

强烈推荐-A (首次)

今世缘 603369.SH

目标估值: 28 元
 当前股价: 23.25 元
 2019 年 03 月 14 日

厚积薄发, 步入快速成长期

基础数据

上证综指	3027
总股本(万股)	125450
已上市流通股(万股)	125450
总市值(亿元)	292
流通市值(亿元)	292
每股净资产(MRQ)	4.8
ROE(TTM)	19.2
资产负债率	22.6%
主要股东	今世缘集团有限公司
主要股东持股比例	44.72%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

杨勇胜

021-68407562
 yangys5@cmschina.com.cn
 S1090514060001

李泽明

lizeming@cmschina.com.cn
 S1090519020001

受益省内消费升级, 国缘快速放量, 公司加速增长。我们认为, 公司产品保持高利润率, 持续坚持团购模式持续培育消费者效果显现, 18 年公司取得超预期增长, 内部团队及经销商回报丰厚, 正向反馈, 19 年及来年有望继续保持较高增长, 唯考虑到省内竞争或有加剧, 以及公司对收入增长目标更重视, 费用率上假设不宜过于乐观。考虑到公司步入快速成长期, 估值可适当提升, 给予 18-20 年 EPS 0.90、1.13 和 1.37 元, 目标价 28 元, 对应 19 年 25 倍, 首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级。报告中对公司成长原因及省外扩张上均有深入分析及建议, 推荐阅读。

- **今世缘现象: 16-18 年收入业绩加速增长。**公司经营业绩一直较为稳健, 即使在 13-14 年行业调整期间, 公司业绩也仅有小幅下滑。自 16 年行业复苏开始, 公司收入业绩呈现出加速增长的态势, 18 年前三季度营收/利润分别同比增长 31.96%/32.19%, 其中高端特 A+ 产品同比增长 45% 以上, 表现亮眼。
- **原因剖析: 外因是条件, 内因是根本。**1) 外因: 省内消费升级趋势明显。2) 内因: ①国缘产品 300-400 元精准卡位次高端价格带, 快速放量; ②团购先行, 抓取意见领袖, 效果明显; ③聚焦核心区域, 重点进攻持续培育, 逐步形成淮安、盐城、南京三大核心市场, 形成省内市场基本盘, 为未来发展建立根据地。
- **四大问题探讨: 1) 公司省内发展空间还有多大?**今世缘目前在江苏省占率 10% 左右, 在江苏省内持续升级背景下, 未来省内发展空间较大, 短期内市场份额也不会触及天花板。2) **能否持续实现高增长?**升级与放量仍然是公司这两年发展的核心逻辑, 今世缘与洋河首先是共享省内市场增长, 其次公司前期侧重团购、让利渠道的策略, 19 年增长势头不会逆转; 3) **如何看待省内竞争环境?**两者之前更多是一种竞合关系, 当前今世缘已经在夹缝中快速成长, 19 年需求下行背景下, 双方正面竞争加大也在情理之中; 4) **如何看待今世缘的省外扩张?**省外有内生及外延两种方式, 错过白酒黄金十年期, 目前地产酒靠自身品牌进行省外拓展有一定难度, 建议公司持续培育消费者, 扩张上更多思考外延并购方式, 景芝案例目前只是战略性投资, 建议公司可以参考古井案例, 输出管理, 品牌扩张, 理清并购思路。
- **19 年预判: 公司仍将保持较高速增长。**1) **消费升级。**江苏省内消费升级趋势不改, 国缘将持续受益, 成为公司未来收入和业绩增长的核心驱动力, 春节反馈验证国缘高增; 2) **加大渗透。**公司 19 年以三大核心市场为根据地, 向苏州、无锡等苏南薄弱市场发力, 加强市场覆盖度和渗透率; 3) **渠道积极。**国缘的渠道利润在省内居于较高水平, 产品处于成长周期, 渠道高利润率激发经销商积极性, 另外公司会在团购基础上, 加大流通渠道的投入, 开拓更多潜在客户; 4) **正向反馈。**调研感受来看, 无论是公司销售经理还是经销商代理商, 对 18 年高增长和产品赚钱效下, 得到丰厚回报和精神鼓励, 19 年初冲劲十足, 这是公司继续高增的正向反馈; 5) **费用加大。**19 年需求下行背景下, 省内竞争将有所加剧, 同时公司重点布局山东市场, 省外投入也将加大, 预计费用率将有小幅上移。
- **投资建议: 厚积薄发, 步入快速成长期, 首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级。**我们认为, 公司产品保持高利润率, 持续坚持团购模式持续培育消费者效果显现, 18 年公司取得超预期增长, 内部团队及经销商回报丰厚, 正向反馈, 19 年及来年有望继续保持较高增长, 唯考虑到省内竞争或有加剧, 以及公司对收入增长目标更重视, 费用率上假设不宜过于乐观。考虑到公司步入快速成长期, 估值可适当提升, 给予 18-20 年 EPS 0.90、1.13 和 1.37 元, 目标价 28 元, 对应 19 年 25 倍, 首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示: 1、需求回落; 2、省内竞争加剧, 对手在团购等渠道采取应对措施; 3、公司销售规模不断扩大, 加大流通渠道发展后, 产品渠道价格由于窜货增加等因素, 出现价格体系紊乱的情况; 4、省外市场拓展上进度慢于预期, 或并购标的后期遇到发展瓶颈、团队流失等情况。**

正文目录

一、今世缘：16-18 年业绩加速增长	5
二、原因剖析：省内升级借风，扎根团购开花	6
2.1 外因：省内升级借势	6
1. 江苏省内消费升级明显	6
2. 洋河加大省外投入，今世缘在省内迎发展契机	7
2.2 内因：持续坚持团购，抢占核心客户	7
1. 产品：国缘高端占位，受益升级放量	7
2. 渠道：坚持团购渐见效，发力流通正当时	10
(1) 持续坚持团购，培育核心消费者	10
(2) 流通渠道利润高，渠道推力强	12
3. 拓展：核心市场重下沉，薄弱市场增投入	13
(1) 核心市场：“1+1”深度协销，渠道下沉	13
(2) 核心市场案例：南京市场爆发式增长	15
(3) 薄弱市场：增加投入，加大布局	17
三、展望未来：四大问题探讨	18
3.1 公司省内发展空间还有多大？	18
3.2 省内竞争加剧，19 年是否会压制今世缘？	19
3.3 如何看待省内竞争关系？	19
3.4 如何看待今世缘的省外扩张？	20
四、投资建议	22
4.1 分产品&分区域增长预测	22
4.2 投资建议：厚积薄发，步入快速成长期，首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级	23
风险提示	24

图表目录

图 1：今世缘 16-18 年收入加速增长	5
图 2：今世缘 16-18 年净利润加速增长	5
图 3：今世缘 16-18 年毛利率和净利率持续提升	5
图 4：今世缘 16-18 年销售和管理费用率下降明显	5

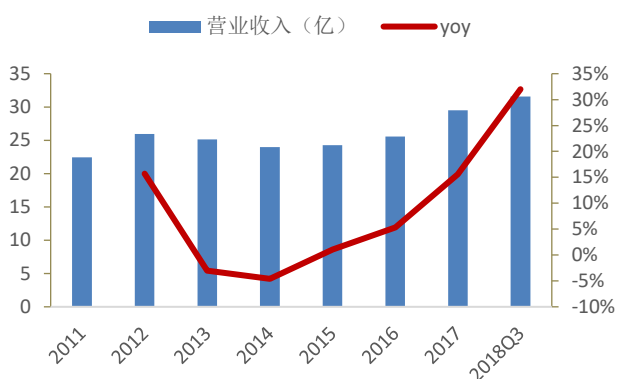
图 5: 江苏省人均可支配收入远高于全国	6
图 6: 江苏省城镇人均食品烟酒消费远高于全国	6
图 7: 江苏省房价增速明显	6
图 8: 江苏省固定资产投资增速明显	6
图 9: 洋河 15 年以来省内占比下降	7
图 10: 洋河 15 年以来省外增速远高于省内	7
图 11: 2015 年国缘占收入比重 51%	8
图 12: 2017 年国缘占收入比重 62%	8
图 13: 14-17 年特 A 总收入增速远高于 A、B、C 类	8
图 14: 14-17 年特 A 总销量增速远高于 A、B、C 类	8
图 15: 今世缘特 A 类以上产品营收占比逐年提升 (主要受国缘拉动)	9
图 16: 今世缘 300 元以上产品占比更高	10
图 19: 国缘系列团购与零售的比例大约为 6.5:3.5	11
图 20: 今世缘在团购方面优势凸出	12
图 21: 国缘渠道和终端利润率较高	12
图 22: 国缘定价与洋河错开	13
图 23: 今世缘省内经销商数量持续提升	14
图 24: 今世缘销售人员及占比在 17 年显著提升	14
图 25: 今世缘渠道进一步扁平化	14
图 26: 改革后, 今世缘目前省内分为 6 个大区	15
图 27: 今世缘分品牌运营渠道精细化	15
图 28: 18 年前三季度南京占比仅次于大本营淮安	16
图 29: 南京地区 18 年前三季度增长迅速	16
图 30: 南京地区近两年增长迅速的原因	17
图 31: 苏南苏中经销商数量增长高于苏北	17
图 32: 18 年前三季度苏南营收增速仅次于南京	17
图 33: 今世缘省内收入占比 95% 左右	18
图 34: 今世缘省内市占率约在 10%	18
图 35: 今世缘 1+2+4+N 战略, 19 年重点布局山东	21
图 36: 今世缘省外经销商数量整体稳中有升	21
图 37: 今世缘历史 PE Band	25

图 38: 今世缘历史 P/Band	25
表 1: 南京市婚宴用酒升级趋势.....	7
表 2: 今世缘产品结构优异, 高端占比高	9
表 3: 今世缘产品结构预测 (单位: 百万)	22
表 4: 特 A 总收入增速对今世缘净利润影响的敏感性分析	22
表 5: 今世缘分区域增长预测 (单位: 百万)	23
附: 财务预测表	26

一、今世缘：16-18 年业绩加速增长

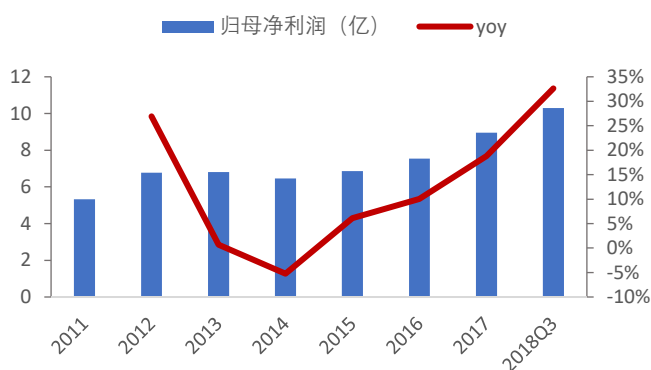
今世缘 16-18 年收入业绩呈加速增长态势，表现亮眼。今世缘作为苏酒龙头之一，股权结构相对灵活，管理层及核心业务人员合计持股达 20% 以上，激励机制到位。公司旗下拥有“国缘、今世缘、高沟”三个著名品牌，三大品牌分别卡位高中低档，定位清晰，产品结构齐全。从历史来看，公司经营业绩一直较为稳健，即使在 13-14 年行业调整期间，公司业绩也仅有小幅下滑。自 16 年行业复苏开始，公司收入业绩呈现出加速增长的态势，18 年前三季度营收/利润分别同比增长 31.96%/32.19%，其中以次高端国缘为主的特 A+ 产品同比增长 45% 以上，表现亮眼。产品结构升级推升盈利能力，公司毛利率持续提升，同时规模效应显现后销售和管理费用率下降明显，盈利能力稳步提升，18Q3 末，公司净利率达 32.6%，处于行业靠前水平。

图 1：今世缘 16-18 年收入加速增长



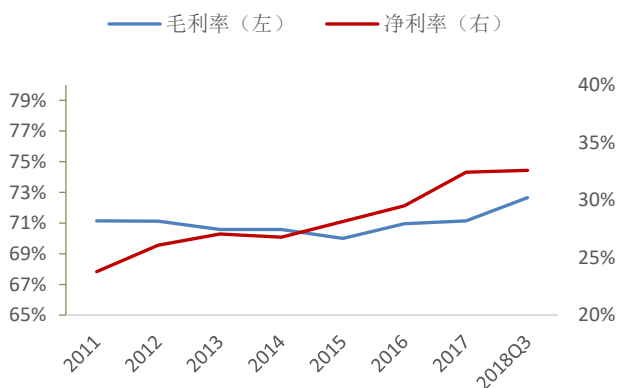
资料来源：Wind、招商证券

图 2：今世缘 16-18 年净利润加速增长



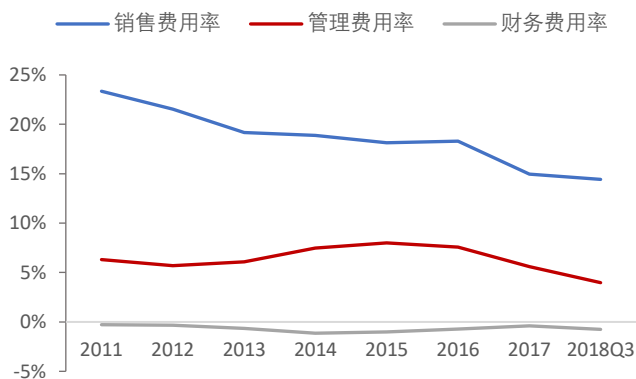
资料来源：Wind、招商证券

图 3：今世缘 16-18 年毛利率和净利率持续提升



资料来源：Wind、招商证券

图 4：今世缘 16-18 年销售和管理费用率下降明显



资料来源：Wind、招商证券

为何公司过去业绩一直较为稳健，近年来增长提速明显？公司省内增长空间还有多大？如何看待今世缘与洋河省内的竞争关系？公司未来是否能走到省外？本文试图对这些问题做一些探讨。

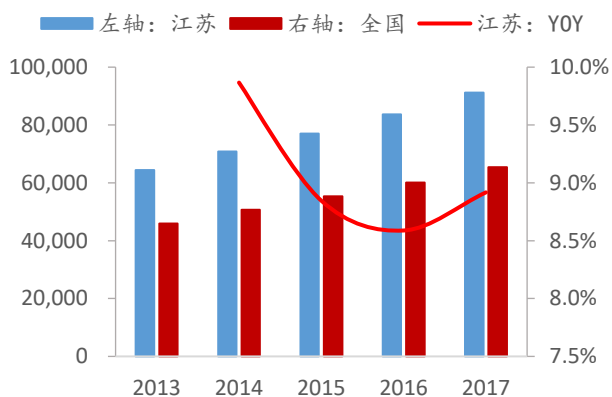
二、原因剖析：省内升级借风，扎根团购开花

2.1 外因：省内升级借势

1. 江苏省内消费升级明显

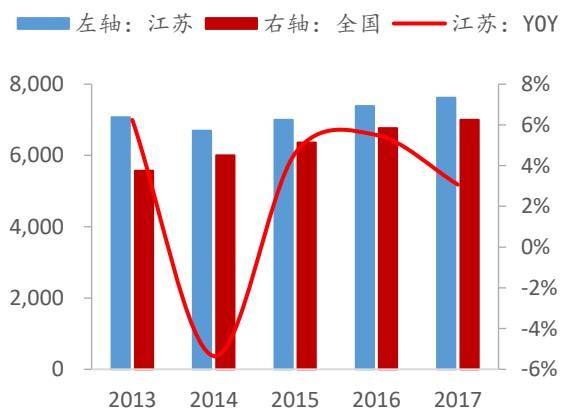
江苏经济发展水平高于全国。2017年江苏省人均可支配收入为91156元，而全国人均可支配收入为65431元，江苏高出全国平均水平39.32%。从城镇人均食品烟酒消费支出来看，2017年江苏省为7616元，全国平均水平为7001元，江苏高出全国平均水平8.78%。较高的人均收入水平以及食品烟酒支出，为江苏省白酒的消费升级奠定了良好的基础

图 5：江苏省人均可支配收入远高于全国



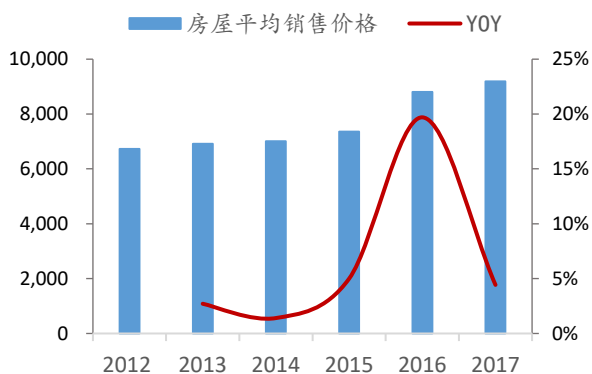
资料来源：Wind、招商证券

图 6：江苏省城镇人均食品烟酒消费远高于全国



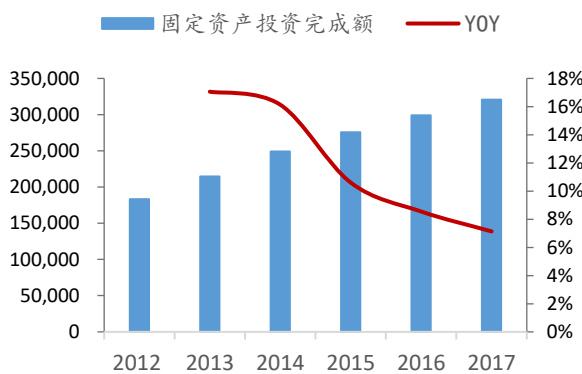
资料来源：Wind、招商证券

图 7：江苏省房价增速明显



资料来源：国家统计局、招商证券

图 8：江苏省固定资产投资增速明显



资料来源：国家统计局、招商证券

本轮周期以来，江苏白酒大众消费核心价格已升级至300元以上。自13年白酒行业调整以来，消费结构发生转变，消费需求由政务变为商务和大众消费主导，经济发展、个人收入的提升使得主流消费价格带不断上行。当前江苏已实现了大众消费核心价格带向300元以上的升级，江苏白酒核心消费价格带从2010年的100-200元提升至2017年250-400元。以江苏南京婚宴用酒为例，2010年，当地婚宴用酒核心价位带为100元左右，主要代表产品为口子窖、普通苏酒（洋河海之蓝等）；13年开始升级到200多价

位段，主流产品是天之蓝；16年之后，婚宴用酒升级到以梦3和梦6、国缘四开等为代表的300元以上价位段。

表 1: 南京市婚宴用酒升级趋势

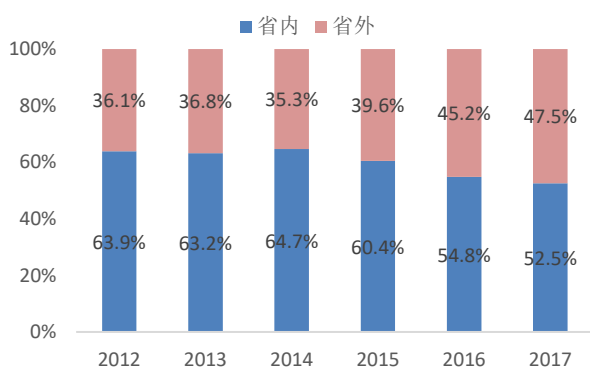
阶段	时间	核心价位	核心品牌
1	10-12年	100左右	口子窖、普通苏酒（洋河海之蓝等）、五粮春
2	13-15年	200+	天之蓝为主，少量国缘双开
3	16年至今	300+	M3, M6, 国缘 K3/K5/四开等

资料来源：草根调研、招商证券

2. 洋河加大省外投入，今世缘在省内迎发展契机

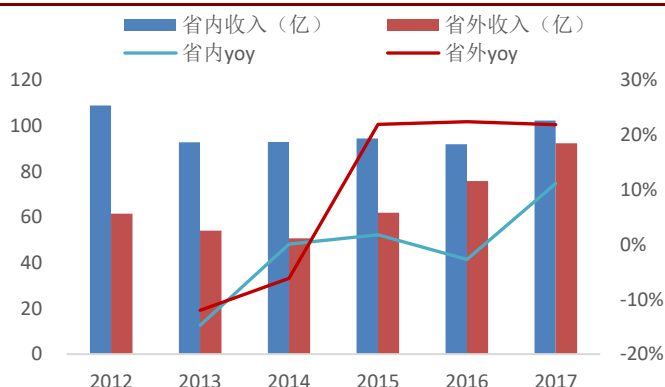
近年来洋河将重心转向省外，省内占比逐年下降，今世缘迎发展契机。洋河作为江苏省内绝对龙头，市占率达40%以上，长期来看，省内发展空间相对有限，于是公司将目光瞄准了全国化。13-14年行业调整期，公司被迫采取收缩战略专注于省内市场，在15年白酒行业复苏后，洋河开始加大力度开拓省外市场，将更多的精力和费用投入到了省外“新江苏市场”的开发和建设中，省外收入占比不断提升，而省内占比逐年下降。2015-2017年，洋河省外增速明显高于省内。洋河省外收入占比从2014年的35.3%提高到2017年的47.5%，2018年省外占比已超过50%。受益于洋河将重心转向省外市场的开拓，今世缘在省内迎来了较好的发展机遇。

图 9: 洋河 15 年以来省内占比下降



资料来源：Wind、招商证券

图 10: 洋河 15 年以来省外增速远高于省内



资料来源：Wind、招商证券

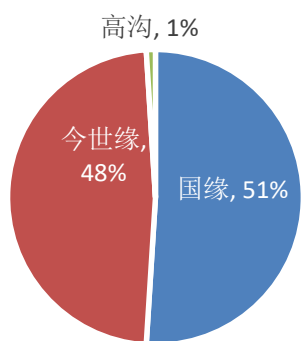
2.2 内因：持续坚持团购，抢占核心客户

1. 产品：国缘高端占位，受益升级放量

国缘品牌一直坚持高占位，省内品牌力强大。国缘品牌创立于04年，从创立之初便定位高端（与茅台、五粮液对标），价格在300-600元，目标对象是政商消费群体，成为第一支抢滩高端白酒市场的江苏品牌。国缘推出恰逢白酒黄金十年发展期(02年-12年)，高端产品在这期间价格飙涨，国缘品牌也受益于此，获得快速发展，在消费者心中建立了高端白酒的形象。同时公司长期坚持致力于国缘品牌的打造及消费者培育，即使在行业调整期（13-14年）国缘也未曾像其他品牌一样大幅降价，品牌坚持高占位，在省内消费者心中品牌力强、产品口碑佳。

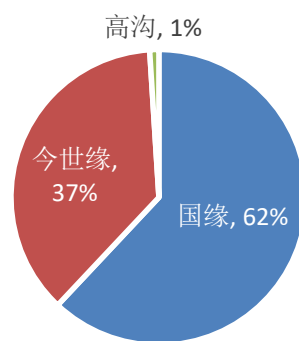
本轮江苏省内消费升级至 300 元以上，国缘卡位精准，迎来快速放量。本轮周期以来，江苏省大众消费价格带升级至 300 元以上，国缘系列产品定价在 300-600 价位段，卡位精准，同时省内消费者认可度高、市场基础深厚，因此 16 年消费升级以来，与洋河梦之蓝等共同迎来加速增长。国缘系列占比从 15 年的 51% 提升至 17 年的 62%，拉动特 A 类以上产品占比进一步提升至 82%，2018 年预计国缘系列占比将达 65%，其中，对开和四开增速最快，收入合计占到国缘系列的 75%，贡献主要收入和利润。

图 11: 2015 年国缘占收入比重 51%



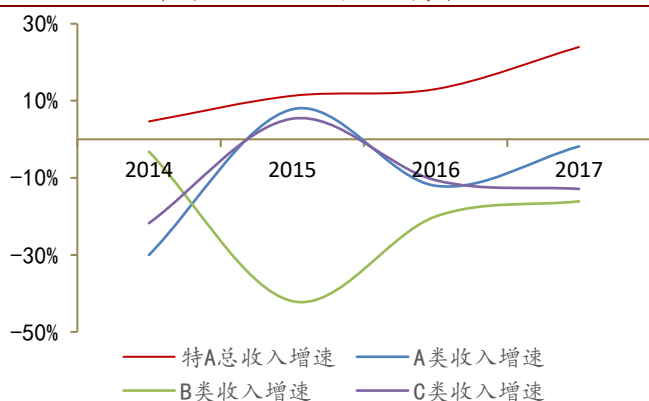
资料来源: wind、招商证券

图 12: 2017 年国缘占收入比重 62%



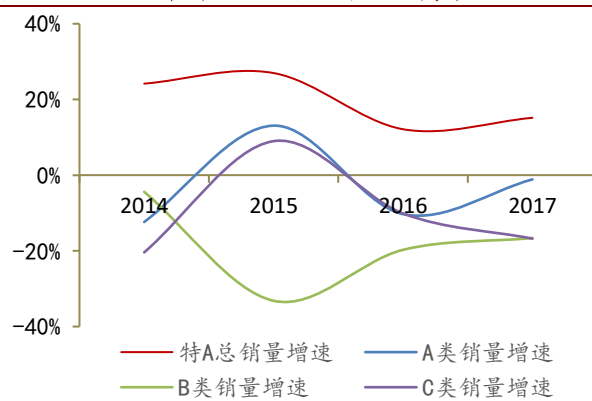
资料来源: wind、招商证券

图 13: 14-17 年特 A 总收入增速远高于 A、B、C 类



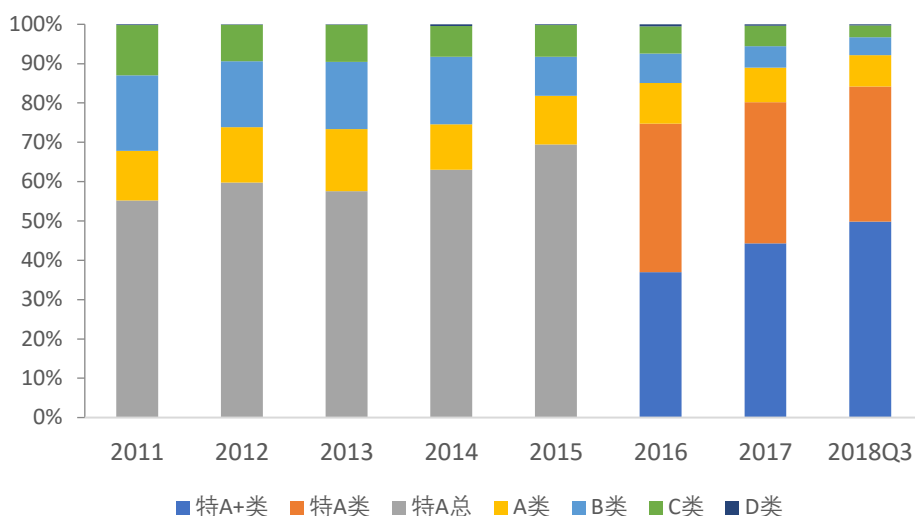
资料来源: wind、招商证券 (注: 特 A 总主要是国缘系列, 包含部分今世缘系列产品)

图 14: 14-17 年特 A 总销量增速远高于 A、B、C 类



资料来源: wind、招商证券 (注: 特 A 总主要是国缘系列, 包含部分今世缘系列产品)

图 15: 今世缘特 A 类以上产品营收占比逐年提升 (主要受国缘拉动)




资料来源: wind、招商证券 (注: 16 年以后公司将特 A 总产品拆分为特 A+和特 A 两类, 其中特 A+ 产品出厂价在 300 元以上, 特 A 产品出厂价在 100-300 元)

公司次高端国缘推出早、占比高, 产品结构优异, 升级拉动作用更加明显。16 年以来, 受益于省内消费升级, 洋河梦之蓝、今世缘国缘系列等次高端产品均迎来加速增长。由于历史原因, 今世缘 04 年便推出高端国缘系列, 在白酒黄金十年期间获得高速发展, 因此次高端产品占比一直较高, 18 年国缘系列在总收入中占比在 65%左右; 而洋河蓝色经典系列是“由低往高”延伸, 从海之蓝-天之蓝-梦之蓝, 高端梦系列占比相对较低, 18 年在总收入中占比 27%左右。此外, 再加上今世缘规模较小、基数较低, 因此在本轮消费升级中, 公司产品升级对收入业绩的拉动作用更加明显, 收入业绩增速更快。

表 2: 今世缘产品结构优异, 高端占比高

类别 (按出厂价划分)	17 年收 入占比	主要产品	终端指导价	产品示例
特 A+ (>300 元)	43.8%	国缘 V6	1580	
		国缘 V3	750	
		国缘 K5	588	
		国缘四开	558	
		国缘 K3	388	
特 A (100-300 元)	35.5%	国缘对开	358	
		国缘单开	199	
		国缘柔雅	288	
		国缘淡雅	168	
		今世缘典藏 15	249	
		今世缘典藏 10	158	
A (50-100 元)	8.7%	典藏吉缘	148	
		典藏 5	90	
		典藏祥缘	78	
		大青花	78	

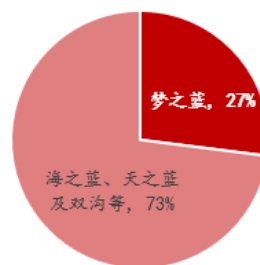
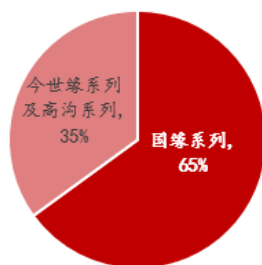
B (20-50 元)	5.4%	吉地缘	68	
		佳酿	49	
		小青花	60	
		新天地 D1	48	
C (20-50 元)	5.1%	高沟系列、蓝瓷系列等	/	/
D (10 元以下)	0.4%			

资料来源：渠道调研、京东、招商证券

图 16：今世缘 300 元以上产品占比更高

2018年国缘占比约65%

2018年梦之蓝占比约27%



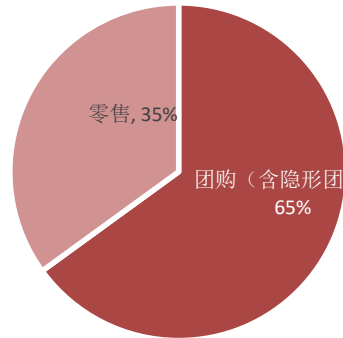
资料来源：草根调研、招商证券

2、渠道：坚持团购渐见效，发力流通正当时

(1) 持续坚持团购，培育核心消费者

今世缘销售以团购为主，团购渠道优势明显。洋河销售主要以流通渠道为主，包括酒店、超市、餐馆、大卖场等，而今世缘则主要以团购渠道为主，公司国缘系列团购与零售的比例大约为 6.5: 3.5，今世缘系列典藏 5 年/10 年也主要是团购渠道。团购渠道相对于流通渠道来说竞争较小，一旦占领团购渠道，则先发优势非常明显，其他品牌很难再来竞争。经渠道调研了解，公司近 60% 的利润来自于团购。

图 17: 国缘系列团购与零售的比例大约为 6.5:3.5

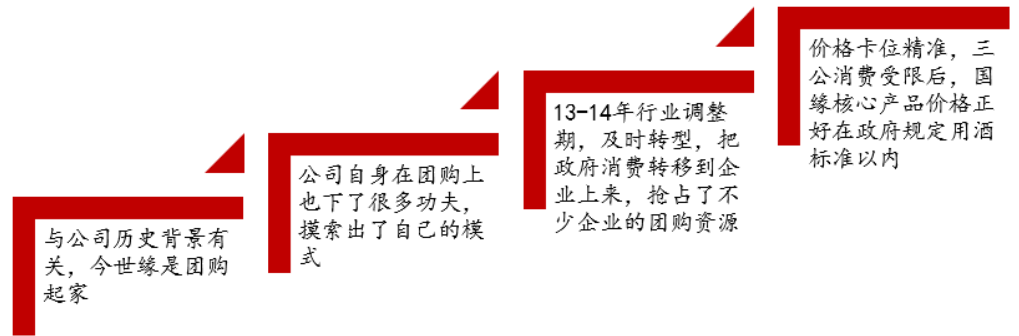


资料来源：渠道调研、招商证券

今世缘在团购方面优势凸出，主要由于以下几点原因：

- **与公司历史背景有关，今世缘是团购起家。**今世缘由涟水县政府控股，团购渠道一直受到政府支持，甚至可以说，公司是通过团购起家的，政府十几年前内部用酒便是国缘（国缘 04 年推出，那时洋河只有海之蓝，还没推出梦之蓝），**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。**
- **公司自身在团购上也下了很多功夫。**今世缘在团购方面很早便摸索出了自己的模式，通过激励措施、创新营销等，将各个企业的中间联系人（负责采购用酒的领导）牢牢抓住，且在重大节日的时候还会帮企业做定制酒，为客户提供个性化服务，将团购客户紧紧把握住。
- **13-14 年调整期，公司及时转型，把政府消费转移到企业上来，抢占团购资源。**13-14 年行业调整期的时候，公司在董事长的带领下及时转型，花了很多精力开发新的企业客户，通过签打包协议和返利政策等起到了排他的效果，而当时其他企业认为大众消费是未来的主流，将更多的精力花在了流通渠道上，团购资源被今世缘抢占了不少，进一步强化了今世缘在团购方面的优势。
- **国缘价格卡位精准，核心产品在政府规定用酒标准以内。**三公消费限制后，江苏省政府规定用酒标准在 500 以内，国缘四开价格 400 多，正好在政府规定价格线以下，价格合适，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 18: 今世缘在团购方面优势凸出



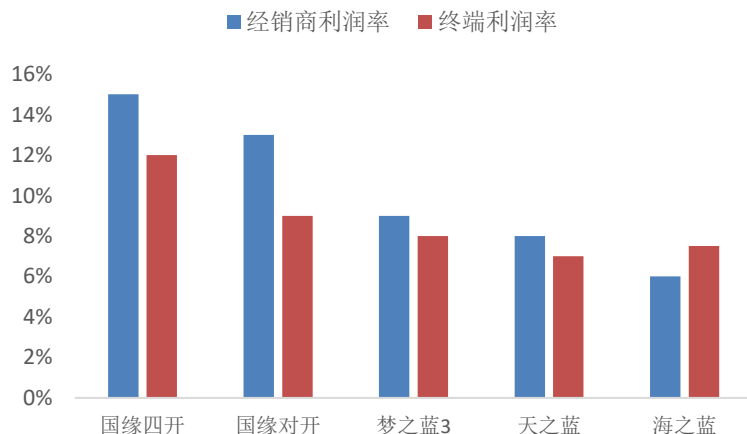
资料来源：招商证券

近年来，公司在团购渠道上持续深耕，不断开发新的客户，团购优势不断强化。公司这几年在团购上不断求变，不断开发新的客户。公司认为，小到村委会、卫生院，大到4s店、商场等，均是潜在团购客户，有很多潜力可以挖掘。公司一直在创新，主导客户消费今世缘的产品。比如，公司会想到开发保险客户，保险公司之前给客户的福利一般都是大米、色拉油等，公司则会跟保险公司谈能否将福利换成酒，还可以根据不同客户的档次送不同的酒等；再比如，公司经过调研发现，江苏各地级市外资、合资和国产汽车4S店平均在27-28个，买车的人有喝酒需求，所以今年会加大与4S店的合作等。因此，市场上待挖掘的团购客户仍较多，公司在团购这条路上一直在不断前进，不断创新，通过各种方式去开发新的客户，不断强化自身的团购优势。

(2) 流通渠道利润高，渠道推力强

国缘渠道和终端利润率高、推力较强，近年来流通渠道增长迅速。从产品生命周期角度，今世缘在流通渠道切入较晚，目前正处于快速成长期，省内网点密度小，价格也不是特别透明，渠道利润相对优势较明显。国缘对开相比天之蓝、国缘四开相比梦之蓝M3，渠道利润率均高出约5-6%，较高的渠道利润能够更好地激发经销商进货的积极性。同时，国缘终端利润率也较高，终端动销拉力较强，门店老板更愿意向消费者推荐国缘产品。

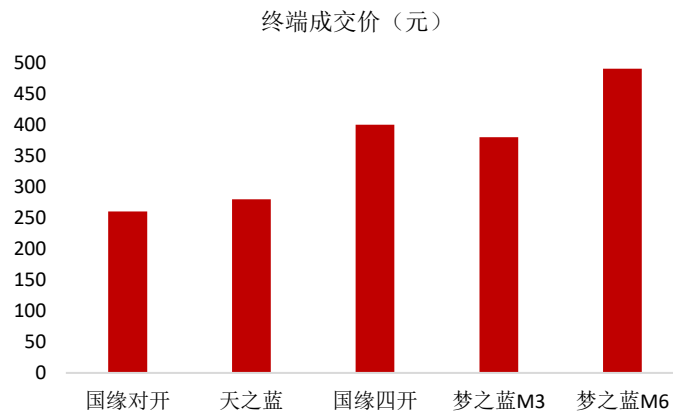
图 19: 国缘渠道和终端利润率较高



资料来源：渠道调研、招商证券

国缘定价错开核心竞品，避免直接竞争，对消费者吸引力较强。今世缘与洋河一直以来都是错位竞争，产品在价格上不会完全一样，一般同类产品会相差 20-30 元，避免与洋河的直接竞争。实际来看，国缘对开成交价比洋河天之蓝低约 10-20 元；国缘四开价格仅比 M3 贵 20-30 元，比 M6 低约 100 元，国缘的性价比优势凸显。

图 20：国缘定价与洋河错开



资料来源：草根调研、招商证券（注：图为南京地区 19 年春节后实际成交价）

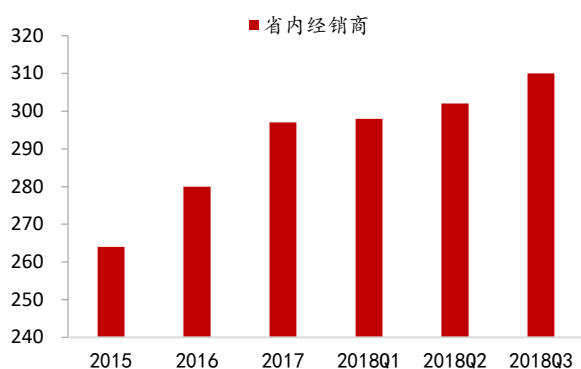
3、拓展：核心市场重下沉，薄弱市场增投入

（1）核心市场：“1+1”深度协销，渠道下沉

2015 年以来，公司在渠道建设上不断加大力度。先是销售模式从经销商主导向“1+1”深度协销模式转变，然后又取消营销中心，办事处和大区经理直接对接，渠道进一步扁平化。公司对渠道不断改造升级，围绕“网格化、扁平化、精细化”来规划每一个区域市场。今世缘营销模式的主动转变，帮助公司省内渠道不断深耕、加深对空白市场的覆盖力度，对公司近几年的快速发展功不可没。

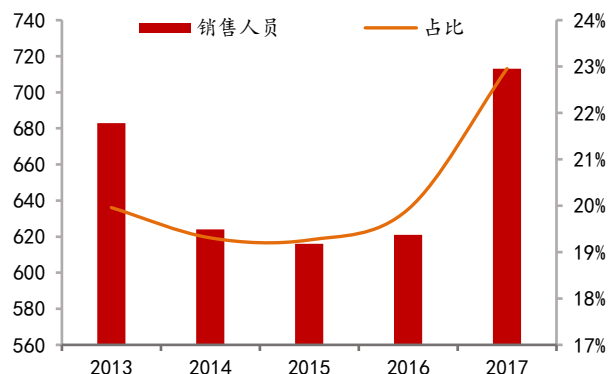
1) 厂商 1+1 深度协销，助力渠道下沉。2015 年以来，公司一直致力于推进渠道下沉，销售模式从经销商主导向“1+1”深度协销模式转变，1 是厂家，负责市场运作方案+政策制定等，另一个 1 是经销商，负责物流和资金周转、客勤维护等，厂家会对经销商队伍进行培训指导。今世缘每个办事处平均有 3-5 个业务员，一个业务员对接 1-2 个经销商。厂商分工协作的深度协销体系，帮助今世缘实现了全渠道的营销管控，推进渠道不断扁平化、精细化。公司以往在省内基本只覆盖到市区，近两年逐渐下沉到县区，且提出了“县县是重点”的目标，进行深耕细作。随着公司省内不断深耕，省内经销商数量逐步增加，由 15 年末的 270 家增加到 18Q3 末的 310 家，同时公司销售人员数量在 17 年显著提升，占总员工的比例达到 23%。

图 21: 今世缘省内经销商数量持续提升



资料来源: Wind、招商证券

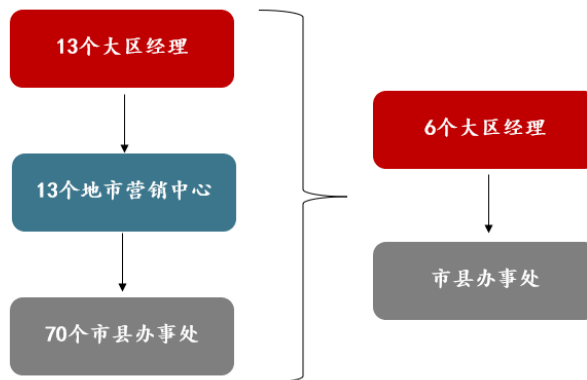
图 22: 今世缘销售人员及占比在 17 年显著提升



资料来源: Wind、招商证券

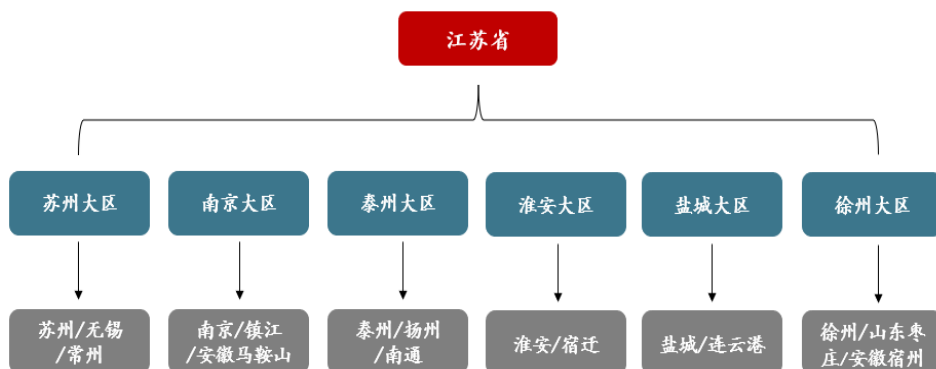
2) 渠道进一步扁平化, 营销中心取消, 办事处直接对接大区经理。18 年四季度, 公司进一步对渠道进行了变革, 取消了 13 个地市营销中心, 每个区域的办事处直接跟大区经理对接, 且对大区经理进行了调整, 省内 13 个大区经理调整为 6 个大区经理、1 个副总经理, 其余 6 个被派往山东大区。经过调整后, 目前省内分为 6 个大区: 苏州大区 (包括苏州、无锡、常州), 南京大区 (包括镇江、南京、马鞍山), 泰州大区 (包括扬州、泰州、南通), 淮安大区 (包括淮安、宿迁), 盐城大区 (包括盐城、连云港), 徐州大区 (包括徐州、山东枣庄、安徽宿州)。

图 23: 今世缘渠道进一步扁平化



资料来源: 招商证券 (注: 改革前, 办事处向营销中心汇报; 改革后, 办事处直接向大区经理汇报, 营销中心层级取消, 原来的营销中心变成规模大一些的办事处)

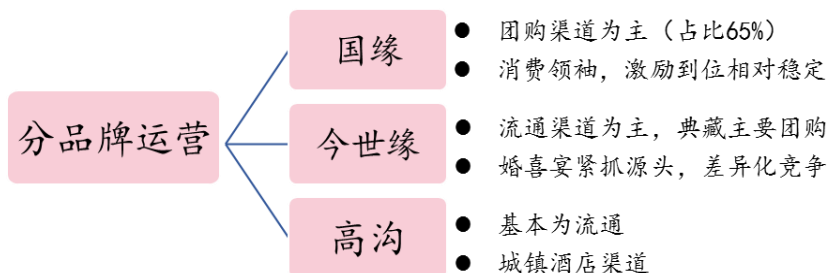
图 24：改革后，今世缘目前省内分为 6 个大区



资料来源：招商证券

3) 细分品牌运营，助推渠道精细化，此外，针对今世缘、国缘、高沟等不同品牌，公司选取的推广渠道、针对的消费群体、营销推广资源均有差异，公司坚持一县一商、一品一商策略，注重品牌匹配，推进终端管理精细化。国缘主要是针对政商群体等团购渠道，今世缘主要定位婚庆喜宴用酒的流通渠道，高沟则从城镇酒店渠道启动。

图 25：今世缘分品牌运营渠道精细化

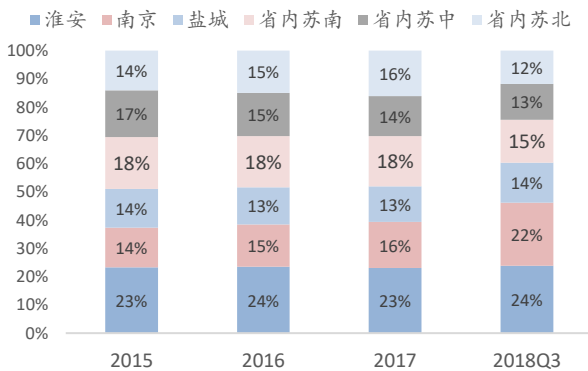


资料来源：渠道调研、招商证券

(2) 核心市场案例：南京市场爆发式增长

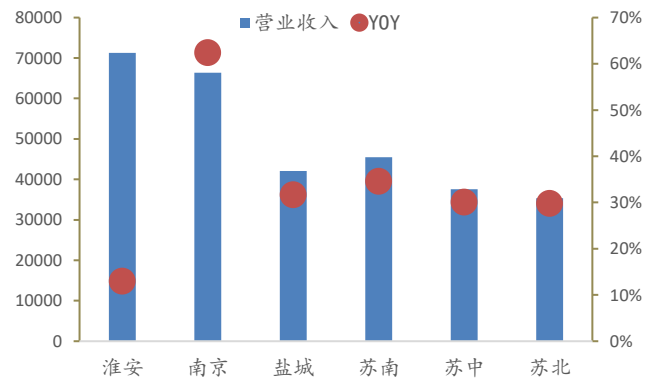
近两年南京市场增长迅速，表现十分亮眼。分区域来看，公司省内销售相对集中，主要集中于淮安、南京、盐城三地，三者 18 年前三季度收入占比在省内达 60%以上。淮安是今世缘大本营，盐城距离淮安较近，也是今世缘的优势区域，两者占比一直较高，而南京则是 17-18 年开始迅速增长，尤其 18 年爆发式增长，18 年前三季度同比增速达 62%，目前收入占比仅次于大本营淮安。

图 26: 18 年前三季度南京占比仅次于大本营淮安



资料来源: Wind、招商证券

图 27: 南京地区 18 年前三季度增长迅速

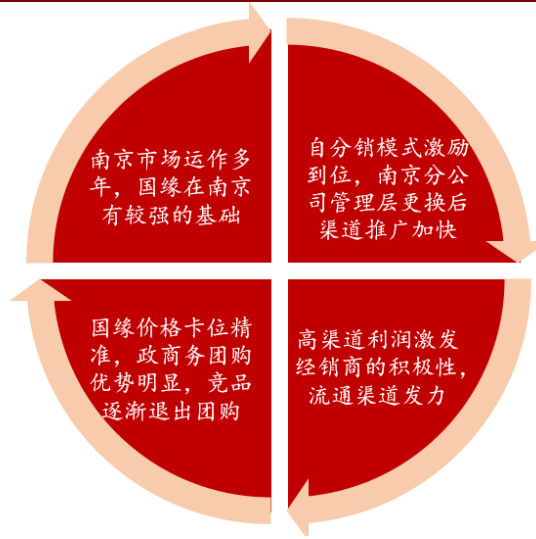


资料来源: Wind、招商证券

南京地区近两年增长迅速，主要由于：

- **1) 南京市场运作多年，国缘在南京有较强的基础。**十几年来南京有影响力的干部喝的都是国缘，现在市里略有点年纪的干部都知道国缘是好酒，且公司十多年来一直坚持致力于国缘品牌的打造，在南京一直主推的也是国缘（南京的产品结构和定位偏高端），正好赶上这波消费升级，在消费领袖的带动下，大众都知道国缘是好酒，推动国缘放量增长；
- **2) 南京的自分销模式激励到位，管理层更换后渠道推广加快。**南京地区销售模式比较特殊，是自分销+经销两种模式相结合，是省内运作最精细的市场。公司的自分销是把分公司当做经销商，能够很好地激励员工，提高大家的积极性。在实际落实过程中，原来的经理推广较慢，近两年南京分公司换了管理层后推广速度加快，对渠道分品牌、分客户运作，扁平化、精细化程度不断提高，渠道运作十分精细，为南京地区的高增长奠定了基础。
- **3) 国缘价格卡位精准，团购渠道优势明显，竞品逐渐退出团购渠道。**国缘价格卡位精准，江苏省政府规定用酒标准是 500 以下，国缘四开团购价 400 多，正好在政府规定价格线以下，价格合适，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。叠加消费领袖的带动，国缘消费氛围越来越强，近两年在南京地区团购发力明显，南京市场的团购渠道大部分已被国缘占据。
- **4) 较高的渠道利润激发了经销商的积极性，流通渠道发力明显。**公司这两年在南京招商进度加快，国缘较高的渠道利润激发了经销商的积极性，同时，国缘终端利润率也高于洋河海天梦系列，终端动销拉力较强，门店老板更愿意向消费者推荐国缘产品。比如，天之蓝原来是 300 元以内的大单品，现在南京市场被对开国缘（260 元）替代较多。流通渠道的发力带动了国缘的快速增长。

图 28: 南京地区近两年增长迅速的原因



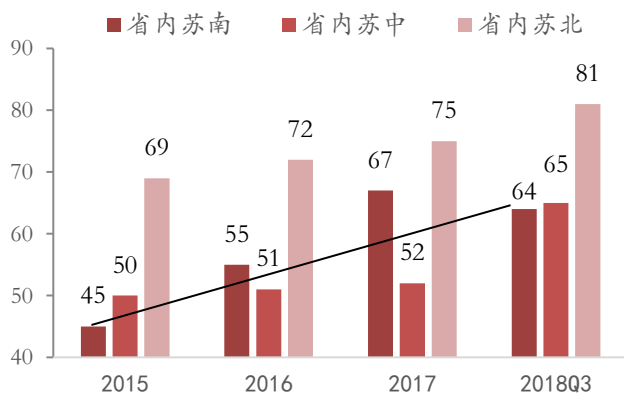
资料来源：招商证券

(3) 薄弱市场：增加投入，加大布局

公司针对薄弱区域，加快招商进度。今世缘从苏北起家，省内的优势区域也基本集中在苏北，苏北占省内收入的 50% 以上。近年来今世缘开始重点发展薄弱地区，在苏南苏中地区持续扩充经销商数量，加大资源投入及渠道建设。截至 2018Q3，苏南、苏中、苏北经销商数量分别为 64、65、81 家，分别较 15 年末增加了 19、15、12 家，近三年公司一直在加大薄弱市场的布局，招商进度加快。

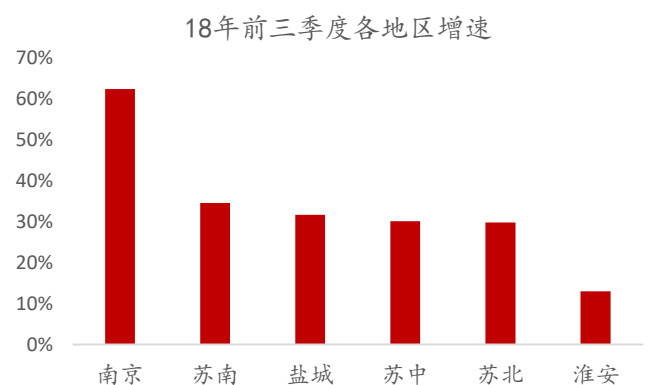
18 年前三季度，苏南地区增速仅次于南京，表现亮眼。18 年前三季度苏南、苏中收入分别同比增加 34.6%、30.12%，增速均高于苏北，表明公司在加大招商力度、渠道下沉后成效逐渐显现，其中苏南地区表现更为靓丽，增速仅次于南京。未来随着对苏南苏中地区的持续深耕，公司有望继续保持较高增速，进一步提升在苏南苏中地区的市场份额。

图 29: 苏南苏中经销商数量增长高于苏北



资料来源：Wind、招商证券

图 30: 18 年前三季度苏南营收增速仅次于南京



资料来源：Wind、招商证券

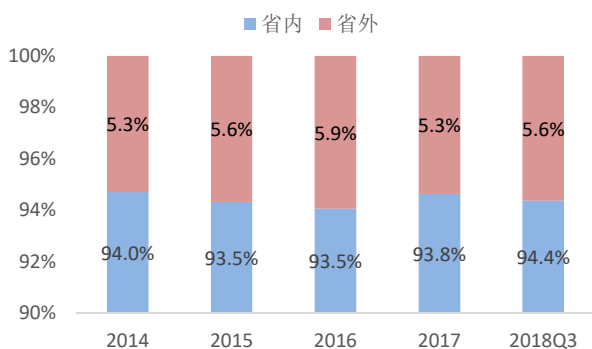
三、展望未来：四大问题探讨

3.1 公司省内发展空间还有多大？

今世缘收入主要来自省内，省内收入占比约 95%。2014-2017 年，今世缘省内收入占比稳定在 95%左右，省外占比仅在 5%左右，江苏省是今世缘的核心市场，也是大本营市场，公司省内根基扎实，消费者认可度较高。

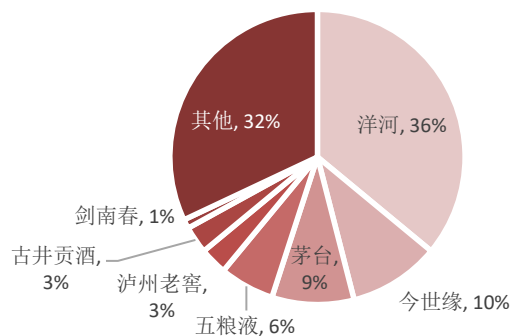
今世缘省内市占率 10%左右，仍有较大提升空间。我们预计，2017 年江苏白酒市场规模在 280 亿左右，其中洋河省内收入 102 亿，占比约 36%；今世缘收入 27.7 亿，占比约 10%，外来品牌茅台、五粮液分别在 26 亿、17 亿左右，分别占比 9%、6%左右，老窖剑南春古井等品牌在江苏收入占比较低。今世缘作为省内知名品牌，市占率虽仅次于洋河，但差距仍较大，公司省内根基深厚、优势明显，市场份额仍有较大提升空间。

图 31：今世缘省内收入占比 95%左右



资料来源：Wind、招商证券

图 32：今世缘省内市占率约在 10%



资料来源：草根调研、招商证券

展望未来，我们认为，今世缘目前在江苏的市占率并不高，未来省内发展空间仍大，短期内市场份额不会触及天花板。

今世缘未来省内增长点主要来自于：结构升级+市占率提升。

1) 江苏省内消费升级趋势不改，国缘将持续受益。江苏是经济大省，人均可支配收入和消费水平均处于全国前列，16 年白酒行业复苏以来，江苏省内消费升级明显，白酒大众消费价格带升级至 300 元以上。草根调研反馈，19 年春节期间次高端洋河梦系列、今世缘国缘系列均保持 30%以上的高增长。展望未来，随着居民收入的逐步提升以及消费观念的改变，省内消费升级趋势不改，国缘系列将持续受益，有望继续保持较高增速。公司产品结构将持续升级，高端占比逐步提升，18 年国缘系列收入占比约 65%，同比 17 年提升 3pct。结构升级将推升利润率，带来盈利能力稳步增长。

2) 渠道持续深耕+产品强渠道推力，有助于公司开拓薄弱市场，提升市场份额。今世缘省内区域发展很不平衡，苏北地区优势明显，而苏中苏南是相对薄弱地区，拓展潜力大。针对薄弱区域，公司一方面招商加速，不断进行渠道精耕，强化深度分销，从市级逐渐向县级下沉；另一方面，相对省内主要竞品，公司有稳定的渠道利润空间和价格优势，这将有利于公司打开薄弱区域市场。受益于公司渠道的不断深耕以及产品的强渠道推力，我们认为，公司有望在苏南苏中等区域保持较快速增长，不断提升市场份额。

3.2 省内竞争加剧，19 年是否会压制今世缘？

18 年今世缘取得较好增长成绩，市场关注度明显提升，市场担心 2019 年，江苏省内白酒竞争将走向加剧，进而压制今世缘增长空间，我们就淮安、南京两大重点地区来分别探讨：

1) 淮安地区：大本营地位稳固。我们认为，在淮安当地，今世缘品牌粘性强、产品结构齐全、渠道深度分销，在各方面均优势明显，竞品短期内加大投入也许会对今世缘形成一定的冲击，但长期来看，难以撼动今世缘在淮安的地位，这也是今世缘多年来守住淮安市场的重要原因。

- **品牌上：**在淮安当地，今世缘产品形象深入人心，消费者粘性较高、品牌地缘情结较重，当地消费者更喜欢今世缘的口感，无论在品牌还是品质上，今世缘均优势明显。
- **产品上：**今世缘的产品结构齐全，高中低全覆盖，且产品结构优于洋河（高端占比更高），不会出现由于消费升级而自身价格带过低导致份额萎缩的情况（比如金种子），换句话说，在高中低价格带，今世缘均有相应的产品；
- **渠道上：**今世缘起源于淮安市涟水县，在本营淮安运作多年，渠道精耕细作、深度分销，渠道网络已铺设到乡镇。

2) 南京地区，国缘相对竞品的渠道利润优势仍然明显，短期内不会改变。今世缘在南京地区近两年增长迅速，一个很重要的原因就是渠道利润高、推力强，经销商和终端的积极性较高。洋河在南京市场网点较多、价格较为透明，渠道调整和利润提升需要时间，国缘在渠道利润方面的相对优势，给了今世缘稳固发展的机会。

整体来看，19 年省内竞争加剧，预计对今世缘影响有限。一是较难撼动今世缘在淮安大本营的地位，二是洋河的渠道调整和利润提升需要时间，国缘的相对优势仍在。江苏市场一直竞争激烈，但今世缘过去几年仍旧在激烈的竞争中获得了快速成长，公司对竞品从来没有放松过，一直是在竞争中成长。我们认为，江苏省消费升级趋势不改，梦之蓝和国缘有望实现共赢式发展。

那么在何种情况下，今世缘可能会受到较大影响呢？我们认为，后续仍需密切关注洋河采取的措施以及力度。若洋河重新对团购渠道加大投入、渠道费用投入增加明显、或加大买断烟酒店陈列等垄断措施，将会对今世缘提出更高挑战，需紧密跟踪。

3.3 如何看待省内竞争关系？

从历史情况来看，今世缘与洋河在省内更多是一种竞合关系，两者并未出现明显的“此消彼长”式的情况，而是同时在享受省内的消费升级红利。由于今世缘与洋河规模差距较大，且洋河营销渠道优势明显，市场普遍认为洋河会对今世缘造成强烈的竞争压力，从而限制今世缘的成长速度和发展空间。我们认为，本轮白酒行业复苏以来，洋河、今世缘共同享受省内消费升级的红利，洋河梦之蓝、今世缘国缘系列均增长迅速，主要有两个原因：一是，次高端白酒仍处在扩容阶段，在此阶段各个优势品牌是共同增长的趋势，共同享受增量市场，而非存量市场竞争；二是，国缘和梦之蓝都有自己的核心消费群体，忠诚度较高。但是在部分地区，比如南京市场，两者竞争相对更为激烈一些。

展望未来，19 年需求下行背景下，两者竞争将比之前有所加剧，但整体仍是竞合发展，

中长期或进入激烈竞争的阶段。江苏市场相对较为开放，洋河与今世缘在省内总的市场份额在 50%左右，还有 50%是外来品牌。短期来看，洋河与今世缘整体还不会达到激烈竞争的地步，而是两者携手将苏酒市场做大，共同挤占外来次高端品牌的份额。不过 19 年需求下行的背景下，两者竞争会比 18 年有所加剧，部分地区会有更多直面竞争的状态，但整体仍将是竞合的态势。中长期来看，当次高端白酒完全进入存量博弈阶段时，预计今世缘和洋河将竞争更加激烈。

3.4 如何看待今世缘的省外扩张？

公司目前省外市场规模较小，收入占比约 5%。公司省外占比较低，一方面，由于公司本身规模相对较小，省内发展空间较大，公司并没有把重点放到省外的拓展上，更多的是聚焦省内。公司前期省外资源投入较少，没有像洋河一样在白酒黄金十年期在省外大力推广品牌，省外品牌认知度不够，同时在省外的渠道建设也没有跟上，流通渠道存在短板。另一方面，公司 13 年之前在省外主推的是高端产品，三公消费限制后，改推中档今世缘系列，主打喜庆产品，相对市场较为小众，因此省外发展较慢。

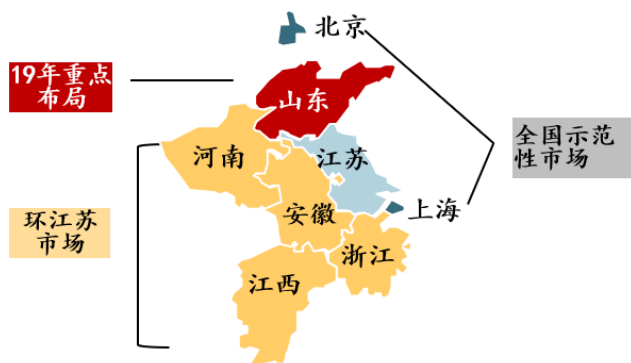
公司长期来看必须要进行省外扩张。地产酒省外拓展一般有两条路：

- 一个是像洋河，靠自身的品牌走出去；
- 一个是像古井，通过并购省外企业走出去。

今世缘目前主要采取的是第 1 种方式，靠自身品牌走出去，19 年重点布局山东市场。公司省外市场整体战略是“1+2+4+N”，聚焦重点市场，逐步突破。其中 1 是山东（19 年重点布局），2 是北京、上海（全国示范性市场），4 是河南、安徽、江西、浙江（环江苏市场）。19 年公司首先重点发力山东市场，目前在山东已经设立了 6 个营销中心，从省内派了 6 位富有经验的大区经理过去开发市场，将省内优秀人员向省外输出，同时公司对省内省外进行整合，打通产品和营销体系。产品方面，将主推今世缘 100-200 元的产品，以典藏 10 年 15 年为主，在青岛等消费档次高一些的地方会推国缘产品等。草根调研反馈，省外市场由于基数低，增速高于省内市场，省外 18 年前三季度增长 30%+，19 年春节期间增长加速，增速达 80%-90%。

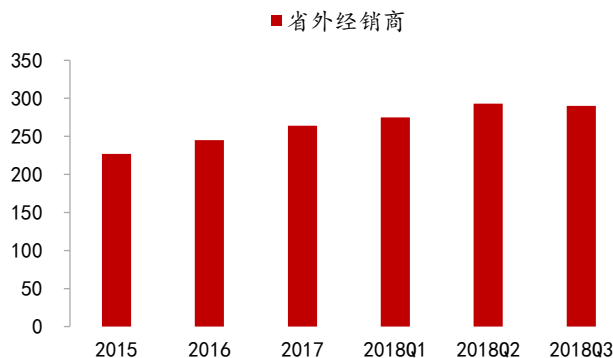
地产酒靠自身品牌进行省外拓展有一定难度，建议公司做好长期投入的准备。我们认为，山东市场地产酒众多，外来品牌也较多，竞争激烈，今世缘想在山东市场分一杯羹是有一定难度的。目前，靠自身品牌成功走出省外并全国化的区域酒企只有洋河，洋河成功的主要原因是在正确时间做了正确的事，即在白酒黄金十年上行期通过拔高产品价格带，把高端产品推向全国，具有先发优势。而现在错过了最佳时机，地产酒想通过自身品牌走出省外将难度较大，**建议公司在山东加大品牌和渠道投入，慢慢培育消费者，培育消费氛围，做好长期投入的准备，同时在产品线上要跟竞品有一定的差异化，打错位战，将有助于公司开拓省外市场。**若山东市场能够成功，则可以将山东的模式复制到其他周边省份，如河南、安徽等。

图 33: 今世缘 1+2+4+N 战略, 19 年重点布局山东



资料来源: 招商证券

图 34: 今世缘省外经销商数量整体稳中有升



资料来源: Wind、招商证券

在外延并购方面, 今世缘也有了初步尝试。18 年 10 月公司宣布收购山东景芝酒业 34%-49%的股权, 但目前今世缘收购景芝只是战略性投资, 未来是否获取控股权还未定, 公司考虑到获取控股权会涉及到多方面问题, 尤其是管理方面将会难度较大, 因此比较慎重。我们认为, 对于地产酒来说, 如果没有像洋河一样在白酒黄金十年上行期在省外做产品的导入, 错过了最佳时机, 那么外延并购扩张将是一个比较可行的方式(比如古井收购黄鹤楼)。但同时, 外延并购对公司自身的管理能力要求较高, 比如古井对黄鹤楼进行管理输出等。

今世缘目前对省外并购还没有明确规划, 建议公司可以参考古井案例, 理顺并购思路。古井思路清晰, 在收购湖北黄鹤楼 100%股权后, 采用的是管理输出的方式, 并实行“双品牌”战略, 不在省外导入自身品牌, 而是在湖北帮助黄鹤楼重塑品牌, 把省内市场根基打牢。古井对黄鹤楼进行组织再造, 在湖北省内采取聚焦产品、聚焦市场、聚焦资源的战略, 解决之前黄鹤楼产品系列杂乱、资源投入较分散的问题, 并协助黄鹤楼做好渠道管理。由于黄鹤楼在当地市场基础深厚, 相比古井在湖北省内去推广自身产品, 通过帮助黄鹤楼重塑品牌能够起到更快更好的效果。今世缘对景芝目前只是战略性投资, 若日后取得了控股权, 建议公司可以参考古井案例, 做好管理输出, 帮助景芝在省内重塑品牌和渠道, 从而提高省内市场份额。与古井案例不同的是, 今世缘已在山东开始推广自身品牌, 且今世缘定位中高端, 景芝定位中低端, 正好在产品线上可以互补, 能够更好地起到协同作用。但管理输出对公司自身的能力要求较高, 期待公司能够不断提升管理能力、培养优秀人才, 为将来的发展早做准备。

四、投资建议

4.1 分产品&分区域增长预测

1) 分产品增长预测

我们认为，在省内国缘系列进一步放量的趋势下，公司产品的提质升级将更为明显。草根调研反馈，国缘对开/四开春节期间动销良好，仍继续保持较高增速，江苏省内产品升级趋势不改。我们认为，19年以国缘系列为主的特A+及特A产品将继续保持较高增长，A类产品将保持较为稳健增长，而C、D类产品在内部加速整合及结构升级趋势下，占比将进一步降低，B类产品则有望承接C、D类产品对应的消费群体升级需求。

表 3: 今世缘产品结构预测 (单位: 百万)

		2016	2017	2018E	2019E	2020E
特 A+	营业收入	935	1293	1806	2455	3155
	YOY	21%	38%	40%	36%	29%
特 A	营业收入	953	1048	1285	1548	1769
	YOY	6%	10%	23%	21%	14%
特 A 总 (特 A+、特 A之和)	营业收入	1888	2341	3090	4003	4924
	YOY	13%	24%	32%	30%	23%
A 类	营业收入	261	256	292	327	353
	YOY	-12%	-2%	14%	12%	8%
B 类	营业收入	190	159	169	178	183
	YOY	-20%	-16%	6%	5%	3%
C 类	营业收入	174	152	114	91	73
	YOY	-11%	-13%	-25%	-20%	-20%
D 类	营业收入	13	11	8	6	4
	YOY	249%	-17%	-30%	-25%	-25%
其他	营业收入	13	14	15	16	18
	YOY	-	9%	9%	8%	8%
合计	营业收入	2554	2957	3708	4641	5575
	YOY	5%	16%	25%	25%	20%

资料来源: 招商证券

特 A 总收入增速不同对今世缘净利润影响的敏感性分析 (这里以特 A 总近似代表国缘系列): 分产品结构看, 今世缘特 A+类产品收入占比最高 (全部为国缘产品, 四开/K3/K5等), 其次为特 A 类 (单开/对开/淡雅/柔雅, 还有部分今世缘典藏产品), 两者合计为特 A 总, 17 年收入占比为 79.3%, 收入增速为 24%。敏感性分析结果表明, 19 年特 A 总产品收入增速每提高 1%, 今世缘净利润增速将提升 0.7%左右。

表 4: 特 A 总收入增速对今世缘净利润影响的敏感性分析

19 年	特 A 总收入增速	28%	29%	30%	31%	32%
	净利润增速	24.4%	25.1	25.8%	26.5%	27.2%

资料来源: 招商证券。注: 19 年敏感性分析建立在假设 18 年特 A 总收入增速 32%的基础上。

2) 分区域增长预测

省内：我们认为未来三年省内重点增长区域为：**南京、苏南和苏中**。南京地区目前采取的自分销模式能够很好的激励分销商，同时在巩固国缘团购渠道的基础上流通渠道也将进一步发力；苏南地区经济发展水平高，升级空间大，公司在苏南市场加大布局，有望带来苏南地区的高增长，同时苏南消费习惯与南京接近，公司可借助南京的成功经验；苏中地区持续推进渠道下沉及精细化运作，也将贡献更多增量。大本营淮安目前渗透已经较为充分，地区经济水平相对落后，预计后续将保持较为稳健增长；盐城地区近两年渠道下沉力度较大，18年增速较快，未来随着渗透率越来越高（类比淮安），预计增速会有所放缓；苏北地区经济发展水平相对较低，又是苏酒发源地，本地品牌竞争较为激烈，其中宿迁是洋河大本营，可拓展空间较小，徐州近两年增长较快，连云港增速一般，综合起来，未来整体增速预计将有所放缓。

省外：公司19年目标省外翻番。18年下半年公司把山东大区作为省外重点布局，19年铺货将带来增量，在省外基数较低的基础上，我们认为，19年省外有望实现翻番的目标。

表 5: 今世缘分区域增长预测 (单位: 百万)

		2016	2017	2018E	2019E	2020E
省内	营业收入	2,388	2,775	3,513	4,279	5,113
	YOY		16%	26%	25%	21%
淮安	营业收入	562	640	693	741	778
	YOY		14%	8%	7%	5%
南京	营业收入	358	451	704	1,021	1,357
	YOY		26%	56%	45%	33%
盐城	营业收入	312	350	438	495	544
	YOY		12%	25%	13%	10%
省内苏南	营业收入	433	493	646	827	1,059
	YOY		14%	31%	28%	28%
省内苏中	营业收入	367	394	493	591	710
	YOY		7%	25%	20%	20%
省内苏北	营业收入	356	446	539	604	664
	YOY		25%	21%	12%	10%
省外	营业收入	151	158	166	331	431
	YOY		4%	5%	100%	30%

资料来源：招商证券

4.2 投资建议：厚积薄发，步入快速成长期，首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级

展望19年，随着公司产品结构的继续升级，省内市场的不断深耕下沉，以及流通渠道的持续发力，预计公司全年有望保持较高速增长。考虑到19年需求下行背景下，竞争将有所加剧，同时公司省外市场投入也将加大，预计费用率可能会有小幅上移。

1) 省内消费升级趋势不改，国缘将持续受益。本轮周期以来，江苏省内消费升级明显，大众核心价格带升级到300元以上，国缘产品迎来快速放量。草根调研反馈，19年春节公司国缘对开/四开继续保持较高增速，产品结构持续升级。展望未来，江苏省内消费升级趋势不改，国缘系列将持续受益，有望继续保持较高增速，成为公司未来收

入和业绩增长的核心驱动力。18年国缘系列收入占比约65%，预计未来占比将持续提升，结构升级将推动盈利能力稳步增长。

2) 公司省内持续深耕，市场份额有望进一步提升。今世缘省内区域发展很不平衡，苏北地区优势明显，而苏中苏南地区相对薄弱，拓展潜力大。19年针对薄弱区域，公司将继续加大市场投入，加快招商进度，不断进行渠道精耕，强化深度分销，从市级继续向县级下沉，进一步加大省内空白市场的覆盖率和渗透率。我们认为，随着省内渠道的持续深耕及下沉，公司的市占率有望进一步提升。

3) 产品生命周期进入成长期，高渠道利润激发经销商积极性，流通渠道将继续发力。从产品生命周期的角度，国缘产品目前正处于成长期，相对省内主要竞品，有较高的渠道利润空间，能够更好地激发经销商进货的积极性，同时终端利润率也较高，动销拉力较强。草根调研反馈，公司19年春节动销情况良好，当前渠道库存水平合理，预计流通渠道今年将继续发力，保持较高速增长。

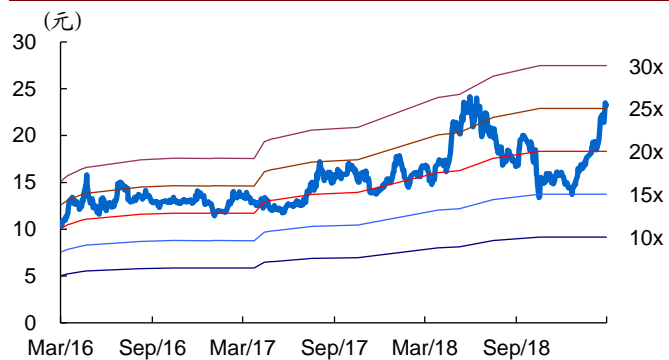
4) 19年竞争加剧，预计费用率可能会有小幅上移。19年需求下行背景下，省内竞争将有所加剧，同时公司19年重点布局山东市场，省外市场投入也将加大，预计费用率将可能小幅上移。结构升级带来毛利率提升的背景下，净利率预计将保持较为稳定。

投资建议：厚积薄发，步入快速成长期，首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级。我们认为，公司产品保持高利润率，持续坚持团购模式持续培育消费者效果显现，18年公司取得超预期增长，内部团队及经销商回报丰厚，正向反馈，19年及来年有望继续保持较高增长，唯考虑到省内竞争或有加剧，以及公司对收入增长目标更重视，费用率上假设不宜过于乐观。考虑到公司步入快速成长期，估值可适当提升，给予18-20年EPS 0.90、1.13和1.37元，目标价28元，对应19年25倍，首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级。

风险提示

- 1、需求回落；
- 2、省内竞争加剧，对手在团购等渠道采取应对措施；
- 3、公司销售规模不断扩大，加大流通渠道发展后，产品渠道价格由于窜货增加等因素，出现价格体系紊乱的情况；
- 4、省外市场拓展上进度慢于预期，或并购标的后期遇到发展瓶颈、团队流失等情况。

图 35: 今世缘历史 PEBand



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 36: 今世缘历史 PBBand



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	4545	5043	6576	7817	9253
现金	998	1289	1992	2256	2726
交易性投资	0	202	210	210	210
应收票据	30	31	56	74	84
应收款项	22	16	19	23	28
其它应收款	16	17	11	14	17
存货	1514	1704	1974	2345	2712
其他	1965	1783	2314	2895	3477
非流动资产	1634	2180	1582	1584	1586
长期股权投资	9	10	10	10	10
固定资产	741	762	779	794	808
无形资产	126	111	100	90	81
其他	757	1296	693	690	687
资产总计	6179	7222	8158	9401	10839
流动负债	1537	1927	2068	2301	2531
短期借款	150	0	0	0	0
应付账款	84	165	120	143	165
预收账款	486	815	977	1161	1343
其他	816	947	970	997	1024
长期负债	21	17	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	21	17	0	0	0
负债合计	1558	1944	2068	2301	2531
股本	1255	1255	1255	1255	1255
资本公积金	743	717	717	717	717
留存收益	2617	3290	4102	5114	6322
少数股东权益	6	17	16	15	14
归属于母公司所有者权益	4614	5261	6074	7086	8293
负债及权益合计	6179	7222	8158	9401	10839

现金流量表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	925	1001	383	608	911
净利润	754	895	1126	1417	1718
折旧摊销	92	99	86	86	86
财务费用	2	2	(33)	(42)	(50)
投资收益	(71)	(101)	(107)	(107)	(107)
营运资金变动	162	116	(690)	(755)	(745)
其它	(14)	(10)	(0)	10	10
投资活动现金流	(1008)	(530)	503	(88)	(88)
资本支出	(127)	(247)	(88)	(88)	(88)
其他投资	(881)	(283)	591	0	0
筹资活动现金流	(352)	(231)	(183)	(256)	(353)
借款变动	(737)	(85)	0	0	0
普通股增加	753	0	0	0	0
资本公积增加	(251)	(26)	0	0	0
股利分配	(206)	(238)	(314)	(405)	(510)
其他	89	119	131	149	157
现金净增加额	(435)	241	703	264	470

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2554	2957	3708	4641	5575
营业成本	742	835	1002	1190	1377
营业税金及附加	245	405	586	733	881
营业费用	467	428	533	681	818
管理费用	193	195	215	260	313
财务费用	(18)	(10)	(33)	(42)	(50)
资产减值损失	1	5	0	0	0
公允价值变动收益	0	2	2	2	2
投资收益	71	107	105	105	105
营业利润	995	1208	1511	1925	2343
营业外收入	17	3	16	6	6
营业外支出	6	7	5	5	5
利润总额	1006	1203	1522	1926	2344
所得税	252	308	397	510	627
净利润	753	895	1125	1416	1717
少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
归属于母公司净利润	754	895	1126	1417	1718
EPS (元)	0.60	0.71	0.90	1.13	1.37

主要财务比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
年成长率					
营业收入	5%	16%	25%	25%	20%
营业利润	11%	21%	25%	27%	22%
净利润	10%	19%	26%	26%	21%
获利能力					
毛利率	71.0%	71.8%	73.0%	74.4%	75.3%
净利率	29.5%	30.3%	30.4%	30.5%	30.8%
ROE	16.3%	17.0%	18.5%	20.0%	20.7%
ROIC	14.9%	16.3%	17.5%	19.1%	19.9%
偿债能力					
资产负债率	25.2%	26.9%	25.3%	24.5%	23.4%
净负债比率	2.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.0	2.6	3.2	3.4	3.7
速动比率	2.0	1.7	2.2	2.4	2.6
营运能力					
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	0.6	0.5
应收帐款周转率	100.2	154.3	213.0	222.3	218.3
应付帐款周转率	11.0	6.7	7.0	9.0	8.9
每股资料 (元)					
每股收益	0.60	0.71	0.90	1.13	1.37
每股经营现金	0.74	0.80	0.31	0.48	0.73
每股净资产	3.68	4.19	4.84	5.65	6.61
每股股利	0.19	0.25	0.32	0.41	0.49
估值比率					
PE	38.7	32.6	25.9	20.6	17.0
PB	6.3	5.5	4.8	4.1	3.5
EV/EBITDA					

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

杨勇胜：食品饮料首席分析师，武汉大学本科，厦门大学硕士，西方经济学专业，11-13 年就职于申万研究所，14 年加入招商证券，7 年食品饮料研究经验。

欧阳予：浙江大学本科，荷兰伊拉斯姆斯大学金融学硕士，17 年加入招商证券，2 年食品饮料研究经验。

于佳琦：南开大学本科，上海交通大学硕士，CPA，16 年就职安信证券，17 年加入招商证券，2 年食品饮料研究经验。

李泽明：四川大学本科，北京大学硕士，17 年就职国泰君安证券，18 年加入招商证券，1 年消费品研究经验。

招商证券食品饮料研究团队传承十五年研究精髓，以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，连续 13 年上榜《新财富》食品饮料行业最佳分析师排名，其中六年第一，2015-2017 年连续获新财富最佳分析师第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。