

江苏省内深耕+省外聚焦，定位次高端结构升级加速

首次覆盖报告

马浩博 (分析师)

证书编号: S0280518060002

● 江苏省是白酒消费升级的风向标，苏酒深耕多年省内地位稳固：

江苏省经济、人均饮酒量 (4677 元/年) 处于前列，消费升级快于其他白酒大省 2-3 年。2017 年在苏销售口径，洋河股份、今世缘市占率 43%、12%，位居前二。川酒约占 16%；徽酒借助地缘优势占 3%。江苏省价格区分明显，苏北/中/南主流价位带 100-150/200-300/200-400 元，海之蓝&今世缘雅/天之蓝&国缘对开/梦 3&国缘四开。苏酒在渠道下沉+积极布局高端。

● 江苏省内消费升级显著，次高端迅速扩容：

与洋河股份相比，1) 国缘在意见领袖推荐和团购已具先发优势；2) 对标洋河股份“新江苏”战略，今世缘“县县是重点”，省内设 13 个地市营销中心，70 多个市县办事处。

● 产品结构优化+费用有效投入，消费税调整结束，2018 年提价促盈利提升：

2017 年国缘特 A 类产品占比 (80%) +6pct，结构升级。去年 7 月/11 月终端价提价两次；2018 年初出厂价提高 5%。2017 年公司吨价 11 万元 (+22%)，吨价上移带动毛利率 (72%) 提高。2017 年销售+管理费用率合计降 4pct。产品结构优化+两费走低+消费税调整结束，净利率 30.27% 持续提升。

● 省外 2+5+N 战略，联合浙江商源+湖南小糊涂仙速腾酒业，省外加速：

省外加速布局“2+5+N” (即是北京、上海+河南、安徽、山东、上海、江西+其他省份) 核心市场，将国缘产品全国化推广，占据次高端战略高点。2017 年省外收入 1.6 亿元+4.43%，河南、山东、上海、江西占省外收入 70%。2017 年省外经销商达 264 家，增加 19 家，占比 47%。

● 首次覆盖给予“强烈推荐”评级：

我们预计 2018-2019 年收入分别为 36.93/44.66 亿，同比 29.6%/24.5%，EPS 分别为 0.92/1.15 元，同比 29.58%/23.66%，对应 PE23.8/19.1 倍，给予“强烈推荐”评级。

● 风险提示：省外扩张风险，省内消费升级不及预期风险、食品安全风险。

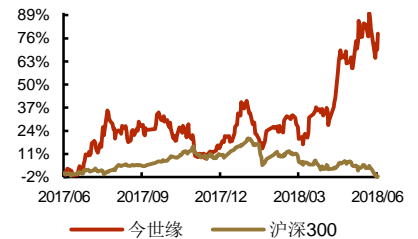
财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2554	2,952	3,693	4,466	5,323
增长率(%)	5.3	15.6	25.1	20.9	19.2
净利润(百万元)	754.2	896	1,159	1,444	1,758
增长率(%)	10.1	18.8	29.4	24.6	21.8
毛利率(%)	71.0	71.7	73.6	75.2	76.6
净利率(%)	29.5	30.3	31.4	32.3	33.0
ROE(%)	16.3	17.0	18.9	20.1	20.5
EPS(摊薄/元)	0.60	0.71	0.92	1.15	1.40
P/E(倍)	36.53	30.8	23.8	19.1	15.7
P/B(倍)	5.97	5.2	4.5	3.8	3.2

强烈推荐 (首次评级)

市场数据	时间 2018.06.22
收盘价(元):	22.67
一年最低/最高(元):	12.44/24.19
总股本(亿股):	12.55
总市值(亿元):	284.4
流通股本(亿股):	12.55
流通市值(亿元):	284.4
近 3 月换手率:	74.27%

股价一年走势



收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	17.34	50.75	79.73
绝对	9.73	40.51	80.25

相关报告

目 录

1、 公司简介：省内仅次洋河股份，深挖“缘文化”	4
1.1、 高沟+今世缘+国缘，公司昨天、今天和明天	4
1.2、 管理层持股，激励机制日趋完善	4
1.3、 聚焦“国缘”次高端品牌打造，费用投放加速结构升级	5
2、 江苏经济推动白酒“结构性扩容”，竞争日益加剧	6
2.1、 消费升级推动白酒消费结构性扩容	6
2.2、 川酒东进，省内竞争加剧，但洋河股份、今世缘地位依然稳固	9
2.2.1、 洋河股份 VS 今世缘，江苏龙头地位稳固	9
2.2.2、 以郎酒、泸州老窖、剑南春为代表的川酒挤压增长，小品牌日渐没落	10
3、 产品结构持续改善，省内“做深做透”，省外加速布局	11
3.1、 特 A 类及以上产品占比稳步提升	11
3.2、 扎根省内市场，核心消费者培育+渠道下沉同步进行	13
3.3、 携手浙江商源，加速推进“2+5+N”核心市场建设，构建环江苏板块市场	14
3.4、 加大市场销售投入力度	16
4、 消费税调整到位，产品优化带动销售费用走低	16
4.1、 2017 年消费税税基调整，目前以调整到位	16
4.2、 提价叠加产品结构升级，看好公司毛利率 2018 年继续提高	17
4.3、 促销费用收紧带动公司两费走低，吸收消费税调整影响，净利率有望攀升	18
附：财务预测摘要	20

图表目录

图 1： 今世缘的前世今生	4
图 2： 今世缘股权结构	5
图 3： 2017 年今世缘各品类销量占比	6
图 4： 2017 年今世缘各品类营收占比	6
图 5： 江苏省城镇化率居白酒消费大省首位（%）	7
图 6： 白酒消费大省人均可支配收入（元）	7
图 7： 各白酒大省人均 GDP（元）	7
图 8： 江苏白酒产量趋势上涨	7
图 9： 白酒大省人均白酒消费量（元，厂商口径）	7
图 10： 白酒大省市场容量（亿元，厂商口径）	8
图 11： 次高端白酒的市场规模（亿元）	9
图 12： 价位升级带来次高端白酒扩容（示意图）	9
图 13： 江苏省白酒市场各酒类销量占比	9
图 14： 今世缘收入及其增速	12
图 15： 2013 年来今世缘归母净利润及其增速	12
图 16： 今世缘特 A 类产品占比逐年攀升	12
图 17： 公司平均吨价大幅度提升	12
图 18： 2017 年省内经销商的构成	13
图 19： 2017 年今世缘省内经销商数量	13
图 20： 今世缘省内市场的白酒收入（亿元）	14
图 21： 江苏省各地区收入（亿元）	14
图 22： 今世缘江苏省内主要的收入分布	14
图 23： 省外打造“2+5+N”市场板块	15

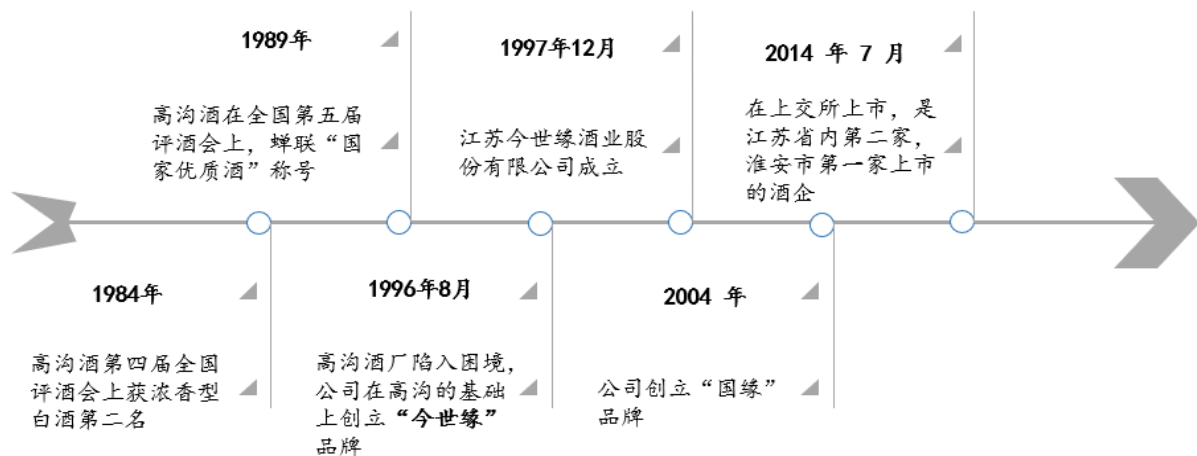
图 24: 浙江商源集团构成.....	15
图 25: 省外经销商占比接近省内.....	16
图 26: 省外经销商的数量(家).....	16
图 27: 今世缘销售人员(人)及其占比.....	16
图 28: 主要白酒上市企业销售人员占比.....	16
图 29: 今世缘税金及其附加占比.....	17
图 30: 白酒行业税基及其附加占比.....	17
图 31: 公司毛利率走高.....	17
图 32: 今世缘两费持续下降.....	18
图 33: 公司净利润(亿元)和净利率.....	18
表 1: 今世缘各品牌定位的变化.....	5
表 2: 今世缘各品牌定位的变化.....	6
表 3: 江苏和安徽分地区主流价位带.....	8
表 4: 今世缘 VS 洋河股份主要产品及京东价位.....	10
表 5: 江苏省白酒各价位竞争局势.....	11
表 6: 江苏区域竞争态势.....	11
表 7: 公司提价进程.....	12
表 8: 江苏区域竞争态势.....	13
表 9: 毛利率敏感度分析.....	18
表 10: 可比公司估值比较.....	19

1、公司简介：省内仅次洋河股份，深挖“缘文化”

1.1、高沟+今世缘+国缘，公司昨天、今天和明天

缘起高沟，定位“喜庆”。今世缘前身是高沟酒厂，是苏酒“三沟一河”（双沟、高沟、汤沟+洋河）之一“沟”。高沟酒历史悠久，上可追溯至西汉；酒质上佳，新中国成立后高沟酒曾获得1984年第四届评酒会浓香型第二名，1989年第五届评酒会蝉联“国家优质酒”的称号。1996年高沟酒厂陷入危机，公司高层毅然决定创立“今世缘”品牌，并大获成功，自此公司开启“缘文化”之旅；2004年创立“国缘”品牌，形成“高沟”+“今世缘”+“国缘”三大产品体系。2014年公司完成改制，顺利在上交所上市，继洋河股份后成为江苏第二家上市酒企。与“缘”结识，落地“喜庆”婚宴细分市场，今世缘争做婚宴白酒龙头。

图1：今世缘的前世今生

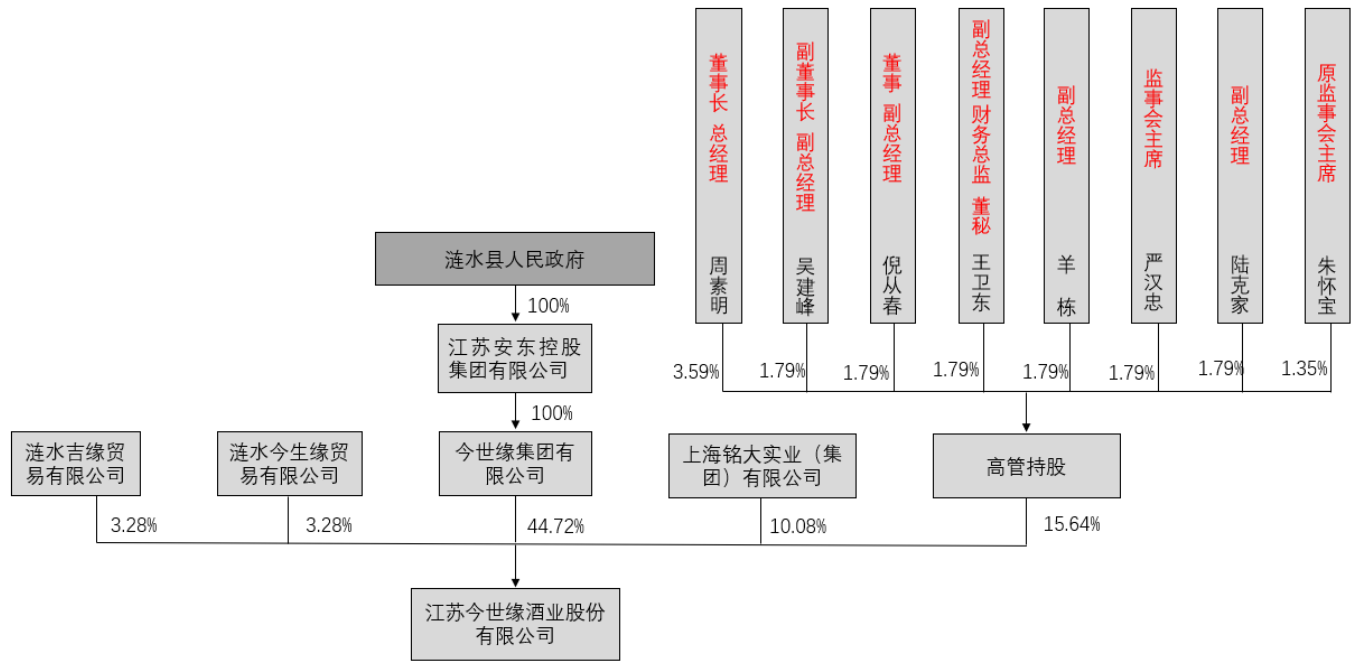


资料来源：公司官网，新时代证券研究所

1.2、管理层持股，激励机制日趋完善

捆绑管理层，打造命运共同体。今世缘是典型的国有企业，最终控制人是涟水县人民政府，持有公司44.72%的股份。为激励管理层，今世缘实行中高层持股，其中周素明等8位高层共持股15.64%；中层共同出资成立吉缘贸易和今生缘贸易，持股6.56%。

图2: 今世缘股权结构



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

1.3、聚焦“国缘”次高端品牌打造，费用投放加速结构升级

国缘品牌打造——从“在江苏喝国缘”，到“中国高档中度白酒”。国缘品牌是公司主打产品，与今世缘均是中国驰名商标。2015年来国缘从“江苏高端白酒创导品牌”到2016年的“中国次高端白酒新锐品牌”，再到2017年的“中国高端中度白酒创领者”，江苏到全国，次高端到高端，品牌提升带动定位升级

表1: 今世缘各品牌定位的变化

品牌	称号	2015年	2016年	2017年
国缘	中国驰名商标	江苏高端白酒创导品牌	中国次高端白酒新锐品牌	中国高端中度白酒创领者
今世缘	中国驰名商标	中国人的喜酒	喜庆缘分酒	喜庆缘分酒
高沟	中华老字号	正宗苏派老名酒	正宗苏派老名酒	正宗苏派老名酒

资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

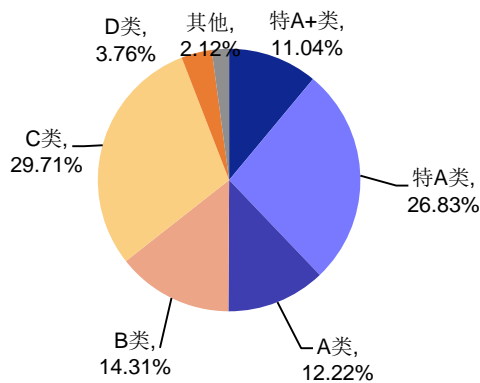
公司产品结构丰富，缩减低端 SKU，打造高端形象。目前公司形成“高沟+今世缘+国缘”协同发展，产品覆盖全价位。以出厂价的口径，今世缘三、五、八、十年典藏和高沟系列覆盖百元价位，主打婚宴和大众消费市场，服务中产阶级以下消费者；国缘系列则主要占领百元以上价位，主打商务宴请和收藏市场，定位政商团体和高端消费者。为打造核心竞争力，公司整合淘汰了一批规模小、形象档次低的区域产品，完成了金玉满缘等5款商务喜庆文创酒的定样生产，形成国缘全国化品牌战略。2017年以国缘为代表的特A+和特A类产品，实现销售收入23.41亿元，其中销量占比38%，收入占比80%，产品结构实现进一步优化。

表2: 今世缘各品牌定位的变化

品类	出厂指导价(含税)	主要品牌	消费场景	目标群体
特 A+	300 元以上	国缘 K 系列、V 系列、四开国缘等	商务宴请和私人收藏	企事业单位、政府机关和高端个人消费者
特 A	100—300 元	缘淡雅和柔雅、十五年典藏等	十年典藏、八年典藏及五年典藏	中产阶层和普通企事业单位
A 类	50—100 元	三年典藏、佳酿系列及兰纪元等品种	定位家庭招待用酒	普通个人消费者
B 类	20—50 元	蓝瓷系列、高沟系列等品种	农村市场	农业生产者、打工族等低收入消费群体
C 类	10—20 元			
D 类	10 元以下			

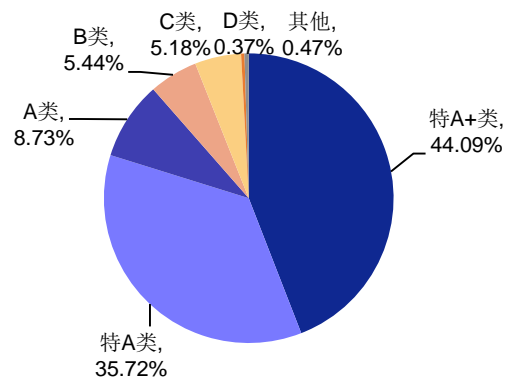
资料来源: 招股说明书, 新时代证券研究所

图3: 2017 年今世缘各品类销量占比



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图4: 2017 年今世缘各品类营收占比



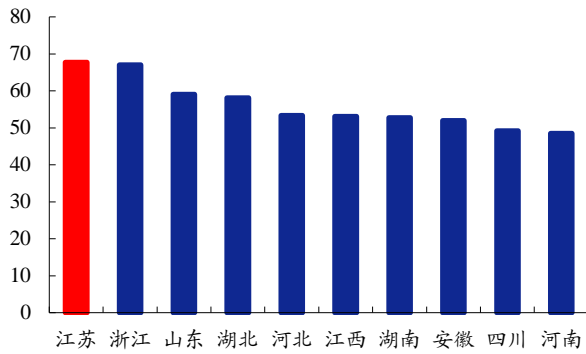
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

2、江苏经济推动白酒“结构性扩容”，竞争日益加剧

2.1、消费升级推动白酒消费结构性扩容

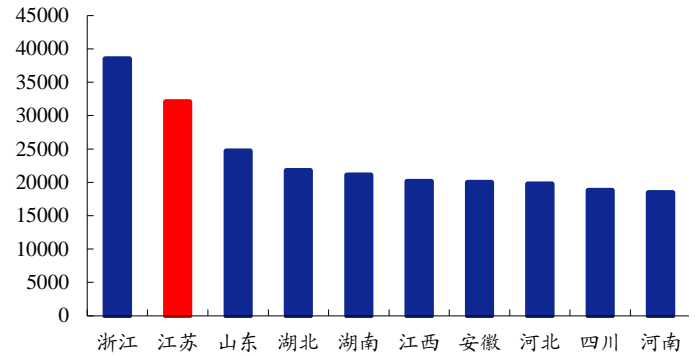
江苏各项经济指标居白酒消费大省首位。江苏省是中国相对发达的大省，各项经济指标走在国内前列。以白酒消费大省浙江、山东、安徽、河北、河南、湖北、湖南、江西、四川作为对标对象，江苏省在城镇化率、人均可支配收入和人均 GDP 方面遥遥领先，发达的经济带动政商消费白酒消费迅速扩容。江苏消费升级一般快于其他消费大省 2-3 年，消费模式也从江苏向安徽、山东等地蔓延，这也为江苏本土白酒企业在消费培育、品牌塑造、产品结构优化和全国化路径提供宝贵范本。

图5: 江苏省城镇化率居白酒消费大省首位(%)



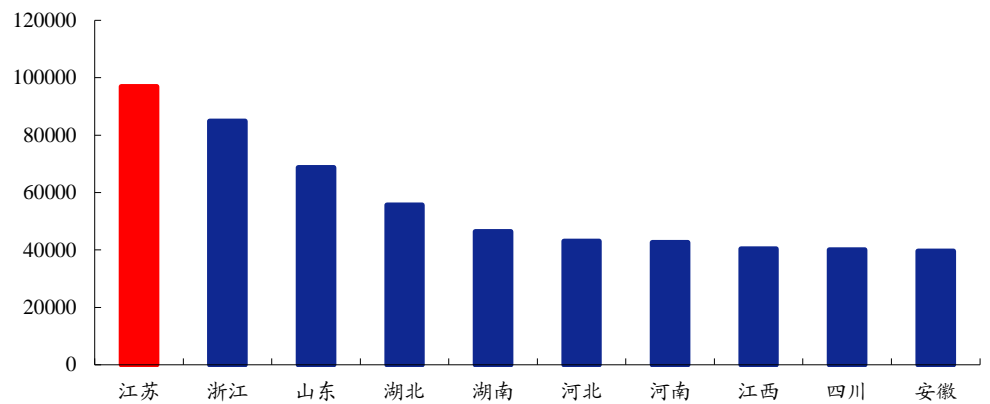
资料来源: 国家统计局, 新时代证券研究所

图6: 白酒消费大省人均可支配收入(元)



资料来源: 国家统计局, 新时代证券研究所

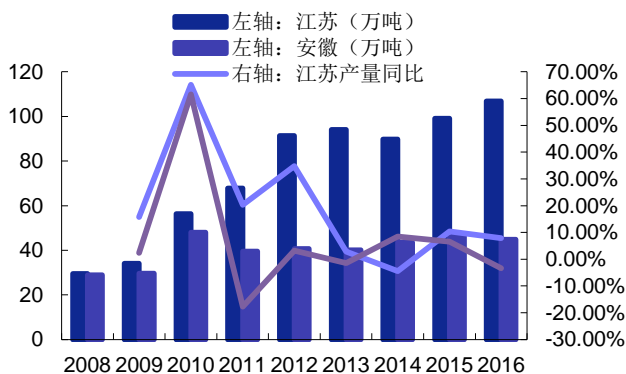
图7: 各白酒大省人均GDP(元)



资料来源: 国家统计局, 新时代证券研究所

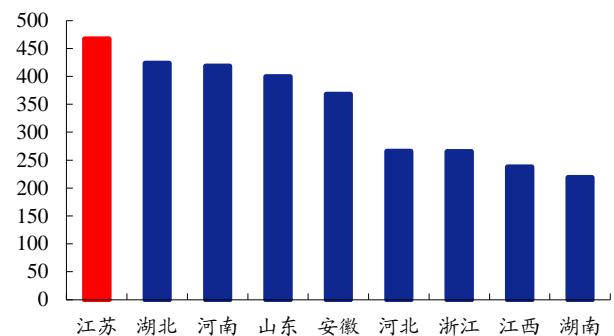
江苏白酒消费大省, 人均白酒消费量高于其他白酒大省。江苏人素爱饮酒, 酒桌流传“东北虎, 西北狼, 喝酒喝不过江苏小绵羊”, 2016年江苏白酒产量106.89万吨, 同比增长7.83%; 安徽同期产量44.89万吨, 同比减少3.37%。目前市场公认江苏省白酒容量350-400亿元, 对标安徽230亿元, 江苏市场容量相对较大。人均饮酒排名来看, 江苏人均467.04元/年(厂商口径), 高于安徽省的367.72元。

图8: 江苏白酒产量趋势上涨

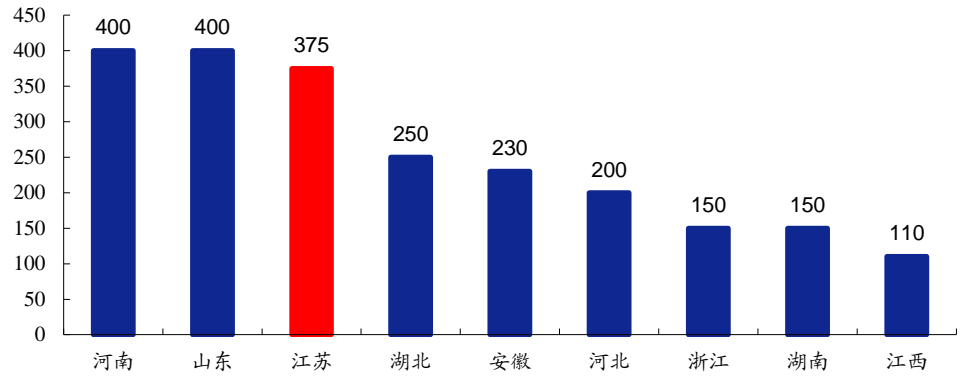


资料来源: 国家统计局, 新时代证券研究所

图9: 白酒大省人均白酒消费量(元, 厂商口径)



资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

图10: 白酒大省市场容量 (亿元, 厂商口径)

资料来源: 新时代证券研究所测算

从苏南到苏北, 从皖中到皖北, 消费升级如浴春风。根据经济差异, 消费升级也出现一定的层级性, 以苏皖板块为例, 经济发达程度依次是: 苏南、苏中、苏北、皖中、皖南、皖北, 经济差距在 1-2 年; 白酒消费主流价位带断层明显, 目前苏南主流价位在 200-400 元, 主流品牌梦之蓝 M3, 国缘对开和国缘四开等; 苏中地区主流价位在 200-250 元, 主流品牌天之蓝, 国缘单/对开; 苏北地区主流价位 150-200 元, 主流品牌海之蓝, 今世缘雅系列等。从消费升级看, 苏中向苏南看齐, 苏北向苏中看齐; 从人均销量看, 苏北高于苏中, 苏中高于苏南; 趋势分析江苏白酒市场消费升级仍会继续, 看好江苏市场容量持续扩容。

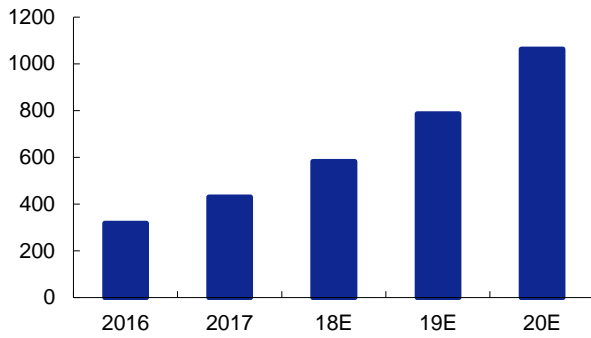
表3: 江苏和安徽分地区主流价位带

	地区	主流价格带	地域特点	主流地产品牌
北部	苏北	100-150 元	市场相对封闭, 收入和消费水平较低, 省内人均白酒消费量大, 但价位偏低	海之蓝, 今世缘雅系列
	皖北	60-120 元	经济基础较弱, 人口基数大, 饮酒量大, 市场容量较大。	古井献礼, 口子窖 5 年
中部地区	苏中	200-300 元	收入水平相对较高, 白酒消费量大。	天之蓝, 国缘单/对开
	皖中	80-200 元	省会经济基础好, 居民收入水平较高, 市场包容性强, 政商务消费及家宴市场引领消费升级, 市场容量大。	古井原浆 5 年/8 年, 口子窖 5 年/6 年
南部地区	苏南	200-400 元	市场较为开放, 收入水平最高, 白酒消费多以商务消费和婚宴为主, 更偏好黄酒。	梦之蓝 M3, 国缘对开和国缘四开等
	皖南	60-150 元	人口基数小, 饮酒量小, 家宴及朋友聚会消费为主, 整体市场容量偏小。	地产酒为主

资料来源: 酒业家, 新时代证券研究所

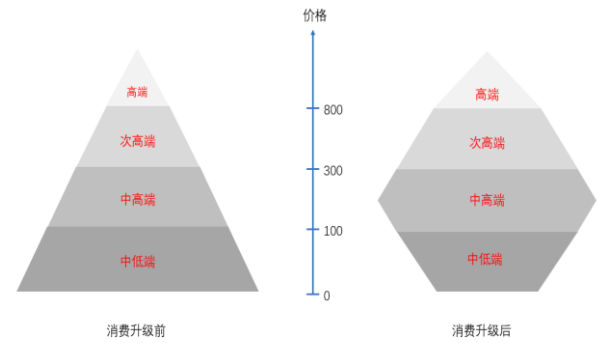
次高端白酒市场扩容, 消费需求呈现橄榄型。按照我们测算目前次高端白酒市场有 430 亿元市场, 而中高端白酒市场有 2000-2500 亿元, 按照每年有 8-10% 的中高端白酒进入次高端来计算, 我们预计到 2020 年次高端白酒市场有望达到千亿水平, 价位升级带动消费结构的变化, 目前白酒行业消费结构正在由倒金字塔型向橄榄型变化。次高端扩容, 布局次高端酒企将会持续受益, 江苏省作为消费升级的风向标, 龙头企业洋河股份和今世缘受益显著。

图11: 次高端白酒的市场规模(亿元)



资料来源: 中国产业信息网, 新时代证券研究所

图12: 价位升级带来次高端白酒扩容(示意图)



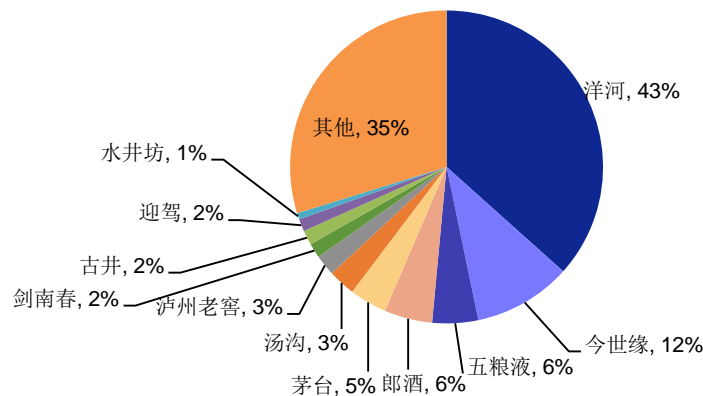
资料来源: 糖酒快讯, 新时代证券研究所

2.2、川酒东进, 省内竞争加剧, 但洋河股份、今世缘地位依然稳固

2.2.1、洋河股份 VS 今世缘, 江苏龙头地位稳固

洋河股份、今世缘省内龙头地位稳固。市场公认江苏省白酒市场350-400亿元, 按照2017年主要白酒企业在江苏省收入计算, 洋河股份市场占有43%, 省内排名第一; 今世缘主营高端中度白酒白酒, 市场占有12%, 位居第二。

图13: 江苏省白酒市场各酒类销量占比



资料来源: 各公司年报, 新时代证券研究所测算

洋河股份、今世缘主销品牌占据江苏次高端市场。今世缘国缘对开、四开、K3、K5和国缘V3覆盖了次高端白酒300-800元主要价位, 这与洋河天之蓝和梦之蓝M1、M3、M6在价位上构成相互重叠。两家苏酒公司紧紧掌控江苏白酒次高端市场。

表4: 今世缘 VS 洋河股份主要产品及京东价位

今世缘	京东价格(元)	终端形象	洋河	京东价格(元)	终端形象
国缘单开 42度	208		海之蓝 42度	135	
国缘对开 42度	338		天之蓝 42度	339	
国缘四开 42度	478		梦之蓝 M3 45度	499	
国缘 K3 42度	388		梦之蓝 M1 45度	399	
国缘 K5 42度	588		梦之蓝 M6 45度	688	
国缘 V3 42度	750				
国缘 V6 42度	1580		梦之蓝 M9 45度	1588	

资料来源: 京东商城, 新时代证券研究所

2.2.2、以郎酒、泸州老窖、剑南春为代表的川酒挤压增长, 小品牌日渐没落

各个价位竞争清晰, 苏酒坚守次高端。从价位上看, 江苏省白酒市场表现明显的差异性。

高端白酒市场: 仍有全国化的名优酒企控制, 飞天茅台、普五仍是消费者的首选产品。地产酒洋河和今世缘积极布局高端上沿产品, 开发梦之蓝 M9 和国缘 V6, 培育消费者。

次高端白酒市场: 苏酒 VS 川酒。 域外白酒剑南春、水井坊和郎酒等川酒品牌强势进入, 积累一定的消费群体。省内白酒洋河和今世缘布局多年, 目前梦3、梦6和对开国缘、四开国缘已经进入放量阶段。

中高端白酒市场: 苏酒 VS 徽酒。 江苏省中高端白酒市场竞争最为激烈, 苏酒优势明显, 代表品牌海之蓝、今世缘缘雅系列、今世缘典藏系列等。徽酒方面, 利用地缘优势占有一定市场份额, 代表品牌古井原浆5、古井原浆8、口子窖真藏五年和六年等。

中低端白酒: 大众白酒消费带, 以地产白酒竞争为主, 主要消费对象普通个人消费者、农民和打工族。

表5: 江苏省白酒各价位竞争局势

产品分类	价位(元)	特征	主要品牌
高端	800+	全国名优酒企占有一定份额, 主要市场在苏中和苏南	飞天茅台、52° 水晶瓶五粮液、国窖 1573、梦 9、国缘 V6
次高端	300-800	洋河股份和今世缘积极布局, 有一定优势	梦 3、梦 6、国缘对开、国缘四开、剑南春水晶剑、臻酿八号、水井坊井台、红花郎 10 年
中高端	100-300	市场竞争最为激烈, 市场空间大, 苏北消费在 100-200 元之间, 苏南以 200-300 元为主, 该价格带消费升级明显。	洋河天之蓝、海之蓝、今世缘雅系列、今世缘典藏系列、五粮春、五粮醇、古井原浆 5 年、古井原浆 8 年、口子窖 5 年和 6 年
中端	50-100	主要以区域地产白酒为主, 大众消费带, 竞争激烈。	双沟柔和、高沟系列、汤沟系列、古井献礼等
低端	50 元以下		洋河大曲、双沟大区

资料来源: 佳酿网, 新时代证券研究所

区域竞争日渐分化, 徽酒“抱残守缺”, 川酒“战鼓擂动”。分区域来看, **苏北地区:** 洋河股份和今世缘的大本营, 外酒进入门槛高, 徽酒古井贡酒、口子窖利用地缘优势, 在苏北打开销售缺口。**苏中地区:** 市场相对开放, 形成徽酒(迎驾、高炉家)和苏酒(洋河股份、今世缘)对峙局面。**苏南地区:** 白酒文化淡薄, 市场规模小, 消费价位高, 川酒利用品牌优势占领高端大片领地。

表6: 江苏区域竞争态势

地区	竞争格局	主要品牌
苏北	洋河股份、今世缘的大本营, 外酒进入门槛高	洋河&双沟、今世缘&国缘、古井贡酒、口子窖、郎酒
苏中	市场相对开放, 消费价位偏高	洋河&双沟、今世缘&国缘、迎驾贡酒、高炉家
苏南	市场规模较小, 高档消费, 川酒强势进入	洋河&双沟、今世缘&国缘、古井贡酒、郎酒、泸州老窖、剑南春

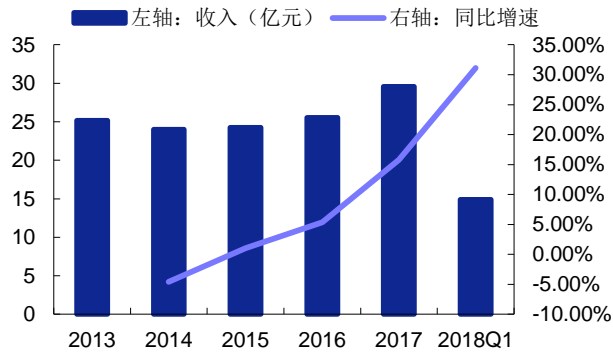
资料来源: 酒业家, 新时代证券研究所

3、产品结构持续改善, 省内“做深做透”, 省外加速布局

3.1、特 A 类及以上产品占比稳步提升

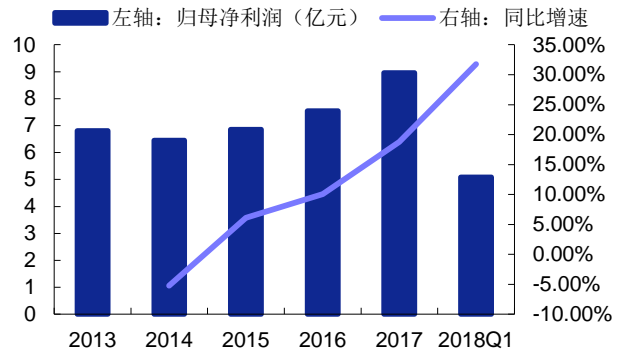
2017 年营收超预期增长, 2018 年春节旺季回款过 4 成。2017 年公司实现营业收入 29.52 亿元, 同比增长 15.57%; 归母净利润 8.96 亿元, 同比增长 18.21%。2018 年春节滞后, 2017 年收入后移至 2018 年, 2018Q1 营收 14.92 亿元, 同比增长 31.10%; 归母净利润 5.09 亿元, 同比增长 31.79%, 从回款来看, 一季度回款占年度计划的 40%, 顺利实现开门红。主要原因: 1) 省内方面, 江苏消费升级明显, 公司主动进行渠道下沉, 深耕乡镇, 叠加提价至吨价提高, 量价齐升。2) 省外方面, 在“2+5+N”战略下, 收入稳步提高。

图14: 今世缘收入及其增速



资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

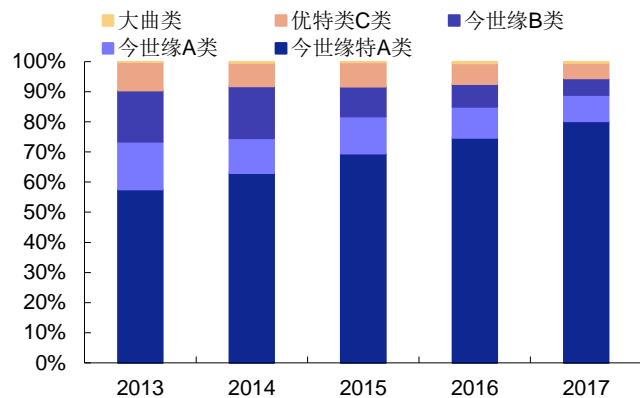
图15: 2013 年来今世缘归母净利润及其增速



资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

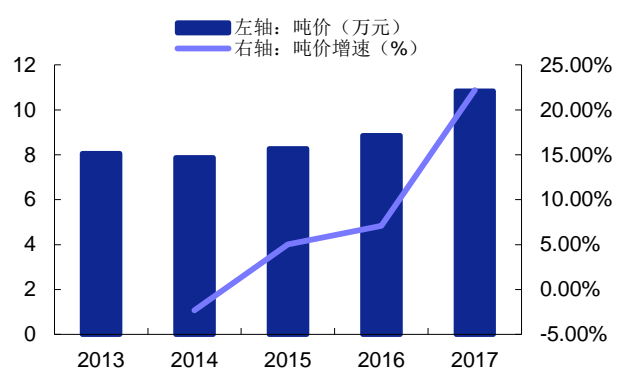
产品结构优化叠加提价进程开启, 2017 年公司吨价大幅度提高。公司在确定优先发展国缘品牌, 占领次高端的战略后, 以国缘品牌为代表的特 A 类产品占比大幅度提高, 2017 年特 A 类产品占比 80.19%, 比 2013 年 (57.60%) 上涨 22.59pct, 产品结构优化明显。2016 年白酒行业回暖后, 今世缘开启提价进程, 2017 年 7 月和 11 月各提价一次, 2018 年初受包材等原材料价格提高影响, 公司对产品提高 5% 的出厂价。产品结构优化叠加提价, 2017 年公司平均吨价 10.83 万元, 同比增长 22.21%; 较 2014 年上涨 2.95 万元, 年复合增长 11.18%。

图16: 今世缘特 A 类产品占比逐年攀升



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

图17: 公司平均吨价大幅度提升



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

表7: 公司提价进程

时间	提价过程
2017 年 7 月	公司调整终端价, 其中: 对开国缘提价 10 元、四开国缘提价 20 元
2017 年 11 月	公司调整终端价, 其中: 四开国缘上调 20 元/瓶、对开国缘上调 15 元/瓶、单开国缘上调 10 元/瓶、柔雅国缘上调 10 元/瓶、淡雅国缘上调 5 元/瓶。
2018 年初	公司调整出厂价, 由于包材上涨, 对部分产品出厂价调高 5%。

资料来源: 酒业家, 新时代证券研究所

精做次高端白酒, 坐等消费升级。全国次高端市场仍是竞争的蓝海, 市场上更多的是水井坊, 剑南春, 酒鬼酒, 舍得酒, 洋河梦之蓝, 除了水晶剑南春形成 60 亿元大单品和梦之蓝外, 其他均是区域性的白酒, 没有实现全国化, 次高端窗口还没有关闭。随着中产阶级崛起和消费升级深化, 公司仍然有机会分一杯羹。

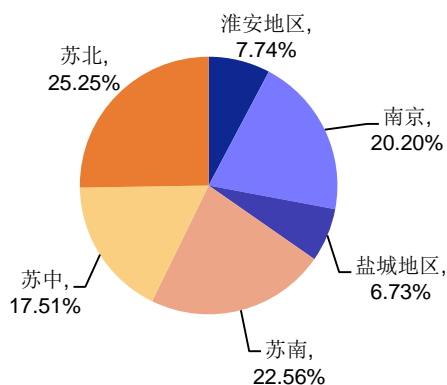
表8: 江苏区域竞争态势

公司名称	营收(亿元)	主要品牌	优势区域
洋河股份	199.18	梦3、梦6	江苏为主, 打造鲁、豫、皖、冀、鄂、赣等新江苏市场
水井坊	20.48	臻酿8号、井台	全国销售
山西汾酒	60.37	青花瓷系列	全国, 重点打造河北、山东和河南等环江西市场
今世缘	29.52	国缘系列	以江苏为主, 重点在北京和上海
舍得酒业	16.38	品味舍得	全国销售, 重点东北、山东、河南等
酒鬼酒	8.78	酒鬼系列	以湖南为核心, 重点打造河北、山东和河南市场
剑南春	约100亿元	水晶剑	全国销售
郎酒	约110亿元	红花郎	全国销售

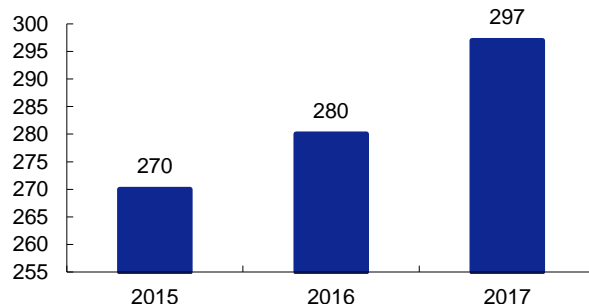
资料来源: 各公司年报, 新时代证券研究所, 郎酒收入是集团公司口径

3.2、扎根省内市场, 核心消费者培育+渠道下沉同步进行

扩大招商力度, 精耕省内白酒市场。省内方面, 公司加强今世缘国缘加盟店建设, 通过碎片化立体分销的模式、扁平化的渠道, 把省内市场覆盖率继续提高, 目前公司在苏北地区的今世缘品牌渠道已经下沉至乡镇, 为防止恶性竞争, 公司奉行一个区域一家经销商。2017年公司加大省内招商力度, 经销商总数达297家, 较2016年增长17家, 其中南京(60家, 20.20%)、淮安(23家, 7.74%)、盐城(20家, 6.73%)是公司重点开发的地区。

图18: 2017年省内经销商的构成

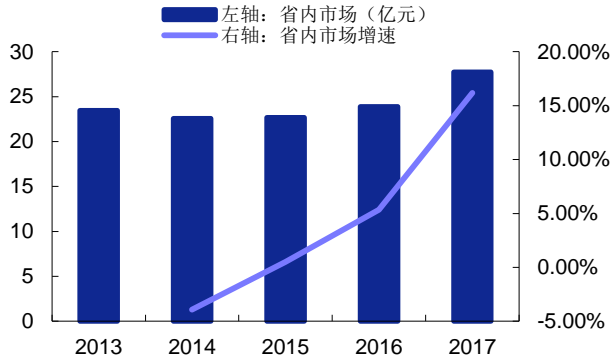
资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

图19: 2017年今世缘省内经销商数量

资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

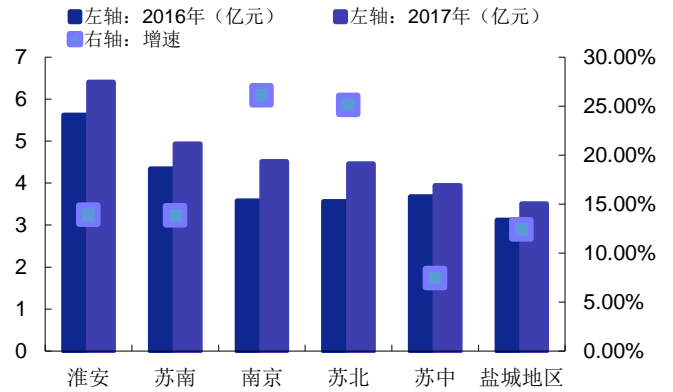
2017年省内大幅度增长, 重点开发南京、淮安和盐城市场。虽然同为江苏白酒企, 与洋河股份一直在开拓全国市场不同, 今世缘的发展战略则是先精耕省内市场, 再逐步开拓省份市场。在区域市场方面, 对标洋河股份的“新江苏市场”, 今世缘按照“县县是重点”的精耕目标规划, 13个地市营销中心、70个市县办事处实现全面增长, 强化区县组织团队, 渠道精耕细作。2017年公司省内收入27.75亿元, 同比增长16.19%, 较2016年上涨10.85pct; 分区域看, 公司重点开发南京、淮安和盐城三地, 2017年收入分别4.51亿元(26.09%)、6.40亿元(23.07%)和3.5亿元(12.39%)。其中南京省会城市人口基数大, 消费水平高, 对苏南、浙江和上海有很大的辐射作用, 受消费升级影响, 国缘系列在南京放量显著; 盐城地区是江苏人口大省, 白酒消费量大, 消费升级后容量有望持续提高。

图20: 今世缘省内市场的白酒收入(亿元)



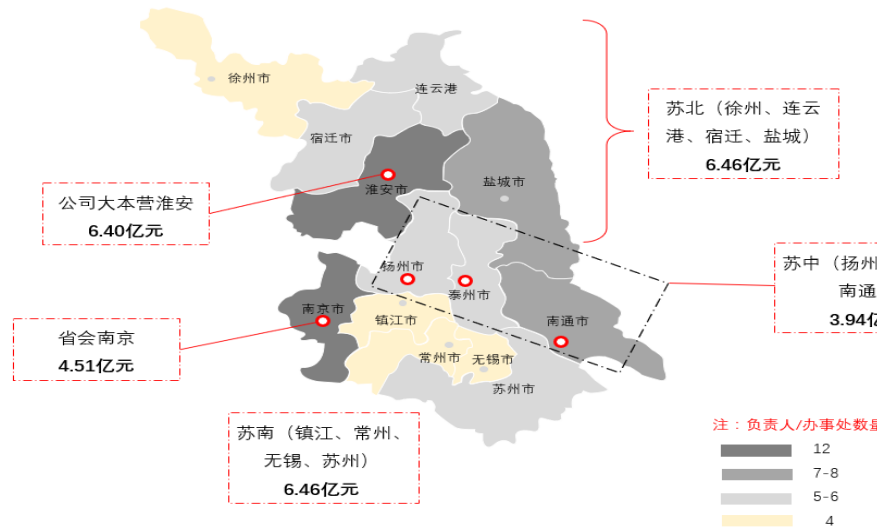
资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

图21: 江苏省各地区收入(亿元)



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所, 其中苏北去除盐城

图22: 今世缘江苏省内主要的收入分布

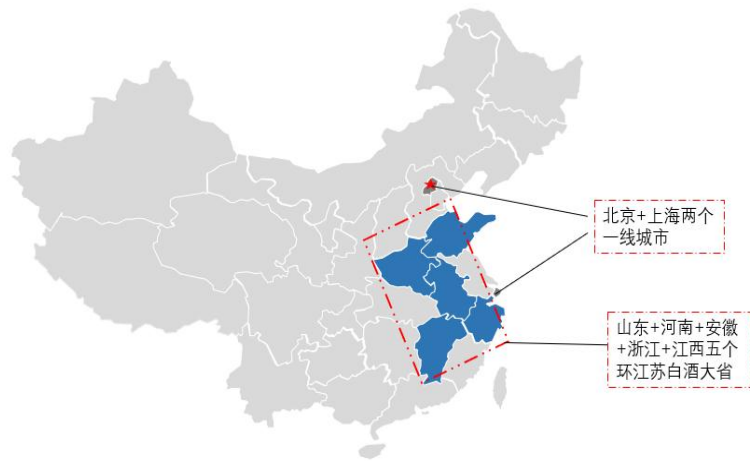


资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

3.3、携手浙江商源，加速推进“2+5+N”核心市场建设，构建环江苏板块市场

省外市场奉行“2+5+N”战略，打造环江苏板块市场。公司省外市场按照“周边辐射，重点突破”的区域开发策略，31个列为重点市县板块市场也实现普遍增长。实行先华东，后全国，保持稳健的扩张战略。2017年公司加速布局“2+5+N”（即是北京、上海+河南、安徽、山东、上海、江西+其他省份）核心市场，将江苏周边省份作为大板块运作市场，来运营国缘品牌。产品导入方面，将国缘产品全国化推广的主要产品，占据次高端战略高点。2017年省外收入1.57亿元，同比增长4.43%，河南、山东、上海、江西占省外收入70%。

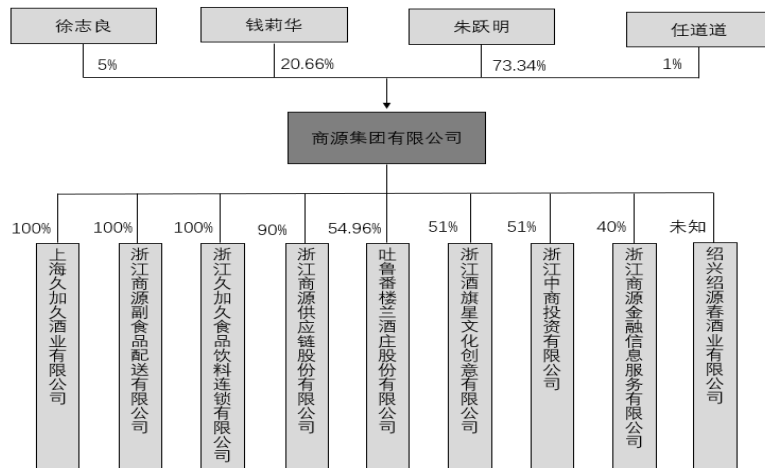
图23: 省外打造“2+5+N”市场板块



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

携手浙江商源、湖南速腾，期待后续省外动销加速。2018年5月5日，公司与浙江商源集团签订战略合作协议，“2+5”省外扩张战略迈出坚实一步。商源集团是长三角重要的酒水运营商，集团集批发商、品牌运营商、渠道整合商、供应链增值服务商于一体，今世缘牵手商源集团，为国缘品牌进入浙江和长三角提供平台基础。5月14日，经过三年谈判，小糊涂仙全国最大的运营商湖南速腾酒业与今世缘签订战略合作协议，首批打款520万元，正式运营今世缘典藏品牌。商源+速腾，公司加速省外扩张平台基础良好，期待公司后续省外动销加速。

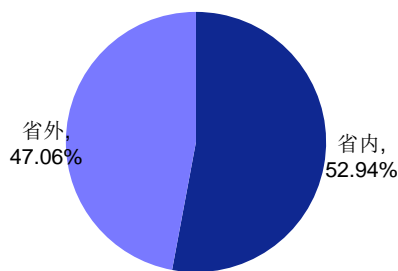
图24: 浙江商源集团构成



资料来源: 天眼查, 新时代证券研究所

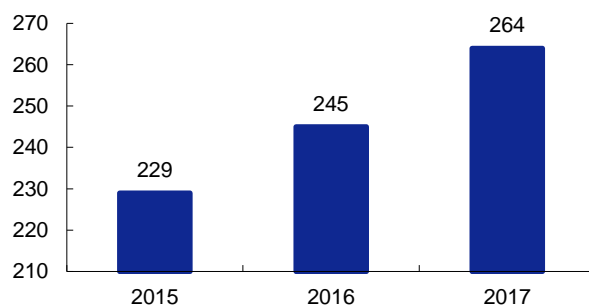
招商加速进行，上海地区重点布局商超。2017年省外经销商达到264家，较2016年多19家，占比47.06%。2018年一季度上海地区招9个经销商，重点对欧尚，大润发等商超系统进行重新布局。

图25: 省外经销商占比接近省内



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

图26: 省外经销商的数量(家)

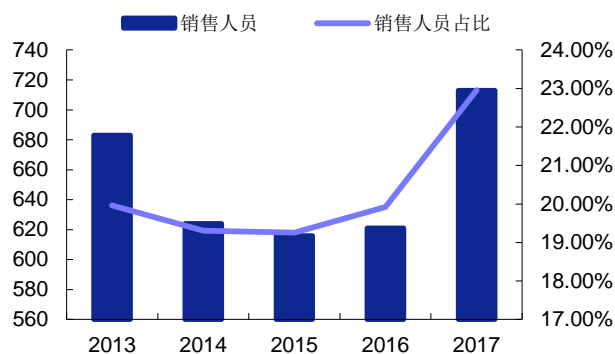


资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

3.4、加大市场销售投入力度

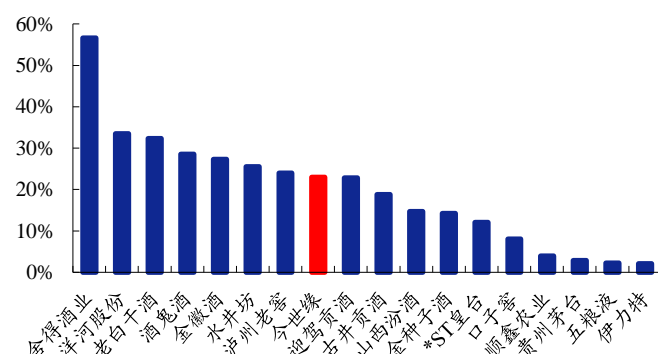
销售人员增加近百人,公司加大市场运作力度。销售人员作为公司的一线人员,与公司的业绩,对于二三线白酒来说,品牌不及一线的白酒,市场份额的竞争和渠道下沉的深度更多体现在销售人员的数量及其占比上。2017年今世缘销售人员713人,占比22.96%,较2016年(621人)上涨3.04pct,在所有二线白酒的中等水平。销售人员的大幅度增加原因有二: 1) 省内渠道下沉。2) 省外加大招商。

图27: 今世缘销售人员(人)及其占比



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图28: 主要白酒上市企业销售人员占比



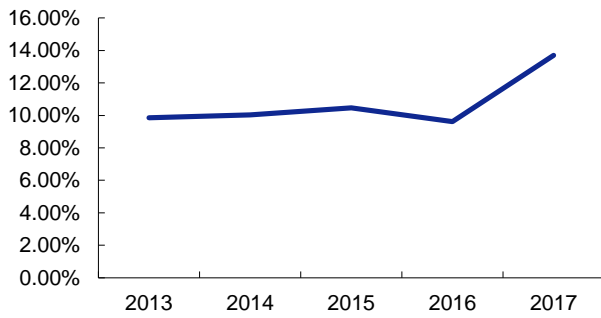
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

4、消费税调整到位, 产品优化带动销售费用走低

4.1、2017年消费税税基调整, 目前已调整到位

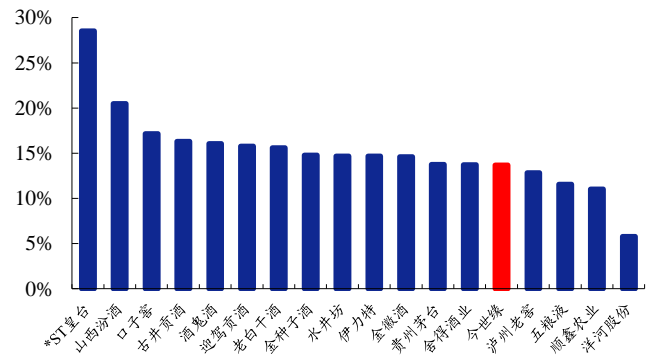
消费税进入12%时代, 调整已经到位。2017年5月国家税务总局对消费税进行调整, 要求将税基低于对外销售价格70%公司, 消费税税基统一调整为60%。改革前苏酒的消费税税基处于50-60%之间, 此次改革洋河股份和今世缘受到影响, 调整后, 公司消费税占比提高3-4pct, 目前已经达到12%的行业水平, 调整已经到位。

图29: 今世缘税金及其附加占比



资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

图30: 白酒行业税基及其附加占比

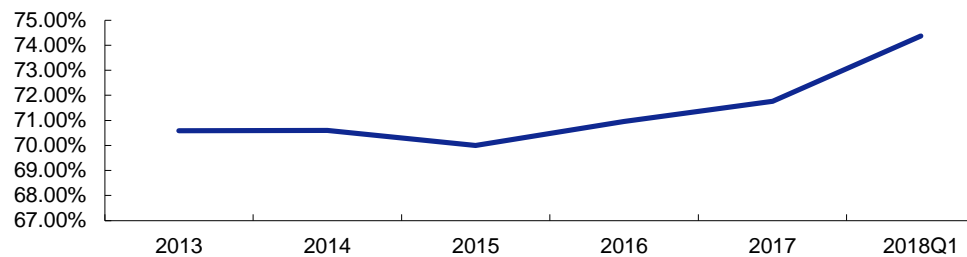


资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

4.2、提价叠加产品结构升级, 看好公司毛利率 2018 年继续提高

结构优化+提价, 公司毛利率触底反弹。2012 年白酒行业进入调整期, 次高端白酒受其影响, 销量下降, 2015 年公司毛利率跌至谷底 (70%)。2016 年下半年行业回暖, 商务消费和高端消费者需求旺盛, 公司次高端持续放量, 产品结构优化明显; 2017 年公司开启提价进程。提价叠加产品结构优化, 2017 年公司毛利率 71.76%, 较 2016 年上涨 0.8pct。根据敏感度分析, 特 A+和特 A 类产品毛利率敏感度 0.83 (即产品占比每提高 1%, 毛利率提高 0.83%) 和 0.72, 2017 年公司特 A+类产品提高 7.3%, 其他产品占比均在减少, 我们认为 2017 年公司毛利率的提高, 主要是次高端国缘产品 (国缘 K 系列、V 系列、四开国缘等) 持续放量所致, 随着江苏省内消费升级的北移, 特 A+类产品占比提高基础牢固。

图31: 公司毛利率走高



资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

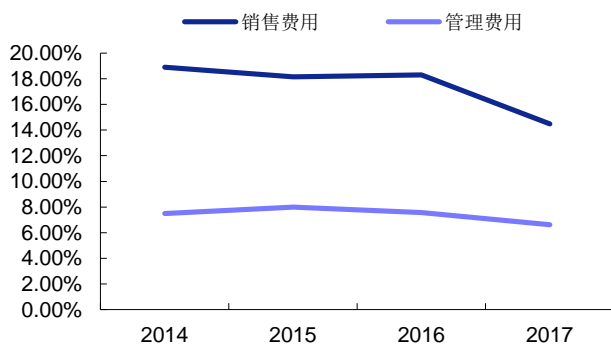
表9: 毛利率敏感度分析

产品品类	收入	各收入占比	毛利率(%)	敏感度	17年占比提高
特A+类	12.93	44.30%	82.74	0.83	7.30%
特A类	10.48	35.89%	71.67	0.72	-1.84%
今世缘A类	2.56	8.77%	62.06	0.62	-1.55%
今世缘B类	1.59	5.46%	43.03	0.43	-2.06%
优特类C类	1.52	5.20%	28.91	0.29	-1.70%
大曲类	0.11	0.37%	18.90	0.19	-0.15%
酒类总收入	29.19	100%	71.75	-	-

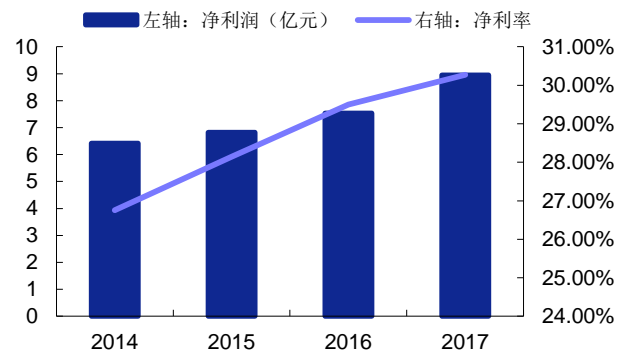
资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

4.3、促销费用收紧带动公司两费走低, 吸收消费税调整影响, 净利率有望攀升

两费走低, 盈利能力提高。2017年公司动销良好, 省内收紧促销政策, 销售费用4.28亿元, 较2016年降低0.39亿元; 销售费用率14.48%, 较2016年降低3.81pct。公司产品结构优化带动管理费用率下降, 2017年管理费用率6.61%, 较2016年降低0.96%。两费走低, 吸收消费税调整影响, 公司毛利率继续上移, 2017年净利润8.95亿元, 净利率30.27%, 较2016年提高0.77pct。

图32: 今世缘两费持续下降

资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

图33: 公司净利润(亿元)和净利率

资料来源: 公司年报, 新时代证券研究所

表10: 可比公司估值比较

标题	公司	收盘价	收入增速(%) 利润增速(%)		EPS		PE	
			2017A	2017A	2018E	2019E	2018E	2019E
高端	贵州茅台	766.53	52.1	62.0	29.1	35.7	26.3	21.5
	五粮液	80.18	23	42.6	3.3	4.2	24.3	19.1
	泸州老窖	66.05	20.5	30.7	2.4	3.1	27.5	21.3
次高端	洋河股份	139.50	15.9	13.7	5.5	6.8	25.4	20.5
	山西汾酒	61.72	37.1	56.0	1.8	2.5	34.3	24.7
	水井坊	49.60	74.1	49.2	1.3	2.0	38.2	24.8
	舍得酒业	38.90	12.1	79.0	1.2	1.9	32.4	20.5
	古井贡酒	87.93	15.8	38.5	2.9	3.8	30.3	23.1
中高端	口子窖	63.08	27.3	42.1	2.4	3.1	26.3	20.3
	今世缘	22.67	15.4	18.2	0.9	1.1	25.2	20.6
	顺鑫农业	38.59	4.8	6.3	1.1	1.4	35.1	27.6
	迎驾贡酒	19.39	3.3	-2.4	0.9	1.0	21.5	19.4
	老白干酒	21.31	4.0	47.5	0.8	1.2	26.6	17.8
	金种子酒	6.39	-10.1	-51.9	-	-	-	-

资料来源: Wind 资讯, 新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

马浩博，新时代证券研究所副所长兼食品饮料首席，上海交通大学企业管理博士，机械与动力工程硕士，7年从业经验，曾任东吴证券研究所所长助理兼食品饮料行业、中小盘首席，海通证券食品饮料行业首席分析师，14-16年连续三年新财富最佳分析师前五，2018年加入新时代证券。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：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。

推荐：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：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：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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

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

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代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。新时代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。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代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。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代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分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理
	固话：0755-82291898
	手机：13266864425
	邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>