信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

结构优化，区域放量

—今 世 缘(603369)公司深度报告

2020 年 12 月 16 日

马铮 首席研究员
S1500520110001
13392190215
mazheng@cindasc.com

相关研究

证券研究报告

公司研究

公司深度报告

今 世 缘(603369)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价（元）	54.98
52 周内股价波动区间（元）	56.90-24.54
最近一月涨跌幅(%)	7.72
总股本(亿股)	12.54
流通 A 股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	689.72

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

结构优化，区域放量

2020 年 12 月 16 日

本期内容提要：

◆**投资建议：“品牌+渠道”双轮驱动，省内发达地区迎来放量。**今世缘是一家区域性白酒企业，市场对其在品牌、渠道、产品等优势有一定认知，但是认为在省内竞争加剧和洋河的牵制下，今世缘的发展持续性不足。我们认为，今世缘在产品结构升级上取得阶段性胜利，国缘系列收入占比提升至 74%，其中主要产品卡位江苏省白酒主流消费价格带，初步实现大单品化，未来今世缘产品结构仍有持续升级空间。经过多年来的省内深耕细作，今世缘主力产品在苏南地区即将迎来放量增长。“品牌+渠道”的双轮驱动模式将支撑公司的长期增长，我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.21、1.54 和 1.97 元，对应 2020 年 12 月 16 日收盘价（54.98 元/股）市盈率 45/36/28 倍，目标市值 815 亿，目标价 65 元，首次给予“买入”评级。

◆**公司产品矩阵完整，次高端品牌“国缘”占比提升至 74%。**二十多年来，公司不断致力于产品创新，目前形成“国缘布局高端、次高端，今世缘补充中高端，高沟作为日常低端用酒”的完整产品矩阵。自 2004 年“国缘”品牌创立以来，国缘系列产品一直是公司发展的重心，经过十多年的培育，2017-2019 年展现出放量增长能力，收入占比已提升至 74%。其中 V 系列作为高端形象产品还未放量；四开、对开两大产品精准卡位江苏省白酒主流消费 300-600 元价格带，初步实现大单品化；新 K 系列和雅系注重消费群体延伸开发，产品战略布局清晰。

◆**长期团购布局带动流通渠道，南京地区成长为省内第一大市场。**因政府控股，今世缘在省内以团购服务政府机关起家，通过消费领袖的带动在省内政商务消费迅速占据主流。长期以来，公司坚持团购渠道布局，由政务团购向商务团购转型，并进一步深耕开拓新的团购客户，小到村委会、卫生院，大到 4s 店、商场，保持团购渠道的持续增长。通过团购渠道带动“核心盘中盘”，南京市场在多年的深耕中迎来爆发，2019 年首次超过公司大本营淮安地区，成为省内第一大市场。当前公司有意复制南京市场的成功，在省内较发达的苏南市场加快经销商布局，等待放量。

◆**展望未来，公司产品结构持续升级，省内发达地区将迎来放量。**长期以来，江苏省整体经济发展高于全国平均水平，省内次高端以上结构占比显著高于全国，目前白酒主流消费带已跃升至 300 元。在城镇化与人均收入持续提升的推动下，省内白酒市场将进一步扩容，主流消费带也将继续走高。在“品牌+渠道”双轮驱动下，我们认为，未来，公司在做强主流价格带大单品的同时，将逐步推动 800 元价格带 V 系列产品培育放量工作，持续性带来产品结构的升级。国缘品牌势能不断提升，渠道利润充分保障，在省内全面精耕的战略下，公司有望在南京地区保持快速增长，同时在经济发达的苏南地区迎来国缘产品放量增长。

◆**股价催化剂：**主力产品在苏南地区动销速度加快。

◆**风险因素：**省内白酒行业竞争升级；省外市场开拓中渠道管理不善；疫情的不确定性。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	3,741	4,874	5,119	6,340	7,901
增长率 YoY %	26.5%	30.3%	5.0%	23.9%	24.6%
归母净利润(百万元)	1,151	1,458	1,523	1,930	2,466
增长率 YoY%	28.4%	26.7%	4.4%	26.7%	27.8%
毛利率%	72.9%	72.8%	73.4%	74.3%	75.1%
净资产收益率ROE%	18.9%	20.2%	17.4%	18.1%	18.8%
EPS(摊薄)(元)	0.92	1.16	1.21	1.54	1.97
市盈率 P/E(倍)	15.80	28.15	45.30	35.74	27.97
市净率 P/B(倍)	2.98	5.70	7.90	6.47	5.26

资料来源：万得，信达证券研发中心预测;股价为 2020 年 12 月 16 日收盘价

目 录

核心推荐逻辑.....6
有别于市场的观点.....7
1. 复盘今世缘：区域名酒，快速成长.....8
1.1 上世纪 90 年代：高沟酒历史悠久，经营不善陷入危机.....8
1.2 1996-2004：“今世缘”品牌诞生，省内深耕涅槃重生.....8
1.3 2004-2010：国缘新品聚焦政商，加快扩产扩建.....8
1.4 2010-2015：省内竞争加剧，行业深度调整.....9
1.5 2015 年至今：创新变革，重回高速增长.....9
2. 核心优势：品牌差异化持续升级，团购带动流通渠道放量.....10
2.1 管理层长期任职，员工持股共奋斗.....10
2.2 品牌差异化定位，“缘文化”深入消费者心智.....10
2.3 创新驱动全品类矩阵向高端持续优化.....12
2.4 渠道下沉精细化，依托团购布局流通.....14
2.4.1 渠道建设扁平化，加强掌控力度.....14
2.4.2 长期积累的团购优势显现，渠道发力进行时.....16
3. 展望未来：.....17
3.1 省内消费升级强劲，次高端持续扩容.....17
3.2 洋河重心转至省外，省内竞争缓解.....19
3.3 南京模式可复制，省内寻求多点发力.....20
3.4 省外开拓加速，率先布局山东市场.....22
3.5 今世缘历史目标完成度高，“五年翻两番”可期待.....23
4. 盈利预测与估值.....25
盈利预测及假设.....25
估值.....25
5. 风险因素.....26

表 目 录

表 1：2020 年 4 月今世缘股权激励考核细则.....10
表 2：今世缘产品结构划分.....13
表 3：2020 年今世缘产品战略布局.....14
表 4：今世缘过去几年目标完成情况.....24
表 5：公司收入预测.....25
表 6：可比公司盈利及估值对比.....26

图 目 录

图 1：今世缘二十年发展概述.....8
图 2：今世缘股权结构图.....10
图 3：今世缘三大品牌差异化定位.....11
图 4：今世缘文化营销“六个一工程”.....12
图 5：“国缘”产品创新历程.....12
图 6：今世缘与竞品间隔布局价格带.....13
图 7：今世缘百元以上产品收入占比持续提升.....14
图 8：特 A+与特 A 类产品收入加速增长.....14
图 9：2020H1 国缘收入占比提升至 74%.....14
图 10：2019 年国缘系列收入构成.....14
图 11：今世缘省内经销商数量逐年上升.....15
图 12：今世缘销售人员数量自 2017 年起持续提升.....15
图 13：今世缘省内渠道变革.....15
图 14：今世缘省内六大区划分图例.....15
图 15：国缘系列团购占比约 65%.....16
图 16：国缘系列渠道和终端利润较高.....16
图 17：江苏省城镇人口比重持续上升.....17
图 18：江苏省城镇居民可支配收入远高于农村居民.....17
图 19：江苏省人均可支配收入高于全国平均水平.....17
图 20：江苏省大部分城市 GDP 增速高于全国.....17
图 21：江苏省固定资产投资增速高于全国.....18
图 22：江苏省白酒市场增速优于主要经济指标.....18
图 23：江苏省白酒市场规模.....18

图 24：江苏省白酒消费价位从 200 元向 300 元以上跃迁 19
图 25：江苏省白酒消费结构显著高于全国 19
图 26：江苏省次高端白酒的双寡头垄断格局 19
图 27：2019 年洋河省内收入占比持续降低至 46% 20
图 28：近年来洋河省外收入增速高于省内增速 20
图 29：2016 年南京大区经销商数量大幅增加 20
图 30：2018-2019 年南京大区实现爆发式增长 20
图 31：2019 年南京大区成为今世缘江苏省内最大市场 21
图 32：2019 年起苏南、苏中两区经销商数量明显增加 21
图 33：淮海大区在疫情下表现较好 22
图 34：2018 年起今世缘省外收入快速增长 22
图 35：今世缘省外经销商数量增幅明显高于省内 22
图 36：今世缘省外市场“1+2+4”布局 23
图 37：为什么选择山东市场？ 23
图 38：疫情影响下产品结构升级加快 24

核心推荐逻辑

我们对今世缘的核心推荐逻辑有以下三点：

1、短期来看，通过今世缘近年的省内深耕以及长期团购基础，南京地区的“盘中盘”放量速度加快，目前已成为超过大本营淮安市场，成为省内第一大市场，且主要大单品在南京市场有持续放量趋势。

2、中长期来看，今世缘在省内苏南、苏中的渠道布局进一步深入，经销商数量增幅显著超过其他省内市场，南京模式的成功有望被复制。同时今世缘在省外的尝试性布局带动了“桥头堡”徐州大区的增长，省内或实现多点开花。

3、文化营销带动产品结构优化。今世缘的诞生从“缘文化”营销打响，长期深入消费者心智，目前形成了卡位江苏省次高端白酒价格带的产品结构布局。目前主力产品的大单品化已初步实现，产品延伸系列也已构建成型，未来有进一步优化空间。

有别于市场的观点

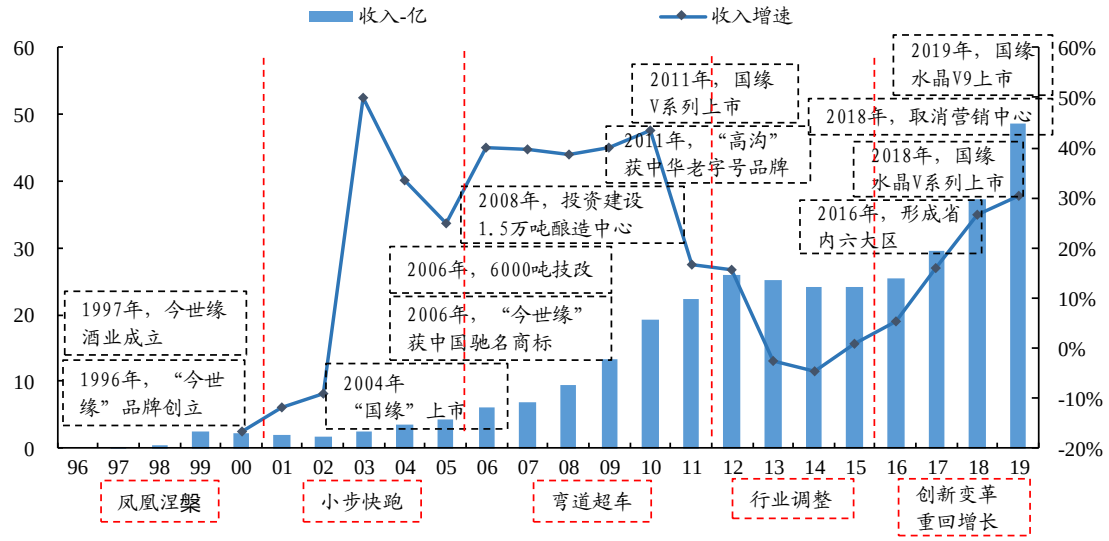
市场认为，今世缘前两年的快速增长得益于省内竞品洋河的主动调整，目前洋河的渠道调整已基本到位，省内梦 6+的换代升级即将完成，动销改善明显，由此对今世缘产生较强的牵制作用，今世缘的增长不具有持续性。

我们认为，在江苏省消费升级的带动下，省内次高端市场的扩容给予今世缘和洋河这两大竞品更大的成长空间。此外，今世缘的优势主要在团购渠道，与洋河的扁平化流动渠道优势错位竞争。当前今世缘的主力单品位于 400 元价格带，有别于洋河 600 元的核心单品价格带，二者并无正面竞争关系。因此，我们认为，在“品牌+渠道”的双轮驱动模式下，今世缘的快速增长具有长期延续性。

1. 复盘今世缘：区域名酒，快速成长

今世缘酒业成立于 1997 年，地处周恩来总理的故乡淮安，坐落在全国文明乡镇高沟。其前身高沟酒厂因经营不善陷入困境，在政府支持下于 1996 年创立“今世缘”品牌，开启涅槃重生之路。公司以浓香型白酒生产为主，现有“国缘”、“今世缘”、“高沟”三大品牌，产品覆盖高中低全线，主要发力次高端，其中四开和对开已完成大单品化，是公司核心产品。二十多年来，公司以“缘文化”闻名，依靠喜庆酒定位打开知名度，通过团购抓住核心消费领袖，带动核心“盘中盘”。目前，公司的省内市场份额仅次于洋河，在持续深耕省内市场的同时，尝试布局“1+2+4+N”的全国结构。

图 1：今世缘二十年发展概述



资料来源：Wind，信达证券研发中心

1.1 上世纪 90 年代：高沟酒历史悠久，经营不善陷入危机

前身高沟酒厂经营陷入危机。今世缘酒业的前身是江苏高沟酒厂。高沟酒原名高沟大曲，始于西汉时期，历史悠久，源远流长。高沟酿酒品质优良，1956 年荣获江苏省人民政府颁发的“酿酒第一”奖旗，在各种评比中屡获大奖，如蝉联“国家品牌酒”、被评为全国浓香型白酒标准样品等。但至 1996 年，由于品牌老化难以适应市场变化且经营不善导致酒厂一度陷入停产。

1.2 1996-2004：“今世缘”品牌诞生，省内深耕涅槃重生

“今世缘”品牌创立，围绕“缘文化”展开营销。在政府的关心支持下，酒厂获得 3000 万重启资金恢复生产，确立“卧薪尝胆严管理、斗智斗勇拼市场”的工作方针，建立五大管理体系，规划新品开发。1996 年 8 月，“今世缘”品牌破茧而出，在南京一炮打响，后逐步拓展到淮安地区，再向周边市场扩张，开发了苏州、无锡等省内市场，形成南宁北淮，两线加压，省内开花的市场格局。2000 年周素民董事长将品牌定位“缘文化”，将“缘文化”与“酒文化”相结合，以帮助公司树立形象，开创了白酒文化营销新时代。自 1997 年今世缘酒业成立，公司营业收入从 2000 万稳步发展到 2004 年的 3.4 亿元，实现涅槃重生。

1.3 2004-2010：国缘新品聚焦政商，加快扩产扩建

品牌裂变创立“国缘”，成为公司大单品。2001 年，白酒行业在从价税的基础上加征从量税，直接冲击低端白酒市场，推动酒企重点发展中高端产品。多家白酒企业由此开始品牌裂变，将高端产品分立出来，加快产品结构升级。2004 年 8 月，公司推出全新品牌“国缘”，国缘

四开出厂价 480 元，与彼时五粮液价格基本一致，挑战高端白酒市场，以“成大事，必有缘”的文化营销吸引作为意见领袖的政商人群，进一步提升品牌形象与文化认同感。2008 年国缘单品销售额超过 5 亿，快速成长为公司第一大单品，2010 年突破 10 亿，被行业专家誉为“中国高端白酒增长极的创造者”。

持续扩产扩建，酿酒规模步入行业前十。公司于 2006 年实施了总投资 2.5 亿元的 6000 吨优质酿造技改项目，在白酒业引起巨大反响，推动了行业以提质增效为宗旨的大规模技改。2008 年，总投资 12 亿元的技改工程动工，新建年包装能力达 6 万吨的包装中心，年酿造能力达 1.5 万吨的酿酒中心，规模达 10 万吨的国内最大容量单体贮酒罐区，优质酒酿造规模进入了行业前十。

1.4 2010-2015：省内竞争加剧，行业深度调整

行业调整下中高端酒受到冲击，公司聚焦婚喜宴市场。江苏省内白酒竞争加剧，洋河通过海之蓝迅速崛起，川酒、徽酒也进入江苏瓜分市场份额，竞争加剧导致公司销售额增长放缓。2012 年底，中央出台“八项规定”政策，中高端白酒消费市场受到巨大冲击，公司营收出现短期负增长。在董事长的带领下，公司及时转型，把政府消费转移到企业上来，积极抢占团购资源，进一步强化公司在团购渠道上的优势。同时，今世缘顺应大众消费趋势，调整发展重心，聚焦省内婚喜宴市场，提出“有喜庆，今世缘”，婚喜宴产品成为公司继续发展的动力。2014 年，今世缘于上交所上市，成为继洋河后省内上市的第二家白酒企业。

1.5 2015 年至今：创新变革，重回高速增长

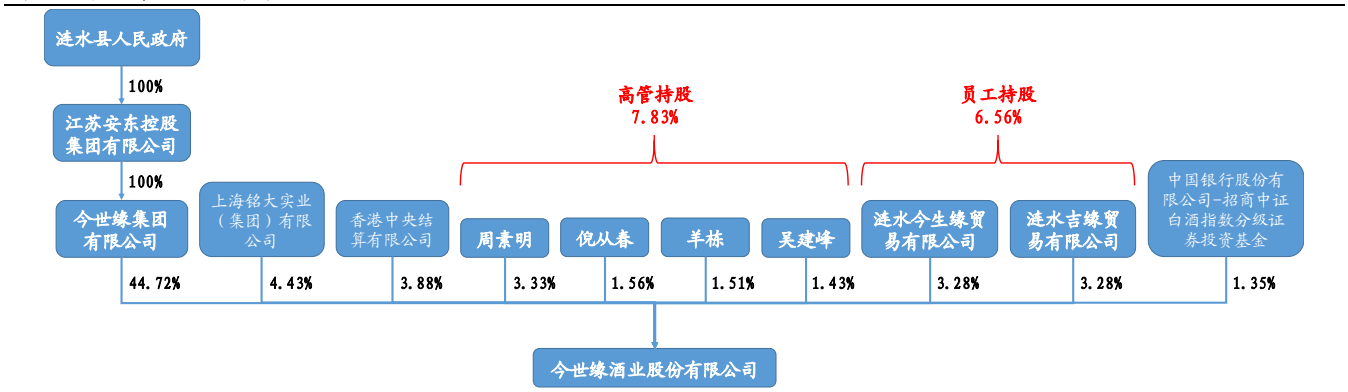
“品牌+渠道”双驱动，公司营收快速增长。行业产量惯性增长到 2016 年的高点后开始下滑，白酒市场进入结构性繁荣阶段，消费者向“少喝酒，喝好酒”的消费习惯转变，发展中高端白酒成为行业主流趋势。此形势下，今世缘重新聚焦国缘系列，卡位次高端白酒市场，2019 年进一步推出 V9 系列作为公司未来高端白酒市场的形象产品。渠道方面，公司不断推进省内扁平化建设，2018 年取消营销中心，加强市场反应速度；省外重点打造山东市场，并由江苏向周边省份辐射开拓全国市场；2020 年公司将导入“控价分利”模式，进一步提升渠道质量。2017-2019 年，公司收入年复合增速 28.4%，利润年复合增速 27.6%，再次进入快速成长期，提出“五年翻两番”新目标。

2. 核心优势：品牌差异化持续升级，团购带动流通渠道放量

2.1 管理层长期任职，员工持股共奋斗

公司管理层长期稳定，对行业发展准确判断。管理层对公司发展的赛道选择至关重要，足够的预判加以果断的决策落地，是保证公司长期增长的必要条件。公司现任董事长周素明自 2000 年进入今世缘起一直担任董事长，管理经验丰富，在公司发展战略上保持一致性。同时，他对白酒行业理解认知深刻，持续聚焦团购渠道发展，充分认识到培养意见领袖的重要性；在行业分化、消费升级的风口，准确把握局部高端的机会，用“国缘”品牌顺势加快业绩提升。

图 2：今世缘股权结构图



资料来源：Wind，信达证券研发中心

较早完成股权激励，员工积极性高。2010 年，今世缘酒业就将 200 余名管理、营销、技术骨干纳入股权激励对象，较早完成员工持股计划，且员工持股比例较高，有效激发员工的积极性。目前，公司实际控制人为涟水县人民政府，公司高管合计持股 7.83%，核心员工通过今生缘贸易和吉缘贸易分别持股 3.28%，员工持股共计 14.39%。2020 年 4 月，公司再次提出股权激励额计划，拟向不超过 360 名公司高管、核心员工授予 1250 万份股票期权，占公司总股本的 1%，以 2020-2022 年业绩指标划定考核标准，进一步激励员工完成“五年翻两番”的公司发展目标。2020 年初新冠疫情对公司业绩增速影响较大，考核细则或有调整。

表 1：2020 年 4 月今世缘股权激励考核细则

时间	可行权比例	业绩考核标准		
		条件一：年营收增长率（以 2018 年为基数）	条件二：ROE	条件三：主营/营收
2020 年	40%	≥45%（营收≥54.2 亿元）（同比≥11.3%）	≥19.7% 不低于同行业平均水平或对标企业的 75 分位值，且不低于公司 2018 年度在白酒上市企业所处分位值	≥95%（主营收入≥51.5 亿元）
2021 年	30%	≥75%（营收≥65.5 亿元）（同比≥20.7%）	≥20.5% 不低于同行业平均水平或对标企业的 75 分位值，且不低于公司 2018 年度在白酒上市企业所处分位值	≥95%（主营收入≥62.2 亿元）
2022 年	30%	≥115%（营收≥80.4 亿元）（同比≥22.9%）	≥21.5% 不低于同行业平均水平或对标企业的 75 分位值，且不低于公司 2018 年度在白酒上市企业所处分位值	≥95%（主营收入≥76.4 亿元）

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2.2 品牌差异化定位，“缘文化”深入消费者心智

品牌差异化定位，满足不同消费群体需求。公司旗下拥有“国缘”、“今世缘”、“高沟”三大品牌，其中“国缘”和“今世缘”是“中国驰名商标”，“高沟”是“中华老字号”。“国缘”

于 2004 年创牌，品牌理念“成大事，必有缘”，定位中国高端中度白酒，主力价格带为 300-1500 元，目标消费场景为政商务宴请。“今世缘”于 1996 年创牌，品牌理念“有喜事，就喝今世缘”，定位喜庆缘分酒，产品价格位于 100-400 元，以家宴喜宴为目标消费场景。“高沟”定位正宗苏派老名酒，价格在 100 元以下，以家庭日常饮用消费为主。高中低三档品牌对应“国”、“家”和“友”三个概念，满足社会政要商要人群、中产阶级家庭、中低端收入人群在各类情境下的白酒需求。

图 3：今世缘三大品牌差异化定位

	国缘	今世缘	高沟
品牌定位	更舒适的高端中度白酒	喜庆缘分酒	正宗苏派老名酒
品牌理念	成大事，必有缘	有喜事，就喝今世缘	老朋友一起喝的酒
需求定位	政商宴请	家宴喜宴	家常饮用
目标人群	社会政要精英人群	中产阶级家庭	中低端收入人群
营销策略	专注次高端政商宴会	围绕婚宴，辐射喜庆	深入乡镇，培育社区

资料来源：公司新闻，信达证券研发中心

“缘文化”输出，打造今世缘现象。营销大师科特勒曾说过：“从产品到顾客再到人文精神将是世界营销发展的大趋势”。在物质丰富的今天，消费者越来越讲究消费的文化内涵，注重消费的品位和格调。白酒虽是餐桌上的常客，其功能也不再仅是满足人们的生理需求，而是人际交往的一种载体，在推杯换盏中实现感情的沟通和交流，满足心理需求。自品牌创立之日起，今世缘以“缘”为品牌核心，致力于品牌深厚文化底蕴的传播。“缘”是中国传统文化的瑰宝，寄寓了中国人最美好、最真挚的情感；酒是民族文化的血液，是情感交流的纽带，其共同特征就是传统关系文化。“缘文化”这种与生俱来的与消费者便于沟通的优势，在人们的品牌消费中体现得尤为突出。今世缘将企业白酒文化充分彰显的同时，构筑了深入人心的品牌，将文化价值与情感需求有效融合，成为一种时尚、一种代表，成功打造“今世缘”现象。

“六个一工程”，演绎文化营销新概念。2015 年，今世缘首次提出文化营销“六个一工程”，打造一个好姻缘品牌、推广一套商业化模式、开发一支个性化产品、精制一批物质化载体、传递一个响亮好声音、建设一个文化体验园。通过系列主题活动，由点及线，不断积累品牌知名度；开发出更吸引年轻人口味的“清雅酱香型”高端白酒，积极探索蓝海市场；美酒银行顺利开业，集原酒贮存、参观旅游、品酒体验、个性化定制等功能于一体，打造文化体验园。创新式的文化营销是今世缘参与头部竞争、传播缘文化的重要举措，也为展示今世缘酒文化与缘文化提供重要平台。

图 4：今世缘文化营销“六个一工程”

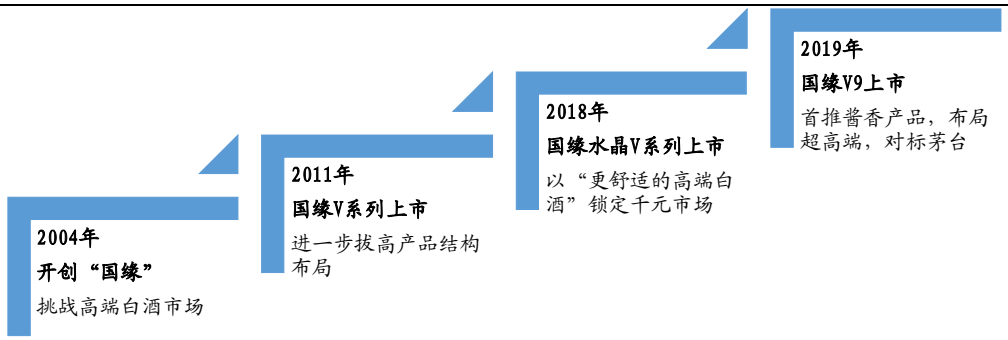


资料来源：公司新闻，信达证券研发中心

2.3 创新驱动全品类矩阵向高端持续优化

持续产品创新，拔高产品结构。自 1996 年今世缘品牌创立以来，公司一直致力于产品的创新升级：2004 年开创“国缘”新品牌，挑战高端白酒市场；2011 年国缘 V 系列首上市，完成由低端产品到高端产品的全品类覆盖；2018 年再次推出国缘水晶 V 系列产品，以“更舒适的高端白酒”锁定千元价格带，推动国缘品牌从江苏走向全国；国缘 V9 于 2019 年上市，首次涉足酱香领域，布局超高端线，为公司加入头部竞争提供支撑。当前，公司产品矩阵主要包含高端国缘 V 系列、次高端国缘 K 系列、中端今世缘典藏系列、低端高沟系列等。

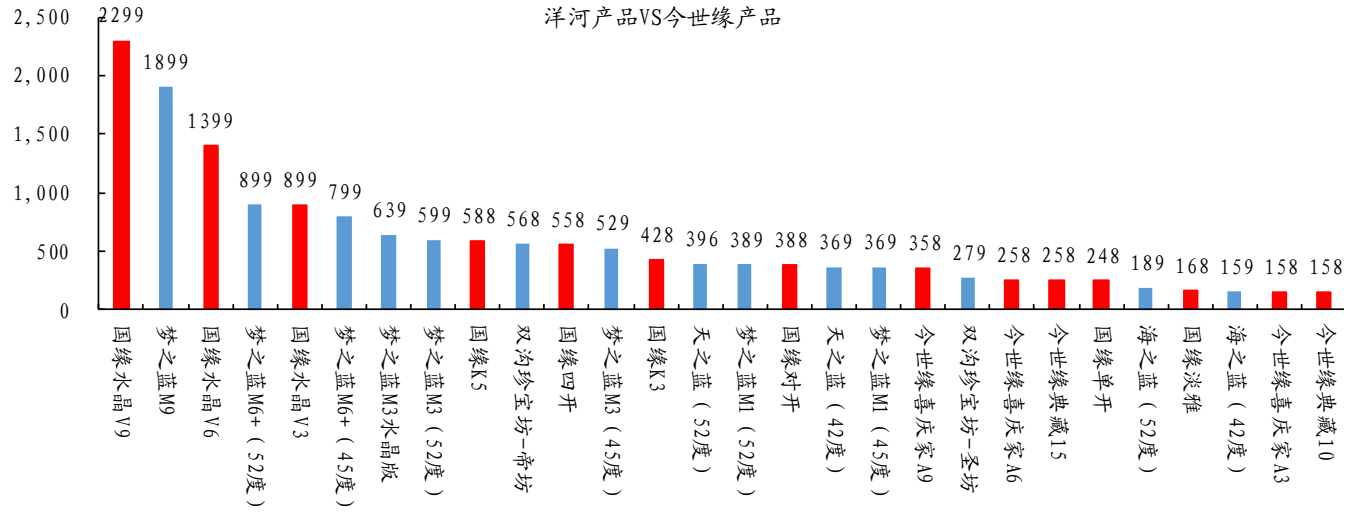
图 5：“国缘”产品创新历程



资料来源：公司新闻，信达证券研发中心

高端酒价格领先，中端定价跟随，价格带间隔布局。“国缘”V 系列对标洋河梦之蓝 M6、M9，因 2018 年水晶 V 系列的推出，国缘对高端酒定位进一步拔高，定价上超过竞品。由于今世缘主打“高端中度白酒（40 度）”，因此其定价往往介于洋河对标产品的高度和中度之间的价位。国缘新 K 系列是在老 K 系列基础上的结构升级，K5 定价高于四开，占据梦之蓝 M3 到 M6 之间价格空白带，而 K3 定价高于对开，占据梦之蓝 M1 到 M3 之间的价格带。国缘的中端产品如单开、今世缘典藏系列主要对标天之蓝和洋河中的双沟系列中端酒。国缘的入门级产品如柔雅、淡雅对标洋河海之蓝。高沟系列对标洋河双沟中低端系列，如高沟大小青花对标双沟大小青花，且定价略低。

图 6：今世缘与竞品间隔布局价格带



资料来源：京东商城，信达证券研发中心

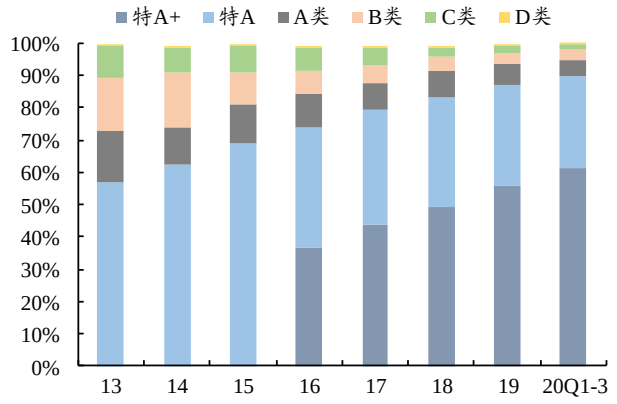
国缘系列爆发，立足次高端向高端寻求突破。自 2013 年以来，公司百元以上产品（特 A 类及以上）收入占比逐年稳增，由 57%上升到 87%，且收入呈加速上升趋势。其中主要系国缘产品的爆发增长，收入占比从 2014 年的 46%提升至 2020 年中报的 74%，成为公司品牌发力的核心。在国缘系列中，四开、对开率先实现大单品化，精准卡位次高端且快速放量，为 V 系列的高端突破提供支撑基础。在行业深度分化的窗口期，公司积极抢占次高端及以上的黄金赛道，按照“强化布局新 V 系，做广做强老 K 系，战术补充新 K 系、雅系”的产品策略，清晰品牌品类层次，聚焦主流价位，精准切割细分市场。

表 2：今世缘产品结构划分

品类	出厂价	主要品牌	产品展示
特 A+	300 元以上	国缘	
特 A	100~300 元	国缘、今世缘	
A 类	50~100 元	今世缘	
B 类	20~50 元	今世缘	
C 类	10~20 元	今世缘	
D 类	10 元以下	高沟	

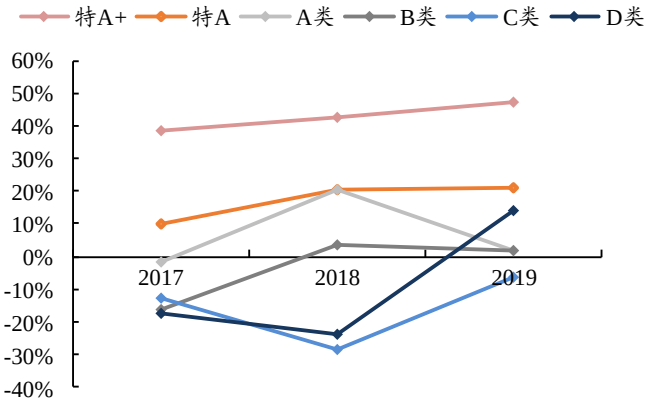
资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 7：今世缘百元以上产品收入占比持续提升



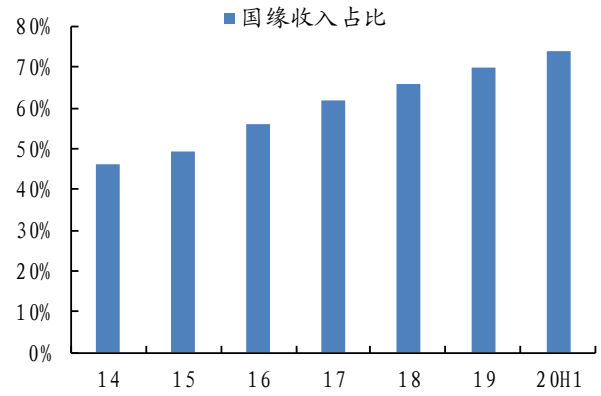
数据来源：公司年报，信达证券研发中心

图 8：特 A+与特 A 类产品收入加速增长



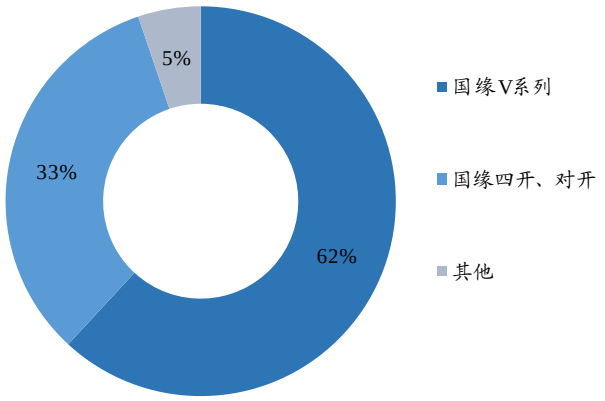
数据来源：公司年报，信达证券研发中心

图 9：2020H1 国缘收入占比提升至 74%



数据来源：渠道调研，信达证券研发中心

图 10：2019 年国缘系列收入构成



数据来源：渠道调研，信达证券研发中心

表 3：2020 年今世缘产品战略布局

品牌	系列	产品	产品战略
国缘	V 系列	V9、V6、V3	V9 做高端酱酒形象、V3 做销量、V6 做补充，区域上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。
	老 K 系列	四开、对开、单开	老 K 系要乘势而上，率先实现大单品化，加快全区域全渠道深耕做强，持续提升占有率；继续按照“小步快跑”的理念，分季度上调终端成交价格，以稳定提升经销商、终端商毛利水平。
	新 K 系列	K5、K3	注重高端喜庆消费群体的延伸开发，强化淡雅国缘的战术性尖刀定位，对标百元价格带主竞品，瓦解其渠道终端及消费基础。
	雅系	淡雅	
今世缘	典藏	典藏 20、15、10	“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。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。

资料来源：渠道调研，信达证券研发中心

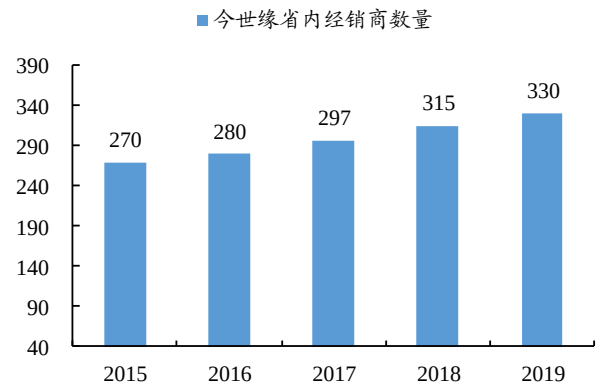
2.4 渠道下沉精细化，依托团购布局流通

2.4.1 渠道建设扁平化，加强掌控力度

厂商 1+1 深度协销，推动省内渠道下沉。今世缘的渠道开拓可以概括为“厂家主导、直控终端，先启动消费者、再促动经销商”的“厂商 1+1 深度协销”。由厂家对销售政策、费用投放、终端管理进行全方位把控，经销商主要负责渠道配送，最大程度提升厂商联动开发市场

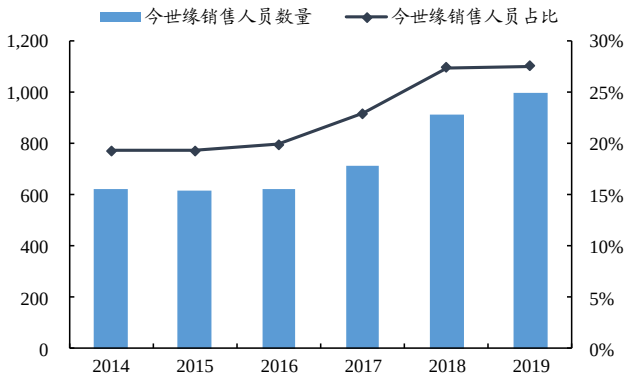
的效率，同时实现全渠道营销管控。以往公司在省内只覆盖到市区，近两年下沉到县区，提出“县区市重点”的目标，进行渠道深耕。2020 年上半年，公司累计签约网点超 8 万家，其中省内市场超 6 万家，省外市场超 1.5 万家，另有三千多家三方加盟店，省内乡镇基本实现全覆盖。

图 11：今世缘省内经销商数量逐年上升



数据来源：公司年报，信达证券研发中心

图 12：今世缘销售人员数量自 2017 年起持续提升



数据来源：公司年报，信达证券研发中心

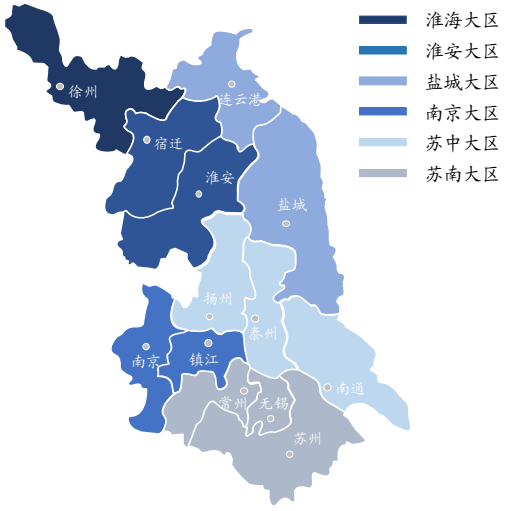
整合大区，取消营销中心，省内组织架构扁平化。2014 年上市之前，今世缘在省内以地级市划分为 13 个营销中心。由于省内各地区发展差距显现，公司于 2016 年将 13 个营销中心整合为 6 个大区，让强势区域带动弱势区域共同成长。2018 年，公司撤销苏北大区，对省内大区重新划分，并且取消地市营销中心，由市县办事处直接与大区经理对接，营销决策点前移，加强各大区细分市场响应速度。

图 13：今世缘省内渠道变革



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 14：今世缘省内六大区划分图例

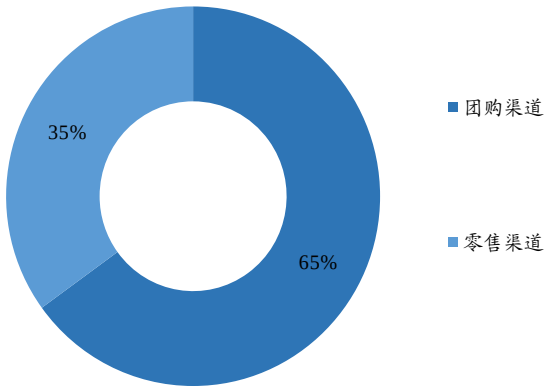


数据来源：公司年报，信达证券研发中心

2.4.2 长期积累的团购优势显现，渠道发力进行时

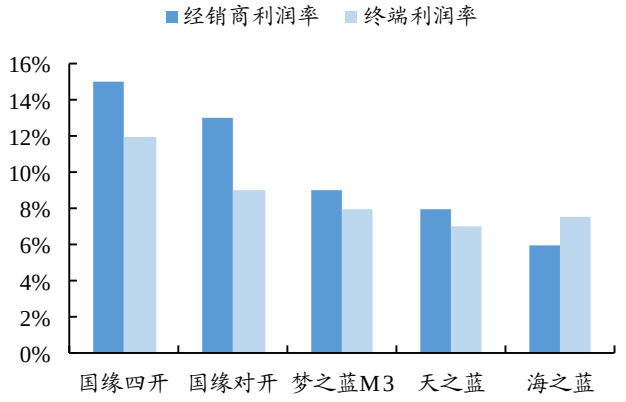
坚持团购渠道深耕，抓住消费领袖。团购带动核心盘中盘，是次高端白酒发展的核心要素。今世缘因政府控股，在省内以团购服务政府机关起家，通过消费领袖的带动在省内政商务消费迅速占据主流。2012 年受三公消费影响，政府团购大幅下滑，其他企业认为大众消费是未来的主流，转向流通渠道建设，但公司仍然坚持团购，从政务团购向商务团购转型，服务企业客户及婚喜宴。近年来，公司在团购渠道进一步深耕，开拓新的团购客户，小到村委会、卫生院，大到 4s 店、商场，保持团购渠道的持续增长。

图 15：国缘系列团购占比约 65%



数据来源：渠道调研，信达证券研发中心

图 16：国缘系列渠道和终端利润较高



数据来源：渠道调研，信达证券研发中心

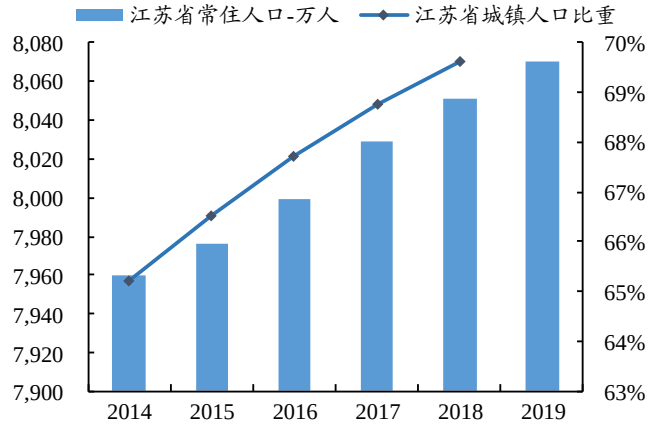
国缘系列渠道利润厚，流通渠道快速放量。从产品发展生命周期看，今世缘以团购起家，在流通渠道切入较晚，省内网点密度小，价格透明度较低，因此渠道利润较洋河有明显优势。作为对标产品，国缘对开比天之蓝的渠道利润高出约 5-6%，国缘四开相比梦之蓝 M3 亦是如此。近年来公司的扁平化布局，进一步提高终端利润，较高的渠道利润有助于激发经销商的积极性，也吸引更多的经销商参与公司渠道建，带动流通渠道的快速放量。

3. 展望未来：

3.1 省内消费升级强劲，次高端持续扩容

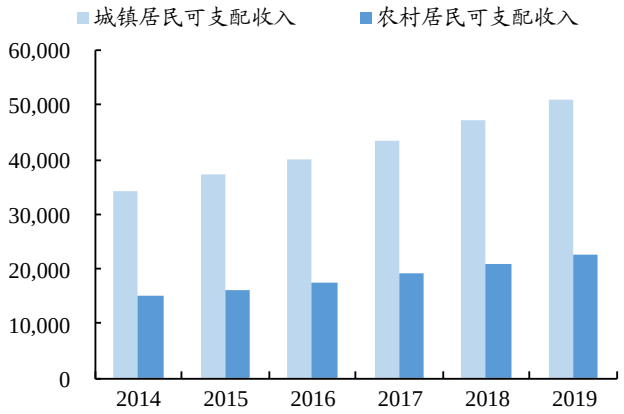
受益于消费升级和经济快速增长，江苏省白酒市场持续扩容。一方面，江苏省常住人口较为稳定，城镇人口比重持续上升，考虑到城镇居民的购买力远高于农村居民，城镇人口比重的持续提高带动江苏整体消费能力的提升。另一方面，江苏省人均收入水平显著高于全国平均水平，其收入效应反映在江苏省人均食品烟酒消费支出也远高于全国。同时，在与商务用酒需求相关的 GDP 和固定资产投资增速表现上，江苏大部分地区快于全国。因此，过去 10 年，江苏省白酒市场规模以年均 13.78%的速度快速扩容，快于同期 GDP、居民可支配收入、住宅价格的增速。2019 年江苏白酒市场规模约 400 亿，假设未来 5 年，白酒市场规模以 7%（考虑 GDP 增速和通胀因素）的速度扩容，至 2025 年，预计江苏白酒市场规模将达到 600 亿左右。

图 17：江苏省城镇人口比重持续上升



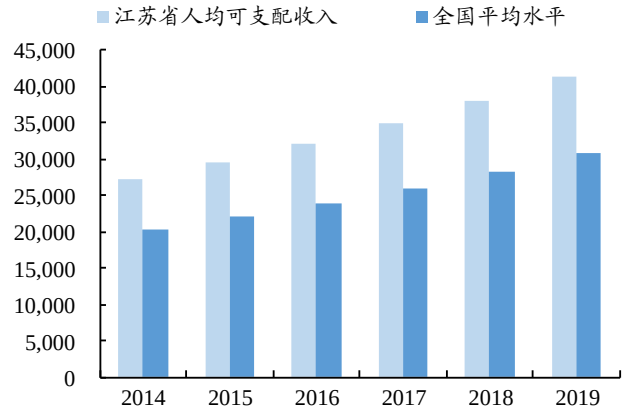
数据来源：国家统计局，信达证券研发中心

图 18：江苏省城镇居民可支配收入远高于农村居民



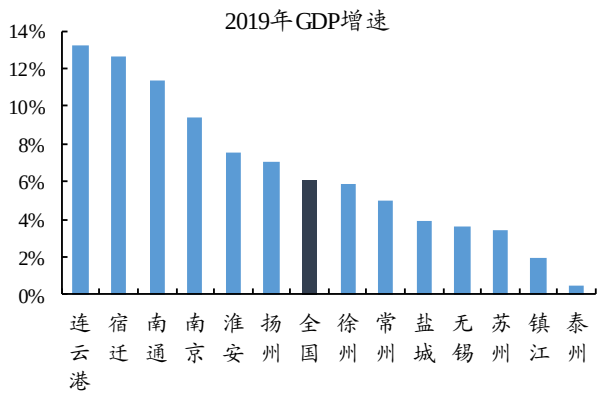
数据来源：国家统计局，信达证券研发中心

图 19：江苏省人均可支配收入高于全国平均水平



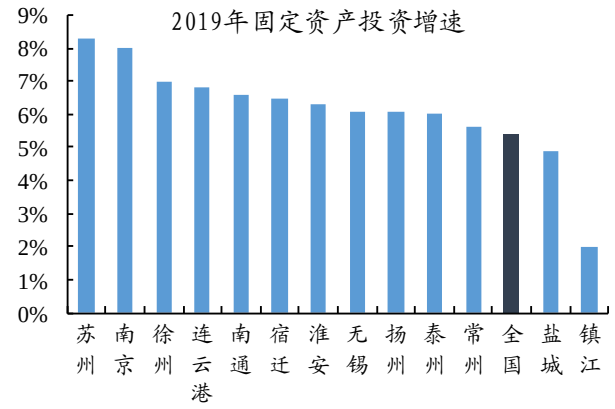
数据来源：国家统计局，信达证券研发中心

图 20：江苏省大部分城市 GDP 增速高于全国



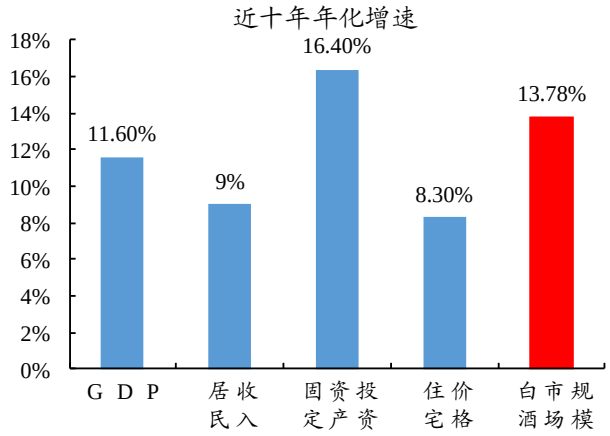
数据来源：国家统计局，信达证券研发中心

图 21：江苏省固定资产投资增速高于全国



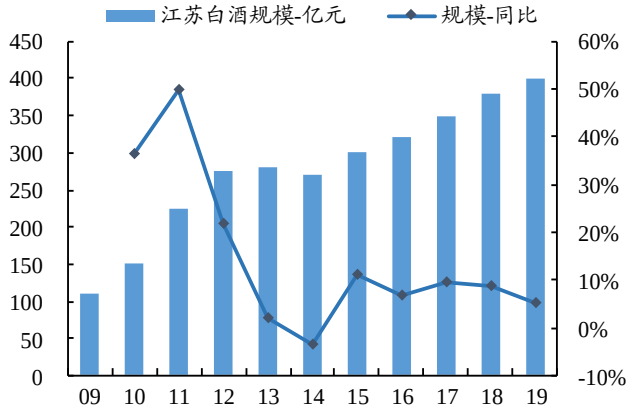
数据来源：国家统计局，信达证券研发中心

图 22：江苏省白酒市场增速优于主要经济指标



数据来源：国家统计局，信达证券研发中心

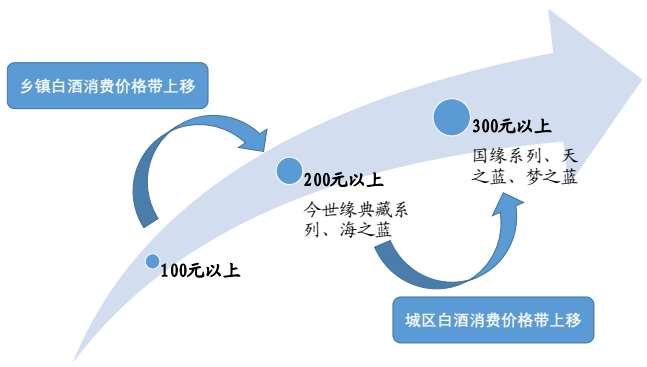
图 23：江苏省白酒市场规模



数据来源：市场调研，信达证券研发中心

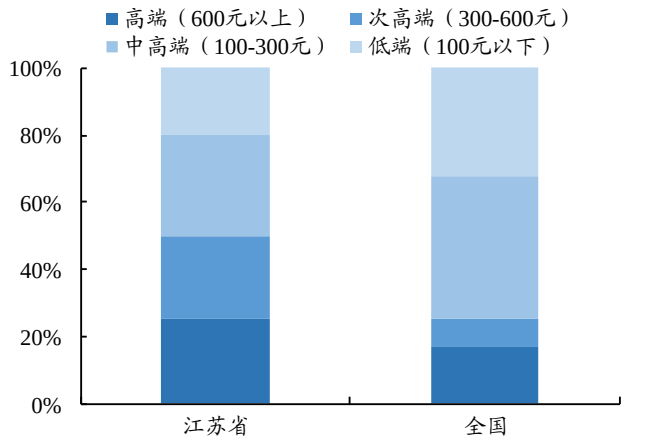
江苏省白酒主流价格带上移，消费结构显著高于全国，与今世缘产品结构升级相适应。由于经济发展水平高，居民消费升级快，江苏省白酒消费结构优于全国。近年，江苏白酒主流消费价位从 200 元左右向 300 元以上跃迁，经济更发达的苏南区域向 400 元以上价位跃迁。据渠道调研，苏北市场 100 元以下档位为补充性或是自饮档位，200 元档位走入普通百姓消费，苏南市场表现甚之，商务、宴席等消费场景主流价位段升级至 300-600 元，故 2017 年以来江苏省 300-600 元价格带已成为档位提升最为明显的价格档位带。从江苏省消费结构来看，高端酒与次高端酒的消费规模占比均高于全国水平，消费升级趋势领先。今世缘 70%的收入来自于国缘系列，其价位均落在 300 元以上，近年来单品爆发得益于江苏白酒消费结构的提升，且未来仍有继续领先全国的提升空间。

图 24：江苏省白酒消费价位从 200 元向 300 元以上跃迁



数据来源：佳酿网，信达证券研发中心

图 25：江苏省白酒消费结构显著高于全国

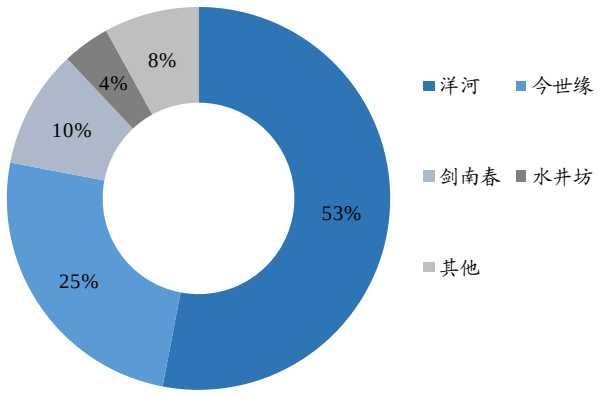


数据来源：渠道调研，信达证券研发中心

3.2 洋河重心转至省外，省内竞争缓解

江苏省次高端白酒行列由洋河与今世缘双寡头垄断。据酒业家显示，2018 年，江苏市场茅台的规模在 35-40 亿，五粮液 30 亿左右，郎酒规模 15 亿，迎驾规模 15 亿，泸州老窖规模 8 亿左右，牛栏山规模 7 亿，剑南春、古井均在 3 至 4 亿之间，水井坊不足 1 亿，苏酒龙头洋河规模 116 亿，今世缘规模 35 亿，苏酒其他规模以上酒企约 50 亿，以及其他品牌，总体规模约 380 亿元。江苏次高端市场中洋河梦之蓝为龙头老大，今世缘国缘系列紧随其后，两家合计市占率达 78%左右，形成双寡头垄断格局，市场集中度高。

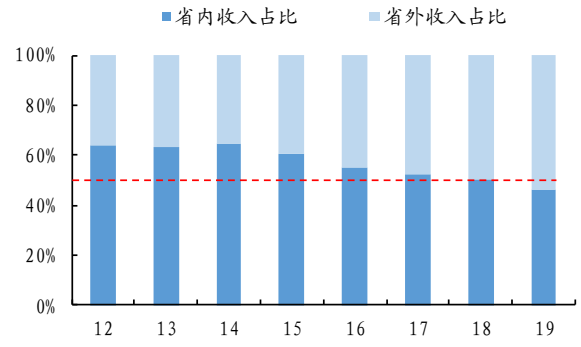
图 26：江苏省次高端白酒的双寡头垄断格局



数据来源：渠道调研，信达证券研发中心

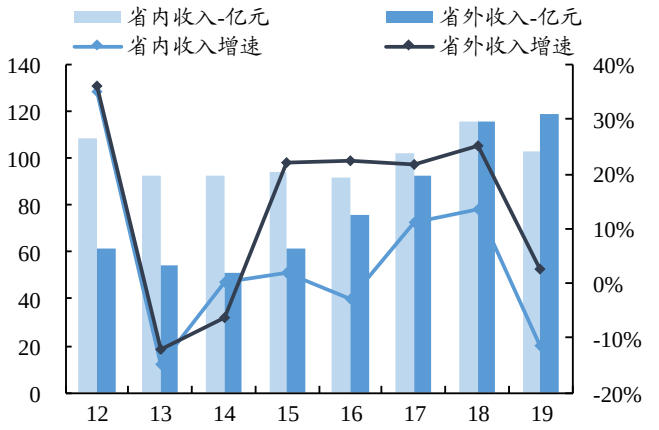
近年来洋河全国化拓展，省内收入占比持续下滑，今世缘有望持续受益。2012 年，随着省内营收突破百亿，洋河提出“新江苏市场”战略，但受三公消费影响，洋河仍收缩战线在省内。2015 年底，随着行业复苏，洋河重提省外开拓战略，无论是人员安排还是资源投入，都对省外有所倾斜。2015-2019 年，洋河省内收入复合增速仅为 2.16%，低于同期省外 9.09%，且 2019 年省外收入首次超过省内。与此同时，今世缘持续深耕省内市场，打造四开、对开两大单品，在省内多地区取得较快增长。由于洋河的省外业务扩张迅速且有较大潜力，未来仍是增长重心，而省内仍以稳增长为主，因此江苏省内竞争相对缓和，今世缘有望从中持续收益。

图 27：2019 年洋河省内收入占比持续降低至 46%



数据来源：Wind，信达证券研发中心

图 28：近年来洋河省外收入增速高于省内增速

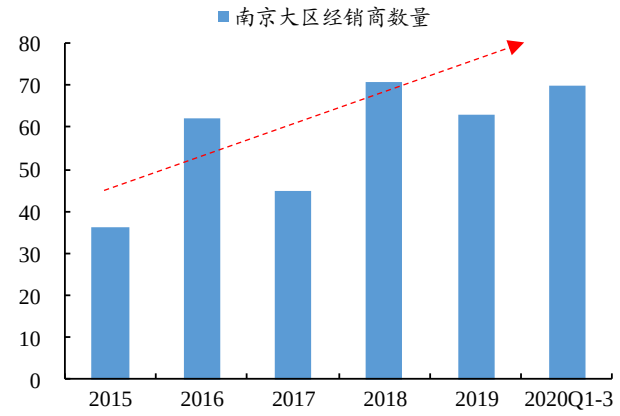


数据来源：Wind，信达证券研发中心

3.3 南京模式可复制，省内寻求多点发力

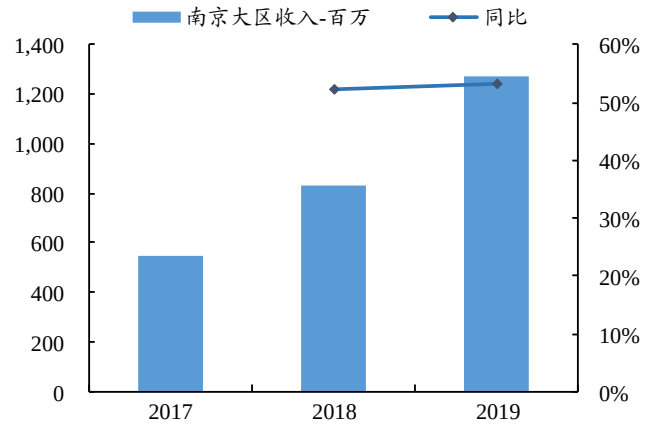
南京市场快速渗透，成长为省内最大市场。今世缘产地位于淮安市，长期以来围绕淮安大区展开经营，立足于省内苏北大本营市场。由于江苏省内的经济发展不平衡性，苏南消费水平更高，契合公司产品升级节奏，2016 年起公司开始在南京大区大力拓展经销商，采用直分销模式，加快团购渠道布局。经过多年的精耕细作，南京市场在意见领袖的带动下国缘消费氛围浓重，随着国缘系列的单品爆发，2017-2018 连续两年收入增速超过 50%，2019 年收入超过淮安大区，成为江苏省内第一大市场。

图 29：2016 年南京大区经销商数量大幅增加



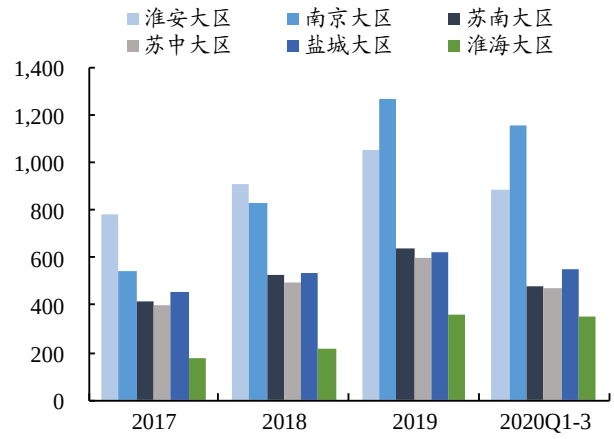
数据来源：公司公告，信达证券研发中心

图 30：2018-2019 年南京大区实现爆发式增长



数据来源：公司公告，信达证券研发中心

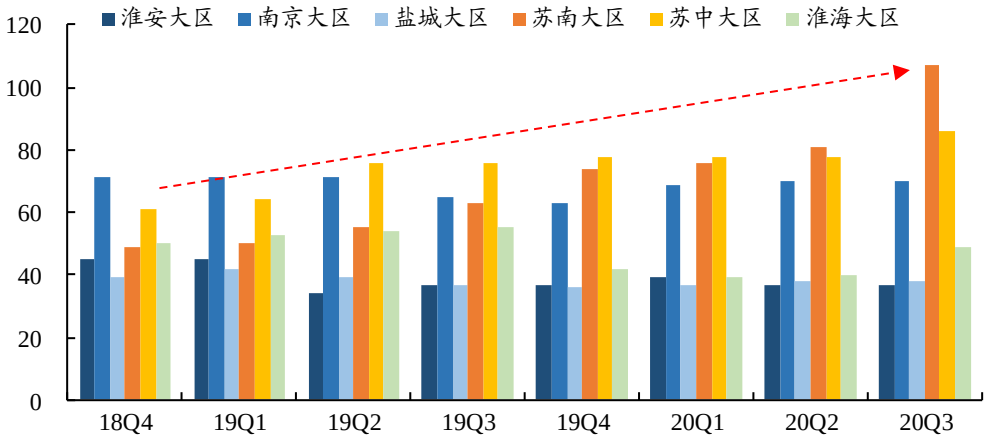
图 31：2019 年南京大区成为今世缘江苏省内最大市场



数据来源：公司公告，信达证券研发中心

今世缘有意在苏南、苏中复制南京模式。以苏州、无锡、常州为代表的苏南市经济发展水平在江苏省内领先，主流价格带已升级至 300-600 元次高端价位，与南京市场较为相似，为公司次高端国缘系列产品提供了良好的发展环境。虽然苏南大区的政务团购市场弱于省会南京大区，但苏南大区商务消费占比更高，公司同样有望发挥团购渠道优势。同时，相较作为“三沟一河”大本营的苏北地区，苏南、苏中的白酒市场百花齐放，外来品牌多，本地酒份额提升空间大。2019 年起，今世缘开始发力苏南、苏中两区，经销商数量增长明显，有意复制南京模式，推进苏南、苏中成为省内收入的新增长点。

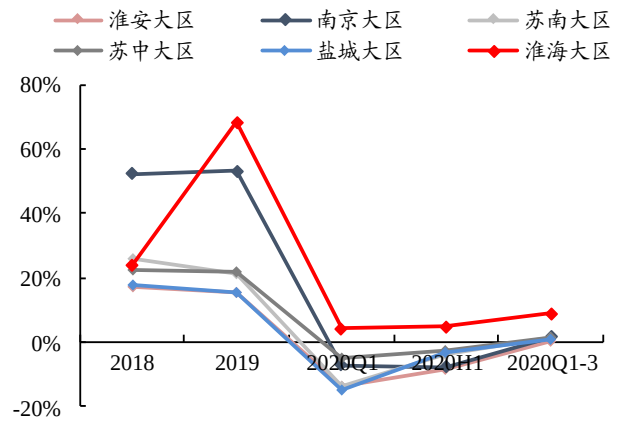
图 32：2019 年起苏南、苏中两区经销商数量明显增加



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

作为通往省外发展的 “桥头堡”，淮海大区疫情后表现亮眼。徐州处于山东、河南、安徽和江苏四省交界处，是淮海大区的核心区域，也是今世缘带动临近三省消费氛围的“桥头堡”。虽然在六大区中，淮海大区的销售规模最小，但 2019 年，淮海大区收入增长 68%，增幅最大。受 2020 年初疫情影响，公司上半年营收下滑 4.65%，淮海大区是省内市场中唯一逆势增长的区域，离不开公司对省外的加速布局。正是如此，淮海大区对省外布局的战略意义重大，预计未来会随省外扩张保持快速增长的趋势。

图 33：淮海大区在疫情下表现较好

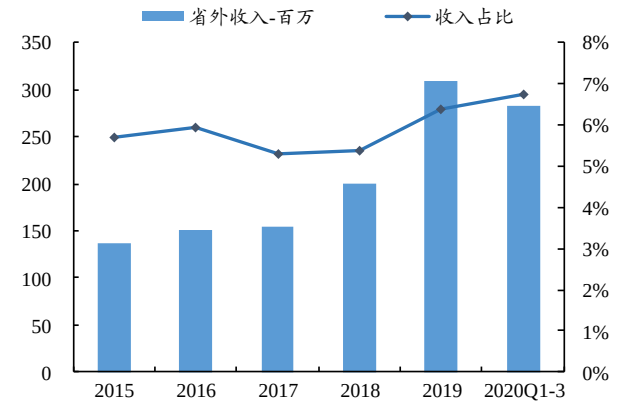


数据来源：公司公告，信达证券研发中心

3.4 省外开拓加速，率先布局山东市场

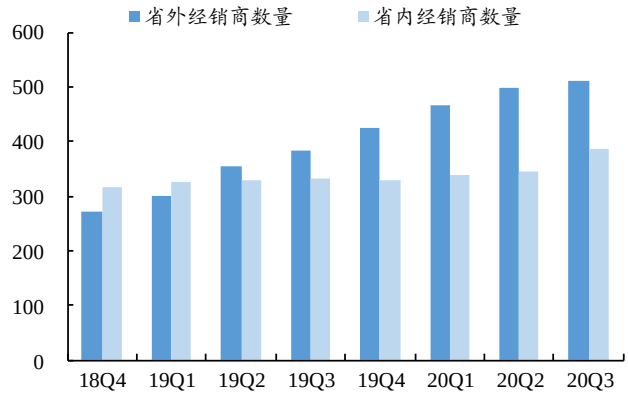
今世缘省外收入占比偏低，在加快渠道布局下稳步提升。公司将 2018 年定位为全国化发展元年，提出“重点突破，周边辐射，梯次开发，滚动发展”的省外市场总体策略。2018 年以前，公司省外收入占比约 5%，份额远低于同省名酒洋河，且增长缓慢。自 2018 年来，公司省外持续招商，新增经销商 226 家，增幅达 83%。2019 年，省外营收增长超过 50%，带动省外份额的明显提升。受 2020 年初疫情影响，公司省内收入同比下降 5.27%，但省外收入在二季度实现 27.5%的增速，上半年同比增长 6.29%，进一步提升省外收入份额。

图 34：2018 年起今世缘省外收入快速增长



数据来源：公司年报，信达证券研发中心

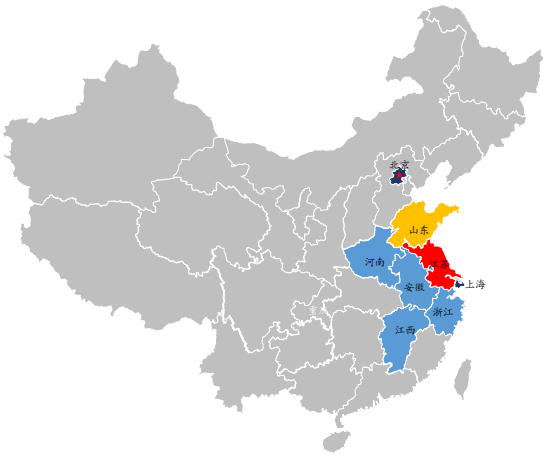
图 35：今世缘省外经销商数量增幅明显高于省内



数据来源：公司公告，信达证券研发中心

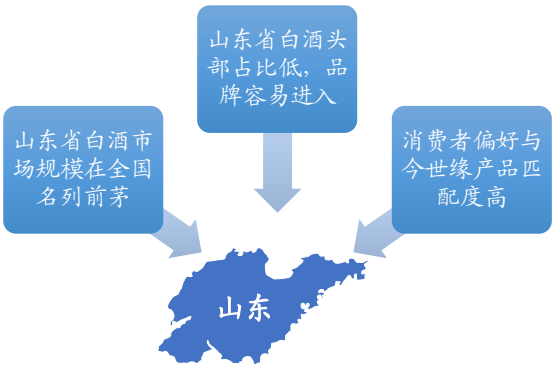
聚焦山东市场，欲打造第二个江苏。2019 年，公司省外发展战略由“2+5+N”调整为“1+2+4”，其 1 指省外首要战略市场山东省，产品以今世缘典藏系列为主，定位目标成为第二个江苏市场，打造省外样本市场；2 指北京，上海，产品以国缘系列为主，定位为战略形象市场；4 指河南、安徽、江西、浙江四省环江苏市场。行业层面上，山东省白酒市场规模超过 400 亿元，在全国名列前茅；公司层面上，山东省内地产酒以市区型酒企为主，头部占比小，呈现小而散的竞争格局，外来品牌相对容易进入；消费习惯上，山东白酒消费者因饮酒量大，在香型上普遍偏爱淡雅浓香白酒，具有“江苏白酒情结”，而今世缘主打 42 度中度浓香白酒，符合山东主流白酒消费人群的偏好。自 2004 年洋河携蓝色经典品牌以青岛为切入点进入山东市场以来，经过十余年的深耕细作，已经培养出了山东消费者对江苏白酒的认知与认可。今世缘作为江苏酒企，在国缘系列带动下品牌力持续提升，2019 年山东市场实现销售口径收入约 0.9 亿元，翻倍增长。

图 36：今世缘省外市场“1+2+4”布局



数据来源：公司年报，信达证券研发中心

图 37：为什么选择山东市场？



数据来源：公司公告，信达证券研发中心

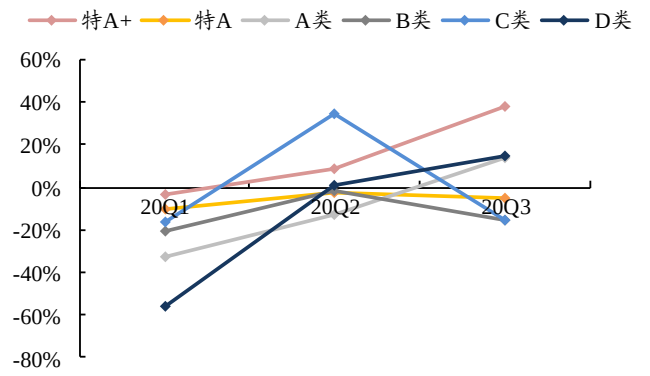
2020 年规划亿级市场 5 个，3000 万以上市场 6 个。2019 年今世缘省外市场各大区中，山东、上海、北京销售口径即将突破亿元，3000 万以上大区有河南、安徽、江西、浙江、湖南、广东 6 个；2020 年，公司规划山东、上海、北京、河南、安徽 5 个大区销售收入过亿元，规划江西、浙江、湖南、广东、湖北、广西 6 个大区销售收入过 3000 万元。根据渠道调研了解，2020 年上半年，山东、上海大区销售口径仍保持双位数增长，安徽、浙江大区分别实现 50%+、100%+的高速增长。随着省外亿级区域市场逐步成型，今世缘省外市场处于突破发展的关键期，省外发展即将迎来质的变化。

3.5 今世缘历史目标完成度高，“五年翻两番”可期待

公司新五年目标翻两番，2019-2023 年业绩目标年化增速 32%。2017 年底经销商大会，今世缘提出“后三年翻一番”的目标，即 2018-2020 三年时间从 2017 年收入、归母净利润的 30 亿、9 亿提至 2020 年的 60 亿、18 亿，年化增速 30%。2018 年公司实现收入、归母净利润 37.41 亿、11.51 亿，同比增长 26.5%、28.5%；2019 年实现收入、归母净利润 48.74 亿、14.48 亿，同比增长 30.28%、26.7%，接近业绩预告的上限。2018 年底经销商大会，公司再次吹响“奋斗新五年，五年翻两番”的号角，即 2019-2023 五年时间从 2018 年 37 亿收入提至 2023 年 150 亿收入，年化增速 32%。公司提高增长目标既反映出公司对行业加速分化的忧患意识，通过自我施压以抢抓名酒复苏窗口期，同时又是公司增长信心的体现，力争实现超越行业平均的增长水平。

公司过去几年目标完成能力强，疫情后公司产品结构升级加快。公司自 2014 年底开始制定的业绩目标基本可以实现，反映出公司具有很强的目标完成能力。同时，公司的业绩增长目标逐年加速，显示出公司对业绩增长的信心。今年初疫情给公司带来很大挑战，一季度收入下滑 9.37%，二季度恢复增长但增速偏低，上半年整体业绩下滑。三季度公司开始恢复高速增长，单三季度收入增长 21%，前三季度整体收入实现正增长，同比增长 2%。从细分产品上看，特 A+类产品单三季度收入增速高达 37.6%，是前三季度唯一正增长的产品类别。特 A 类与 A 类虽总体增速仍处负状态，但单三季度实现业绩转正，表现出较强的消费韧劲。可见，疫情促进了公司产品结构的优化，收入向百元以上产品集中。7 月 1 日起，公司上调国缘品牌部分主导产品出厂价，预计下半年收入增速将得到大幅提升。

图 38：疫情影响下产品结构升级加快



数据来源：公司公告，信达证券研发中心

表 4：今世缘过去几年目标完成情况

提出时间	目标	基年收入	基年净利润	目标年化增速	完成情况
2018 年底	2019-2023，“五年翻两番”	38 亿	11.8 亿	32%	
2017 年底	2018-2020，“三年翻一番” 2018 年收入 35 亿，净利润 10 亿	29.6 亿	9 亿	30% 收入 18.4%， 净利润 11.7%	预计不可完成 （疫情影响） 收入完成 109%， 净利润完成 109%
2016 年底	2017 年收入 29.4 亿，净利润 8.3 亿	25.5 亿	7.5 亿	收入 15%、净利润 10%	收入完成 99.4%， 净利润完成 92.7%
2015 年底	2020 年主要经济指标比 2015 年翻一番 2016 年收入 27 亿	24.2 亿	6.9 亿	14.9% 收入 10.7%	2019 年已达到业绩目标 收入完成 95%
2014 年底	2015 年收入 26 亿、净利润 6.8 亿	24 亿	6.5 亿	收入 8%，净利润 4.6%	收入完成 94%， 净利润完成 100%

资料来源：Wind，公司新闻，信达证券研发中心

4. 盈利预测与估值

盈利预测及假设

收入预测：我们预计今世缘 2020-2022 年的收入将分别达到 51.2 亿元、63.4 亿元和 79.0 亿元，分别同比增长 5%、24%和 25%。

表 5：公司收入预测

		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
特 A+类	收入-百万元	1845	2716	3124	4061	5279
	YOY	43%	47%	15%	30%	30%
	毛利率	83.6%	83.1%	83.2%	83.1%	83.0%
特 A 类	收入-百万元	1263	1528	1452	1742	2090
	YOY	21%	21%	-5%	20%	20%
	毛利率	72.2%	68.8%	67.8%	66.8%	65.8%
A 类	收入-百万元	308	314	283	283	283
	YOY	20%	2%	-10%	0%	0%
	毛利率	57.7%	52.6%	50.0%	50.0%	50.0%
B 类	收入-百万元	165	168	143	146	149
	YOY	4%	2%	-15%	2%	2%
	毛利率	32.4%	23.5%	20.0%	20.0%	20.0%
C 类	收入-百万元	108	101	96	87	76
	YOY	-29%	-6%	-5%	-10%	-10%
	毛利率	8.9%	6.5%	6.0%	6.0%	6.0%
D 类	收入-百万元	8	9	9	9	9
	YOY	-24%	14%	-10%	5%	5%
	毛利率	8.9%	4.4%	4.0%	4.0%	4.0%

资料来源：信达证券研发中心

毛利率预测：我们预计今世缘 2020-2022 年的毛利率将分别达到 73.4%、74.3%和 75.1%，分别同比上升 0.6pct、0.9pct 和 0.8pct。

费用率预测：我们预计今世缘 2020-2022 年期间销售费用率和管理费用率合计分别达到 21%、21%和 21%，基本保持平稳态势。

1）销售费用率：考虑到公司从 2019 年开始加快营销布局，销售收入持续增长带来销售效率提升，我们预计 2020-2022 年的销售费用率分别为 17%、17%和 17%。

2）管理费用率：考虑到销售收入持续增长带来管理效率提升，我们预计 2020-2022 年的管理费用率分别为 4%、4%和 4%。

估值

PE 估值

我们选取 8 家 A 股上市的白酒公司作为可比公司，可比公司 2021 年平均 PE 为 47X，PEG 平均为 2.82X，考虑今世缘未来三年较高的增长潜力，我们给予今世缘 2021 年 45X PE，对应每股合理估值 70 元。

PS 估值

我们选取 8 家 A 股上市的白酒公司作为可比公司，可比公司 2021 年平均 PS 为 12 X，考

虑到今世缘未来三年较高的增长潜力，我们给予今世缘 2021 年 12X PS，对应每股合理估值 61 元。

表 6：可比公司盈利及估值对比

2020/12/16	总市值（亿元）	EPS			CAGR	PE			PEG	PS		
		19A	20E	21E	2019-21	19A	20E	21E		19A	20E	21E
贵州茅台	23,114	32.80	37.08	44.09	15.9%	56.09	49.62	41.73	2.62	26.01	23.70	20.32
五粮液	10,648	4.48	5.26	6.36	19.1%	61.19	52.16	43.11	2.25	21.25	18.60	15.86
顺鑫农业	508	1.09	1.11	1.50	17.1%	62.73	61.89	45.73	2.67	3.41	3.07	2.71
古井贡酒	1,332	4.17	4.20	5.32	13.1%	63.50	62.99	49.68	3.80	12.79	12.20	10.19
泸州老窖	2,903	3.17	3.94	4.77	22.7%	62.55	50.30	41.54	1.83	18.36	17.45	14.74
ST 舍得	254	1.51	1.56	1.93	13.2%	49.97	48.34	39.02	2.96	9.58	9.40	7.87
山西汾酒	2,615	2.22	3.06	3.88	32.0%	134.88	97.99	77.36	2.41	22.01	18.83	15.62
洋河股份	3,077	4.90	5.05	5.79	8.8%	41.67	40.45	35.24	4.03	13.30	13.83	12.29
平均					**17.7%**	**62.91**	**57.97**	**46.68**	**2.82**	**15.16**	**14.64**	**12.45**
今世缘	**690**	**1.16**	**1.21**	**1.54**	**15.0%**	**47.30**	**45.30**	**35.74**	**2.38**	**14.15**	**13.47**	**10.88**

资料来源：Wind，信达证券研发中心

综合 PE 和 PS 估值考虑，我们给予今世缘目标价 65 元，对应 2021 年 42X PE，目标市值 815 亿。

5. 风险因素

江苏省内白酒行业竞争升级

公司 95%以上的收入来自江苏省内，若省内外名酒加强江苏市场的销售政策投放，省内竞争升级，公司或面临收入增长放缓，或因增加费用投放而减少短期业绩。

省外市场开拓中渠道管理不善

以国缘品牌为代表的主力产品收入贡献约 74%，随着国缘品牌力的提升，国缘开始在省外重点市场铺货，若在此过程中，渠道管理不善致价格混乱，国缘品牌力将受损，进而其收入增长将出现更多不确定性。

疫情的不确定性

2020 年突如其来的新冠肺炎疫情导致餐饮行业、婚宴消费、节日消费等终端消费几乎停滞，对经营造成一定的暂时性影响，影响程度取决于疫情防控的进展情况、持续时间及防控政策的实施情况。目前国内新冠疫情虽已得到有效控制，但国外形势依旧严峻，随着天气转冷，病毒活跃度提升，2020 年末-2021 年初是否会有再次爆发尚不可知。

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	6,222	6,491	8,373	10,892	14,146
货币资金	1,887	1,607	2,473	4,608	7,442
应收票据	8	0	0	0	0
应收账款	51	32	42	52	65
预付账款	7	24	27	33	39
存货	1,968	2,151	2,236	2,451	2,697
其他	2,300	2,677	3,595	3,748	3,903
非流动资产	2,366	3,571	3,608	3,378	3,317
长期股权投资	11	15	15	15	15
固定资产（合计）	764	1,026	956	876	796
无形资产	107	129	131	122	114
其他	1,485	2,401	2,506	2,364	2,392
资产总计	8,588	10,062	11,982	14,270	17,463
流动负债	2,462	2,778	3,174	3,532	4,260
短期借款	20	0	200	0	0
应付票据	105	79	112	134	162
应付账款	145	197	205	223	270
其他	2,191	2,501	2,657	3,176	3,829
非流动负债	17	78	78	78	78
长期借款	0	0	0	0	0
其他	17	78	78	78	78
负债合计	2,479	2,856	3,253	3,611	4,339
少数股东权益	14	0	0	0	0
归属母公司股东权益	6,095	7,206	8,729	10,659	13,124
负债和股东权益	8,588	10,062	11,982	14,270	17,463

重要财务指标					单位:百万元
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3,741	4,874	5,119	6,340	7,901
同比（%）	26.5%	30.3%	5.0%	23.9%	24.6%
归属母公司净利润	1,151	1,458	1,523	1,930	2,466
同比（%）	28.4%	26.7%	4.4%	26.7%	27.8%
毛利率（%）	72.9%	72.8%	73.4%	74.3%	75.1%
ROE%	18.9%	20.2%	17.4%	18.1%	18.8%
EPS (摊薄)(元)	0.92	1.16	1.21	1.54	1.97
P/E	15.80	28.15	45.30	35.74	27.97
P/B	2.98	5.70	7.90	6.47	5.26
EV/EBITDA	11.57	23.24	36.35	27.86	21.10

利润表					单位:百万元
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3,741	4,874	5,119	6,340	7,901
营业成本	1,014	1,325	1,360	1,626	1,969
营业税金及附加	632	881	921	1,141	1,422
销售费用	586	853	870	1,078	1,343
管理费用	173	207	205	254	316
研发费用	14	14	15	19	24
财务费用	-25	-50	-25	-49	-90
减值损失合计	25	0	0	0	0
投资净收益	174	173	205	254	316
其他	-31	135	64	59	64
营业利润	1,516	1,951	2,040	2,583	3,297
营业外收支	9	-10	-10	-10	-10
利润总额	1,525	1,942	2,030	2,573	3,287
所得税	374	484	508	643	822
净利润	1,151	1,458	1,523	1,930	2,466
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,151	1,458	1,523	1,930	2,466
EBITDA	1,410	1,697	1,835	2,310	2,916
EPS (当年)(元)	0.92	1.16	1.21	1.54	1.97

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,121	1,307	1,351	1,914	2,516
净利润	1,151	1,458	1,523	1,930	2,466
折旧摊销	88	104	89	89	89
财务费用	0	1	5	5	0
投资损失	-174	-173	-205	-254	-316
营运资金变动	40	30	-20	175	308
其它	16	-111	-40	-30	-30
投资活动现金流	-229	-1,163	-681	426	318
资本支出	-205	-150	-240	130	-40
长期投资	-202	-1,185	-800	0	0
其他	179	172	359	296	358
筹资活动现金流	-295	-436	196	-205	0
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	20	-20	200	-200	0
支付利息或股息	-315	-416	-5	-5	0
现金流净增加额	598	-292	865	2,135	2,834

研究团队简介

马铮，厦门大学经济学博士，资产评估师，五年证券研究经验，曾在国泰君安证券先后从事机构销售、食品饮料行业研究等工作，对白酒、休闲卤制品、休闲零食、肉制品等行业有深入研究，理论基础扎实，渠道资源丰富，研究细致落地。2020 年 11 月加盟信达证券。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	顾时佳	18618460223	gushijia@cindasc. com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：**股价相对强于基准 20%以上；	**看好：**行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准 5%～20%；	**中性：**行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：**行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。