

2021年04月01日

# 今世缘 (603369.SH)

## 深度分析

### 势能逐步释放，发展“乘风破浪”

#### 投资要点

- ◆ **苏酒代表之一，发展势头强劲：**（1）具备名酒基因：今世缘坐落在江苏省涟水县高沟镇，是著名的酿酒之乡；（2）提前卡位高端价位段：a.国缘品牌（2004年创立），定位为江苏高端白酒创导品牌，主攻300-2500元价格带，目前占总收入比重超过70%；b.今世缘品牌（1996年）定位为中国人的喜酒，主攻100-300元，占收入比重28%；c.高沟品牌是“中华老字号”，定位为正宗苏派老名酒，主攻低端白酒消费场景。（3）发展势头强劲，产品结构提升：公司白酒营收规模居江苏第二，14-19年收入/利润CAGR分别为15.20%/17.83%，其中17-19年收入/利润CAGR分别达到了28.44%和27.61%，实现快速发展。而以国缘和今世缘为主的产品系列占比接近90%，产品结构逐年提升。
- ◆ **“乘风”：乘消费升级之风---次高端价格带扩容，产品升级享红利。**（1）行业结构性增长：2019年酿酒总产量-0.76%，收入+8.24%，利润+14.54%，行业总销量增速放缓，增长板块向中高端产品倾斜。（2）次高端发展迅速：次高端价格带15-19年销售规模增速+33.7%，同期白酒+0.26%，目前次高端容量接近700亿。（3）未来增长来源：消费结构良性化+消费升级。限制三公消费之后，大众消费和商务消费崛起，结构良性，同时随着人民生活水平提高及“少喝酒、喝好酒”的消费意识提升，白酒行业进入了一轮由消费升级带动的成长期。（4）次高端扩容在途：茅台价格稳步上移，打开了其它高端白酒空间的同时，也为次高端价格带提供了充足的提价土壤；并且，次高端承接了高端白酒部分销量溢出，同时也扩容了部分中低端价位消费升级的销量。（5）江苏市场消费升级领先：江苏经济发展水平高，较强的工商业基础、房价带来的财富效应和较高的人均可支配收入给予消费者消费升级的推动力，也推动了白酒的消费升级，率先进入300-600元次高端的主流价位。今世缘主流的价格带在400元以上，我们预计在次高端的逐渐扩容和江苏省内的快速升级中将充分受益。
- ◆ **品牌/产品/渠道全面赋能，具备竞争优势。**（1）国缘提升品牌高度，升级换代提升产品结构：产品品牌角度，公司的产品定位于中度，在中高端及高端白酒中显示出了差异性。产品端，以国缘系列作为战略抓手，配合省内的消费升级和国内的酱酒热，逐步向高端布局和完善次高端价格带，通过升级换代延伸产品生命周期，发展势头强劲，未来五年规划清晰。（2）团购实力强劲，渠道利润较足：一方面渠道角度，公司通过团购的渠道切入市场，不同的渠道与洋河形成差异化的竞争，争取到了市场空间，长期坚持团购，拥有较好的口碑，渠道利润率给得较足。另一方面，销售模式角度，公司推行1+1+N的深度协销进行渠道下沉（即厂家为主导、厂商分工协作、经销商合作开发），通过“控底价、降促销、控库存、管价格、提利润”的措施，充分保障经销商和终端的利益需求，巩固产品品牌的拉力。（3）洋河竞争关系无变化，价格错位竞争，依然具备竞争优势。
- ◆ **“破浪”：发展破浪--省内提市占，省外扩增量**

食品饮料 | 白酒 III

投资评级 买入-B(维持)

股价(2021-04-01) 48.67元

#### 交易数据

总市值(百万元)	61,056.52
流通市值(百万元)	61,056.52
总股本(百万股)	1,254.50
流通股本(百万股)	1,254.50
12个月价格区间	27.12/67.98元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.47	-14.99	48.72
绝对收益	0.25	-15.18	74.76

#### 分析师

 陈振志  
 SAC 执业证书编号：S0910519110001  
 chenzhenzhi@huajinsec.cn  
 021-20377051

#### 报告联系人

 王颖洁  
 wangyingjie@huajinsec.cn  
 021-20377191

#### 相关报告

今世缘：20年目标稳健，疫情短期影响不改中长期成长 2020-04-30

**省内市占率 10%左右，深耕还有空间：**（1）通过对国缘系列和今世缘系列的聚合管理，做到聚焦主流价位，精准切割细分市场，持续提升自身的品牌力，提高品牌的档次感。（2）从人均购买力最强的大区进行划分和精耕细作，强势大区有深耕的良好基础；通过弱势大区的投入持续增加，配合完善的厂商一体化渠道体系，有望继续增长在省内弱势大区的份额。

**省外扩张的决心坚定，积极开拓持续突破：**（1）公司正处于成长期，省外收入占比与经销商数量的增长成正比，通过加大招商力度、携手区域外大商，将产品铺向更多更有效的终端。（2）从 2019 年发力以来，山东作为样板市场效果良好，2019 年山东销售翻倍增长，未来通过踏实的省外细作，实施突破战，未来有希望在其它大区销售复刻山东市场，助力公司省外的发展。

◆ **投资建议：**我们认为，公司产品所处价格带处于扩容放量的价格带、品牌势能在不断增强、渠道构筑很好的和产品进行匹配，省内还有很大的下沉空间，省外拓展也在一步一个脚印踏实往外迈。疫情虽然放缓了增速但并没有破坏公司长期的成长逻辑，公司依然还处于高速成长期。我们预测 2020 年至 2022 年每股收益分别为 1.24、1.55、1.93 元。净资产收益率分别为 18.8%、19.8% 和 20.4%，当前股价对应 PE 为 39.4、31.4 和 25.2X，给予买入-B 建议。

◆ **风险提示：**宏观环境发展不及预期，竞争激烈。

#### 财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,736	4,870	5,102	6,064	7,236
YoY(%)	26.6	30.3	4.8	18.9	19.3
净利润(百万元)	1,151	1,458	1,551	1,946	2,420
YoY(%)	28.4	26.7	6.4	25.5	24.3
毛利率(%)	72.9	72.8	73.9	76.1	77.3
EPS(摊薄/元)	0.92	1.16	1.24	1.55	1.93
ROE(%)	18.8	20.2	18.8	19.8	20.4
P/E(倍)	53.1	41.9	39.4	31.4	25.2
P/B(倍)	10.0	8.5	7.4	6.2	5.2
净利率(%)	30.8	29.9	30.4	32.1	33.4

数据来源：贝格数据华金证券研究所

## 内容目录

一、今世缘：发展势头迅猛，品牌产品矩阵完善 .....	5
(一) 苏酒代表之一，发展势头迅猛 .....	5
(二) 主营业务：品牌矩阵完善，产品不断升级 .....	6
(三) 激励充分，管理层和员工积极性高 .....	8
二、乘消费升级之风，产品享受升级和扩容的红利 .....	9
(一) 行业发展：白酒结构性增长，次高端有望继续扩容 .....	9
(二) 江苏市场消费升级明显，主流白酒价格带升至次高端价位 .....	12
三、竞争优势：品牌/产品/渠道赋能，洋河竞合关系不变 .....	15
(一) 国缘系列放量正当时，双品牌运作思路清晰 .....	15
(二) 渠道：团购实力强，深度协销构筑厂商一体化 .....	18
(三) 洋河竞合关系促成长，省内成长逻辑不变 .....	20
四、发展破浪，省内提市占率，省外扩增量 .....	21
(一) 省内提市占：产品结构升级，薄弱区域仍有下沉空间 .....	21
(二) 省外扩增量：样板市场发展及复制，以点带面继续突破 .....	25
四、盈利预测及投资建议 .....	29
五、风险提示 .....	31

## 图表目录

图 1：今世缘发展历程 .....	5
图 2：公司 2014-2019 年的营业收入及增速 .....	6
图 3：公司 2014-2019 年的净利润及增速 .....	6
图 4：今世缘产品品牌梳理 .....	7
图 5：公司特 A 和特 A+ 产品近几年增速快 .....	8
图 6：公司特 A+ 产品营收超过 50% .....	8
图 7：公司主要股权结构（截至 2020 三季报） .....	8
图 8：规模以上白酒企业酿酒总产量及增速 .....	9
图 9：规模以上白酒企业酿酒实现销售收入及增速 .....	9
图 10：白酒消费结构的变化 .....	10
图 11：近几年茅台的厂价和批价差不断提高 .....	10
图 12：次高端酒企价格带提升 .....	11
图 13：2018 年全国各省市白酒产量（单位：万千升） .....	12
图 14：江苏白酒产量（万千升）及同比增速 .....	12
图 15：全国主要省市的白酒产量占比% .....	13
图 16：江苏白酒市场规模（单位：亿元） .....	13
图 17：江苏省经济发展水平较快 .....	13
图 18：江苏和全国季度 GDP 同比增长率% .....	13
图 19：江苏及全国平均城镇居民人均年可支配收入 .....	14
图 20：江苏及全国平均城镇居民人均食品消费支出 .....	14
图 21：洋河海天梦系列的收入增速% .....	14
图 22：今世缘产品系列的收入增速 .....	14
图 23：公司产品系列占比 .....	15
图 24：K 系列是国缘产品的主力收入系列 .....	15

图 25: 国缘通过 V 系列切入高端市场 .....	16
图 26: 今世缘品牌省内主销中高端产品 .....	17
图 27: 今世缘产品的渠道/终端利润率与竞品相比较 .....	19
图 28: 今世缘近年来销售模式的演变 .....	20
图 29: 洋河省外收入及增速 .....	20
图 30: 洋河省内外收入占比% .....	20
图 31: 今世缘与洋河产品的错位价格竞争 .....	21
图 32: 江苏省内白酒的市占率 .....	22
图 33: 今世缘省内外的收入占比 .....	22
图 34: 公司分品牌运作思路清晰 .....	23
图 35: 江苏各地级市的人均 GDP 水平 .....	23
图 36: 2019 年南京大区收入占比超过淮安大区 .....	24
图 37: 南京大区历年来增速% .....	24
图 38: 江苏各大区示意图 .....	24
图 39: 截至 2020Q3 公司各大区经销商数量 .....	24
图 40: 优势大区季度收入及经销商净增量的对比 .....	25
图 41: 薄弱大区季度收入及经销商净增量的对比 .....	25
图 42: 今世缘各大区产品的销售均价 .....	25
图 43: 省外市场策略图 .....	26
图 44: 近三年省外收入提升较快 .....	27
图 45: 广告费用持续投入 .....	27
图 46: 省外经销商数量从 2019 年起超过省内 .....	27
图 47: 省内外经销商数量增长增速比较% .....	27
图 48: 今世缘与商源联手布局浙江市场 .....	28
图 49: 今世缘与百川名品合作 .....	28
图 50: 经销商数量增长与收入增长成正比 .....	29
图 51: 经销商人均销售金额波动上升 .....	29
表 1: 今世缘的增速居白酒行业的前列 .....	6
表 2: 2020 年股权激励草案考核条件 .....	9
表 3: 五年战略规划 (2021-2025) 的营收目标 .....	9
表 4: 近两年次高端产品提价相关内容 .....	11
表 5: 近几年对国缘系列大单品多次提价 .....	17
表 6: 公司十四五产品规划要点及主要内容 .....	18
表 7: 公司分产品盈利预测 .....	29
表 8: 公司的盈利预测 .....	30

## 一、今世缘：发展势头迅猛，品牌产品矩阵完善

### （一）苏酒代表之一，发展势头迅猛

公司坐落在江苏省涟水县高沟镇，这里是著名的酿酒之乡，酿酒历史源于西汉，盛于明清，公司的前身可追溯至 1949 年的江苏高沟酒厂，具备历史沉淀下的名酒基因。高沟酒厂虽获一时殊荣，比如 1956 年高沟大曲荣获江苏省“酿酒第一”荣誉、1984 年高沟酒在第四届全国评酒会上获浓香型酒第二名，但由于品牌不适应市场的发展变化和酒厂经营不善，也一度陷入停厂状态；而随着酒厂在 1996 年创立“今世缘”品牌，1997 年成立今世缘酒业公司，酒厂实现了突围。在 2004 年推出“国缘”品牌，将缘文化和酒文化绑定，公司更是从新品牌的推出中获得了更足的发展动力。目前公司旗下坐拥了“国缘”、“今世缘”、“高沟”三个著名白酒品牌，国缘定位为江苏高端白酒创导品牌，今世缘定位中国人的喜酒，高沟定位为正宗苏派老名酒。

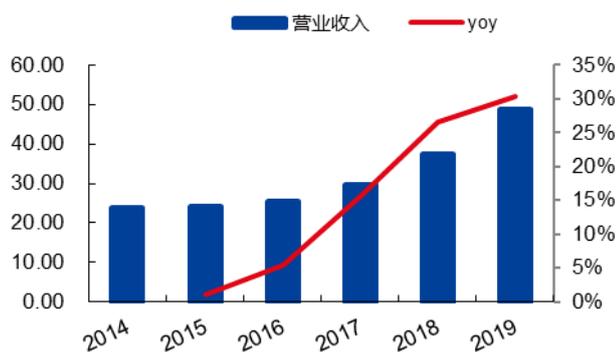
图 1：今世缘发展历程



资料来源：公司官网、华金证券研究所

公司的白酒营收规模排名江苏第二，位居在洋河股份之后，发展势头迅猛。公司于 2014 年上市，上市以来的六年中，90%以上的营收来源于省内。2014 至 2019 年的收入年均复合增速 15.20%，利润年均复合增速 17.83%，其中 2017-2019 年公司营收/利润的年均复合增速分别达到了 28.44%和 27.61%，快速增长的势头在上市酒企中排名靠前，2019 年公司的营收增速达到 30.35%，处于增速第一的位置。

图 2：公司 2014-2019 年的营业收入及增速



资料来源：wind、华金证券研究所

图 3：公司 2014-2019 年的净利润及增速



资料来源：wind、华金证券研究所

表 1：今世缘的增速居白酒行业的前列

公司	营业收入 (亿元)			2019 同比增长%	2017-2019CAGR
	2017	2018	2019		
贵州茅台	610.63	771.99	888.54	15.1%	20.6%
五粮液	301.87	400.30	501.18	25.2%	28.9%
泸州老窖	103.95	130.55	158.17	21.2%	23.4%
山西汾酒	60.37	93.82	118.80	26.6%	40.3%
洋河股份	199.18	241.60	231.26	-4.3%	7.8%
今世缘	29.58	37.41	48.74	30.3%	28.4%
酒鬼酒	8.78	11.87	15.12	27.4%	31.2%
水井坊	20.48	28.19	35.39	25.5%	31.4%
ST 舍得	16.38	22.12	26.50	19.8%	27.2%
古井贡酒	69.68	86.86	104.17	19.9%	22.3%
口子窖	36.03	42.69	46.72	9.4%	13.9%

资料来源：wind、华金证券研究所

## （二）主营业务：品牌矩阵完善，产品不断升级

三大品牌差异化覆盖消费人群，产品体系完整。江苏省消费者更加偏好于低度浓香白酒，讲究口感的柔、甘，公司顺应趋势，主要集中于 42 度白酒（除了国缘 V3、V6、V9 为 40.9 度、49 度和 52 度）。公司从国缘、今世缘、高沟品牌差异化入手，主打中度浓香白酒，覆盖了从低端到高端的全价位价格带。

（1）国缘：品牌创立于 2004 年 8 月，进一步划分可以分为 K 系列、雅系列和 V 系列。其中，雅系列（柔雅、淡雅）的终端零售价位段 100-300，主要消费场景是中档宴席消费；而 K 系列是主力产品，新 K 系（K3、K5）和老 K 系（单开、对开、四开）价格定位于 200-600 区间，其中对开和四开是主力产品。V 系列占据的是 800-2500 的价格带，其中 2019 年推出酱香型的国缘 V9，定位 2000 元以上的价格带，代表公司正式进军酱酒领域。

(2) 今世缘：品牌创立于 1996 年 8 月，以红色喜庆的外表定位于喜庆缘分酒、欢乐喜庆聚会用酒，是“中国十大文化名酒”、“中华婚宴首选品牌”。今世缘品牌主攻 100-300 元的价格带，年份典藏系列是最大的系列，占该品牌系列收入超过 50%。

(3) 高沟：高沟酒是“中华老字号”品牌，1956 年，荣获江苏省“酿酒第一”奖旗；1984 年，在全国第四届评酒会上，以 95.13 分名列全国浓香型白酒第二名；1995 年被国家技术监督局认定为全国浓香型白酒标准样品，成为江苏名酒“三沟一河”（双沟、汤沟、高沟及洋河）的代表，名扬天下。目前主要是 100 元以下的价位段，主攻低端白酒消费场景。

以公司报表披露口径，特 A+ 产品是指出厂指导价高于 300 元，主要是国缘品牌；特 A 是出厂价 100-300 元，对应国缘和今世缘品牌；AB 类为 20-100 元价位段产品，主要是今世缘品牌，剩下的 CD 类为 20 元以下价位段产品，主要对应高沟品牌。

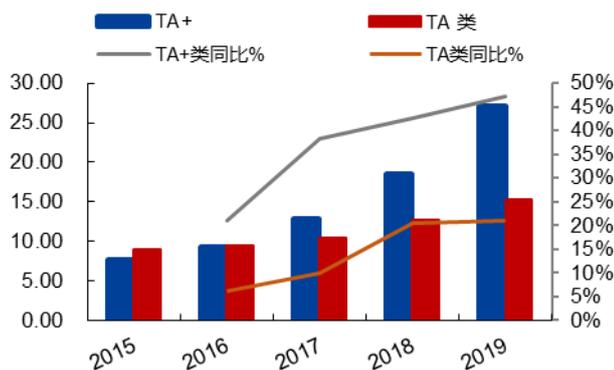
图 4：今世缘产品品牌梳理

定义	对应品牌	定位	饮用场景	口号	系列及价位段
特A+类 出厂指导价高于300元	国缘	品牌创立于2004年8月 中国高端中度白酒	政务、商务宴请	“成大事，必有缘”	V系列：800-2500 V9\V6\V3
特A类 出厂指导价在100-300元					K系列：200-600 K5\K3\四开\双开\单开
A类 出厂指导价在50-100元	今世缘	品牌创立于1996年； 喜庆用酒第一品牌	喜宴、婚宴等喜庆宴席	“有喜庆，今世缘”	典藏系列：50-500 5\8\10\15\20\30
B类 出厂指导价在20-50元					其它系列：50-100 天\地\人和
C\D类 出厂指导价在20元以下	高沟	高沟酿酒历史源于西汉盛于明清； 苏派老名酒	日常消费	“老朋友一起喝的酒”	青花系列：20-100 大\小青花 其它系列：<20

资料来源：公司官网、公司公告、京东、华金证券研究所

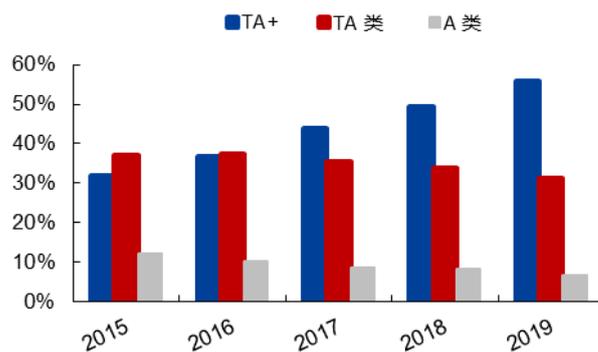
产品结构显著优化，国缘占比日渐提升。目前特 A 及以上的产品是公司的主要营收和利润来源，2019 年特 A 和特 A+ 营收占比 87.2%。从上市以来的增速来看，2015-2019 年特 A 及特 A+ 以上的收入年均复合增速分别为 14.2% 和 36.9%，以高速增长的态势快速发展，未来特 A 及以上产品的主导地位将会更加凸显。在公司的分类中，特 A 及以上的产品主要是国缘品牌，我们根据公司公告披露的相关数据测算，截至 2020H1，我们预计国缘收入占总收入的比重超过 70%，为公司最主要的收入来源。

图 5：公司特 A 和特 A+ 产品近几年增速快



资料来源：wind、华金证券研究所

图 6：公司特 A+ 产品营收超过 50%



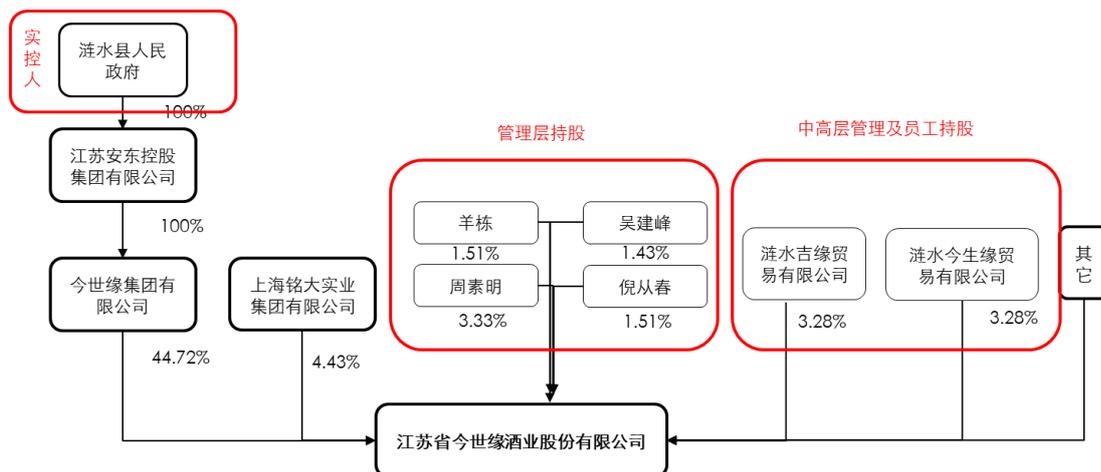
资料来源：wind、华金证券研究所

### （三）激励充分，管理层和员工积极性高

今世缘前身是高沟酒厂，是 1949 年成立的一家全民所有制企业；而后 1997 年涟水县在此前基础上成立江苏今世缘酒业有限公司，2005 年今世缘有限公司由国有全资改为国有控股，此后经过了四次增资、四次转股和引入战投，最终实现了产权的多元化。

截至 2020 三季报，公司的控股股东为今世缘集团有限公司，持股 44.72%，实际控制人为涟水县人民政府。公司的高管和中层干部在公司均有持股，核心高管共计持股 7.78%，其它核心员工通过涟水今世缘贸易有限公司和涟水吉缘贸易有限公司持股 6.56%。核心员工和管理层利益与公司深度绑定，激励充分，有利于提高管理层和员工积极性。

图 7：公司主要股权结构（截至 2020 三季报）



资料来源：公司公告、华金证券研究所

上市前，公司通过股权激励及员工持股的方式进行核心员工绑定及激励。随着公司 2016-2019 年的高速扩张，2020 年 4 月，公司发布股权激励计划草案，拟向激励对象授予 1250 万份股票期权，约占公告时公司总股本 125450.00 万股的 0.996%，其中首次授予 1100 万份，约占公告时公司总股本的 0.877%。计划首次授予的激励对象不超过 360 人，主要包括了公司高级管理人员（5 人）、核心技术人员和管理骨干。

从激励的细节来看，激励计划分三年行权，比例分别为 40%/30%/30%，业绩考核条件要求 2020-2022 年相对 2018 年的营收增长率不低于 45%/75%/115%，净资产收益率不低于 19.7%/20.5%/21.5%。我们认为，在去年疫情的背景下，公司推出股权激励计划，有助于提振员工积极性，同时也彰显了管理层治理的决心和公司长期向好的信心。当前股权激励计划由于疫情影响等原因还需要进一步推进；公司于 2021 年初推出 2021-2025 年的五年战略规划，到 2025 年努力营收过百亿（争取 150 亿元），充分彰显发展的信心。

表 2：2020 年 4 月股权激励草案考核条件

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
股权激励的营业收入	37.36	48.6987	54.172	65.38	80.324
yoy		30.35%	11.24%	20.69%	22.86%

资料来源：公司公告、华金证券研究所

表 3：五年战略规划（2021-2025）的营收目标

	2018	2019	2020	2021E	2025E
五年战略规划目标的营业收入	37.36	48.70	51.00	59.00	100.00
yoy		30.35%	4.73%	15.69%	

资料来源：公司公告、华金证券研究所（2020 年业绩根据已经披露的业绩快报数据）

## 二、乘消费升级之风，产品享受升级和扩容的红利

### （一）行业发展：白酒结构性增长，次高端有望继续扩容

#### 1、总销量增速放缓，白酒结构性增长

根据统计局数据显示，2019 年全国规模以上白酒企业完成酿酒总产量 785.95 万千升，同比下降 0.76%；实现销售收入 5617.82 亿元，同比增长 8.24%；实现利润总额 1404.09 亿元，同比增长 14.54%。2015-2019 年，次高端白酒销售规模 CAGR 达 33.7%，高端白酒 CAGR 增长约 26%左右；根据统计局数据，白酒总体销售规模 CAGR=0.26%，次高端及以上白酒的规模发展速度迅猛。结合在总量变化不大的情况下，规模以上的企业收入和利润都有较大幅度的增加，白酒的消费结构向中高端产品倾斜。

图 8：规模以上白酒企业酿酒总产量及增速

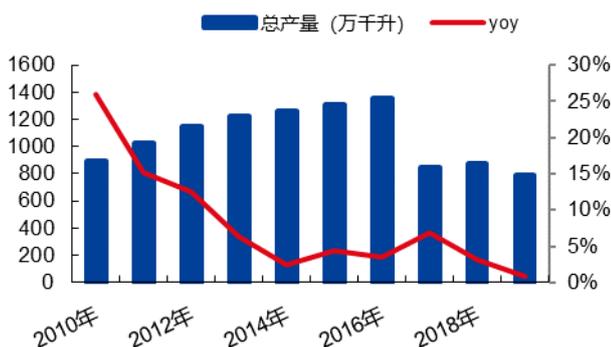
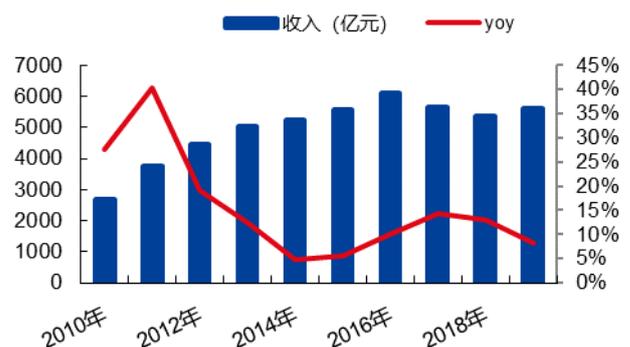


图 9：规模以上白酒企业酿酒实现销售收入及增速



资料来源: wind、华金证券研究所

资料来源: wind、华金证券研究所

目前次高端白酒的市场规模预计接近 700 亿,未来随着中产阶层的扩容及居民收入的提高,我们认为次高端的市场规模还将持续保持快速增长。

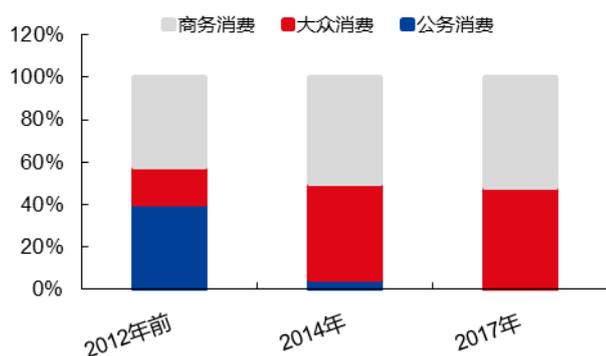
## 2、消费结构良性化,白酒进入新一轮的成长期

2012 年限制三公消费以后,公务消费受到了严重打击,消费结构逐渐从公务消费转向商务消费;从 2012 年到 2017 年,公务消费从 40%下降到不到 1%。正因为大众消费崛起,与商务消费占据了绝大部分消费人群的比重,更为广阔的消费人群加上更稳定波动的消费场景,白酒的周期性逐渐减弱。同时,自 2016 年行业复苏以来,随着人民的生活水平逐步提高,消费者对于“少喝酒、喝好酒”的消费意识逐步提升,白酒行业进入了一轮由消费升级带动的成长期。

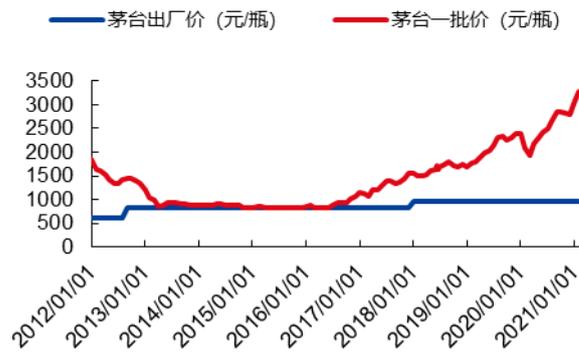
在消费升级的过程中,由于中产消费群体的崛起,以及消费水平的不断提升,高端和次高端白酒在这一轮成长期内相对受益。期间最重要的体现在于,由商务消费和大众消费为主的消费结构,助力推动自上而下的白酒价格提升。以茅台的价格不断提升,打开了五粮液、老窖等高端白酒的价格空间,五粮液和老窖等价格带往千元价格带上移,同时也为千元以下的次高端让出了价格带,带动次高端的提价。

图 10: 白酒消费结构的变化

图 11: 近几年茅台的厂价和批价差不断提高



资料来源: wind、华金证券研究所



资料来源: wind、华金证券研究所

## 3、次高端价格带动态上移,销量亦有增长来源。

消费升级推动次高端最竞争价格带进入 400-600 区间。次高端的价格带区间主要在 300-800 之间,过去次高端酒企竞争价格带最激烈在 300-400 区间,随着消费升级的继续发展,400-600 区间成为竞争最为激烈的次高端价位段。以次高端价位段最为畅销的大单品水晶剑为例,2017 年市价 428 元/瓶,实际成交价在 300-400 之间,后续随着出厂价的逐步提升,今年 3 月之前剑南春零售价 489 元/瓶,实际成交价提升到 400 以上。同时,商务接待的消费标准也随着经济的发展而有所提升,过去商务接待主要以 200+元/瓶的产品消费为主,如今大部分地区已经上升到了 300+、400+的价位段,主流价格也在动态上移。

图 12: 次高端酒企价格带提升

2018年		2021年
M6 769元/瓶	➔	M6+ 899元/瓶
		红花郎15 669元/瓶
M3 569元/瓶 红花郎15 569元/瓶		M3水晶瓶 640元/瓶
国缘四开 558元/瓶		老窖特曲60 598元/瓶
老窖特曲60 498元/瓶		国缘四开 588元/瓶
酒鬼红坛 458元/瓶		酒鬼红坛 568元/瓶
水晶剑 428元/瓶		水晶剑 489元/瓶
红花郎10 369元/瓶		国缘双开 448元/瓶
天之蓝 339元/瓶 国缘双开 339元/瓶		红花郎10 439元/瓶
		天之蓝 409元/瓶

资料来源: 京东、华金证券研究所

千元价位段产品频出，次高端有提价空间。消费升级对于白酒的价位段提升较缓，但疫情催化提价潮，高端、次高端酒企接连对各渠道价格进行调整，普五、国窖 1573、青花 30 复兴版、国台龙标等产品逐步定位于千元价格带，给次高端产品的价格带产品腾出空间。一方面，多家次高端酒企推出价位段更高的产品占领次高端的价格带上沿，比如洋河 M6+、珍藏版水晶剑、青花 30、国缘 V3 等，通过产品的结构升级对价格带进行占位；另一方面，次高端酒企也通过提价进行产品体系的再梳理，提升渠道利润，维持品牌力。

表 4: 近两年次高端产品提价相关内容

公司	日期	调价内容
剑南春	2021.3	对水晶剑出厂价上调 30 元/瓶，由提升 20 元出厂价格以及 10 元渠道政策紧缩组成
	2020.4	水晶剑、珍藏剑建议零售价上调为 489 元/瓶、788 元/瓶
	2020.3	水晶剑和珍藏剑出厂价分别上调 25 元/瓶、30 元/瓶
	2020.1	水晶剑和金剑南 K6 提价 20 元/瓶
山西汾酒	2020.10	青花 30 开票价上调 101 元/瓶、青花 20 开票价上调 20 元/瓶
	2020.6	高度青花 30 提价 100 元/瓶、高度青花 20 提价 30 元/瓶
泸州老窖	2020.11	52 度特曲 60 版团购执行价上调 30 元/瓶，团购价 528 元/瓶
	2020.8	国窖 1573 经典装结算价上调 40 元/瓶，38 度上调 30 元/瓶
水井坊	2020.12	臻酿八号 52 度建议零售价调整为 498 元/瓶
	2020.9	臻酿八号 38 度和 42 度建议零售价均上涨 20 元/瓶
洋河股份	2021.1	2 月 6 日对梦 6+提价 30 元/瓶
	2020.9	M3 产品供货价提升 20 元/瓶，52 度终端建议成交价不低于 500 元
今世缘	2020.12	2021 年 1-3 月出厂价每月提 10 元/瓶，在此基础上计划外配额再上调 10 元/瓶
	2020.6	四开和对开零售价及团购价分别上调 15 元/瓶和 10 元/瓶
	2020.2	出厂价统一上调，同步调整终端供货价和零售价。四开和对开国缘上调 20 元/瓶
古井贡酒	2020.12	古 20 开票价格上调 20 元/瓶，调价后各渠道价格体系相应调整
	2020.7	献礼版调整终端成交价为 90 元/瓶，古 5 为 120 元/瓶，古 8 为 230 元/瓶、古 16 为 370 元/瓶、古 20 为

公司	日期	调价内容
		550 元/瓶、古 26 为 900 元/瓶

资料来源: wind、酒说、华金证券研究所

高端白酒具备更强的送礼属性,较少出现在聚饮的场合,同时高端白酒的酿造时间导致快速增长的高端酒需求量与有限的好酒产量之间存在短期的供需矛盾;在高端白酒价格不断提升的过程中,次高端价格带承接了由于价格提升和消费场景导致的部分销量溢出,又扩容了部分中低端价格带消费升级的销量,销量有提升的来源。

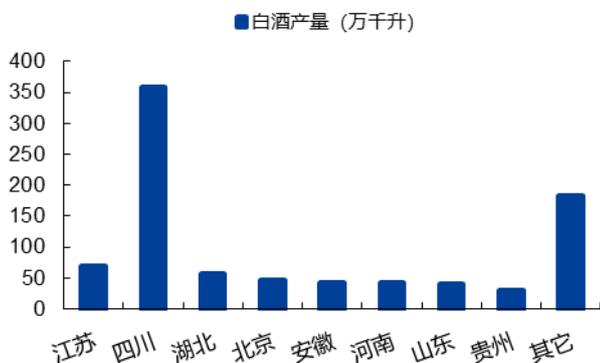
总体来看,随着高端价格的提升和消费升级的继续,次高端价格带有望继续实现扩容。对于次高端行业趋势来看,我们认为能够紧抓 400-600 主流价格带的次高端大单品更能够享受价格带扩容的红利,同时能够向高端价格带进行占位的公司更具有持续发展的动能。

## (二) 江苏市场消费升级明显,主流白酒价格带升至次高端价位

### 1、重振苏酒,江苏是白酒的产销大省

江苏省 1998 年就发布《关于振兴苏酒的意见》提出重振苏酒雄风的发展目标,随着江苏经济水平和人均消费水平的提升,到现在苏酒崛起为中国白酒版图的重要一极。根据江苏省统计局数据显示,1998 年江苏白酒产量 38 万千升,到 2018 年白酒产量达 69 万千升,全国排名第二,仅位列四川省之后,产量占全国白酒总产量比重的 8%。

图 13: 2018 年全国各省市白酒产量(单位:万千升)



资料来源: wind、华金证券研究所

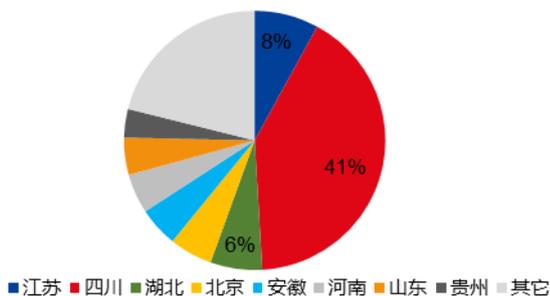
图 14: 江苏白酒产量(万千升)及同比增速



资料来源: wind、华金证券研究所

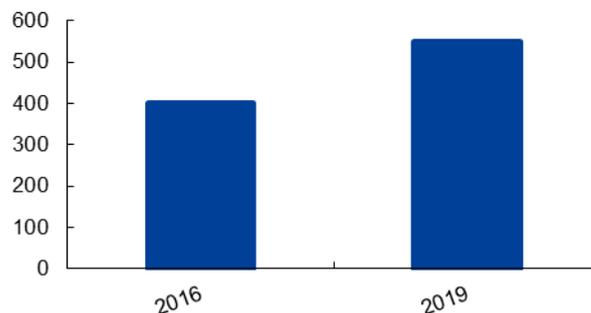
得益于产量的发展,江苏白酒消费氛围也提升。淘宝 2019 年的吃货力排行榜显示江苏超过了山东成为白酒消费第一大省。根据产业信息网的数据显示,2019 年江苏白酒的市场规模约为 550 亿元,过去三年的市场规模的增长率约为 11%左右,逐年快速扩容增长。

图 15: 全国主要省市的白酒产量占比%



资料来源: wind、华金证券研究所

图 16: 江苏白酒市场规模 (单位: 亿元)



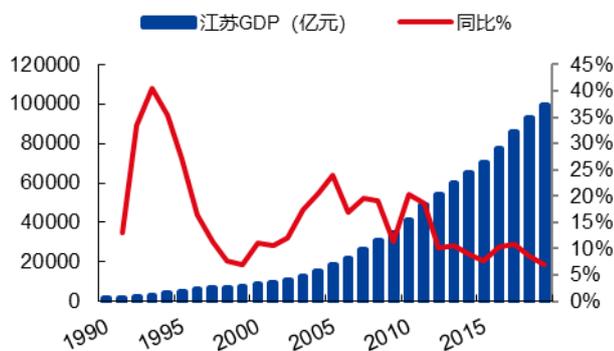
资料来源: 中国产业信息网、华金证券研究所

## 2、江苏省消费升级是白酒增长的主要动力

从全国的版图来看,江苏省的消费升级更加明显。这主要系江苏省经济发展水平较高,较强的工商业基础和较高的人均可支配收入给予消费者消费升级的推动力。

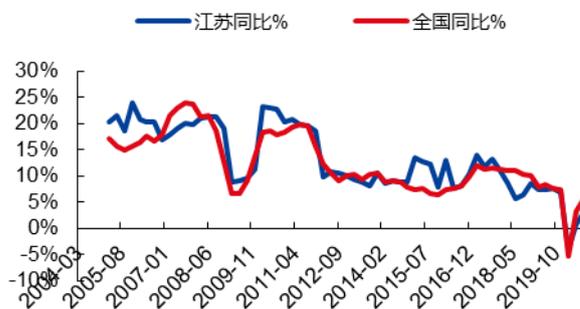
经济发展水平方面,2019年,江苏省实现GDP为99631亿元,同比增长6.9%,过去十年的年均复合增长为11.2%;全国GDP2019年实现986515亿元,同比增长7.3%,过去十年的年均复合增长为10.9%。从季度增长来看,2020一季度受疫情影响,江苏GDP同比-4.2%,好于同期全国平均水平(-5.3%)。

图 17: 江苏省经济发展水平较快



资料来源: wind、华金证券研究所

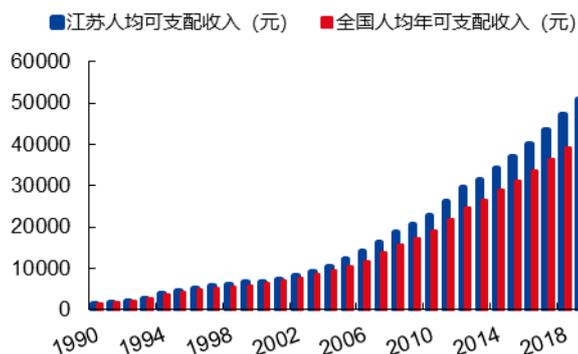
图 18: 江苏和全国季度 GDP 同比增长率%



资料来源: wind、华金证券研究所

人均可支配收入方面,2019年江苏城镇居民可支配收入51056元,高于同期全国平均可支配收入42358元。江苏城镇居民人均食品的消费性支出7981元,高于同期全国平均年食品支出。

图 19: 江苏及全国平均城镇居民人均年可支配收入



资料来源: wind、华金证券研究所

图 20: 江苏及全国平均城镇居民人均食品消费支出



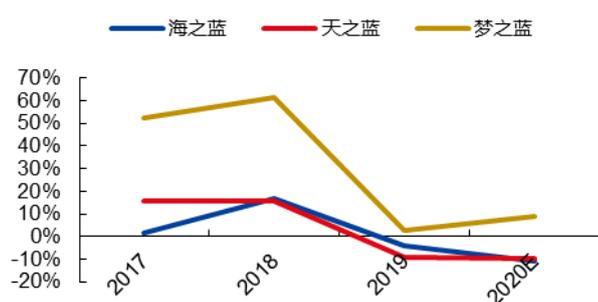
资料来源: wind、华金证券研究所

### 3、江苏白酒消费升级领先，主流价格带提升到次高端价位

由于江苏繁荣的经济叠加庞大人口基数，消费升级的进程领先于其它省份。白酒价格带及产品布局方面，洋河于 2003 年推出蓝色经典，尤其是海之蓝成为了当时畅销大单品，100 元的价格带属于当时的中高端价格带，今世缘 2004 年推出国缘系列占据当时的高端价格带；后续推出梦之蓝，梦 6 的定价超过了当时的五粮液，到了 2017 年梦系列和国缘系列产品成为江苏的主流。相比之下，古井贡酒于 2008 年推出年份原浆的中高端系列，2017 年在安徽省内开始推广古 20。

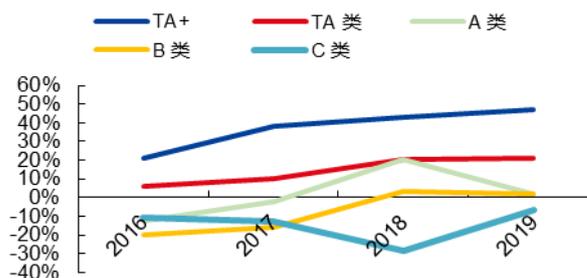
整体来看，由于经济水平较高，消费升级更快，加上房价的持续上涨带来的财富效应，江苏的消费升级更显，在现在的次高端价位段的产品布局较早。在 2012 年之前江苏的主流消费价格带为 150-300，近几年已经逐渐完成了向 300 元以上的主流价格带的变迁，可以从洋河的梦系列增速高于海天系列，今世缘的特 A+和特 A 系列增速快于其它中低端产品系列的消费增速来侧面印证。

图 21: 洋河海天梦系列的收入增速%



资料来源: 公司公告、调研估算、华金证券研究所

图 22: 今世缘产品系列的收入增速



资料来源: 公司公告、华金证券研究所

从目前的洋河和今世缘的产品价格提升来看，目前 300 元以内的价格因为消费向上升级，处于较为饱和状态，我们预计这个价位段后续将呈现量逐渐减少状态。主流价格带已升至 300 元以上，承接从 100-300 元消费升级上来的群体。结合全国次高端价格带的扩容，我们预计 300-600 元成为江苏需求旺盛的价格带。

今世缘主流产品价格带在 400 元以上，从实际成交价来说，其中四开和 V3 分别卡位 400 和 600 元价格带，价格带的优势将充分受益于整体次高端的逐渐扩容和江苏省内的消费升级。

### 三、竞争优势：品牌/产品/渠道赋能，洋河竞合关系不变

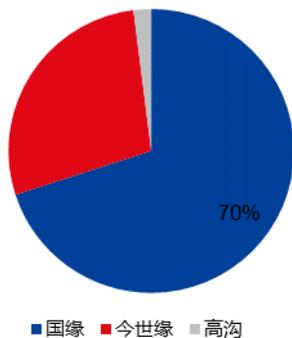
#### （一）国缘系列放量正当时，双品牌运作思路清晰

##### 1、国缘提前卡位高端价格带，团购积累口碑优势

2004 年公司创立国缘品牌，将价格定位在 300-600 元价格带，成为第一支抢滩高端白酒市场的江苏品牌，当时国缘四开出厂价仅比五粮液低 20 元左右。据微酒，2008 年国缘单品销售额超过 5 亿元，2010 年国缘销售额突破 10 亿。2009 年献礼建国 60 周年，推出 V 系列占据 600 元价格带，同期五粮液出厂价为 469 元，终端价在 580-600 之间，公司提前卡位高端价格带，并且作为重点主力产品进行团购推广，通过比较早的高端占位和团购在政商中占据了比较好的口碑。

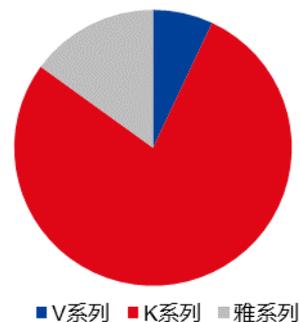
在行业经历 2013-2015 年的白酒寒冬，公司先暂缓国缘的推广，而且当时江苏省白酒的主流价格带在 100 元左右，因此公司把发展重心先放在今世缘的推广上。2016 年行业逐渐回暖以后，顺应江苏次高端价格带的升级和扩容，公司继续把重心放回国缘，2016 年国缘在省内实现近 40% 的增长 2017 年上半年国缘系列收入占比超过 50%，如今国缘在收入的占比约 70%，是公司营收和利润的最大来源。

图 23：公司产品系列占比



资料来源：渠道调研、华金证券研究所

图 24：K 系列是国缘产品的主力收入系列



资料来源：渠道调研、华金证券研究所

##### 2、产品运作思路清晰，国缘放量正当时

根据公司公告披露，我们预计 K 系列占公司酒类收入 59% 左右，V 系列占比 5%。公司按照“强化布局新 V 系，做广做强老 K 系，战术补充新 K 系和雅系”的产品思路，将国缘主要产品布局在次高端价格带。

##### （1）强化 V 系列布局，切入高端市场

V 系列主要包括 V3、V6、V9，卡位不同价格带。2009 年 V 系列首次上市，2018 年 8 月将原 V 系列升级为水晶版，通过臻选三百年以上老窖池和自身独特的工艺，让国缘进入千元高端、

超高端的价格带。公司目前对 V 系列的产品策略为以“V9 做形象、V3 做销量、V6 做补充”，产品定位清晰。

图 25：国缘通过 V 系列切入高端市场

国缘水晶V系：V9做形象、V3做销量、V6做补充

		
<p>产品：国缘水晶V3</p> <p>香型：幽雅醇厚型</p> <p>度数：40.9%VOL</p> <p>零售价：839元/500ml</p> <p>市场成交价：600-800元</p> <p>渠道运作：主推分销和流通渠道，开拓有团购资源的优质核心烟酒店</p>	<p>产品：国缘水晶V6</p> <p>香型：柔雅型</p> <p>度数：49%VOL</p> <p>零售价：1219元/500ml</p> <p>市场成交价：1000-1200元</p> <p>渠道运作：主要是价格带的补充</p>	<p>产品：国缘水晶V9</p> <p>香型：清雅酱香型</p> <p>度数：52%VOL</p> <p>电商零售价：2299元/500ml</p> <p>市场成交价：1399-1499元</p> <p>渠道运作：围绕政商界意见领袖及高端精英人士进行精准营销</p>

资料来源：公司官网、京东、渠道调研、华金证券研究所

V3 市场成交价在 600-800 元的价格带，对标的是洋河的 M6+，加上 M6+ 对于市场的开拓和价格带的培育，消费者接受度提升，V3 有望共同享受成长。V3 还是自然承接从国缘四开升级上来的消费群体，受益于江苏次高端价格的提升和扩容，以做销量为主。

2019 年的 8 月 18 日公司发布上市 V9，产品属于酱香型白酒，终端零售价的定价在 2000 元以上，早在 2001 年公司就开始进行试验和研究酱香型白酒，得以在 2019 年推出清雅酱香型的 V9 产品。目前公司主要在省内经济水平较高的城市（南京、苏南地区等地）以及省外部分高线城市有序推广 V9。就酱酒热潮来说，随着消费者升级和新中产的崛起，酱酒的健康属性是在逐渐被更多消费者接受，越来越多的消费群体关注酱香白酒，尤其在高端和超高端消费人群，酱酒消费占比已超 50%。但是供给端来看，酱酒的工艺时限更长，随着需求的增长，基酒越来越稀缺，供需未来一段时间还将继续保持在紧平衡的状态，酱酒热或还将持续。而且当前酱酒的渠道利润平均比浓香更高，通过渠道和终端的推力，加上名优白酒的品牌宣传，V9 的发展前景较为明确。公司也希冀通过 V9 占位“中国清雅酱香白酒开创者”，布局超高端白酒阵营，从而打开公司产品价格的天花板。

公司成立了 V9 事业部，通过事业部系统谋划 V 系列的发展战略。当前 V 系列销售情况良好，根据公司公告，V 系列 2020 年销售额约 2.6 亿，其中 V9 约实现收入 1.28 亿元。随着消费升级的继续和公司的布局，V 系列在公司的收入占比有望进一步提升。

## （2）做广做强老 K 系，享受次高端消费升级红利

老 K 系分为单开、对开、四开，其中对开和四开是公司率先实现大单品化的产品，主要定位宴席场合，全渠道全区域的铺货。通过喜庆外观加上品牌和渠道支撑，对应消费升级的势头，对开和四开实现快速的放量，我们预计当前对开和四开的收入占总收入的比重接近 50%。

小步疾跑，调整大单品价格。公司过去几年为了适应省内的消费升级和全国化的路径发展，对四开和双开大单品持续的提价，一方面提升品牌价值，占据更高的价格带，提高市场的定价权，延长产品生命周期；另一方面，稳定提升经销商和终端的利润率水平。

表 5: 近几年对国缘系列大单品多次调价

调价生效时间	调价内容
2017 年 7 月	42 度对开国缘终端价格上调 10 元; 42 度四开国缘终端价格上调 20 元, 配赠比例将由“13 赠 2”调整为“15 赠 2”。
2017 年 11 月	5 款主导产品提价, 四开终端价上调 20 元/瓶、对开上调 15 元/瓶、单开上调 10 元/瓶、柔雅国缘上调 10 元/瓶、淡雅国缘上调 5 元/瓶; 建议参照供货价同幅度上调产品团购价及零售价
2018 年 10 月	四开出厂价上调 20 元/瓶、对开上调 20 元/瓶、单开上调 10 元/瓶、K5 上调 30 元/瓶、K3 上调 20 元/瓶、柔雅国缘上调 10 元/瓶、淡雅国缘上调 10 元/瓶; 并同步调整终端供货价、零售价和团购价。
2019 年 6 月	四开出厂价上调 30 元/瓶; 对开上调 20 元/瓶, 同步调整终端供货价、零售价及团购价
2020 年 2 月	四开出厂价上调 20 元/瓶、对开上调 20 元/瓶、单开上调 10 元/瓶、K5 上调 35 元/瓶、K3 上调 20 元/瓶、柔雅国缘上调 10 元/瓶、淡雅国缘上调 5 元/瓶
2020 年 7 月	统一上调国缘品牌四开和对开的出厂价, 同步调整终端供货价、零售价及团购价, 其中四开国缘上调 15 元/瓶、对开国缘上调 10 元/瓶
2020 年 12 月	第四代四开国缘亮相, 针对第三代国缘从 2021 年的 1-3 月, 每月 1 日四开国缘出厂价将上调 10 元/瓶, 建议区域市场同步上调终端供货价、产品零售价及团购价

资料来源: 微酒、华金证券研究所

公司主推对开、四开大单品, 同时也在新 K 系 (300-600)、雅系 (100-300) 发力, 主要是作为补充产品价格带及消费场景的产品, 继续享受省内次高端消费升级价位段红利。

### 3、做好今世缘品牌产品升级, 打开中高端市场

公司 1996 年 8 月推出今世缘品牌, 以“今世有缘, 相伴永远”为品牌主张, 以婚庆喜宴酒为突破口, 切入相对空白的婚庆白酒市场; 目前, 今世缘品牌收入占公司收入 22%左右。

2008 年推出今世缘典藏系列, 对过去的产品体系进行了全面升级。自推出以来, 典藏系列在婚庆、宴席等方面占据了一定的市场份额, 拥有较好的消费者基础, 2018 年公司对典藏系列重新包装升级, 2019 年重点推出 D20 新品, 通过升级、出新, 有序实现终端零售价上提。公司通过省内市场“全面主销 D15、重点布局 D20、战略储备 D30”省外市场“D18 树形象、D12 做销量、D6 抢份额”的产品思路, 为今世缘在省内外市场形成差异化竞争提供助力。

图 26: 今世缘品牌省内主销中高端产品

今世缘典藏系列: 省内“全面主销D15、重点布局D20、战略储备D30”



资料来源：京东、华金证券研究所

#### 4、产品系列完善，未来五年规划清晰

公司通过近几年对于品牌推广、产品结构等方面的精耕细作，让国缘在高端市场中呈现厚积薄发之势；后续将通过不同消费场景和消费群体的精准定位，将继续推动国缘高质量的发展。

根据微酒新闻，公司在 2021 发展大会上提出十四五战略规划，2021 年也是公司十四五规划的开据之年，是公司全国化战略迈出跨越式发展的起步之年，公司将全面打响四大战役：V 系列攻坚战、K 系列提升战、今世缘典藏激活战以及省外突破战。就产品方面的规划来说，（1）V 系列要凸出 V9 单品地位，V3 做销量，谋划 V 系列 10 年百亿的工程；（2）K 系列，按照“扩面增容，控量提价，合理分利”的思路，以价格明显提升，销量明显提高，质态明显增强为运营衡量指标，确保 K 系战略提升取得实质战略成效。（3）今世缘品牌方面，要组织典藏激活战，以喜庆酒占领消费者心智，配合产品升级，推出 D20/30，引导今世缘品牌形象再提升。

我们认为公司以国缘品牌为战略抓手、以国缘/今世缘双品牌协同发力抢占中高端和次高端市场，价格档次分明，产品运作思路清晰。公司规划到 2025 年将实现百亿目标，其中 V 系列收入 20 亿（从当前 5% 的收入占比提升到 20%）、K 系列 55 亿、今世缘品牌 19 亿。

表 6：公司十四五产品规划要点及主要内容

十四五产品规划要点	主要内容
1、全新启动 V 系列攻坚战，抢占黄金赛道	1) 凸出 V9 单品地位，深耕商务团购；2) 建设多元的渠道体系；3) 谋划 V 系列 10 年百亿元工程，V9 做形象，V3 做销量，V6 做补充，在长三角和省外高能级市场做好 V9 的培育和终端建设。
2、谋划 K 系提升战，抢占次高端份额	1) “扩面增容，控量提价，合理分利”的策略；2) 对四开进行产品升级，持续放大销售势能；3) 坚定推行库存及配额管理
3、用心组织典藏激活战，持续彰显差异化特色	1) 做好今世缘市场基础，做好喜庆特色，打好日常消费；2) 从 2020Q4 也开始做产品升级，推出典藏 20 和典藏 30

资料来源：微酒、华金证券研究所

## （二）渠道：团购实力强，深度协销构筑厂商一体化

除了产品系列对标发展以外，公司通过团购的渠道切入市场，不同的渠道与洋河形成差异化的竞争，争取到了市场空间；同时公司通过产品升级提升品牌价值，配合团购渠道和流通渠道的发展，为新市场打下根基。

### 1、长期坚持发展团购渠道，流通渠道利润合理有动力

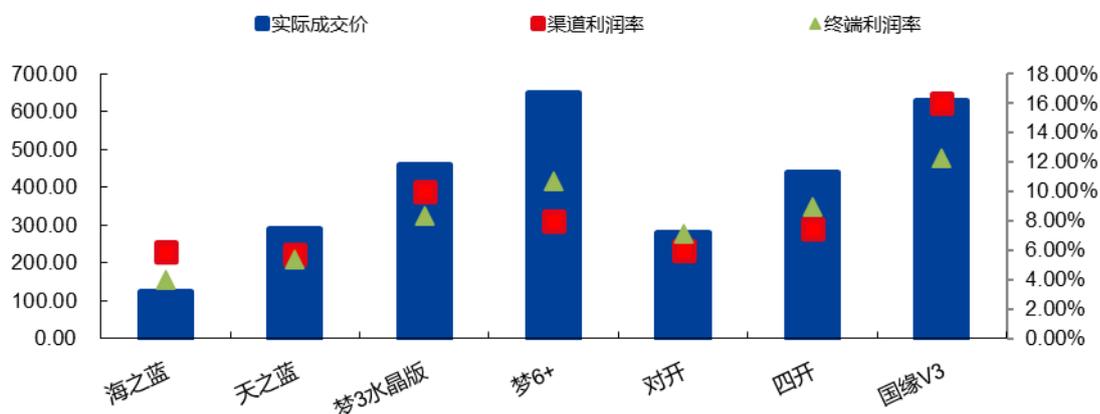
按照不同渠道分类，公司是主要以团购渠道起家，而后发展到流通渠道，当前团购进展顺利，流通渠道利润高有拉力。

**团购起家，实力强劲。**由于公司实控人是涟水县政府，因此在省内最先是团购服务政府机关单位起家，而且国缘 2004 年推出时候，是适合公务团购的价位段，彼时洋河蓝色经典系列还没有推出梦之蓝；虽然三公消费时期政府团购需求受到了较大的影响，公司转而增加商务团购，与不同的企事业单位保持长期稳定的合作，运用场景广泛，尤其是在婚宴和喜宴场景方面。在 2005 年之前，公司就专门设置团购专员负责团购业务，通过政策和激励支持推动员工积极性；

后续针对不同的需求制定差异化的团购策略，圈定一部分高端消费人群成为消费领袖，通过对核心消费者的公关、送酒、品鉴活动等，拥有了较好的口碑，成为江苏省高端接待用酒。公司认为大到商场、4s 店、事业单位、国企，小到村里卫生院、村委会等都可以是团购客户，得益于多年对于团购渠道的发展，保持团购客户的多样性，持续精耕也保证渠道的稳定性。

公司产品进入流通渠道较晚，成长较快。分品牌来看，(1)国缘系列主要面对政商消费群体，大部分由团购渠道进行销售，高度重视 AB 类酒店开发，大力构建团购分销联盟体，强化商超的规范运作。从渠道利润来看，国缘的利润率比洋河竞品更高。(2)今世缘产品主攻喜宴场合，主要面对中档消费场合，主要通过餐饮和流通渠道进行销售，将线上线下平台结合，围绕喜铺，将喜宴现场互动推广活动贯穿今世缘品牌推广的主线中，形成今世缘营销特色。跟竞品相比，公司产品渠道利润率相对有优势，经销商和终端更有推广产品的拉力强，更有积极性。

图 27：今世缘产品的渠道/终端利润率与竞品相比较



资料来源：渠道调研、华金证券研究所

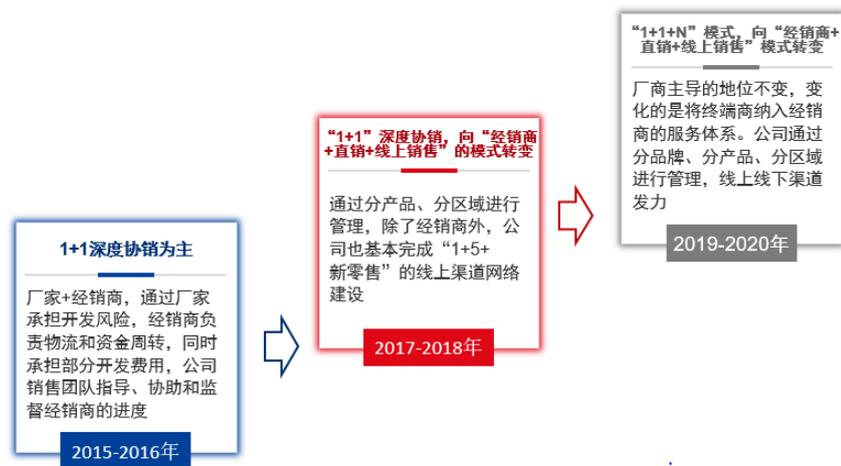
## 2、控价分利，构筑完善的厂商一体化渠道体系

按照销售模式来看，公司以经销为主，直销为辅，当前主要推行 1+1+N 的深度协销进行渠道下沉，即厂家为主导、厂商分工协作、经销商合作开发的经销模式。

厂商主导，构筑厂商一体化渠道体系。公司最初以渠道大商为主导，2015 年以来为了渠道更好的下沉，公司推行 1+1 深度协销模式（1 是厂家，1 是经销商），通过厂家承担开发风险，经销商负责物流和资金周转，同时承担部分开发费用，公司销售团队指导、协助和监督经销商的进度；2019 年将“1+1”改成“1+1+N”；厂商主导的地位不变，变化的是将终端商纳入经销商的服务体系，完善客户的分类和分级管理制度，这样对于资源配套能够良好支撑的终端商，公司能给与特别的支持，提升效率。

直销为辅，积极建设新零售渠道。直销方面，公司对重点团购单位等实行直销，省内的淮安、南京市区和苏州市区等重点区域有部分直销，省外在上海和北京也有部分直销。新零售方面，2017 年开始公司积极布局新零售渠道，与喜庆家微商城、电商主流平台合作，基本完成“1+5+新零售”的渠道网络搭建，积极向“经销商+直销+线上销售”转变。

图 28：今世缘近年来销售模式的演变



资料来源：公司公告、华金证券研究所

**配合有序的渠道销售，导入控价分利模式。**在公司不断发展壮大的过程中，一方面，因为现金促销、费用投放等不同返利政策使得渠道价格混乱；另一方面，随着流通渠道的销售网络铺开会使得产品的价格体系会变得更加透明化，渠道利润空间缩窄。为了良好应对该问题，公司 2020 年提出要“控底价、降促销、控库存、管价格、提利润”的措施，尤其针对渠道价格和利润问题，有序导入控价分利模式，强调利润分配只随售货出，划定价格管控红线，同时将利润后置促使经销商积极维护和稳定市场价格，由公司来主导分配经销商、终端、消费者三方利益，充分保障经销商和终端的利益需求，形成健康公平的销售环境。

### （三）洋河竞合关系促成长，省内成长逻辑不变

**洋河全国化扩展，竞合关系尚无变化。**2012 年以来，随着省内的营收突破百亿级别，洋河提出了“新江苏市场”的战略，逐渐开启了向外扩张的征程，2015 年随着行业的复苏，公司战略和人员资源加强向省外倾斜，2014-2019 年洋河省内的营收年均复合增速为 3.02%，省外的 CAGR 为 18.50%，省外的收入占比也从 2014 年的 35.34%，提升到了 2020H1 年的 50.56%。随着洋河向外的全国化扩展，公司在省内发展迎来了契机。

图 29：洋河省外收入及增速

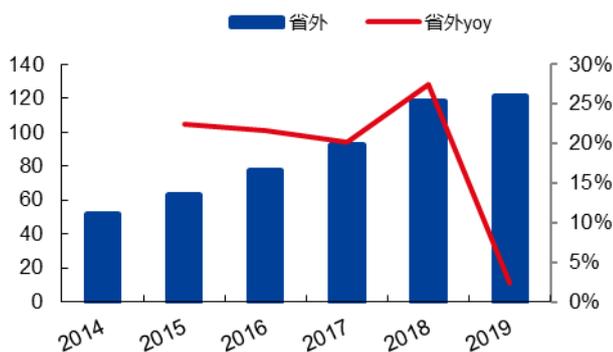
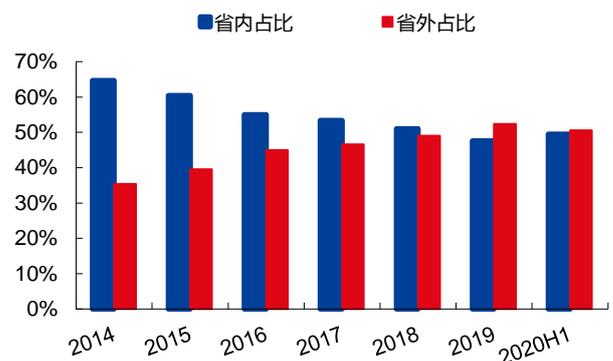


图 30：洋河省内外收入占比%



资料来源：公司公告、华金证券研究所

资料来源：公司公告、华金证券研究所

价格的错位竞争关系没有变。今世缘和洋河在产品价格体系上并不完全一致，如下图所示，国缘V系列对标洋河的梦6和梦9；国缘新K系在老K系列基础上的结构升级，K5定价稍高于四开，占据在梦3和6之间；K3的价位高于双开，定位在梦3之下，与梦1的价位相当；国缘雅系列和今世缘典藏系列对标洋河的海、天系列。无论是度数，还是价位段，洋河和今世缘的实际成交价依然显示错位竞争。

图 31：今世缘与洋河产品的错位价格竞争

今世缘（省内为主）		洋河（全国性）
国缘V9（52°）	2299元	梦9手工班 2488元
国缘V6（49°）	1679元	梦9（52°） 2099元
国缘V3（40.9°）	888元	梦6+（40.8°） 899元
		梦6（52°） 848元
国缘K5（42°）	598元	梦6（40.8°） 720元
国缘四开（42°）	588元	梦3（52°） 650元
	典藏30（49°） 728元	梦3水晶版（40.9°） 549元
国缘K3（42°）	428元	梦1（52°） 439元
国缘对开（42°）	308元	天之蓝（52°） 394元
国缘系雅（42°）	288元	
国缘淡雅（42°）	168元	海之蓝（52°） 146元
	典藏20（42°） 428元	
	典藏15（42°） 288元	
	典藏10（42°） 168元	
	典藏5（42°） 108元	

资料来源：京东商城、华金证券研究所（价格为电商平台的终端零售价）

省内区域的竞争关系没有变，竞合中成长。从2019年下半年开始，洋河通过产品结构、渠道结构、经销商团队等多方位的调整，对现存的产品老化、渠道利润率薄、库存高企等市场问题进行梳理，重新恢复健康发展的动能；随着洋河的逐步复苏，将继续和今世缘一起在江苏省内扛下次高端发展大旗。茅五等高端白酒的进驻，向上也继续打开了价格空间，消费升级继续推动公司的发展，尚没有到洋河今世缘全面竞争市占率的局面，也尚无同价位竞品对两家公司的主力大单品形成挤占。此外，随着梦6换成梦6+，洋河更多重心在占据600-800的价位段（实际成交价），公司相应布局V3，实现洋河和今世缘对于600-800价位段的共同开拓。

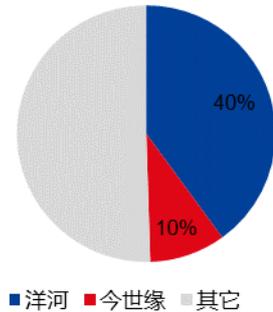
## 四、发展破浪，省内提市占率，省外扩增量

### （一）省内提市占：产品结构升级，薄弱区域仍有下沉空间

公司省内市占率10%，后续还有提升空间。上市时公司的省内收入22.56亿元，占比94%左右；到2019年公司的省内收入45.42亿元，近五年的收入CAGR=15.02%，占比提升1个百分点至93%。在江苏目前550亿的白酒体量中，今世缘市占率10%左右，洋河40%。由上文可

知，目前江苏的主流价格带是 300 元以上，今世缘和洋河作为苏酒代表，又定位在江苏的主流次高端价格带，具备更显著的品牌优势。

图 32: 江苏省内白酒的市占率分布



资料来源: 渠道调研、华金证券研究所

图 33: 今世缘省外收入及占比%



资料来源: 公司公告、华金证券研究所

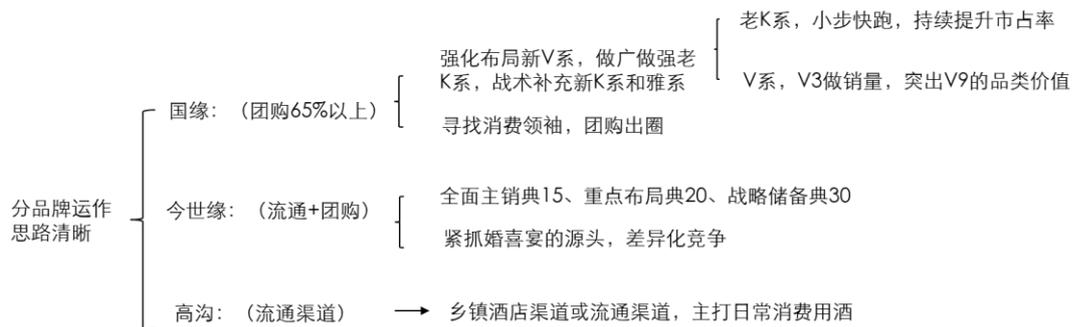
公司通过省内的双品牌运作、产品结构升级，提升产品品牌力的同时，也扩宽渠道的利润情况，拉动终端积极性；同时在区域运作方面，对于优势市场持续精耕，对于薄弱大区加大投放力度，有望实现市占率和利润的进一步提升。

### 重点一：省内产品策略把握趋势聚合管理，持续提升产品品牌力

按照 2021 发展大会的要求，对于国缘品牌，公司将按照“强化布局新 V 系，做广做强老 K 系，战术补充新 K 系、雅系”的产品策略，清晰品牌品类层次，聚焦主流价位，精准切割细分市场。(1) 主力产品老 K 系，按照“小步快跑”的理念，分季度上调终端成交价格，稳定经销商和终端的渠道利润，加快全区域全渠道深耕做强，持续提升占有率。(2) 国缘 V 系，以“V9 做形象、V3 做销量、V6 做补充”的理念作为差异化的产品布局。公司将继续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；同时，聚焦突出国缘 V9“中国清雅酱香白酒开创者”的差异品类价值，积极渗透转化传统高端酱香消费群体，从高引导传统高端浓香的消费升级。(3) 新 K 系&雅系，这部分产品系列将继续注重高端喜庆消费群体的延伸开发，继续强化淡雅国缘的战术性尖刀定位，对标百元价格带主竞品。

对于今世缘品牌，公司将按照“全面主销典 15、重点布局典 20、战略储备典 30”进一步加大力度聚焦推广典 15，开辟做大 180 元价格带。其中，典 20 产品加快选择消费档次高的苏南、苏中县区市场重点培育布局，积极进入 300 元以上次高端价格带；另外为顺应消费升级趋势，进一步维持提高今世缘品牌价值感、档次感，还要做好典 30 的导入上市准备。

图 34: 公司分品牌运作思路清晰



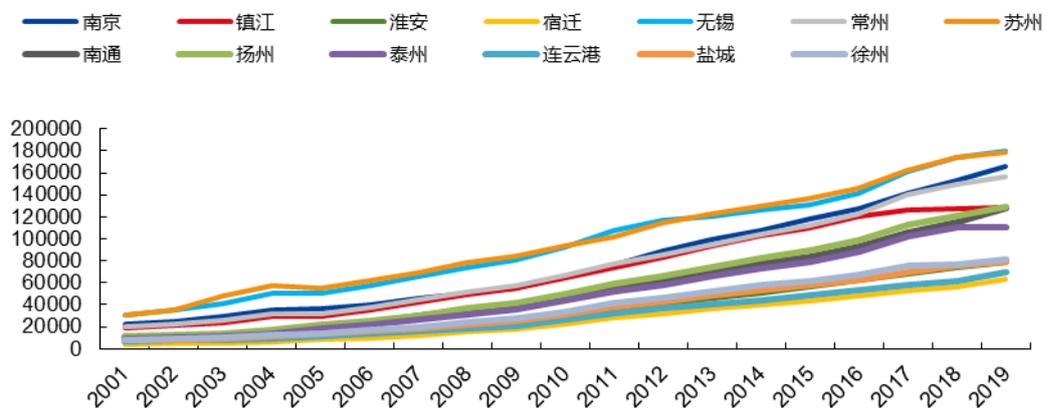
资料来源: 公司公告、华金证券研究所

### 重点二: 渠道扁平化, 有助于成熟市场渠道下沉

2019 年公司取消省内 13 个地市营销中心, 成立 6 个大区, 划分为淮安大区 (淮安、宿迁)、南京大区 (南京、镇江)、苏南大区 (苏州、无锡、常州)、苏中大区 (扬州、泰州、南通)、盐城大区 (盐城、连云港)、淮海大区 (徐州)。其中淮安是公司的大本营, 2019 年实现收入 10.53 亿元, 同比增长 15.22%, 南京大区近几年增速明显, 2019 年收入超过了淮安大区, 成为收入贡献最大的区域。

以 2019 年的人均 GDP 收入增速来看, 江苏各个地级市中人均 GDP 最大的是无锡、苏州和常州, 分别达到 18.0、17.9 和 15.6 万元, 南京以 16.5 万元的年人均 GDP 排名第四, 排名相对靠后的是淮安和宿迁, 2019 年为 7.8 和 6.3 万元/人。地级市人均创收更高, 带动消费氛围和消费水平提升, 推动相对更快的消费升级, 从结构上来说人均购买力更强的地区有更好的白酒价格带, 有更好的增长势头。

图 35: 江苏各地级市的人均 GDP 水平



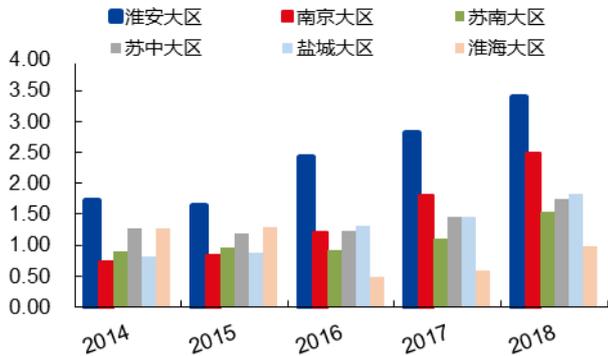
资料来源: wind、华金证券研究所

国缘在南京快速增长, 收入超过了淮安。一方面, 南京市场由于公司长期保持与高端消费领袖的联系, 国缘受到了广泛的认可, 加上公司对于南京的渠道精细化运作以及国缘精准的价格带卡位, 在南京的团购优势明显, 国缘得到了放量的增长; 另一方面, 公司前两年加大在南京大区

的招商力度，以较高的渠道终端利润率激发经销商和门店终端的积极性。2019 年南京的销售收入破 10 亿，实现 12.73 亿元，同比增长 53%，收入超过了淮安大区。

图 36: 2019 年南京大区收入占比超过淮安大区

图 37: 南京大区历年来增速%



资料来源: 公司公告、华金证券研究所

资料来源: 公司公告、华金证券研究所

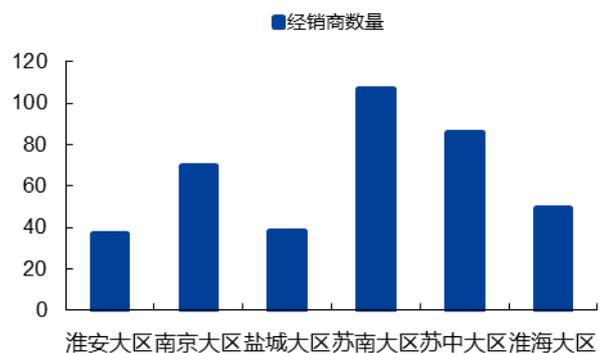
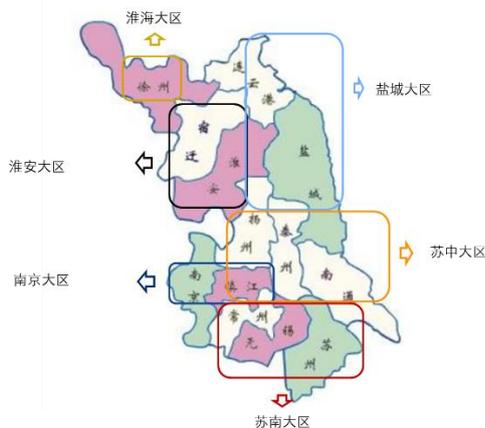
而且南京的酒类市场包容性很大，酒水消费能力居于全国酒类市场前列。今世缘作为省内的知名白酒品牌，市占率仅次于洋河但是也还是比较低，公司通过多年在省内、在南京市场的精耕具备较厚的根基和竞争优势，市场份额还有望继续提升。

### 重点三：苏南等薄弱大区还处于发展期，投入力度持续增加。

公司从淮安起家，过去最主要的优势区域在苏北的淮安和宿迁地区以及南京地区，占比超过了 50%。近几年来，公司对于基础较薄弱区域加大资源的投入，主要系加大经销商的招商力度，帮助经销商客户建立一支满足厂商协作和业务发展需要的团队，通过培训学习、渠道营销奖励等，引导支持经销商壮大升级，提升厂商业务团队作战能力。截至到 2020 前三季度，苏南、苏中、盐城、淮海大区经销商数量分别为 107、86、38、49 名，公司近几年来加大投入，招商力度加大。

图 38: 江苏各大区示意图

图 39: 截至 2020Q3 公司各大区经销商数量



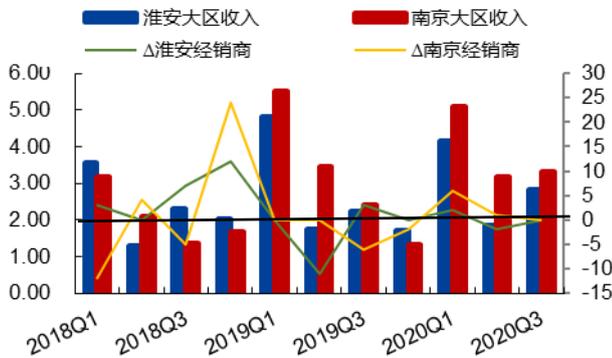
资料来源: 百度地图、公司公告、华金证券研究所

资料来源: 公司公告、华金证券研究所

公司在自身薄弱地区尚处于发展期，梳理公司的经销商数量增长来看，经销商数量的增长与大区销售增速存在一定的正相关，说明在公司加大招商力度的情况下，渠道填补空白和下沉的成

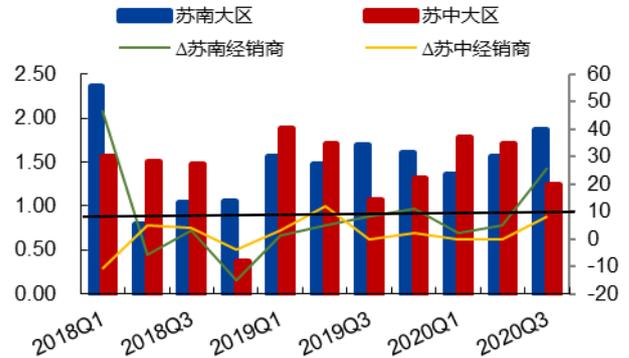
效是有所显现的。我们预计，配合公司的品牌知名度提升和产品价格带的继续丰富，公司继续对薄弱地区被持续精耕发展，有望成为省内高增的新动力，有助于提升省内的市占率。

图 40：优势大区季度收入及经销商净增量的对比



资料来源：wind、华金证券研究所

图 41：薄弱大区季度收入及经销商净增量的对比

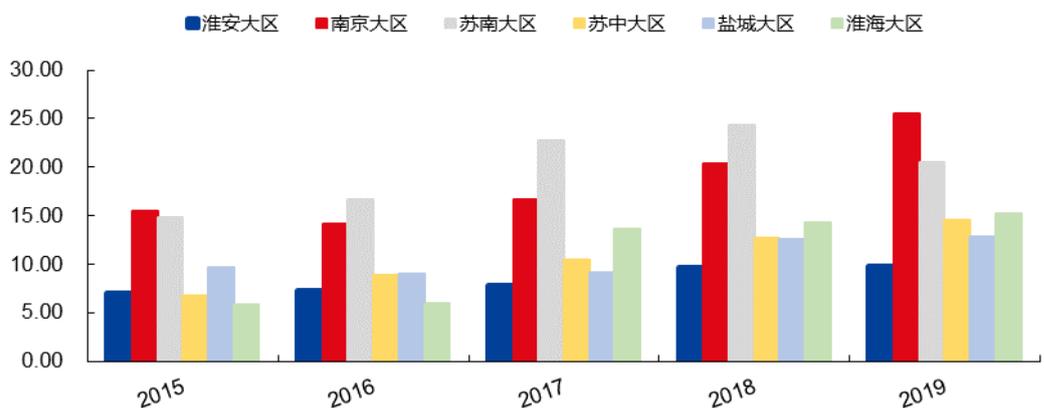


资料来源：wind、华金证券研究所

**优势市场市占率未达饱和，弱势市场还有较大的开发空间。**上市以来，公司省内收入年均复合增长率为 15%，公司通过聚合管理、分品牌运作，对区域发展有重点的突破，市占率还有提升空间，我们认为省内收入有望继续保持双位数增长。

**消费升级推动，盈利能力提升路径清晰。**同时从公司均价分布来看，近几年南京大区的均价提升较快，在省内消费趋势不改的前提下，今世缘、国缘品牌产品将持续受益，高端产品的占比提升能够继续推动吨价的提升。而像南京大区一样，其它大区随着消费升级和产品结构提升，吨价均还有继续的提升空间。通过收入的快速提升以及产品结构升级，盈利能力有望稳步增长。

图 42：今世缘各大区产品的销售均价



资料来源：公司公告、华金证券研究所

## （二）省外扩增量：样板市场发展及复制，以点带面继续突破

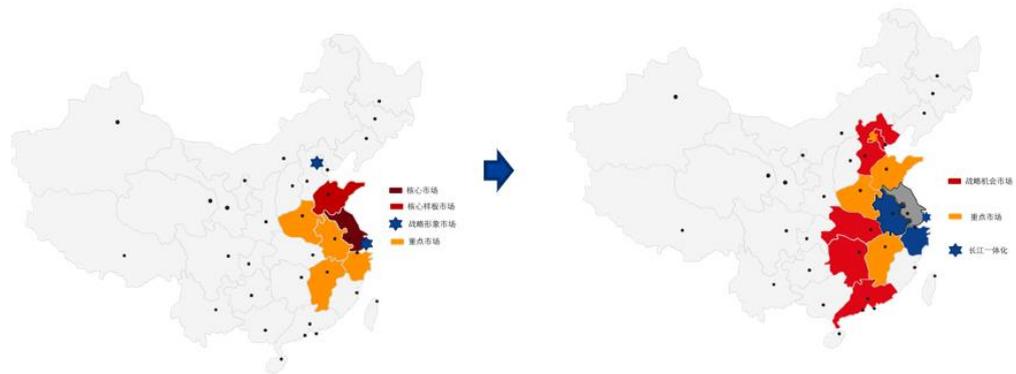
### 1、省外早布局，逐步精耕化

（1）早期：今世缘 2009 年设立了安徽、南方和北方三个营销中心，在全国的 20 多省份有销售；到 2013 年省外设立了 16 个营销中心，围绕江苏的周边区域进行主要布局；但由于 2013-2015 年受三公消费限制等因素影响，省外脚步有所放缓。

(2) 2014 年公司上市以后，从 2015 年开始重新重视省外的销售，提出设省外要“聚焦突破”，将过去的面状布局逐步过渡到点状布局；随着 2016 年整体行业的复苏和进入新的增长阶段，公司的外省布局首先聚焦在北京、上海、山东、河南、安徽等经济较位发达且白酒市场较大的周边区域，进行周边辐射和重点突破。

(3) 到 2018 年，公司将北京、上海作为示范市场，山东、浙江、安徽、河南、江西作为环江苏市场持续进行加大培育，此外，省外试点设立山东大区，在山东设立 6 大营销中心和 13 个办事处。到 2019 年，公司继续细化，省外扩张思路围绕“重点突破、周边辐射、梯次开发”，将省外的布局从 2018 年的 2+5+N 到 2019 年修改为 1+2+4+N 的布局（1 为山东，2 为上海+北京，4 为河南、安徽、江西、浙江四个环江苏的省份市场）；按照未来十四五规划，省外布局将率先江苏周边化，长三角一体化。山东市场按照原有的资源和重心重点继续运作，但公司将把浙江、江苏、上海作为更加重要的市场。

图 43：省外市场策略图



资料来源：公司公告、渠道调研、华金证券研究所

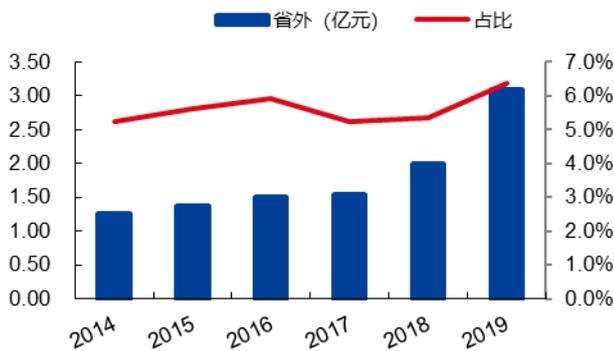
## 2、积极开拓，样板市场继续突破

### 重点一：继续推动品牌塑造能力，加大招商力度

公司省外扩张的决心坚定，省外收入持续提升。截至 2019 年省外实现收入 3.09 亿元，从 2014 年至 2019 年省外收入增长复合增速为 19.68%，占总收入的比重从 2014 年的 5.3% 提升到 2019 年的 6.4%。随着公司的逐渐聚焦，从 2017-2019 年收入复合增速达到 41.27%，聚焦突破有成效，收入增长快。

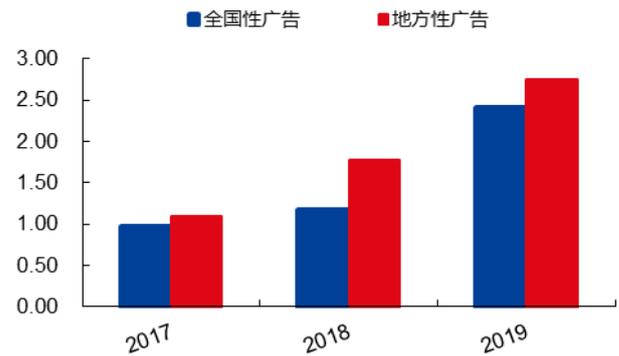
地产酒要根据自身的品牌和产品向外省走，营销力度是品牌塑造的基础。公司从 2010 年开始向央视投放广告，持续冠名 CCTV-1 收拾的寻人公益节目，通过公益类资源，多讲善讲缘，传播正能量的同时也能从缘文化复兴的角度实现；入选新华社民族品牌工程，参与了在联合国总部举办的中华缘文化交流暨中国酒·国缘品鉴会等有影响力的活动。从广告的占比来看，全国性广告和地方性广告的投放力度均等，2019 年全国性广告占总广告支出的 47%，地方性广告占比 53%。

图 44: 近三年省外收入提升较快



资料来源: 公司公告、华金证券研究所

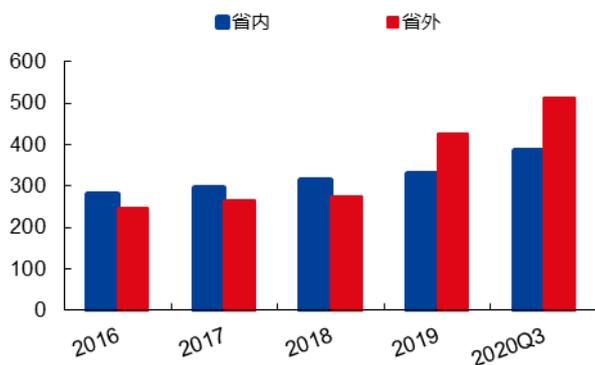
图 45: 广告费用持续投入



资料来源: 公司公告、华金证券研究所

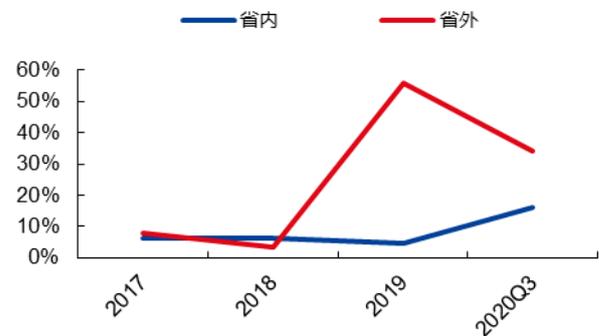
省外持续加大招商力度，加大覆盖率。公司处于成长期，省外收入占比与经销商数量的增长成正比，2019年经销商数量的同比增速达到55.68%，到2019年底，净新增签约经销商152家，省外累计经销商数量为425家，经销商数量省外首次超过了省内。截至2020Q3，省外增速依然保持34.03%的高速增长。根据公司公告，将争取到2025年省外经销商数量达到1200家左右、专卖店1500家以上；同时争取2025年省外开发地级市达到230个以上，平均覆盖率70%以上，县区1100个以上，平均覆盖率40%以上。

图 46: 省外经销商数量从2019年起超过省内



资料来源: 公司公告、华金证券研究所

图 47: 省内外经销商数量增长增速比较%



资料来源: 公司公告、华金证券研究所

## 重点二：携手省外区域大商，积极开拓市场

此外，近两年今世缘在扩宽省外市场除了营销中心+优秀人才，对于经销商也是优选区域大商，2018年5月跟浙江商源签署战略合作协议、2019年4月在合肥与百川名品签署战略合作签约仪式、2019年10月与上海捷强等七位上海大商签订合作协议。

(1) 浙江商源是中国酒水行业的优秀企业，经过20多年的耕耘，实现了由批发商、品牌运营商、渠道整合商、供应链增值服务提供商的转变，具有资源匹配和运作经验的多重优势。浙江作为公司省外扩张重点板块之一，通过与商源成立联合市场队伍，布局国缘系列，首先围绕杭州、嘉兴、湖州，以点带面逐步展开对浙江的布局。(2) 百川名品是华东著名酒水及名优快消品供应链管理龙头企业，根据官网显示，百川渠道运营公司22家，含盖江浙沪皖三省一市，直接服务市县级分销商600多家、掌控终端网点20多万个，在安徽市场拥有很强的渠道掌控能力、供应链体系和丰富的酒水运作经验。安徽也是今世缘重要省外布局之一，公司与百川的合作以来，

主要以国缘系列为主，通过核心门店和小网点的铺设、品鉴会的展开进行消费者的培育，向着苏州市场做深度、上海做广度、安徽做宽度的目标来探寻华东市场的突破。

图 48: 今世缘与商源联手布局浙江市场



资料来源: 徽酒、华金证券研究所

图 49: 今世缘与百川名品合作



资料来源: 徽酒、华金证券研究所

### 重点三：设立样板市场，重点突破，梯次开发

2019 年省外市场各大区中，山东、上海、北京的销售口径收入接近亿元，像河南、安徽、江西、浙江、湖南和广东 6 个市场收入在 3000 万以上，到 2020 年公司规划山东、上海、北京、河南、安徽这 5 个大区销售收入过亿元，规划江西、浙江、湖南、广东、湖北、广西这 6 个大区的销售收入过 3000 万元。从 2020 年上半年来看山东和上海大区仍然保持着双位数的增长，安徽和浙江大区实现高速增长。

在省外扩张中，19 年公司选择了首先发力山东市场，在山东设立了营销中心，从省内调派优秀的大区经理过去去开发市场。从市场规模来看，山东是人口大省，也是白酒的产销大省，白酒市场规模超过 400 亿元，市场空间较大；从饮用习性来看，山东毗邻江苏，酒氛围居于全国前列，当地人饮酒量大会更偏好于中度的白酒，主要价格带还在 100-300 元之间。策略上，公司先主推今世缘 100-200 元价位段的 42 度产品，符合山东主流消费人群的偏好，在青岛等购买力更高的地级市推广国缘。2019 年发力以来山东市场处于翻倍增长的态势。

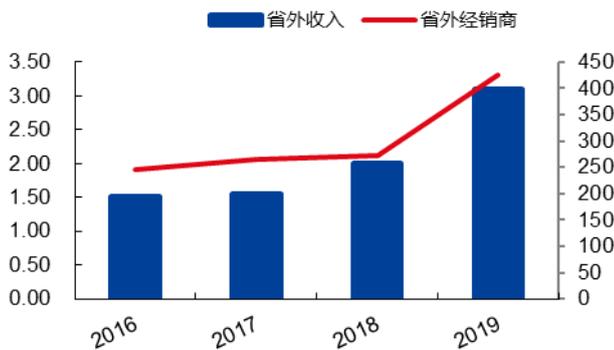
### 3、省外突破思路清晰，努力打造公司第二增长极

2021 年今世缘发展大会上，公司对于省外突破战的规划清晰。公司认为无论是国缘品牌的加快布局还是今世缘品牌的提档升级，同样都是需要三大品牌战役的有效落地，只是说省内外的市场所处的发展阶段不同，因为要增强省内外一盘棋的全局思维，注重市场发展阶段及区域客户差异，系统实施三大品系战役，分类提炼分品系产品运作模式，持续优化复制推广，加快促进省外市场突破成长。尤其在招商方面，2021 年公司还将逐步建立省内外帮扶机制，选择省外重点市场重点客户与省内大区及优秀资深客户建立结对帮扶机制，并积极探索飞地市场的招商模式。我们预计，在品牌力逐渐提升、渠道利润保持较高的水平以及机制完善的发展中，省外的招商数量能够逐渐形成规模，并向前逐步推进。

公司目前省外还处于开发期，经销商人均销售收入金额较小，但是呈现波动上升的态势。我们认为，随着对省外市场的持续聚焦开发、差异化投入，公司的品牌和品质、品牌和渠道都将获得正循环反馈，也有望让公司产品在省外获得持续较强的渠道推力，实现消费者购买率的逐渐提高。按照公司“2025 年将争取省外经销商数量达到 1200 家左右、专卖店 1500 家以上”的目标，

我们估计十四五期间省外收入占比提升到 10%+，收入复合增长率将达到 19-20%，有望逐渐形成公司的第二成长极。

图 50: 经销商数量增长与收入增长成正比



资料来源: 公司公告、华金证券研究所

图 51: 经销商人均销售金额波动上升



资料来源: wind、华金证券研究所

## 四、盈利预测及投资建议

回顾 2020 年，疫情使得年初目标未达成，但历史来看公司的目标完成度较高。公司年前发布 2020 年的业绩预告，预计 2020 年收入实现 51 亿元，同比增加 4.7% 左右，归母净利润 15.5 亿元，同比增加 6.3% 左右。受疫情影响，公司上半年的整体销售受阻，通过下半年的追赶实现了正增长，但是与公司的年初制定的目标达成不一致。但是看过往年份，公司制定的目标与实际达成之间的准确度较高，我们有理由相信管理层对于每年行情的把握以及公司实际的动销能力。分产品来看，根据公司公告，2020 年全年 V 系收入 2.6 亿元，继续保持高速增长，K 系实现收入 30 亿元左右，国缘系列继续保持快速增长，今世缘系列实现 11.7 亿元左右的收入；从披露口径来看，特 A+ 产品销售增长好，收入增速超过 13%，占公司的比重提升到 60%，产品结构仍然在不断提升，公司在次高端以及高端价位段在逐渐站稳脚跟，在疫情的重大考验下公司交出一份值得认可的答卷。

产品结构持续提升，收入/利润保持双位数快速增长。展望十四五，公司提出百亿的收入目标，按照到 2025 年实现百亿目标推算，年均收入复合增速在 15% 左右。为开好头，公司定下 2021 年计划实现收入 59 亿，争取 66 亿元的目标。我们认为公司历年来制定目标完成程度高，同时公司的品牌力在省内外不断增强，产品结构不断提升，给予如下假设

(1) 收入端：我们预计 2020-2022 年收入增速为 4.8%、18.6%、18.9%。考虑到国缘品牌的势能持续释放，我们预计特 A+ 类将同比增长 13%、24%、24%，继续保持高速增长，占比持续提高；特 A 类产品增长 -3%、13%、13%，未来三年次高端及高端产品将占到公司收入占比的 90% 以上，而中低端产品占比将持续下降。

表 7: 公司分产品盈利预测

单位: 百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,736	4,870	5,102	6,064	7,236
yoy	26.6%	30.3%	4.8%	18.9%	19.3%

单位：百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率%	72.9%	72.8%	73.9%	76.1%	77.3%
特 A+	1,845	2,716	3,077	3,816	4,732
yoy	42.7%	47.2%	13.3%	24.0%	24.0%
占比	49.4%	55.8%	60.3%	62.9%	65.4%
特 A 类	1,263	1,528	1,487	1,695	1,932
yoy	20.6%	21.0%	-2.7%	14.0%	14.0%
占比	33.8%	31.4%	29.1%	28.0%	26.7%
A 类	308	314	258	283	312
yoy	20.4%	1.9%	-18.0%	10.0%	10.0%
占比	8.3%	6.4%	5.0%	4.7%	4.3%
B 类	165	168	148	148	148
yoy	3.5%	1.7%	-12.0%	0.0%	0.0%
占比	4.4%	3.4%	2.9%	2.4%	2.0%
C 类	108	101	99	89	80
yoy	-28.6%	-6.5%	-2.0%	-10.0%	-10.0%
占比	2.9%	2.1%	1.9%	1.5%	1.1%

资料来源：华金证券研究所

(2) 利润端：我们预计 2020-2022 年归母净利润增速 6.4%、25.5%、24.3%。一方面，随着公司产品结构的不断提升，新四开替代老四开，次高端及以上的产品占比增加也推动公司毛利率逐步提升。另一方面，费用端，过去五年公司在省内精耕和省外扩张方面取得了出色的成果，目前公司正处于新五年的征程起点，我们预计随着省外的继续扩张，持续招商以及提升品牌力，将要求费用投入的继续增加；而省内，随着各大品牌白酒的投入增加，本土竞争也在加剧，公司要增加省内的深度协销和精耕细作，也要求公司的费用保持投入。因此我们预计销售费用率 2020 年有所下降，但 2021-2022 年保持 17% 左右的销售费用率。

表 8：公司的盈利预测

单位（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,736	4,870	5,102	6,064	7,236
Yoy	26.6%	30.3%	4.8%	18.9%	19.3%
营业成本	1,014	1,325	1,331	1,446	1,640
毛利率%	72.9%	72.8%	73.9%	76.1%	77.3%
销售费用	586	853	832	1,040	1,230
销售费用率%	15.7%	17.5%	16.3%	17.2%	17.0%
管理费用	173	207	245	279	308
管理费用率%	4.6%	4.2%	4.8%	4.6%	4.3%
净利润	1,151	1,458	1,551	1,946	2,420
Yoy	28.4%	26.7%	6.4%	25.5%	24.3%
EPS（元/股）	0.92	1.16	1.24	1.55	1.93
P/E	53.06	41.87	39.36	31.37	25.23

资料来源：华金证券研究所（股价截至 2021 年 4 月 1 日）

我们认为，公司产品所处价格带处于扩容放量的价格带、品牌势能在不断增强、渠道构筑很好的和产品进行匹配，省内还有很大的下沉空间，省外拓展也在一步一个脚印踏实往外迈。疫情虽然放缓了增速但并没有破坏公司长期的成长逻辑，公司依然还处于高速成长期。当前股价对应

2021年、2022年分别为31X和25X，估值处于合理区间，利润仍然还在释放，我们维持买入-B评级。

## 五、风险提示

宏观环境风险。白酒的发展与经济水平和购买力有较大的相关性，若宏观经济放缓，购买力水平下降，将影响价格带的消费升级，行业增长有不及预期的风险。

竞争加剧风险。省内是公司的主要市场，随着洋河加大对省内市场的投入及价格带的布局，竞争加剧，公司应对不得当，公司省内收入增长有不及预期的风险；省外市场还处于起步扩张阶段，倘若品牌树立不能获得消费者的青睐，省外扩张要增量也有不及预期的风险。

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	6222	6491	7372	9338	11212	<b>营业收入</b>	3736	4870	5102	6064	7236
现金	1887	1607	2638	4004	5826	营业成本	1014	1325	1331	1446	1640
应收票据及应收账款	59	32	64	112	101	营业税金及附加	632	881	908	1009	1203
预付账款	7	24	9	30	16	营业费用	586	853	832	1040	1230
存货	1968	2151	1985	2510	2586	管理费用	173	207	245	279	308
其他流动资产	2300	2677	2677	2682	2683	研发费用	14	14	19	24	22
<b>非流动资产</b>	2366	3571	3538	3704	3907	财务费用	-25	-50	-67	-101	-150
长期投资	11	15	19	23	28	资产减值损失	25	0	0	0	0
固定资产	764	1026	1023	1186	1375	公允价值变动收益	9	144	99	85	93
无形资产	107	129	107	87	71	投资净收益	174	173	138	145	150
其他非流动资产	1485	2401	2389	2408	2434	<b>营业利润</b>	1516	1951	2071	2598	3227
<b>资产总计</b>	8588	10062	10910	13043	15119	营业外收入	14	3	3	3	3
<b>流动负债</b>	2462	2778	2589	3145	3204	营业外支出	5	13	13	13	13
短期借款	20	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	1525	1942	2061	2588	3218
应付票据及应付账款	251	276	253	322	330	所得税	374	484	510	642	797
其他流动负债	2191	2501	2336	2823	2874	<b>税后利润</b>	1151	1458	1551	1946	2420
<b>非流动负债</b>	17	78	78	78	78	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	1151	1458	1551	1946	2420
其他非流动负债	17	78	78	78	78	EBITDA	1558	1997	2098	2603	3206
<b>负债合计</b>	2479	2856	2667	3223	3282						
少数股东权益	14	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
股本	1255	1255	1255	1255	1255	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	718	717	717	717	717	<b>成长能力</b>					
留存收益	4104	5222	6222	7479	9041	营业收入(%)	26.6	30.3	4.8	18.9	19.3
归属母公司股东权益	6095	7206	8243	9819	11836	营业利润(%)	25.5	28.7	6.1	25.4	24.2
<b>负债和股东权益</b>	8588	10062	10910	13043	15119	归属于母公司净利润(%)	28.4	26.7	6.4	25.5	24.3
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	72.9	72.8	73.9	76.1	77.3
						净利率(%)	30.8	29.9	30.4	32.1	33.4
						ROE(%)	18.8	20.2	18.8	19.8	20.4
						ROIC(%)	18.1	19.7	18.2	19.0	19.5
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	28.9	28.4	24.4	24.7	21.7
						流动比率	2.5	2.3	2.8	3.0	3.5
						速动比率	0.9	1.5	2.0	2.1	2.7
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
						应收账款周转率	70.2	106.6	106.6	69.0	68.0
						应付账款周转率	4.2	5.0	5.0	5.0	5.0
						<b>估值比率</b>					
						P/E	53.1	41.9	39.4	31.4	25.2
						P/B	10.0	8.5	7.4	6.2	5.2
						EV/EBITDA	37.8	28.5	26.6	20.9	16.4

现金流量表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	1121	1307	1308	1685	2170
净利润	1151	1458	1551	1946	2420
折旧摊销	88	104	100	114	136
财务费用	-25	-50	-67	-101	-150
投资损失	-174	-173	-138	-145	-150
营运资金变动	40	30	-39	-44	7
其他经营现金流	41	-61	-99	-85	-93
<b>投资活动现金流</b>	-229	-1163	170	-50	-96
<b>筹资活动现金流</b>	-295	-436	-448	-269	-253
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.92	1.16	1.24	1.55	1.93
每股经营现金流(最新摊薄)	0.89	1.04	1.04	1.34	1.73
每股净资产(最新摊薄)	4.86	5.74	6.57	7.83	9.44

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

陈振志声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn