



核心观点

❖ 今世缘为苏酒领导者之一，国缘放量带动盈利能力稳步提升

今世缘为苏酒领导者之一，省内市占率约 9%，仅次于洋河位居第二。自 1997 年成立以来，公司前瞻性的推进管理层持股，当前管理层和核心员工合计持股比例为 16.76%，行业领先的激励制度助力公司管理水平持续优化。随着国缘系列快速放量，公司营收、归母净利润呈现加速增长的态势，盈利能力稳步提升。

❖ 外在驱动：迎合次高端持续扩容机遇，与洋河竞争压力趋缓

1) 江苏市场整体消费力强劲，城区白酒消费水平已上移至次高端价格带，次高端市场持续扩容。当前江苏次高端酒市场规模约 80 亿，次高端酒占比约 20%，远高于全国 10% 的次高端酒占比。2) 洋河自 12 年提出打造新江苏市场以来，战略重心移至省外，15-18 年省外营收维持高增长，省内竞争环境相对温和。

❖ 内在驱动：精准卡位凸显高性价比，深耕团购渠道具备先发优势

1) 国缘系列产品营销采取跟随策略，偏低的定价叠加更高的渠道利润凸显国缘高性价比优势。2) 国缘系列团购渠道优势明显主因长期政府用酒定位占据主流地位、行业调整期逆势抢占团购资源、国缘四开大单品精准卡位政府规定用酒标准以内等，高渠道壁垒下具备了明显的先发优势，品牌竞争力持续提升。

❖ 未来增长空间：省内精耕细作提升市占率，省外开拓稳步推进

省内淮安大区、南京大区为优势市场，我们测算大本营淮安大区市占率约 29%，第一大市场南京大区市占率约 18%；对比来看，苏南、苏中、徐州大区仅处于 5%-7% 区间，未来有望复制南京模式成功路径，持续精耕细作提升市占率。省外战略聚焦“1+2+4”重点市场，重点突破山东市场，未来有望通过“大区运营+资本收购+大商合作”，助力公司新五年省外销售占比突破 20%。

❖ 首次覆盖，给予公司“增持”评级

我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 48.64、58.37、72.15 亿元；归母净利润分别为 14.45、17.56、21.82 亿元；EPS 分别为 1.15、1.40、1.74 元/股，对应当前 PE 分别为 24.73、20.36、16.38 倍。考虑到省内精耕细作有望持续提升市占率，省外开拓加快推进，国缘系列高增长能维持，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：食品安全风险；省外渠道拓展风险；产业政策风险。

盈利预测与估值

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	3736.04	4863.60	5836.92	7215.24
+/-%	26.55%	30.18%	20.01%	23.61%
净利润(百万)	1150.71	1445.38	1755.85	2182.42
+/-%	28.45%	25.61%	21.48%	24.29%
EPS(元)	0.92	1.15	1.40	1.74
PE	31.06	24.73	20.36	16.38

资料来源：公司公告，川财证券研究所，盈利预测截止日期 2020/03/30

📌 证券研究报告

所属部门 | 行业公司部

报告类别 | 公司深度

所属行业 | 食品饮料

报告时间 | 2020/3/30

前收盘价 | 28.49 元

📌 分析师

欧阳宇剑

证书编号：S1100517020002

021-68595127

ouyangyujian@cczq.com

📌 联系人

郭晓东

证书编号：S1100119080011

021-68595118

guoxiaodong@cczq.com

📌 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000

成都 中国(四川)自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、公司介绍：苏酒领导者，盈利能力稳步提升.....	5
1.1 苏酒领导者之一，管理层股权激励充分.....	5
1.2 全品类产品矩阵，产品结构持续优化.....	7
1.3 经营风格相对稳健，盈利能力稳步提升.....	8
二、外在驱动：次高端持续扩容、省内竞争趋缓.....	9
2.1 省内消费升级强劲，次高端市场持续扩容.....	9
2.2 洋河聚焦省外+渠道调整，短期压制有限.....	12
三、内在驱动：精准卡位次高端、深耕团购渠道.....	14
3.1 差异化定位、跟随定价，国缘性价比优势凸显.....	14
3.2 厂商“1+1”深度协销模式，坚持深耕团购渠道.....	16
四、未来空间：战略布局V系列，省内精耕省外拓展.....	19
4.1 V系列布局高端价格带，未来占比或突破15%.....	19
4.2 南京模式可复制，精耕细作维持省内高增.....	20
4.3 省外开拓节奏加快，有望突破大山东市场.....	23
五、盈利预测与估值.....	26
风险提示.....	29

图表目录

图 1:	公司发展大事记.....	5
图 2:	公司 17 年以来营业收入快速增长.....	5
图 3:	公司 17 年以来归母净利润快速增长.....	5
图 4:	公司实际控制人为涟水县人民政府.....	6
图 5:	公司产品矩阵清晰.....	7
图 6:	公司特 A 类及以上产品占比持续提升.....	7
图 7:	19 年国缘收入占比约为 70%.....	7
图 8:	行业调整期今世缘营收波动更小.....	8
图 9:	行业调整期今世缘归母净利润波动更小.....	8
图 10:	今世缘毛利率水平稳中有升.....	9
图 11:	今世缘净利率水平持续提升.....	9
图 12:	今世缘期间费用率持续下降.....	9
图 13:	今世缘销售费用率快速下降.....	9
图 14:	江苏城镇人口比重稳步提升.....	10
图 15:	江苏城镇人均卡支配收入远高于农村.....	10
图 16:	江苏人均可支配收入高于全国平均水平.....	10
图 17:	江苏人均食品烟酒消费高于全国平均水平.....	10
图 18:	江苏白酒市场整体竞争格局.....	10
图 19:	江苏省内各价格带市场竞争格局.....	11
图 20:	江苏省内城区白酒消费价格带上移至 300 元以上.....	11
图 21:	全国白酒消费结构.....	12
图 22:	江苏白酒消费结构.....	12
图 23:	洋河省外收入增速高于省内.....	12
图 24:	2019H1 洋河省外收入占比超过 50%.....	12
图 25:	洋河新江苏市场持续快速增长.....	13
图 26:	省外主要区域收入规模及同比增速.....	13
图 27:	江苏省内城区白酒消费价格带上移至 300 元以上.....	13
图 28:	国缘、今世缘、高沟三大品牌定位.....	14
图 29:	国缘、今世缘、高沟三大品牌获奖荣誉一览.....	14
图 30:	国缘以喜庆红色调为主，与缘文化联结.....	15
图 31:	洋河以蓝色冷色调为主，与雅文化结缘.....	15
图 32:	国缘系列团购渠道占比更高.....	15
图 33:	国缘系列一批价较竞品性价比更高.....	16
图 34:	国缘产品渠道和终端利润率更高.....	16
图 35:	国缘系列在流通渠道性价比更高.....	16
图 36:	公司省内、省外渠道扁平化变革一览.....	17
图 37:	公司实行分产品运营策略.....	18
图 38:	国缘系列经销商中团购占比约 65%.....	18
图 39:	未来 5 年国缘 V 系列销售占比有望达到 15%.....	20
图 40:	南京大区成为最大销售市场.....	20
图 41:	2019Q3 省内徐州、南京大区增速领先.....	20
图 42:	南京大区实现爆发式增长.....	21

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

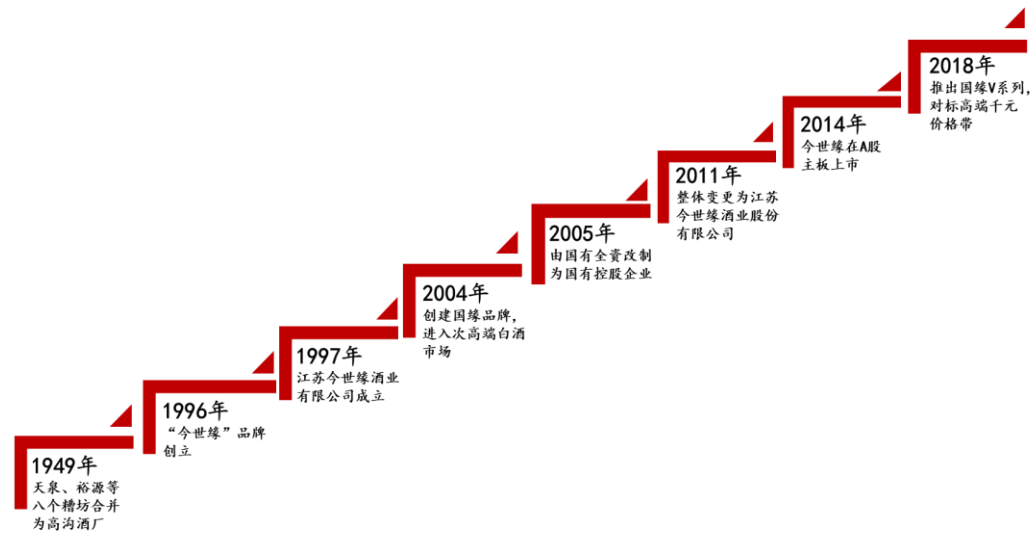
图 43:	2016 年南京大区经销商数量大幅增加	21
图 44:	苏南大区、苏中大区市占率仍有较大提升空间	22
图 45:	省内经销商增量主要来自苏南、苏中、徐州	23
图 46:	公司“1+2+4”省外拓展战略,当前重点布局山东大区	23
图 47:	预计今世缘省外市场增速超过 60%	24
图 48:	聚焦“1+2+4”省外拓展战略,重点布局山东大区	24
图 49:	山东为白酒消费大省,市场规模约 400 亿	25
图 50:	山东地产酒呈现“小而散”的竞争格局	25
图 51:	外来品牌进入相对容易	25
图 52:	公司省外收入占比明显低于竞品	25
图 53:	新五年省外营收占比有望突破 20%	25
表格 1.	现任管理层与核心员工持股占比 16.76%	6
表格 2.	2014-2018 年 4 家白酒可比公司杜邦财务分析	8
表格 3.	今世缘和其他酒企渠道模式对比	19
表格 4.	今世缘和其他酒企渠道模式对比	19
表格 5.	江苏各地区白酒市场规模测算	22
表格 6.	酒类盈利预测	27
表格 7.	分产品盈利预测	28
表格 8.	白酒行业公司估值表	28

一、公司介绍：苏酒领导者，盈利能力稳步提升

1.1 苏酒领导者之一，管理层股权激励充分

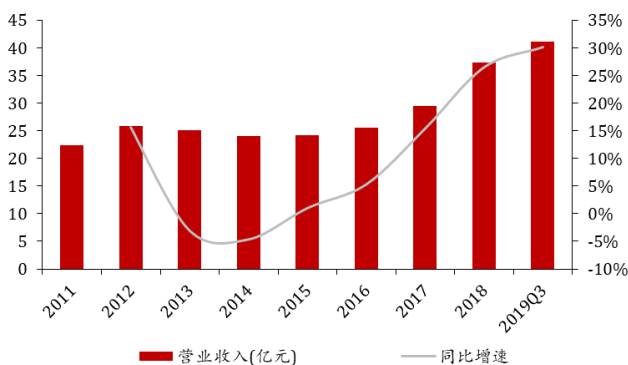
公司位于江苏著名的酿酒之乡涟水县高沟镇，酿酒历史源于西汉、盛于明清，酒文化底蕴丰厚。公司前身为 1949 年成立的地方国营高沟酒厂，1987 年国营高沟酒厂更名为江苏高沟酒厂，1997 年设立江苏今世缘酒业有限公司，2004 年创立国缘品牌，2005 年公司由国有全资改制为国有控股企业，2011 年整体变更为江苏今世缘酒业股份有限公司，2014 年公司登陆 A 股主板市场，2017 年以来业绩进入快速增长期，并于 2018 年推出国缘 V 系列。

图 1：公司发展大事记



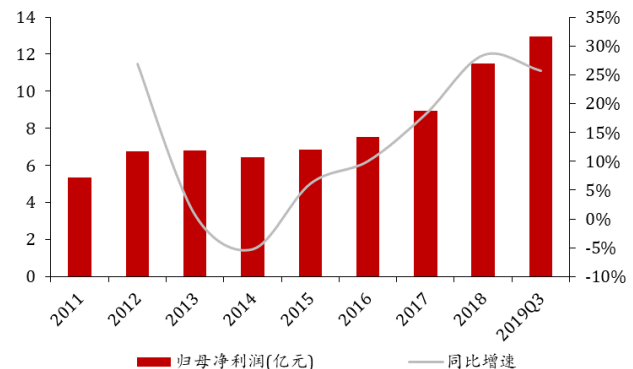
资料来源：公司官网，公司公告，川财证券研究所

图 2：公司 17 年以来营业收入快速增长



资料来源：wind，川财证券研究所

图 3：公司 17 年以来归母净利润快速增长

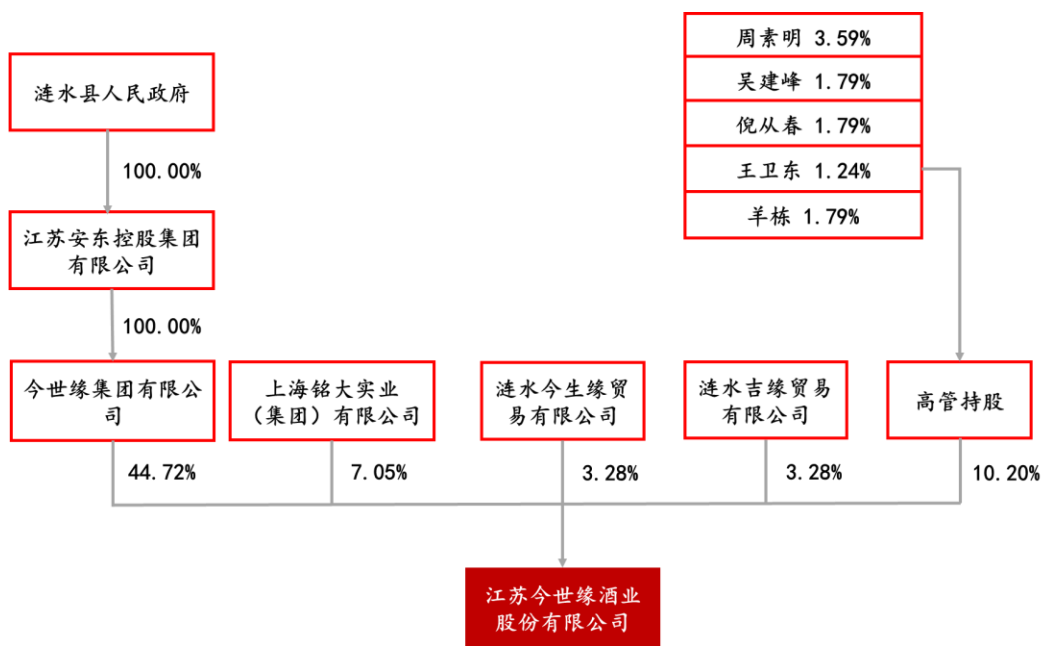


资料来源：wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

公司自设立以来前瞻性的推进管理层持股，整体经营风格较为稳健。公司自1997年设立以来，先后经历四次增资、两次股权转让，2011年股权结构变为今世缘集团、管理层、其他投资者持股比例分别为51%、28%、21%。截至2019年三季度，公司实际控制人为涟水县人民政府，持股44.72%。由于公司较早完成员工持股计划，管理层和核心员工合计持股比例为16.76%，其中管理层持股比例为10.20%，核心员工通过今生缘贸易、吉缘贸易分别持股3.28%、3.28%。公司通过将核心员工利益与未来发展深度绑定，有效激发了员工的工作积极性，公司整体运营效率不断提升。

图 4： 公司实际控制人为涟水县人民政府



资料来源：公司公告，川财证券研究所

表格 1. 现任管理层与核心员工持股占比 16.76%

股东名称	股东简介	持股数量 (万股)	持股比例
周素明	董事长、总经理	4500	3.59%
吴建峰	副董事长、副总经理	2250	1.79%
羊栋	副总经理	2250	1.79%
倪从春	董事、副总经理	2250	1.79%
王卫东	董事、副总经理、财务总监、董事会秘书	1553	1.24%
涟水今生缘贸易有限公司	员工持股	4109	3.28%
涟水吉缘贸易有限公司	员工持股	4109	3.28%

资料来源：公司公告，川财证券研究所

1.2 全品类产品矩阵，产品结构持续优化

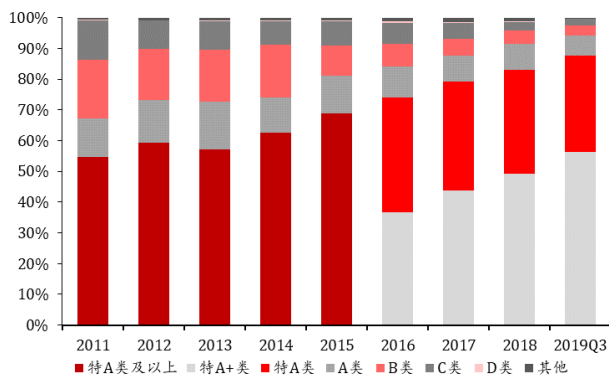
公司产品矩阵涵盖高端国缘V系列、次高端国缘K系列、中端今世缘典藏系列以及低端高沟系列。公司产品结构持续优化，特A及以上产品占比从11年的54.82%提升至18年的83.12%，19Q3进一步提升至87.61%。具体到产品层面，国缘系列维持高速增长态势，预计19年营收占比约为70%。其中国缘V系列自推出以来需求持续旺盛，预计收入规模从18年的0.26亿元增加到19年的1.5亿元，产品势能持续提升。

图 5： 公司产品矩阵清晰

品类	出厂价	产品名称	规格	终端价格 (元/瓶)	产品展示
特A+类	300元以上	国缘V9	52度(500ml)	2000+	
		国缘V6	49度(500ml)	1680	
		国缘V3	40.9度(500ml)	888	
		国缘K5	42度(500ml)	588	
		国缘四开	42度(500ml)	558	
		国缘K3	42度(500ml)	469	
		国缘对开	42度(500ml)	338	
特A类	100-300元	国缘单开	42度(500ml)	229	
		国缘柔雅	42度(500ml)	288	
		国缘淡雅	42度(500ml)	168	
		今世缘典藏15年	41.8度(500ml)	328	
		今世缘典藏10年	42度(500ml)	158	
A类	50-100元	今世缘典藏吉缘	40度(500ml)	129	
		今世缘典藏祥缘	42度(500ml)	98	
		今世缘典藏5年	42度(500ml)	98	
B类	20-50元	今世缘佳酿、今世缘喜地缘、小青花等			
C类	10-20元				
D类	10元以下	蓝瓷系列、高沟系列			

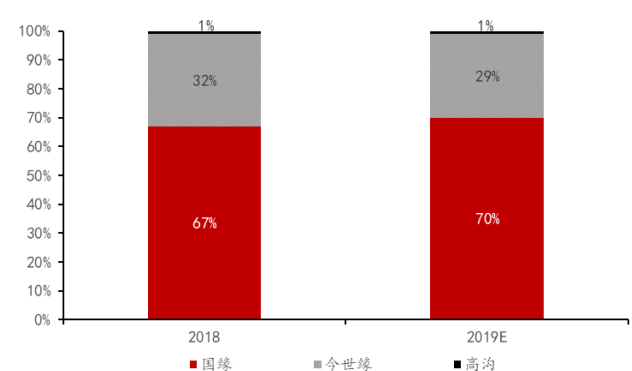
资料来源：京东旗舰店，公司官网，川财证券研究所

图 6： 公司特A类及以上产品占比持续提升



资料来源：wind，川财证券研究所

图 7： 19年国缘收入占比约为70%

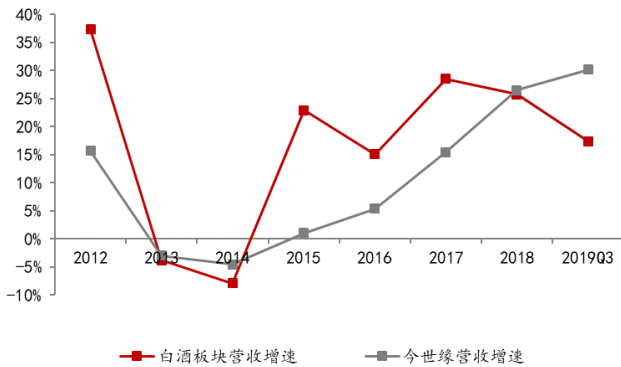


资料来源：公司调研，川财证券研究所

1.3 经营风格相对稳健，盈利能力稳步提升

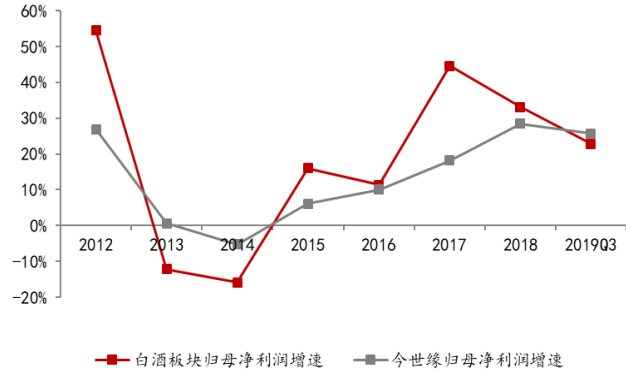
今世缘坚持稳扎稳打，经营风格相对稳健，即使在 13-14 年行业调整期，公司营收及归母净利润相对于整体白酒板块波动更小。自 15 年行业复苏以来，公司营收及归母净利润均呈现加速增长的态势，预计 19 年业绩增速行业领先。

图 8： 行业调整期今世缘营收波动更小



资料来源：wind，川财证券研究所

图 9： 行业调整期今世缘归母净利润波动更小



资料来源：wind，川财证券研究所

近几年公司 ROE 水平稳中有升，但相比其他区域酒企仍然偏低。从 ROE 的杜邦财务拆分来看：1) 产品结构持续优化叠加期间费用率下降，净利率从 2014 年的 26.76% 稳步提升至 2019Q3 的 31.47%；2) 公司资产周转率为 0.47 次，相比其他可比酒企偏低；3) 公司权益乘数为 1.41，略低于其他可比酒企。未来随着国缘系列产品结构持续优化升级，净利率有望稳中有升，从而带动 ROE 水平维持在 20% 以上。

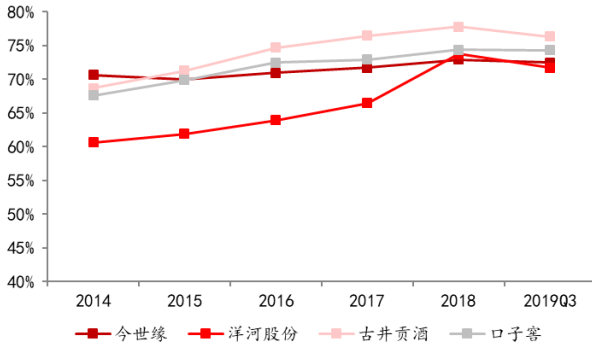
表格 2. 2014-2018 年 4 家白酒可比公司杜邦财务分析

公司	杜邦分析	2014	2015	2016	2017	2018
今世缘	ROE	18.22%	16.99%	16.34%	17.02%	18.88%
	净利率	26.76%	28.15%	29.50%	30.33%	30.80%
	资产周转率	0.61	0.49	0.44	0.44	0.47
	权益乘数	1.26	1.34	1.34	1.37	1.41
洋河股份	ROE	22.85%	23.39%	22.37%	22.45%	24.12%
	净利率	30.73%	33.42%	33.78%	33.23%	33.59%
	资产周转率	0.52	0.51	0.47	0.49	0.52
	权益乘数	1.46	1.48	1.49	1.47	1.47
古井贡酒	ROE	14.28%	14.80%	14.83%	17.78%	22.30%
	净利率	12.84%	13.62%	14.13%	17.01%	20.04%
	资产周转率	0.76	0.77	0.76	0.74	0.77
	权益乘数	1.53	1.49	1.47	1.48	1.56
口子窖	ROE	18.52%	16.51%	18.47%	21.90%	24.85%
	净利率	18.69%	23.43%	27.68%	30.91%	35.90%
	资产周转率	0.62	0.60	0.53	0.54	0.52
	权益乘数	1.61	1.36	1.34	1.51	1.43

资料来源：wind，川财证券研究所

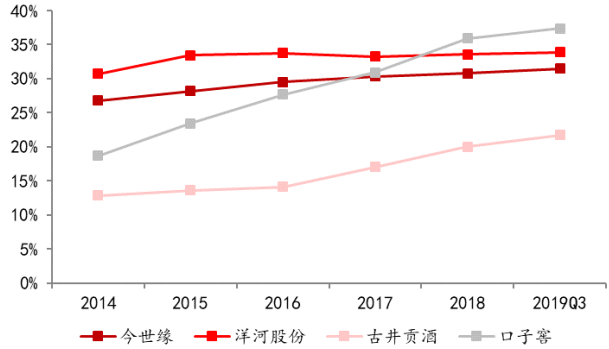
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 10：今世缘毛利率水平稳中有升



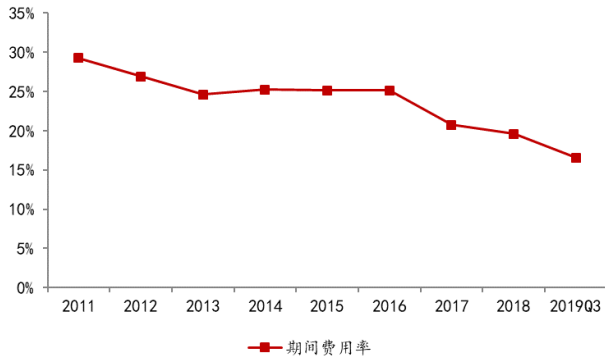
资料来源：wind，川财证券研究所

图 11：今世缘净利率水平持续提升



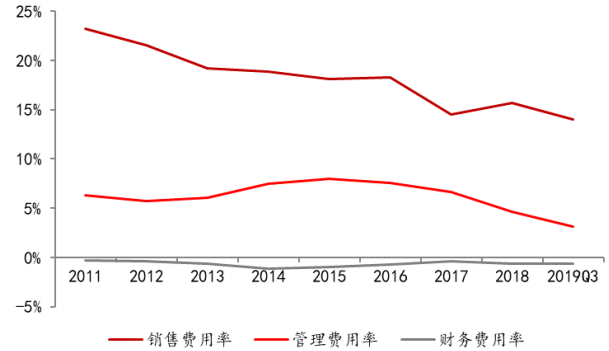
资料来源：wind，川财证券研究所

图 12：今世缘期间费用率持续下降



资料来源：wind，川财证券研究所

图 13：今世缘销售费用率快速下降



资料来源：wind，川财证券研究所

二、外在驱动：次高端持续扩容、省内竞争趋缓

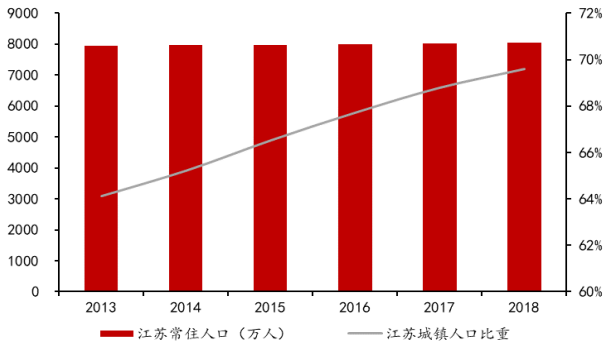
2.1 省内消费升级强劲，次高端市场持续扩容

江苏市场整体消费力强劲，一方面源于城镇人口比重的持续提升使得江苏整体消费能力持续强劲；另一方面人均可支配收入水平较高，烟酒食品的消费支出高于全国平均水平。

江苏常住人口较为稳定，近年来江苏城镇人口比重从 13 年的 64% 快速提升至 18 年的 70%，考虑到城镇居民人均购买力高于农村居民人均购买力的 2 倍，城镇化率的持续提高带动江苏整体消费能力持续强劲；此外，18 年江苏全体居民人均可支配收入达到 3.81 万元，相比全国 2.82 万元的水平高出约 35%，较高的收入水平使得江苏人均消费力也高于全国平均水平，江苏人均食品烟酒消费支出比全国平均水平高出 20% 左右。

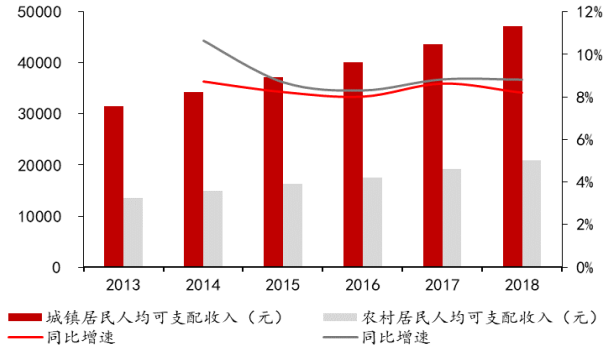
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 14：江苏城镇人口比重稳步提升



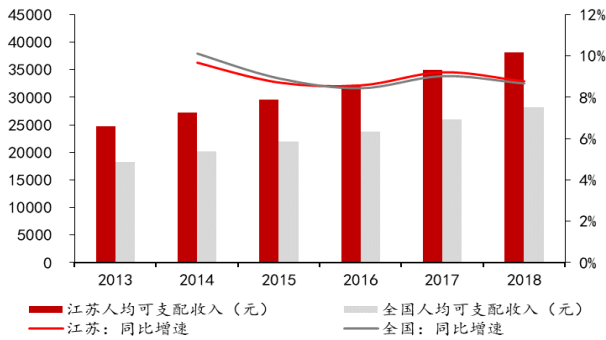
资料来源：国家统计局，川财证券研究所

图 15：江苏城镇人均卡支配收入远高于农村



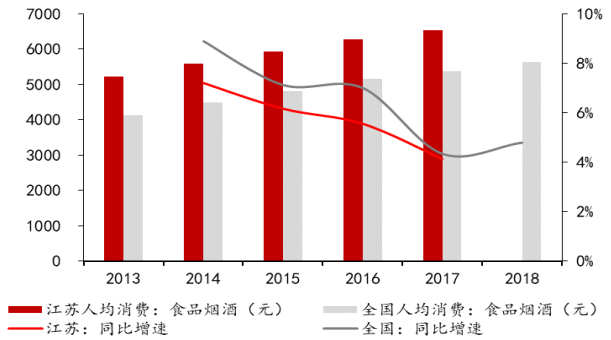
资料来源：国家统计局，川财证券研究所

图 16：江苏人均可支配收入高于全国平均水平



资料来源：国家统计局，川财证券研究所

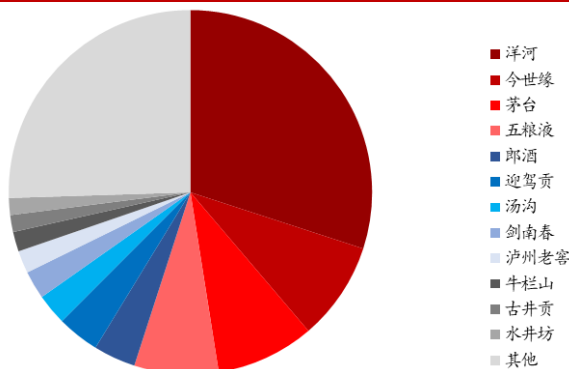
图 17：江苏人均食品烟酒消费高于全国平均水平



资料来源：国家统计局，川财证券研究所

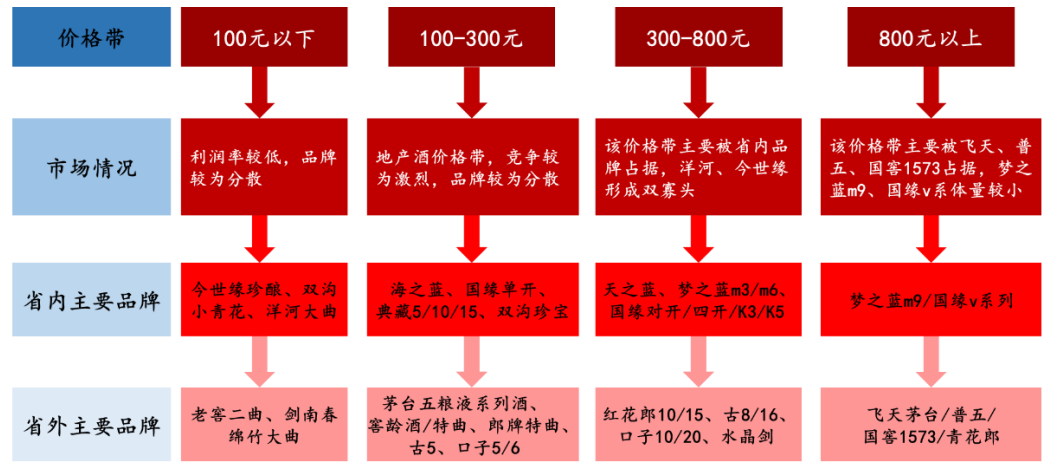
江苏为白酒消费大省，省内白酒消费市场规模约 400 亿。从整体竞争格局来看，名酒占据份额高达 75%，其中洋河市占率约 30%，今世缘市占率约 9%；从各价格带竞争格局来看，次高端价格带市场规模约 80 亿，该价格带主要被洋河、今世缘占据，两者合计市占率超过 50%，形成双寡头竞争格局。

图 18：江苏白酒市场整体竞争格局



资料来源：渠道调研，川财证券研究所

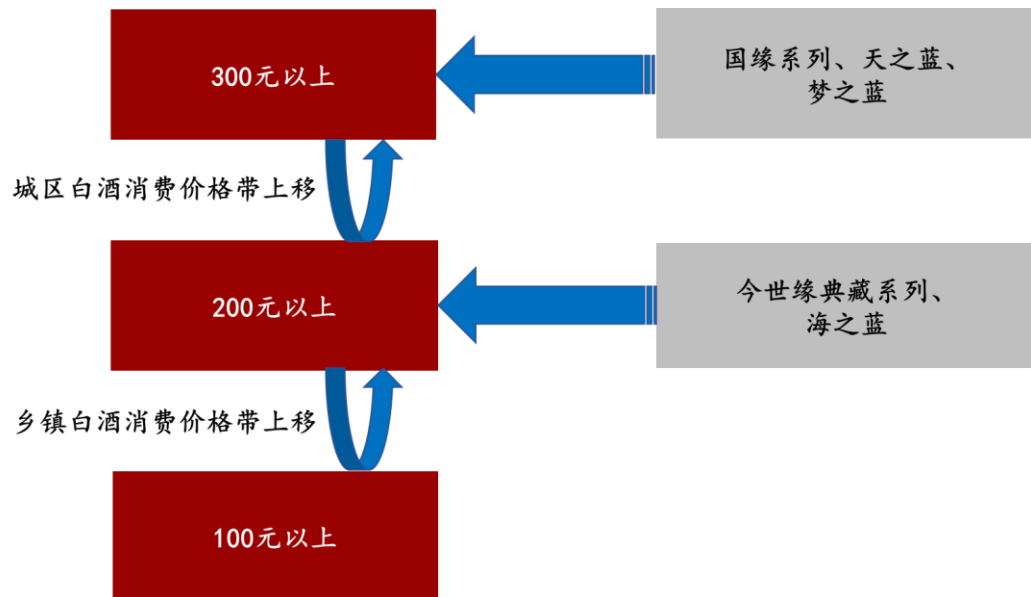
图 19：江苏省内各价格带市场竞争格局



资料来源：渠道调研，川财证券研究所

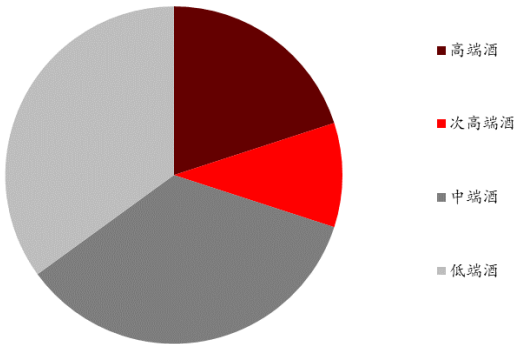
受益于江苏省内持续强劲的消费升级，城区白酒消费上移至 300 元以上次高端价格带，省内次高端市场持续扩容。我们对全国和江苏省白酒消费结构进行了测算，其中全国白酒市场高端、次高端、中端、低端收入占比分别为 20%、10%、35%、35%，江苏白酒市场高端、次高端、中端、低端收入占比分别为 23%、20%、35%、23%，江苏省内次高端规模占比显著领先于全国平均水平。考虑到省内次高端价格带主要被本地品牌洋河、今世缘占据，基地市场持续深耕有望强者恒强，双寡头格局稳固。

图 20：江苏省内城区白酒消费价格带上移至 300 元以上



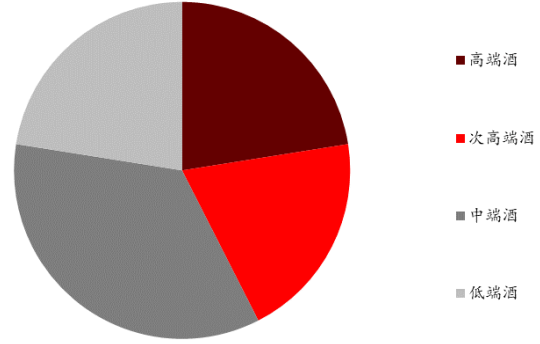
资料来源：渠道调研，川财证券研究所

图 21： 全国白酒消费结构



资料来源：渠道调研，川财证券研究所

图 22： 江苏白酒消费结构

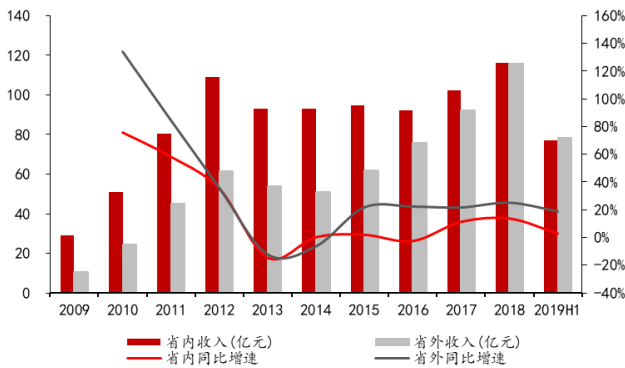


资料来源：渠道调研，川财证券研究所

2.2 洋河聚焦省外+渠道调整，短期压制有限

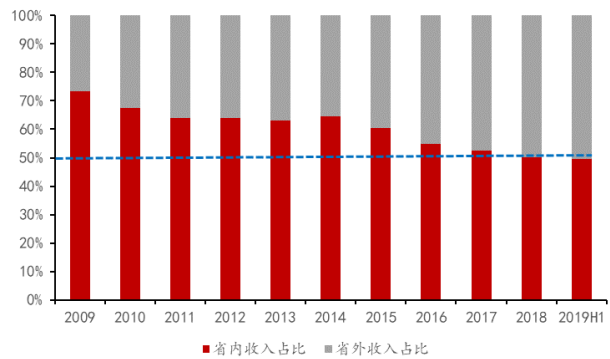
近年来洋河战略重心转移至省外新江苏市场，省内竞争有所缓解。洋河自 12 年提出新江苏市场战略以来，重点发展环江苏省外的河南、山东、安徽、浙江、湖北五个省份，15 年以来进一步将新江苏市场细分至县、市区层面，并针对不同层级市场制定短期、长期目标，并给予额外费用支持。在公司更多战略聚焦省外的情况下，15-18 年洋河省外营收 CAGR 高达 23.19%，远高于同期省内营收 CAGR 的 7.08%。我们认为，目前洋河省外业务快速增长且仍有巨大潜力，未来的增长重心仍在省外，省内仍将以稳定增长为主，省内竞争相对缓和，今世缘有望持续受益。

图 23： 洋河省外收入增速高于省内



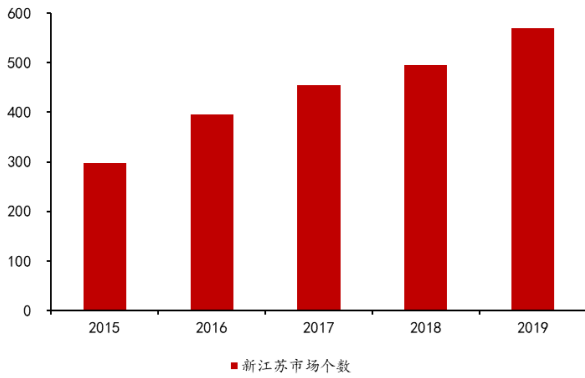
资料来源：wind，川财证券研究所

图 24： 2019H1 洋河省外收入占比超过 50%



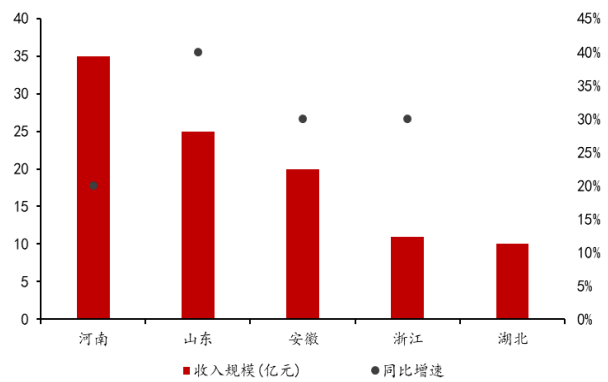
资料来源：wind，川财证券研究所

图 25: 洋河新江苏市场持续快速增长



资料来源: 渠道调研, 川财证券研究所

图 26: 省外主要区域收入规模及同比增速



资料来源: 渠道调研, 川财证券研究所

此外, 洋河自 2019 年 6 月以来进行渠道、产品端改革措施, 其中渠道端控货清理库存, 对销售人员进行柔性化考核, 构建“一商为主、多商为辅”的新型厂商关系; 产品端开发梦之蓝 M6+来强化高端产品形象, 梦之蓝 M6 升级使得 500 元价格带空出, 国缘四开迎来更好的占位机会。

图 27: 江苏省内城区白酒消费价格带上移至 300 元以上



资料来源: 渠道调研, 川财证券研究所

三、内在驱动：精准卡位次高端、深耕团购渠道

3.1 差异化定位、跟随定价，国缘性价比优势凸显

公司拥有“国缘”、“今世缘”、“高沟”三大品牌，并紧紧围绕“酒”和“缘”挖掘“缘文化”的精神价值张力和历史文化厚度，不断提升公司品牌的核心价值。国缘品牌定位“中国高端中度白酒”，今世缘品牌努力打造“中国人的喜酒”，高沟品牌定位“正宗苏派老酒”，三大品牌满足各层次消费需求。

图 28：国缘、今世缘、高沟三大品牌定位

企业品牌			
产品品牌	今世缘	国缘	高沟
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
饮用场景	婚庆、喜庆、家宴	政/商务宴请	大众日常消费
品牌诉求	有喜庆今世缘	成大事，必有缘	老朋友一起喝的酒
目标人群	中档中产家庭消费	性中产政商人群众	中低档收入人群
营销策略	婚庆切入、喜庆带动、日常促进	聚焦政商，主攻次高端	社区培育，精耕乡镇

资料来源：微酒，川财证券研究所

图 29：国缘、今世缘、高沟三大品牌获奖荣誉一览

高沟	1949	1956	1984	1989	1995	
	高沟酒厂由天泉、裕源、永泉、公兴等八个糟坊合并而成	荣获江苏政府颁发的“酿酒第一”奖旗	全国轻工业部酒类质量大赛金杯奖	全国第五届评酒会蝉联“国家品牌酒”称号	被国家技术监督局认定为全国浓香型白酒标准样品	
	今世缘	1996	2001	2012	2014	
		“今世缘”品牌创立	今世缘系列酒被指定为“江苏省接待用酒”	今世缘荣获“中国十大文化名酒”	华樽杯“中国喜庆用酒第一品牌”、“中国十大白酒营销创新品牌”	
		国缘	2004	2005	2007	2017
“国缘”品牌创立，并成为奥运会江苏体育健儿庆功酒			国缘被确定为第四届世界华商大会中国企业家代表团“接待用酒”	国缘酒荣获“2007年中国十大高端商务白酒品牌”	国缘成为腾讯新闻“一带一路”国际合作高峰论坛报道合作伙伴	国缘作为国礼赠送给阿根廷驻华大使，成为中阿文化交流节外交用酒

资料来源：公司官网，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

国缘和梦之蓝差异化定位，品牌诉求有所区别。国缘主打喜庆色调下的“缘”文化定位，偏重于政商务接待属性；而洋河梦之蓝主打蓝色冷色调下的“雅”文化，突出新国酒定位。近年来国缘系列更加强调“高端中度白酒”概念，主打适饮体验，积极与高端商务场景绑定；而洋河继续强化“绵柔”品质与高端大气的品牌内涵，深耕商务消费场景。

图 30： 国缘以喜庆红色调为主，与缘文化联结



资料来源：公司官网，川财证券研究所

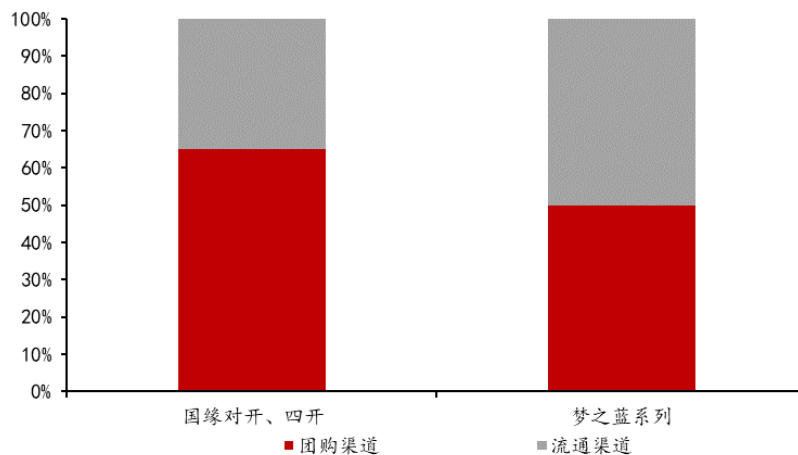
图 31： 洋河以蓝色冷色调为主，与雅文化结缘



资料来源：公司官网，川财证券研究所

国缘系列产品营销采取跟随策略，相比洋河梦之蓝系列通过错位竞争性价比更高。从团购渠道来看，国缘四开批价较梦之蓝 M6 更低且渠道利润率相近，国缘对开批价低于梦之蓝 M3 且渠道利润率更高，从而国缘系列在团购渠道更具性价比优势；从流通渠道来看，定位 300 元价格带的国缘对开优于 500 元价格带的梦之蓝 M3，定位 500 元价格带的国缘四开优于 700 元价格带的梦之蓝 M6，高性价比优势仍然凸显。

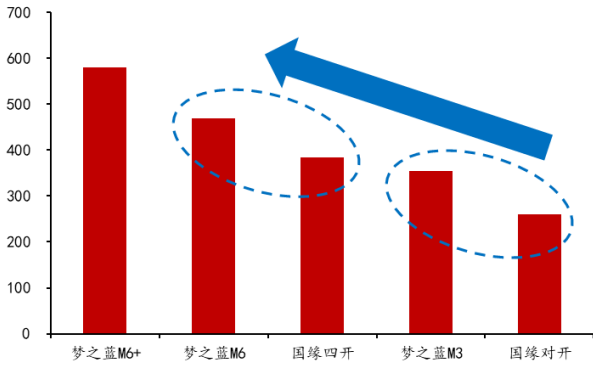
图 32： 国缘系列团购渠道占比更高



资料来源：渠道调研，川财证券研究所

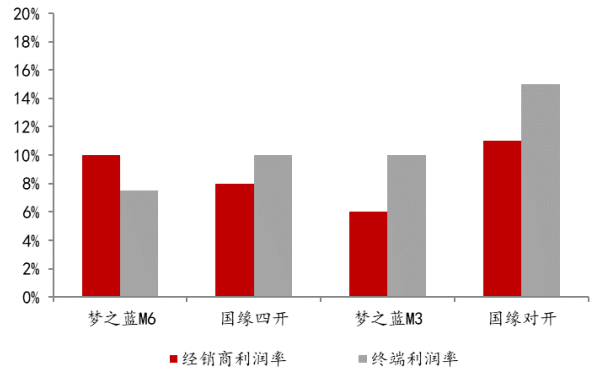
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 33：国缘系列一批价较竞品性价比更高



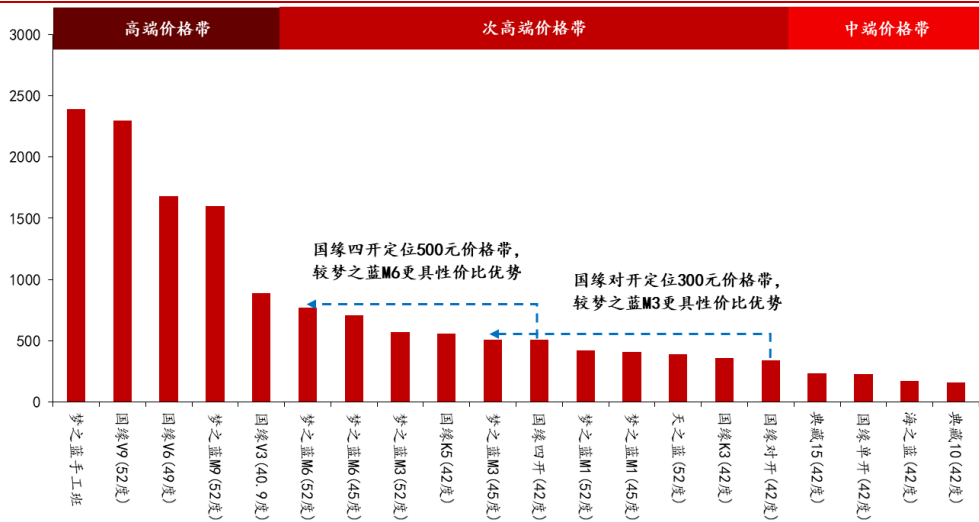
资料来源：渠道调研，川财证券研究所

图 34：国缘产品渠道和终端利润率更高



资料来源：渠道调研，川财证券研究所

图 35：国缘系列在流通渠道性价比更高



资料来源：京东旗舰店，川财证券研究所

3.2 厂商“1+1”深度协销模式，坚持深耕团购渠道

公司销售模式以厂商“1+1”深度协销模式为主，推进渠道持续下沉。具体而言，公司目前销售渠道仍以大经销商为主导，一方面厂商共同开发市场并承担费用投入，极大调动了经销商积极性；另一方面，厂家可直控终端，及时掌控终端需求变化并高效应对。

分区域来看，省内持续精耕细作，通过强势区域带动周边区域共同发展。公司14年上市之前，省内销售区域以江苏省内地级市为划分依据，设立13个营销中心。但在推行过程中，市受消费水平、白酒偏好差异的影响，省内各个地级市之间的发展差距逐步显现，因此16年公司将13个营销中心整合为6个大区

(淮安大区、南京大区、盐城大区、省内苏南、省内苏中、省内苏北)，使得强势区域的销售骨干去带动周边弱势区域实现共同成长。18年公司撤销苏北大区，将宿迁归入淮安大区、将镇江归入南京大区、将连云港归入盐城大区、将徐州单立为徐州大区，形成省内新的6个营销大区（淮安大区、南京大区、苏南大区、苏中大区、盐城大区、徐州大区）。

省外多举措逐步加大开拓步伐。2014年以北京+上海为全国形象标杆；2016年开始增加省外销售骨干，实施省内省外一体化；2017年规划“2+5+N”区域拓展；2018年试点山东大区，并与浙江商源签署战略合作协议，后者获得国缘系列在浙江地区的代理权；2019年将区域规划升级为“1+2+4+N”，并与安徽百川名品战略合作，在安徽地区推广代理国缘产品。

图 36：公司省内、省外渠道扁平化变革一览



资料来源：公司公告，川财证券研究所

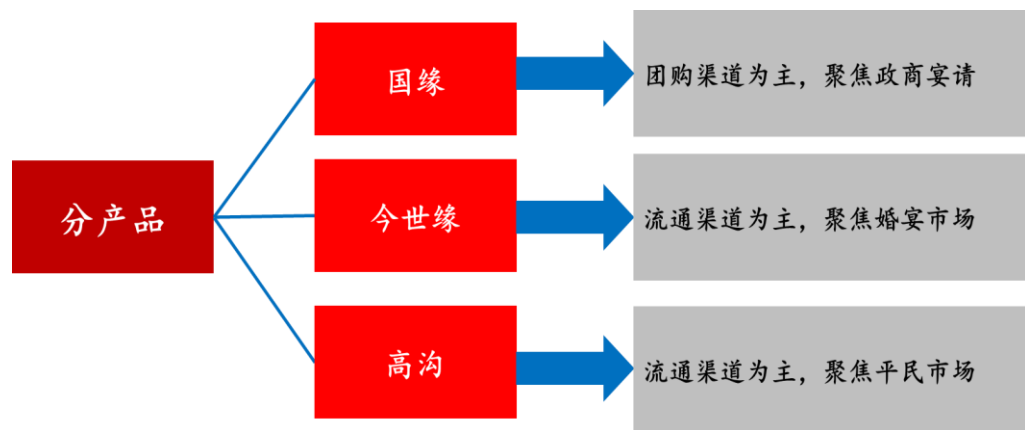
分产品来看，次高端国缘系列以团购为代表的复合经营模式通过与核心客户的有效沟通，培养核心消费者，并在餐饮终端自带酒水或点名消费，进而带动品牌产品的消费氛围；今世缘及高沟系列主要实施分销代理营销模式，即与经销商合作，以经销商为主，广泛开发商超、烟酒店等零售终端，以争取掌控、服务更多的终端网点，进而引导终端购买或者消费。

公司前瞻性的持续深耕团购渠道，并逐步积累起渠道优势，从而实现厚积薄发。对比来看，洋河主要以流通渠道为主，包括酒店、餐饮、大卖场等；而今世缘主要以经销商团购渠道为主，其中国缘系列团购渠道占比65%。考虑到团购渠道相对于流通渠道来说渠道壁垒更高，竞争压力小，今世缘在占领团购渠道后则具备了明显的先发优势，品牌竞争力持续提升。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

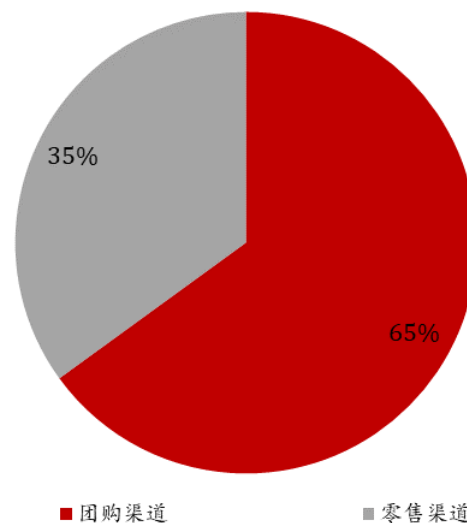
公司在省内团购渠道优势明显主因：1) 公司由涟水县政府控股，团购渠道一直受到政府支持，国缘自 2004 年推出时就是政府用酒；而当时洋河只有 2003 年推出的海之蓝和天之蓝，梦之蓝于 2005 年推出，且 2012 年以前主推的是海之蓝和天之蓝。因此消费者认知里国缘品牌力更高，公司通过消费领袖的带领在省内政商务消费迅速占据了主流地位。2) 上一轮三公消费限制下的行业调整期，当时大部分酒企认为大众消费是行业未来主流，并将更多资源聚焦在流通渠道，而公司仍重点聚焦团购客户，通过抢占团购资源进一步巩固公司在团购方面的优势；3) 三公消费限制后，江苏省政府规定用酒标准在 500 以内，而国缘四开 400 多价格带精准卡位政府规定价格线以下，而梦之蓝 M6 价格则较高，故在政商务团购这块国缘相对优势突出。

图 37：公司实行分产品运营策略



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 38：国缘系列经销商中团购占比约 65%



资料来源：公司调研，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

表格 3. 今世缘和其他酒企渠道模式对比

酒企	厂商分工	渠道层级	销售人员	优势	劣势
今世缘(深度协销模式)	销售大区直接向终端市场投放销售资源, 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。	渠道扁平化	销售913人, 占比27.4%	厂商共同承担开发费用, 加强双方市场开发合作程度, 增加品牌忠诚度	销售人员数量快速增加
洋河(深度分销模式)	厂家主导, 通过派驻业务代表入驻经销商或在经销商主导市场设立办事处、分公司等直接做市场, 进行市场开发、维护、品牌推广和消费者教育等工作, 而经销商主要起配合作用。	深度渠道扁平化	销售5259人, 占比34.4%	厂家对终端的掌控力强, 窜货较少, 对经销商依赖较弱	厂家承担市场费用投放, 销售费用高
古井贡酒(深度分销模式)	厂家主导, 通过制定营销计划、派遣人员进行精细化管理; 经销商仅负责相关辅助任务, 如仓储、运输、维护等。	渠道扁平化	销售1600人, 占比19.2%	厂家较终端控制能力较强	销售人员数量增加, 直营费用投入增加
口子窖(大商制)	经销商主导, 通过自主开发和维护市场, 不同区域之间单独运作; 厂家充分放权, 不直接掌控终端动销。	层级较多	销售272人, 占比7.1%	充分利用经销商的资金、人脉、渠道资源, 快速实现低成本扩张	厂家入口终端能力较弱

资料来源: 渠道调研, 川财证券研究所

四、未来空间：战略布局 V 系列，省内精耕省外拓展

4.1V 系列布局高端价格带，未来占比或突破 15%

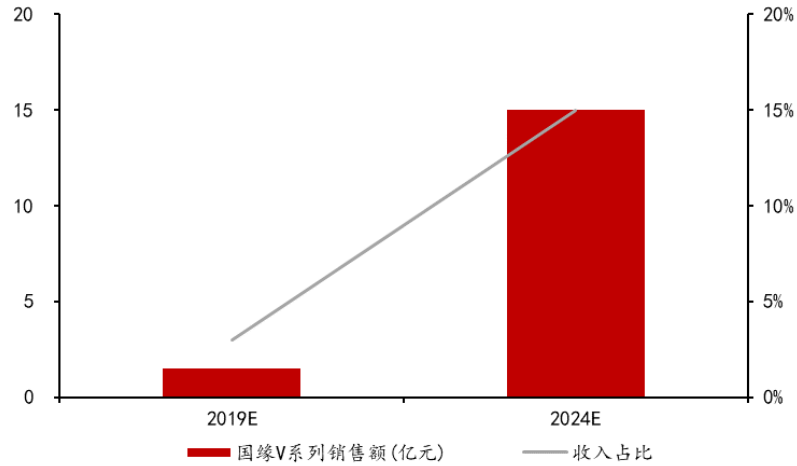
2018 年以来公司重新布局国缘 V 系列，其中 2018 年下半年推出国缘 V3、V6 两款产品，2019 年推出国缘 V9。国缘 V 系列定位高端及超高端，是公司针对未来五年的长远战略布局，其中国缘 V3、国缘 V6 终端指导价分别为 888 元/瓶、1599 元/瓶，主要对标普五、国窖 1573、梦之蓝 M9/手工班；超高端清雅酱香国缘 V9 终端指导价为 2299 元/瓶，对标飞天茅台。2019 年 V 系列实现销售收入约 1.5 亿元，收入占比约 3%。未来 5 年，公司将加大资源投入力度，力争到 2024 年收入占比达到 15%，从而实现国缘 V 系列的高端占位。

表格 4. 今世缘和其他酒企渠道模式对比

V 系列	产品香型	产品定位	终端指导价 (元/瓶)	对标产品
国缘V3 (40.9度)	创新浓香型	更舒适的高端白酒、中产精英阶层消费	888	普五、国窖1573、梦之蓝M9
国缘V6 (49度)	创新浓香型	更舒适的高端白酒、中产精英阶层消费	1599	梦之蓝手工班
国缘V9 (52度)	清雅酱香型	高端商务白酒、更舒适的高端白酒	2299	飞天茅台

资料来源: 京东旗舰店, 川财证券研究所

图 39：未来 5 年国缘 V 系列销售占比有望达到 15%

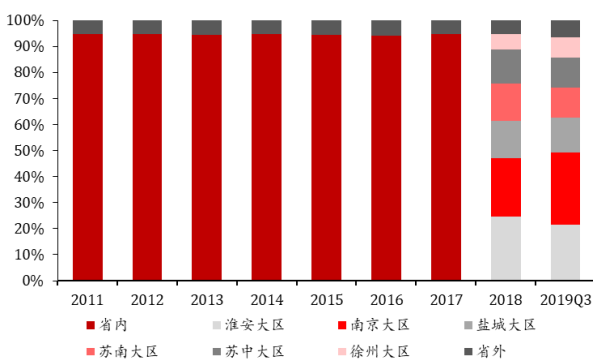


资料来源：公司调研，川财证券研究所测算

4.2 南京模式可复制，精耕细作维持省内高增

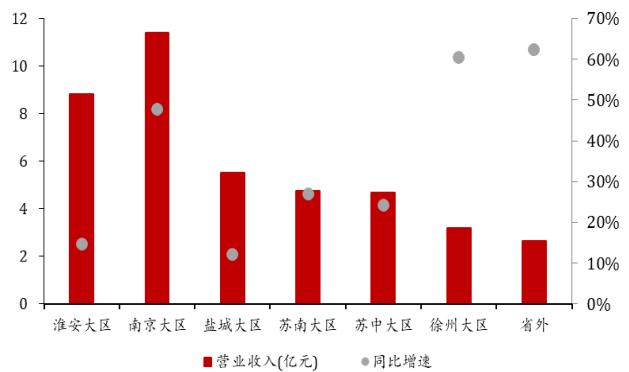
南京大区已成长为省内最大区域市场，持续精耕细作有望延续高增长。公司省内营收占比一直稳定在 94% 左右，业绩高度依赖省内区域市场。具体来看，2019Q3 南京大区、淮安大区、盐城大区、苏中大区、苏南大区、徐州大区分别实现销售收入 11.40 亿元、8.83 亿元、5.51 亿元、4.67 亿元、4.74 亿元、3.21 亿元，南京大区已成为省内最大销售区域，并保持 47.84% 的高增长态势。

图 40：南京大区成为最大销售市场



资料来源：wind，川财证券研究所

图 41：2019Q3 省内徐州、南京大区增速领先



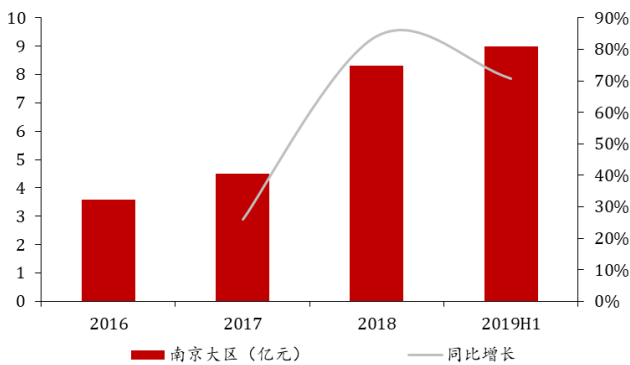
资料来源：wind，川财证券研究所

南京模式大获成功主因：1) 南京市场的成长轨迹是典型的消费者“盘中盘”的成功实践。公司早期前瞻性的在南京市场重点团购渠道主推国缘系列，且国缘四开团购价正好卡位江苏省政府规定用酒标准的 500 元以下，而洋河 M6 价格

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

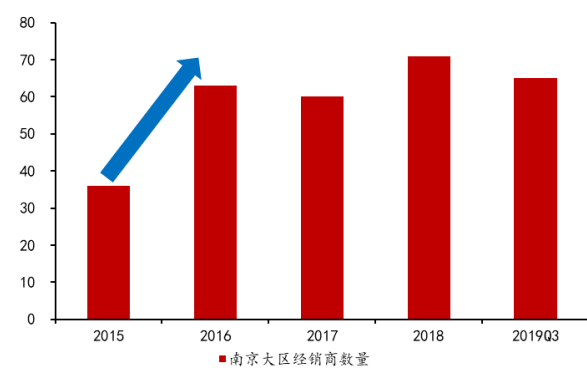
较高不符合政府用酒标准，因此在政商务团购渠道国缘优势突出；2) 近几年南京市场招商进度加快，由于公司在流通渠道切入较晚，渠道价格不透明，因此渠道利率更高。相比于竞品，国缘较高的渠道利润激发了经销商的积极性，终端动销强劲，流通渠道发力带动大众消费逐步崛起，国缘系列实现快速放量；3) 南京大区销售模式为“自分销+经销”相结合，公司的自分销是将分公司视为经销商，通过激励员工来提高积极性，并对渠道分品牌、分客户运作，渠道扁平化不断提升从而运作十分精细。

图 42：南京大区实现爆发式增长



资料来源：wind，川财证券研究所（2018 年以后南京大区包括南京、镇江）

图 43：2016 年南京大区经销商数量大幅增加



资料来源：wind，川财证券研究所（2018 年以后南京大区包括南京、镇江）

考虑到江苏各地区经济基础差距明显，我们按照今世缘销售大区的划分对不同区域白酒的消费水平进行测算，未来省内苏南、苏中增长空间仍然巨大，可因地制宜推行南京模式，通过精耕细作抢占市场份额。

从白酒市场规模的角度来看，苏南、苏中大区白酒消费水平高，与南京大区市场较为相似。具体来看，苏南大区白酒市场规模约 140 亿，人均白酒表观消费量约 630 元/年；苏中大区白酒市场规模约 80 亿，人均白酒表观消费量约 500 元/年；南京大区白酒市场规模约 75 亿，人均白酒表观消费量约 540 元/年；徐州大区白酒市场规模约 60 亿，人均白酒表观消费量约 330 元/年；盐城大区白酒市场规模约 45 亿，人均白酒表观消费量约 400 元/年；淮安大区白酒市场规模约 35 亿，人均白酒表观消费量 370 元/年。

从白酒市场集中度的角度来看，未来今世缘在省内苏南、苏中、徐州大区市占率仍然存在较大提升空间。具体来看，淮安大区、南京大区为今世缘销售优势区域，通过测算我们估计公司在淮安大区、南京大区的市占率分别为 29%、18%；而公司在苏南、苏中、徐州大区市占率仅在 5%-7% 区间，未来提升潜力巨大。同时公司近年来加大在苏南、苏中、徐州大区的资源投入，其中苏中大区经销

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

商数量从 17 年的 52 个快速增加到 19Q3 的 76 个，同期苏南大区经销商数量从 48 个增加到 55 个，徐州大区经销商数量从 44 个增加到 55 个。

表格 5. 江苏各地区白酒市场规模测算

行政区域	苏南					苏中			苏北				
销售区域	南京大区		苏南大区			苏中大区			淮安大区		盐城大区		徐州大区
地级市	南京	镇江	苏州	无锡	常州	南通	扬州	泰州	淮安	宿迁	盐城	连云港	徐州
GDP	12820	4050	18597	11439	7050	8427	5466	5108	3601	2751	5487	2772	6755
常住人口(万人)	844	320	1072	657	473	731	453	464	493	493	720	452	880
人均可支配收入(元)	52916	40883	55476	50373	45933	37071	34076	34642	27696	22918	29488	25864	27385
人均生活消费支出(元)	30898	24739	33623	31803	27261	24102	21129	22118	16080	14732	17853	17116	16291
人均食品烟酒消费支出(元)	7942	6828	8459	8768	7451	6786	6458	6294	4677	4983	5041	5401	4732
消费偏好	25.7%	27.6%	25.2%	27.6%	27.3%	28.2%	30.6%	28.5%	29.1%	33.8%	28.2%	31.6%	29.0%
人均白酒表现消费(元)	604	520	644	667	567	516	491	479	356	379	384	411	360
白酒市场规模(亿元)	51	17	69	44	27	38	22	22	18	19	28	19	32

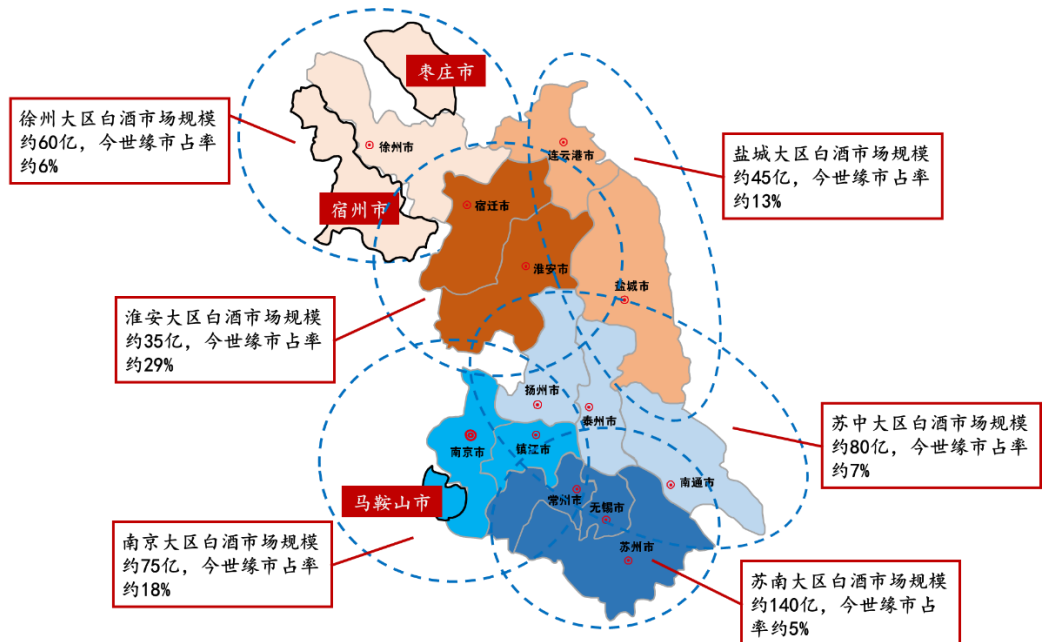
资料来源：江苏统计年鉴，川财证券研究所测算

注：(1) 消费偏好=人均食品烟酒消费支出/人均生活消费支出；

(2) A 区域人均白酒表现消费量=江苏省人均白酒表现消费量* (A 区域人均食品烟酒消费支出/江苏省人均食品烟酒消费支出)；

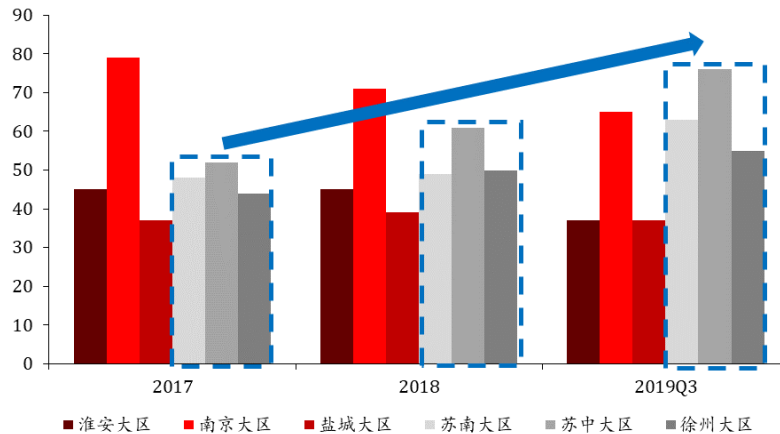
(3) A 区域白酒市场规模=A 区域人均白酒表现消费量*A 区域常住人口

图 44：苏南大区、苏中大区市占率仍有较大提升空间



资料来源：江苏省统计年鉴，川财证券研究所测算

图 45：省内经销商增量主要来自苏南、苏中、徐州



资料来源：公司公告，川财证券研究所

4.3 省外开拓节奏加快，有望突破大山东市场

公司省外发展战略聚焦“1+2+4”重点市场，开拓节奏明显加快有望突破山东市场。其中1是指山东，进一步强化山东市场战略重要性，率先发力突破；2是指北京、上海，作为示范市场；4是指浙江、安徽、河南、江西，作为环江苏市场，持续加大培育力度。

当前省外市场公司加大资源支持力度，省外经销商数量从2018年的274个快速增加到2019Q3的382个。分区域来看，山东市场的运作模式主要为成立山东大区、并购当地景芝酒企，而浙江、安徽市场分别联手商源、百川，借助当地的大商资源切入区域市场。期间省外省外销售增速明显加快，预计2019年省外营收增幅达到60%以上，山东、安徽等重点板块初步形成。

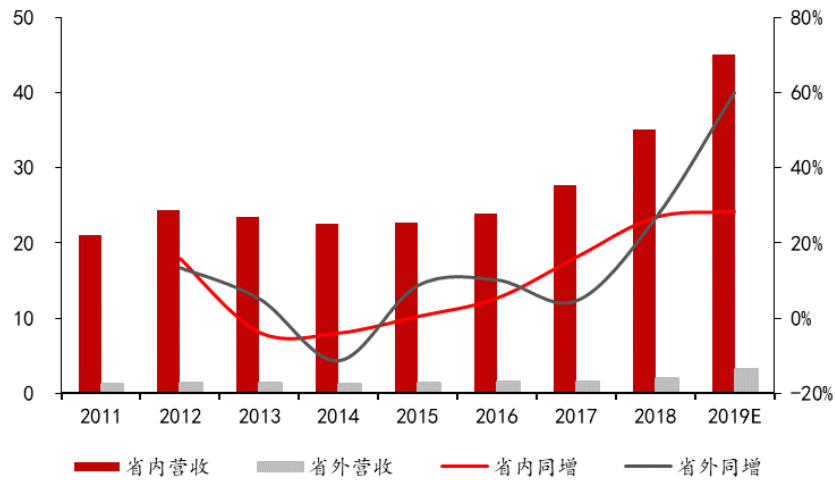
图 46：公司“1+2+4”省外拓展战略，当前重点布局山东大区



资料来源：公司公告，川财证券研究所

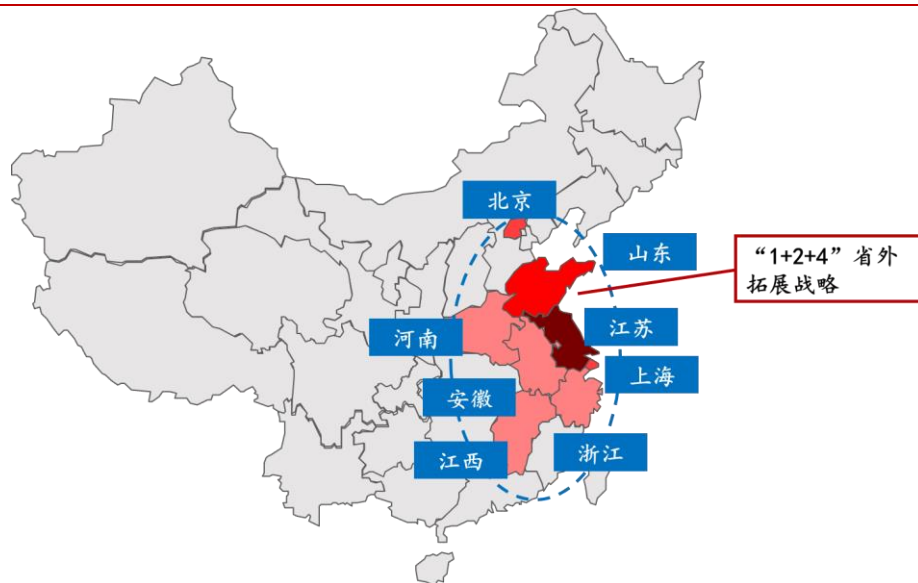
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 47： 预计今世缘省外市场增速超过 60%



资料来源：wind，公司调研，川财证券研究所

图 48： 聚焦“1+2+4”省外拓展战略，重点布局山东大区

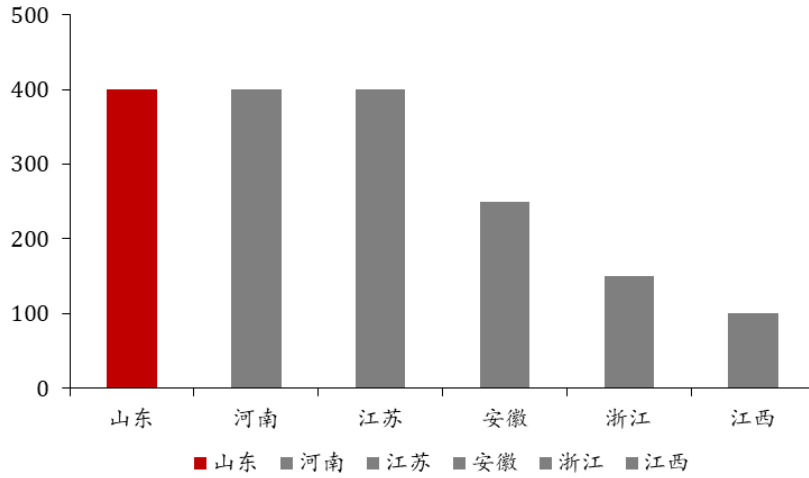


资料来源：公司公告，川财证券研究所

山东市场是公司省外开拓的主阵地，战略意义重大，未来有望通过“大区运营+资本收购+大商合作”，助力公司新五年省外销售占比达到 20% 以上。从行业层面来看，山东市场白酒消费规模约 400 亿，历来是白酒企业实现全国化的必争之地；从公司层面来看，山东省内地产酒以市区型酒企为主，头部企业 CR5 占比不到 20%，呈现小而散的竞争格局，因此外来品牌进入相对容易。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 49：山东为白酒消费大省，市场规模约 400 亿



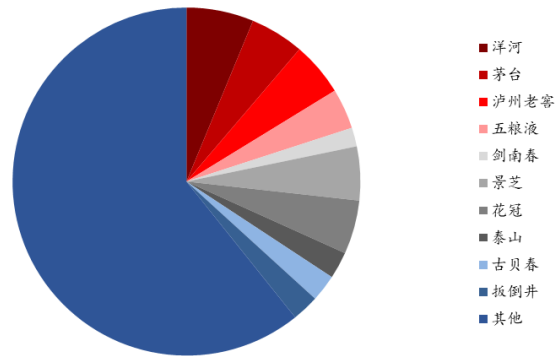
资料来源：佳酿网，川财证券研究所

图 50：山东地产酒呈现“小而散”的竞争格局



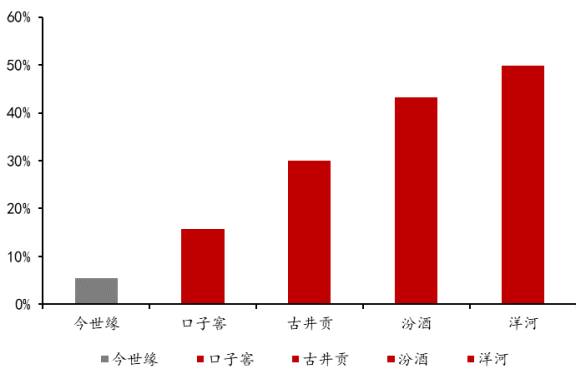
资料来源：佳酿网，川财证券研究所

图 51：外来品牌进入相对容易



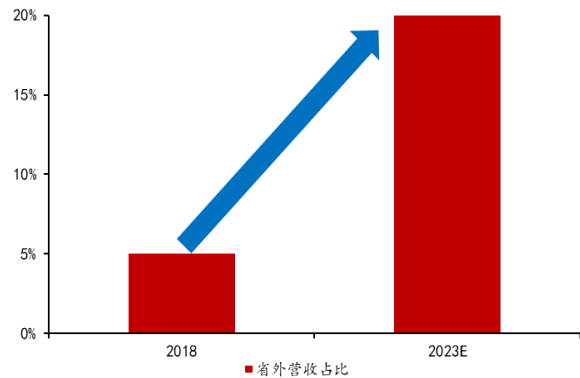
资料来源：渠道调研，川财证券研究所

图 52：公司省外收入占比明显低于竞品



资料来源：wind，川财证券研究所

图 53：新五年省外营收占比有望突破 20%



资料来源：公司调研，川财证券研究所

五、盈利预测与估值

基于以上对公司的经营分析，我们的盈利预测包括如下假设：

(1) 特 A+类白酒（国缘对开及以上）：

吨价：国缘系列产品营销采取跟随策略，仍将保持高性价比优势，预计 2019-2021 年特 A+类白酒吨价基本维持 2.00%左右的增速。

销量：省内精耕细作有望持续提升是产率，省外开拓稳步推进，国缘系列销量高增长能维持，预计 2019-2021 年中高价白酒销量增速分别为 40.00%、25.00%、25.00%。

(2) 特 A 类白酒（今世缘典藏 10 以上）：

吨价：预计 2019-2021 年特 A 类白酒吨价基本维持 2.00%左右的增速。

销量：预计 2019-2021 年特 A 类白酒销量有望保持稳定增长，增速分别为 20.00%、10.00%、20.00%。

(3) A 类、B 类白酒：

吨价：预计 2019-2021 年 A 类、B 类白酒吨价将保持不变。

销量：预计 2019-2021 年 A 类、B 类白酒销量有望保持 10.00%的年均复合增长。

(4) C 类、D 类白酒：

吨价：低端光瓶酒存在一定提价空间，预计 2019-2021 年 C 类白酒吨价基本维持 3.00%左右的增速，D 类白酒吨价基本维持 5.00%左右的增速。

销量：预计 2019-2021 年 C 类、D 类白酒销量将保持不变。

我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 48.64、58.37、72.15 亿元；归母净利润分别为 14.45、17.56、21.82 亿元；EPS 分别为 1.15、1.40、1.74 元/股，对应当前 PE 分别为 24.73、20.36、16.38 倍。考虑到省内精耕细作有望持续提升市占率，省外开拓加快推进，国缘系列高增长能维持，首次覆盖给予“增持”评级。



表格 6. 酒类盈利预测

酒类详细拆分		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
特A+类白酒	销售收入 (百万)	1293.08	1845.25	2635.02	3359.65	4283.55
	增速		42.70%	42.80%	27.50%	27.50%
	销量 (吨)	3034	4277	5988	7485	9356
	增速		40.97%	40.00%	25.00%	25.00%
	吨价 (万元/吨)	42.62	43.14	44.01	44.89	45.78
	增速		1.23%	2.00%	2.00%	2.00%
	毛利率	82.74%	83.63%	83.95%	84.26%	84.57%
特A类白酒	销售收入 (百万)	1047.54	1263.16	1546.10	1734.73	2123.31
	增速		20.58%	22.40%	12.20%	22.40%
	销量 (吨)	7377	8428	10113	11125	13350
	增速		14.25%	20.00%	10.00%	20.00%
	吨价 (万元/吨)	14.20	14.99	15.29	15.59	15.91
	增速		5.55%	2.00%	2.00%	2.00%
	毛利率	71.67%	72.24%	72.24%	72.24%	72.24%
A类白酒	销售收入 (百万)	256.07	308.39	339.23	373.15	410.46
	增速		20.43%	10.00%	10.00%	10.00%
	销量 (吨)	3360	3788	4167	4583	5042
	增速		12.73%	10.00%	10.00%	10.00%
	吨价 (万元/吨)	7.62	8.14	8.14	8.14	8.14
	增速		6.83%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	62.06%	57.73%	56.89%	56.02%	55.15%
B类白酒	销售收入 (百万)	159.49	165.13	181.65	199.81	219.79
	增速		3.54%	10.00%	10.00%	10.00%
	销量 (吨)	3935	3859	4245	4670	5137
	增速		-1.92%	10.00%	10.00%	10.00%
	吨价 (万元/吨)	4.05	4.28	4.28	4.28	4.28
	增速		5.56%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	62.06%	57.73%	56.89%	56.02%	55.15%
C类白酒	销售收入 (百万)	151.79	108.37	111.62	114.97	118.42
	增速		-28.60%	3.00%	3.00%	3.00%
	销量 (吨)	8169	5657	5657	5657	5657
	增速		-30.74%	0.00%	0.00%	0.00%
	吨价 (万元/吨)	1.86	1.92	1.97	2.03	2.09
	增速		3.08%	3.00%	3.00%	3.00%
	毛利率	28.91%	8.91%	8.91%	8.91%	8.91%
D类白酒	销售收入 (百万)	10.91	8.29	8.70	9.13	9.59
	增速		-24.09%	5.00%	5.00%	5.00%
	销量 (吨)	1034	712	712	712	712
	增速		-31.09%	0.00%	0.00%	0.00%
	吨价 (万元/吨)	1.06	1.16	1.22	1.28	1.35
	增速		10.16%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	18.90%	8.92%	8.92%	8.92%	8.92%
酒类合计	销售收入 (百万)	2918.89	3698.59	4822.32	5791.44	7165.13
	增速		26.71%	30.38%	20.10%	23.72%
	毛利率	71.74%	72.94%	74.43%	75.34%	76.15%

资料来源: wind, 川财证券研究所

表格 7. 分产品盈利预测

		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
白酒	收入 (百万)	2,918.89	3,698.59	4,822.32	5,791.44	7,165.13
	毛利率(%)	71.74	72.94	74.43	75.34	76.15
	同比	15.52%	26.71%	30.38%	20.10%	23.72%
其他	收入 (百万)	33.00	37.00	40.70	44.77	49.25
	毛利率(%)	66.67	66.03	66.03	66.03	66.03
	同比	22.22%	12.12%	10.00%	10.00%	10.00%
合计	收入 (百万)	2951.89	3735.59	4863.02	5836.21	7214.38
	毛利率(%)	71.69	72.87	74.36	75.27	76.08
	同比	15.59%	26.55%	30.18%	20.01%	23.61%

资料来源: wind, 川财证券研究所

表格 8. 白酒行业公司估值表

日期	2020/3/30	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				19E	20E	21E	19E	20E	21E
600519.SH	贵州茅台	1075.5	13510.4	32.8	37.5	43.4	32.8	28.7	24.8
000858.SZ	五粮液	115.8	4495.3	4.5	5.4	6.4	25.8	21.4	18.0
000568.SZ	泸州老窖	74.5	1091.2	3.2	3.8	4.5	23.5	19.4	16.5
平均值							27.4	23.2	19.8
600809.SH	山西汾酒	90.3	787.3	2.3	2.9	3.5	38.6	31.4	26.2
600779.SH	水井坊	43.1	210.6	1.7	2.2	2.9	25.5	19.5	15.0
000799.SZ	酒鬼酒	28.7	93.2	0.9	1.2	1.5	33.4	24.6	19.0
600702.SH	舍得酒业	22.9	77.0	1.2	1.5	1.7	18.6	15.4	13.4
平均值							29.0	22.7	18.4
002304.SZ	洋河股份	85.8	1293.4	4.9	5.5	6.3	17.6	15.5	13.5
000596.SZ	古井贡酒	113.2	500.9	4.4	5.3	6.6	25.5	21.4	17.2
603589.SH	口子窖	42.2	253.2	3.0	3.3	3.9	14.1	12.6	10.9
平均值							19.1	16.5	13.9
000860.SZ	顺鑫农业	60.0	445.1	1.4	1.9	2.5	44.4	32.1	24.4
603198.SH	迎驾贡酒	16.2	129.6	1.1	1.2	1.3	14.1	13.2	12.7
600559.SH	老白干酒	8.7	78.1	0.4	0.6	0.7	19.6	15.8	12.1
603919.SH	金徽酒	13.5	52.5	0.7	0.9	1.0	18.4	15.7	13.4
平均值							24.2	19.2	15.7
603369.SH	今世缘	28.5	357.4	1.2	1.4	1.7	24.7	20.4	16.4

资料来源: wind, 川财证券研究所, 注: 除贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、水井坊、舍得酒业、古井贡酒、顺鑫农业, 其他均为万得一致预期数据

风险提示

- 1) 宏观经济影响，导致白酒行业景气度下降；
- 2) 次高端白酒市场竞争加剧，省外渠道拓展风险；
- 3) 政策监管趋严，白酒行业存在产业政策风险。



报表预测

利润表 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2952.2	3736.0	4863.6	5836.9	7215.2
减:营业成本	835.3	1013.5	1247.2	1443.3	1725.6
营业税金及附加	405.1	632.2	826.8	992.3	1226.6
营业费用	428.3	585.6	778.2	963.1	1190.5
管理费用	195.5	172.9	243.2	291.8	396.8
财务费用	-10.5	-25.2	-45.5	-67.1	-93.4
资产减值损失	5.3	25.4	10.5	10.5	10.5
加:投资收益	101.0	174.0	124.0	138.2	151.4
公允价值变动损益	2.0	8.8	0.0	0.0	0.0
其他经营损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	1208.0	1516.0	1927.2	2341.2	2910.0
加:其他非经营损益	-4.4	9.2	0.0	0.0	0.0
利润总额	1203.6	1525.2	1927.2	2341.2	2910.0
减:所得税	308.3	374.5	481.8	585.3	727.5
净利润	895.4	1150.7	1445.4	1755.9	2182.5
减:少数股东损益	-0.5	0.0	0.0	0.0	0.1
归属母公司股东净利润	895.9	1150.7	1445.4	1755.9	2182.4
资产负债表 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1289.2	1887.1	2643.9	3848.9	5106.1
应收和预付款项	74.1	78.7	149.0	122.8	211.7
存货	1704.0	1967.6	2486.7	2667.9	3495.0
其他流动资产	1976.2	2288.1	2288.1	2288.1	2288.1
长期股权投资	10.0	11.1	11.1	11.1	11.1
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产和在建工程	998.9	1059.3	1098.3	1117.2	1116.2
无形资产和开发支出	111.5	106.9	77.6	48.2	18.8
其他非流动资产	1059.4	1188.8	1001.9	992.8	992.8
资产总计	7223.2	8587.6	9756.6	11097.1	13239.9
短期借款	0.0	20.0	0.0	0.0	0.0
应付和预收款项	1627.7	2004.3	2440.6	2638.3	3340.3
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他负债	316.5	454.3	0.0	0.0	0.0
负债合计	1944.2	2478.5	2440.6	2638.3	3340.3
股本	1254.5	1254.5	1254.5	1254.5	1254.5
资本公积	717.1	717.5	717.5	717.5	717.5
留存收益	3290.8	4122.7	5177.1	6458.1	8050.2
归属母公司股东权益	5262.3	6094.7	7149.1	8430.1	10022.2
少数股东权益	16.7	14.4	14.5	14.5	14.6
股东权益合计	5279.1	6109.1	7163.6	8444.6	10036.8
负债和股东权益合计	7223.2	8587.6	9756.6	11097.1	13239.9

现金流量表 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营性现金净流量	1001.3	1121.0	1348.3	1841.3	1984.7
投资性现金净流量	-529.9	-228.5	-231.0	-234.5	-237.8
筹资性现金净流量	-230.6	-294.6	-360.5	-401.9	-489.5
现金流量净额	240.7	597.9	756.8	1204.9	1257.3

财务分析和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
毛利率	71.7%	72.9%	74.4%	75.3%	76.1%
销售净利率	30.2%	30.6%	29.7%	30.1%	30.2%
ROE	17.0%	18.9%	20.2%	20.8%	21.8%
ROA	16.4%	17.3%	19.2%	20.4%	21.2%
成长能力					
销售收入增长率	15.6%	26.6%	30.2%	20.0%	23.6%
净利润增长率	18.4%	28.3%	26.2%	21.5%	24.3%
资本结构					
资产负债率	26.9%	28.9%	25.0%	23.8%	25.2%
流动比率	2.6	2.5	3.1	3.4	3.3
速动比率	0.8	0.9	1.3	1.6	1.7
经营效率					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
存货周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
业绩和估值					
EPS	0.7	0.9	1.2	1.4	1.7
BPS	4.2	4.9	5.7	6.7	8.0
PE	39.9	31.1	24.7	20.4	16.4
PB	6.8	5.9	5.0	4.2	3.6

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时可就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004