

603369.SH
买入

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 53.64

板块评级: 强于大市

本报告要点
■ 今世缘深度报告
股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(10.4)	4.1	(12.8)	50.8
相对上证指数	(10.0)	2.0	(8.3)	29.2

发行股数(百万)	1,255
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	67,291
3个月日均交易额(人民币 百万)	531
净负债比率(%) (2021E)	(27)
主要股东(%)	
今世缘集团有限公司	45

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
 以 2021 年 5 月 14 日收市价为标准

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 饮料制造

证券分析师: 邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080002

证券分析师: 汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517040002

今世缘

产品快速升级, 省内深度下沉, 五年目标高增

今世缘为苏酒龙头之一, 国有控股但机制灵活。产品快速升级, 速度领先行业。充分享受次高端扩容。省内市占率仍有较大提升空间, 省外市场有望实现突破。首次覆盖给予买入评级。

支撑评级的要点

- **苏酒龙头之一, 国有控股但机制灵活。** (1) 今世缘为苏酒龙头之一, 具备名酒基因, 前身为高沟酒厂, 为江苏“三沟一河”的代表之一。 (2) 激励机制不断完善, 内生动力充分。公司治理结构为国有控股, 经营层参股, 员工及高管合计持股比例超过 15%。 (3) 核心管理团队对行业认知深刻, 善于把握行业发展趋势, 产品及渠道优先布局。
- **产品快速升级, 速度领先行业, 充分享受次高端扩容。** (1) 江苏省经济发达, 人均消费水平高, 消费升级走在全国前列。本轮白酒周期, 省内主流消费价格带升级至 300 元以上, 而今世缘出厂价在 300 元以上的产品占比已超过 60%。 (2) 公司现拥有高沟、今世缘、国缘三大品牌, 分别覆盖低档、中档、高档价格带。国缘开系仍为公司第一规模品系, 收入占比过半, 而国缘 V 系有望接棒开系成为新的增长点。根据公司五年战略规划纲要, 公司规划 20-25 年, 国缘 V 系、开系、今世缘品牌收入 CAGR 分别为 50%、13%、10%。 (3) 省内 400-500 元价格带名酒销售规模在 10 亿以上的主要集中在洋河梦 3、国缘开系及剑南春等, 竞争格局相对简单。此外, 公司大单品国缘四开刚完成升级换代, 省内品牌势能已形成, 目前还处于成长期。 (4) 国缘 V 系为 700 元以上价格带, 内部裂变为 V3、V6、V9, V3 与梦 6+ 将共同享受江苏次高端价格带扩容, 成为省内 700 元左右价格带大单品。目前 V3 渠道利润较高, 省内布局还未完成, 未来还有较大提升空间。国缘 V9 为清雅酱香白酒, 价格定位向白酒第一梯队看齐, 我们认为公司将借着酱酒热度, 抓住省内超高端机会, 未来有望成为产品线的重要补充。
- **省内市占率仍有较大提升空间, 省外市场有望实现突破。** (1) 我们判断江苏省内白酒规模在 500 亿左右, 其中洋河、今世缘的市占率分别为 30%、10%。南京、淮安、盐城是公司在省内的强势市场, 其中省会城市南京市场 16 至 20 年 CAGR 为 39%。我们认为公司在省内的销售已经形成了良性循环, 主要体现在价盘稳、库存低、动销快, 随着品牌势能的不断提升, 公司在省内薄弱区域未来还有很大的提升空间。 (2) 省外目前还处于开发期, 区域品牌拓展省外市场有难度, 但是公司十四五规划实施路径清晰, 为省外突破带来想象空间。

估值

- 公司作为次高端名酒, 内部激励有望不断推进, 产品结构优异, 省内提升空间大, 仍有较大的向上空间, 且具备估值优势。预计 21 至 23 年公司 EPS 分别为 1.54、1.94、2.36 元/股, 对应 PE 分别为 34.9X、27.7X、22.7X。首次覆盖给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 省内受竞品挤压, 产品销售不及预期, 渠道库存积压。省外拓展不及预期, 未能顺利完成此前规划。

投资摘要

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	4,874	5,122	6,431	7,695	9,075
变动(%)	30	5	26	20	18
净利润(人民币 百万)	1,458	1,567	1,929	2,430	2,963
全面摊薄每股收益(人民币)	1.162	1.249	1.537	1.936	2.361
变动(%)	26.7	7.5	23.1	26.0	21.9
全面摊薄市盈率(倍)	46.2	43.0	34.9	27.7	22.7
价格/每股现金流量(倍)	29.9	35.2	88.6	24.2	21.0
每股现金流量(人民币)	1.79	1.53	0.61	2.21	2.55
企业价值/息税折旧前利润(倍)	36.1	33.9	27.8	21.1	16.6
每股股息(人民币)	0.331	0.415	0.461	0.581	0.673
股息率(%)	0.6	0.8	0.9	1.1	1.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

历史沿革：苏酒龙头之一，具备名酒基因	5
公司治理：国有控股但机制灵活，期待激励继续推进.....	6
激励机制不断完善，内生动力充分	6
核心管理团队引领公司高速发展.....	7
产品介绍：结构不断上移，充分享受次高端扩容.....	9
从行业空间来看次高端具备成长空间，今世缘国缘品牌充分受益	9
公司三大品牌覆盖不同价格带，抓住行业趋势不断升级.....	10
国缘四开升级换代，国缘V系未来有望成为新增长点	11
区域介绍：省内市场不断深耕，省外市场重点突破	15
省内市场持续竞争，薄弱区域仍有较大提升空间	15
区域品牌拓展省外市场有难度，但公司实施路径清晰，规划五年实现突破.....	16
盈利预测与投资评级.....	19
风险提示.....	20

图表目录

股价表现..... 1

投资摘要..... 1

图表 1. 中国白酒六大产区的主要名酒..... 5

图表 2. 历史沿革..... 5

图表 3. 公司股权结构..... 6

图表 4. 2020 年公司股票期权激励草案中的激励名单..... 6

图表 5. 1Q21 营收同比 1Q19 增 22.6%..... 7

图表 6. 1Q21 净利同比 1Q19 增 25.6%..... 7

图表 7. 公司步入快速发展期..... 7

图表 8. 公司销售毛利率及净利率稳步提升..... 7

图表 9. 公司主要高管介绍..... 8

图表 10. 15 至 20 年，行业利润 CAGR 为 20.2%..... 9

图表 11. 茅台批价持续上行为其他名酒打开价格空间..... 9

图表 12. 江苏省人均 GDP 排名全国第三..... 9

图表 13. 15 至 20 年，省内地产龙头吨价持续上涨..... 9

图表 14. 公司拥有高沟、今世缘、国缘三大品牌..... 10

图表 15. 公司主要产品价格及收入占比..... 11

图表 16. 公司三大品牌收入占比..... 11

图表 17. 国缘品牌中不同品系占比..... 11

图表 18. 国缘四开批价 20 年上半年出现下滑..... 12

图表 19. 洋河梦 3 批价及终端成交价..... 12

图表 20. 2017 年至今洋河及今世缘提价信息..... 12

图表 21. 十四五规划中各品系目标..... 13

图表 22. 国缘 V 系列产品形象..... 14

图表 23. 今世缘省内外收入占比..... 15

图表 24. 2020 省内分区域收入占比..... 15

图表 25. 苏南、苏中地区经销商数量提升较快..... 16

图表 26. 今世缘省内收入占比排名前三的市场..... 16

图表 27. 省外市场自 2018 年起加速增长..... 17

图表 28. 截止 2020，省外经销商有 548 家..... 17

图表 29. 自 2017 年起，公司销售人员增长明显..... 17

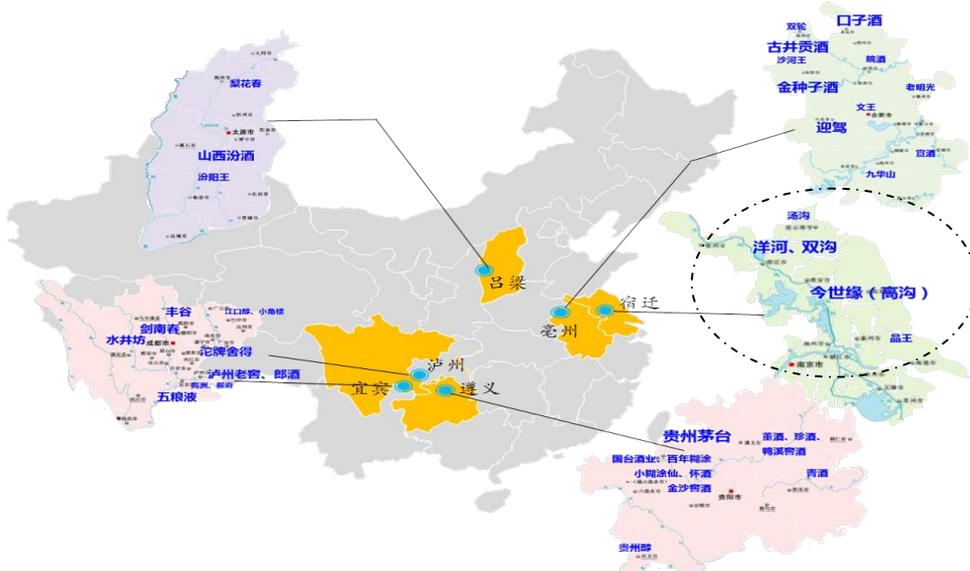
图表 30. 2020 年公司广告费同比增长 5.8%..... 17

图表 31. 十四五规划中省外区域拓展目标.....	18
图表 32. 公司分产品盈利预测.....	19
损益表(人民币 百万).....	21
资产负债表(人民币 百万).....	21
现金流量表(人民币 百万).....	21
主要比率 (%).....	21

历史沿革：苏酒龙头之一，具备名酒基因

今世缘为苏酒龙头之一，具备名酒基因。今世缘坐落于江苏省涟水县高沟镇，前身为高沟酒厂，为江苏“三沟一河”（双沟、汤沟、高沟及洋河）的代表之一。公司成立于1997年12月，由涟水县商业贸易总公司与江苏省涟水制药厂出资设立。2005年，公司国有股权划转，改制为国有控股，实际控制人涟水县人民政府。公司不断完善治理机制，经营业绩逐年向好，2014年A股主板上市。公司现拥有“国缘、今世缘、高沟”三大产品体系，省内市占率约为10%，是江苏白酒龙头之一。

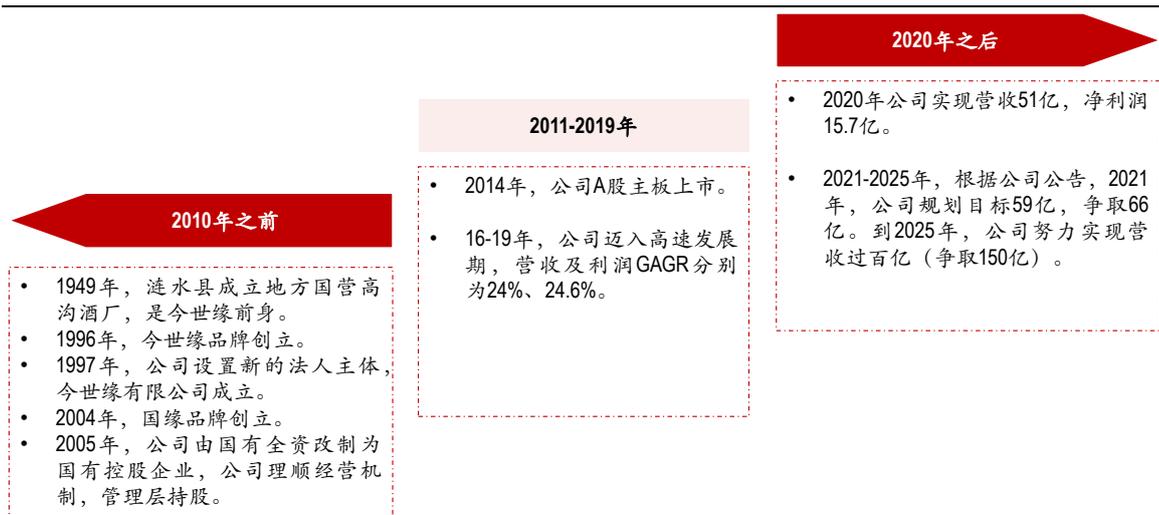
图表 1. 中国白酒六大产区的主要名酒



资料来源：糖酒快讯，中银证券

注：中国白酒六大产区分别为泸州、宜宾、遵义、吕梁、亳州、宿迁

图表 2. 历史沿革



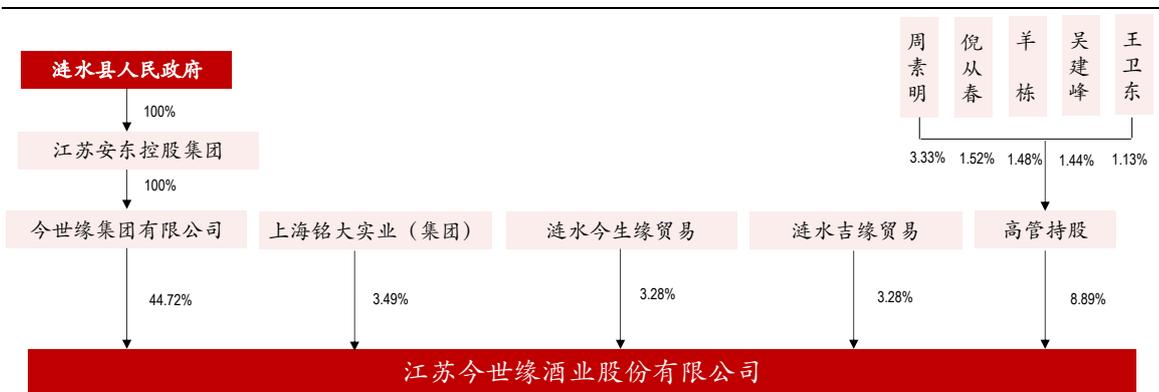
资料来源：招股说明书，公司公告，中银证券

公司治理：国有控股但机制灵活，期待激励继续推进

激励机制不断完善，内生动力充分

公司治理结构为国有控股，经营层参股，员工及高管合计持股比例超过 15%。公司为国有控股企业，实际控制人为涟水县人民政府。从公司发展历程来看，为理顺治理机制，完善法人结构，涟水县人民政府于 2005 年对今世缘有限进行改制，改制后形成了国有控股，经营层参股的多元化经营体制。通过公司后期不断的增资扩股，2010 年 2 月，涟水今生缘贸易有限公司、涟水吉缘贸易有限公司对今世缘进行增资，实现间接控股，该平台为公司基层干部的持股平台，合计持股 6.56%。根据公司 2020 年年报，公司高管合计持股 8.89%。员工及高管合计持股比例超过 15%。我们认为，公司虽为国有控股，但是治理机制灵活，内生动力充分。

图表 3. 公司股权结构



资料来源：公司公告，中银证券

注：今生缘贸易和吉缘贸易是由今世缘酒业公司中基层干部出资设立的有限责任公司

2020 年 4 月份公司推出了股票期权激励草案，期待后续继续推进。根据公司公告，2020 年 4 月，公司发布股票期权激励计划（草案），拟向激励对象授予 1250 万份股票期权，约占计划草案公告时公司总股本 125450 万股的 0.996%，其中首次授予 1100 万份，授予的激励对象不超过 360 人，包括：公司高级管理人员（5 人）、核心技术人员和管理骨干。首次授予的股票期权的行权价格为 29.06 元/份。今世缘在 20 年 3 季度业绩说明会上表示：期权激励方案目前处于和政府主管部门沟通阶段，主要涉及基期调整问题，如有进展将及时公告。中长期来看，股权激励有助于提升销售动力，我们期待后续继续推进。

图表 4. 2020 年公司股票期权激励草案中的激励名单

姓名	职务	获授的权益数量 (万份)	占授予总量的比例 (%)	占股本总额的比例 (%)
方志华	副总经理	24	1.92	0.019
胡跃吾	副总经理	24	1.92	0.019
李维群	副总经理	24	1.92	0.019
陈政权	总经理助理	8	0.64	0.0064
周永和	总经理助理	8	0.64	0.0064
其他人员不超过 355 人		1,012	80.96	0.807
首次授予合计不超过 360 人		1,100	88	0.877
预留		150	12	0.119
合计		1,250	100	0.996

资料来源：公司公告，中银证券

图表 5.1Q21 营收同比 1Q19 增 22.6%



资料来源：万得，中银证券

图表 6.1Q21 净利同比 1Q19 增 25.6%



资料来源：万得，中银证券

核心管理团队引领公司高速发展

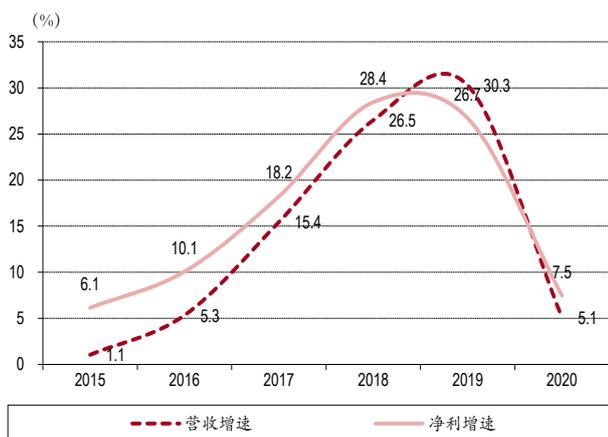
核心管理团队对行业认知深刻，善于把握行业发展趋势，产品及渠道优先布局。核心管理层团队善于抓住行业机遇，提前多年布局次高端白酒行业。回顾公司发展历程，我们认为公司近几年的高速发展得益于早年管理层在战略上的提前布局以及对行业趋势的把握。

(1) 产品方面，今世缘定位于宴席市场，2004 年创立“国缘”品牌，引领高端价格带，为“十三五期间”次高端升级奠定基础。今世缘品牌定位“家有喜事就喝今世缘”，通过宴席市场打造产品的流行趋势。2016 年至 2020 年，公司 A+（出厂价在 300 元以上）产品 CAGR 为 35%，目前国缘品牌占比达到 75%，公司充分享受本轮白酒周期消费结构跳跃式升级红利。

(2) 渠道方面，团购渠道提前布局。公司团购起家，渠道销售 60% 以团购为主，通过对团购资源的抢占，在商务宴席上获得先发优势。2016 年至 2020 年，省会市场南京的 CAGR 为 38.5%，我们认为省会城市作为省内消费的制高点，对省内其它区域有较强的引领作用。

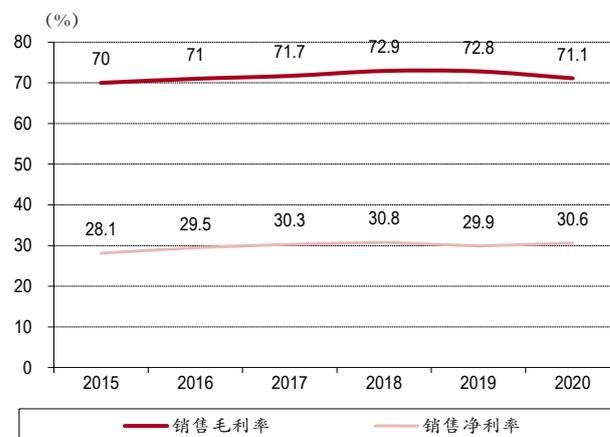
(3) 产能方面，考虑到未来中长期发展对优质原酒的需求，公司不断投资扩产，保障了后期中高档产品的优质品质。2008 年公司投资 12 亿扩产；2019 年，公司再次投资 14.7 亿建设“五万吨陶坛酒库”、“智能化灌装中心”及“自动化立体仓储物流中心”。项目建成后，公司优质酒陶坛储存能力将从现有的 5 万吨提升至 10 万吨。包装车间灌装产能将由现在的 4 万吨/年逐步向理论产能的 8.5 万吨/年靠近。

图表 7. 公司步入快速发展期



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 公司销售毛利率及净利率稳步提升



资料来源：万得，中银证券

根据公司公告，2020年11月，周素明先生因工作调整原因辞去公司总经理职位，但仍担任公司董事长职务。公司聘任顾祥悦先生担任今世缘总经理。从顾祥悦先生的履历来，曾主要就职于当地政府部门，在当地评价较高。我们认为，今世缘已经形成了成熟的营销体系和市场操作模式，高管的变动不会对公司经营方向产生明显影响。

图表 9. 公司主要高管介绍

姓名	职务	持股比例(%)	工作经历
周素明	董事长	3.33	1962年出生，清华大学EMBA。周素明先生曾任涟水中学教师、涟水县物资局局长、涟水县人民政府办公室主任、县委常委、宣传部长等职务。2000年12月起担任公司董事长，2004年5月至2020年11月兼任公司总经理。2010年荣获“全国劳动模范”称号，2013年3月至今担任第十二届、十三届全国人民代表大会代表。
顾祥悦	副董事长、总经理	-	1968年6月出生，江苏省涟水人，硕士研究生学历。1990年8月参加工作以来分别就职于涟水县农业局、涟水县政府、淮安市洪泽县政府、淮安市白马湖规划建设局等单位，任县委副书记、政协主席等职务。
倪从春	监事会主席	1.52	1971年出生，任公司董事、副总经理，销售公司总经理，河海大学工商管理硕士。
王卫东	董事、副总经理、财务总监及董事会秘书	1.13	1971年出生，工商管理硕士，高级经济师，高级会计师。2013年12月起兼任淮安市轻工业协会常务副会长，2015年3月起兼任华泰瑞通投资管理有限公司董事，2018年10月起，兼任江苏省上市公司协会董秘委员会委员，2018年11月起兼任江苏省上市公司协会财务专业委员会副主任委员，2019年1月起兼任炎黄职业技术学院产业教授，2019年11月起兼任江苏省会计学会第七届理事。
羊栋	副总经理	1.48	曾任江苏高沟酒厂劳动人事科副科长、科长，1997年12月起先后担任本公司人力资源部主管、淮安分公司经理、总经理助理，2005年11月起任本公司副总经理，现任本公司副总经理。西安理工大学EMBA。
吴建峰	副董事长、副总经理	1.44	1996年出生，博士，研究员级高级工程师，江苏省“333”高层次人才（第二层次），中国食品工业协会白酒专家组专家、中国酒业协会白酒智能化产业联盟秘书长，兼任涟水县人大副主任、淮安市科协副主席、江苏大学产业教授、江苏食品职业技术学院酿酒学院院长。获得国家专利50余件，其中发明24件，获省部级科技奖14项。
方志华	副总经理	-	先后担任公司生产设备部经理、总经理助理等职务，2014年3月起任本公司副总经理。
胡跃吾	副总经理	-	先后担任公司连云港经营部、扬州分公司、淮安分公司副经理，市场部经理，销售部经理，销售公司副总经理，公司总经理助理等职务，2014年3月起任本公司副总经理。河海大学工商管理硕士。
李维群	副总经理	-	本科学历，南京航空航天大学工商管理硕士研究生在读。2005年8月至2018年4月先后任公司新品处主任、质检中心主任、管理信息部经理、总经理助理，2018年4月9日起任公司副总经理。

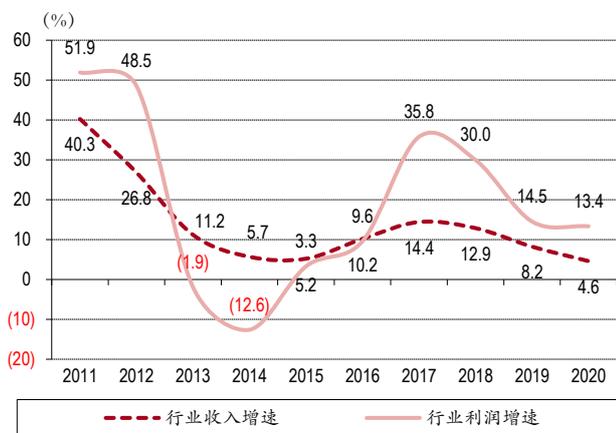
资料来源：万得，公司公告，中银证券

产品介绍：结构不断上移，充分享受次高端扩容

从行业空间来看次高端具备成长空间，今世缘国缘品牌充分受益

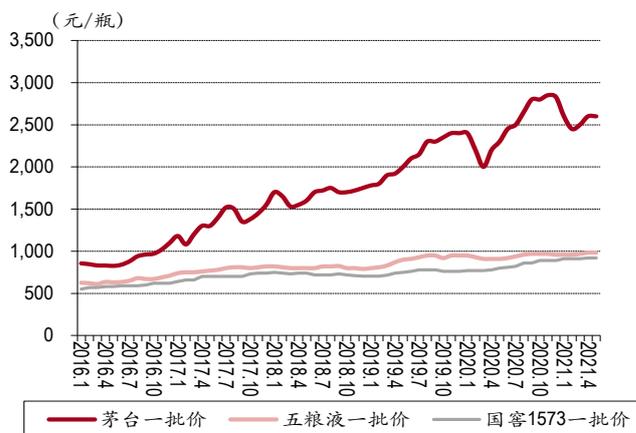
次高端和千元价格带将快速扩容。2015年至2020年，白酒行业收入和利润CAGR分别为10%、20.2%，我们判断人均消费量可能出现下降，但消费结构呈跳跃式升级，行业集中度提升明显。伴随着茅台在超高端价格带的持续引领，未来2-3年次高端和千元价格带将快速扩容。酱香热，我们认为除了该品类处于风口之上，更重要是主力价格卡位在了次高端，品类与价格形成共振。我们认为主力产品价格位于这个区间的各类香型名酒都有机会，包括浓香和清香。

图表 10. 15至20年，行业利润CAGR为20.2%



资料来源：万得，中银证券

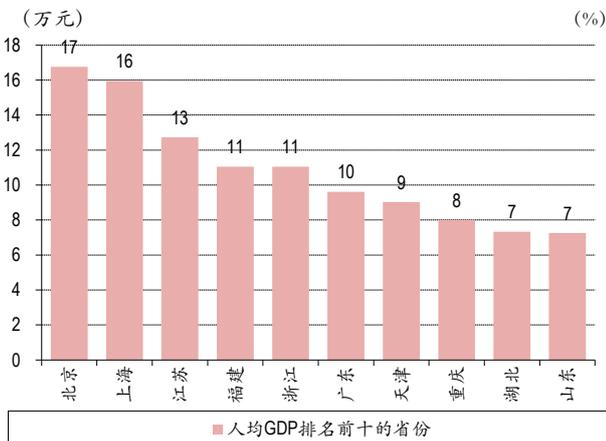
图表 11. 茅台批价持续上行为其他名酒打开价格空间



资料来源：万得，中银证券

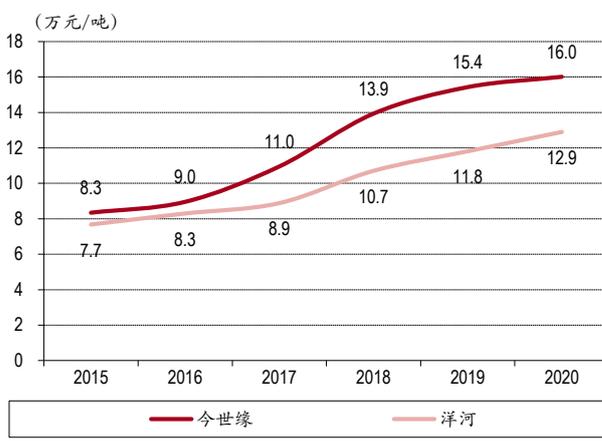
江苏作为国内消费的制高点，省内主流价格带率先升级至300元以上，且有次高端向高端价格带边界过渡趋势。江苏省内经济发达，人均GDP位于全国前列，是白酒消费大省。根据江苏行业协会数据，截止2019年底，省内200-600元价位带产品规模占比接近50%，次高端价格带产品占比在行业里排名靠前。从省内主流消费价格带来看，2015年以来，江苏省主流价格带已升级至300元以上，高于全国其他省份。今世缘产品结构优势明显，出厂价在300元以上的产品占比已超过60%。15至20年，江苏省内龙头地产酒洋河、今世缘吨价CAGR分别为10.9%、13.9%，其中2020年，洋河、今世缘吨价分别为12.9万元/吨、16万元/吨，吨价同比分别增9.2%、3.8%。我们认为，在次高端扩容的背景下，结合江苏省内消费升级速度，今世缘充分享受产品结构升级带来的业绩弹性。

图表 12. 江苏省人均GDP排名全国第三



资料来源：万得，中银证券

图表 13. 15至20年，省内地产龙头吨价持续上涨



资料来源：万得，中银证券

公司三大品牌覆盖不同价格带，抓住行业趋势不断升级

公司现拥有高沟、今世缘、国缘三大品牌，分别覆盖低档、中档、高档价格带。三大品牌在不同时期为今世缘的发展做出贡献。高沟酒是“中华老字号”品牌，国家名优酒。高沟酿酒，盛于明清，是江苏“三沟一河”（双沟、汤沟、高沟及洋河）的代表之一，为公司早期发展做了良好的铺垫。今世缘品牌创立于1996年，2000年公司董事长周素明上任后将今世缘品牌围绕“家”做文章，突出打造“中国人的喜酒”，升级“家有喜事，就喝今世缘”的品牌诉求，重点开发婚庆、喜宴的细分市场，今世缘品牌被成功激活，实现了从品牌知名度向品牌美誉度、忠诚度的跨越。

2004年，公司顺应行业趋势推出高端政商务用酒国缘品牌。本轮白酒周期，江苏省内消费升级，公司产品结构不断上移，国缘品牌早期的推出为公司搭乘本轮次高端崛起之风做了铺垫。2016年至2020年，公司营收、净利CAGR分别为19%、20%，国缘品牌为主要贡献。为了提升品牌高度，国缘品牌突出“国”字，定位“更舒适的中度高端白酒”的品类价值及“成大事必有缘”的品牌诉求。未来国缘品系将逐渐从省内龙头品牌向全国化主导品牌升级，抢抓次高端扩容及超高端分化机会。

图表 14. 公司拥有高沟、今世缘、国缘三大品牌



资料来源：公司官网，京东商城，中银证券

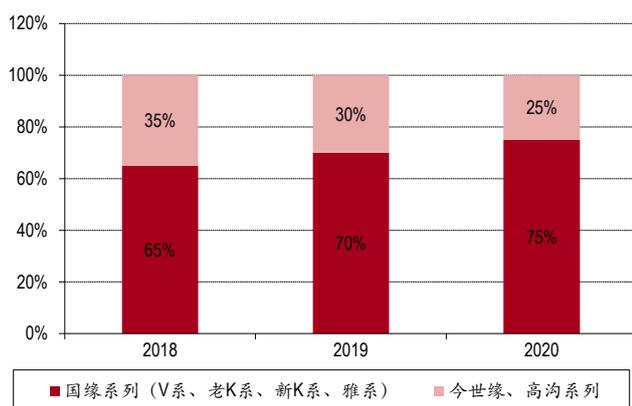
国缘系列目前为公司主要收入来源，国缘品系内部结构优势明显，V系列将引领价格带升级。2020年，公司300元以上产品收入占比为60.4%，100-300元产品收入占比为29.6%，100元以下产品收入占比为10.0%。根据公司2020年11月的投资者公开交流，公司三大品牌中，国缘品牌占总收入的比重达75%，为公司主要收入来源。目前，国缘K系（新、老）为公司第一规模品系，在国缘品系中收入占比约为65%，产品价格带定位300-600元次高端价位；国缘V系（V3、V6、V9）为第一竞争战略的品系，在国缘品系中收入占比约为7%，价格带定位700元以上高端系列。随着江苏省内次高端向高端价格带边界过渡，国缘V系列将引领价格带升级，国缘K系将逐渐向V系升级。

图表 15. 公司主要产品价格及收入占比

类别	出厂价	销售占比 (2020) (%)	分系列	主要产品	产品定位	京东零售价 (元)
特 A+ 类	300 元以上	60.4	国缘 V 系	国缘 V9	战略形象产品	2299
				国缘 V6	战略储备产品	1679
				国缘 V3	战术上量产品	888
			国缘新 K 系	国缘 K5	补充产品, 省外不投放	578
				国缘 K3	补充产品, 省外不投放	394
			国缘老 K 系	国缘四开	第一大单品	558
			国缘对开	大单品	338	
特 A 类	100-300 元	29.6	国缘雅系	国缘单开		229
				国缘淡雅		168
A 类	50-100 元	5.0	今世缘系列	国缘柔雅		288
				典藏 15 年	激活产品	288
B 类	20-50 元	3.1	今世缘系列	典藏 10 年	激活产品	148
				典藏 5 年、8 年等		-
C 类	10-20 元	1.8	今世缘系列	今世缘佳酿、小青花等		-
D 类	10 元以下	0.1	高沟系列	今世缘其他品牌		-
				高沟品牌		-

资料来源: 万得, 京东官方商城, 中银证券

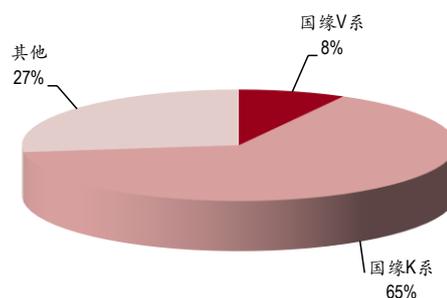
图表 16. 公司三大品牌收入占比



资料来源: 万得, 中银证券

注: 以上数据为中银证券测算数据

图表 17. 国缘品牌中不同品系占比



资料来源: 万得, 中银证券

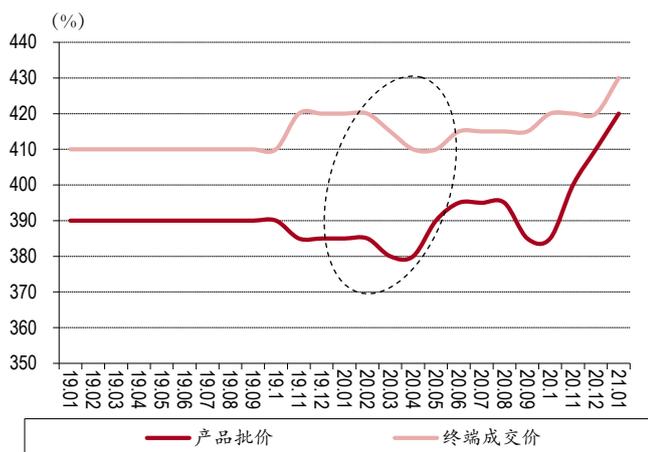
注: 以上数据为中银证券测算数据

国缘四开升级换代, 国缘 V 系未来有望成为新增长点

国缘四开、对开为公司核心单品, 公司通过持续提价, 保证渠道利润。从江苏省内主要竞品来看, 梦系列、国缘 K 系列均在 2019 年至 2020 年启动了升级换代。2020 年 12 月, 今世缘发布对国缘四开的调整的通知: (1) 2021 年 1 月至 3 月, 每月 1 日起按 10 元/瓶上调出厂价, 同步上调供货价、产品零售价及团购价。(2) 2021 年 2 月起, 公司将逐渐缩减当前在销版四开国缘销售订单, 为第四代四开国缘换新做准备。2020 年上半年国缘四开在放量的同时价格也在走低, 批价最低在 380-385 元, 终端和经销商的利润较之前相比有所减少。在渠道利润走低的背景下, 如果要维持四开大单品的地位及良性发展, 四开升级换代是大势所趋, 一方面增厚了渠道利润, 另一方面提升消费者的新鲜度。

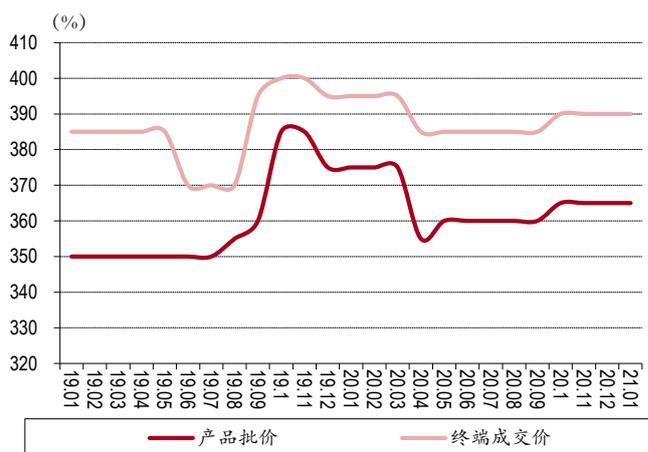
根据公司公告, 2020 年 K 系列实现销售收入 30 亿元, 收入占比接近 60%, 其中四开贡献老 K 系收入的一半, 为公司的第一大单品。产品价格上调后, 四开国缘终端成交价将由此前的 410-420 元调整至 450 元以上, 渠道利润也可随之上升。

图表 18. 国缘四开批价 20 年上半年出现下滑



资料来源：万得，中银证券

图表 19. 洋河梦 3 批价及终端成交价



资料来源：万得，中银证券

图表 20. 2017 年至今洋河及今世缘提价信息

今世缘			洋河			
提价日期	提价产品	提价内容	提价日期	提价产品	提价内容	
2017.10	四开	终端供货价上调 20 元/瓶	2017.01	海之蓝	终端供货价上调 2 元/瓶	
	对开	终端供货价上调 15 元/瓶		天之蓝	终端供货价上调 3 元/瓶	
	单开	终端供货价上调 10 元/瓶		梦系列 (M3\M6\M9)	终端供货价分别上调 10、20、30 元/瓶	
2018.06	柔雅	终端供货价上调 10 元/瓶	2017.10	海之蓝	终端供货价分别上调 40 元/瓶	
	淡雅	终端供货价上调 5 元/瓶		天之蓝	终端供货价分别上调 90 元/瓶	
2018.06	典藏 10 年	终端零售价平均上浮 15%	2018.03	海之蓝	供货价上调 4 元/瓶	
	典藏 15 年	终端零售价平均上浮 15%		天之蓝	供货价上调 6 元/瓶	
2018.10	四开	零售价及团购价上调 20 元/瓶	2018.06	梦系列 (M3\M6\M9)	商超渠道分别上调 20、40、60 元/瓶； 团购渠道分别上调 15、30、60 元/瓶； 烟酒渠道分别上调 15、20、60 元/瓶。	
	对开	零售价及团购价上调 20 元/瓶		海之蓝	出厂价上调 4 元/瓶 终端供货价上调 60 元/箱	
	单开	零售价及团购价上调 10 元/瓶		天之蓝	出厂价上调 6 元/瓶 终端供货价上调 100 元/箱	
	K5	零售价及团购价上调 30 元/瓶		2018.08	海之蓝	计划外价格上调提高 3 元/瓶
	K3	零售价及团购价上调 20 元/瓶			天之蓝	计划外价格上调 5 元/瓶
2019.06	柔雅	零售价及团购价上调 10 元/瓶	梦 3	计划外价格上调 10 元/瓶		
	淡雅	零售价及团购价上调 10 元/瓶	梦 6	计划外价格上调 20 元/瓶		
2020.07	四开	零售价及团购价上调 30 元/瓶	梦 9	按照省内、省外及不同度数， 提高 100-200 元/瓶		
	对开	零售价及团购价上调 20 元/瓶	海之蓝	终端供货指导价上调 10 元/瓶		
2021.01	四开	出厂价上调 15 元/瓶	天之蓝	终端供货指导价上调 15 元/瓶		
	对开	出厂价上调 10 元/瓶	梦 3	终端供货指导价上调 30 元/瓶		
2021.02	四开	出厂价上调 10 元/瓶	梦 6	终端供货指导价上调 50 元/瓶		
2021.03	四开	出厂价上调 10 元/瓶	梦 9	终端供货指导价上调 200 元/瓶		
			2019.05	海、天、梦	经销商向终端供货指导价上调 10%-20%	
			2019.9	梦 6+	公司推出梦 6+，价格定位 600-650 元	
			2019.12		终端结算价上调 100 元/瓶	
				手工班	团购指导价最低上调 200 元/瓶	
			2020.9	梦 3	终端供货价上调 20 元/瓶	
					终端建议成交价分别不低于 420 元/瓶 (低度)、500 元/瓶 (高度)	
			2020.10	梦 6+	成交价不低于 620 元	
				梦 3 水晶版	公司推出梦 3 水晶版，价格定位 450 元	

资料来源：云酒头条，微酒，中银证券

国缘开系所处价格带竞争格局相对简单。省内 400-500 元价格带销售规模在 10 亿以上的名酒主要集中在洋河梦 3、今世缘开系、剑南春等，剑南春是 400 元价格带全国范围内的百亿大单品，洋河梦 3 省内规模约 20 多亿，今世缘四开近几年也被培育为 10 亿以上的大单品，所以该价格带竞争环境相对中档酒更为宽松。反观 100-300 元价格带，是地方名酒的红海竞争，省内同价位带名酒如洋河的海、天，国缘的淡雅、柔雅、典藏等均在瓜分该价位的市场份额。

国缘开系实施控量分利模式，目前还处于成长期，省内市占率还有较大的提升空间。2019 年底，公司提出对国缘开系实施控盘分利，同时对产品周期、价格体系及终端体系进行了梳理。2020 年 9 月，公司在原来控盘分利的基础上采取了配额管理，同时采用信息化手段保证价格体系的稳定。根据公司公告，2020 年国缘开系实现销售 30 亿，2025 年公司规划销售目标是 55 亿。我们认为，国缘开系作为公司大单品，收入占比接近 60%，但在省内的市占率相比梦 3 还有较大提升空间。目前，国缘开系在省内的品牌势能及客户基础都比较牢固，未来销售增长的实现路径主要来自次高端的持续扩容及薄弱区域的填补及下沉。从具体实施路径来看：产品方面互相补充，公司规划推动新 K 系在宴席市场份额的提升，拓展日常主流消费，老 K 系继续深挖巩固原有政商务的优势消费群体，打造团购渠道和流通渠道共振。

十四五规划对国缘 V 系列制定较高收入目标，国缘 V 系列未来有望接棒开系成为公司下一个增长点。从江苏省内消费升级速度来看，省内呈现次高端向高端价格带边界过渡趋势，今世缘战略布局 V 系列助力公司产品结构调优。根据公司十四五规划，2025 年公司营收过百亿，分产品来看，V 系、开系、今世缘系列产品的收入目标分别为 20 亿、55 亿、19 亿，20 年至 25 年的 CAGR 分别为 50%、13%、10%。从规划目标来看，国缘 V 系列的收入占比将不断提升，收入占比有望由 2020 年的 5% 提升至 20%，成为接棒开系的下一个增长点。

图表 21. 十四五规划中各品系目标

品系	2020 年销售额 (亿元)	收入占比 (%)	2025 年销售目标 (亿元)	收入占比 (%)	CAGR (%)
国缘 V 系	2.6	5	20	20	50
国缘开系	30	59	55	55	13
今世缘品牌	11.7	23	19	19	10

资料来源：万得，公司公告，中银证券

注：2020 年公司实现销售收入 51 亿元，十四五规划目标 100 亿元

国缘 V3 和梦 6+ 将共同享受江苏次高端价格带的扩容。V3 随着省内渠道布局的完善，有望成为 2021 年的爆发单品。从产品结构布局来看，今世缘 V 系列布局 700 元以上价格带，2020 收入占比总收入为 5%，被公司定位为第一竞争战略品系。V 系列内部裂变变为 V3、V6、V9，终端成交价分别在 700-730 元、1300-1500 元、2000-2200 元。从产品价格带分布来看，V3 与梦 6+ 虽然是错位竞争，但未来都会成为 700 元左右价格带大单品，共同享受江苏次高端价格带的扩容。公司对于 V3 的策略也是高举高打，目前 V3 的终端利润较高，省内渠道布局还未完成，未来还有较大的提升空间。

国缘 V9 为清雅酱香型白酒，价格定位向白酒第一梯队看齐，未来有望引领江苏省内高端白酒。国缘 V9 于 2019 年 8 月上市，为清雅酱香型，形象价格定位 2299 元，布局江苏省内地产酒在高端名酒。根据公司公告，2020 年，国缘 V9 已实现 1.28 亿元的销售。根据公司公告，2020 年国缘 V9 已成立独立事业部，未来随着渠道布局的完善及营销的加强，V9 在量上会有明显提升。公司在十四五规划中，国缘 V 系列的销售目标为 20 亿元左右（2020 年实现销售 2.6 亿元左右）。对于今世缘来说，借着酱酒的热度，抓住省内超高端的机会，抢占 2000 元左右价格带，有望成为产品线的重要补充。

公司现有产能可支撑国缘 V9 未来的正常运转。公司目前有三个清雅酱香的车间，2021 年南厂区将全部投入运营，南厂区主要用于清雅酱香型产品的生产。

图表 22. 国缘 V 系列产品形象



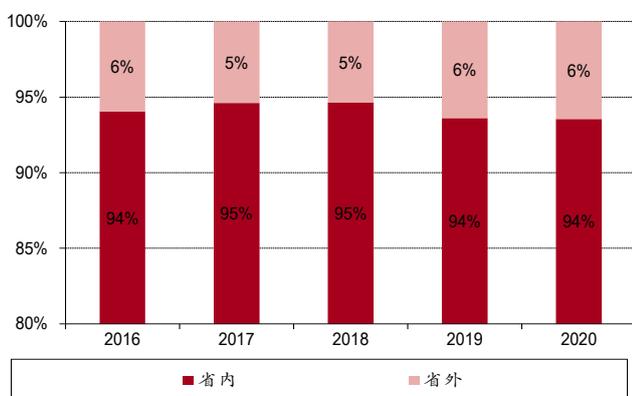
资料来源：公司官网，中银证券

区域介绍：省内市场不断深耕，省外市场重点突破

省内市场持续竞争，薄弱区域仍有较大提升空间

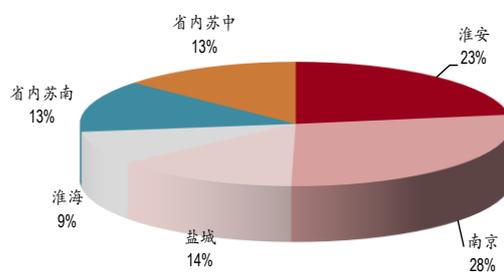
今世缘作为区域名酒，收入以省内为主。从市占率来看，省内仍有较大提升空间。我们判断江苏省白酒规模 500 亿左右，其中洋河、今世缘市占率分别为 30%、10%。公司在省内共有六个大区，分别是淮安大区、南京大区、苏南大区、苏中大区、盐城大区及徐州大区，其中南京、淮安、盐城是今世缘的强势区域，收入占比分别为 28%、22%、14%。南京大区 16 年至 20 年 CAGR 为 39%，淮安和盐城大区的 CAGR 均在 18% 以上。这得益于公司早些年的提前布局，公司自 2004 年创办国缘品牌起，就开始布局省会市场南京及淮安区域，对于省内苏南、淮海等地布局较晚。随着品牌势能的上升，今世缘在省内薄弱区域还有较大的提升空间。

图表 23. 今世缘省内外收入占比



资料来源：万得，中银证券

图表 24. 2020 省内分区域收入占比



资料来源：万得，中银证券

今世缘在省会市场南京打下坚实基础，收入快速增长。南京市场作为省会市场在江苏省内的市场容量 70 亿以上。南京成为公司在江苏省内第一大市场，2020 年公司在南京市场的收入占比达 27.6%，相比淮安市场多了 5.0pct，今世缘在南京市场的地位持续巩固。今世缘在南京市场的市占率在 20% 左右，我们判断仍有一定向上空间。我们认为自 2018 年起，公司在南京市场延续高增长主要有以下原因：

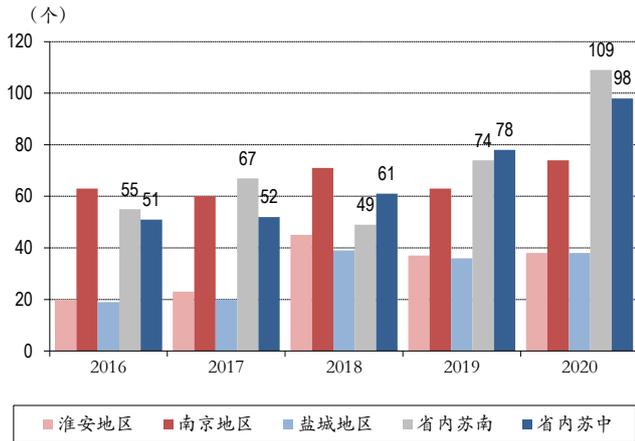
- (1) **南京市场布局早，渠道根基深，消费者环节工作扎实。**公司自 2004 年就开始在团购渠道及政商务消费领域推动国缘品牌，此轮白酒消费升级，公司早年培育的意见领袖引领圈层消费，打造国缘品牌流行趋势，公司充分享受产品结构升级带来的业绩增长。
- (2) 由于渠道推力较强，从而带来价盘稳、库存低、动销好，反过来又加强了渠道推力，形成良性循环，公司 2018 年后在南京市场收入大幅提升。

南京市场的成功，有助于其它区域的深度拓展。省会城市代表一个区域的消费的制高点，对消费趋势有一定的引领作用，有助于省内薄弱区域的不断下沉及品牌势能的打造。从渠道和产品来看，公司处于明显的上升势头，再叠加省会市场成功的溢出效应，省内其它区域有望展现出较快增速。**(1) 渠道端：“团购+流通”共振，有助于持续放量。**随着渠道布局的不断完善，公司在渠道改革方面形成了团购和流通渠道的共振，公司在投资者公开交流中透露，近两年今世缘的核心单品四开、对开在流通渠道放量更明显。**(2) 产品端：产品结构优势明显，借消费升级之风加速扩容。**今世缘产品价格带延伸更广，公司次高端及以上产品收入占比 60%，产品线的布局具备竞争优势。

江苏市场南北差异较大，苏南、苏中等薄弱区域竞争环境激烈，但未来提升空间大。江苏省内南、北市场竞争环境差异较大，苏北市场主要集中省内名酒。但是苏南市场外来名酒涌入较多，竞争环境相对激烈。今世缘在苏南、苏中大区 2019 年占比分别为 4%、7%。2019 年，公司加大对薄弱区域的布局，苏南、苏中大区收入增速较此前有明显提升，收入规模分别为 6.4 亿、6 亿，同比增 21%、21.5%。从经销商数量来看，苏南、苏中大区 2019 年经销商数量增幅为 51%、28%。

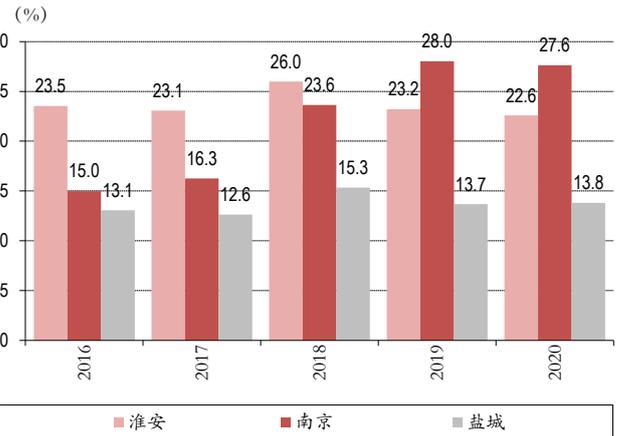
苏南大区经济发展水平领先，长期来看战略发展地位更重要。(1) 苏南大区经济领先省内其他区域，商务用酒占比更高，预计消费升级速度快于其他区域，主流价格带或将跃升至 400-600 元次高端价位带。(2) 苏南区域人均消费排省内第一，是外来名酒必争之地，例如江苏市场就是水井坊销售规模排名第一的市场，其中以苏南为主。今世缘作为地产酒在渠道开拓方面具备先天优势，在渠道下沉、产品结构、终端网点布局、意见领袖培育方面均可借鉴此前开拓省会市场的成功经验。从目前今世缘在苏南市场的市占率来看，未来提升空间较大。

图表 25. 苏南、苏中地区经销商数量提升较快



资料来源：万得，中银证券

图表 26. 今世缘省内收入占比排名前三的市场



资料来源：万得，中银证券

区域品牌拓展省外市场有难度，但公司实施路径清晰，规划五年实现突破

今世缘的品牌影响力相比其他全国名酒还略有差距，省外目前还处于开发期。截止 2020，公司经销商合计 948 家，其中省外经销商合计 548 家，较 2018 年相比翻了一倍。近两年公司加大投入广告费用及增加销售人员，我们判断与公司加快省外拓展有关。2020 年公司销售人员 1074 人，较 2018 年增加 161 人。2020 年公司广告宣传推广费为 5.5 亿，同比增长 5.8%。2018 年省外收入增速开始提速，18 至 19 年，均为双位数增长，2020 年，公司省外收入 3.3 亿，同比增长 6.2%，收入占比 6.5%，但是从收入占比来看，未有显著提升。我们判断今世缘作为区域性品牌，叠加产品定位“中国喜庆用酒第一品牌”，所以无论从品牌高度还是消费场景来看都有一定的局限性。公司从 2017 年开始布局省外市场，但是大部分精力及资源仍在省内。近两年，随着省内市场地位的不断夯实，公司将拿出一部分精力及资源放在省外市场，逐个突破。产品方面，随着国缘 V 系列产品内部的不断裂变及升级，以及公司顺应酱酒的流行趋势推出的国缘 V9，突破了此前在品牌定位上的局限性，在产品品质方面也打造“出厂即十年”老酒的概念，中长期来看与行业发展趋势契合。

图表 27. 省外市场自 2018 年起加速增长



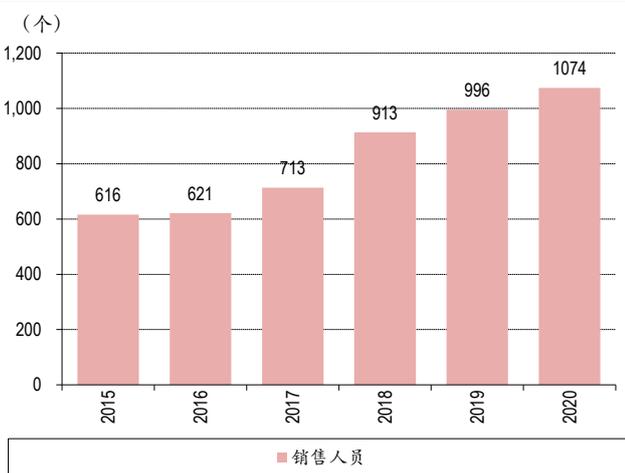
资料来源：万得，中银证券

图表 28. 截止 2020，省外经销商有 548 家



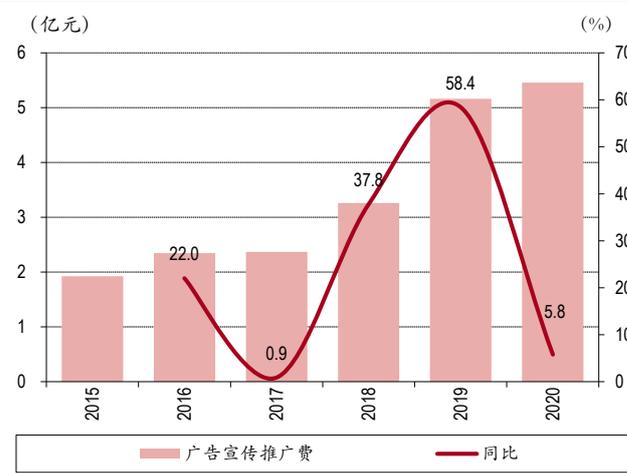
资料来源：万得，中银证券

图表 29. 自 2017 年起，公司销售人员增长明显



资料来源：万得，中银证券

图表 30. 2020 年公司广告费同比增长 5.8%



资料来源：万得，中银证券

从公司的战略布局来看，公司对于开拓省外市场实施路径比较清晰，十四五期间省外市场有望进入突破阶段。根据公司十四五规划，2025 年省外营收目标为 20 亿元左右，2020 至 2025 年 CAGR 为 41%。

(1) 2017-2018 年，公司执行“2+5+N”策略，即打造北京、上海样板市场，进一步开拓山东、河南、安徽、浙江和江西市场，按照“周边辐射、重点突破”的开发策略稳步推进。从具体实施路径来看：公司按照“县县是重点”的精耕目标规划，2018 年牵手渠道大商百川名品及浙江商源布局局部市场。产品方面，公司在北上广深等一线市场推广国缘 V 系列产品，在全国其他市场卡位 300-600 元次高端价格带。从结果来看，根据公司副总经理吴跃吾在“2018 年今世缘发展大会”上介绍，公司 13 个地市营销中心和 70 个市县办事处市县全面实现增长。

(2) 2019 年，公司执行“1+2+4+N”战略，聚焦山东、京沪及环江苏市场。根据酒业家新闻，2019 年今世缘在山东市场设立了 6 个营销中心，将山东市场升级为省外第一个大区，在资源配置上与省内六个大区处于同一位置。根据公司投资者公开交流，2019 年山东大区的营收基本达到公司预期。

(3) 2020 年，公司省外主动打造区域板块，加快布局长三角区域，以长三角大战略板块市场周边辐射区域为基础，继续强化山东、河南市场培育，打造 5-7 亿元级样板省份市场，并以京津冀、珠三角、长江经济带为重点，培育亿元级市场。

图表 31. 十四五规划中省外区域拓展目标

	2020	2025	CAGR(%)	平均覆盖率(%)	策略
地级市	144	230+	9.8	70%+	市县区互动布局开发策略
县区	497	1100+	17.2	40%+	
客户数量	435	1200	22.5	-	
专卖店	-	1500+	-	-	

资料来源：万得，公司公告，中银证券

盈利预测与投资评级

今世缘作为江苏省内的地产酒，充分享受当地优渥的消费环境，产品结构升级速度领先行业。江苏省经济发达，人均消费水平高，消费升级走在全国前列。本轮白酒周期，省内主流消费价格带升级至 300 元以上，省内 200-600 元价位带产品规模占比接近 50%，而今世缘出厂价在 300 元以上的产品占比已超过 60%。近两年，洋河及今世缘的吨价提升明显。我们认为，在次高端扩容的大背景下，结合江苏省内消费升级的速度，今世缘充分享受产品结构提升带来的业绩弹性。根据公司五年战略规划纲要，2021 年，公司营收目标 59 亿，争取做到 66 亿，2025 年努力实现营收过百亿（争取 150 亿），从产品规划来看，国缘开系仍为公司第一规模品系，而国缘 V 系有望接棒开系成为新的增长极。从区域规划来看，公司在省内市占率为 10%，省内薄弱区域仍有很大的提升空间。省外尚处于开发期，公司规划对省外市场进行重点突破。

综上，我们认为公司仍有较大的向上空间，且具备估值优势。公司作为次高端名酒，内部激励有望不断推进，产品结构优异，省内提升空间大。预计 21 至 23 年公司 EPS 分别为 1.54、1.94、2.36 元/股，对应 PE 分别为 34.9X、27.7X、22.7X。首次覆盖给予**买入**评级。

图表 32. 公司分产品盈利预测

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
特 A+ 类							
营业收入	1,293	1,845	2,716	3,069	4,127	5,167	6,234
YOY(%)	38.3	42.7	47.2	13.0	34.5	25.2	20.6
占比(%)	44.1	49.7	56.0	60.2	64.2	67.2	68.7
特 A 类							
营业收入	1,048	1,263	1,528	1,503	1,895	2,210	2,577
YOY(%)	9.9	20.6	21.0	(1.7)	26.1	16.6	16.6
占比(%)	35.7	34.0	31.5	29.5	29.5	28.7	28.4
A 类							
营业收入	256	308	314	254	218	174	144
YOY(%)	(1.8)	20.4	1.8	(19.3)	(13.9)	(20.5)	(17.0)
占比(%)	8.7	8.3	6.5	5.0	3.4	2.3	1.6
B 类							
营业收入	160	165	168	159	108	81	67
YOY(%)	(16.1)	3.5	1.8	(5.2)	(32.4)	(24.6)	(17.0)
占比(%)	5.4	4.4	3.5	3.1	1.7	1.1	0.7
C 类							
营业收入	152	108	101	93	64	49	40
YOY(%)	(12.9)	(28.6)	(6.5)	(8.5)	(30.6)	(24.5)	(18.0)
占比(%)	5.2	2.9	2.1	1.8	1.0	0.6	0.4
D 类							
营业收入	11	8	10	7	5	4	3
YOY(%)	(17.4)	(23.9)	14.5	(25.4)	(24.4)	(26.5)	(22.0)
占比(%)	0.4	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0
其他							
营业收入	14	17	15	12	10	7	6
YOY(%)	9.3	24.7	(14.0)	(15.0)	(20.0)	(25.0)	(20.0)
占比(%)	0.5	0.5	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1

资料来源：万得，中银证券

风险提示

宏观环境不及预期，消费升级节奏不及预期，消费需求回落
省内受竞品挤压，产品销售不及预期，渠道库存积压
省外拓展进度不及预期，未能完成此前规划。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	4,874	5,122	6,431	7,695	9,075
销售成本	(2,206)	(2,371)	(2,743)	(3,062)	(3,479)
经营费用	(847)	(850)	(1,361)	(1,643)	(1,918)
息税折旧前利润	1,821	1,901	2,327	2,991	3,679
折旧及摊销	69	107	98	139	174
经营利润(息税前利润)	1,752	1,794	2,228	2,852	3,504
净利息收入/(费用)	50	21	112	143	215
其他收益/(损失)	164	286	286	286	286
税前利润	1,951	2,092	2,573	3,220	3,909
所得税	(484)	(515)	(634)	(780)	(936)
少数股东权益	(0)	0	0	0	0
净利润	1,458	1,567	1,929	2,430	2,963
核心净利润	1,458	1,567	1,929	2,430	2,963
每股收益(人民币)	1.162	1.249	1.537	1.936	2.361
核心每股收益(人民币)	1.162	1.249	1.537	1.936	2.361
每股股息(人民币)	0.331	0.415	0.461	0.581	0.673
收入增长(%)	30	5	26	20	18
息税前利润增长(%)	33	2	24	28	23
息税折旧前利润增长(%)	32	4	22	29	23
每股收益增长(%)	27	7	23	26	22
核心每股收益增长(%)	27	7	23	26	22

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	1,951	2,092	2,573	3,220	3,909
折旧与摊销	69	107	98	139	174
净利息费用	(50)	(21)	(48)	(72)	(108)
运营资本变动	26	1	(44)	(17)	(19)
税金	(493)	(526)	(645)	(791)	(946)
其他经营现金流	746	260	(1,175)	298	193
经营活动产生的现金流	2,248	1,914	760	2,778	3,203
购买固定资产净值	(150)	(395)	(395)	(395)	(395)
投资减少/增加	1,288	(267)	297	297	297
其他投资现金流	(3,247)	300	(352)	(381)	(401)
投资活动产生的现金流	(2,109)	(362)	(450)	(479)	(500)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	412	1,283	(504)	0	0
支付股息	(416)	(521)	(579)	(729)	(844)
其他融资现金流	(416)	(521)	0	0	0
融资活动产生的现金流	(420)	242	(1,083)	(729)	(844)
现金变动	(280)	1,794	(773)	1,570	1,859
期初现金	1,887	1,607	3,402	2,629	4,198
公司自由现金流	140	1,552	310	2,298	2,704
权益自由现金流	502	2,815	(243)	2,227	2,596

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1,607	3,402	2,629	4,198	6,058
应收帐款	46	44	88	105	124
库存	2,151	2,604	4,365	4,579	5,041
其他流动资产	2,687	2,367	2,372	2,376	2,380
流动资产总计	6,491	8,417	9,453	11,259	13,603
固定资产	1,123	1,502	1,843	2,183	2,510
无形资产	129	172	163	155	146
其他长期资产	2,319	1,760	1,764	1,768	1,772
长期资产总计	3,571	3,434	3,770	4,106	4,428
总资产	10,062	11,851	13,223	15,364	18,031
应付帐款	276	524	566	594	654
短期债务	0	504	0	0	0
其他流动负债	2,501	2,442	2,891	3,270	3,723
流动负债总计	2,778	3,471	3,457	3,864	4,377
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	78	113	148	183	217
股本	1,507	1,255	1,255	1,255	1,255
储备	5,699	7,012	8,362	10,063	12,181
股东权益	7,206	8,267	9,617	11,318	13,436
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	10,062	11,851	13,223	15,364	18,031
每股帐面价值(人民币)	5.74	6.59	7.66	9.02	10.71
每股有形资产(人民币)	4.70	6.45	7.53	8.90	10.59
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.07)	(2.31)	(2.09)	(3.35)	(4.83)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	37.4	37.1	36.2	38.9	40.5
息税前利润率(%)	35.9	35.0	34.7	37.1	38.6
税前利润率(%)	40.0	40.9	40.0	41.9	43.1
净利率(%)	29.9	30.6	30.0	31.6	32.6
流动性					
流动比率(倍)	2.3	2.4	2.7	2.9	3.1
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	(22.3)	(35.0)	(27.3)	(37.1)	(45.1)
速动比率(倍)	1.6	1.7	1.5	1.7	2.0
估值					
市盈率(倍)	46.2	43.0	34.9	27.7	22.7
核心业务市盈率(倍)	46.2	43.0	34.9	27.7	22.7
市净率(倍)	9.3	8.1	7.0	5.9	5.0
价格/现金流(倍)	29.9	35.2	88.6	24.2	21.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	36.1	33.9	27.8	21.1	16.6
周转率					
存货周转天数	154.2	169.4	197.8	212.1	193.5
应收帐款周转天数	4.4	3.2	3.8	4.6	4.6
应付帐款周转天数	19.7	28.5	30.9	27.5	25.1
回报率					
股息支付率(%)	28.5	33.2	30.0	30.0	28.5
净资产收益率(%)	21.9	20.3	21.6	23.2	23.9
资产收益率(%)	14.1	12.3	13.4	15.1	16.0
已运用资本收益率(%)	26.3	22.5	24.9	27.9	29.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371