩张。

盈利预测与估值

我们预计公司2017-2019年营业收入为30.04亿元、33.64亿元、37.90亿元，对应EPS为0.71元、0.82元、0.94元，2018年给予25倍估值，对应目标价为20.5元，给予“推荐”评级。

风险提示

喜庆+转型效果不达预期、省内竞争格局变化

投资建议:	推荐
上次建议:	推荐
当前价格:	16.23元
目标价格:	元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1,254/1,254
流通A股市值 (百万元)	20,361
每股净资产 (元)	4.10
资产负债率 (%)	21.50
一年内最高/最低 (元)	17.97/11.15

一年内股价相对走势



王承 分析师

执业证书编号: S0590513090004

电话: 0510-85630532

邮箱: wangc@glsc.com.cn

王映雪研究助理

电话: 0510-85630532

邮箱: wangyingxue@glsc.com.cn

相关报告

- 《今世缘 (603369) \ 食品饮料行业》
《省内大局已定，重点市场稳增》
- 《今世缘 (603369) \ 食品饮料行业》
《开拓省内增量空间，受益国缘放量增长》

正文目录

1.	行业环境向好趋势不改，次高端白酒扩容弹性大	4
1.1.	行业驱动力转变，真实需求旺盛	4
1.2.	次高端白酒成长空间大，收入弹性强	6
1.3.	次高端品牌涅槃重生，调整期退出加快，品牌集中度提高	9
2.	苏酒第二品牌，竞争环境改善	10
2.1.	江苏省内竞争格局较好，具备优势	10
2.2.	目标定位差异化，规避政务消费低谷期	14
2.3.	避开洋河竞争锋芒，消费前景广阔	14
2.4.	三四线城市的真实消费能力几何	16
3.	国缘系列成为省内升级方向，喜庆+战略扩大影响范围	17
3.1.	中高端产品增长明显成为公司主要竞争方向和利润中心	17
3.2.	厂商深度协销模式推动渠道下沉至县一级市场	20
3.3.	重点市场获得高增速，收割省内消费升级红利	21
3.4.	“喜庆+”转型战略，从产品到服务强化品牌形象	23
4.	盈利预测与估值	25

图表目录

图表 1: 白酒行业收入与增速	4
图表 2: 白酒产量与增速	4
图表 3: 白酒行业利润与增速	5
图表 4: 2012 年 (内环) 和 2016 年 (外环) 高端白酒消费结构	5
图表 5: 中国按收入划分的不同阶层家庭 (百万户)	5
图表 6: 高端白酒终端价格不断上扬	5
图表 7: 2016 年以来白酒的提价事件	6
图表 8: 2016 年 1-9 月白酒不同价格带的收入增速	7
图表 9: 茅台的产能与销量	8
图表 10: 次高端白酒的市场规模扩大	8
图表 11: 主要次高端酒企 2017H1 收入和增速	9
图表 12: 次高端白酒主要产品和竞争优势	10
图表 13: 江苏省与全国白酒产量和增速	11
图表 14: 江苏省白酒产量在全国产量中的占比	11
图表 15: 江苏省人均可支配收入和增速	11
图表 16: 江苏省 GDP 及增速	11
图表 17: 全国各省市日均饮酒量排名 (mL/人)	12
图表 18: 调查问卷结果: 在何种情况下会考虑增加购买白酒?	12
图表 19: 江苏省的主流白酒竞争产品	13
图表 20: 2011-2016 年今世缘营业收入和净利润的变化情况及增速	14
图表 21: 洋河销售收入 (万元) 与销售费用 (万元)、管理费用 (万元)	15
图表 22: 2006 年-2015 年洋河股份在省内的销售收入占比变化	15
图表 23: 2005-2015 年洋河股份的营业收入、销售费用和管理费用增速变化	15
图表 24: 今世缘 2011-2016 年省内销售收入占比	16
图表 25: 上海外来常住人口 (万人) 出现净流出	16
图表 26: 北京外来常住人口 (万人) 出现净流出	16
图表 27: 一二三线百城住宅平均价格指数 (元/平方米) 及环比 (%)	17
图表 28: 今世缘产品线	18

图表 29：今世缘产品结构及目标群体.....	18
图表 30：2017 年各季度产品收入结构占比.....	19
图表 31：2017 年各季度产品结构收入增速.....	19
图表 32：募投项目技改后的白酒产能变化（千升）.....	20
图表 33：2016 年公司各类白酒产量（千升）.....	20
图表 34：今世缘的经销和直销的销售模式占比.....	20
图表 35：2017 年三季度今世缘各区域的经销商数量.....	21
图表 36：2017 年内各季度重点市场收入（亿元）.....	22
图表 37：2014-2016 年省内与省外的收入（亿元）.....	22
图表 38：今世缘预收账款（万元）的变化及增速.....	22
图表 39：今世缘应收账款（万元）的变化及增速.....	22
图表 40：今世缘切入婚宴市场的周边产品.....	23
图表 41：可比公司估值.....	25
图表 42：财务预测摘要.....	27

1. 行业环境向好趋势不改，次高端白酒扩容弹性大

1.1. 行业驱动力转变，真实需求旺盛

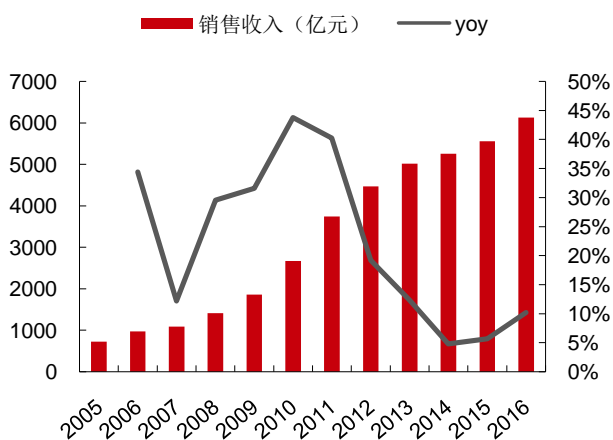
➤ 产量低增长，收入高增长，大众消费潜力大

白酒行业经历了多轮周期，在 2012 年三公消费出台的前十年间(2003-2012 年)，行业处于高速增长期被誉为“黄金十年”，这轮白酒行业的牛市主要是由投资拉动的，政务消费需求的兴起助力高端白酒的涨价热潮和品牌价值的凸显和塑造，消费者对价格的敏感度很低，在此期间成功涨价并且在消费者心目中形成高端品牌认知度的企业胜出。自 2000 年起，茅台发力军政渠道提高在军队和政府部门中的影响力，并缩短销售环节开发团购方式，得到一线领袖的认可，成功打造其品牌的高端性。由此 2008 年茅台市场价格首次超过五粮液并持续拉开价差，在此期间茅台成功反超五粮液成为龙头老大，在行业内以较低的产量占据最多的市场利润。

自 2012 年以后，高端白酒的销量断崖式下跌，同期渠道堆积了大量库存无法消耗，由此白酒行业步入了三年的调整期，产量增速从原先的两位数下降至个位数。2015 年白酒行业的净利润在连续两年下跌后首次得到增长，增速为 4.05%，而白酒行业的产量即使在 2015 年白酒行业得到复苏之后，产量依然处于低增长的态势，由此可以看出，白酒行业的低增长处于延续态势，但是结构调整空间巨大，行业规模的提高主要由价的提升贡献，消费升级成为目前的主流，大众消费能力得到提高。

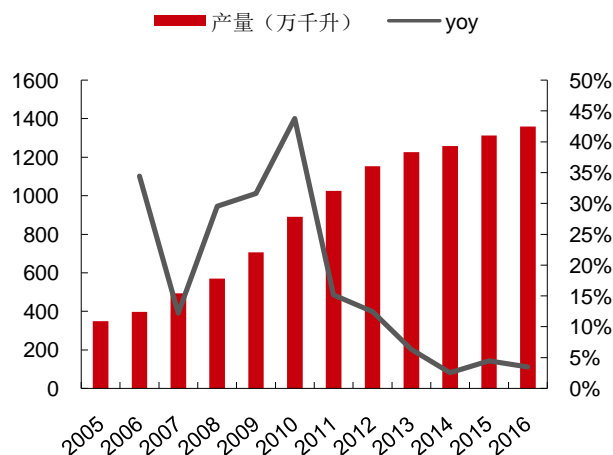
2015 年以后，在高端白酒的需求结构中，政务消费占比已经从原先的 40% 下降到了目前的约 5%，原先的政务消费需求被如今的商务消费需求和大众消费需求所取代，长期以来影响行业波动性的政策因素得到缓解。

图表 1：白酒行业收入与增速



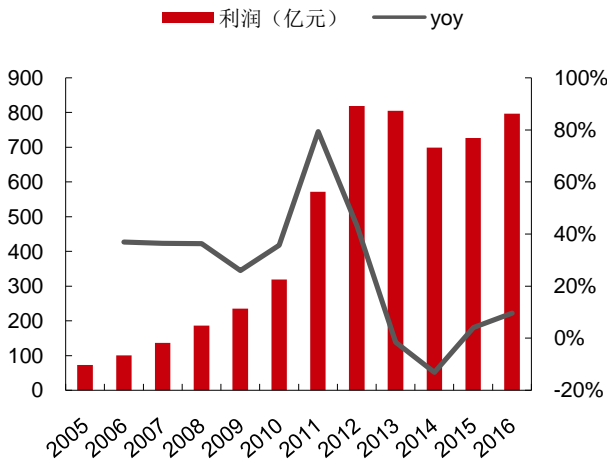
来源：wind、国联证券研究所

图表 2：白酒产量与增速



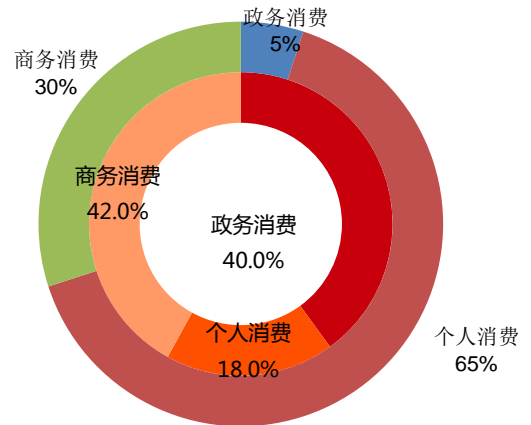
来源：wind、国联证券研究所

图表3：白酒行业利润与增速



来源：wind、国联证券研究所

图表4：2012年（内环）和2016年（外环）高端白酒消费结构



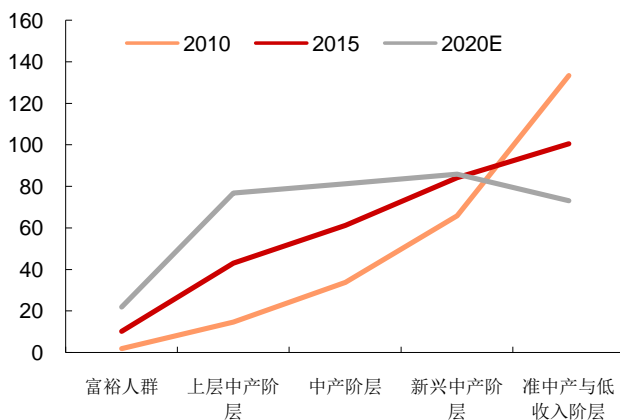
来源：wind、国联证券研究所

➢ 大众消费兴起卡位品牌与价格的性价比优势，二线白酒集体受益

在行业低谷期，高端白酒被迫降价来寻找自己的受益价格区间，在全行业库存过高的情况下，如茅台从2000多元的高位下降到1000元以下，五粮液从1000多元下降到600元左右，在此价格区间下，高端白酒的性价比率先凸显，原先无法承担高端酒的大众消费变的犹有余力，因此高端酒企率先复苏。

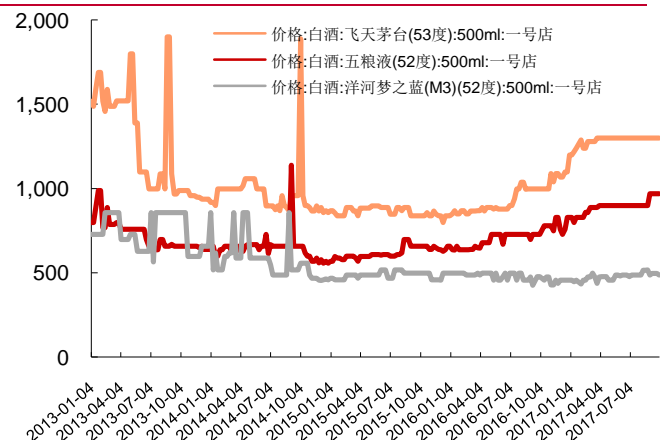
在高端酒得到复苏之后，渠道库存消耗比较完善，终端动销加强，在没有过高库存的情况下，供给过剩的现象不复存在，高端酒站稳价格并一路向上。在此轮白酒牛市中，中上层阶级比例和大众消费能力的提高功不可没。

图表5：中国按收入划分的不同阶层家庭（百万户）



来源：波士顿咨询、国联证券研究所

图表6：高端白酒终端价格不断上扬



来源：wind、国联证券研究所

根据波士顿咨询提供的数据，2015 年我国的富裕人群（家庭月均可支配收入 24000 元以上）和上层中产阶级（家庭月均可支配收入 12500-24000 元）家庭户数总计达到 53 百万户，占比达到 17.77%。到 2020 年，富裕人群和上层中产阶级的占比将提高到 29.12%，总户数为 98.7 户。

人均收入的增长带来的是对生活品质的高追求和消费能力与意愿度的显著提高，消费者愿意为品牌和质量双优的产品支付溢价。白酒作为在日常聚饮和宴请送礼方面的产品，具有天然的社交属性和人情润滑剂的效用，消费者在选择时也会倾向于更高质量的产品。而在整个白酒的产品结构中，次高端白酒最具性价比，并且有品牌力的支撑，符合消费者的需求。

1.2. 次高端白酒成长空间大，收入弹性强

➤ 价格天花板打开，扩容速度加快

次高端白酒属于高端白酒和中端白酒之间的价格带，其价格上限由高端酒决定，价格下限由中端酒决定。在行业低谷期，高端酒的降价直接挤压了次高端白酒的生存空间，次高端白酒的性价比无法凸显，竞争程度愈发激烈，因此受损程度较高。

经过三年的调整，高端酒重新站稳终端价并且价格不断上扬。虽然茅台严控终端价在 1299 元价格红线，但是各地一批价在 1450 元左右，五粮液、泸州老窖 1573 都不同程度进行了价格上调，高端酒之间的价格追赶比较激烈。高端白酒的涨价给次高端白酒留出了大幅的空白价格带空间。

图表 7：2016 年以来白酒的提价事件

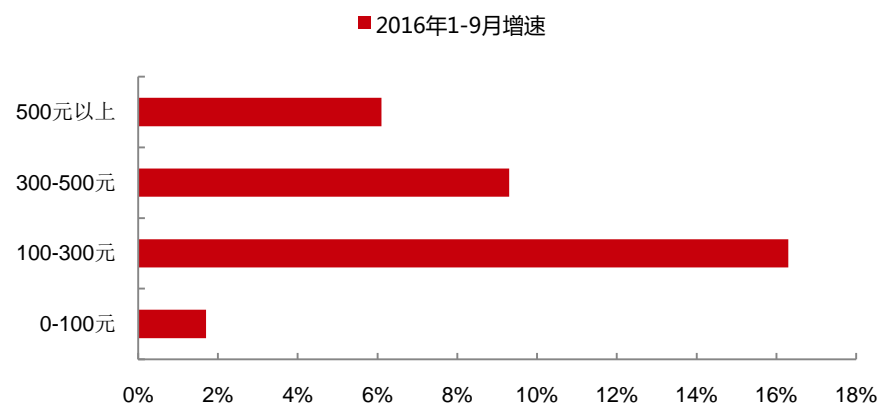
2016 年 1 月 1 日	郎酒红花郎全线涨价 15%
2016 年 2 月 7 日	洋河海之蓝、天之蓝结算价每瓶上调 2 元和 4 元
2016 年 3 月 26 日	五粮液将出厂价由每瓶 659 元提升到 679 元，取消了每瓶 30 元的补贴
2016 年 3 月 31 日	汾酒青花 20 年提价 20 元/瓶
2016 年 4 月 12 日	古井贡酒献礼版提价至 96 元/瓶，年份原浆提价至 139 元/瓶
2016 年 5 月 1 日	牛栏山酒厂将旗下核心产品 42 度 500ml 陈酿每瓶上调 1 元
2016 年 5 月 26 日	安徽宣酒出厂价提高 5 元/瓶，要求各销售网点零售价不得低于 70 元/瓶(原售价 65 元/瓶)
2016 年 9 月 15 日	52 度五粮液出厂价恢复 739 元/瓶，同时建议零售价为 829 元/瓶
2016 年 10 月 8 日	国窖 1573 发布通知计划外配额价格为 660 元/瓶
2016 年 11 月 21 日	青青稞酒对旗下五款产品的零售价格进行调整
2016 年 11 月 21 日	泸州老窖启动特曲终端配额制，实行紧缩货源、减额配送，以保证价格稳定
2016 年 11 月 24 日	水井坊臻酿八号系列产品的建议零售价调整为 320 元，井台系列建议零售价调整为 460 元

2016年12月5日	老窖特曲提价25元/瓶
2017年1月	郎酒上调核心单品红花郎15年和10年出厂价至440元和300元，郎牌郎酒出厂价上调15元
2017年2月	沱牌舍得酒统一提价20元
2017年2月	泸州老窖川渝区发布国窖1573停货提价通知，计划内打款价提高至700元。计划外配额价格740元
2017年2月	五粮液上调1618出厂价至769元，一批价不低于819元
2017年2月	海之蓝每瓶上调2元，天之蓝每瓶上调3元
2017年3月	国窖1573计划外价格提至680元，窖龄30年和老字号特曲出厂价上调至218元
2017年4月	古井贡酒年份原浆献礼版出厂价上调2.5元，5年零售价上调10元
2017年5月	汾酒青花20年出厂价每瓶上涨20元，并对青花30年进行产品升级与原产品价格区隔
2017年6月	洋河股份海之蓝和天之蓝终端供货价分别上调10元和20元
2017年7月	水井坊典藏、井台和臻酿8号出厂价每瓶上涨15元、10元、10元，8月上旬之前执行
2017年7月	国窖1573出厂价上调至740元，计划外价格提至810元
2017年11月30日	普五市场零售价从969元上调至1099元，五粮液1618零售价调至1199元
2017年12月1日	梦之蓝M3、M6终端价每箱将分别上调约120元、150元

来源：糖酒快讯、微酒、国联证券研究所

根据中国酒业协会的数据,2016年1-9月白酒行业0-100元价格带同比增长1.7%;100-300元增长16.3%,300-500元增长9.3%,500元以上增长6.1%。100-300元区间由于100元以下的消费人群换挡升级,基数较大因而增速可观,300-500元区间的增速

图8: 2016年1-9月白酒不同价格带的收入增速



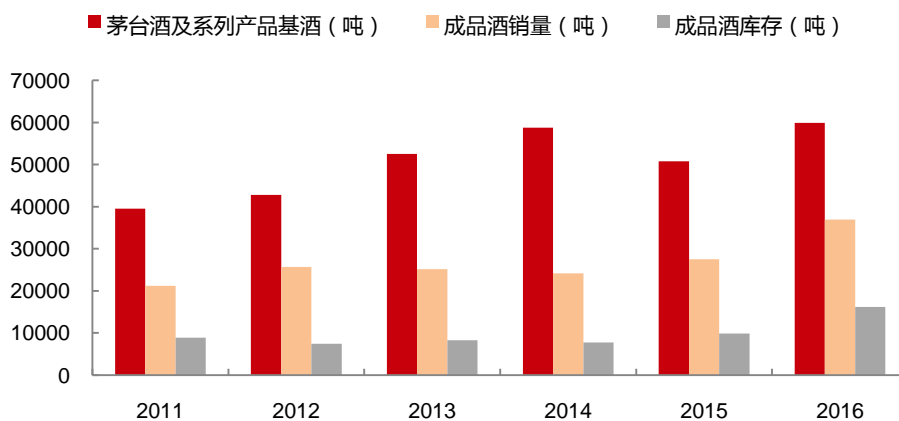
来源：中国酒业协会、国联证券研究所

➤ 高端白酒供给稳定，短期内扩产进度慢

高端白酒如茅台、五粮液和泸州老窖都具有深厚的文化底蕴以及特有的生产环境、生产原料和生产工艺，因此高端白酒的扩容进程较慢，前期建设期较长，各项标准较高且不易达到。

在此轮白酒牛市中，消费者对高端白酒的追逐让茅台的断货现象成为常态。在茅台断货的情况下，五粮液和国窖 1573 直接受益，由此显示出了品牌力的重要性。高端酒产量稳定的状态下，消费水平的上移带动次高端白酒直接受益。

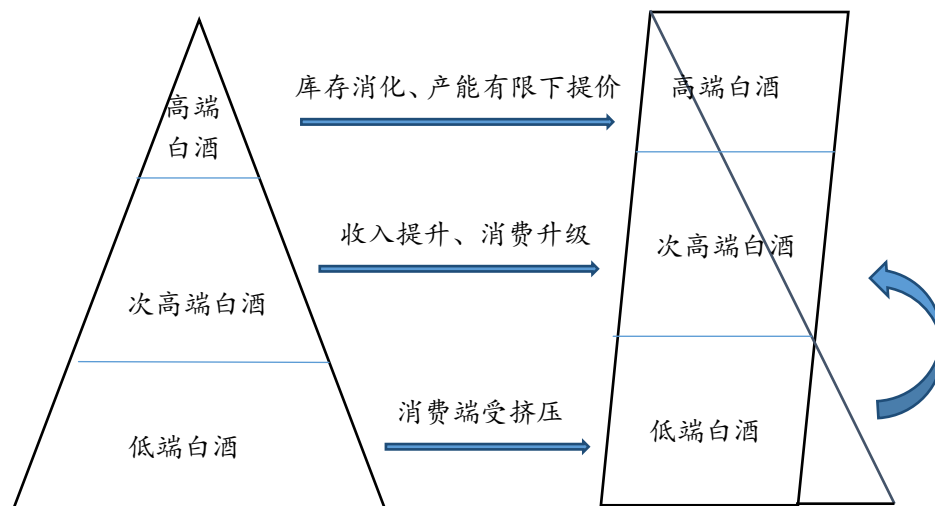
图表 9：茅台的产能与销量



来源：wind、国联证券研究所

次高端白酒具有高端白酒的部分替代属性，是高端白酒下的次优选择。次高端白酒是指价格在茅台、五粮液之下，在区域性三四线白酒之上的白酒层次，主要价格带范围在 300-500 元之间。这个价格带原先的市场规模较小，目标市场人群较窄，但是在此轮行业复苏期中成为消费升级的主要价格带。在高端白酒产能限制的情况下，部分消费者会转而求其次追求次高端白酒，而原先 100-300 的白酒消费人群在消费升级的影响下，选择范围会提升到 300-500 元，因而市场规模得到扩大。

图表 10：次高端白酒的市场规模扩大



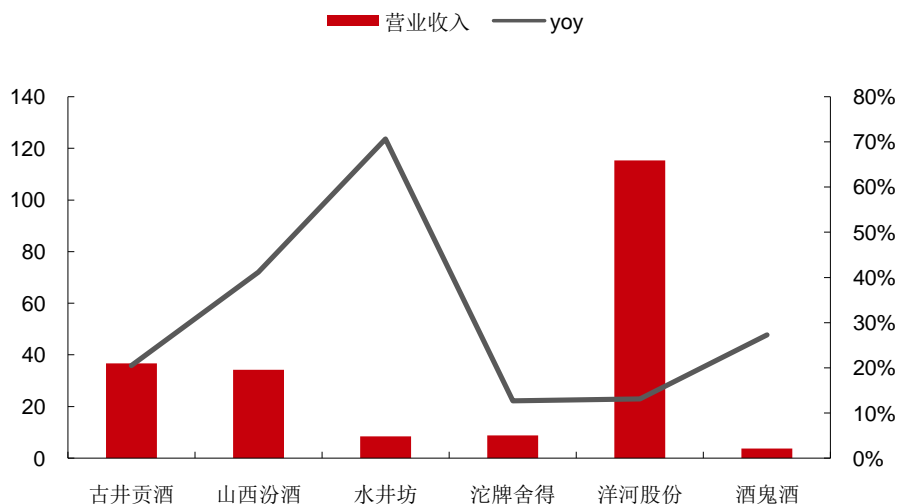
来源：国联证券研究所

1.3. 次高端品牌涅槃重生，调整期退出加快，品牌集中度提高

次高端白酒要想获得消费者的认可，在品牌力上必须具备强大的实力。经过 3 年的行业调整和洗牌，次高端白酒品牌从原先的 60 多家削减到如今的 10 家左右，只有同时具备强大品牌力支撑和口味醇厚的优质产品才能够在次高端领域占据一席之地。目前次高端白酒的市场竞争者减少，赛道清理干净，行业集中度得到提高，更高的市场空间被更少的参与者所占领，因此存在全行业受益的情况。

目前次高端白酒参与者主要有剑南春（水晶剑）、洋河（天之蓝/梦之蓝）、水井坊（井台/臻酿八号）、郎酒（红花郎十年/十五年）、沱牌舍得（品味舍得）、汾酒（青花瓷 30 年/25 年）。其中既有全国性的品牌，也有区域性品牌，近几年收入和利润增速都受到消费升级下的红利影响。

图表 II：主要次高端酒企 2017H1 收入和增速



来源：wind、国联证券研究所

图表 12：次高端白酒主要产品和竞争优势

企业	主要产品	优势区域	渠道建设
水井坊	井台装、臻酿八号	湖南、河南、江苏、四川等	新总代、核心市场、核心门店建设、渠道下沉效果较好
剑南春	水晶剑南春、珍藏版剑南春	河南、浙江、江苏	总代直销、渠道扁平化管理
洋河	梦之蓝 M3、天之蓝	江苏、安徽、河南	江苏市场渠道覆盖率 100%，省外开拓效果好
沱牌舍得	品味舍得	重庆、四川、河南、山东、江苏、浙江	扁平化管理，销售考核激励强
郎酒	红花郎 15 年	全国市场、川渝具有核心优势	扁平化管理
山西汾酒	青花瓷 30 年、青花汾酒 20 年	山西、北京、河南	省内省外产品区隔
酒鬼酒	52 度高度柔和红坛、	湖南省	扶持经销商建立地级市代理制，以市县为平台渗透乡镇市场

来源：wind、糖酒快讯、国联证券研究所

从行业集中度角度来看，目前次高端白酒中尚未形成市场份额明显高于一般企业的品牌。不同品牌拥有不同的强势市场，各个市场的品牌认知度和口味偏好度也不尽相同，区域中存在共同竞争市场与空白市场。剑南春以北京、天津、上海、安徽、江苏、河南等为重点市场面向全国；洋河以新江苏市场为大本营对外扩张，目前省外重点打造河南、安徽、山东、浙江上海等城市；水井坊确立了河南、江苏、四川、湖南广东五大核心市场，未来 5+5 核心市场将向 5+5+5 方向发展；汾酒立足山西省和环山西市场；酒鬼酒在以湖南为首的华中市场得到较好的认可；沱牌舍得全国化运作基础逐渐形成。

次高端白酒的参与对手不会太多，随着白酒行业深度调整期的渡过，次高端白酒的市场竞争者减少，赛道清理干净，给现有酒企留下了更充足的市场空间。但是否把握住行业机遇，较多的取决于自身的体制原因。拥有体制改革红利的企业管理层动力更强，销售力度更大，更能让业绩得到高速增长。

2. 苏酒第二品牌，竞争环境改善

2.1. 江苏省内竞争格局较好，具备优势

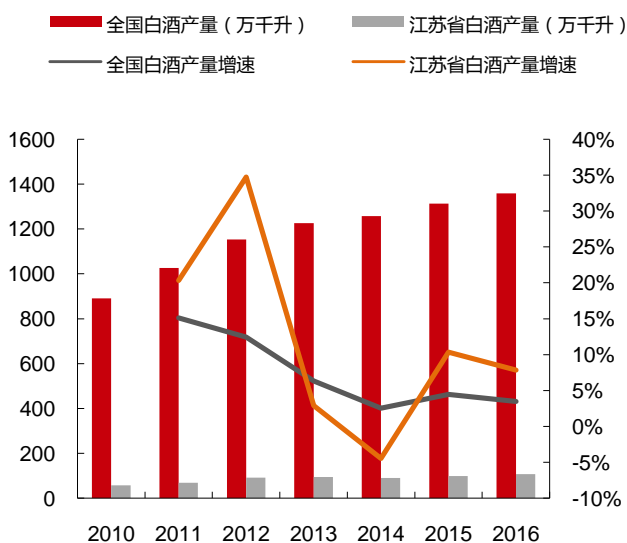
➤ 江苏白酒市场消费潜力大

江苏是白酒的产销大省，2016 年江苏省全省规模以上企业完成酒类生产总量

493.31 万千升，较上年同期增长 5.62%。全省酒类销售收入实现 565.41 亿元，较上年增长 7.94%，实现利润 128.96 亿元，较上年增长 11.62%。其中 41 家白酒企业年产量 106.89 万千升，同比增长 7.83%，位居全国第 4 位，占全国规模以上白酒企业完成酿酒总产量的 7.87%，江苏省的白酒产量占全国产量的比重近几年稳定在 7%-8% 的范围区间。同时从整体市场上来看，江苏省消费者是一个成熟、稳定、理性并且有着明确消费需求的群体。表现在自饮讲实惠，聚饮讲面子，在不同场合会选择不同的白酒产品。所以江苏省内消费者对高端白酒、中高端白酒和低端酒均有比较强的需求。

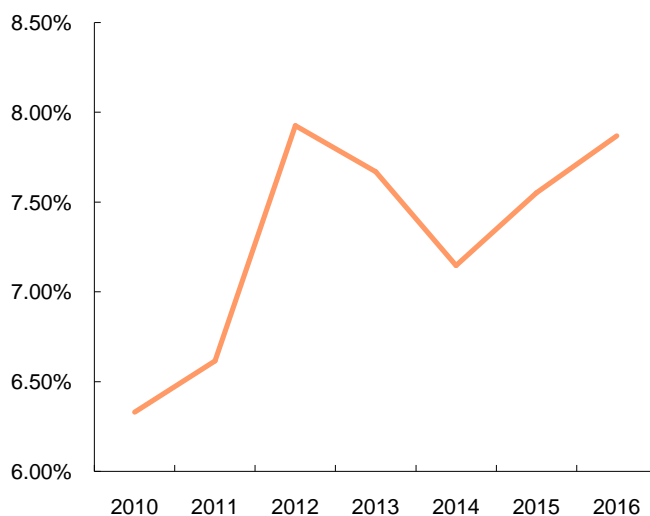
江苏省内的白酒消费呈现地域上的差别，苏北民风淳朴饮酒量大，饮酒度数相对较高，多为 46 度，消费结构呈哑铃状，中低端酒销量大；苏南相对饮酒度数较低，多为 42 度，消费层次高，消费结构呈纺锤状。2016 年江苏省城镇居民人均收入达到 37173.48 元/人，同比增速 8.23%，所以城镇居民有可能会在日常自饮方面选择价格稍微偏高而口感更高的白酒。根据 CTR 中国城市居民调查（CNRS-TGI）数据显示，消费体现对于消费者选择白酒产品的影响较深，42.81% 的白酒消费者在“与友共饮的消费情境”中触发增购意愿，26.88% 的白酒消费者会根据“亲友的良好消费体现”激发购买意愿，同样达到 21.21% 的消费者在“亲口品尝”后主动进行购买。

图表 13：江苏省与全国白酒产量和增速



来源：中国酒业协会、国联证券研究所

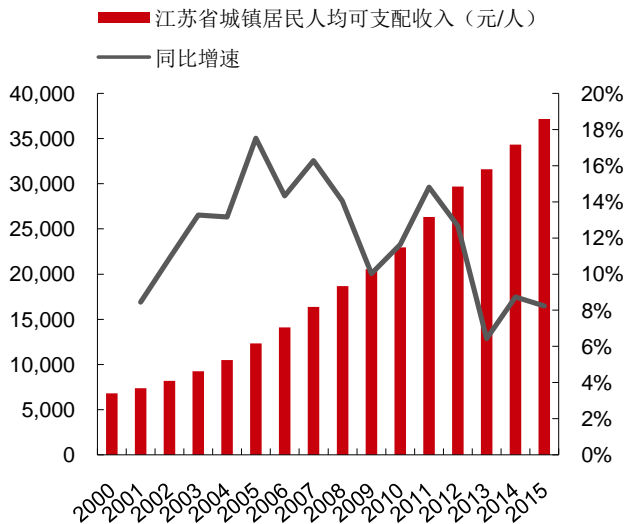
图表 14：江苏省白酒产量在全国产量中的占比



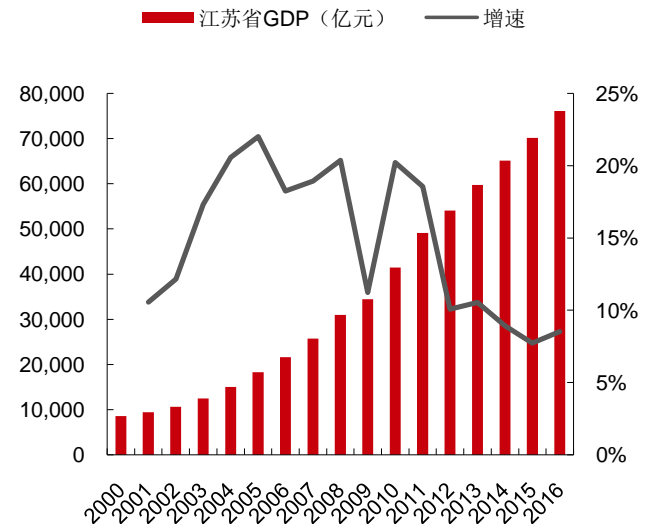
来源：中国酒业协会、国联证券研究所

图表 15：江苏省人均可支配收入和增速

图表 16：江苏省 GDP 及增速



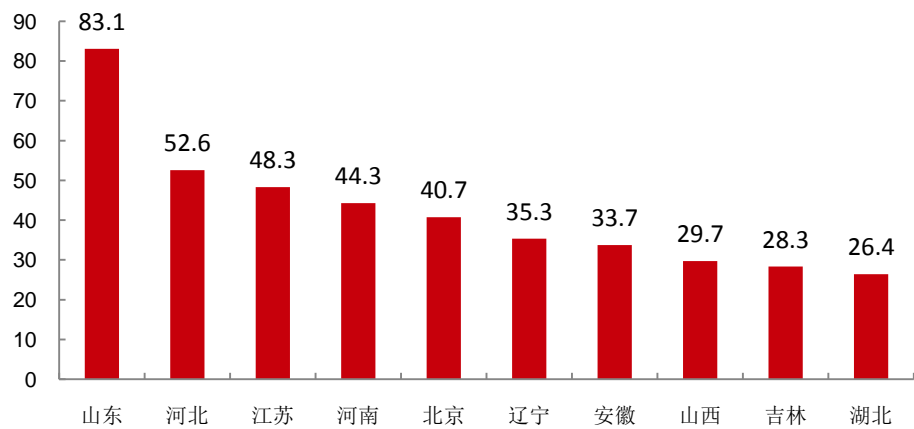
来源：中国酒业协会、国联证券研究所



来源：中国酒业协会、国联证券研究所

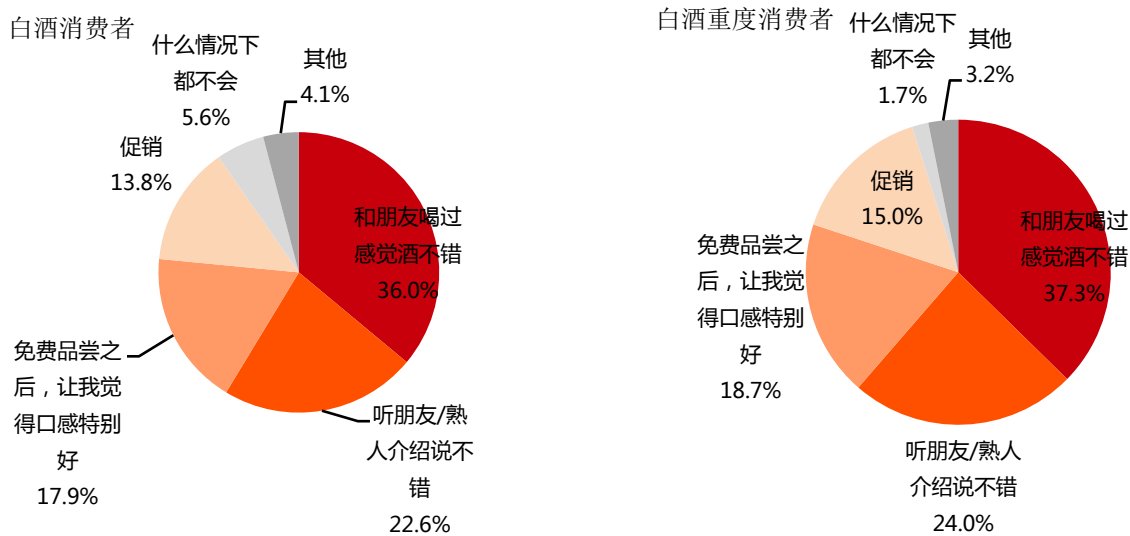
图表 17：全国各省市日均饮酒量排名 (mL/人)

■ 各省市日均饮酒量 (ml/人) 排名



来源：糖酒快讯、国联证券研究所

图表 18：调查问卷结果：在何种情况下会考虑增加购买白酒？



来源: CTR 中国城市居民调查 (CNRS-TGI) 2011-2015、国联证券研究所

江苏省的饮酒趋势符合消费结构升级的趋势,随着高端酒价格的上升,中高端酒的定位合理化,人均可支配收入和 GDP 的高速增长使苏南和苏北的消费价格带向上移动,加之江苏省的日均饮酒量高,所以我们认为江苏省的白酒市场消费潜力大,给各白酒企业留下充足的市场竞争空间。

➤ 江苏省白酒市场竞争格局良好,苏酒具有竞争优势

江苏省的白酒消费市场广阔,销售收入可观,白酒企业都寄希望于在江苏省市场上分一杯羹。苏酒的地产酒以“三沟一河”为主要代表,指:汤沟酒,双沟酒,高沟酒和洋河酒。苏北地区的消费者习惯于消费地产酒,“三沟一河”具有广大的民间消费基础,今世缘是高沟酒的主要品牌,苏酒在苏北的白酒市场上占据 75% 左右的市场份额。苏南地区对于外来品牌的接受度高,在省内苏酒、徽酒和川酒同时竞争,徽酒主要竞争者是迎驾、高炉,主打中高档酒,川酒主要竞争者是五粮醇、五粮春,省内品牌洋河股份销量第一,今世缘位列第二。

图表 19: 江苏省的主流白酒竞争产品

价格带	白酒类别	苏酒	外来品牌
500 元以上	高端酒	洋河梦之蓝、今世缘国缘四开	茅台飞天、五粮液、国窖 1573、古井贡酒年份原浆、古井 26 年
300-500 元	次高端酒	洋河天之蓝、今世缘国缘双开、福缘	口子窖 10 年、迎驾贡酒洞藏 30 年、洞藏 16 年
100-300 元	中端酒	洋河海之蓝、今世缘 10 年典藏	五粮春、迎驾贡酒金星、口子窖 6 年、口子窖御尊、小池窖口子窖、高炉家和谐年份 6 年
50-100 元	中低端酒	双沟珍宝坊、汤沟大青花、今世缘地缘	五粮醇红淡雅、老口子、口子坊、口子美酒、高炉家酒
50 元以下	低端酒	双沟青优、双沟大曲、	口子酒、迎驾古坊、迎驾糟坊

		洋河大曲、高沟红坊、 蓝坊系列	
--	--	--------------------	--

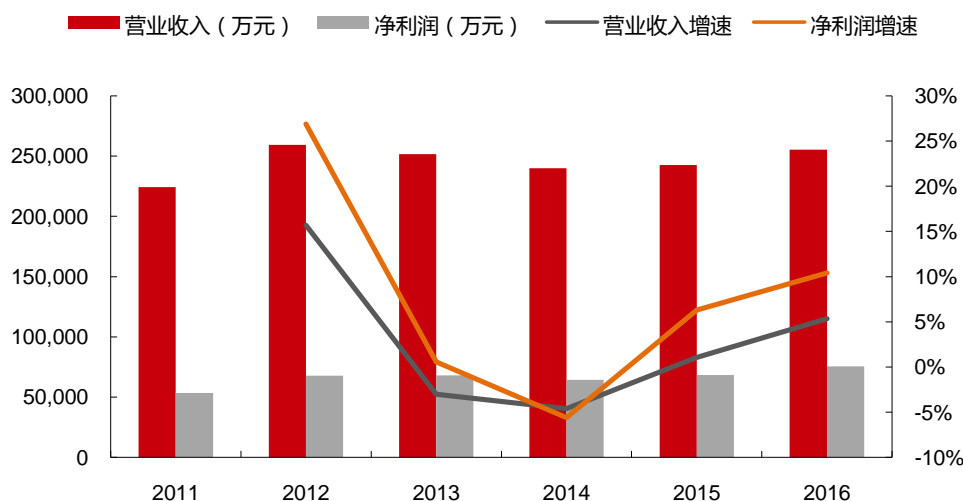
来源：公司官网、京东、一号店、国联证券研究所

2.2. 目标定位差异化，规避政务消费低谷期

- 定位于“喜酒”，受三公消费的影响程度较低，大众口碑培育时间长

公司酒文化营销突出“缘”字，将产品定位于婚宴场所的喜酒，不同于茅台走军政渠道的国酒形象，以及五粮液、洋河等品牌的跟随竞争，公司实行差异化战略立足于民间市场，在政务消费高涨的行业周期中虽然不太显眼，但是八项规定未对公司业绩造成严重的损失，公司的业绩下滑没有超过5%的幅度，属于正常范围，主要是因为行业低谷期的影响，相较于同行业其它公司，下降幅度很低。

图表 20：2011-2016 年今世缘营业收入和净利润的变化情况及增速



来源：公司公告、国联证券研究所

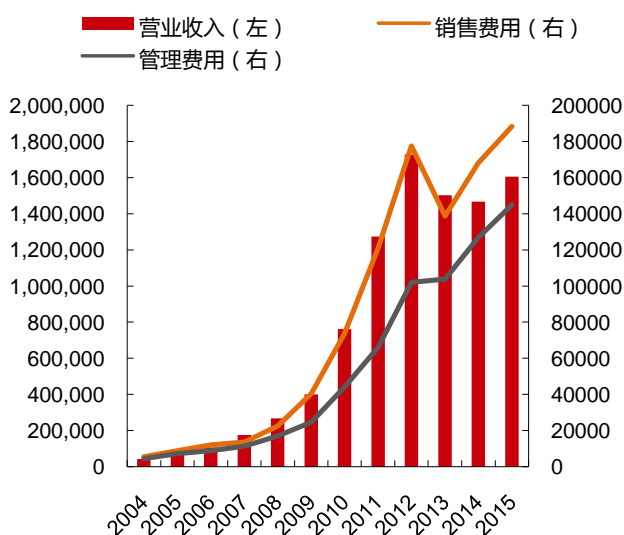
2016 年 6 月 30 日江苏省委书记李强下达禁酒令《关于省内公务接待禁酒的通知》，要求自 7 月 23 日起省内公务接待严禁喝酒。从今世缘公司 2016 年年报中可以看出，公司营业收入同比增长 5.34%，净利润同比增速达到 10.39%，说明公司业绩没有受到禁酒令的影响，侧面反映出了公司的政务消费占比较小，2014 年的业绩增速下滑主要是受行业周期的影响因素，在行业复苏期，政务消费的打压不会对公司业绩有损伤。今世缘一直定位于民间消费产品，在大众消费群体间培育了多年，具备了良好的口碑与品质。

2.3. 避开洋河竞争锋芒，消费前景广阔

- 洋河重整旗鼓对外扩张以期实现全国化，给今世缘留下了更多的市场空白

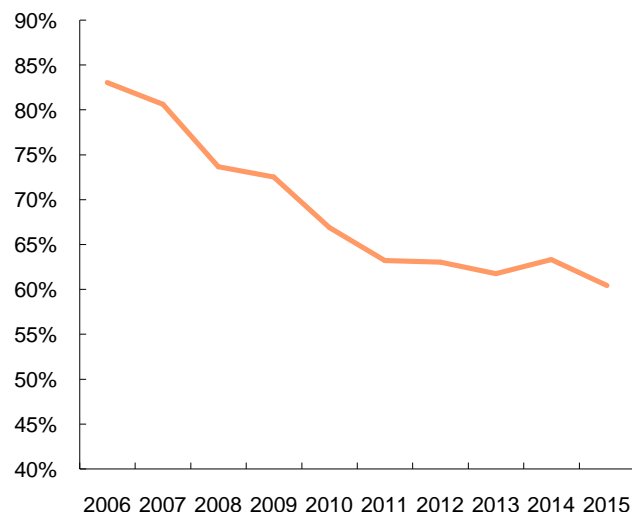
洋河是江苏白酒龙头，在省内的消费基础非常稳固，品牌认知度高，缺乏竞争对手，洋河在省内市场的收入占比常年保持在60%以上。洋河股份有着强烈的对外扩展，将省级品牌变成全国性一线品牌的动力，尤其是营销渠道建设处于行业领先地位，基本上洋河销售收入猛增的同时也伴随着销售费用和管理费用的同比增长，在2011年以前，洋河的营业收入增速一直保持在40%以上，2012年及以后，因三公消费的打压使得营业收入增速下滑。在白酒行业的黄金十年间，洋河股份在营业收入高速增长的情况下，江苏省内销售收入占比从2006年的63.79%降低到2011年的63.24%，说明洋河不断走向全国化，而在行业低谷期，洋河被迫采取收缩战略专注省内市场，通过节省省外开发费用来节约成本，2012-2014年洋河的省内消费收入占比维持稳定在63%，销售费用增速出现负增长，管理费用增速出现断崖式下跌。而当2015年白酒行业进入行业复苏新周期之后，洋河重新开始对外拓展开发全国市场。

图表 21：洋河销售收入（万元）与销售费用（万元）、管理费用（万元）



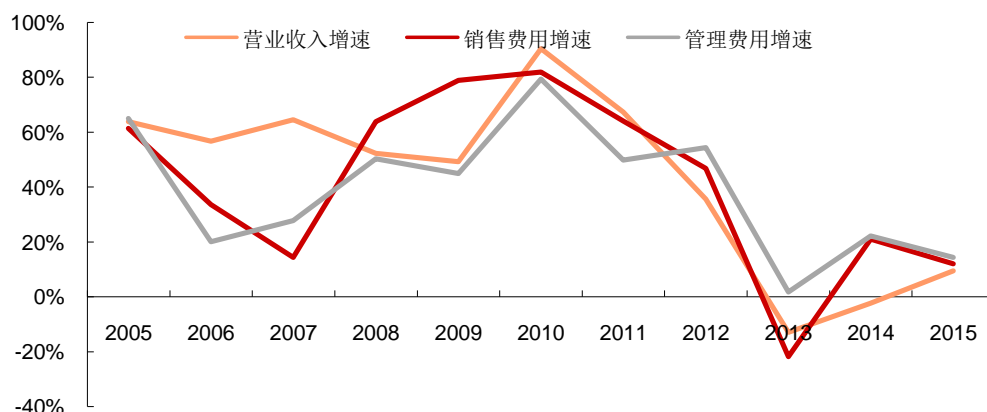
来源：公司年报、国联证券研究所

图表 22：2006 年-2015 年洋河股份在省内的销售收入占比变化



来源：公司年报、国联证券研究所

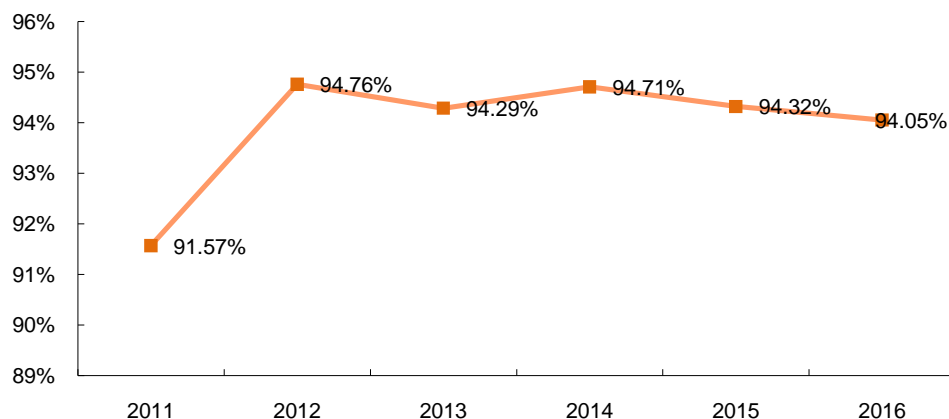
图表 23：2005-2015 年洋河股份的营业收入、销售费用和管理费用增速变化



来源：公司年报、国联证券研究所

今世缘 2011 年省内销售收入占比为 63.82%，2012-2016 年省内销售收入占比维持在 94%，说明洋河股份的省外扩张战略为今世缘留下了足够的空白市场，今世缘也把握住时机在江苏市场上站稳脚跟。

图表 24：今世缘 2011-2016 年省内销售收入占比



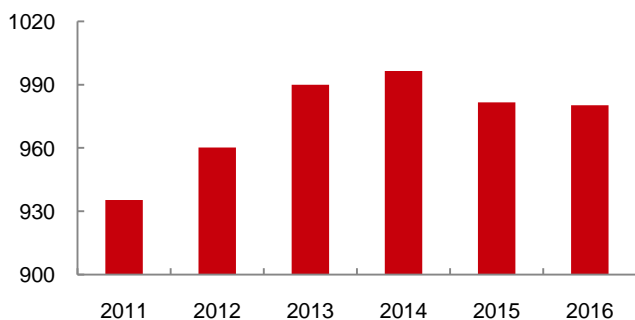
来源：公司年报、国联证券研究所

2.4. 三四线城市的真实消费能力几何

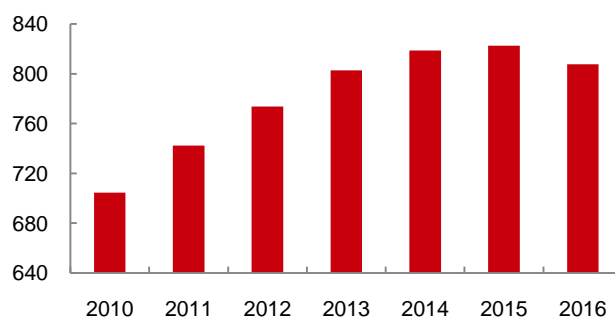
三四线城市原来由于经济发展和实力落后于一二线城市，居民消费能力也远远不能与三四线城市比肩。但是随着我国城市化的不断推进以及三四线城市人口的回流，消费升级的潜力巨大。根据 BCG 的调查结果，三四线城市居民的消费意愿连年增长。

从目前我国的人口数量和人口结构上来看，一线城市依旧具有巨大的虹吸能力，但北京、上海的常住外来人口已经出现连年下降。2016 年上海外来常住人口已经连续两年实现负增长，2015 年外来常住人口为 981.65 万人，同比减少了 14.77 万人，2016 年外来常住人口下降至 980.2 万人。2016 年北京外来常住人口首次出现下降，从 2015 年的 822.6 万人下降至 2016 年的 807.5 万人。

图表 25：上海外来常住人口（万人）出现净流出



图表 26：北京外来常住人口（万人）出现净流出

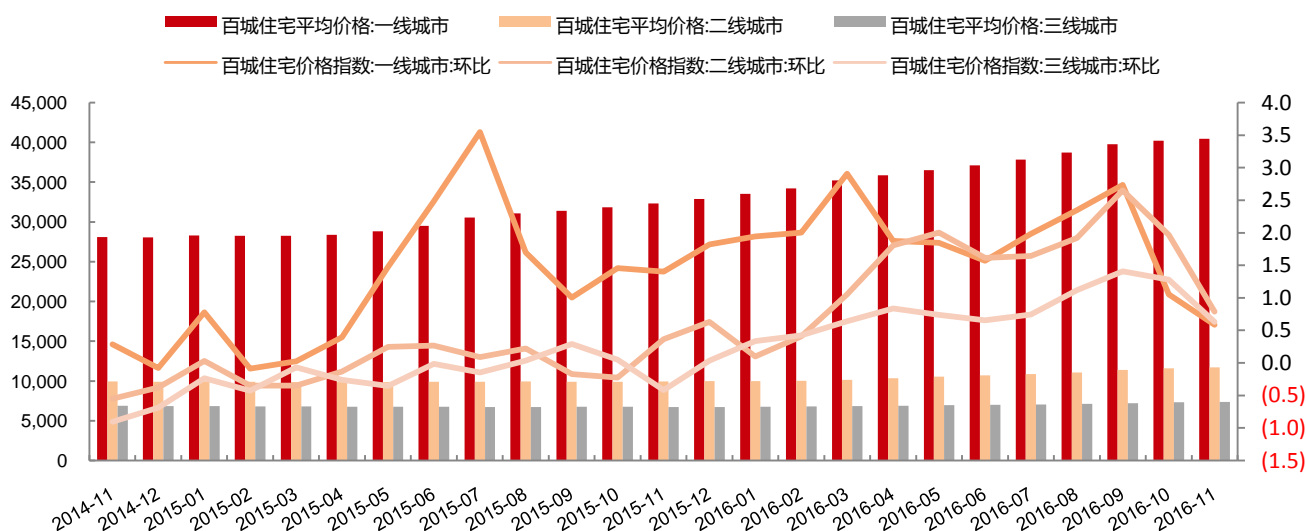


来源：上海市国民经济和社会发展统计公报、国联证券研究所

来源：国家统计局、国联证券研究所

此外，在一线城市房价高涨幅的带动下，三四线城市的房价亦经历了一次补涨。2015年至2016年上半年间，一线城市的百城住宅平均价格涨幅较大，而从2016年下半年开始，二三线房价的涨幅逐渐增高。

图表 27：一二三线百城住宅平均价格指数（元/平方米）及环比（%）



来源：wind、国联证券研究所

房价的上涨间接导致了居民的财富收入的增加，尤其是三四线城市的40岁以上的人群，大多拥有房产，并且属于白酒高消费的人群年龄范围，房价补涨引发的财富幻觉下消费者对于白酒的消费升级现象明显，消费者更愿意选择品质好且更高价白酒。同时三四线城市的日常宴饮机会增多，40岁以上的白酒高消费人群对于白酒的选择存在偏好性，今世缘在民间多年积累的口碑成为其最大的推动力，在重大节日下消费者所选择的白酒亦在同品牌下往更高价格带方向发展。

3. 国缘系列成为省内升级方向，喜庆+战略扩大影响范围

3.1. 中高端产品增长明显成为公司主要竞争方向和利润中心

➤ 今世缘价格卡位优势突出，受益于大众消费和商务消费升级

今世缘的产品线主要分3个部分：国缘系列、今世缘系列和高沟系列。国缘主要针对商务的高端消费群体，价格带分布在200-500元的区间内，国缘的市场份额在公司所有销售收入中占比较高。今世缘主打喜酒，针对婚宴的面子文化，消费者对喜酒的选择价位不会太低，同时对口感等的考量因素较多，因此价格大多定位在100-300元价格区间内。高沟是公司对应广大民间消费所发展的低端产品，对于整体销售规模

和打造口碑具有明显的作用。根据江苏市场的消费升级以及消费习惯，我们认为苏南地区对于白酒的品质和价格要求较高，200-300元价格带是未来主流消费方向，而苏北地区习惯于消费本地酒，100-200元价格带会是大众消费者的升级选择区域。今世缘的产品结构及大单品集中在消费者消费升级的价格区间之内，同时丰富了中端酒的选择范围，顺应了消费者的选择趋势。

图表 28：今世缘产品线

产品大类	产品系列	细分单品
国缘	开系列	国缘单开、国缘双开、国缘四开
	V 系列	国缘 V9、国缘 V6、国缘 V3
	K 系列	国缘 K1、国缘 K3、国缘 K5
	雅系列	柔雅国缘、淡雅国缘
今世缘	鸿福吉祥系列	鸿缘、福缘、吉缘、祥缘
	年份典藏系列	今世缘典藏 5、10、15、30 年
	金系典藏系列	今世缘典藏 12、18 年
	欢天喜地系列	欢天缘、喜地缘
	珍酿系列	蓝珍酿、金珍酿、红珍酿
	梦缘系列	金梦缘、紫梦缘、红梦缘
高沟	新天地系列	42 度高沟新天地
	青花系列	高沟大青花、高沟小青花
	天泉地醉系列	高沟天泉 T1、T2、高沟地醉 D1、D2、D3
	老酒系列	大坛老酒、城市 1 号、城市小酒

来源：公司官网、国联证券研究所

➤ 产品结构升级趋势显著，盈利能力提升较快

今世缘产品线丰富，产品结构全面，价格带范围广泛，既开发了针对商务宴请需求的高端产品，同时拥有婚宴市场的中高端产品和中低端日常饮用产品。随着公司在江苏市场的影响力加强，以及江苏市场经济实力良好和消费习惯好等因素影响，公司的特 A 类产品的销售收入在近 3 年得到了明显增长。

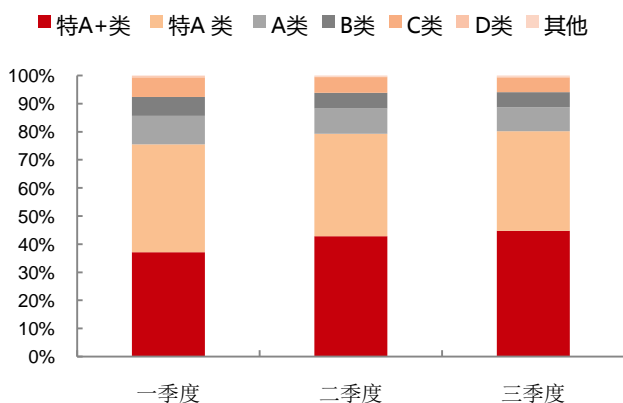
2017 年年内，公司的产品结构升级现象也在逐步凸显。一季度特 A+类产品实现营业收入 4.21 亿元，占比达到 37.15%；上半年特 A+类产品的收入占比提高至 42.81%，环比提高了 5.66pct；1-9 月公司的特 A+类产品占比继续提高至 44.72%，目前特 A+类产品与特 A 类产品的收入占比达到了 80.19%，消费升级的潜力较大，中高端产品成为收入增长的主要驱动力。

图表 29：今世缘产品结构及目标群体

类别	出厂价	主要产品	针对场合	目标人群
特A类	100元以上	国缘系列、15年/30年典藏系列	商务宴请和私人珍藏	企事业单位、政府机关和高端个人消费者
A类	50-100元	今世缘5年/8年/10年典藏、淡雅	婚宴市场	中产阶层和普通个人消费者
B类	20-50元	今世缘典藏3年、佳酿系列、兰纪元	家庭招待用酒	普通个人消费者
C类	8-20元	高沟系列	农业消费者	农村市场
D类	8元以下	大曲系列	打工族	农村市场

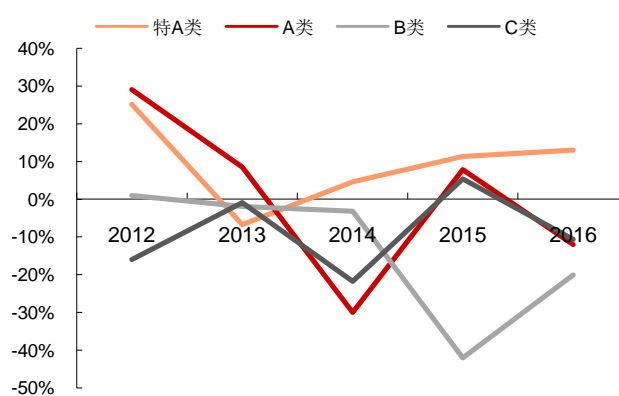
来源：公司官网、招股说明书、国联证券研究所

图表 30：2017 年各季度产品收入结构占比



来源：公司公告、国联证券研究所

图表 31：2017 年各季度产品结构收入增速



来源：公司年报、国联证券研究所

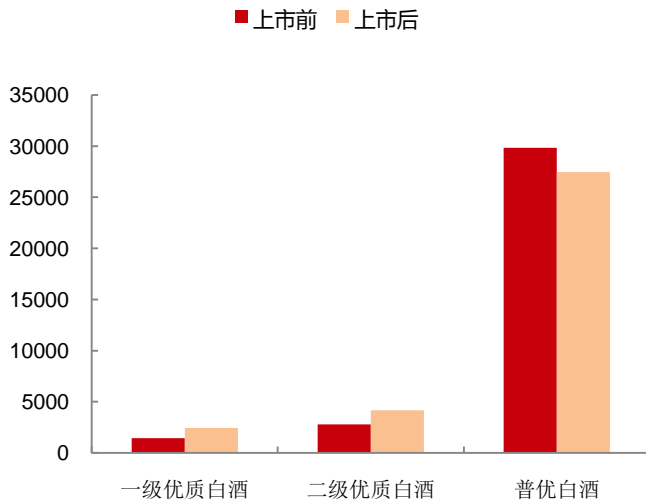
➤ 公司聚焦于中高端市场，产能扩张向产品结构升级方向倾斜

2013 年公司计划申请首次公开发行股票不超过 5180 万股来募集资金投入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和营销网络建设项目。在上市前，公司的原酒生产规模达到 1.5 万吨，原酒加工成成品酒的规模为 3.4 万吨，其中一级优质白酒 1440 吨，二级优质白酒 2775 吨，普优白酒 29840 吨，占比分别为 4.23%、8.15% 和 87.62%，一级优质白酒的规模非常小。募投项目的目的在于维持原有生产规模的情况下改变成品酒的产能结构，压减普优原酒产能的同时增加优质原酒产能，预计项目投产之后，一级优质白酒产能 2440 吨，二级优质白酒产能 4155 吨，普优白酒产能下降到 27440 吨。

技改项目的实施主要是公司聚焦中高端市场的战略措施，瞄准商务消费人群和婚宴酒席的面子文化推出的价格带升级，不仅能够提升公司利润率，也可以有效打造一个良好的品牌效应。2016 年公司特 A+类白酒（出场价在 300 元以上）产量达到 2482 千升，同比增长 33.26%，特 A 类白酒产量达到 6960 千升，同比增长 13.67%，而 B、C 类白酒的产能相比 2015 年有所下降，从动销传导到生产的角度来看，在消费市场

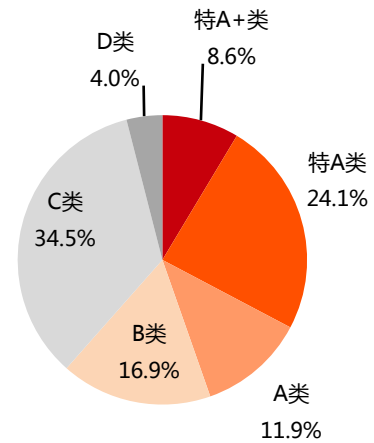
上，公司的高端酒国缘系列销量乐观。

图表 32：募投项目技改后的白酒产能变化（千升）



来源：招股说明书、国联证券研究所

图表 33：2016 年公司各类白酒产量（千升）



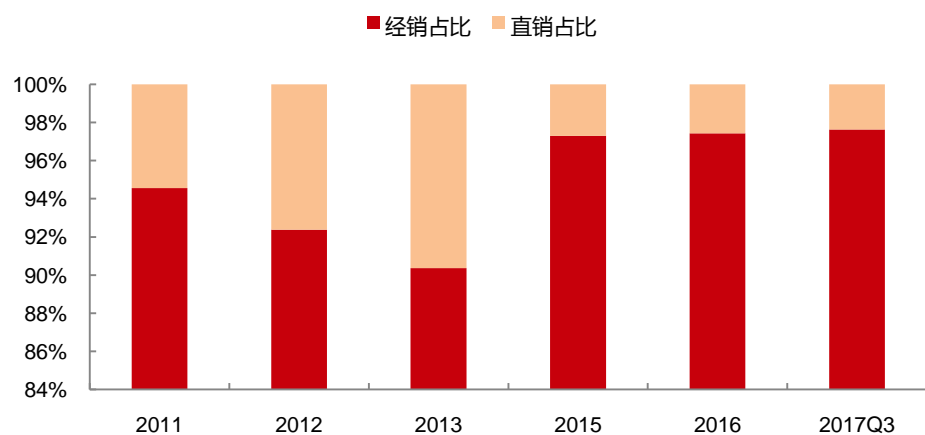
来源：公司年报、国联证券研究所

3.2. 厂商深度协销模式推动渠道下沉至县一级市场

公司的销售模式主要是经销模式和直销模式，经销模式针对的渠道是经销商，直销模式针对的渠道是团购、商超、酒店以及零售等。公司销售模式以“1+1”深度协销模式为主，实行分产品、分区域管理，面向各地市场招商，所以对经销商的渠道依赖程度比较高，直销售除却商超系统和重点团购客户之外，省内仅有淮安和南京两大中心有直销途径，省外上海和北京有部分直销。

截至2017年三季度，公司的经销渠道实现营业收入23.25亿元，占比达到97.63%，而直销渠道实现营业收入5632.60万元，占比仅为2.37%。

图表 34：今世缘的经销和直销的销售模式占比

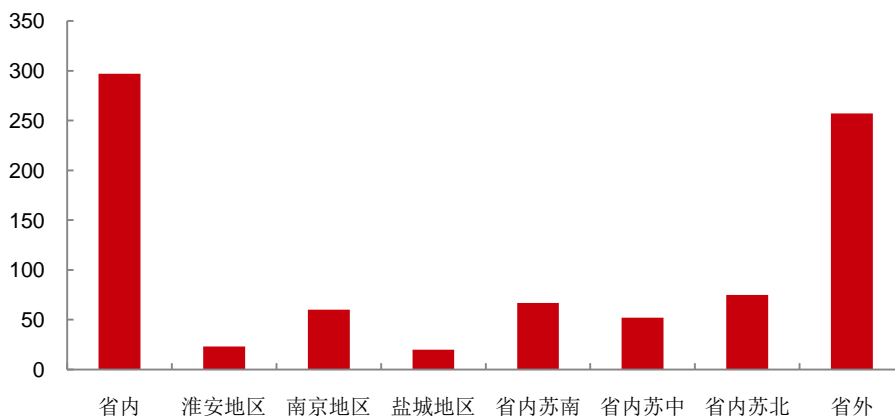


来源：招股说明书、公司年报、国联证券研究所

今年以来，公司在加大了对经销商支持力度同时参与进行终端门店的建设工作。目前公司在省内市场以县为单位，实现销售渠道全覆盖。营销中心按照厂商共建的营销模式与经销商合作开发终端市场，即直接向终端市场投入销售资源，承担开发风险，经销商负责物流和资金周转，同时承担部分开发费用。

为了加强渠道下沉建设，公司今年以来经销商数量明显增多。截至 2017 年三季度，公司省内经销商数量达到了 297 家，省外达到了 257 家。而 2016 年末省内经销商数量为 280 家，省外为 245 家。

图表 35：2017 年三季度今世缘各区域的经销商数量



来源：公司年报、国联证券研究所

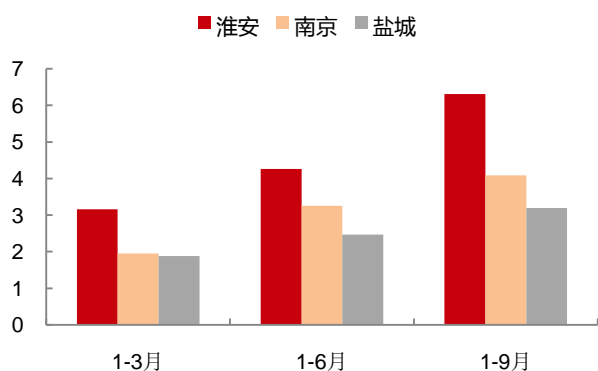
经销商会选择今世缘产品，离不开公司的优惠的招商政策。在省内，公司采取精耕细作的开发方式，逐级开发，确立了淮安和南京两个双核心市场，再建立县级分销商代理机制，根据不同区域和不同产品选择不同的经销模式，包括分品系全区域独家经销、分品系分渠道经销、合资公司共同开发、配送产品自主运作和开发产品买断经销方式。在省外，公司在不同省份和区域设立营销中心，自觉参与主动策划营销方案，与经销商一起开发市场，并且共同承担市场开发费用。公司还主动加大品牌硬性投入，2013 年中标《新闻联播》后 10 秒标版组合广告，并签约 CCTV-1/2/3/4《公益广告套播》、CCTV-12 战略合作伙伴两个项目。

3.3. 重点市场获得高增速，收割省内消费升级红利

在公司渠道下沉建设步伐不断加快的背景下，省内重点市场获得高增速。2017 年前三季度公司总计实现营业收入 223.81 亿元，其中省内市场 22.57 亿元，省外市场 12.42 亿元。在省内市场中，淮安、南京、盐城三大市场收入占比较高，增速较快。

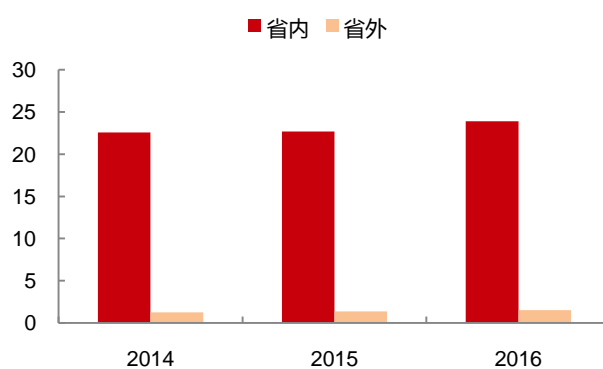
前三季度淮安大本营市场实现营业收入 6.31 亿元，同比增长 48%；南京市场实现营业收入 4.09 亿元，同比增长 26%，盐城市场实现营业收入 3.19 亿元，同比增长 29%。省内消费升级现象显著，以苏南市场为主导的消费者在次高端白酒方面选择具有偏好性。公司产品目前省内市场以国缘系列为主，省外市场以今世缘系列为主。省内市场在多年的精耕细作下消费习惯培育较好，消费升级现象较为显著，而省外市场公司的开拓并不是从核心市场出发，而是侧重于周边城市甚至乡镇市场，避开主流产品的锋芒以优质的产品打开民间口碑，因此今世缘系列产品的性价比较为凸显销量较高，未来省外市场亦具备比较广阔的升级空间。

图表 36：2017 年内各季度重点市场收入（亿元）



来源：公司公告、国联证券研究所

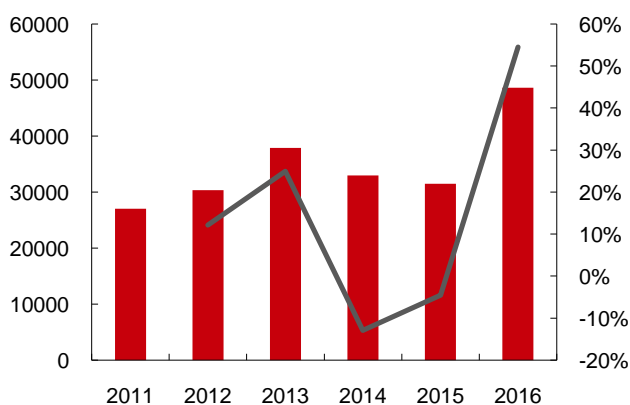
图表 37：2014-2016 年省内与省外的收入（亿元）



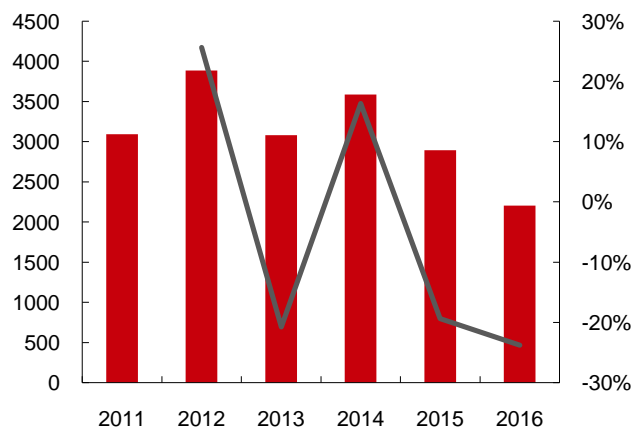
来源：公司年报、国联证券研究所

复苏行情下公司的预收账款大幅上升，经销商的打款热情高涨对公司信任度强，公司收入的安全边际高。2014 年和 2015 年公司预收账款处于一个相对较弱的水平，甚至在行业黯淡期出现负增长，相反 2014 年应收账款增幅高涨。但是 2016 年公司预收账款为 48,629.41 万元，同比增长 54.54%，同时应收账款为 2,205.27 万元，同比下降 23.75%，说明公司经营已经恢复并且抓住了白酒行业复苏的机遇，渠道体系内经销商的订货热情高，打款迅速，公司国缘、今世缘系列的产品受到市场的欢迎，公司流动资金周转快速。截至 2017 年三季度公司的预收款项达到 3317 万元，同比增长 103.12%。

图表 38：今世缘预收账款（万元）的变化及增速



图表 39：今世缘应收账款（万元）的变化及增速



来源：公司年报、国联证券研究所

来源：公司年报、国联证券研究所

3.4. “喜庆+”转型战略，从产品到服务强化品牌形象

过去公司在面临白酒市场上茅台、五粮液独大，地域性名酒层出不穷的情况下，采取差异化竞争战略，以婚庆喜宴酒为突破口，切入相对空白的婚庆白酒市场。如今，面临白酒行业的深度调整，以及消费者需求变化的“新常态”，今世缘提出了“喜庆+”转型，目的在于使今世缘跳出单一消费场景，通过“缘文化”基因赋予今世缘独特的竞争力。在公司原先打造的喜庆基因的品牌形象的基础和优势上，“喜庆+”可以培养消费者的行为粘性，更准确的抓住目标客户群体，提高单次白酒消费额和消费频率。

虽然公司提出“喜酒”概念对消费场景有了进一步明确的定义，强化了品牌定位，但是同时也因此公司产品在主流日常聚饮消费环境下减少了出镜机会，在某种意义上，公司产品成为根据特点消费次数售卖的产品，虽然目前我国的人口基数庞大，带动结婚人群规模增长较快，全国每年有 1300 万对新人结婚，每年婚喜宴、生日宴、升学宴、乔迁宴激发白酒消费，市场潜力巨大，但是这类交易始终具有比较强的天花板，因此获取收入持续增长的办法就是将产品与周边甚至服务联合售卖。公司的喜庆+战略也是为了打造利益共同体下的一站式购物平台，将公司与经销商的利益绑定更为紧密。

此外，公司根据中国传统习俗下的对人生大事的重视开发喜庆场合的用酒，价格处于次高端白酒的范围。在婚庆宴、生日宴、满月宴、升学宴、乔迁宴上，江苏市场对于其重视程度非常高，因此消费者愿意支付的价格亦比较高，消费升级趋势明显。

目前公司产品重点围绕婚喜庆消费情景和日常情感维护来开发或定制，优先切入如红酒、饮料、礼包及其他婚庆用品，服务则优先寻找婚庆产业链上与今世缘能够形成共振的环节和企业进行合作及资本运行，未来公司可能切入婚纱摄影、婚礼堂等服务领域。

今世缘围绕喜庆产业推出的系列产品有：金榜题名、喜结良缘、喜得贵子等主题白酒，今世缘典藏、A3 等主流的婚宴白酒，凯思拉克干红葡萄酒，生榨椰子汁、酸奶等饮品以及喜糖盒、请柬、贺卡、签到台等周边产品。

图表 40：今世缘切入婚宴市场的周边产品

今世缘婚宴酒系列	<p>A3</p> 	<p>A6</p> 	<p>A9</p> 
今世缘红酒和饮品	<p>喜庆红瓶干红葡萄酒</p> 	<p>凯思拉克干红葡萄酒</p> 	<p>发酵型乳酸菌饮品</p> 
<p>喜结良缘</p> 	<p>喜得贵子</p> 	<p>金榜题名</p> 	<p>福寿圆满</p> 
今世缘周边衍生品	<p>云壶</p> 	<p>喜帖</p> 	<p>喜糖</p> 
	<p>请柬</p> 	<p>签到台</p> 	<p>席位卡</p> 
	<p>窗花</p> 	<p>杯子</p> 	

来源：国联证券研究所

在喜庆+战略转型层面，公司采取线上线下联动的措施。公司线上开发 APP 平台、微商城和第三方支付平台，同时携手世纪佳缘等婚恋网站，有效得接触到了目标群体，并且积极进行线下引流，为喜铺的引入客源，一方面实现精准营销节约了过多和无效的营销活动，其次为公司在婚庆行业的发展打开了有利的空间。

目前，公司开始落地推广线下推进喜铺模式，实现产品外延式发展，实现由白酒向婚庆其他产品的布局和延伸，满足婚庆用品的一站式采购。线下喜铺有三种类型：旗舰形象店、加盟店中店和公众消费场所的非独立铺位。目前江苏淮安已经试点建立了喜铺，模式成功之后将复制到省内各市以及省外。公司预计省内喜铺数量将达到70-80家，覆盖江苏所有地级市及县区。

4. 盈利预测与估值

核心假设：

1、收入稳健增长：公司收入增长主要受益于产品结构升级带来的中高端产品销售收入增长较快，我们预计公司特A类产品2017-2019年的收入增速为21%、15%、15%，A类产品2017-2019年的收入增速为17%、5%、5%，B类产品2017-2019年的收入增速为-2%、-5%和-2%，C类产品2017-2019年的收入增速为-2%、-5%和-5%，D类产品收入增速为70%、50%和50%，其他业务收入主要来源于公司进行喜庆+转型战略带来的周边衍生产品销售收入，假设其收入增速为25%。

2、毛利和费用率：公司的不同产品毛利率水平在不同年份相差不大，我们预计2017-2019毛利率水平不会有明显改变，假设特A类产品的毛利率为80%，A类产品的毛利率为65%，B类产品的毛利率水平为50%，C类产品的毛利率水平为32%，D类产品的毛利率水平为25%。假设公司2017-2019年的销售费用率为15.46%，管理费用率为6.66%。

经测算，我们预计公司2017-2019年营业收入为30.04亿元、33.64亿元、37.90亿元，对应EPS为0.71元、0.82元、0.94元，2018年给予25倍估值，对应目标价为20.5元。

图表 41：可比公司估值

公司代码	简称	EPS			PE		
		2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
古井贡酒	000596	2.17	2.75	3.48	31.91	25.09	19.83
酒鬼酒	000799	0.54	0.79	1.10	52.22	35.81	25.57
洋河股份	002304	4.50	5.39	6.41	26.87	22.46	18.89
伊力特	600197	0.83	1.08	1.31	29.97	22.98	19.00
老白干酒	600559	0.37	0.76	1.10	85.14	42.01	28.81
沱牌舍得	600702	0.55	1.21	1.83	83.94	37.82	25.13
水井坊	600779	0.73	1.26	1.85	65.94	38.12	25.96
山西汾酒	600809	1.15	1.71	2.31	51.36	34.42	25.51
迎驾贡酒	603198	0.89	1.02	1.18	20.20	17.58	15.20
今世缘	603369	0.72	0.87	1.02	21.07	17.49	14.89
金徽酒	603919	0.70	0.84	1.02	26.42	22.13	18.31

来源：wind、国联证券研究所

5. 风险提示

喜庆+转型效果不达预期、省内竞争格局变化

图表 42：财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,380.34	904.81	1,618.38	2,120.53	3,137.36	营业收入	2,424.92	2,554.38	3,004.15	3,364.17	3,790.34
应收账款+票据	49.67	67.96	70.52	84.55	90.17	营业成本	727.35	741.70	778.91	850.93	940.70
预付账款	23.50	13.61	25.36	17.21	29.85	营业税金及附加	253.54	245.43	301.28	337.39	380.13
存货	1,382.59	1,514.43	1,315.78	1,776.13	1,641.97	营业费用	440.10	467.22	540.75	598.82	663.31
其他	1,279.27	1,950.93	1,950.93	1,950.93	1,950.93	管理费用	194.05	193.35	210.29	235.49	265.32
流动资产合计	4,115.37	4,451.73	4,980.97	5,949.35	6,850.28	财务费用	-24.21	-18.45	-10.56	-19.26	-26.85
长期股权投资	0.00	8.92	8.92	8.92	8.92	资产减值损失	0.77	0.89	0.80	0.80	0.80
固定资产	698.45	741.42	718.71	657.98	597.26	公允价值变动收益	-0.20	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	37.48	38.01	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.04	0.00	0.00	0.00
无形资产	148.84	126.09	116.02	105.95	95.88	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	254.00	576.51	568.36	560.21	560.21	营业利润	833.10	924.28	1,182.68	1,360.00	1,566.93
非流动资产合计	1,138.76	1,490.95	1,412.00	1,333.06	1,262.26	营业外净收益	69.66	81.48	7.22	7.22	7.22
资产总计	5,254.13	5,942.68	6,392.97	7,282.41	8,112.54	利润总额	902.76	1,005.76	1,189.90	1,367.22	1,574.15
短期借款	300.01	150.00	0.00	0.00	0.00	所得税	220.24	252.30	297.48	341.80	393.54
应付账款+票据	112.45	123.43	124.28	146.33	152.83	净利润	682.51	753.46	892.43	1,025.41	1,180.62
其他	799.75	1,048.35	1,017.76	1,161.24	1,151.39	少数股东损益	-2.74	-0.71	-3.12	-3.58	-4.13
流动负债合计	1,212.21	1,321.77	1,142.04	1,307.57	1,304.22	归属于母公司净利润	685.25	754.16	895.54	1,029.00	1,184.74
长期带息负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
负债合计	1,212.21	1,321.77	1,142.04	1,307.57	1,304.22						
少数股东权益	8.23	6.43	3.31	-0.27	-4.40						
股本	501.80	1,254.50	1,254.50	1,254.50	1,254.50						
资本公积	993.61	742.71	742.71	742.71	742.71						
留存收益	2,538.27	2,617.26	3,250.40	3,977.90	4,815.51						
股东权益合计	4,041.92	4,620.91	5,250.93	5,974.84	6,808.32						
负债和股东权益总计	5,254.13	5,942.68	6,392.97	7,282.41	8,112.54						

现金流量表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	619.53	683.22	887.01	1,020.00	1,175.20
折旧摊销	81.27	91.76	78.15	78.15	70.00
财务费用	-1.08	2.26	-9.99	-18.69	-26.29
存货减少	-127.00	-131.83	198.64	-460.34	134.15
营运资金变动	155.24	295.05	-44.05	159.64	-21.60
其它	-29.98	-15.08	0.80	0.80	0.80
经营活动现金流	697.97	925.39	1,110.56	779.55	1,332.26
资本支出	112.02	127.21	0.00	0.00	0.00
长期投资	2,037.60	3,105.25	0.00	0.00	0.00
其他	1,480.11	2,224.74	5.42	5.42	5.42
投资活动现金流	-669.52	-1,007.72	5.42	5.42	5.42
债权融资	300.01	-300.01	-150.00	0.00	0.00
股权融资	2.20	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-180.86	-52.24	-252.41	-282.81	-320.85
筹资活动现金流	121.35	-352.25	-402.41	-282.81	-320.85
现金净增加额	155.23	-434.59	713.57	502.15	1,016.83

主要财务比率					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	1.05%	5.34%	17.61%	11.98%	12.67%
EBIT	7.10%	11.75%	19.61%	14.29%	14.78%
EBITDA	7.50%	11.84%	16.68%	13.40%	13.40%
归属于母公司净利润		10.06%	18.75%	14.90%	15.14%
获利能力					
毛利率	70.00%	70.96%	74.07%	74.71%	75.18%
净利率	28.15%	29.50%	29.71%	30.48%	31.15%
ROE	16.99%	16.34%	17.07%	17.22%	17.39%
ROIC	26.78%	24.76%	24.17%	29.16%	31.17%
偿债能力					
资产负债	23.07%	22.24%	17.86%	17.96%	16.08%
流动比率	3.39	3.37	4.36	4.55	5.25
速动比率	1.20	0.75	1.50	1.70	2.50
营运能力					
应收账款周转率	61.09	49.41	53.85	52.09	53.36
存货周转率	0.53	0.49	0.59	0.48	0.57
总资产周转率	0.46	0.43	0.47	0.46	0.47
每股指标 (元)					
每股收益	0.55	0.60	0.71	0.82	0.94
每股经营现金流	0.56	0.74	0.89	0.62	1.06
每股净资产	3.22	3.68	4.18	4.76	5.43
估值比率					
市盈率	30.26	27.50	23.16	20.15	17.50
市净率	5.14	4.49	3.95	3.47	3.04
EV/EBITDA	7.48	18.33	15.05	12.95	10.81
EV/EBIT	8.17	20.03	16.05	13.70	11.30

数据来源：公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

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

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064