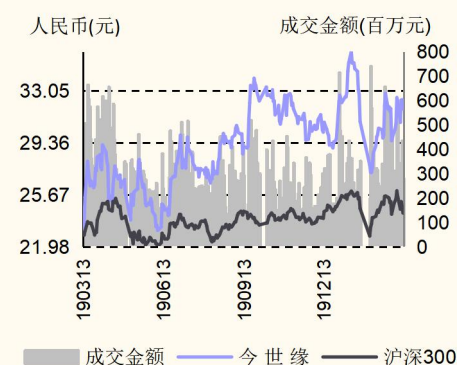


市场价格(人民币): 30.93 元
 目标价格(人民币): 41.00-41.00 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	12.55
已上市流通A股(亿股)	12.55
总市值(亿元)	388.02
年内股价最高最低(元)	32.85/29.50
沪深300指数	3895
上证指数	2887



缘结天下，笃定前行，迈入发展新阶段

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.71	0.92	1.18	1.39	1.80
每股净资产(元)	4.20	4.86	5.68	6.65	8.01
每股经营性现金流(元)	0.80	0.89	0.78	1.39	1.68
市盈率(倍)	21.72	15.80	27.69	23.48	18.20
净利润增长率(%)	18.79%	28.45%	28.83%	17.93%	29.00%
净资产收益率(%)	17.02%	18.88%	20.81%	20.95%	22.44%
总股本(百万股)	1254.50	1254.50	1254.50	1254.50	1254.50

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **长期耕耘与变革，业绩步入加速期。**公司聚焦“国缘+今世缘+高沟”的三大产品体系，覆盖高中低全价位带，主打次高端价位带。2016-2018 营收 CAGR 为 21.03%，归母净利润 CAGR 为 23.55%。2019 年初，公司提出“奋斗新五年，实现翻两番”的目标，发展迈入新阶段。
- **聚焦核心单品，渠道深耕，打造核心竞争力。**1) **品牌：**以“缘”文化为核心差异化定位，国缘、今世缘、高沟三大品牌定位清晰，满足政商、喜庆和日常不同层次的消费需求。2) **产品：**结构清晰，补位策略错位竞争，性价比优势凸显。3) **渠道：**坚持优势团购渠道，培育政商核心消费群体带动大众消费氛围，持续创新团购场景。渠道扁平化精细化建设，深度协销，下沉至县，分区管理，细致深入拓展市场。
- **如何看待今世缘未来空间？省内深耕省外开拓，V 系列有望成为增长新引擎。**1) “结构升级+区域扩张”有望助力公司进一步提升省内市占率。与洋河错位良性竞争，未来市占率有望提升至 20% 以上。区域上，苏南及苏中市场空间依旧广阔。产品上，公司次高端产品占比超过 50%，省内消费升级有助于明显提升产品结构。2) **2020 年省外增长目标翻番，规划未来省外占比达到 20%。**公司聚焦“1+2+4+N”战略，加大渠道建设、品牌推广和消费者培育，省外市场有望加速放量。3) **V 系列对公司有重要意义，一是布局高端市场，强化品牌力；二是增强产品布局，有望打造成新的增长极。**公司以“V9 做形象、V3 做销量、V6 做补充”差异化进行产品布局，以南京及苏南等一线发达区域为推广重心，加快战略性培育布局。
- **节前回款动销良好，多项措施积极应对疫情。**公司春节前回款比例达到 30% 以上，国缘对开四开等主力产品动销良好，渠道库存保持 2 个月以内。公司从二月初开始对经销商和终端进行密集的电话回访，推出多项有效地应对措施，包括优化营销方案、业务团队给予薪酬支持、简化流程、线上办公。

投资建议

- 由于疫情对白酒行业短期需求有影响，公司调整销售目标为全年双位数增长。预计 2019-2021 年收入分别为 47.67/55.00/68.71 亿元，同比 +27.4%/15.4%/24.9%，归母净利分别为 14.82 /17.48 /22.55 亿元，同比 +28.8%/17.9%/29.0%，对应 EPS 分别为 1.18 元/1.39 元/1.80 元，给予公司 2021 年 23 倍 PE，目标价为 41 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济下行、省外市场拓展不及预期风险、产业政策风险

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号: S1130519110005
liuchenqian@gjzq.com.cn

寇星 联系人
kouxing@gjzq.com.cn

内容目录

一、公司概况：优质苏酒龙头，业绩实现高增长.....	4
1.1 主要产品：三大产品矩阵，聚焦次高端.....	5
1.2 经营业绩：16-18 年业绩高增长，迈向全新成长阶段.....	5
二、行业分析：次高端行业扩容，省内消费升级红利持续释放.....	5
2.1 “大众消费崛起+地产酒情结+渠道优势”助力区域龙头崛起.....	5
2.2 江苏为白酒产销大省，消费升级红利释放.....	6
三、竞争优势：聚焦核心单品，深耕团购渠道.....	8
3.1 三大品牌定位明确，缘文化差异化营销.....	8
3.2 产品结构清晰，补位策略错位竞争，性价比优势凸显.....	9
四、未来空间：省内深耕省外开拓，V 系列有望成为增长新引擎.....	12
4.1 省内持续深耕，空白市场依旧广阔.....	12
4.2 公司省外拓展加快，聚焦重点市场.....	13
4.3 布局新 V 系，聚焦打造中高端核心大单品.....	14
4.4 今世缘积极抗“疫”，及时推出多项有效应对措施.....	15
4.5 同行对比：各项指标趋势良好.....	16
五、投资建议.....	17
六、风险提示.....	19

图表目录

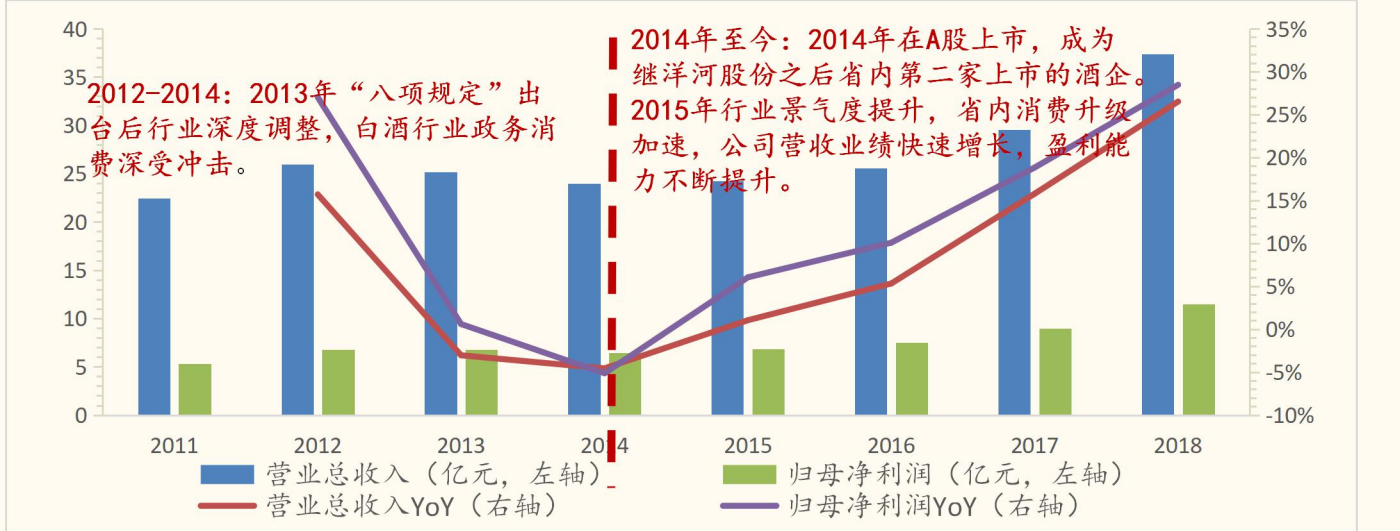
图表 1：今世缘历史复盘.....	4
图表 2：今世缘股东持股情况.....	4
图表 3：2016 年以来营业收入增速持续提升.....	5
图表 4：2016 年以来归母净利润维持较高增速.....	5
图表 5：2011（左）-2018（右）白酒消费群体结构发生变化.....	6
图表 6：地产酒情况（部分）.....	6
图表 7：2010-2018 上半年前十名白酒产量省份.....	7
图表 8：江苏省 GDP 增速高于全国.....	7
图表 9：全国和江苏省居民人均可支配收入逐年增长.....	7
图表 10：江苏省常住人口数量.....	7
图表 11：全国城镇和农村居民消费性支出持续增长.....	7
图表 12：江苏省白酒各价格带占比.....	8
图表 13：今世缘三大产品系列价格带分布.....	8
图表 14：2018 年今世缘产品结构.....	9
图表 15：今世缘产品.....	9
图表 16：2018 年今世缘各产品系列营收及毛利率对比.....	10
图表 17：2018 年今世缘销售渠道占比.....	10
图表 18：2018 年江苏省各大区经销商数量变化.....	11

图表 19: 2018 年今世缘省内外经销商数量占比.....	11
图表 20: 2017-2018 年今世缘省内各大区收入及销量.....	11
图表 21: 今世缘省内设立六大区.....	11
图表 22: 2016-2019Q3 今世缘毛利率和净利率.....	12
图表 23: 2016-2019Q3 今世缘特 A+类产品营收.....	12
图表 24: 2019Q3 今世缘分地区收入占比.....	13
图表 25: 2019Q3 各区域经销商数量.....	13
图表 26: 2018 年洋河蓝色经典产品占比.....	13
图表 27: 2019Q3 今世缘产品结构.....	13
图表 28: 今世缘省外市场“1+2+4”战略布局.....	14
图表 29: 今世缘应对疫情的措施.....	15
图表 30: 2015-2019Q3 次高端酒企净利率对比.....	16
图表 31: 近五年次高端酒企 ROE 显著提升.....	16
图表 32: 2015-2019Q3 次高端酒企销售费用率对比.....	16
图表 33: 2015-2019Q3 次高端酒企管理费用率对比.....	16
图表 34: 2015-2019Q3 次高端酒企存货周转天数对比 (天)	17
图表 35: 2015-2019Q3 次高端酒企资产负债率对比.....	17
图表 36: 今世缘产品结构拆分 (单位: 百万元)	18
图表 37: 今世缘盈利预测.....	18
图表 38: 可比公司估值对比.....	19

一、公司概况：优质苏酒龙头，业绩实现高增长

今世缘的前身是江苏著名三沟之一的高沟酒厂，高沟酒是名扬天下的江淮派（苏、鲁、皖、豫）浓香型白酒的卓越代表。三沟一河即汤沟酒、洋河酒、双沟酒、高沟酒。公司于2014年在A股上市，成为继洋河股份之后省内第二家上市的酒企。2015年行业景气度提升，省内消费升级加速，公司步入营收业绩快速增长，盈利能力不断提升。2019年初，公司提出“奋斗新五年，实现翻两番”的宏伟目标。

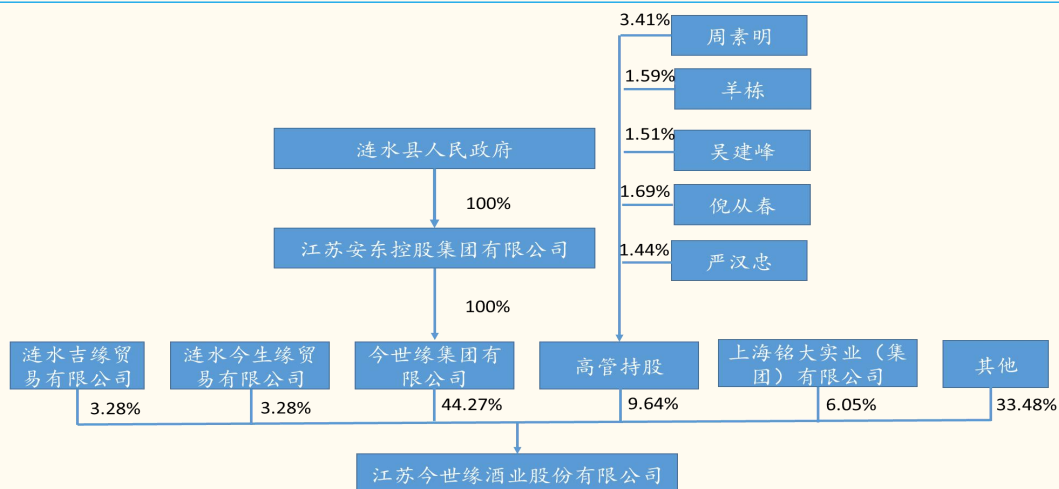
图表 1：今世缘历史复盘



来源：公司公告，公开资料整理，国金证券研究所

管理层持股，股权激励充分。公司实际控制人为江苏省涟水县人民政府，截至2019年H1持股比例为44.72%。公司管理层均有持股，截至2019年H1，公司前10大股东中高管占据5席，高管合计持股比例达到9.64%。可见管理层利益与公司充分绑定，有利于提高管理层积极性以及稳定性，并且员工持股在上市前已经完成，完善的股权激励机制有助于提高。

图表 2：今世缘股东持股情况



来源：公开资料整理，国金证券研究所

1.1 主要产品：三大产品矩阵，聚焦次高端

■ “国缘+今世缘+高沟”产品结构清晰

国缘定位“中国高端中度白酒”，聚焦次高端。国缘品牌价格300-600元，聚焦政商消费群体。2004年，国缘品牌创立，恰逢白酒黄金十年发展期，受益于期间高端产品价格大幅上涨，发展迅速。行业调整期内，坚持高价位，增强品牌力。2018年，国缘在公司收入中占比65%左右，其中对开和四开在国缘中合计占比达75%以上。

今世缘定位“中国人的喜酒”，拓展喜宴场景。今世缘聚焦100-300元价格带，2018年占收入比重34%，其中典藏占比今世缘收入50%以上。由原来的主攻婚宴市场，今世缘产品开始拓展喜宴场景，如乔迁之喜、中榜之喜等。

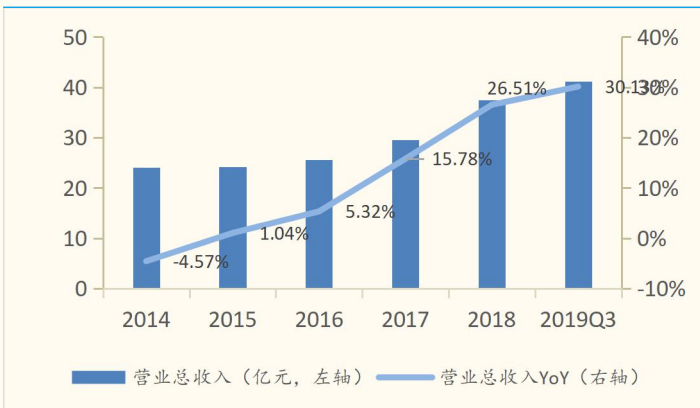
■ 高沟酒定位“正宗苏派老名酒”，聚焦中低端大众消费。高沟主攻50-100元价格带，定位为友缘，消费场景为朋友聚会。2018年营收8000万元左右，体量较小。

1.2 经营业绩：16-18年业绩高增长，迈向全新成长阶段

➢ 2018年营收复合增速21.03%，归母净利复合增速23.55%

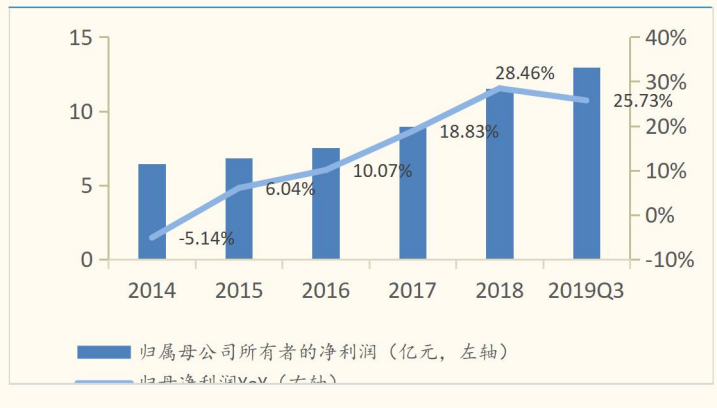
- 2018年度，公司实现营业收入37.41亿元，同比上升26.51%；归母净利润11.51亿元，同比上升28.46%。
- 公司近年来营收与归母净利年均复合增长率稳步提升。2016-2018年，公司营业收入始终保持正增长，从24.00亿元增长到37.41亿元，复合增速为21.03%；归母净利润从6.46亿元增长至11.51亿元，复合增速为23.55%。
- 省内收入占比9成以上，省外加速迈步。公司2018年实现营业收入37.41亿元。分地区看，省内的营业收入约为35.16亿元，占比达92.70%，同增26.70%；省外的营业收入约为2.00亿元，占比7.3%，同增26.59%。

图表3：2016年以来营业收入增速持续提升



来源：Wind，国金证券研究所

图表4：2016年以来归母净利润维持较高增速



来源：Wind，国金证券研究所

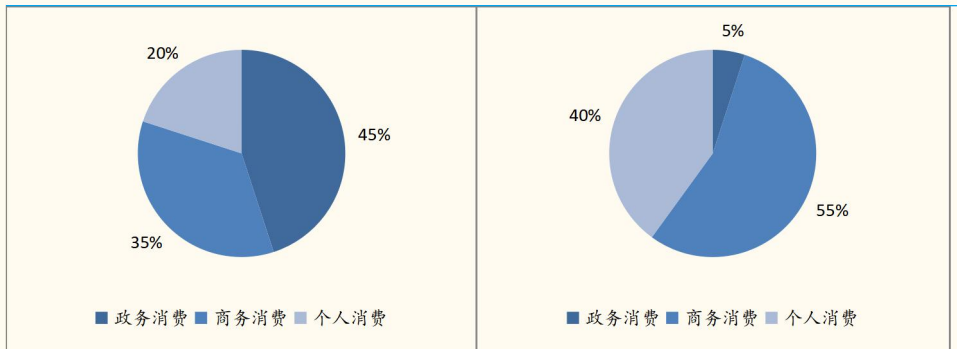
二、行业分析：次高端行业扩容，省内消费升级红利持续释放

2.1 “大众消费崛起+地产酒情结+渠道优势”助力区域龙头崛起

白酒大众消费的背景下，人均可支配收入增长促进消费升级，白酒主流消费价格带提升，次高端白酒性价比提升。白酒行业复苏，消费升级带来白酒根基由原来的三公消费群体转向商务、大众消费群体。2012年前，政务消费在白酒消费结构中占比45%。2012年，限制三公消费之后，消费需求呈现断崖式下跌，商务、大众消费逐渐取代政务消费。2018年，商务消费占比达到55%，

个人消费占比也提升至 40%。2015 年起，茅台、五粮液、泸州老窖等高端白酒批价稳中向上。拉高白酒行业价格天花板的同时，提升了次高端白酒的性价比，增加次高端白酒需求。

图表 5：2011（左）-2018（右）白酒消费群体结构发生变化



来源：Wind，国金证券研究所

- 次高端白酒市场形成挤压式竞争格局，具备渠道力与产品力的品牌更具优势。现阶段次高端白酒市场未形成类似高端白酒市场的稳固竞争格局，各酒企依靠自身品牌、渠道、产品形成挤压式竞争格局。市场上认同的主流次高端酒企有洋河股份、山西汾酒、剑南春、水井坊等。地产酒企业数量占酒行业 70% 以上，作为重要组成部分。在白酒升级的时代下，地产酒凭借产品结构升级、消费者情结和渠道优势，一方面实现集中度提升，另一方面也驱动地产龙头持续发展。

图表 6：地产酒情况（部分）

区域	企业	2018 年规模 (亿元)	主流产品	主流价位
1	江苏 今世缘酒业	37.41	对开国缘、四开国缘、国缘 K3、国缘 K5	200、300、400、500
2	安徽 古井贡酒	86.86	献礼、古 5、古 8、古 16	85、110、220、350
3	安徽 口子窖	42.69	5 年、6 年、10 年、20 年	85、110、220、350
4	安徽 迎驾贡酒	34.89	洞 6、洞 9、洞 16、洞 20	110、220、350
5	河南 仰韶酒业	30	献礼、天时、地利、人和	80、100、300、400
6	河南 宋河酒业	14	国字 3、国字 6、国字 9	100、300、500
7	河北 衡水老白干	35.83	十八酒坊 8 年、15 年、20 年、5 星、古法 20 年	130、260、400、700
8	湖北 白云边	45.82	9 年、12 年、15 年、18 年	80、120、200、300
9	湖北 毛铺苦荞	30	黑荞、紫荞、玉荞	110、200、300
10	江西 四特酒业	43	弘韵、雅韵、国韵	200、400、500
11	山东 景芝酒业	33	景阳春、一品景芝、景芝年份	60、100、300
12	山东 花冠酒业	20	金钻、蓝冠、柔酒大师、鲁雅香	80、100、300、400
13	陕西 西凤集团	50.16	6 年、15 年陈酿、华山论剑系列、国花瓷、旗帜	80、100、300、400
14	甘肃 金徽酒业	14.62	18 年、柔和、五星、三星、四星	50、100、200、300

来源：公开资料整理，国金证券研究所

2.2 江苏为白酒产销大省，消费升级红利释放

- 江苏为白酒产销大省，人均可支配收入持续提升。从历史白酒产销量来看，江苏一直位居全国前五。近年来，省内人口数增加，经济增长稳定，消费水平持续提升。江苏省人口数不断增长，由 14 年的 7960 万人增长为 18 年的 8051 万人，年复合增长率为 0.28%。同时，江苏地区生产总值保持较高速增长，增速一直保持超过全国 GDP 增速水平。18 年江苏省 GDP 达到 92595 亿元，14-18 年的年复合增长率为 9.21%。GDP 增长带动居民人均支出增加，江苏省居民人均可支配收入明显高于全国水平。2018 年江

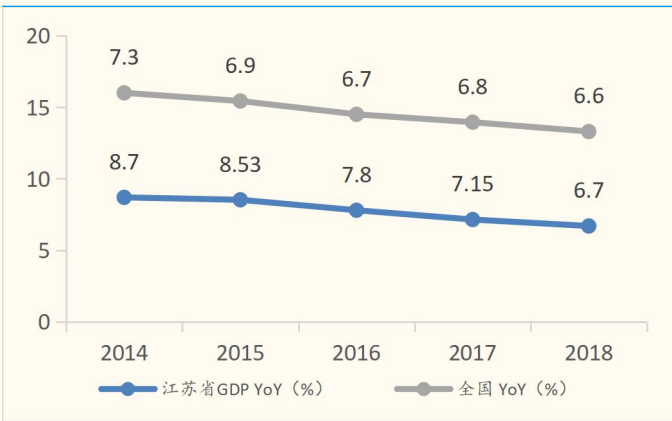
江苏省人均可支配收入为 92595 元，而全国人均可支配收入为 28228 元，江苏高出全国平均水平 34.96%。常住人口数量的增加，经济的发展，较高的人均收入水平与食品研究消费支出，为江苏的消费升级提供了动力。

图表 7：2010-2018 上半年前十名白酒产量省份

年份	前十名省份
2010	四川、山东、河南、辽宁、江苏、安徽、吉林、湖北、内蒙古、河北
2011	四川、河南、山东、辽宁、江苏、内蒙古、吉林、安徽、河北、湖北
2012	四川、山东、河南、江苏、辽宁、湖北、内蒙古、吉林、安徽、黑龙江
2013	四川、山东、河南、江苏、湖北、内蒙古、吉林、辽宁、黑龙江、安徽
2014	四川、山东、河南、江苏、湖北、内蒙古、吉林、黑龙江、辽宁、安徽
2015	四川、山东、河南、江苏、湖北、内蒙古、吉林、黑龙江、安徽、辽宁
2016	四川、河南、山东、江苏、湖北、内蒙古、吉林、黑龙江、安徽、辽宁
2017	四川、河南、山东、江苏、湖北、内蒙古、吉林、黑龙江、安徽、辽宁
2018	四川、江苏、湖北、北京、安徽、河南、山东、贵州、吉林、山西

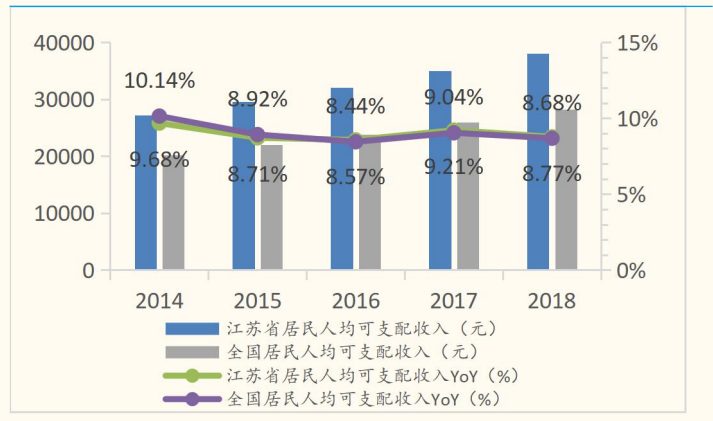
来源：中国产业信息网，国金证券研究所

图表 8：江苏省 GDP 增速高于全国



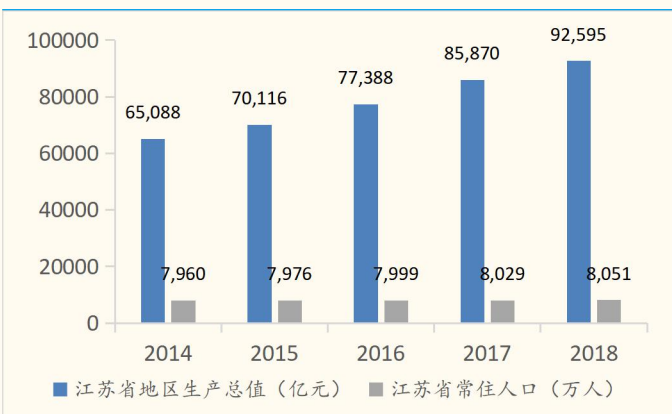
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 9：全国和江苏省居民人均可支配收入逐年增长



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 10：江苏省常住人口数量



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 11：全国城镇和农村居民消费性支出持续增长

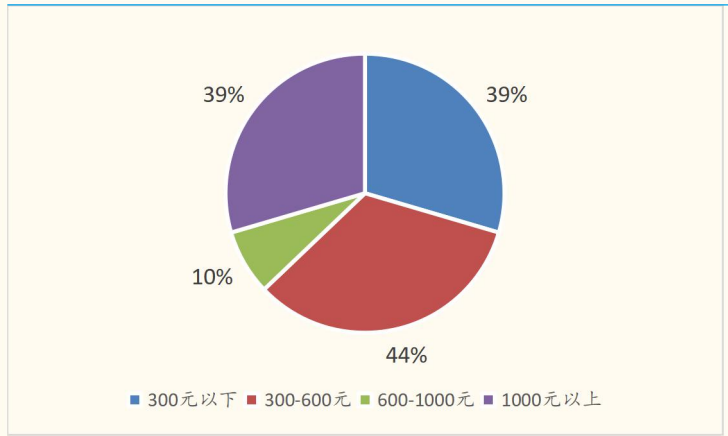


来源：国家统计局，国金证券研究所

价格带方面，江苏白酒消费 300 元以上价格带实现高增长，产品结构明显优于全国市场。江苏白酒主要消费价格带已从 2010 年 100-200 元价格带上移至 13-15 年的 250-400 元价格带。2016 年起，300 元以上价格带已经成为核心价格带。江苏省 300 元以上白酒产品占比 45% 左右，1000 元以上高端产品占比近 40%。而从全国来看，100 元以下的低端酒与 100-300

元的次高端酒为主流。从省会南京来看，婚宴用酒产品从 10 年 100 元提升到 300 元以上，整个次高端价位带持续扩容。

图表 12：江苏省白酒各价格带占比



来源：Wind，国金证券研究所

三、竞争优势：聚焦核心单品，深耕团购渠道

3.1 三大品牌定位明确，缘文化差异化营销

- 公司有高沟、今世缘、国缘三大品牌，定位清晰，满足各层次消费需求
 - **国缘**：2004 年公司创新成立国缘品牌，坚持卓越品质，曾作为江苏奥运军团庆功酒和峰会指定用酒，获得“2007 中国十大高端商务白酒品牌”、中国外交部和驻外使领馆接待用酒等，2010 年上海世博会联合国馆专用白酒。品牌定位“中国高端中度白酒”、“更舒适的高端白酒”，品牌理念“成大事、必有缘”，抓住次高端扩容机遇，聚焦政商消费人群的次高端消费市场。
 - **今世缘**：以缘文化为核心，1996 年今世缘品牌诞生，2001 年被指定为“江苏省接待用酒”。品牌定位“中国人的喜酒”，“家有喜事，就喝今世缘”，聚焦中档家庭喜庆、民俗节庆、中华婚宴等消费场景。
 - **高沟**：江苏名酒“三沟一河”之一，为正宗苏派老名酒。公司前身高沟酒厂于 1949 年成立于江苏省涟水县，品牌定位“老朋友一起喝的酒”，聚焦中低端大众日常消费。

图表 13：今世缘三大产品系列价格带分布

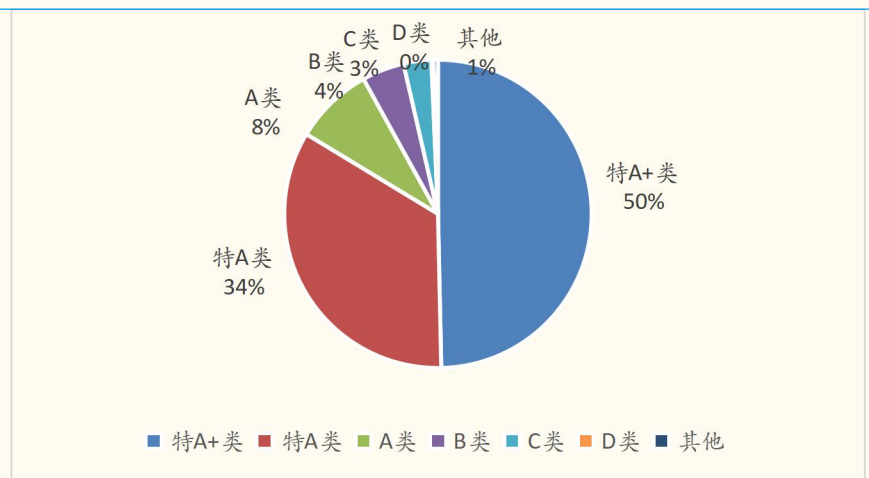


来源：公司公告，国金证券研究所

3.2 产品结构清晰，补位策略错位竞争，性价比优势凸显

- **国缘**：主推K系列、开系列、雅系列，代表单品有K5、双开、四开、柔雅国缘、淡雅国缘。其中，双开和四开为国缘品牌核心走量产品。V系列作为国缘品牌高度拔高的形象产品受到公司战略重点培育，公司资源有策略地向高端产品倾斜。2018年下半年，公司推出“国缘V系列”V3、V6两款幽雅醇厚型创新浓香产品，并于2019年推出V9清雅酱香型白酒，在省内苏南、北上广深等制高点市场重点推广。
- **今世缘**：主要产品系列为年份典藏系列，重点打造典藏5、10、15、30年，定位100-300元价格带，对标洋河海之蓝和双沟部分产品。同时，公司不断精简产品品牌数量，淘汰部分规模小、形象档次低的区域产品，从而聚焦战略单品，提升整体产品结构。
- **高沟**：主推新天地、老酒、青花系列，定位100元以内价格带，代表单品为42度高沟、老酒、光瓶产品。

图表 14：2018 年今世缘产品结构



来源：Wind，国金证券研究所

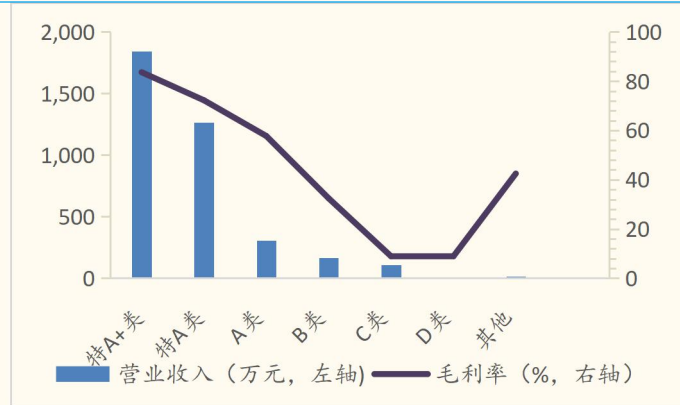
图表 15：今世缘产品

分产品	18 年收入占比	主要产品	终端指导价 (元/瓶)	产品图片
特 A+类	49.89%	国缘 V9	2299	
		国缘 V6	1679	
		国缘 V3	888	
		国缘四开	558	
		国缘 K3	308	
特 A 类	34.15%	国缘对开	338	
		国缘单开	229	
		国缘柔雅	538	
		国缘淡雅	188	
		今世缘典藏 15	228	
		今世缘典藏 10	168	
A 类	8.34%	大青花	/	
B 类	4.46%	小青花	/	
C 类	2.93%	高沟系列、蓝瓷系列	/	/
D 类	0.22%			

来源：京东，Wind，国金证券研究所

- **国缘产品卡位次高端，性价比优势明显。**从价格看，四开对标梦3，双开对标天之蓝，定价均低于洋河，而K系则补位梦6、梦3和梦3、天之蓝之间的价格带，占位次高端；国缘中端产品（单开、淡雅）主要对标海之蓝和双沟部分产品，占位中高端。V系列定位超高端，其中V3为800多元，对标五粮液、国窖；V6在1400元左右，补位茅台与五粮液之间价格带；V9定价2000元以上，致力于进一步拔高品牌高度。受益于消费升级次高端扩容风口快速放量增长，国缘收入占比已从15年约50%提升至18年约65%。

图表 16：2018 年今世缘各产品系列营收及毛利率对比

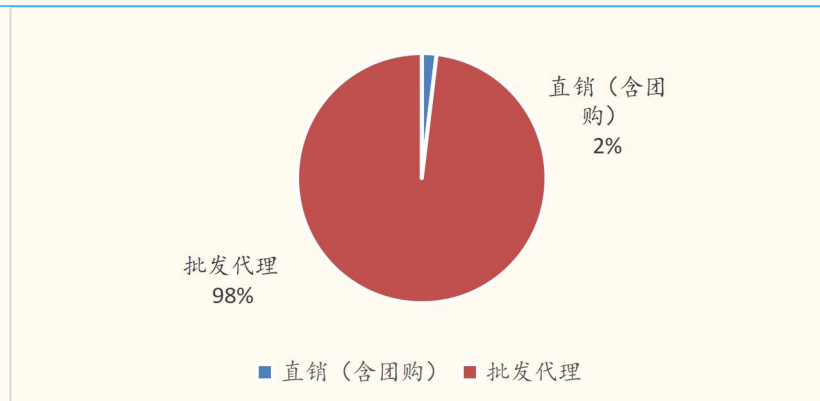


来源：Wind，国金证券研究所

3.3 团购优势明显，渠道建设精耕细作

- 公司在团购渠道的优势主要在省内政商消费中占主导地位。公司持续加强终端建设与管理，强化资源整合，注重团购、流通、酒店、商超、电商五大渠道的全面协调发展。近年来，公司在团购渠道上创新开发新客户，村委会、卫生院、4S店、商场等都是潜在客户，推动着团购渠道的持续增长。在政府出台三公消费限制后和2013-14年行业调整时期，公司通过合理定价，转型开发新的企业消费客户，利用签订打包协议和返利政策等措施抢占了团购资源。此外，团购渠道消费者粘性高、需求稳定，也进一步巩固了今世缘在团购渠道上的竞争优势地位。

图表 17：2018 年今世缘销售渠道占比

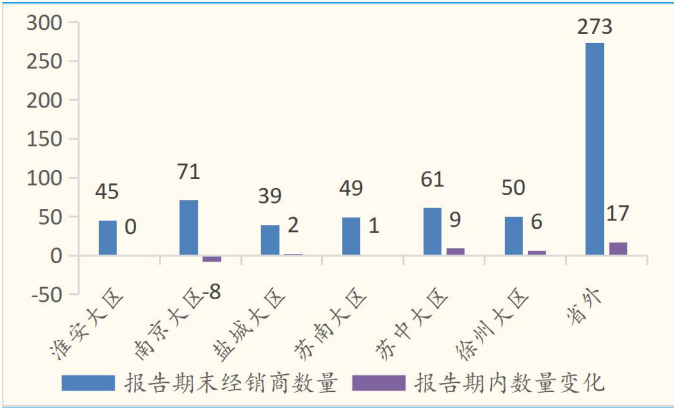


来源：公司公告，国金证券研究所

- **网格化+扁平化+精细化建设，渠道利润丰厚，优化经销商管理。**在夯实渠道建设方面，按照“因地制宜、品牌匹配、分类施策”三项原则分类精耕。经销商库存低、忠诚度高、费用结算效率高、资金压力小。2018年公司省

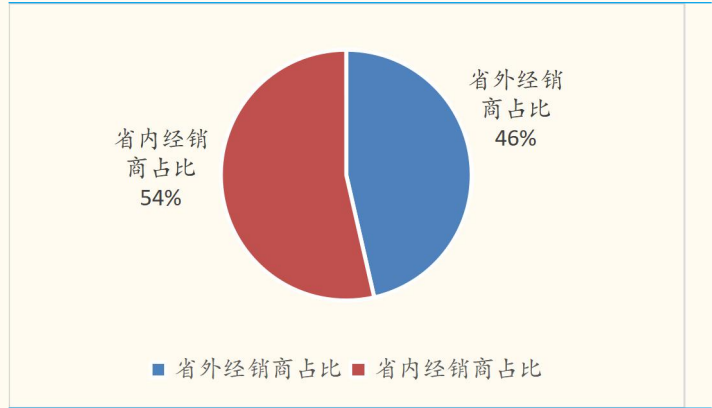
内经销商数量增加 10 家，同时省外增加 17 家。为深化经销商管理改革，公司按照事业部的方向改组营销前、后台架构，整合人员调整职责，实施专业化运营；并继续强化信息化平台建设，启动营销流程再造；进一步完善经销商分级分类管理制度和经销商培训制度；完善市场监管制度，规范市场管理。同时公司出台包括完善客户资金支持制度，建立经销商业务团队培训机制，提供人员增补底薪支持，制定“缘二代”事业传承人培养计划等方案与经销商打造成命运共同体。

图表 18: 2018 年江苏省各大区经销商数量变化



来源：公司公告，国金证券研究所

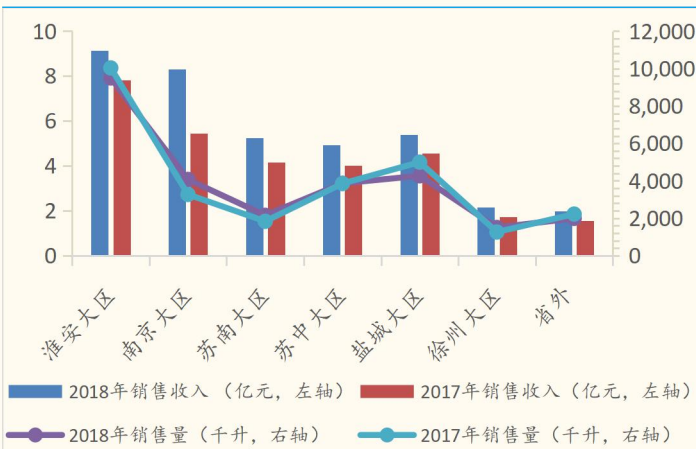
图表 19: 2018 年今世缘省内外经销商数量占比



来源：公司公告，国金证券研究所

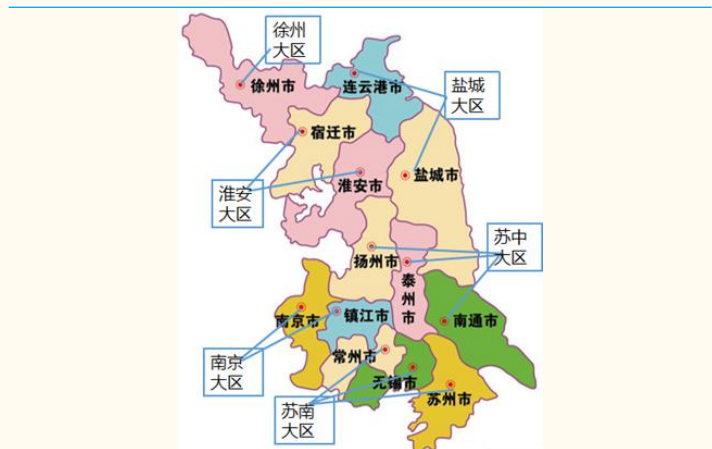
- **“研发+采购+生产+销售”模式积极转变。**目前公司销售模式以厂家主导下的“1+1”深度协销模式为主，根据营销战略实行分产品、分区域管理，销售渠道目前仍以经销为主。通过构建合理、稳定的利益分配体系，深化卓越绩效在营销系统推广，从组织变革、预算变革、流程变革、授权与授信变革、监管变革、绩效变革、资源保障变革等方面，不断深化“1+1”深度协销模式的协同力。公司根据年度计划及市场需求，做好新产品、新酒体研发；结合库存情况采购原材料；生产按照制曲、酿酒、勾储、灌装的生产计划组织实施；销售模式分为经销模式和直销模式，经销模式针对的渠道为经销商，对商超、酒店、零售等重点团购单位等实行直销。江苏省内淮安和南京市市区有部分直销，省外上海、北京也有部分直销，喜庆家微商城、电商主流平台合作深入开展，基本完成了“1+5+新零售”的渠道网络建设。

图表 20: 2017-2018 年今世缘省内各大区收入及销量



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 21: 今世缘省内设立六大区



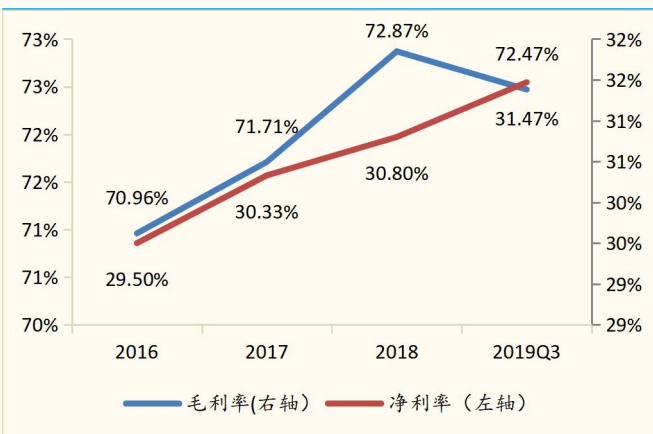
来源：公司公告，国金证券研究所

四、未来空间：省内深耕省外开拓，V系列有望成为增长新引擎

4.1 省内持续深耕，空白市场依旧广阔

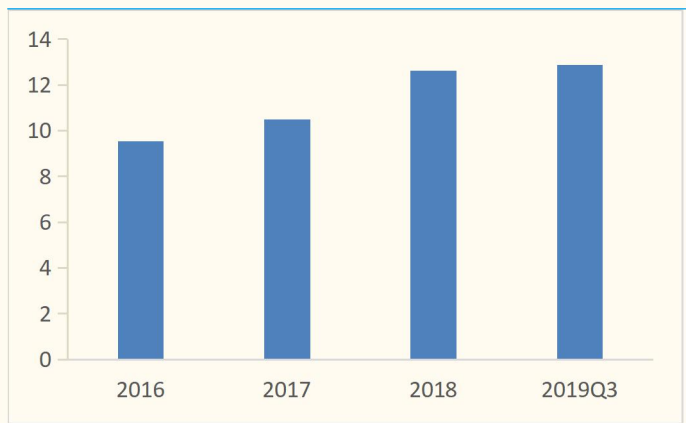
- 公司省内收入占比达到 95%，江苏白酒市占率为 10%。省内发展空间有多大？如何成功开拓空白市场？和洋河的竞争趋势是怎么样？以上为市场较为关注几点。
- 我们认为，“结构升级+区域扩张”有望助力公司进一步提升省内市占率，与洋河错位良性竞争，未来有望将市占率提升至 20% 以上。区域上，与对今世缘来说，省内县区级市场仍有较大空间。产品上，公司次高端产品占比超过 50%，省内消费升级有助于明显提升公司营收。渠道上，公司持续推进渠道扁平化，增强对终端的掌控力，持续享受渠道红利。品牌上，国缘作为江苏地产酒在品牌力和消费者基础上具有优势。
- 江苏白酒消费价格带提升，助力产品结构提升
 - 江苏白酒核心消费价格带从 2010 年的 100-200 元提升至 2019 年 300-400 元。国缘定位于次高端市场，受益于价位带提升，其增速自 17 年以来一直保持在 40% 以上。公司特 A 类以上产品收入占比提升至 2018 年 83%，持续推动公司盈利能力提升。展望未来，江苏省内消费升级持续，公司产品结构有望进一步升级。

图表 22：2016-2019Q3 今世缘毛利率和净利率



来源：Wind，国金证券研究所

图表 23：2016-2019Q3 今世缘特 A+类产品营收

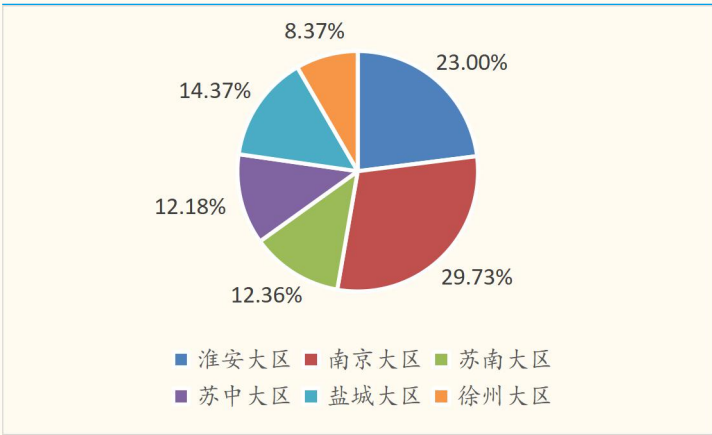


来源：Wind，国金证券研究所

- 省内市场是公司的核心市场，贡献营收高达 95%，但市占率仅为 10%，相较于洋河仍有较大差距。2018 年公司省内收入 35.16 亿元，仅占江苏 350 亿元白酒市场的 10% 左右；国缘产品收入约为 24 亿元，仅占江苏 155 亿元次高端白酒市场的 15% 左右。
- 分区域看，核心市场南京表现亮眼，苏南苏中等市场有望成为新的增长极。2019Q3 南京市场收入为 11.40 亿元，同增 47.84%。南京市场实现高增长的原因有三：一是国缘等中高端产品在南京的政商消费中有较高的认可度和较强的品牌基础，带动了整体消费氛围，促进国缘的放量。二是公司高度重视南京地区这一大的战略性市场，由公司核心领导分管，以团购渠道为主。三是公司通过渠道扁平化、精细化运作，渠道和终端利润高于竞品。
- 苏南市场省外名酒占 7 成，今世缘有较大发展空间。苏南市场经济发展水平位居江苏省前列，有利于国缘这类次高端产品占比提高，未来发展潜力大。目前公司持续增加苏南地区的经销商数量，精耕渠道。苏南地区 18 年营收约 5 亿元，同比+26%，2019Q3 营收约 4.74 亿元，同比+26.96%。竞争格局方面，苏南市场有较多省外品牌，今世缘和洋河的市占率仅 30%，在面对较多种竞品的同时有较大提升空间。此外，公司针对目前省内区域之间的发展不平衡与市区和县区之间的不平衡，有望通过扁平化、网格化和精细化来规划管理省内每一个县级

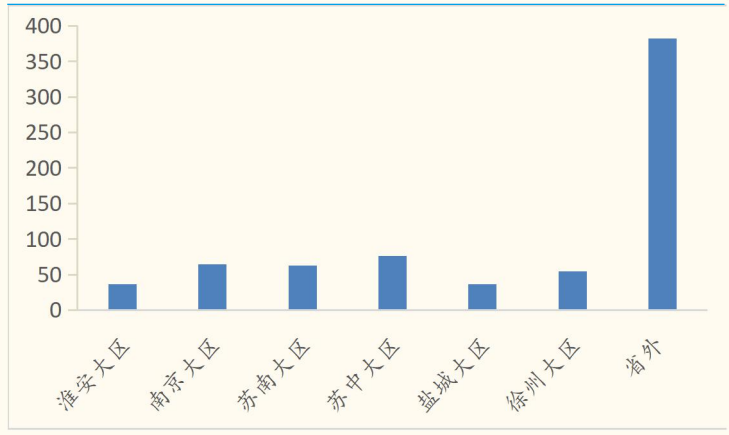
市场，增强经销商对终端的掌控、公司对终端和经销商的管理，培育消费者。

图表 24：2019Q3 今世缘分地区收入占比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 25：2019Q3 各区域经销商数量

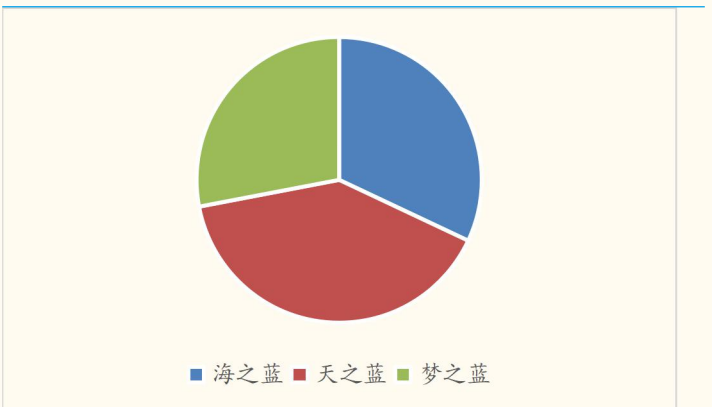


来源：Wind，国金证券研究所

■ 如何看待和洋河的竞争？错位发展，良性竞争

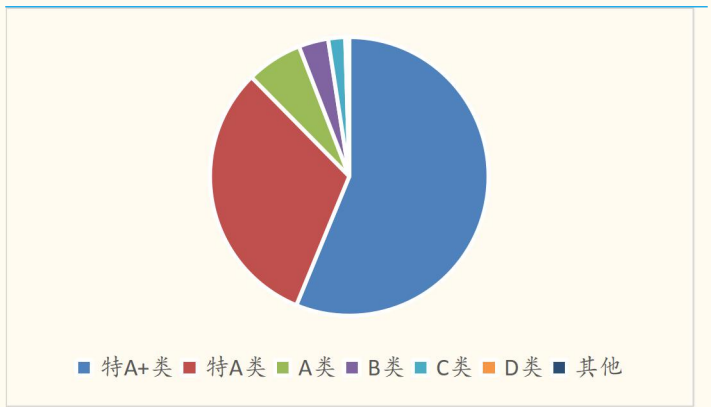
- 近几年，今世缘在江苏省内发展速度超过洋河的原因有四：一是洋河近几年省外投入较多，省内竞争压力减缓。二是洋河省内收入 120 亿左右，高基数下维持高增长难度较大。三是今世缘团购渠道优势凸现。四是今世缘做团购起家，在流通渠道切入较晚，渠道价格相对不透明，渠道利润的相对优势较为明显。
- 省外次高端名酒市场依旧强势，苏酒共享增量市场。省内洋河今世缘市占率之和约为 45%，外来全国性白酒品牌占据超半数市场份额，因此整体市占率提升空间较大。2019-2020 年，洋河为自身调整阶段，整体重心在于稳定海天产品，发展梦 6+ 大单品。与今世缘的发展阶段和核心产品形成一定的错位竞争。

图表 26：2018 年洋河蓝色经典产品占比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 27：2019Q3 今世缘产品结构



来源：Wind，国金证券研究所

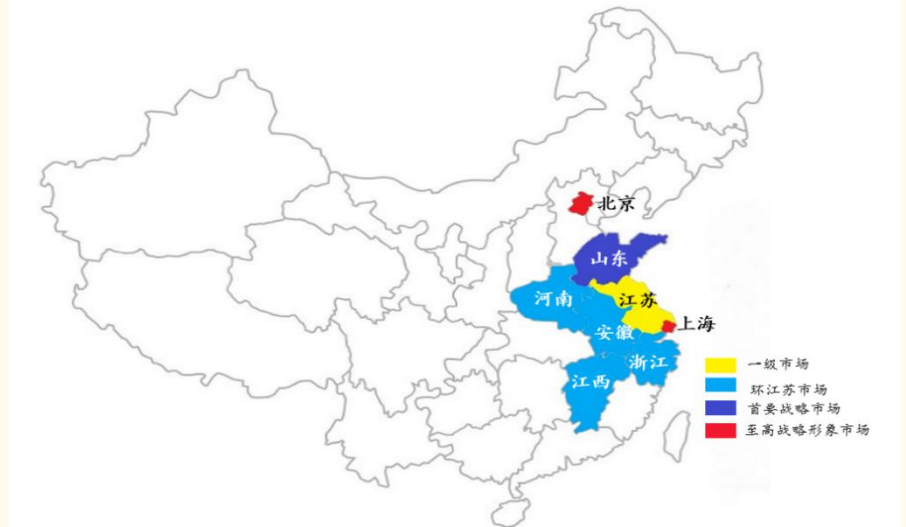
4.2 公司省外拓展加快，聚焦重点市场

- 当前省外占比 5% 左右，“新五年”走出去步伐加快。今世缘作为江苏省地产酒，省外市场占比较小。2018 年省外收入 2 亿元，占营收的 5% 左右。区域性酒企省外扩张的阻力在于品牌与渠道，公司由于规模较小，品牌认知度相对有限，历史省外发展速度较慢。公司董事长周素明提出 2020 年

省外销售额要在 2019 年基础上翻一番，规划未来省外占比达到 20%。公司将加大渠道建设、品牌推广和消费者培育，省外市场有望加速放量。

“1+2+4+N”战略，聚焦重点市场。1 是指山东，2 是北京、上海，4 是河南、安徽、江西、浙江（环江苏市场）。今世缘 18 年与浙江商源合作，19 年重点发力山东市场。**山东市场：2019 年公司设立了 6 个营销中心，加大优秀销售人员的输出，主推今世缘 100-200 元的产品，以典藏 10 年、15 年为主**2018 年 10 月公司宣布收购山东景芝酒业 34%-49% 的股权作为战略性投资，帮助公司在山东的品牌推广，产品线互补产生协同效应。**浙江市场：2018 年 5 月公司与浙江市场最大的白酒平台运营商——商源集团签署战略合作协议，成立联合市场队伍，给予商源集团国缘系列在浙江地区的代理权。**借助商源集团的强大的品牌力，在杭州、湖州、嘉兴市场导入国缘产品，通过以点带面更加高效地布局浙江市场。

图表 28：今世缘省外市场“1+2+4”战略布局



来源：公司公告，国金证券研究所

4.3 布局新 V 系，聚焦打造中高端核心大单品

- 当大单品发展到一定体量和阶段，将面临渠道利润透明化和产品老化问题。今世缘推出 V 系列，一方面布局高端市场，另一方面增强产品布局，有望打造成新的增长极。公司对 V 系列的整体战略为“V9 做形象、V3 做销量、V6 做补充”差异化产品布局。以南京及苏南等一线发达区域为推广重心，加快战略性培育布局，聚焦突出国缘 V9 “中国清雅酱香白酒开创者”的差异化品类价值
- V3/V6 布局千元价位带，V9 为中国清雅酱香白酒开创者。

2018 年下半年公司推出 V3 和 V6 两款幽雅醇厚型白酒（创新浓香），V3 价格 800 多元，V6 价格 1400 元左右，以更舒适的酒体契合中产精英阶层的消费心智，顺应健康化、轻松化愉悦饮酒需求。2019 年新推出国缘 V9 清雅酱香，挑战 2000 元以上超高端价位带，不仅填补了今世缘在高端产品上的空缺，而且突破了品类的单一性，避开了很多浓香白酒的竞争。目前尚处于培育阶段，公司将在南京和苏南地区重点推广。

图表 32: 国缘 V3/V6/V9



来源: 公司官网, 国金证券研究所

4.4 今世缘积极抗“疫”，及时推出多项有效应对措施

新型冠状病毒疫情正值春节白酒销售旺季，网络媒体对于疫情的宣传引发了一定程度的市场恐慌，一系列防控措施倡导减少外出就餐和消费，餐饮消费需求受到较大压制，降低了开瓶率。虽然大部分白酒企业在节前完成 2020Q1 的打款和发货，使得一季度业绩受到疫情影响有限，回款比例仍较高，但终端库存边际向上，一定程度上会影响 2020Q2 的发货和回款。根据疫情的影响，我们将公司 20 年业绩增长目标调整到双位数。

春节前完成全年回款 30% 以上，公司渠道库存平均不到 2 个月。公司于 2 月 11 日已全面复工，目前暂未调整全年目标，渠道积极性良好，品牌势能向上，全年增长确定性仍较高。2020 年新型肺炎疫情正值春节白酒销售旺季，餐饮需求受到较大压制，对白酒行业短期需求造成较大的影响。短期疫情有望加速行业洗牌，集中度进一步提升。具备较强管理能力，品牌势能明显，应对措施积极的酒企有望减少疫情对企业和渠道造成的影响。今世缘作为江苏第二大龙头公司，从二月初就开始对经销商和终端进行密集的电话回访。公司及时推出多项有效地应对措施，包括优化营销方案、业务团队给予薪酬支持、简化流程、线上办公。从对疫情应对的速度和措施的力度，今世缘都处于白酒行业前列，这也体现了公司优秀的管理能力。

疫情对白酒行业的影响主要在于：

1) 餐饮相关的需求减少；2) 终端库存有待消化；3) 渠道专家反馈，大概影响全年 10-15% 的销量。疫情背景下，一二季度需求压力较大，全年收入预计实现双位数增长。虽然 2020 年短期增速下降，长期公司基本面依旧向好，预计 2021 年将恢复 20% 以上增长。

图表 29: 今世缘应对疫情的措施

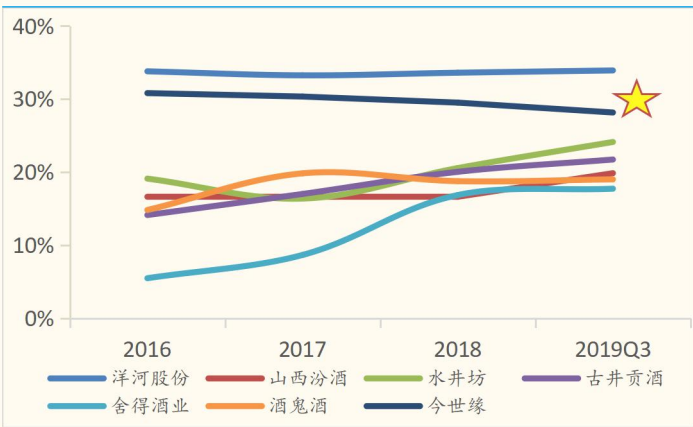
措施	内容
优化营销方案	针对区域市场的阶段营销方案和不同类型的项目可采取暂停、延期或调整的处理方式
业务团队给予薪酬支持	对经销商提供底薪补贴，禁止增加经销商、终端商指标压力，组织厂商线上培训提升能力
简化流程	简化报销手续流程，给予符合条件的经销商调拨额度，并可延期还款
线上办公	采取线上办公、信息化沟通方式解决经销商困难，为部分客户提供防护用品以增强客情。

来源: 公开资料整理, 国金证券研究所

4.5 同行对比：各项指标趋势良好

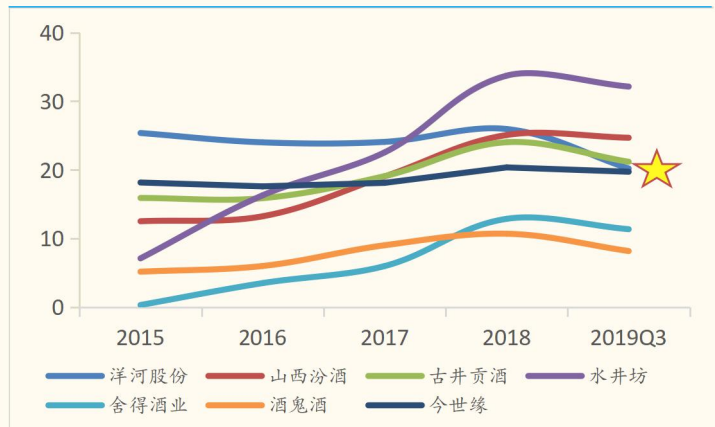
- 在 12 年三公消费限制出台后，商务和大众消费逐渐取代了政务消费。随着 13、14 年后白酒行业复苏、消费升级，近年来今世缘业绩稳定增长，2018 年公司收入规模达到 37.14 亿元，同比+26.51%，实现归母净利润 11.51，同比+28.46%，正不断迈向全新成长阶段。2019 年公司新推出国缘 V9，定位 2000 元以上超高端价位带，培育头部竞争利器。目前次高端正处于扩容式发展的窗口期，在这一价位的竞争将在很大程度上决定公司的未来发展，因此我们主要选取 6 家典型的次高端名优酒企（洋河、山西汾酒、古井贡酒、舍得酒业、酒鬼酒、水井坊）进行对比分析。
- 13-14 年行业深度调整以来公司盈利能力保持比较稳定态势，仅次于洋河，高于其他 5 家次高端酒企。15-18 年公司净利率分别为 31.47%/30.80%/30.33%/29.50%，18 年今世缘净利率明显高于古井贡酒（+20.04%），水井坊（20.55%），酒鬼酒（+18.76%），舍得酒业（16.86%），山西汾酒（+16.63），仅次于洋河（+33.59%）。此外，我们认为随着消费升级趋势不断加强，聚焦打造中高端核心大单品，“新五年”战略走出去步伐加快，公司的净利润将迎来进一步增长，净利率的增长也更加具有持续性。
- 次高端酒企近三年 ROE 逐年提升，洋河 2018ROE 处于较高水平。2018 洋河 ROE（加权）为 23.56%，仅次于水井坊（35.27%）和山西汾酒（+25.59%），高于古井贡酒（+23.22%），舍得酒业（+11.1%），酒鬼酒（+9.38%）。

图表 30：2015-2019Q3 次高端酒企净利率对比



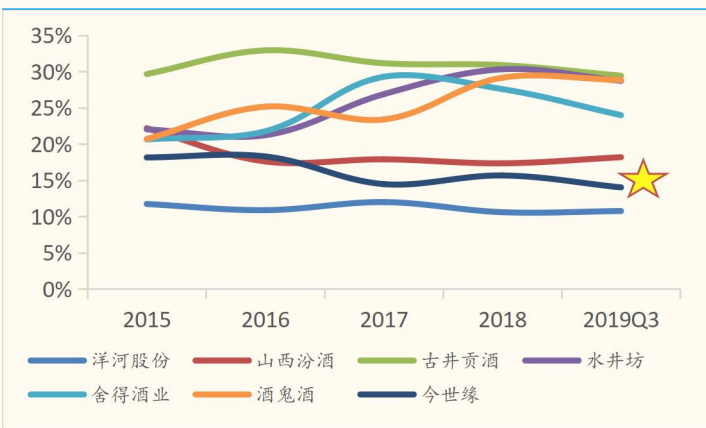
来源：Wind，国金证券研究所

图表 31：近五年次高端酒企 ROE 显著提升



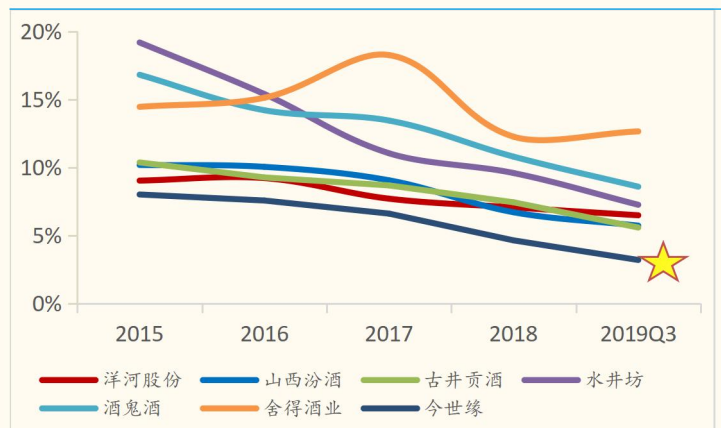
来源：Wind，国金证券研究所

图表 32：2015-2019Q3 次高端酒企销售费用率对比



来源：Wind，国金证券研究所

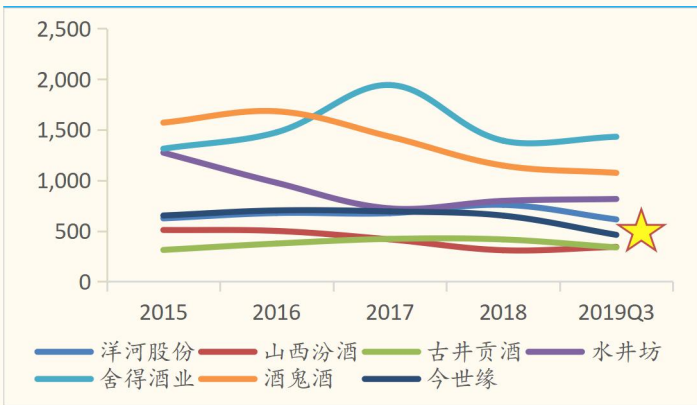
图表 33：2015-2019Q3 次高端酒企管理费用率对比



来源：Wind，国金证券研究所

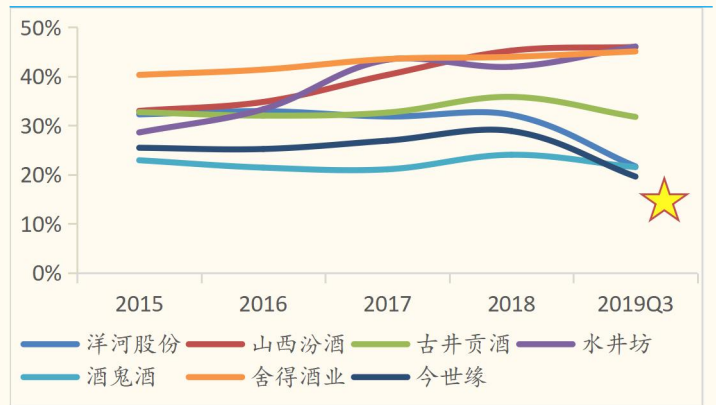
- **销售费用率、管理费用率保持相对平稳，且处于行业较低水平。**从费用端来看，公司销售费用率、管理费用率均处于行业较低水平。公司14-18年销售费用率分别为18.14%/18.29%/14.47%/15.66%/14.00%，保持行业较低水平；管理费用率从15年的8.00%下降至18年的4.62%，在7家酒企中处于最低水平，费用投放效率显著提升。
- **存货周转天数和资产负债率维持行业较低水平。**18年公司存货周转天数为652.06天仅次于山西汾酒（309.78天）和古井贡酒（416.57天），低于其他四家次高端酒企。

图表 34：2015-2019Q3 次高端酒企存货周转天数对比（天）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 35：2015-2019Q3 次高端酒企资产负债率对比



来源：Wind，国金证券研究所

五、投资建议

- **长期耕耘与变革，业绩步入加速期。**公司聚焦“国缘+今世缘+高沟”的三大产品体系，覆盖高中低全价位带，主打次高端价位带。2016-2018 营收 CAGR 为 21.03%，归母净利润 CAGR 为 23.55%。2019 年初，公司提出“奋斗新五年，实现翻两番”的目标，发展迈入新阶段。
- **疫情对白酒行业的影响在于：**1) 餐饮相关的需求减少；2) 终端库存有待消化；3) 渠道专家反馈，大概影响全年 10-15% 的销量。疫情背景下，一二季度需求压力较大，全年收入预计实现双位数增长。虽然 2020 年短期增速下降，长期公司基本面依旧向好，预计 2021 年将恢复 20% 以上增长。
- **聚焦核心单品，渠道深耕，打造核心竞争力。**1) 品牌：以“缘”文化为核心差异化定位，国缘、今世缘、高沟三大品牌定位清晰，满足政商、喜庆和日常不同层次的消费需求。2) 产品：结构清晰，补位策略错位竞争，性价比优势凸显。3) 渠道：坚持优势团购渠道，培育政商核心消费群体带动大众消费氛围，持续创新团购场景。渠道扁平化精细化建设，深度协销，下沉至县，分区管理，细致深入拓展市场。
- **如何看待今世缘未来空间？**省内深耕省外开拓，V 系列有望成为增长新引擎。1) “结构升级+区域扩张”有望助力公司进一步提升省内市占率。与洋河错位良性竞合，未来市占率有望提升至 20% 以上。区域上，苏南及苏中市场空间依旧广阔。产品上，公司次高端产品占比超过 50%，省内消费升级有助于明显提升产品结构。2) 2020 年省外增长目标翻番，规划未来省外占比达到 20%。公司聚焦“1+2+4+N”战略，加大渠道建设、品牌推广和消费者培育，省外市场有望加速放量。3) V 系列对公司有重要意义，一是布局高端市场，强化品牌力；二是增强产品布局，有望打造成新的增长极。公司以“V9 做形象、V3 做销量、V6 做补充”差异化进行产品布局，以南京及苏南等一线发达区域为推广重心，加快战略性培育布局。

- 预计 2019-2021 年收入分别为 47.67/55.00/68.71 亿元，同比 +27.4%/15.4%/24.9%，归母净利分别 14.82 /17.48 /22.55 亿元，同比 +28.8%/17.9%/29.0%，对应 EPS 分别为 1.18 元/1.39 元/1.80 元，给予公司 2021 年 23 倍 PE，目标价为 41 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 36：今世缘产品结构拆分（单位：百万元）

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
特 A+类	935	1,293	1,845	2,620	3,144	4,151
YOY	20.90%	38.30%	42.70%	42.00%	20.00%	32.00%
特 A 类	953	1,048	1,263	1,503	1,729	2,074
YOY	6.30%	9.90%	20.60%	19.00%	15.00%	20.00%
特 A 及以上	1,888	2,341	3,109	4,124	4,873	6,225
YOY	6.30%	24.00%	32.80%	32.70%	18.20%	27.70%
A 类	261	256	308	333	333	350
YOY	-12.10%	-1.90%	20.40%	8.00%	0.00%	5.00%
B 类	190	159	165	163	160	165
YOY	-20.00%	-16.10%	3.50%	-1.00%	-2.00%	3.00%
C 类	174	152	108	92	76	68
YOY	-10.60%	-12.90%	-28.60%	-15.00%	-18.00%	-10.00%
D 类及其他	41	50	51	55	58	64
YOY	60.30%	21.00%	2.20%	8.00%	6.00%	10.00%
合计	2,554	2,957	3,741	4,767	5,500	6,871
YOY	5.34%	15.44%	26.49%	27.43%	15.38%	24.93%

来源：Wind，国金证券研究所

图表 37：今世缘盈利预测

年份	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,554	2,957	3,741	4,767	5,500	6,871
YOY	5.34%	15.44%	26.49%	27.43%	15.38%	24.93%
营业成本（百万元）	742	835	1,014	1,277	1,481	1,837
YOY	1.97%	12.62%	21.34%	26.00%	16.00%	24.00%
净利润（百万元）	754	896	1,151	1,482	1,748	2,255
YOY	10.06%	18.21%	28.45%	28.83%	17.93%	29.00%

来源：Wind，国金证券研究所

图表 38：可比公司估值对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (倍)				PB (倍)	EPS CAGR (%)
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E		
002304	洋河股份	93.10	1374.52	5.38	5.47	5.88	6.55	17	17	16	14	4	9%
000596	古井贡酒	127.74	546.95	3.37	4.61	5.16	5.94	38	28	25	22	7	14%
000799	酒鬼酒	32.52	102.45	0.69	0.89	1.35	1.88	47	37	24	17	5	45%
603589	口子窖	42.66	247.14	2.55	3.04	3.53	4.09	17	14	12	10	4	16%
600809	山西汾酒	91.00	788.12	1.69	2.32	2.86	3.41	54	39	32	27	11	21%
600702	舍得酒业	24.11	79.04	1.01	1.15	1.45	1.76	24	21	17	14	3	24%
600779	水井坊	45.34	216.13	1.19	1.57	1.97	2.4	38	29	23	19	12	24%
平均				2.27	2.72	3.17	3.72	34	26	21	18	7	17%
中值				1.69	2.32	2.86	3.41	24	28	24	21	5	21%
603369	今世缘	31.74	388.14	0.92	1.18	1.39	1.80	35	27	23	18	5	24%

来源：国金证券研究所（山西汾酒、古井贡酒、洋河股份为国金证券研究所预期，其余为 Wind 一致预期，收盘价截至 2020 年 3 月 12 日）

六、风险提示

- **宏观经济下行的风险：**高端白酒消费受宏观经济影响较大，若整体经济下行，消费疲软，预计会对公司业绩造成一定的冲击。
- **省外市场拓展不及预期风险：**省外市场强势地产酒品牌及全国性白酒品牌瓜分市场份额，省外市场拓展还需公司加大对产品、品牌营销、渠道建设方面加大资源投入，预计若拓展不成功会影响公司业绩。
- **产业政策风险：**随着国家对酒行业监管力度的不断提升，行业存在一定的产业政策风险。存在公司不能适应行业发展的新趋势，根据政策变化及时对生产及营销策略进行调整和完善，从而影响公司业绩的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	2,554	2,957	3,741	4,767	5,500	6,871	货币资金	998	1,289	1,887	1,725	2,619	3,669
增长率	15.8%	26.5%	27.4%	15.4%	24.9%		应收款项	68	64	71	80	113	161
主营业务成本	-742	-835	-1,014	-1,277	-1,481	-1,837	存货	1,514	1,704	1,968	2,309	2,719	3,422
%销售收入	29.0%	28.2%	27.1%	26.8%	26.9%	26.7%	其他流动资产	1,965	2,018	2,325	2,774	3,079	3,587
毛利	1,813	2,122	2,727	3,490	4,018	5,035	流动资产	4,545	5,075	6,251	6,887	8,530	10,839
%销售收入	71.0%	71.8%	72.9%	73.2%	73.1%	73.3%	%总资产	73.6%	70.3%	72.8%	74.0%	77.0%	80.3%
营业税金及附加	-245	-405	-632	-810	-880	-1,065	长期投资	492	609	677	697	717	727
%销售收入	9.6%	13.7%	16.9%	17.0%	16.0%	15.5%	固定资产	779	999	1,059	1,079	1,155	1,231
销售费用	-467	-428	-586	-715	-825	-996	%总资产	12.6%	13.8%	12.3%	11.6%	10.4%	9.1%
%销售收入	18.3%	14.5%	15.7%	15.0%	15.0%	14.5%	无形资产	142	132	125	125	125	125
管理费用	-193	-195	-173	-238	-247	-275	非流动资产	1,634	2,148	2,337	2,426	2,551	2,663
%销售收入	7.6%	6.6%	4.6%	5.0%	4.5%	4.0%	%总资产	26.4%	29.7%	27.2%	26.0%	23.0%	19.7%
研发费用	0	0	-14	-19	-22	-24	资产总计	6,179	7,223	8,588	9,313	11,081	13,501
%销售收入	0.0%	0.0%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	短期借款	150	0	20	11	0	0
息税前利润 (EBIT)	907	1,093	1,322	1,707	2,044	2,674	应付款项	1,172	1,629	2,004	1,682	2,168	2,762
%销售收入	35.5%	37.0%	35.3%	35.8%	37.2%	38.9%	其他流动负债	215	298	437	471	540	663
财务费用	18	10	25	36	45	65	流动负债	1,537	1,927	2,462	2,163	2,709	3,425
%销售收入	-0.7%	-0.4%	-0.7%	-0.8%	-0.8%	-0.9%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-1	-5	-25	0	0	0	其他长期负债	21	17	17	10	11	12
公允价值变动收益	0	2	9	10	10	10	负债	1,558	1,944	2,479	2,173	2,720	3,437
投资收益	71	101	174	180	190	200	普通股股东权益	4,614	5,262	6,095	7,126	8,347	10,050
%税前利润	7.0%	8.4%	11.4%	9.2%	8.2%	6.7%	其中：股本	1,255	1,255	1,255	1,255	1,255	1,255
营业利润	995	1,208	1,516	1,946	2,304	2,967	未分配利润	2,278	2,886	3,624	4,655	5,876	7,579
营业利润率	38.9%	40.8%	40.5%	40.8%	41.9%	43.2%	少数股东权益	6	17	14	14	14	14
营业外收支	11	-4	9	12	12	12	负债股东权益合计	6,179	7,223	8,588	9,313	11,081	13,501
税前利润	1,006	1,204	1,525	1,958	2,316	2,979							
利润率	39.4%	40.7%	40.8%	41.1%	42.1%	43.4%	比率分析						
所得税	-252	-308	-374	-476	-567	-724		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税率	25.1%	25.6%	24.6%	24.3%	24.5%	24.3%	每股指标						
净利润	753	895	1,151	1,482	1,748	2,255	每股收益	0.601	0.714	0.917	1.182	1.394	1.798
少数股东损益	-1	-1	0	0	0	0	每股净资产	3.678	4.195	4.858	5.680	6.654	8.011
归属于母公司的净利润	754	896	1,151	1,482	1,748	2,255	每股经营现金净流	0.737	0.798	0.894	0.776	1.392	1.683
净利率	29.5%	30.3%	30.8%	31.1%	31.8%	32.8%	每股股利	0.190	0.250	0.330	0.360	0.420	0.440
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	16.34%	17.02%	18.88%	20.81%	20.95%	22.44%
净利润	753	895	1,151	1,482	1,748	2,255	总资产收益率	12.21%	12.40%	13.40%	15.92%	15.78%	16.70%
少数股东损益	-1	-1	0	0	0	0	投入资本收益率	14.20%	15.38%	16.25%	18.05%	18.43%	20.09%
非现金支出	93	105	113	86	110	125	增长率						
非经营收益	-85	-114	-183	-207	-220	-227	主营业务收入增长率	5.34%	15.78%	26.49%	27.42%	15.38%	24.94%
营运资金变动	163	116	40	-388	108	-43	EBIT 增长率	11.95%	20.59%	20.93%	29.10%	19.74%	30.83%
经营活动现金净流	925	1,001	1,121	974	1,746	2,111	净利润增长率	10.06%	18.79%	28.45%	28.83%	17.93%	29.00%
资本开支	-127	-247	-205	-136	-194	-209	总资产增长率	13.93%	16.91%	18.89%	8.45%	18.98%	21.84%
投资	-952	-374	-202	-710	-310	-500	资产管理能力						
其他	71	91	179	180	190	200	应收账款周转天数	3.6	2.4	3.3	3.0	3.2	3.4
投资活动现金净流	-1,008	-530	-229	-666	-314	-509	存货周转天数	712.8	703.2	661.1	660.0	670.0	680.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	33.3	54.6	56.0	37.0	40.0	42.0
债权募资	-300	0	20	-17	-11	0	固定资产周转天数	105.9	94.0	74.5	78.4	74.3	63.8
其他	-52	-231	-315	-453	-527	-552	偿债能力						
筹资活动现金净流	-352	-231	-295	-470	-538	-552	净负债/股东权益	-18.35%	-28.25%	-34.83%	-34.66%	-44.01%	-51.96%
现金净流量	-435	241	598	-162	894	1,050	EBIT 利息保障倍数	-49.1	-104.2	-52.4	-46.9	-45.8	-41.1
							资产负债率	25.21%	26.92%	28.86%	23.34%	24.54%	25.45%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	14	21	35
增持	0	0	2	3	10
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.13	1.13	1.22

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH