

食品饮料行业

江苏省次高端持续扩容，两大苏酒龙头有望受益

分析师：王永锋

分析师：王文丹



SAC 执证号: S0260515030002



SAC 执证号: S0260516110001

SFC CE.no: BOC780

SFC CE.no: BGA506



010-59136605



01059136617



wangyongfeng@gf.com.cn



wangwendan@gf.com.cn

● 江苏次高端持续扩容规模达 80 亿元以上，梦之蓝与国缘 CR2 达 78%

江苏白酒市场规模大，据江苏省酒业协会，2018 年全省规模以上白酒企业实现 325 亿元营收，另据立鼎产业网等调研数据，江苏白酒市场规模约 375 亿元，我们取中间值预计 18 年江苏白酒市场规模达 350 亿元左右。江苏居民人均可支配收入高出全国平均水平 35%，消费升级领先全国，民间消费逐渐向 300 元以上价位段升级。在两大苏酒龙头的引导下，次高端行业（终端成交价 300-600 元/瓶）迅速扩容，18 年规模达 80 亿元以上（据酒类流通协会、洋河股份官网，梦之蓝 18 年省内规模约 47 亿元；据今世缘公司财报，按照特 A+类产品收入估算国缘次高端约 18 亿元，另外据微酒、酒业家等调研数据，其他全国次高端酒企中剑南春约 10 亿元，郎酒、水井坊等规模仍较低，预计合计不到 20 亿元）。16-18 年江苏次高端收入 CAGR 约 30% 左右（16 年次高端规模采用同样口径估算），受益江苏民间消费升级，我们预计未来 3 年江苏次高端收入 CAGR 略放缓至 25% 左右。

根据上述数据，江苏次高端市场以洋河梦之蓝（M3/M6）、今世缘国缘（四开、对开）为主。梦之蓝市占率约 57%，国缘市占率约 22%，CR2 约 78%，市场集中度高。

● 国缘系列产品性价比高、渠道推力强，受益消费升级有望持续高增长

1、品牌：今世缘在品牌上突出“缘”文化和喜庆红色调，与洋河蓝色经典差异化定位。2、产品：据公司财报，今世缘出厂价 300 元/瓶以上的特 A+类产品 18 年营收占比为 50%，考虑到出厂价低于成交价，我们预计其次高端产品（四开和对开为主）营收占比在 50% 以上。公司实行高性价比战略，例如，据扬州市物价局数据，四开推出时定位高端，后逐渐降至 400-450 元价位段，对标 M6，但成交价低 100 元左右。3、渠道：今世缘渠道推力强，据酒业家，国缘渠道利润率较高；今世缘采用 1+1 深度协销的渠道模式，持续多年渗透意见领袖，在高性价比战略带动下产生口碑效应。据公司财报，17-18 年特 A+类收入保持 35%+ 的高增长，我们预计高增长态势有望持续。

● 投资建议

我们建议重点关注今世缘。1) 国缘系列产品性价比高，渠道推力强，在南京等市场随着销量扩大，品牌力有提升的趋势，且基数小、渠道仍在扩张之中，我们预计 18-20 年特 A+类产品收入 CAGR 达 30%+。2) 随着苏北逐渐消费升级至 200 元价位段以上，公司特 A 类产品有望受益，我们预计 18-20 年特 A 类产品收入 CAGR 达 15%+。

● 风险提示

省内渠道扩张不及预期，次高端市场竞争加剧，产品结构升级不及预期，投入费用超出预期，食品安全问题。

相关研究：

五粮液（000858.SZ）：深化营销体系改革，19 年收入有望稳健增长	2019-01-31
山西汾酒（600809.SH）：公司渠道不断扩张，19 年收入有望保持稳健增长	2019-01-29
贵州茅台（600519.SH）：直销和非标占比提升叠加系列酒发力，19 年收入有望稳健增长	2019-01-09

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
				2019/3/19	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
今世缘	603369.SH	买入	人民币	27.61	--	0.98	1.15	28	24	20	17	23.7	27.3

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

目录索引

引言.....	6
一、江苏次高端规模 80 亿+并持续扩容，梦之蓝与国缘 CR2 达 78%.....	6
1.江苏消费升级领先全国，次高端规模达 80 亿+，预计未来 3 年收入 CAGR 达 25%左右	6
2.江苏省次高端市场集中度高，梦之蓝与国缘 CR2 达 78%	9
二、次高端国缘系列产品性价比高、渠道推力强，受益消费升级有望持续高增长	10
1.今世缘为第二大苏酒龙头，谋求全国化品牌力不断提升	11
2.主力产品国缘系列性价比高，结构不断优化有望带动盈利能力持续提升	14
3.今世缘渠道推力强，省内消费升级趋势下有望推动国缘系列持续高增长	18
三、今世缘发布公告拟收购景芝重点突破山东，省外市场有望加速增长.....	24
1.今世缘省外收入占比较低，聚焦战略符合公司实际	24
2.山东白酒市场规模高达 400 亿元左右，进入难度相对较低.....	25
3.今世缘发布公告拟收购景芝实现山东重点突破，大商合作推进环江苏市场扩张 ..	27
四、投资建议.....	28
风险提示	29

图表索引

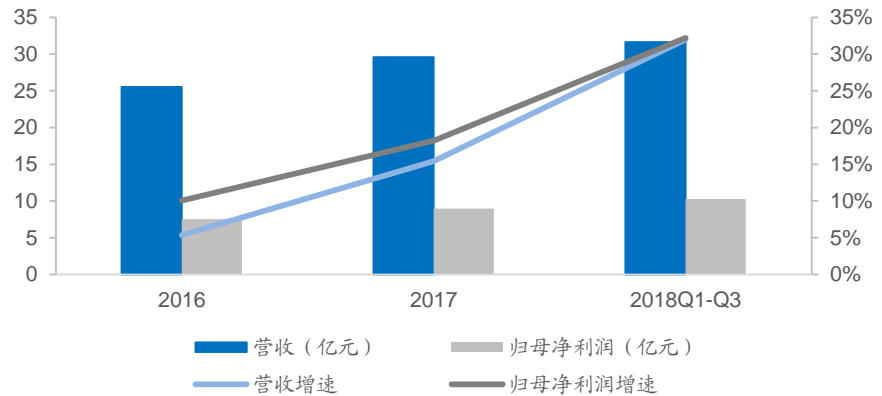
图 1: 今世缘 16-18 年前三季度收入净利润均实现了加速增长	6
图 2: 18 年江苏人均可支配收入 3.8 万, 高出全国平均 35%	7
图 3: 江苏省次高端规模迅速扩容, 16-18 年 CAGR 达 30%	7
图 4: 16 年宏观经济增长加速, 18 年以来则不断放缓	7
图 5: 2018 年 H2 以来次高端酒企收入增速普遍放缓	7
图 6: 今世缘特 A+和洋河梦之蓝仍保持较快增长	7
图 7: 江苏民间白酒消费向 300-600 价位段升级, 领先全国平均水平	7
图 8: 在洋河的主动推广下, 16-18 年梦之蓝 CAGR 达 36%, 远高于天之蓝	8
图 9: 自 16 年来今世缘特 A+系列逐渐成为公司主力产品, 18Q1-Q3 上升至近 50%	8
图 10: 龙头持续培育, 江苏次高端占比持续提升	9
图 11: 我们预计未来 3 年江苏次高端收入 CAGR 约 25%	9
图 12: 江苏次高端市场洋河梦之蓝市占率达 57%, 今世缘国缘市占率为 22%, CR2 达 78%	9
图 13: 今世缘营收主要在省内, 省内收入占比维持在 95%左右	9
图 14: 15-17 年今世缘营收加速增长	10
图 15: 15-17 年今世缘净利润加速增长	10
图 16: 占据天时地利人和, 是今世缘收入能够实现加速增长的核心因素	11
图 17: 上市前管理层、中基层持股 28%	11
图 18: 至 18Q3 管理层、中基层持股 19.1%	11
图 19: 国缘系列定位升级为“中国高端中度白酒”	12
图 20: 全国性广告投放占比加大	12
图 21: 今世缘旗下三大品牌定位不同	13
图 22: 今世缘布局“喜庆家”, 强化喜庆文化定位	13
图 23: 今世缘突出“缘”文化和喜庆的红色调	13
图 24: 洋河蓝色经典突出“雅”文化和蓝色的冷色调	13
图 25: 2010 年四开定价与 43 度飞天茅台一样达 493 元, 显示其高端定位	15
图 26: 8 年来江苏省内人均可支配收入增长了 118%	15
图 27: 主流的全国性次高端龙头如剑南春、洋河均实行大单品战略	16
图 28: 今世缘精简产品线, 国缘系列突出四开大单品	16
图 29: 我们预计四开和对开两大单品各占比公司酒类收入 20%左右	16
图 30: 国缘水晶 V3 定价在 800 元左右	17
图 31: 洋河曾于 2017 年推出高端新品手工班, 定价 1600 元左右	17
图 32: 我们预计未来 5-10 年 V 系将重复国缘 K 系的发展路径, 逐渐成为今世缘的主力产品	17
图 33: 16 年来特 A、特 A+收入增速领跑其他品类	18
图 34: 18 年前三季度特 A+占比 50%, 特 A 类占比 84%	18
图 35: 特 A+毛利率稳定, 其他产品微幅下降, 特 A+占比提升推动整体毛利率稳定	18

图 36: 技改后成品酒总量不变, 一级白酒、二级白酒占比提升	18
图 37: 18 前三季度今世缘省内收入占比近 95%.....	19
图 38: 省内经销商数量以苏北、苏中最多	19
图 39: 南京市场近两年收入增速在各大市场中保持第一	20
图 40: 18 年前三季度南京收入增速达 62%, 预计 18 年已经超越淮安成为第一大市场.....	20
图 41: 洋河省外收入占比不断提升, 谋求全国化扩张.....	21
图 42: 国缘和梦之蓝的品牌诉求、产品定位错位竞争	21
图 43: 国缘对开和四开等产品性价比高、渠道推力强, 推动特 A+类产品近两年保持 35%以上的高速增长.....	22
图 44: 今世缘 18H1 以来预收款增速有所加速, 说明经销商动力充足.....	22
图 45: 今世缘省内其余市场有望复制在核心市场的成功	22
图 46: 产品性价比高、渠道推力强、品牌提升潜力大, 省内发展后劲充足.....	23
图 47: 苏中人均收入水平与江苏整体相当	23
图 48: 苏南人均收入水平高于江苏平均.....	23
图 49: 苏北五市中今世缘主要市场为大本营淮安以及相邻的盐城, 徐州也占有一定份额.....	24
图 50: 盐城、淮安的人均可支配收入为 29488 元、27696 元, 低于江苏省的 38096 元	24
图 51: 今世缘省外收入占比长期维持在 5%左右, 对比其他白酒企业占比较低.....	25
图 52: 山东白酒市场达 400 亿元左右, 在全国各省份中排名靠前	26
图 53: 山东各地产酒处于“诸侯割据”局面, 地产酒规模小, 龙头景芝营收约 20 亿元	26
图 54: 18 年古井贡河南收入 (含税) 达 10 亿元	27
图 55: 河南竞争格局类似山东, 地产酒基本集中在低端价位.....	27
图 56: 今世缘与景芝可形成优势互补	28
图 57: 浙江商源经营的酒类品牌多, 实力雄厚.....	28
图 58: 公司省外收入 18 年出现加速增长.....	28
表 1: 国缘系列持续的事件营销, 凸显高端定位	12
表 2: 今世缘三大品牌定位	13
表 3: 特 A+为今世缘主力产品, 18 年前三季度收入占比近 50%	14
表 4: 今世缘主要产品与竞争对手洋河错位竞争, 产品性价比高.....	15
表 5: 今世缘与洋河的渠道模式对比, 渠道仍有进一步精细化的空间	19
表 6: 新的 5 年今世缘将继续深耕省内, 进一步提升渠道精细化程度	19
表 7: 国缘系列不断渗透政务赞助, 形成意见领袖圈层引领, 带动民间消费	20
表 8: 国缘相比竞品有着更高的渠道利润率.....	21
表 9: 今世缘 19 年对省外市场实行新战略, 重点突破山东省.....	25
表 10: 苏酒龙头、川黔名酒、汾酒、牛栏山等外来品牌均布局山东	26

引言

江苏白酒市场规模大，18年达350亿左右；消费水平高，次高端（终端价300-600元/瓶）规模达80亿元以上。江苏次高端市场同时也竞争激烈，除了龙头洋河之外，部分名酒企业如剑南春、郎酒等也均有所布局。但今世缘在16-18年前三季度收入和归母净利润均实现了加速增长。本篇专题报告将详细解读江苏次高端市场以及今世缘能够实现加速增长的原因。

图 1：今世缘16-18年前三季度收入净利润均实现了加速增长



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

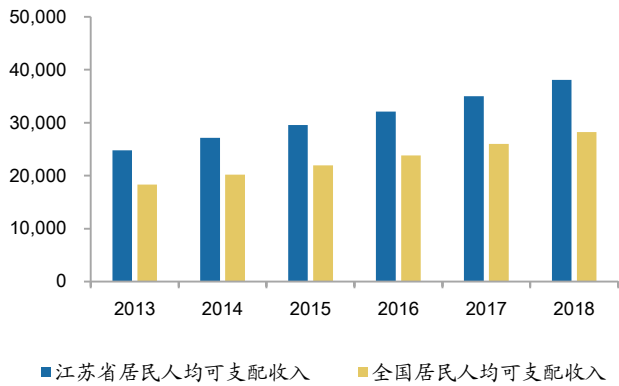
一、江苏次高端规模 80 亿+并持续扩容，梦之蓝与国缘 CR2 达 78%

1.江苏消费升级领先全国，次高端规模达 80 亿+，预计未来 3 年收入 CAGR 达 25%左右

江苏省消费升级领先全国，18年次高端规模达80亿+并迅速扩容。2018年江苏人均可支配收入达3.81万元，高出全国平均（2.82万元）35%，居民收入水平较高，消费升级领先全国，民间白酒主流消费价位从200元左右向300元以上跃迁，次高端价位段（终端成交价300-600元/瓶）迅速扩容。据江苏省酒业协会，2018年全省规模以上白酒企业实现325亿营收，另据微酒、立鼎产业网等调研数据，江苏白酒市场规模约375亿元。结合不同口径的数据，我们预计18年江苏白酒市场规模达350亿元左右。其中次高端（300-600元）收入80亿元以上（据梦之蓝近50亿元，国缘次高端约18亿元，另外据微酒、酒业家等调研数据，其他全国次高端酒企剑南春、郎酒、水井坊等合计不到20亿元），16-18年次高端收入CAGR达30%（16年次高端规模采用同样方式估算）。江苏个人消费占比高，商务消费贡献的增长将逐步减少，受宏观经济波动的影响较小，2018年下半年以来宏观经济放缓，多数次高端酒企收入均出现不同程度的放缓，但今世缘和洋河的次高端价位段产品仍保持了30%以上的较快

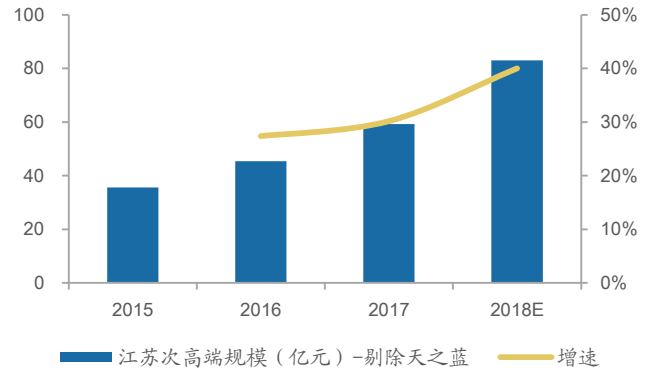
增速。

图 2: 18年江苏人均可支配收入3.8万, 高出全国平均35%



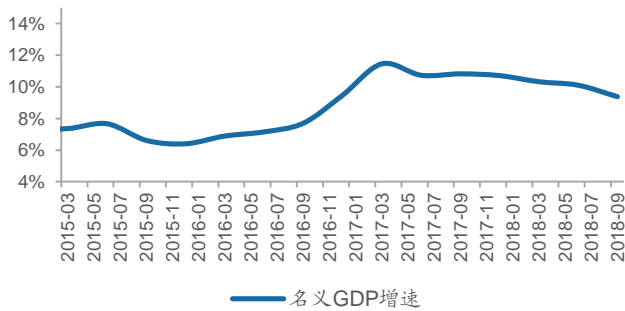
数据来源: Wind, 江苏省统计局, 广发证券发展研究中心

图 3: 江苏省次高端规模迅速扩容, 16-18年CAGR达30%



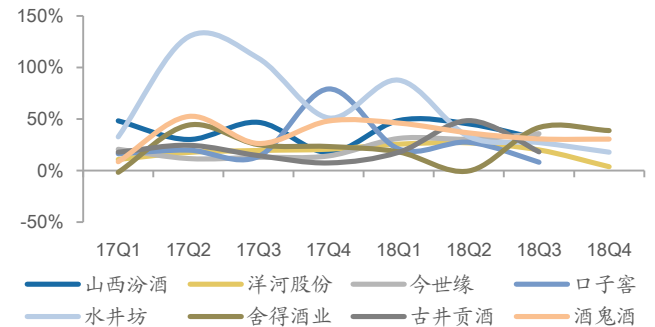
数据来源: 微酒、佳酿网、酒业家, 广发证券发展研究中心

图 4: 16年宏观经济增长加速, 18年以来则不断放缓



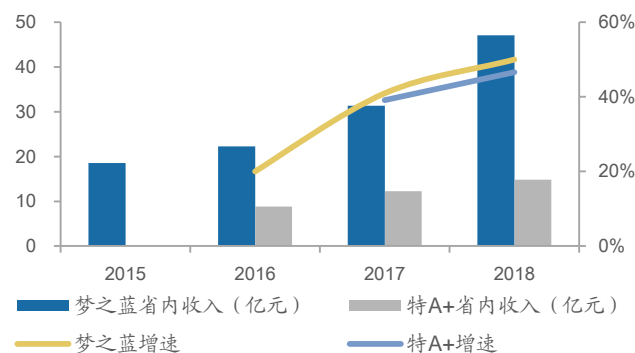
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 5: 2018年H2以来次高端酒企收入增速普遍放缓



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 6: 今世缘特A+和洋河梦之蓝仍保持较快增长

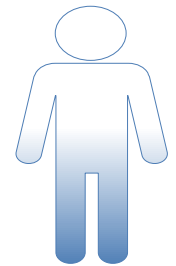
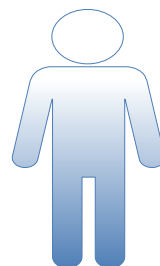


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心。注: 特A+收入及增速选取 18Q1-Q3

图 7: 江苏民间白酒消费向300-600价位段升级, 领先全国平均水平

江苏省白酒消费价位段向 300-600 元升

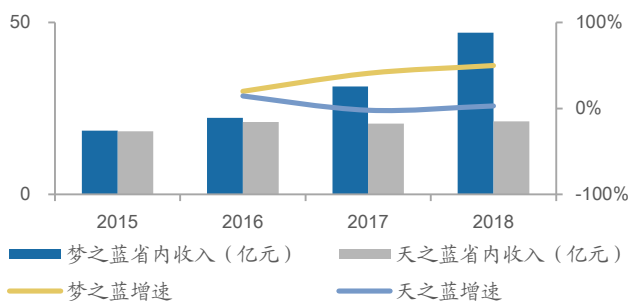
全国平均白酒消费价位段向 200 元升级



数据来源: 糖酒快讯, 广发证券发展研究中心

苏酒两大龙头积极引导下，次高端占比持续提升，预计未来3年次高端CAGR为25%左右。江苏省内两大龙头企业均主动引导当地白酒消费向次高端价位段升级。1) 龙头洋河在省内加大力度推广次高端产品梦之蓝（以M3和M6为主），复制海之蓝向天之蓝升级的模式，引导天之蓝消费者向M3及M6升级，16-18年省内梦之蓝CAGR达36.4%，天之蓝则进入成熟期，CAGR为5%。2) 今世缘近几年逐渐将增长主力从今世缘系列向以次高端国缘系列引导，17年之后，特A+系列（出厂价300元以上）逐渐成为公司的主力产品，占比超过了特A类产品。据糖酒快讯和佳酿网调研数据，15年江苏次高端白酒占比约15%（假设16-18年江苏白酒市场增速大致等同于全国白酒行业营收增速，推算出15年江苏白酒市场规模250亿元左右），18年提升至约24%，每年提升了3.1个PCT。我们认为从需求侧来看，江苏民间白酒消费水平不断升级；从供给侧来看，两大龙头持续向300元以上次高端产品引导，预计未来3年次高端占比仍将每年提升3个PCT左右，预计2021年江苏次高端占比有望提升至约33%。18年江苏白酒市场收入约350亿元左右，16-18年复合增速为12%，我们预计19-21年复合增速放缓至11%，对应21年江苏白酒收入约480亿元。基于次高端占比提升至约33%，次高端收入约160亿元左右，19-21年CAGR为25%左右。

图 8：在洋河的主动推广下，16-18年梦之蓝CAGR达36%，远高于天之蓝



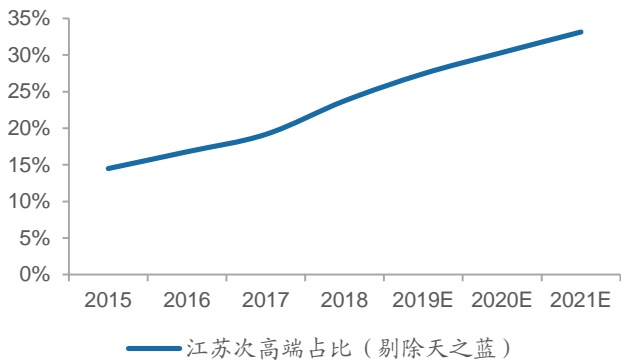
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 9：自16年来今世缘特A+系列逐渐成为公司主力产品，18Q1-Q3上升至近50%



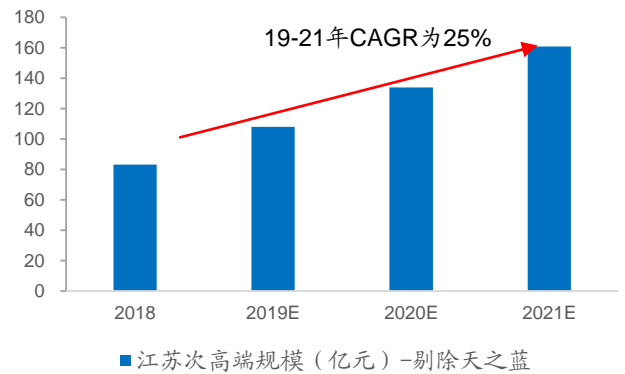
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 10: 龙头持续培育, 江苏次高端占比持续提升



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 11: 我们预计未来3年江苏次高端收入CAGR约25%

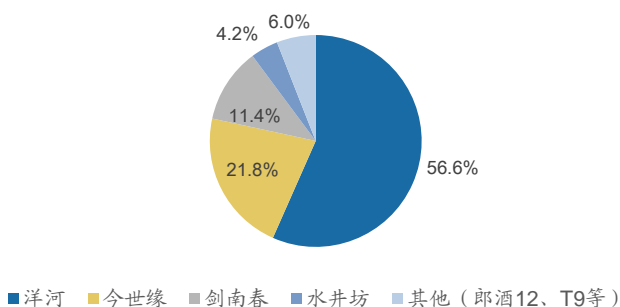


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2. 江苏省次高端市场集中度高, 梦之蓝与国缘 CR2 达 78%

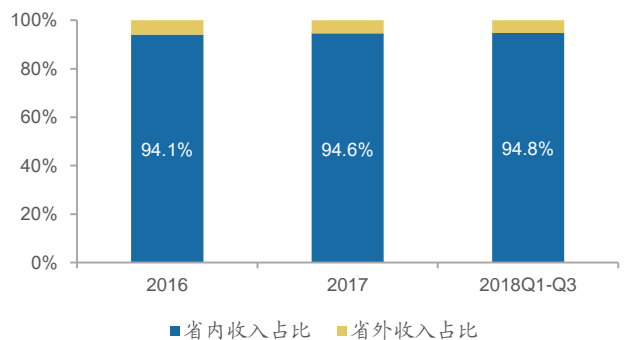
江苏次高端市场洋河梦之蓝系列市占率达57%, 今世缘国缘系列紧随其后, CR2 达78%左右。洋河的次高端产品主要为梦之蓝M3和M6, 据酒类流通协会, 梦之蓝17年规模在30亿以上, 另据洋河股份官网, 18年梦之蓝增长50%以上, 我们预计省内增速略低, 在50%左右, 我们预计18年省内梦之蓝收入47亿元左右(均为报表端不含税口径)。我们预计18年今世缘收入约38亿元, 其中18年前三季度出厂价300元以上的特A+产品(主要为四开和对开等次高端产品)占比达49.7%, 今世缘营收省内占比95%, 预计18年特A+省内收入达18亿元左右。其余品牌主要包括外来品牌剑南春水晶剑、郎酒郎牌特曲(鉴赏12、T9等产品)、水井坊(井台和臻酿八号)等, 但据酒业家调查, 水晶剑等品牌收入均在10亿元(出厂口径)以下。因此, 江苏次高端市场中洋河梦之蓝为龙头老大, 今世缘国缘系列紧随其后, 两家合计市占率达78%左右, 市场集中度高。

图 12: 江苏次高端市场洋河梦之蓝市占率达57%, 今世缘国缘市占率为22%, CR2达78%



数据来源: 酒业家, 广发证券发展研究中心

图 13: 今世缘营收主要在省内, 省内收入占比维持在95%左右

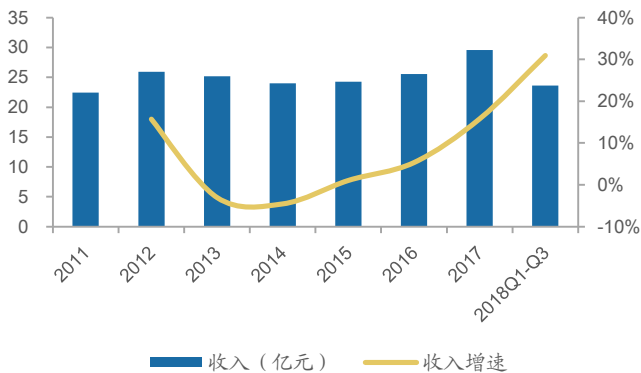


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

二、次高端国缘系列产品性价比高、渠道推力强，受益消费升级有望持续高增长

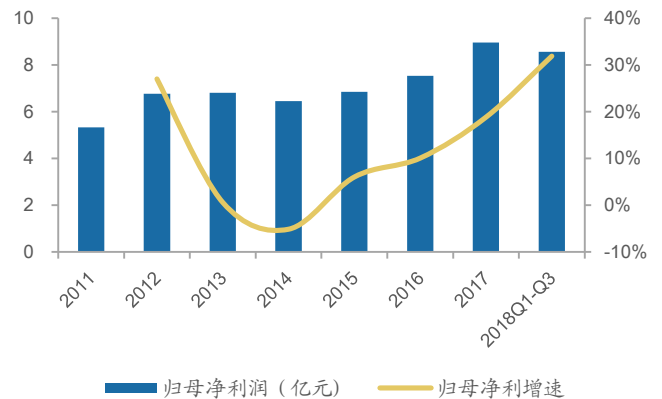
今世缘占据天时地利人和，在竞争激烈的江苏市场实现收入加速增长。江苏白酒市场虽然规模庞大，但龙头洋河一家独大，次高端市场洋河市占率在57%左右，然而今世缘仍旧在激烈的竞争中实现了收入的加速增长。我们认为今世缘崛起的原因在于占据了天时地利人和三方面。1) 天时。江苏省消费升级向300元以上跃迁，次高端扩容，消费者自主选择性提高，终端更倾向于陈列不同的名酒品牌以吸引不同消费者。2) 地利。今世缘为苏酒第二大品牌，核心产品国缘系列性价比高，在品牌诉求和产品品质上均追求差异化竞争，为江苏消费者提供了第二种选择；在南京、盐城和淮安等市场今世缘持续渗透意见领袖进行圈层营销。3) 人和。今世缘管理层持股，具有良好的激励机制；对于渠道进行“1+1”深度协销，在“不压货、不促销，共同开拓市场”的原则下，对各级渠道均维持了具有竞争力的利润率。因此，今世缘收入自15年白酒行业回暖以来，实现了加速增长的趋势。

图 14: 15-17年今世缘营收加速增长



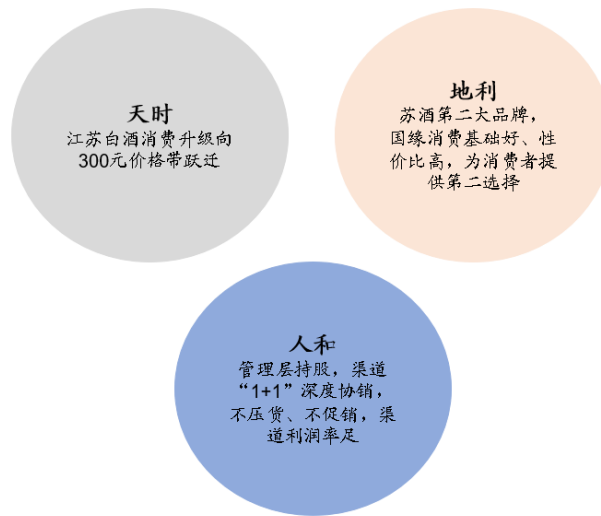
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 15: 15-17年今世缘净利润加速增长



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 16: 占据天时地利人和, 是今世缘收入能够实现加速增长的核心因素

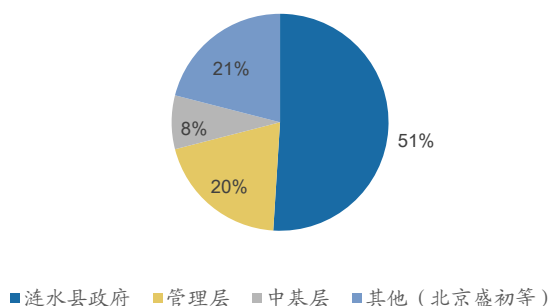


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

1. 今世缘为第二大苏酒龙头, 谋求全国化品牌力不断提升

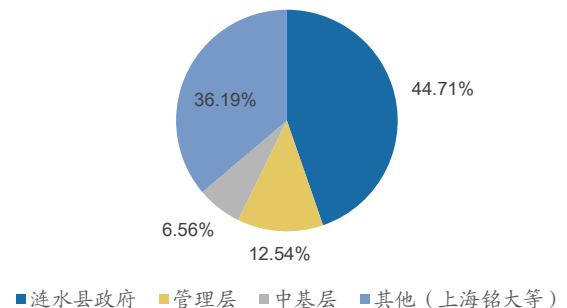
05年改制后理顺治理机制, 今世缘迅速成为第二大苏酒品牌。今世缘位于江苏省淮安市涟水县, 生产浓香型白酒, 前身是苏酒“三沟一河”中的高沟酒厂, 1997年底江苏今世缘酒业成立。05年3月开始, 今世缘改制, 国有资本向管理层转让股份, 至10年4月, 管理层持股25.32%, 中基层持股10.12%, 今世缘集团持股64.56%。11年1月今世缘变更设立股份制公司, 国资通过今世缘集团持股51%; 中基层干部通过今世缘贸易、吉缘贸易持股8%; 高管持股20%。今世缘为苏酒第二大品牌, 17年今世缘营收30亿元, 净利润9亿元。今世缘管理层和中基层持股占比高, 实现了利益深度捆绑, 是今世缘崛起成为苏酒第二大品牌的一大原因。至18Q3管理层与中基层合计持股19.1%。

图 17: 上市前管理层、中基层持股28%



数据来源: 招股书, 广发证券发展研究中心

图 18: 至18Q3管理层、中基层持股19.1%



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

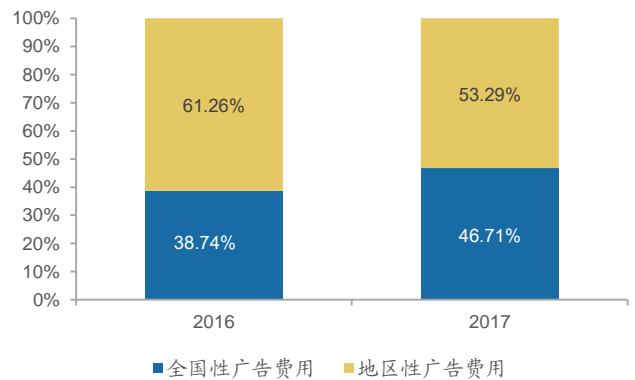
国缘系列定位升级“中国高端中度白酒”以谋求全国化，品牌力仍有提升潜力。在20世纪初白酒品牌纷纷以“国”字头为导向布局高端酒的大背景下，04年今世缘推出高端品牌“国缘”，抢占省内高地。今世缘公司持续以“成大事，必有缘”突出国缘商务、接待属性，并通过多次的事件营销拔高品牌地位，影响意见领袖。据中国江苏网，今世缘于18年1月8日今世缘首届发展大会上，将品牌定位升级为“成大事，必有缘，中国高端中度白酒”，在商务属性基础上增加全国化定位及低度口感，定位全国化次高端商务、接待用酒，谋求全国化品牌影响力。与之对应，在品宣投入上也逐渐有所倾斜，全国性广告费用占比不断提升，我们认为这有助于提升其品牌力。

图 19: 国缘系列定位升级为“中国高端中度白酒”



数据来源：微酒，广发证券发展研究中心

图 20: 全国性广告投放占比加大



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

表 1: 国缘系列持续的事件营销，凸显高端定位

时间	事件
2004	国缘系列创立，对开、四开价格定位在 300-600 元，以“成大事，必有缘”定位江苏省最好、最贵的白酒，成为江苏白酒市场第一支抢滩高端白酒的品牌，同年伴随江苏奥运军团出战雅典奥运会，并连续成为 29-31 届江苏奥运军团庆功用酒。
2008	国缘销售额超 5 亿元
2009	献礼建国 60 周年，推出 V6 拔高形象，同年成为外交部、驻外使馆接待用酒，南京中欧领导人峰会用酒，以及赠送给泰国王室的国礼。
2010	10 年国缘销售额破 10 亿元，并成为上海世博会专用白酒。
2011	献礼建党 90 周年，推出 V9 继续拔高品牌形象
2017	17 年国缘系列贡献了今世缘超六成的营收
2018	适逢改革开放 40 周年，品牌定位升级为“高端中度白酒”，区分以茅台、五粮液为代表的传统高端高度白酒，顺应中产阶级健康化、轻松化、舒适化饮酒需求，重新定位全国化、商务接待用酒。并推出水晶 V 系，升级国缘 V 系产品矩阵。

数据来源：搜狐网，广发证券发展研究中心

今世缘系列定位喜宴用酒，布局“喜庆家”有利于提升今世缘系列品牌力。据今世缘官网，今世缘品牌成立于1996年，有“中华婚宴首选品牌”的美誉，广告语从“今世有缘，相伴永远”到冠名CCTV《等着我》的“家有喜事，就喝今世缘”，着力打造喜宴定位。同时，今世缘还布局了一些喜宴主题的文创产品，对酒瓶进行改造，突出喜

宴主题，有利于提升今世缘品牌在婚宴市场的影响力。另外，高沟品牌通过“老朋友一起喝的酒”广告语，定位低端日常消费。

图 21：今世缘旗下三大品牌定位不同

今世缘			
品牌	今世缘	国缘	高沟
品牌诉求	家有喜事，就喝今世缘	成大事，必有缘	老朋友一起喝的酒
品牌定位	中国人的喜酒	中国高端中度白酒	正宗苏派老名酒
消费场景	婚庆、喜庆、家宴	政务、商务宴请	大众日常消费
目标人群	中档中产家庭消费	新中产政商人群	中低档收入人群
营销策略	婚庆切入、喜庆带动	聚焦政商，主攻次高端	社区培育，精耕乡镇

数据来源：微酒，广发证券发展研究中心

图 22：今世缘布局“喜庆家”，强化喜庆文化定位



数据来源：今世缘官网，广发证券发展研究中心

表 2：今世缘三大品牌定位

子品牌	价格定位	消费场景	品牌定位
国缘	高	商务消费为主	以“成大事，必有缘，中国高端中度用酒”为品牌宣传，定位全国化、商务接待用酒。
今世缘	中	婚庆、家宴、宴会	以“家有喜事，就喝今世缘”为品牌宣传，定位全国化婚宴品牌，并通过文创产品等婚宴周边用品进一步强化婚宴定位。
高沟	低	大众日常消费	以“老朋友一起喝的酒”为品牌宣传，定位低端价格带，满足大众日常消费。

数据来源：微酒，公司官网，广发证券发展研究中心

突出“缘”文化和喜庆红色调，与洋河蓝色经典的“雅”文化和蓝色冷色调错位竞争。今世缘在品牌诉求和定位上均是和竞争对手洋河错位竞争，避开了洋河的锋芒。今世缘的品牌基调为红色的暖色调，在此基础上升华出“缘”文化，在我国传统文化中，红色是一种代表喜庆的颜色，常见于比较隆重的接待和喜庆活动，凸显的是一种盛情、热闹的诉求。而竞争对手洋河的品牌基调为蓝色的冷色调，在此基础上升华出“雅”文化，蓝色调突出的是一种雅致、冷静的诉求。品牌诉求的差异化定位使得公司与洋河蓝色经典各有忠实的消费群体，能够错位竞争。

图 23：今世缘突出“缘”文化和喜庆的红色调



数据来源：今世缘官网，广发证券发展研究中心

图 24：洋河蓝色经典突出“雅”文化和蓝色的冷色调



数据来源：洋河股份官网，广发证券发展研究中心

2.主力产品国缘系列性价比高，结构不断优化有望带动盈利能力持续提升

国缘系列营收占比约70%左右，其中定位次高端的四开和对开等产品营收占比50%以上。据今世缘官网，其产品包括国缘、今世缘、高沟三个系列。其中，国缘旗下有V系列（V3、V6、V9）、K系列（K1、K2、K3）、单开、对开、四开、淡雅、柔雅；今世缘旗下有典藏系列（典藏6、10、15）、喜庆家（A3、A6、A9）等；高沟包括高沟大青花、小青花。今世缘产品等级划分为特A+、特A、B、C、D五类。据今世缘公司经营数据公告，其特A+为出厂价300元/瓶以上的产品，全部为国缘系列，主要为定位次高端的国缘四开和对开；特A为出厂价100-300元的产品，主要为国缘单开和部分今世缘系列；A类为50-100元，B类为20-50元，C类为10-20元，主要为今世缘系列；D类主要为高沟酒。我们预计其定位次高端的产品营收占比在50%以上，考虑到特A系列仍有部分国缘产品，整体国缘系列营收占比预计在70%左右。

表 3: 特A+为今世缘主力产品，18年前三季度收入占比近50%

产品分级	主要单品及价格	收入占比
特 A+ (出厂价 300+元)	国缘 V3 (750 元)、国缘四开 (558 元)、国缘 K5 (588 元)、国缘 K3 (460 元)、国缘对开 (338 元)	49.8%
特 A (出厂价 100-300 元)	国缘单开 (199 元)、国缘淡雅 (200 元)、典藏 15 年 (249 元)、典藏 10 年 (158 元)	34.4%
A (出厂价 50-100)	典藏 5 年 (98 元)	8.0%
B (出厂价 20-50 元)	喜地缘 (59 元)、红珍酿 (48 元)	4.5%
C (出厂价 10-20 元)		3.0%
D (出厂价 10 元以下)		0.2%

数据来源：京东商城，经营数据公告，广发证券发展研究中心

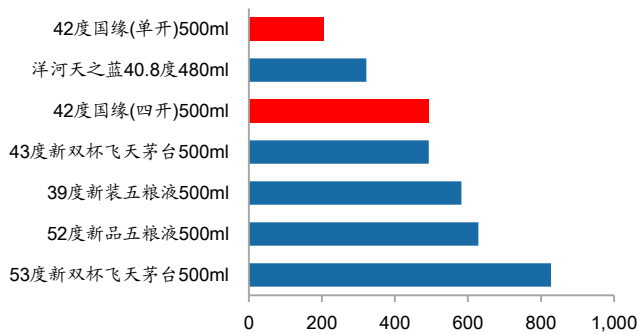
国缘系列与洋河蓝色经典错位竞争，产品性价比高。今世缘产品布局紧跟洋河，在各价格带与洋河蓝色经典错位竞争。以京东商城为例（线下实际成交价一般低于线上），M6（40.8度/500ML）定价708元，国缘四开（42度/500ML）定价558元；M3（40.8度/500ML）定价509元，国缘对开（42度/500ML）定价338元。国缘系列两大主力产品四开与对开与梦之蓝的M6和M3定价错位。同时，国缘性价比高，以国缘系列大单品四开为例，据扬州市物价局数据，2010年四开（42度/500ML）终端价格在493元/瓶，当时43度飞天茅台终端价也为493元/瓶，而8年以来，江苏省内人均可支配收入增长了118%，但四开的价格基本保持不变甚至有所下降（考虑到线下价格一般低于线上），性价比凸显。

表 4: 今世缘主要产品与竞争对手洋河错位竞争, 产品性价比高

今世缘	洋河
典藏 10 年 (148 元)	海之蓝 42 度 (133 元)、海之蓝 46 度 (155 元)、海之蓝 52 度 (159 元)
典藏 15 年 (238 元)	天之蓝 40.8 度 (339 元)、天之蓝 42 度 (339 元)、天之蓝 46 度 (373 元)、天之蓝 52 度 (435 元)、
国缘淡雅 (158 元)、国缘单开 (199 元)	梦 3-40.8 度 (509 元)、梦 3-45 度 (509 元)、梦 3-52 度 (574 元)
国缘对开 (338 元)、国缘 K3 (460 元)	梦 6-40.8 度 (708 元)、梦 6-45 度 (709 元)、梦 6-52 度 (769 元)
国缘四开 (558 元)、国缘 K5 (588 元)	梦 9-45 度 (1699 元)、
国缘 V3 (899 元)、国缘 V6 (1480 元)	梦之蓝手工班 (1788 元)
国缘 V9 (3888 元)	

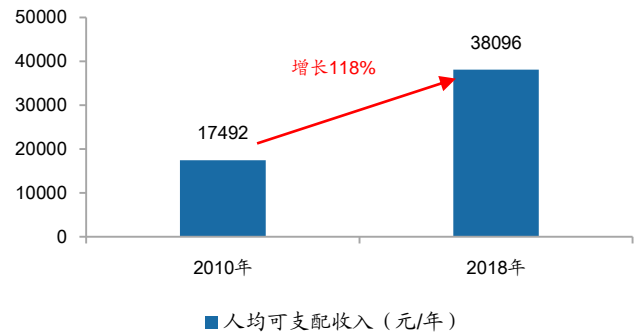
数据来源: 京东商城, 广发证券发展研究中心。注: 折算成 500ml

图 25: 2010 年四开定价与 43 度飞天茅台一样达 493 元, 显示其高端定位



数据来源: 扬州市物价局, 广发证券发展研究中心

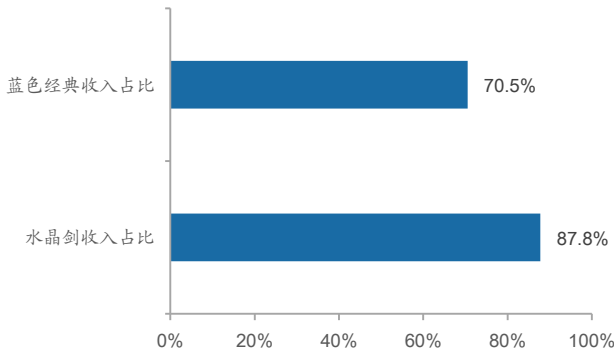
图 26: 8 年来江苏省内人均可支配收入增长了 118%



数据来源: wind, 江苏省统计局, 广发证券发展研究中心

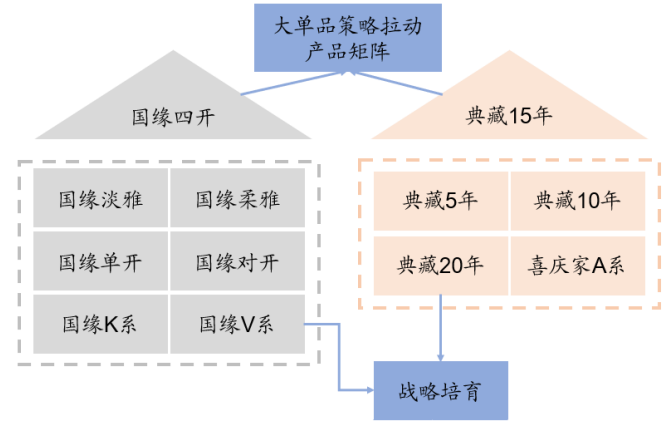
未来今世缘将更加突出国缘四开, 拉动老开系大单品群, 有望带动公司收入保持快速增长。据新华网, 今世缘 19 年经销商大会提出在新的 5 年, 公司将聚焦国缘, 全力打造以“四开国缘”为形象代表的老开系产品; 对于今世缘品牌将围绕现有主导产品典藏系列, 重点打造典藏 15。公司未来将更加强化国缘四开的大单品地位, 既符合江苏省未来消费升级趋势, 也符合当下行业发展趋势。以两大次高端龙头为例, 据糖酒快讯, 2017 年剑南春水晶剑销售额约 79 亿元, 整体营收 90 亿元, 大单品营收占比为 87.8%; 根据我们 18 年初所发布的洋河深度报告, 2017 年洋河蓝色经典 (包含海天梦三大单品系列) 销售额 140 亿元, 洋河整体营收 199 亿元, 大单品营收占比为 70.5%。次高端白酒品牌以大单品形式突出战略单品, 有助于实现广告费用等资源聚焦, 也有助于消费者形成品牌记忆, 公司突出四开的大单品战略也有望达到一样的效果。目前公司四开和对开两大单品均定位次高端价位段, 预计两大单品占公司酒类收入均在 20% 以上。我们预计未来随着今世缘进一步聚焦老开系大单品群, 两大单品占比会逐渐提升, 并带动今世缘收入保持快速增长。

图 27: 主流的全国性次高端龙头如剑南春、洋河均实行大单品战略



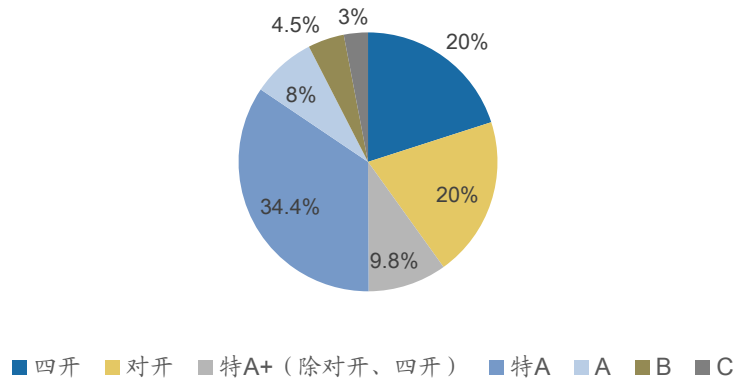
数据来源: 糖酒快讯, 公司公告, 广发证券发展研究中心

图 28: 今世缘精简产品线, 国缘系列突出四开大单品



数据来源: 酒业家, 广发证券发展研究中心

图 29: 我们预计四开和对开两大单品各占比公司酒类收入20%左右



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

推出高端新品水晶V系, 为江苏进一步消费升级进行产品储备。据微酒, 今世缘于18年8月19日推出水晶V系列单品群, 包括水晶V3、水晶V6、水晶V9, 对老V系单品群系统性包装升级, 突出水晶瓶、300年窖池、口味幽雅的特色。定价全部在700以上, 其中V6、V9终端定价突破千元价格带, 实现品牌拔高。我们认为今世缘重新推出V系列目的有两点: 1) 一是为了为未来的进一步消费升级做储备。公司的国缘系列老开系最初定位高端, 多年持续的营销下形成了高端的定位, 降价至次高端价位段形成性价比优势后放量增长。而V系实际上是为未来5-10年的发展奠定基础, 我们预计未来V系会重复国缘K系(老开系和新K系)的发展路径, 同样会在适当的时机降价放量增长成为公司的主力产品。2) 在面对主要竞争对手洋河推出的手工班高端新品的背景下, 公司推出V系列实际上是为国缘的消费群体提供高端产品的一种选择, 能更好的维护自己原有客户和消费群体。

图 30: 国缘水晶V3定价在800元左右



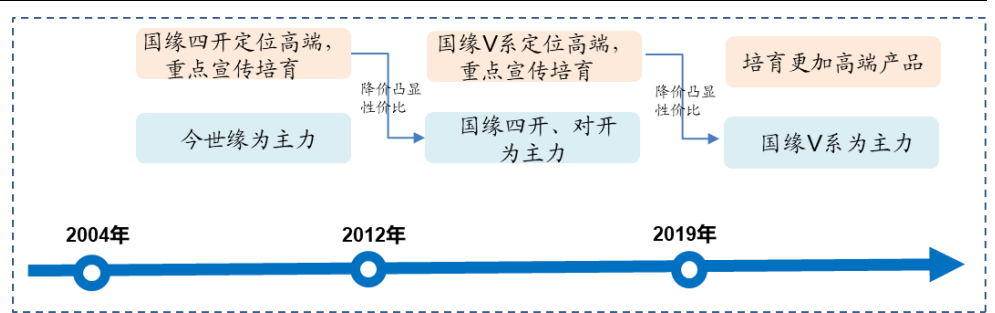
数据来源: 京东商城, 广发证券发展研究中心

图 31: 洋河曾于2017年推出高端新品手工班, 定价1600元左右



数据来源: 京东商城, 广发证券发展研究中心

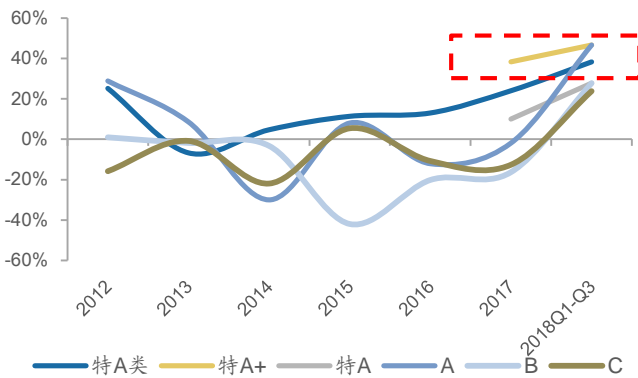
图 32: 我们预计未来5-10年V系将重复国缘K系的发展路径, 逐渐成为今世缘的主力产品



数据来源: 今世缘官网, 广发证券发展研究中心

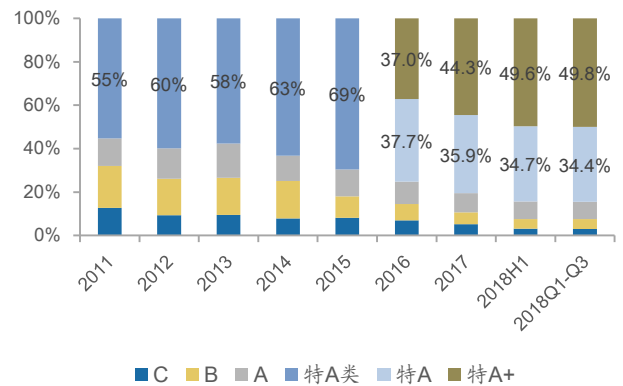
今世缘技改逐步落地, 助力优质酒占比提升, 保障产品结构持续优化。16年以来公司特A+类收入增速领跑其他品类, 并逐年加速, 逐渐构成公司主要收入来源。我们认为未来特A+收入占比仍将提升, 除了需求端的民间消费升级外, 公司在供给端也正在进行技改。按计划, 公司技改项目完成后, 原酒1.5万吨产能不变, 成品酒3.4万吨不变, 但一级白酒由1440吨提升至2440吨, 二级白酒由2755吨提升至4155吨, 普通白酒由2.98万吨下降至2.74万吨, 截至18H1, 项目完成度55%。我们认为随着公司技改逐步落地, 能够保障公司产品结构的持续优化, 近年来, 公司各大产品毛利率近年来基本成微幅下降趋势, 实际上是公司高性价比战略所致, 但整体毛利率保持稳定且微幅提升, 主要因为特A+毛利率在82%以上, 且占比持续提升。我们预计未来特A+产品占比将持续提升, 公司结构将继续优化, 预计毛利率有望逐渐提升。

图 33: 16年来特A、特A+收入增速领跑其他品类



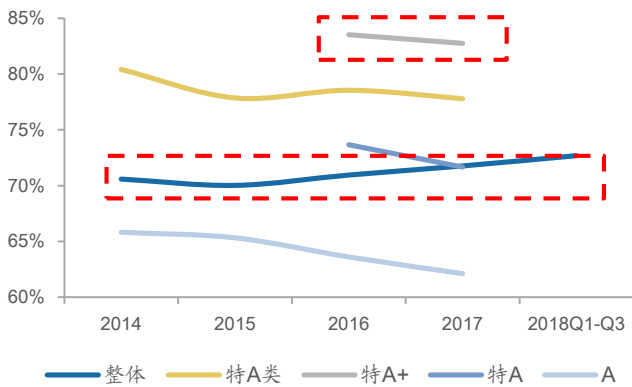
数据来源: Wind, 公司经营数据公告, 广发证券发展研究中心

图 34: 18年前三季度特A+占比50%, 特A类占比84%



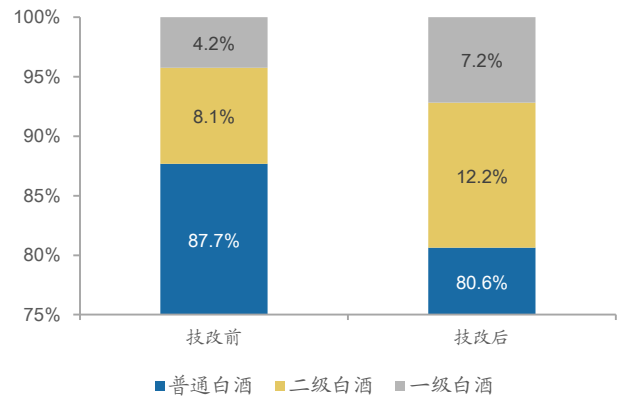
数据来源: Wind, 公司经营数据公告, 广发证券发展研究中心

图 35: 特A+毛利率稳定, 其他产品微幅下降, 特A+占比提升推动整体毛利率稳定



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 36: 技改后成品酒总量不变, 一级白酒、二级白酒占比提升

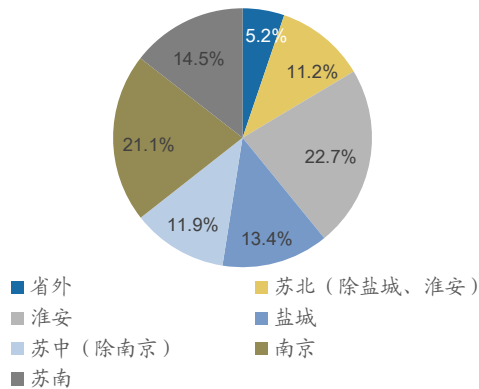


数据来源: 招股书, 公司公告, 广发证券发展研究中心

3. 今世缘渠道推力强, 省内消费升级趋势下有望推动国缘系列持续高增长

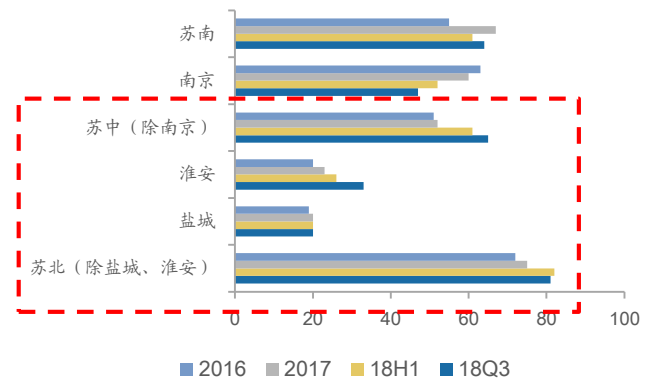
今世缘省内收入占比近95%, 核心市场为南京、盐城和淮安。今世缘18年前三季度省内收入占比94.8%, 其中尤以淮安、南京、盐城占比最多, 分别占比22.7%、21.1%、13.4%, 苏北(除淮安、盐城)、苏中(除南京)、苏南分别占收入比为46.9%、34.8%、22.4%, 苏北、苏中贡献明显, 苏南贡献则相对较低。从经销商数量分布来看, 截止18Q3省内经销商总数为310人, 苏北、苏中、苏南经销商数量分别为134、112、64家, 南京、淮安和盐城三市分别为47、33、20家, 可以看出, 今世缘在核心市场以及苏北、苏中深耕强明显于苏南。

图 37: 18前三季度今世缘省内收入占比近95%



数据来源: Wind, 公司经营数据公告, 广发证券发展研究中心

图 38: 省内经销商数量以苏北、苏中最多



数据来源: Wind, 公司经营数据公告, 广发证券发展研究中心

渠道模式上今世缘学习洋河采用“1+1”深度协销模式, 未来进一步精细化空间仍大。公司在渠道模式上学习了洋河的深度协销厂商“1+1”模式, 由厂商进行主导, 专人匹配经销商, 实行深度协销。同时针对不同产品、渠道制定不同策略。国缘方面通过开设加盟店开发团购、经销商两大渠道; 今世缘方面通过“中国喜酒”定位, 切入喜宴市场, 聚焦餐饮、分销流通渠道。但公司相比较洋河, 公司渠道仍有进一步精细化的空间。根据今世缘2019年发展大会, 公司未来将持续深化厂家主导下的“1+1”深度协销模式, 实现全省城乡区域和不同价格带、消费人群的“精耕”。

表 5: 今世缘与洋河的渠道模式对比, 渠道仍有进一步精细化的空间

	今世缘	洋河
重点市场	大本营淮安、南京、盐城	大本营宿迁、苏中、苏南
经销商数量	截止 18Q3, 省内经销商共 310 家, 其中南京、淮安、盐城等重点市场分别有 47、33、20 家	17 年底经销商 8000 家以上, 省内下沉至县级, 每个县配至少一个经销商, 并下辖乡镇级 30-50 个经销商。
渠道模式	深度协销“1+1”模式并结合渠道综合推广。国缘以加盟店、团购经销商为主; 今世缘通过餐饮、分销流通切入喜宴细分市场。	洋河先后开创了“1+1”营销模式、后终端“4x3”营销、522 极致工程等深度分销营销策略, 为白酒行业深度营销标杆。

数据来源: 公司公告, 酒业家, 广发证券发展研究中心

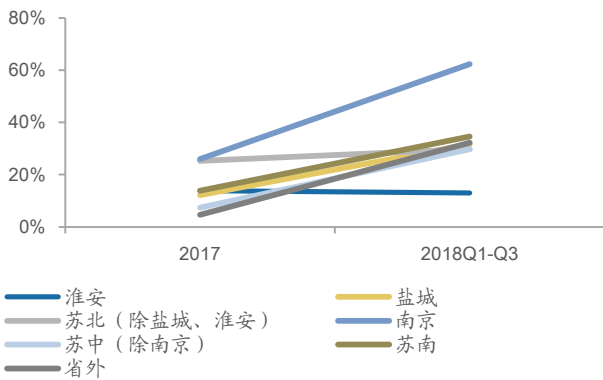
表 6: 新的5年今世缘将继续深耕省内, 进一步提升渠道精细化程度

今世缘新 5 年渠道战略	
分市场	将省内 71 个市县区相对划分为“领跑”、“并跑”、“跟跑”三种市场类型, 明确市场成长空间, 围绕优化经销主体、分类提升品牌、持续深化渠道以及精准产品推广等四个纬度全面优化
分品牌	围绕三大品牌清晰界定取舍各自目标市场、顾客人群以及构建配称对应的经销客户体系, 对单一客户多品牌系列产品的区域市场, 全面梳理、有效评估, 优先引导现有客户围绕自身优势资源及销售基础, 按品牌、分系列设立专职业务团队进行专业化、精细化运作推广。

数据来源: 微酒, 广发证券发展研究中心

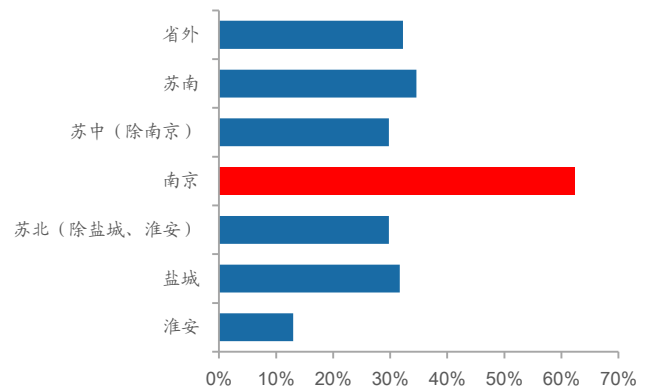
南京为今世缘标杆市场，持续渗透意见领袖带动民间消费，国缘系列收入迅速增长。南京市场为公司的核心市场之一，也是公司通过渗透核心政商务意见领袖，从而带动民间消费的标杆市场。公司在南京市场通过渗透意见领袖进而拉动民间消费的方式主要有两种：1) 通过政府举办的大型活动，使得国缘成为指定用酒，强化国缘在政商届的曝光度及交流。2) 主动承办一系列活动，邀请政商界名流，带动意见领袖的圈层营销，如“国缘杯”书法篆刻展等。通过持续的圈层营销，国缘系列在南京形成了口碑效应，随着民间消费升级向300元以上跃迁，定位次高端的国缘系列在南京地区放量迅速，带动南京地区收入保持持续的高增长，预计18年已经超越大本营淮安成为公司第一大市场。

图 39: 南京市场近两年收入增速在各大市场中保持第一



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 40: 18年前三季度南京收入增速达62%，预计18年已经超越淮安成为第一大市场



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 7: 国缘系列不断渗透政务赞助，形成意见领袖圈层引领，带动民间消费

时间	赞助活动简介
2004/08/19	江苏省体育局确定“国缘”为第28届奥运会江苏奥运健儿的庆功专用酒。
2007/06/10	第十八届亚洲乒乓球锦标赛在扬州举行，“国缘”成为亚乒赛唯一指定用酒
2007/09/20	第九届亚艺术节于9月20日—25日在南通举办，“国缘”成第九届亚艺术节指定用酒。
2016/06/28	“国缘杯”国学精粹书法篆刻展在南京举行。原江苏省委书记陈焕友、原江苏省副省长何权、张九汉、原江苏省人大副主任丁解民、江苏省书法家协会主席孙晓云等领导以及众多书法界的大咖出席。
2016/07/02	今世缘·国缘2016微电影大赛在淮安举行，市委宣传部副部长赵志鹏、市工商局局长蔡莉出席。
2017/05/20	今世缘成为江苏省委、省政府举办首届江苏发展大会晚宴用酒，宴上1200多名海内外各界江苏籍及在江苏学习、工作过的各领域具有影响力的知名人士参会，包括丁肇中、柳传志、董明珠等。

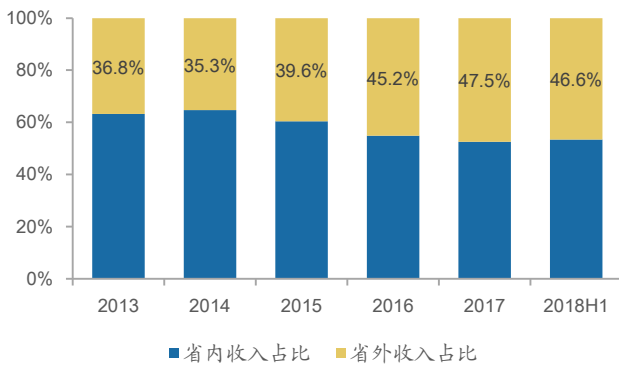
数据来源: 糖酒快讯, 广发证券发展研究中心

洋河进行全国化扩张难以兼顾省内，国缘产品性价比和渠道利润率均较高，与梦之蓝错位竞争能够实现共赢式发展。公司在省内的主要竞争对手为洋河，洋河尝试在南京、淮安两个今世缘销售额最大的区域进行阻击，但是实际效果有限，我们

认为主要是因为以下三点:

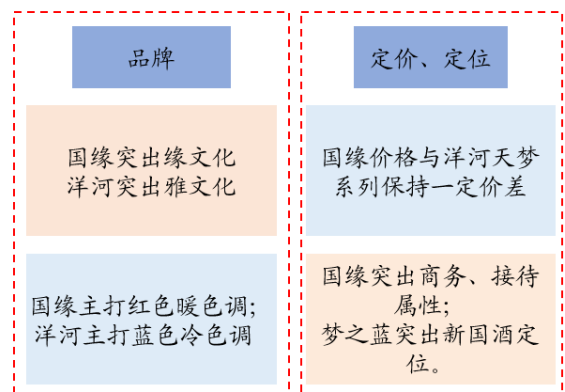
1) 洋河近几年重心逐渐转移至省外市场, 省内市场洋河一家独大的龙头地位已难以撼动, 继续开拓加快推进全国化是洋河的核心战略, 而今世缘的收入基本全部来源于省内, 精力几乎全部投入省内的渠道运作中。2) 梦之蓝和国缘无论在品牌诉求还是在产品定价上均是错位竞争, 目前江苏省次高端增速快, 通过大量投入费用抢夺对方消费群体的性价比较低。3) 洋河省内的重点在于推动梦之蓝的结构升级和价格的稳步提升。国缘四开定价在M3和M6之间, 与M6相比有高性价比。对开定价低于M3, 与天之蓝相近, 与M3相比有高性价比。且国缘系列渠道利润率更高, 以对开为例, 据酒业家、和讯网等, 对开经销商利润率在7-11%, 终端在15%-30%, 而M3经销商利润率在6%左右, 终端在6-11%左右。我们认为国缘未来只需要对梦之蓝采取跟随战略就能够维持错位优势。4) 国缘持续多年不断对核心政商务意见领袖进行圈层营销, 良好的消费氛围有扩散的势头。因此, 在江苏整体消费升级的趋势下, 我们认为国缘和梦之蓝能够共赢式发展。

图 41: 洋河省外收入占比不断提升, 谋求全国化扩张



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 42: 国缘和梦之蓝的品牌诉求、产品定位错位竞争



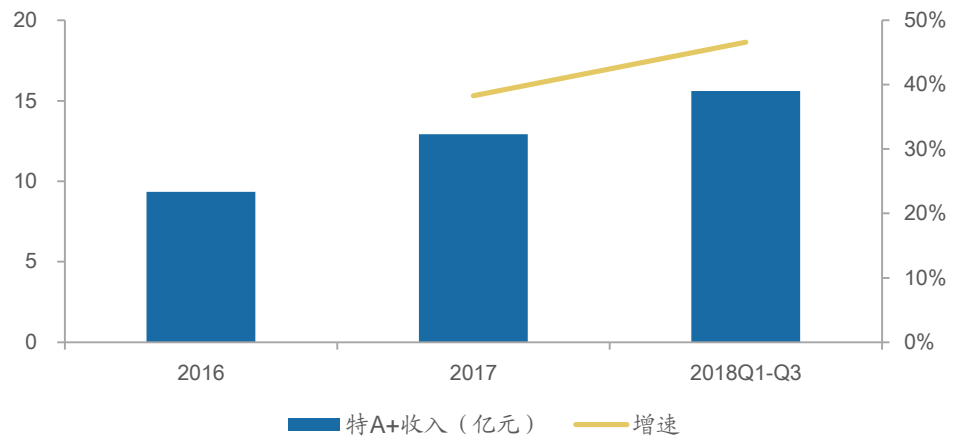
数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

表 8: 国缘相比竞品有着更高的渠道利润率

品牌	产品	渠道利润分配
洋河	天之蓝	出厂价 255, 批价 270, 终端 280-285 (经销商毛利率 6%左右, 终端毛利率 3.7%-5.6%)
	M3	出厂价 340, 批价 360, 终端价 380-400 (经销商毛利率 6%左右, 终端毛利率 6%-11%)
	M6	批价 480, 终端 520 (终端毛利率 8.3%)
今世缘	对开	出厂价 225, 一批价 240-250, 终端 280-330; (经销商毛利率 6.7%-11%, 终端毛利率在 15%-30%)
	四开	出厂价 350 以上, 一批价 380; 终端 410-420 (经销商毛利率 8%左右, 终端毛利率约 7.9%-10.5%)

数据来源: 酒业家, 和讯网, 广发证券发展研究中心

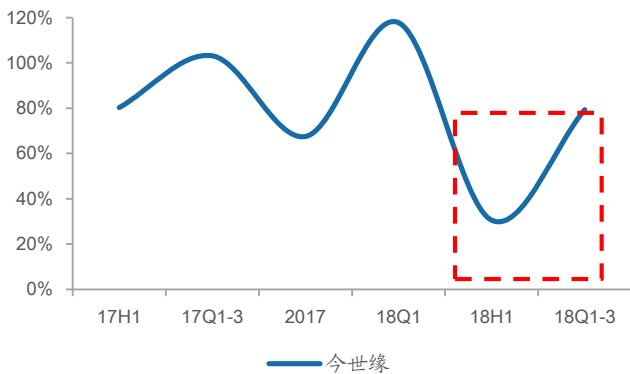
图 43: 国缘对开和四开等产品性价比高、渠道推力强, 推动特A+类产品近两年保持35%以上的高速增长



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

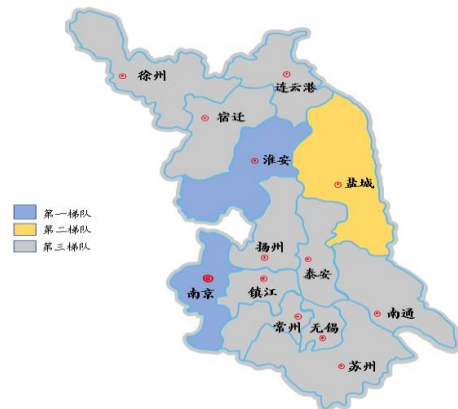
今世缘在省内发展后劲充足, 有望在其余市场复制核心市场的成功。公司经营一直较为稳健, 不对渠道压货, 在整个白酒行业18H1以来预收款增速放缓甚至下滑的趋势下, 今世缘的预收款增长甚至有所加速, 说明经销商动力充足。同时公司与经销商之间更多是合作而非是管理, 给予经销商和终端的让利更高, 渠道推力更强。公司第一梯队的核心市场南京、淮安和盐城收入保持稳健快速增长, 既有渠道持续发力的作用, 也有意见领袖自发推广带来的品牌力提升的作用。因此, 我们认为公司渠道推力强, 品牌力有提升空间, 产品具备高性价比, 有望在其余的第二、第三梯队市场复制核心市场的成功, 公司在省内发展后劲充足。

图 44: 今世缘18H1以来预收款增速有所加速, 说明经销商动力充足



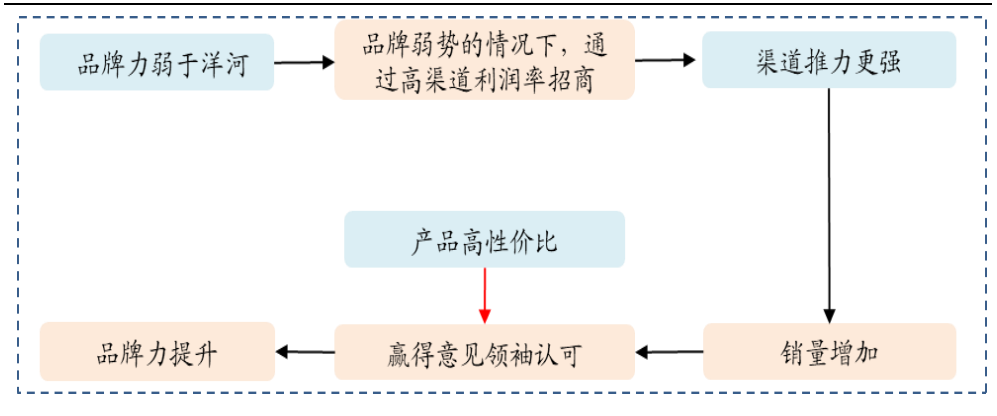
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 45: 今世缘省内其余市场有望复制在核心市场的成功



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

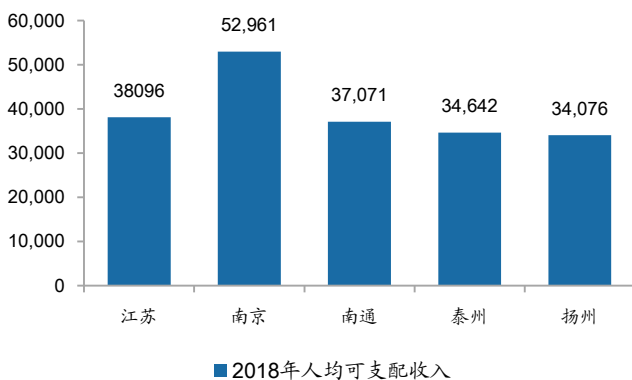
图 46: 产品性价比高、渠道推力强、品牌提升潜力大，省内发展后劲充足



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

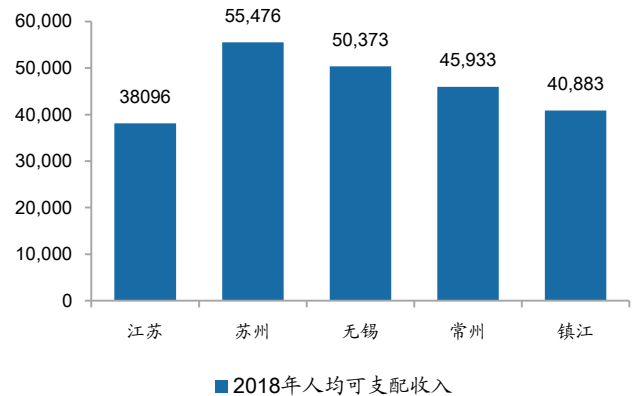
苏中、苏南白酒消费向400元以上升级，国缘四开有望受益。根据佳酿网数据，苏中、苏南地区次高端主要为梦之蓝、国缘、剑南春、郎牌特曲、水井坊等；中低端主要为海之蓝、今世缘典藏、口子窖5年、口子窖6年、古5、古8等。目前除了南京市场外，公司在苏中苏南其余市场收入规模相对较小。根据立鼎产业网，苏中、苏南主流价格带分别为200-250元/瓶、200-400元/瓶。苏中、苏南经济发达，消费升级节奏明显快于苏北，是带动江苏省消费升级的主要力量，目前白酒消费正处在往300元甚至400元以上跃迁过程中，也会是国缘四开未来主要的增量市场。我们认为公司有望复制国缘在南京市场的成功模式，国缘四开及以上产品有望受益苏中苏南的消费升级，接力南京市场实现收入的持续高增长。

图 47: 苏中人均收入水平与江苏整体相当



数据来源: 江苏省统计局, 广发证券发展研究中心

图 48: 苏南人均收入水平高于江苏平均

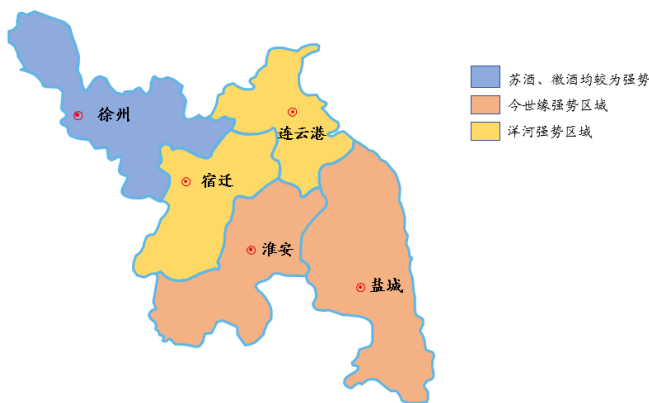


数据来源: 江苏省统计局, 广发证券发展研究中心

苏北市场消费向300元左右升级，国缘对开有望受益。江苏地产酒品牌“三沟一河”均位于苏北，包括位于宿迁的洋河、双沟，位于淮安的今世缘（高沟），及位于连云港的汤沟。苏北作为地产酒大本营，省外品牌在苏北极难立足，根据糖酒快讯，

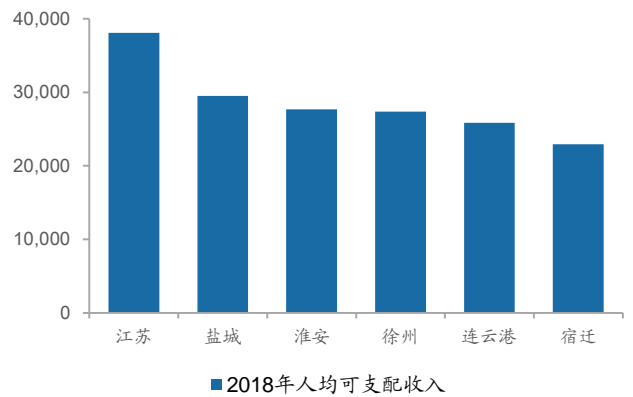
“三沟一河”市占率75%左右，其中宿迁为洋河大本营市场，连云港与宿迁相邻，且是汤沟大本营市场，公司市场份额较小，但其中徐州因位于四省交界，苏酒和徽酒均占据一定份额。因此，今世缘在苏北主要市场为大本营淮安和盐城，在徐州也占有一定份额。根据立鼎产业网，苏北经济相对落后，白酒的主流价格带为150-200元，布局200元以上产品的的基本为今世缘的对开、四开，与洋河天之蓝、梦3和梦6。随着当地民间白酒消费向300元左右或以上升级，我们预计未来布局300元左右的国缘对开将持续受益苏北地区的消费升级。

图 49: 苏北五市中今世缘主要市场为大本营淮安以及相邻的盐城，徐州也占有一定份额



数据来源：酒业家，广发证券发展研究中心

图 50: 盐城、淮安的人均可支配收入为29488元、27696元，低于江苏省的38096元



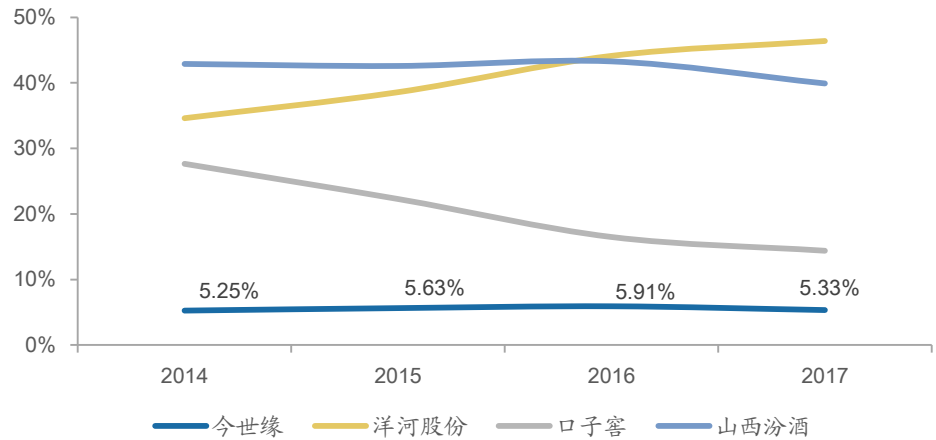
数据来源：江苏省统计局，广发证券发展研究中心

三、今世缘发布公告拟收购景芝重点突破山东，省外市场有望加速增长

1. 今世缘省外收入占比较低，聚焦战略符合公司实际

今世缘省外收入占比仅5%，19年施行“1+2+4”战略聚焦山东市场。14年来今世缘省外收入占比长期维持在5%-6%之间，远低于其他白酒企业。我们认为主要是因为公司过去同时布局多个省份，分散了精力，18年以来，公司逐渐调整了战略，进行重点突破。据19年今世缘发展大会，公司对省外战略进行调整，施行“1+2+4”战略，其中“1”代表山东，“2”代表北京、上海，“4”代表河南、安徽、浙江、江西，突出山东省的战略地位。据公司18年10月发布资产收购重大事项进展公告，公司拟收购山东景芝酒业34%—49%股权，也说明了公司对于山东市场的重视。我们认为公司目前省内市场空间仍大，省外不易过多分散精力，施行聚焦战略符合公司实际情况。

图 51: 今世缘省外收入占比长期维持在5%左右, 对比其他白酒企业占比较低



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

表 9: 今世缘19年对省外市场实行新战略, 重点突破山东省

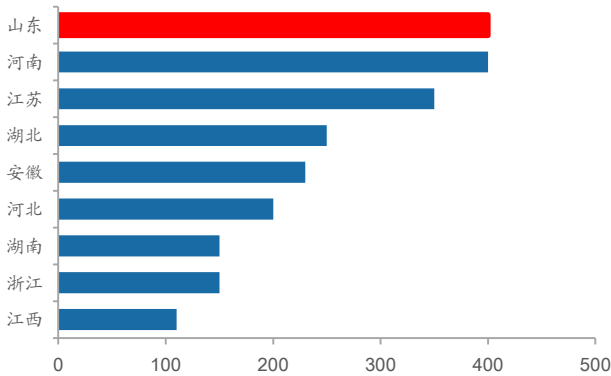
时间	省外扩张战略
2014	战略上“重点突破, 周边辐射”, 策略上“点上做强, 面上做大”。
2015	“全面规划, 重点突破, 梯次开发, 滚动发展”。
2016	“全面突破, 筛选重点, 聚焦投入, 实现滚动发展。”
2017	推出“2+5+N”战略, 坚持“重点突破, 周边辐射”, 做好人员配备, 加快国缘、今世缘品牌泛全国化进程
2019	基于公司与山东景芝的战略合并, 将省外原“2+5”区域拓展规划升级为“1+2+4”, 进一步强化山东市场战略要性, 持续加大周边河南、安徽、浙江、江西等重点省份的培育力度。聚焦运作地级大“N”、县级小“n”, 年内重点选择培育 50 家市县准板块市场, 力争销售占比达到省外市场 50%以上, 有选择、有计划培育 10 个以上国缘品牌地级重点市场。

数据来源: 招股书, 年报, 公司公告, 微酒, 广发证券发展研究中心

2. 山东白酒市场规模高达 400 亿元左右, 进入难度相对较低

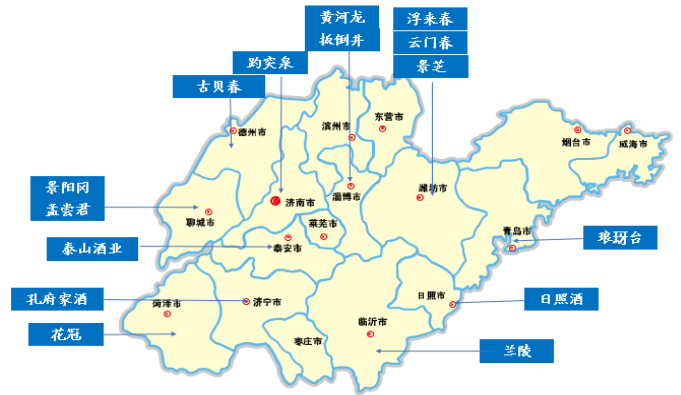
山东白酒市场规模较大达400亿元左右, 且市场较为开放。据中国糖酒网, 山东白酒整体收入规模约400亿元(出厂端), 高于江苏的350亿元。据微酒等媒体, 山东缺乏知名白酒品牌, 地产酒缺乏高端定位。高端和次高端市场均由省外白酒占领, 高端酒茅五泸垄断, 次高端有洋河、汾酒、舍得等, 中端有海之蓝、老窖特曲、老白汾、古井贡等外来品牌。低端酒市场以景芝、扳倒井、花冠等本地酒为主, 且多是盒装酒, 外来品牌主要是牛栏山、波汾、村长等光瓶酒。山东省各地产酒目前处于“诸侯割据”局面, 各地级市均有主导品牌, 导致规模普遍偏低, 其中龙头景芝相对较大, 根据景芝酒业的新5年规划, 景芝18年收入约20亿元, 是山东地产酒龙头。

图 52: 山东白酒市场达400亿元左右, 在全国各省份中排名靠前



数据来源: 立鼎产业网, 广发证券发展研究中心

图 53: 山东各地产酒处于“诸侯割据”局面, 地产酒规模小, 龙头景芝营收约20亿元



数据来源: 微酒, 广发证券发展研究中心

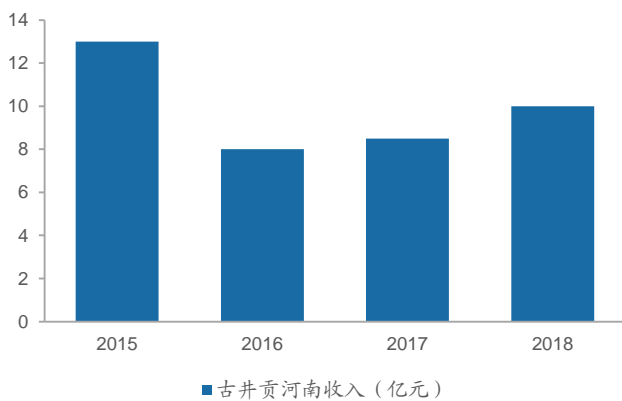
表 10: 苏酒龙头、川黔名酒、汾酒、牛栏山等外来品牌均布局山东

企业	产地	举措
今世缘		拟通过收购景芝加速山东市场渗透。
洋河	江苏	“新江苏市场”包括山东区域, 在山东每个县级市设办事处, 将万家终端快速导入, 借助渠道精细化操作及完善的产品矩阵, 在山东深度下沉。
贵州茅台	贵州	17年茅台酱香酒公司针对山东制定山东“2+6+N”战略, 把济南、青岛作为战略市场, 将淄博、潍坊、临沂、聊城、德州、济宁六市作为强势地级市场, 对N个区域深耕打造县级市场。
习酒		习酒宣布18年为深耕山东市场, 于5月16日在济南运行“习酒浓香战略产品山东市场启动会”。
五粮液		“二次创业”中明确“双百亿”工程, 将山东划为重点市场, 根据“百亿销额、百强商家、百强区域、百强网点、百强销售”的策略布局山东。推进除了水晶瓶、1618、低度五粮液外的五粮特曲、头曲及尖庄, 16年10月23-25日成立五粮特曲山东运营中心
泸州老窖		山东本属老窖强势市场, 全价格带覆盖, 公司采取瘦身策略, 聚焦核心大单品, 加强1573、窖龄、特曲、头曲及二曲在各价位段的竞争力, 18年老窖在山东大致有15亿规模(特曲4亿)。17-18国窖1573年度经销商会议在山东济南召开, 深化老窖山东布局。
郎酒	四川	布局“苏鲁豫皖”中江苏、河南、山东、湖南、河北、四川6个重点市场, 同时小郎酒推进“大北方”市场, 挑选北京、河北、山东、辽宁为重点市场, 18年山东市场增速80%, 逼近10亿规模, 其中青花郎5亿、增速最快, 红花郎、郎牌特曲增速稳定。
舍得		山东市场是舍得传统市场, 18年舍得华北经销商会议在济南召开, 突出山东战略地位。
剑南春		10年以后剑南春对山东区域经理、销售代表进行了调整, 16-18年剑南春收入增速均在40%以上。单点突破上, 通过酒盖兑奖率70%+, 与厂商业务员服务细致, 剑南春在聊城表现强势, 从00年的几百万到18年的8000万, 基本垄断聊城宴会市场。
山西汾酒	山西	17年启动经营业绩改革与全面市场化改革, 山东作为战略市场表现突出。18年汾酒文化大巡展到达山东济南, 举行品鉴活动, 强化“汾老大”品牌力。

数据来源: 酒业家, 广发证券发展研究中心

河南市场与山东类似，古井贡酒深耕河南2018年规模达10亿元以上。据立鼎研究院，河南白酒市场整体收入约400亿元以上，但与山东类似，河南地产酒相对弱势，市场较为开放，高端、次高端市场均由外来白酒品牌占领，中端酒主要以海之蓝、老窖特曲、老白汾、古井贡为主。地产品牌规模小且集中在低端市场，主要有宋河、杜康、仰韶等，低端酒市场中还有部分省外光瓶酒。根据我们17年底发布的《安徽中端酒形成双寡头，古井贡酒和口子窖受益》，古井贡酒自10年就已经开始布局河南，通过复制其省内成熟的营销模式，古井贡河南收入不断提升，15年收入达14亿元。16年公司调整产品结构有所下滑，17年收入端达8-9亿元，18年含税收入约10亿元。

图 54: 18年古井贡河南收入 (含税) 达10亿元



数据来源：微酒，广发证券发展研究中心

图 55: 河南竞争格局类似山东，地产酒基本集中在低端价位

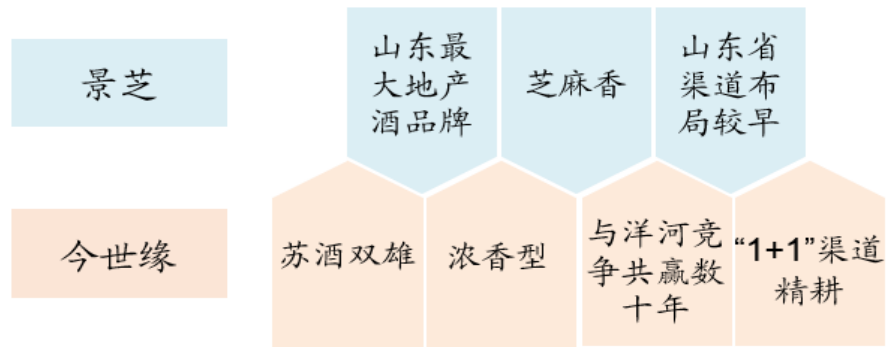


数据来源：微酒，广发证券发展研究中心

3. 今世缘发布公告拟收购景芝实现山东重点突破，大商合作推进环江苏市场扩张

今世缘与景芝能够实现战略互补，借助景芝原有渠道有望在山东市场快速起量。据公司公告，18年10月，今世缘拟收购山东景芝34%-49%股权。公司此次收购暂未并表，但不排除未来有较大概率谋求更大比例的股权，成为实际控制人。我们认为公司与景芝能够形成战略互补，一方面，今世缘具有成熟的管理经验以及在省内运作多年的次高端国缘系列产品；另外一方面，景芝在省内具有现成的渠道。借鉴古井贡深耕河南市场的案例，我们认为河南与山东的消费基础及竞争格局均相似，今世缘输出自身渠道管理经验和产品，加上借用了景芝原有渠道，有望迅速在山东市场起量。

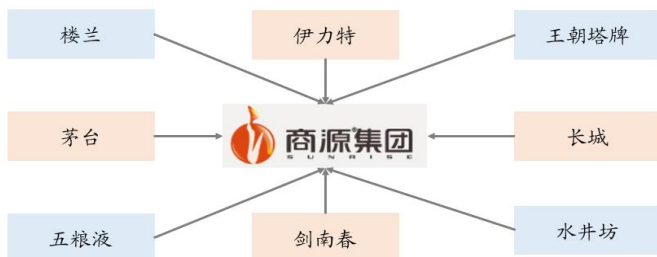
图 56: 今世缘与景芝可形成优势互补



数据来源：酒业家，公司公告，广发证券发展研究中心

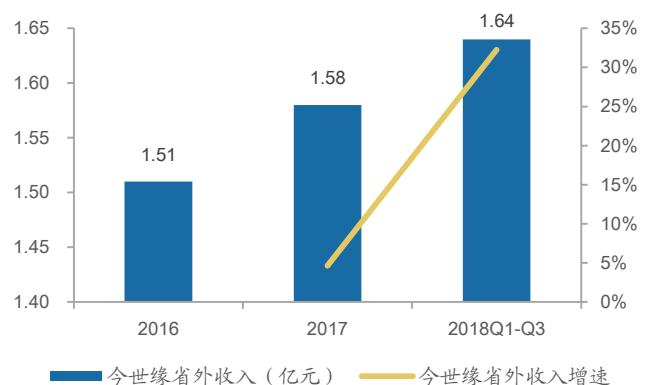
签约浙江大商商源、湖南速腾，大商制符合今世缘省外发展现状。18年5月5日，公司与浙江商源签订战略合作协议，据商源集团官网，商源自94年成立，深耕酒水服务20余年，已成为长三角平台级酒水运营商，下辖40多家合资、控股子公司和超100家直营连锁酒水专卖店，并以每年30%-50%的速度增长。商源经过十多年深耕，旗下同时运营多家知名白酒、红酒品牌，具备足够的品牌代理经验，为今世缘进驻长三角提供强大的渠道、运营支持。据立鼎产业研究网，18年5月14日，公司与小糊涂仙全国最大运营商湖南速腾签订战略合作协议，运营今世缘典藏系列。我们认为公司在浙江和湖南等市场收入体量尚小，借助大商的力量能够迅速扩大收入规模是最符合公司省外发展现状的渠道模式。公司在山东收购景芝、浙江湖南签约大商后，18年省外收入已经出现加速增长，我们预计未来省外收入高增长能够持续。

图 57: 浙江商源经营的酒类品牌多，实力雄厚



数据来源：商源集团官网，广发证券发展研究中心

图 58: 公司省外收入18年出现加速增长



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

四、投资建议

根据以上分析，我们建议重点关注今世缘：

国缘系列产品性价比高，渠道推力强，且在南京市场随着销量扩大，品牌力有提升的趋势，考虑到未来3年江苏省次高端市场仍保持25%以上的复合增长，公司基数较小，且渠道仍在扩张之中，我们预计18-20年以国缘对开、四开及以上产品为主的特A+类产品收入CAGR达30%以上。

随着苏北地区逐渐消费升级至200元价位段以上，公司以国缘单开、今世缘典藏15为主的特A产品有望受益，我们预计18-20年特A类产品收入CAGR达15%以上。

风险提示

今世缘省内渠道扩张不及预期，省内次高端市场竞争加剧，省外扩张不及预期，产品结构升级不及预期，市场投入费用超出预期，食品安全问题。

广发食品饮料研究小组

- 王永锋：首席分析师，经济学硕士，10年证券行业工作经验。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3名。
- 王文丹：联席首席分析师，经济学硕士，4年证券行业工作经验。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3名团队成员。
- 张志遂：研究助理，经济学硕士，2年证券行业工作经验。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3名团队成员。
- 刘景瑜：研究助理，统计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3名团队成员。
- 陈涛：研究助理，统计学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 袁少州：研究助理，经济学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。