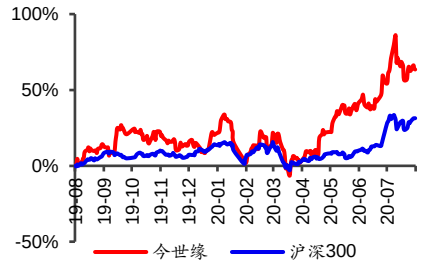
省内深度发展，国缘系快速成长

投资评级：买入（首次）

报告日期：	2020-08-07
收盘价（元）	42.65
近 12 个月最高/最低（元）	50.53/24.54
总股本（百万股）	25,377
流通股本（百万股）	25.377
流通股比例（%）	100
总市值（亿元）	535
流通市值（亿元）	535

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：文献
执业证书号：S0010520060002
电话：13923413412
邮箱：wenxian@hazq.com
联系人：姚启璠
执业证书号：S0010120040033
电话：13795262443
邮箱：yaoqf@hazq.com

相关报告

主要观点：

摘要：今世缘产品布局全面、国缘系列顺应次高端白酒行业发展快速增长、产品结构持续提升；省内布局初步完成，成功突破省会市场，发力苏中苏南经济领先大区空间仍大；省外突破发展，规划多个亿级市场，即将迎来质变，叠加股权激励，中期业绩确定性凸显。

省内深度发展，次高端明星起航

今世缘是次高端明星，“国缘”、“今世缘”、“高沟”三大品牌聚合发展。近三年公司进入快速成长期，2016~2019 年公司收入、归母净利润复合增速分别为 24.0%、24.6%；近三年公司产品结构亦明显上移，以国缘为代表的特 A+类产品营收呈现加速增长，占白酒收入的比重由 2016 年的 37.0%大幅增至 2019 年的 56.2%；此外公司股权激励目标明确，未来三年收入目标复合增速约为 18%。

产品结构上移，国缘系快速成长

行业：白酒看结构性增长，次高端及以上扩容。近三年白酒行业内部分化，根据测算，近三年高端白酒、次高端白酒细分行业规模复合增速分别为约 25%、37%，与中低档白酒负增长形成鲜明反差。我们预判未来三年次高端以上白酒扩容速度将持续领跑白酒产业，是白酒行业优选赛道，国缘核心增量产品 V 系列、四开、对开卡位次高端及以上市场，有望顺应行业持续成长。

产品：顺大势立足次高端，V 系列求高端突破。2020 年今世缘持续加快产品提档升级，国缘品牌在行业深度分化的窗口期，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，精准切割次高端及以上白酒市场。目前国缘系列保持良好发展态势，2020 年上半年国缘系列占比提升至约 75%，其中 V 系列占国缘比重提升至约 8%，产品结构持续上移。

渠道：控价分利渠道扁平，依托团购布局流通。2020 年公司依托深度协销，将有序导入“控价分利”模式。组织架构上推进扁平化，省内优化为 6 个大区，响应速度加强；渠道层面，今世缘省内团购渠道优势明显，收入占比超过 60%，江苏省内消费升级的过程中，预计公司团购渠道的优势有望得到强化。

格局：省内布局初步完成，省外市场突破发展。2019 年前，公司省内立足于苏北大本营市场、围绕淮安大区展开；2019 年，省会南京市场快速渗透，同比增长 53%、收入占比约 28%，成功突破省会市场，从规模上与洋河形成并驾齐驱之势，有望对其他区域形成引领带动作用，下一步持续发力苏中苏南大区，有望复制南京核心样板市场的高增长；省外聚焦“1+2+4”战略，低基数下高增长，区域质态明显提升，2020 年省外市场持续推进招商，规划亿级市场 5 个、3000 万以上市场 6 个，省外发展即将迎来质的变化。

国缘韧性较强，疫后仍看稳增长

2020 年公司目标收入和利润增长双 10%以上，考虑公司期权激励要求，我们预计 2020 年公司白酒业务实现收入 55.8 亿元，同比增长约 15.3%，其中预计特 A+类（以国缘 V 系列、K 系列、四开为主）受益于次高端扩容、同比增长 23%、增速领跑各细分产品，基于公司产品结构持续上移，我们看好公司毛利率稳中有升。

投资建议

今世缘当前处于高速成长期，产品端，聚焦国缘系列切割次高端及以上白酒市场，产品结构有望持续升级；渠道端，组织架构推进扁平化，持续依托团购布局零售；格局端，省内布局初步完成，成功突破省会市场，正待发力苏中苏南，省外区域质态明显提升，规划 5 个亿级市场，即将迎来质变。我们预计公司 2020~2022 年收入分别为 56.1、69.9、84.9 亿元，同比分别+15%、+25%、+21%，归母净利润分别为 17.2、21.7、26.7 亿元，同比分别+18%、+26%、+23%，当前股价对应 2020~2022 年 P/E 分别为 32.0 x、25.3x、20.6x，公司作为次高端明星，省内市场空间仍大、泛全国化布局可期，中长期业绩确定性较高，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示

消费升级节奏不及预期，次高端白酒发展低于预期；江苏省内苏南、苏中大区表现不及预期；省外开拓进度不及预期。

重要财务指标 单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4874	5612	6991	8491
收入同比(%)	30%	15%	25%	21%
归属母公司净利润	1458	1716	2166	2666
净利润同比(%)	27%	18%	26%	23%
毛利率(%)	72.8%	74.5%	76.1%	77.4%
ROE(%)	20.2%	20.3%	21.7%	22.4%
每股收益(元)	1.16	1.37	1.73	2.13
P/E	37.62	31.97	25.32	20.58
P/B	7.61	6.50	5.48	4.60
EV/EBITDA	17	21	16	13

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

一、省内深度发展，次高端明星起航.....5
1.1 品牌：三大品牌聚合式发展.....5
1.2 历史：深耕省内站稳名苏酒.....6
1.3 产品：国缘促产品结构升级.....7
1.4 股权：多方持股将利益绑定.....10
1.5 高管：核心管理层引领发展.....12
二、产品结构上移，国缘系快速成长.....12
2.1 行业：白酒看结构性增长，次高端及以上扩容.....12
2.2 产品：顺大势立足次高端，V 系列求高端突破.....15
2.3 渠道：控价分利渠道扁平，依托团购布局流通.....17
2.3.1 渠道控价分利，组织架构扁平.....17
2.3.2 团购优势明显，流通渠道下沉.....18
2.3 格局：省内布局初步完成，国缘持续高歌猛进.....20
2.3.1 省内消费升级领先，次高端扩容更显著.....20
2.3.2 省会逆袭局部放量，苏南苏中空间仍大.....21
2.4 格局：省外市场突破发展，即将迎来质的变化.....24
2.4.1 聚焦“1+2+4”战略，省外持续高速增长.....24
2.4.2 省外市场突破发展，即将迎来质的变化.....25
三、盈利预测及投资建议.....27
3.1 国缘系列快速增长，一季度疫情影响可控.....27
3.2 利润率看稳中有升，全年仍看双位数增长.....27
3.3 投资建议.....29
风险提示.....29
财务报表与盈利预测.....30

图表目录

图表 1 今世缘三大品牌概况 5
图表 2 高沟、今世缘、国缘获奖情况 5
图表 3 今世缘发展历程梳理 7
图表 4 今世缘产品结构梳理 8
图表 5 今世缘各产品系列占比梳理 8
图表 6 今世缘各产品系列营收增速梳理 8
图表 7 今世缘销量趋稳，复合增速约为 0.9% 9
图表 8 今世缘均价持续增长，复合增速约为 14.2% 9
图表 9 2017 年以来国缘系列产品提价梳理 9
图表 10 今世缘加大销售费用投入，管理费用率连年下降 10
图表 11 今世缘毛利率净利率稳中有升 10
图表 12 今世缘股权结构（截至 2020 年一季度末） 10
图表 13 股权激励计划分配情况梳理 11
图表 14 股权激励行权条件梳理 11
图表 15 高管持股情况梳理 12
图表 16 白酒消费升级趋势有望延续（单位：元） 13
图表 17 中国人均可支配收入持续增长（单位：元） 14
图表 18 白酒消费大省主流价位段升级趋势 14
图表 19 各档次白酒规模扩容复合增速回顾及预估 14
图表 20 2020 年今世缘产品布局梳理 15
图表 21 国缘占比提升带动今世缘产品结构提升 16
图表 22 2019 年国缘各系列占比 16
图表 23 预计 2020 年 H1 V 系列、老 K 系列持续提升 16
图表 24 深度协销与传统大商制优劣势对比 17
图表 25 今世缘省内大区扁平化分布 18
图表 26 团购渠道仍为公司主要渠道模式 19
图表 27 江苏省白酒消费结构显著高于全国平均水平 20
图表 28 今世缘省内各大区销售收入（2016~2019，亿元） 21
图表 29 今世缘省内各大区销售收入增速（2017~2019） 21
图表 30 2019 年苏中苏南大区经销商数量上升反应公司重点布局苏中苏南(单位：个） 22
图表 31 2020 年上半年苏中苏南逆势增长 23
图表 32 今世缘省外收入规模及增速快速增长 24
图表 33 今世缘省外收入占比提高 24
图表 34 今世缘省外市场经销商快速增长（单位：个） 25
图表 35 2020 年今世缘规划 5 个亿元市场、3000 万以上市场 9 个 26
图表 36 公司细分业务盈利预测 28
图表 37 今世缘 P/E TTM 29

一、省内深度发展，次高端明星起航

1.1 品牌：三大品牌聚合式发展

三大品牌差异化定位，持续营造品牌热度。今世缘酒，原名高沟大曲，今世缘品牌诞生于 1996 年，公司成立于 1997 年，前身为江苏高沟酒厂，主打“国缘”、“今世缘”、“高沟”三大品牌。公司积极塑造品牌“缘文化”将中国传统文化与酒文化联系起来，增强文化认同感以促进销售，同时深耕婚宴市场。2020 年疫情期间，今世缘构建“央视+高速+高铁，平媒+新媒+事件”融媒体传播矩阵。举办一系列消费培育活动，营造了品牌热度。

图表 1 今世缘三大品牌概况

品牌	今世缘	国缘	高沟
品牌定位	中国喜庆用第一品牌	中国高端中度白酒	大众酒
饮用场景	婚庆、喜宴、家宴	政务、商务宴请	大众日常消费
品牌口号	有喜庆，今世缘	成大事，必有缘	老友一起喝的酒
目标客户	中档中产家庭消费	新中产政务人群	中低档收入人群
营销策略	婚庆切入，喜庆增长点，日常促活	定位次高端，聚集政商需求	社区培育，精耕乡镇

资料来源：华安证券研究所整理

图表 2 高沟、今世缘、国缘获奖情况

品牌	时间与荣誉				
高沟	1949 八槽坊合并成高沟酒厂	1956 获江苏省“酿酒第一”奖旗	1984 全国轻工业部质量大赛金杯奖	1989 蝉联“国家品牌酒”	1995 被认定为全国浓香型白酒标准样品
今世缘	1996 品牌成立	2001 今世缘酒被指定为江苏省接待用酒	2012 今世缘荣获“中国十大文化名酒”	2014 华尊杯“中国喜庆用酒第一品牌”、“中国十大白酒营销创新品牌”	
国缘	2004 品牌创立，并成为奥运庆功用酒	2005 被确定为第四届华商大会中国企业家代表团接待用酒	2007 荣获“2007 年中国十大高端商务白酒品牌”	2017 成为腾讯新闻“一带一路"国际高峰论坛报道合作伙伴	2018 作为赠礼赠送给阿根廷驻华大使，成为中阿文化交流外交用酒

资料来源：华安证券研究所整理

1.2 历史：深耕省内站稳名苏酒

今世缘前身高沟酒厂，诞生于 1949 年，是由天泉、裕源、永泉、公兴等八个槽坊合并而成，于 1956 年获得江苏省白酒酿酒第一名、1984 年全国质量大赛金杯奖，酿造技艺优良，具备先天品质优势。2004 年公司推出“国缘”品牌，顺应白酒黄金十年快速发展，本轮白酒新周期以来，公司顺应次高端“国缘”品牌快速发展，2019 年营收增长至 48.7 亿元。

上世纪 90 年代：悠久高沟历史，经营难以持续。高沟酒原名高沟大曲，始于西汉时期，酿造出的酒品质优良，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，得到省领导拨款解决了停产问题。

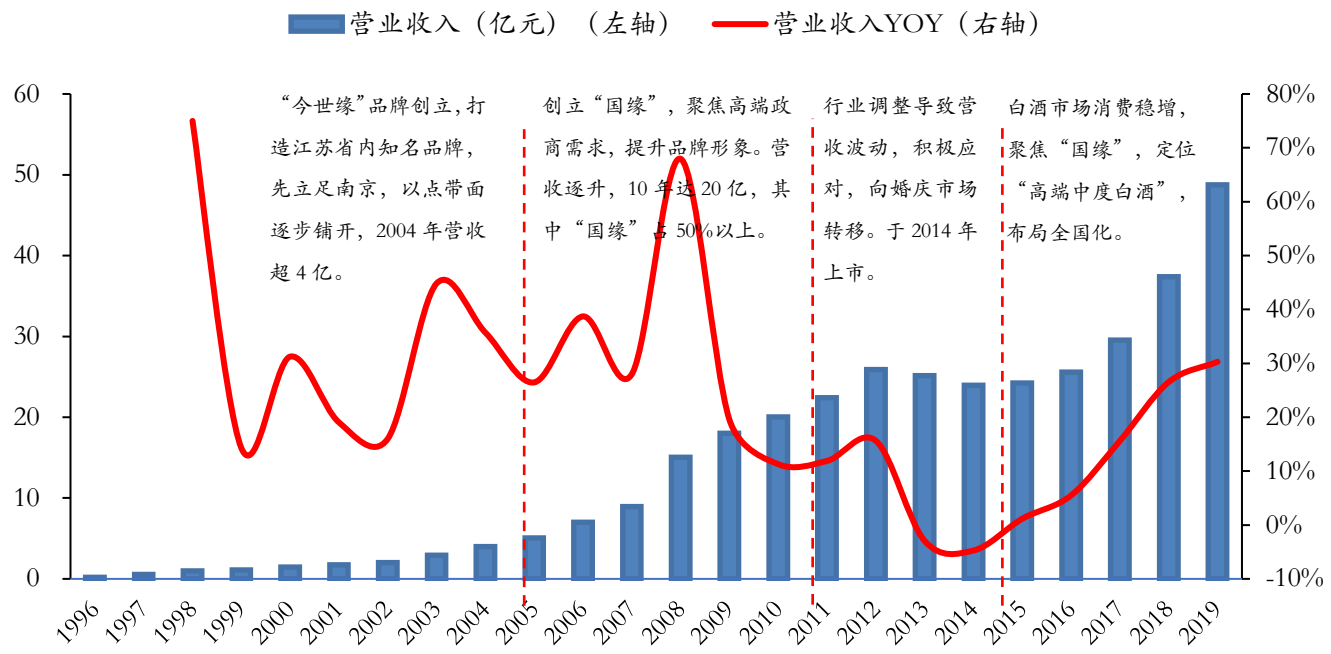
1996~2004 年：新品牌今世缘，助力省内深耕。1996 年 8 月成立了“今世缘”品牌，市场方面，公司聚焦江苏省内市场，首先培育南京市场，后逐步拓展到淮安地区，后续再向周边市场扩张，开发了苏州、无锡等省内市场。2000 年周素民董事长将品牌定位“缘文化”，将“缘文化”与“酒文化”联系起来以帮助公司树立形象。营业收入从 1996 年的约 0.2 亿元增长至 2004 年的 4 亿元。

2004~2010 年：推出国缘新品，聚焦政商需求。2004 年，白酒市场迎来“黄金十年”，今世缘顺势推出“国缘”品牌，国缘四开出厂价 480 元，与彼时五粮液价格基本一致，产品定位高端白酒市场，以“成大事，必有缘”的品牌策略吸引作为意见领袖的政商人群，在提升品牌形象与文化认同感的同时提前卡位省内高端白酒市场。公司于 2008 年公司投资 12 亿元，积极扩大产能，酿造的高品质酒规模进入了行业前十。2010 年公司营收超 20 亿，其中国缘销售额超 50%。

2010~2014 年：行业波动调整，公司发展受阻。江苏省内白酒竞争加剧，川酒、徽酒与洋河、今世缘共同竞争江苏市场，竞争加剧致公司销售增长放缓。2012 年底，中央的“八项规定”政策出台，致公司营收短期负增长，今世缘顺应市场聚焦大众消费并调整发展重心，主要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，成为省内洋河后上市的第二家白酒企业。

2015 年至今：行业逐步复苏，业绩增长加速。2015 年以来，次高端白酒市场持续扩容，今世缘聚焦国缘系列，卡位次高端白酒市场，实现量价齐升。同年推出“新五年计划”，力争“奋斗新五年，实现翻两番”。2019 年推出 V9 系列作为公司未来高端白酒市场的形象产品。全国化方面，今世缘以山东为样本市场以期开启全国化进程。2016~2019 年公司收入、归母净利润复合增速分别为 24.0%、24.6%快速增长。

图表 3 今世缘发展历程梳理



资料来源：华安证券研究所整理

1.3 产品：国缘促产品结构升级

三大品牌充实产品体系，各价位覆盖消费人群。今世缘主打绵柔醇厚的中度浓香型白酒，产品划分为国缘、今世缘和高沟三大品牌，全面覆盖高中低端。国缘系列定位高端中度白酒、聚焦政商务宴请消费场景，V 系列定位千元以上高端酒，新 K 系列（K5、K3）、老 K 系列（四开、对开）定位 300~600 元，雅系列（柔雅、淡雅）定位 100~300 元；今世缘系列定位喜庆缘分酒，聚焦婚喜庆、家宴等消费场景，年份典藏系列（典藏 15、典藏 10）定位 100~300 元，欢天喜地系列和天地人和系列定位 50~150 元；高沟系列定位正宗苏派老名酒，聚焦大众日常消费场景，定位百元以下，以“高性价比”打造产品差异化和品牌认知度。

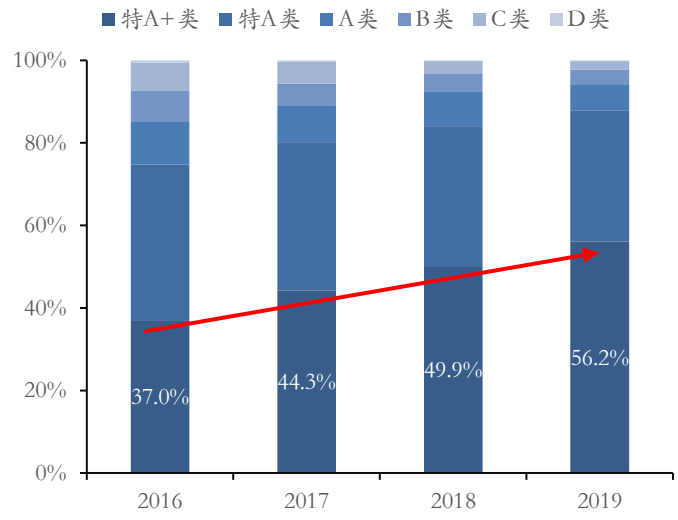
图表 4 今世缘产品结构梳理

品牌	定位	产品	零售价（元）	等级	2019 年销售占比
国缘	高端中度白酒	V9	2299	特 A+类	56.2%
		V6、V3	800~2000		
		K5、K3	400~600		
		四开	558		
		对开	338		
		单开、柔雅、淡雅	100~300	特 A	31.6%
今世缘	喜庆缘分酒	典藏 20、典藏 15	150~300		
		典藏 10	100~150		
		典藏 5、天和、地和	50~100	A 类	6.5%
高沟	中低端大众日常消费用酒	青花、新天地系列	20~100	B、C、D 类	5.7%
		其他系列	<20		

资料来源：华安证券研究所整理

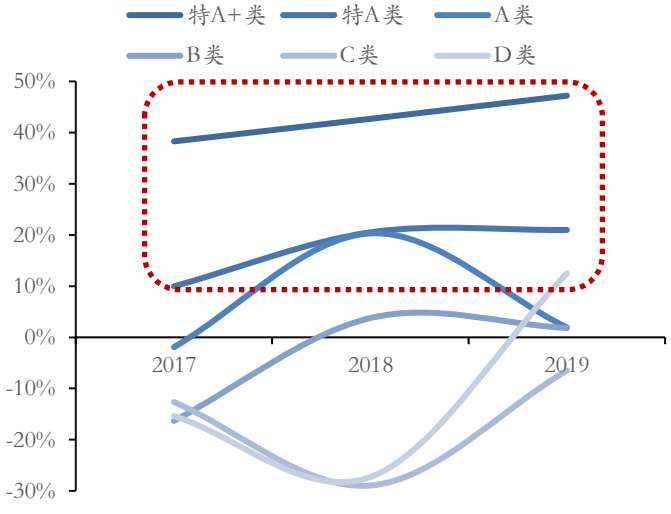
产品结构明显上移，国缘增长势头强劲。自 2016 年来，公司百元以上的产品营收占比逐年稳步增长：以国缘为代表的特 A+类产品营收呈现加速增长，**占白酒收入的比重由 2016 年的 37.0%大幅增至 2019 年的 56.2%**；包含国缘、今世缘的特 A 类产品对收入的贡献由 37.7%小幅降至 31.6%，预计其占比未来将延续下降趋势。公司百元以下的 B、C、D 类产品的收入占比均逐年下滑，产品结构上移趋势明显。

图表 5 今世缘各产品系列占比梳理



资料来源：wind，华安证券研究所

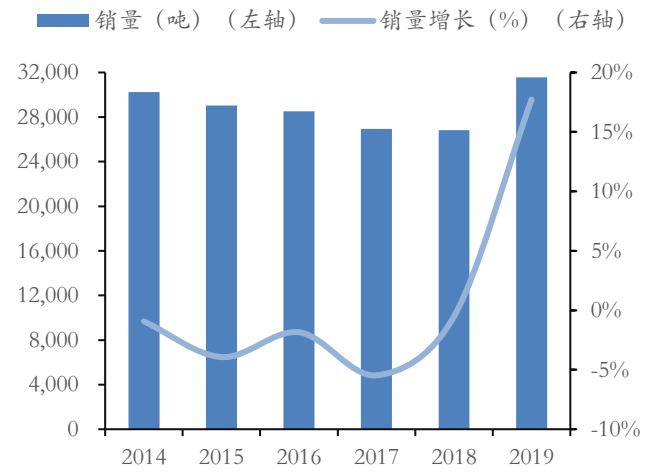
图表 6 今世缘各产品系列营收增速梳理



资料来源：wind，华安证券研究所

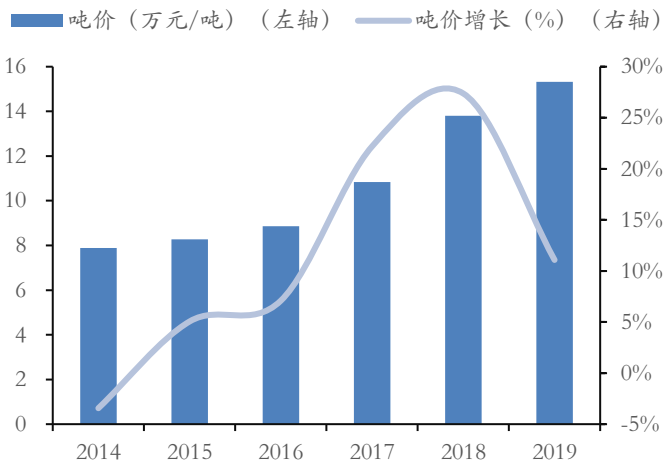
营收毛利持续提升，价增贡献大于量增。2014 年上市以来，公司营收复合增速约为 15.2%；毛利率由 2014 年的 70.6%增至 2019 年的 72.8%。公司营收及毛利主要由价增贡献：公司白酒吨价由 2014 年的 7.9 万元/吨增长至 2019 年的 15.3 万元/吨，年复合增速约为 14.2%。2017 年以来，公司对核心走量产品国缘系列产品采取小幅多提的策略使吨价上提，主要集中在国缘四开、对开。

图表 7 今世缘销量趋稳，复合增速约为 0.9%



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 8 今世缘均价持续增长，复合增速约为 14.2%



资料来源：wind，华安证券研究所

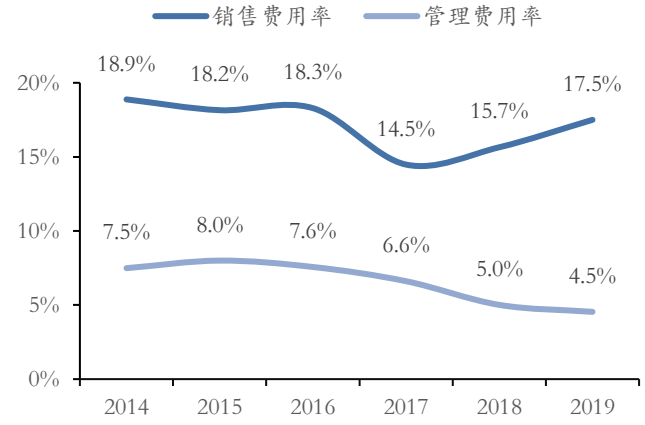
图表 9 2017 年以来国缘系列产品提价梳理

调价日期 调价内容	2017 年 11 月 终端供货价	2018 年 10 月 零售价及团购价	2019 年 6 月 零售价及团购价	2020 年 2 月 零售价及团购价	2020 年 7 月 零售价及团购价
四开	上调 20 元/瓶	上调 20 元/瓶	上调 30 元/瓶	上调 20 元/瓶	上调 15 元/瓶
对开	上调 15 元/瓶	上调 20 元/瓶	上调 20 元/瓶	上调 20 元/瓶	上调 10 元/瓶
单开	上调 10 元/瓶	上调 10 元/瓶	-	上调 10 元/瓶	-
K5	-	上调 30 元/瓶	-	上调 35 元/瓶	-
K3	-	上调 20 元/瓶	-	上调 20 元/瓶	-
柔雅	上调 10 元/瓶	上调 10 元/瓶	-	上调 10 元/瓶	-
淡雅	上调 5 元/瓶	上调 10 元/瓶	-	上调 5 元/瓶	-

资料来源：华安证券研究所整理

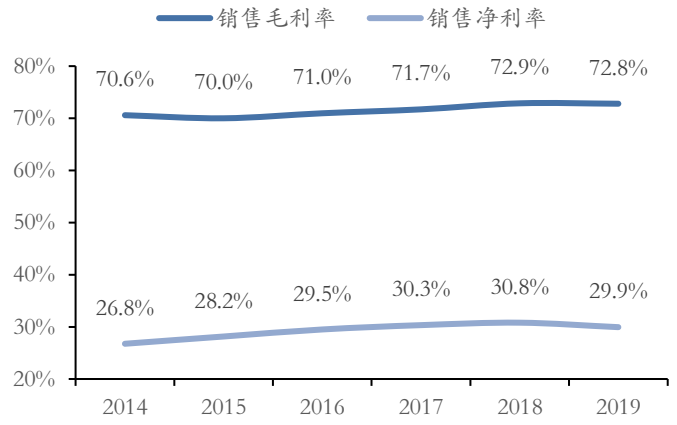
毛利率净利率稳中有升。近年来公司对核心产品的持续提价和成本的有效管控，综合毛利率由 2014 年的 70.6%提升至 2019 年的 72.8%。随着业务增长、广告费等投入加大，销售费用率略有波动；得益于规模效应，管理费用率稳步下降，公司综合净利率由 2014 年的 26.8%提升至 2019 年的 29.9%。

图表 10 今世缘加大销售费用投入，管理费用率连年下降



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 11 今世缘毛利率净利率稳中有升

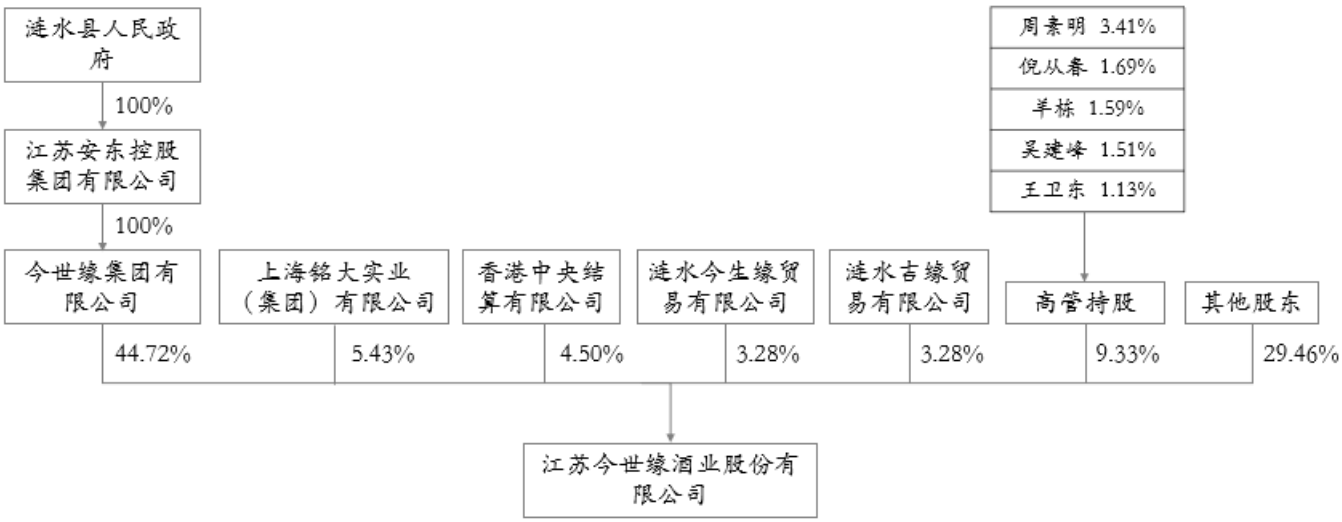


资料来源：wind，华安证券研究所

1.4 股权：多方持股将利益绑定

政府与高管共同持股，管理层和股东利益长期绑定。公司控股股东为今世缘集团有限公司，持股 44.72%，实际控制人为涟水县人民政府。目前公司主要高管及中高管理层均有持股，前十大股东中高管合计持股 9.33%；其他核心员工通过涟水今生缘贸易有限公司和涟水吉缘贸易有限公司分别持股 3.28%。2019 年，公司设立产业基金拟收购景芝酒业 34~49%的股份，此举有利于形成协同效应、扩大公司白酒版图、推动全国化进程。

图表 12 今世缘股权结构（截至 2020 年一季度末）



资料来源：wind，华安证券研究所

实施股权激励，健全激励机制。2020 年 4 月，公司发布股权激励计划草案及计划实施考核管理办法，拟向公司董事、高级管理人员、核心技术人员和管理骨干授予 1,250 万份股票期权，首批股票期权将以 29.06 元/份的行权价格授予不超过 360 人。

图表 13 股权激励计划分配情况梳理

姓名	职务	获授限制性股票数量（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%
陈玖权	总会计师	8	0.64%	0.0064%
周永和	总经理助理	8	0.64%	0.0064%
其他人员合计不超过 355 人		1100	80.96%	0.807%
预留		150	12%	0.119%
合计		**1250**	**100%**	**0.996%**

资料来源：华安证券研究所整理

图表 14 股权激励行权条件梳理

可行权比例		业绩考核条件		
		条件一：年营业收入增长率（以 2018 年为基数）	条件二：**ROE**	条件三：主营业务收入/营业收入
2020 年	**40%**	**≥45%** 即营业收入≥54.2 亿元，同比增长≥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%** 即主营业务收入≥51.5 亿元
预期完成情况	-	56.1 亿元，同比增长 15.2%	20.3%	99.3%
2021 年	**30%**	**≥75%** 即营业收入≥65.5 亿元，同比增长≥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%** 即主营业务收入≥62.2 亿元
预期完成情况	-	69.9 亿元，同比增长 24.6%	21.6%	99.5%
2022 年	**30%**	**≥75%** 即营业收入≥80.4 亿元，同比增长≥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%** 即主营业务收入≥76.4 亿元
预期完成情况	-	84.9 亿元，同比增长 21.4%	22.3%	99.6%

资料来源：华安证券研究所整理

1.5 高管：核心管理层引领发展

提前预判次高端赛道，国缘系列成功卡位。现任董事长周素明自 2000 年进入公司起担任董事长，管理经验丰富、行业理解认知深刻，并深入追求科技创新、工艺升级。2004 年，周董主张品牌创新与酒体创新，顺势推出“国缘”品牌，成功进军高端白酒市场。**我们认为，白酒企业决策层必须提前预判未来价格流行性，并辅以正确的渠道策略进行落地。产品上，周董提前多年布局次高端白酒行业，2016 年国缘系列占比已超过 40%，充分享受近年次高端细分行业快速扩容；渠道上，周董持续聚焦团购渠道发展，充分认识到次高端白酒意见领袖培养对流通盘放量的重要意义**，推动 2017 年以来公司业绩爆发式增长。今世缘 2019 年股东大会上，周素明获得公司董事长职位连任，将今世缘的发展立足于科技创新的周素明，将继续带领今世缘完成“奋斗新五年，实现翻两番”的发展目标。

图表 15 高管持股情况梳理

姓名	职务	持股比例
周素明	董事长、总经理	3.41%
倪从春	董事、副总经理	1.69%
羊栋	副总经理	1.59%
吴建峰	副董事长、副总经理	1.51%
王卫东	董事、副总经理、财务总监、董秘	1.13%
合计		**9.33%**

资料来源：wind，华安证券研究所

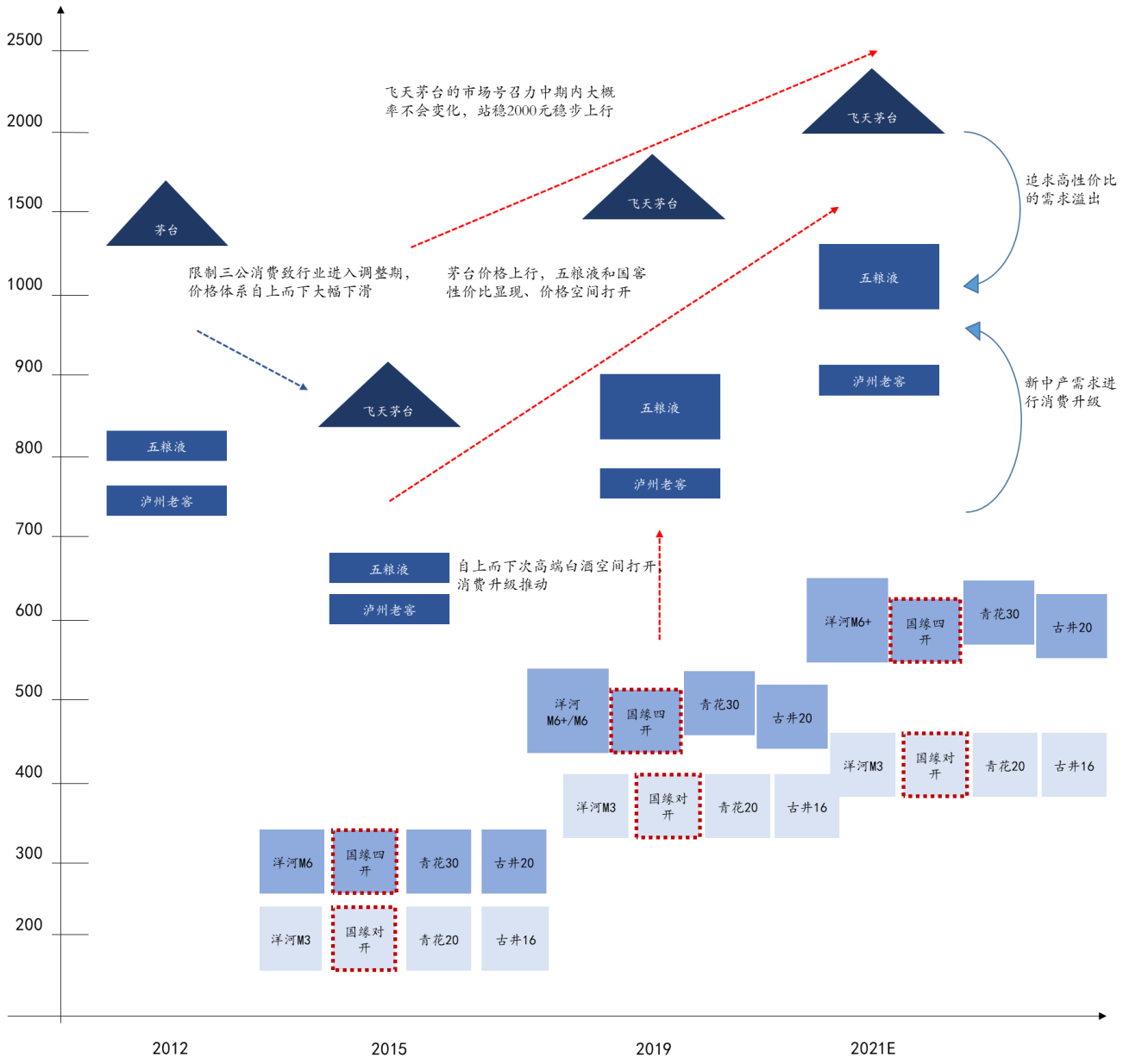
二、产品结构上移，国缘系快速成长

2.1 行业：白酒看结构性增长，次高端及以上扩容

我们认为，以 3 年为周期的中期发展过程中，**次高端及以上（高端、次高端）白酒扩容速度将领跑白酒产业，是白酒行业的优选赛道，**主要原因有：

1) **次高端及以上产品持续升级。**2012 年限制三公消费政策出台后，白酒行业进入深度调整期，过程中白酒消费结构得到充分调整，为白酒自上而下开启新一轮成长提供了条件。2016 年以来，龙头飞天茅台批价开启上行通道，自上而下带动五粮液、国窖批价上行，进而打开下方次高端白酒市场空间，次高端地方龙头酒企随之进入快速发展期；

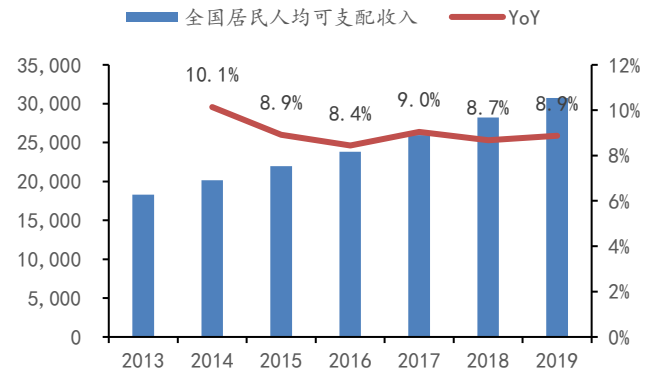
图表 16 白酒消费升级趋势有望延续（单位：元）



资料来源：华安证券研究所整理

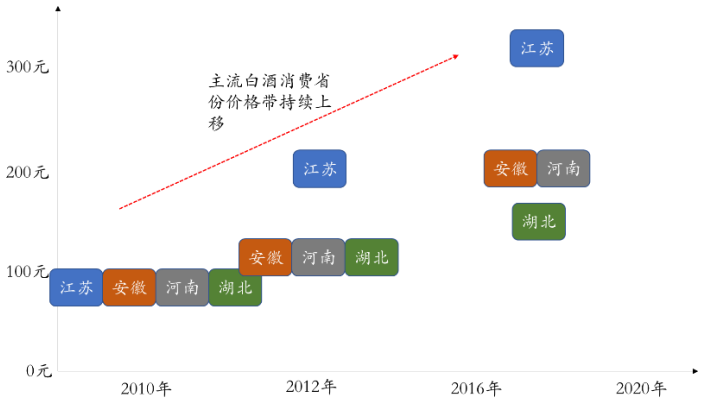
2) **中国经济发展助力白酒消费结构上移。**展望中长期，受益于中国人均可支配收入持续增长、及 CPI 增长带动通胀，消费升级是持续、且必然的趋势，随之带动次高端白酒领跑行业快速扩容。以白酒大省为例：江苏市场主流消费价格带由过去上升至 300~600 元价格带；安徽市场主流消费价格带由过去上升至目前的 200~500 元价格带，消费升级明显；

图表 17 中国人均可支配收入持续增长（单位：元）



资料来源：wind，华安证券研究所

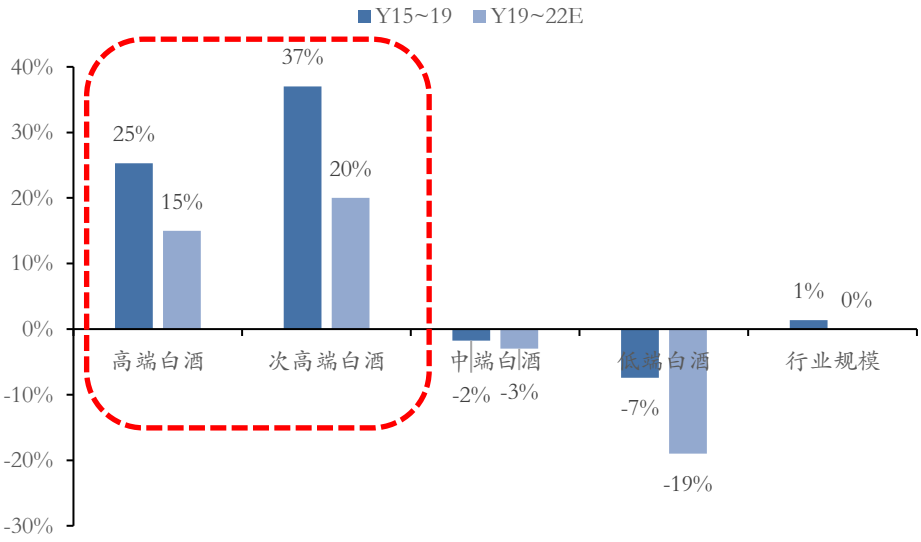
图表 18 白酒消费大省主流价位段升级趋势



资料来源：华安证券研究所整理

3) **次高端容量基数仍低。**高端白酒、次高端白酒市场规模分别由 2015 年的约 500 亿元、200 亿元增长至 2019 年末的约 1,200 亿元、600 亿元，年化复合增速分别为约 25%、37%，而同期中端、低端白酒市场容量年化复合增速约为-2%、-7%，市场集中度头部集中效应明显。我们预计白酒行业头部集中、消费升级趋势将持续，**高端白酒在核心大单品稳步提价放量过程中实现量价齐升，次高端白酒在头部企业产品结构升级、稳健放量过程中亦能在低基数下实现量价齐升。**我们预计至 2022 年高端白酒、次高端白酒规模将分别达到约 1,800 亿元、1,000 亿元，年化复合增速分别约为 15%、20%，是中长期白酒行业优选的细分赛道。

图表 19 各档次白酒规模扩容复合增速回顾及预估



资料来源：华安证券研究所整理

2.2 产品：顺大势立足次高端，V 系列求高端突破

强化布局新 V 系，做广做强老 K 系。产品布局方面，2020 年今世缘持续加快产品提档升级，国缘品牌在行业深度分化的窗口期，要积极抢占次高端及以上白酒市场黄金赛道，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。

国缘 V 系：“V9 做形象、V3 做销量、V6 做补充”差异化产品布局；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；聚焦突出国缘 V9“中国清雅酱香白酒开创者”的差异品类价值；积极渗透转化传统高端酱香消费群体，并从高引导传统高端浓香的消费升级；

老 K 系（国缘四开、对开、单开）：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（K5、K3）及雅系：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，对标百元价格带主流竞品，瓦解其渠道终端及消费基础。

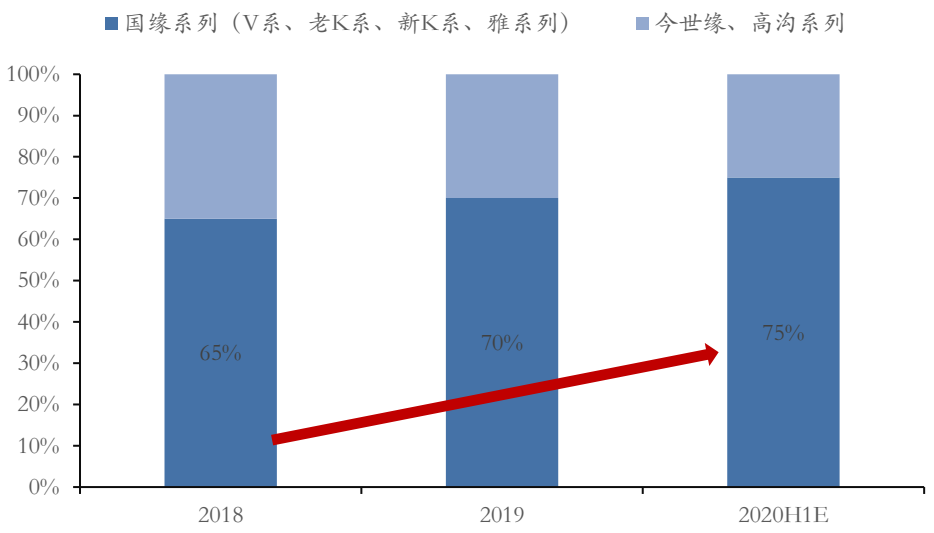
图表 20 2020 年今世缘产品布局梳理

品牌	系列	产品	产品策略
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
	老 K 系	国缘四开、对开、单开	率先实现老 K 系大单品化，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	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
	雅系	淡雅	
今世缘	典藏	典藏 20 年、15 年、10 年	加大力度聚焦推广典藏 15，开辟做大 180 元价格带

资料来源：华安证券研究所整理

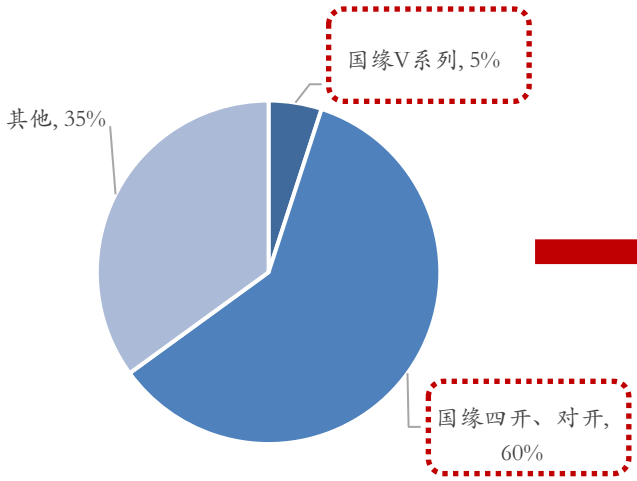
国缘占比持续提升，结构进一步上移。根据渠道调研了解，2020 年上半年主力品牌国缘系列保持良好发展态势，预计 2020H1 国缘系列（V 系、老 K 系、新 K 系、雅系列）占公司营业收入比重约 75%，较 2019、2018 年的约 70%、65%持续提升。其中预计 2020H1 国缘核心两大次高端大单品四开、对开占国缘收入比重约 63%，较 2019 的约 60%有所提升。预计 2020H1 高端 V 系列占国缘收入比重约 8%，较 2019、2018 年的占比约 5%、1%持续大幅提升，反应国缘内部结构亦快速提升。

图表 21 国缘占比提升带动今世缘产品结构提升



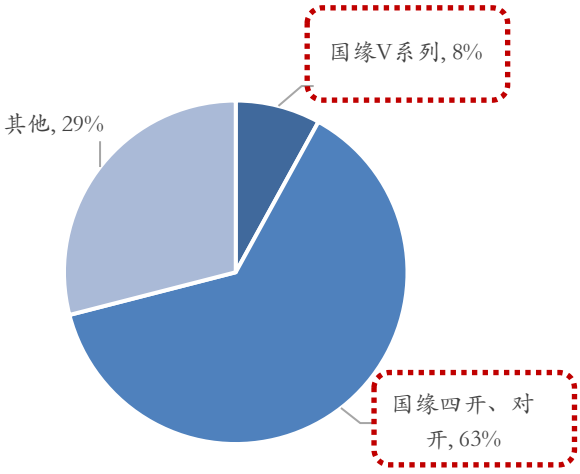
资料来源：华安证券研究所整理

图表 22 2019 年国缘各系列占比



资料来源：华安证券研究所整理

图表 23 预计 2020 年 H1 V 系列、老 K 系列持续提升



资料来源：华安证券研究所整理

依托 V 系列切入高端市场。2019 年公司推出清雅酱香型白酒国缘 V9，定位 2,000 元以上超高端价格带，是公司顺应酱酒热为长期持续发展而推出的战略布局产品，**清雅酱香是酱香与传统浓香结合后的新品类，口感极具侵略性**。同时**今世缘将成立 V 系事业部，**从架构配置、品牌打造、头部培育、区域拓展、激励考核等方面入手，全面系统配称 V 系在公司的战略定位。此前市场认为今世缘作为地方酒企难以切入 1,500 元以上超高端价位段，根据渠道调研了解，国缘 V 系产品布局显成效，V 系的品牌销售占比快速提升，国缘 V9 清雅酱香表现抢眼，尤以南京市场表现突出，并对**部分茅台消费人群进行转化，虽然目前体量较小，但通过 V9 在江苏看到了今世缘布局超高端的可能性**。

2.3 渠道：控价分利渠道扁平，依托团购布局流通

2.3.1 渠道控价分利，组织架构扁平

渠道 1+1 深度协销，有序推进“控价分利”。公司渠道推行 1+1 深度协销模式，以厂家主导、渠道经销商合作开发的渠道销售模式，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。根据 2020 今世缘发展大会规划，**2020 年公司将通过导入“控价分利”模式，**聚焦“统分结合、做精做优、优胜劣汰、提质增量”的渠道策略，优化品牌专柜标准，更加注重签约网点的运营质量。**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。**

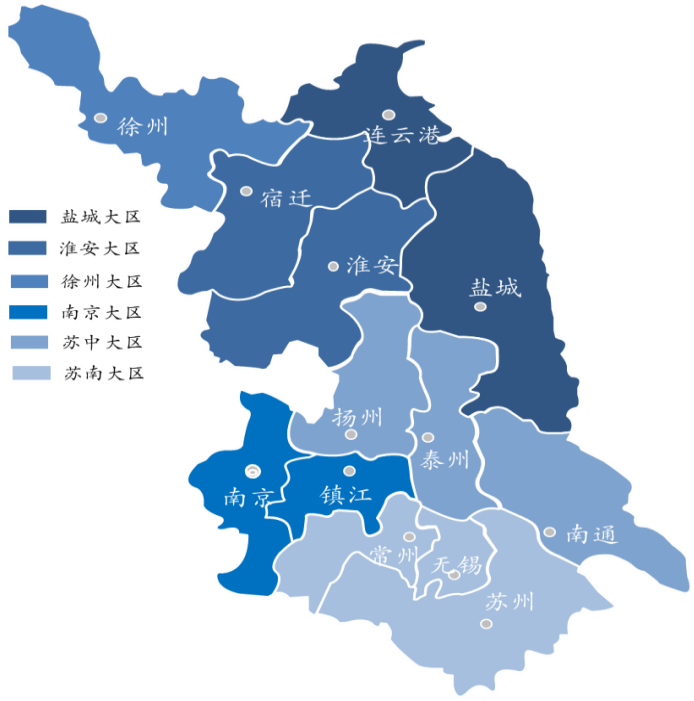
图表 24 深度协销与传统大商制优劣势对比

	深度协销模式	传统大商制
模式梳理	渠道人员以酒企体内员工为主，直接向公司汇报、并由公司统一管理	渠道基本由大经销商控制，酒企提供战略方向，大商负责具体运营
渠道掌控力度	酒企直控终端，渠道扁平化，酒企精细化管理	渠道大商主导，渠道各类信息对酒企不透明，管理难度较大
渠道投入	酒厂直控终端，厂家直投，渠道投入通常较高	酒厂对渠道建设投入较少
渠道利润	以渠道达成酒企制定的销售任务、收获返利为主，渠道利润相对较弱	大商自行调整销售策略，依靠价差获利，渠道利润相对丰厚
优势	终端掌控力度强，减小窜货风险，具备可持续发展基础	从 0~1 过程中放量迅速，渠道积极性较高
劣势	进入成熟期后渠道低利润率，经销商动力不足	酒厂易受大商制约，大商主导或产生渠道混乱

资料来源：华安证券研究所整理

省内组织架构扁平化，加强响应速度。2018 年，公司将省内营销组织扁平化，营销决策点前移，将原本 13 个大区调整为 6 个，取消地市营销中心，改为县办事处直接与大区经理对接，**加强各大区细分市场响应速度。**六个大区分别为苏南大区（苏州、无锡、常州）、南京大区（南京、镇江）、苏中大区（扬州、泰州、南通）、淮安大区（淮安、宿迁）、盐城大区（盐城、连云港）、及徐州大区。

图表 25 今世缘省内大区扁平化分布



资料来源：华安证券研究所整理

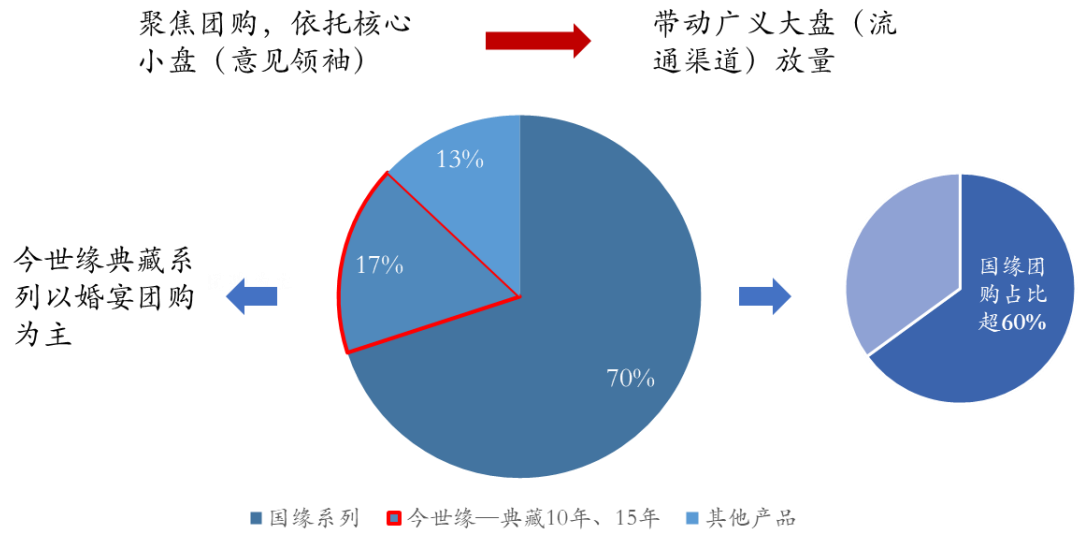
2.3.2 团购优势明显，流通渠道下沉

团购带动核心盘中盘，次高端白酒发展核心要素。我们认为，**要做好次高端以上白酒消费端培育，一定要长期抓住核心意见领袖，因此聚焦团购、依托核心小盘（意见领袖）带动广义大盘（流通渠道）放量是次高端以上白酒企业成长的核心路径。**

今世缘团购优势明显。公司实际控制人涟水县政府通过今世缘集团持有公司 44.72%股权，因此公司在江苏以团购服务于政府机关单位起家，虽 2012 年后，国家限制三公消费致政府团购需求大幅下滑，但公司积极开发团购场景创新，由以政务为主的团购需求向商务团购需求转型，新一类需求对象包括企事业客户商务需求、个人客户社宴需求（例如婚宴、喜宴等）。**目前今世缘团购渠道收入占比超过 60%，是公司销售收入主要来源。**

省内消费升级加强团购优势。江苏核心的快速发展来自于经济发展带来的消费升级，因此中期省内核心增长点来自于次高端以上白酒增量；同时，对比次高端价位段产品与中低价位段产品的渠道推力，团购渠道在高价位产品的渠道推力及客户粘性显著强于流通零售渠道，因此**我们预计在江苏省内消费升级的过程中，公司团购渠道的优势有望得到强化。**

图表 26 团购渠道仍为公司主要渠道模式



资料来源：华安证券研究所整理

流通渠道下沉，利润率仍有相对优势。我们认为，**当前国缘系列核心意见领袖培育效果逐步显现，正处于小盘转向大盘的放量期**，国缘系列产品尚处于产品生命周期的快速成长期。根据渠道调研了解，今世缘产品发力流通渠道时间点显著晚于洋河，至 2019 年末江苏省内经销商 330 个、明显少于洋河的数千个，终端网点密度相对偏低、价格透明度亦偏低，因此目前公司推广流通渠道过程中单品利润率水平明显高于竞品。2019 年随着公司流通渠道持续推进，产品渠道利润率较此前略有边际回落，但基于竞品洋河受疫情影响海之蓝、天之蓝系列调整期拉长，**我们预计中短期内今世缘流通渠道利润率仍高于竞品洋河，渠道积极性有望保持较好水平。**

2.3 格局：省内布局初步完成，国缘持续高歌猛进

2.3.1 省内消费升级领先，次高端扩容更显著

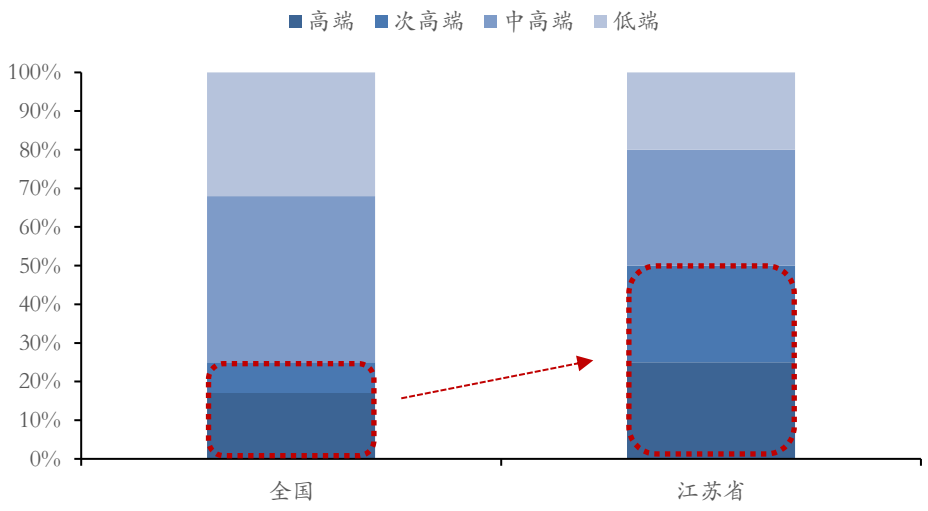
目前市场对江苏省次高端白酒的竞争格局尚未形成一致预期，部分观点认为在洋河绝对体量压制、及公司在省内渗透率已高的情况下，后续或难有作为，**我们认为，江苏省内次高端白酒是处于成长期的增量市场，且当前今世缘在省内苏中、苏南地区仍有较大增量空间，预计中期国缘仍将呈现快速增长之势。**

江苏消费升级明显，次高端以上扩容领先。江苏省人均可支配收入显著高于全国人均可支配收入水平，带动商务活动频繁，对高端及次高端产品需求量巨大，消费升级领先全国。近年，**江苏白酒主流消费价位从 200 元左右向 300 元以上跃迁，苏南区域向 400 元以上价位跃迁。**根据渠道调研了解，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，根据渠道调研了解，江苏省高端白酒（600 元以上价位带）规模占比约 25%，对应约 100 亿规模，高于全国水平的约 17%；**江苏省次高端白酒（300 元~600 元价位带）规模占比约 25%，显著高于全国水平的约 8%**；江苏省中高端白酒（100~300 元价位带）规模占比约 30%，低于全国水平的约 43%；江苏省低端白酒（低于 100 元价位带）规模占比约 20%，低于全国水平的约 30%。

我们认为，**江苏省白酒消费主流价格带已经完成了向 300 元以上价位段的跃迁，江苏省经济快速发展过程中带动消费升级趋势领先全国，因此预计未来 3 年省内次高端扩容速度将持续领跑全国。**

图表 27 江苏省白酒消费结构显著高于全国平均水平

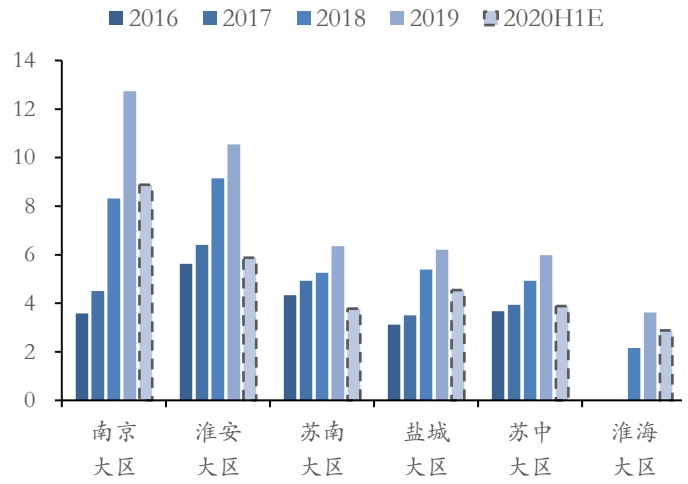


资料来源：产业信息研究网，华安证券研究所

2.3.2 省会逆袭局部放量，苏南苏中空间仍大

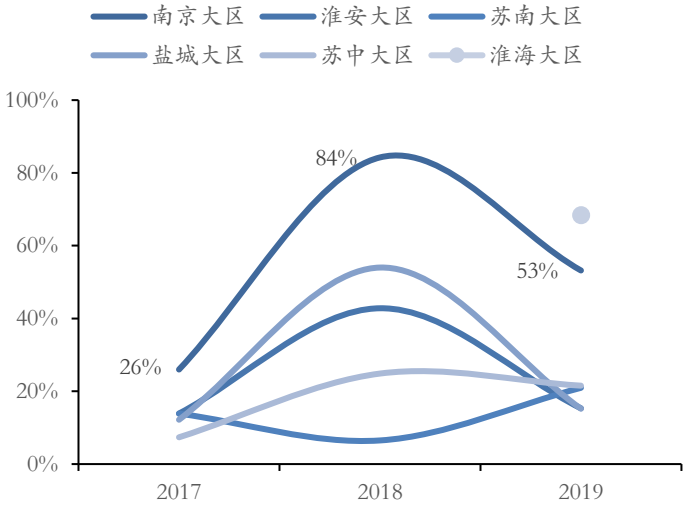
今世缘省会市场快速渗透。公司立足于省内苏北大本营市场、围绕淮安大区展开。2019 年，今世缘在省会南京大区快速渗透，实现销售收入 12.7 亿元，同比增长 53%，收入占比约 28%,超过淮安大本营为公司第一大收入来源,今世缘成功突破省会市场，从规模上与洋河形成并驾齐驱之势，有望对其他区域形成引领带动作用。**我们认为，目前今世缘仅仅是省内局部区域放量，后续江苏省内存在显著成长空间。**

图表 28 今世缘省内各大区销售收入（2016~2019，亿元）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 29 今世缘省内各大区销售收入增速（2017~2019）



资料来源：wind，华安证券研究所

细分来看，2019 年今世缘江苏省根据地淮安大区随基数垫高保持稳健增长，苏南大区、苏中大区核心市场快速起势、增长提速，南京大区样板市场、徐州大区桥头堡市场保持超过 50%的快速增长。**公司目前在省内份额约 12%，预计中期公司省内将发力苏中苏南增量市场，省内份额仍有较大的提升空间。**

南京大区：

南京市场作为江苏省会，白酒市场容量超过 50 亿元，是公司江苏省内发展的核心样板市场，2019 年，实现销售收入 12.7 亿元，同比增长 53%，成功突破省会市场，**超过淮安大区大本营成为今世缘江苏省内第一大市场，从规模上与洋河形成并驾齐驱之势，有望对其他区域形成引领带动作用。**我们认为，公司南京大区延续高速增长主要来自于两方面原因：

1.团购市场优势带动意见领袖的国缘消费氛围。公司多年来通过在南京发力团购市场、培养了一批口碑好的意见领袖，带动了次高端国缘系列消费氛围，进而以点带面带动大众消费市场。目前南京大区在意见领袖带动下国缘消费氛围浓重，**后续公司在南京大区借助团购渠道优势，有望持续发力；**

2.公司流通渠道利润高于竞品，渠道经销商动销意愿强，2018 年前洋河在省内核心市场全面压制今世缘，但 2019 年省内国缘对开大单品的主要竞品洋河天之蓝进入调整期，公司把握机遇扭转了竞争态势，南京市场已全面起势，国缘对开逐步对洋河天之蓝形成替代，目前南京市场竞争格局有利于今世缘持续发力，**且受益于我们上文提到的中短期内今世缘流通渠道利润率仍高于竞品洋河，渠道积极性有望保持较好水平。**

苏南、苏中大区：

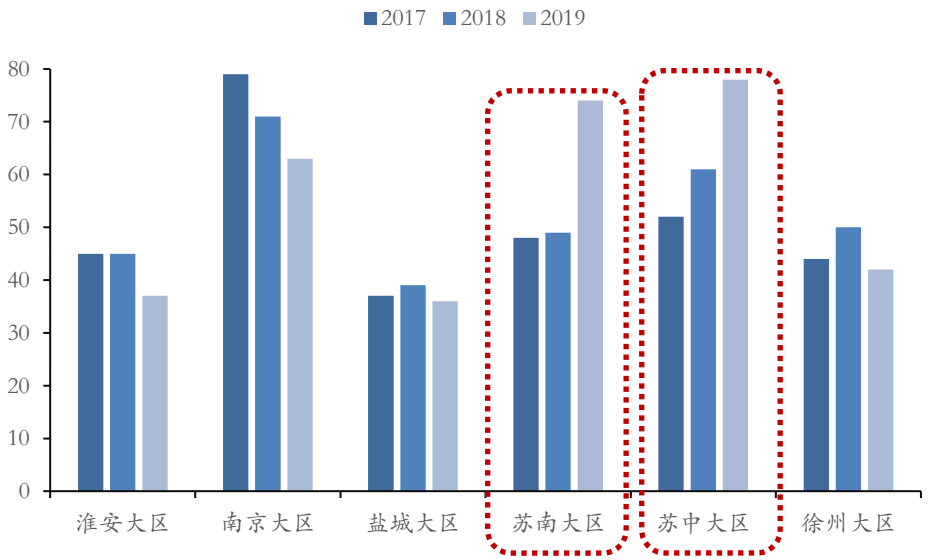
2019 年，苏南大区实现销售收入约 6.4 亿元，同比增长约 21%，**苏中、苏南大区是公司江苏省内后续发展的重点战略市场，其中苏南更为重要、且具有显著的增量空间**，主要原因是：

1.以苏州、无锡、常州为代表的苏南市场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，基于苏南大区经济水平领先全省，我们预计**苏南消费升级更加快速、次高端白酒增速亦有望领跑全省，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、借鉴经验、复制南京样本市场的渠道成功；**

2.南京及苏北大区以地产酒为主流，南京洋河与今世缘市场份额约 70%，渗透率提升空间有限，但苏南大区消费者更为开放，根据渠道调研了解，苏南大区外来品牌例如全国名酒（茅五泸剑）、徽酒（以古井、口子窖为主的地产酒）百花争鸣，江苏地方白酒洋河、今世缘合计份额仅有约 30%。在此背景下，**今世缘作为江苏地方酒企、次高端价位段产品布局领先、叠加渠道、产品策略借鉴南京市场的成功经验，公司苏中苏南市场份额有望提升。**

3.目前苏南大区基数较低、销售收入占公司省内收入比重仅约 14%，基于我们对苏南大区增长潜力的乐观判断，后续苏南大区收入增速有望持续提速，中期有望复制南京核心样板市场的高增长。

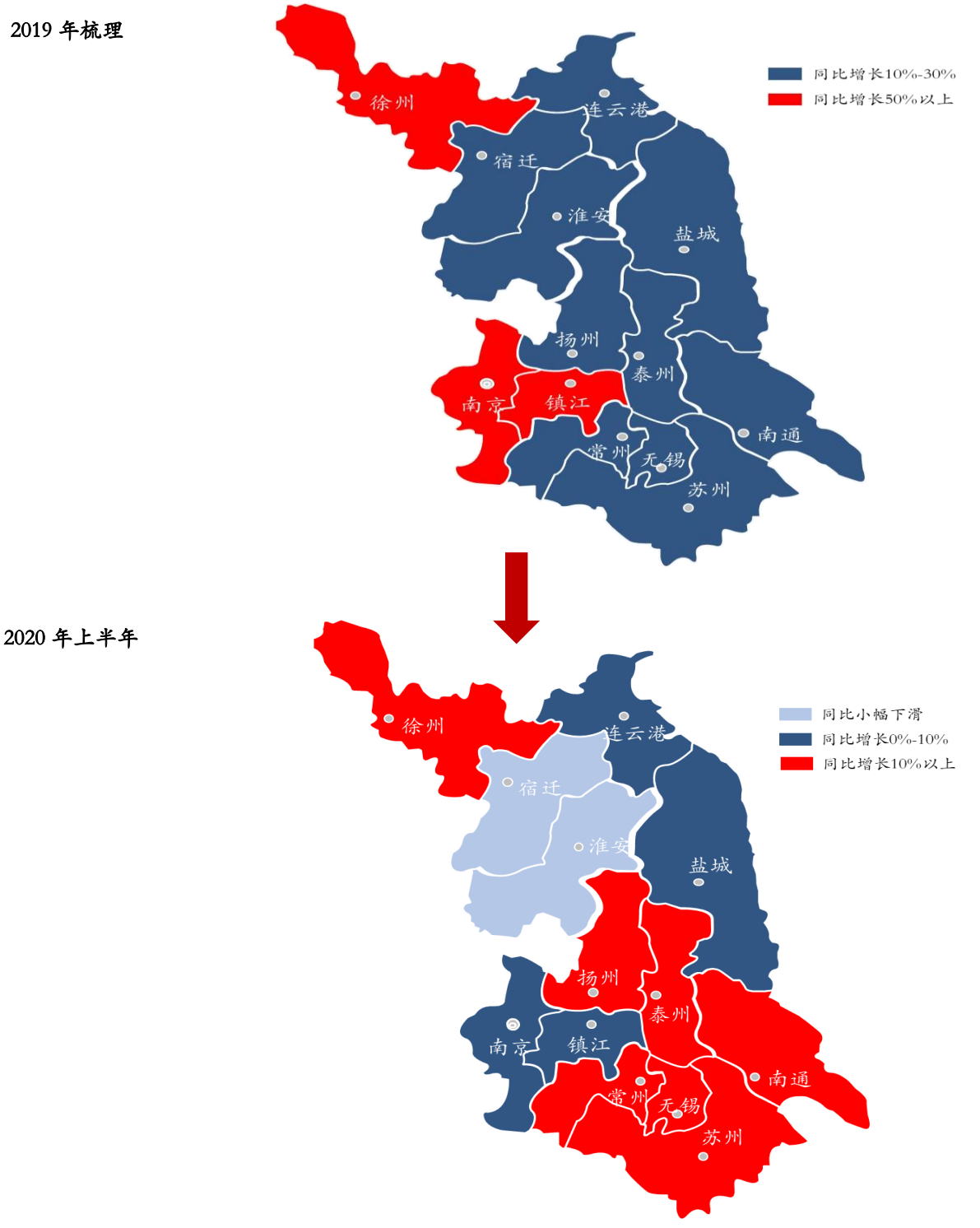
图表 30 2019 年苏中苏南大区经销商数量上升反应公司重点布局苏中苏南(单位：个)



资料来源：华安证券研究所整理

苏中苏南逆势增长，销售口径验证省内战略。根据渠道调研了解，2020H1 今世缘江苏省内各大区略有分化，按照销售口径收入，受疫情影响，淮安大本营小个位数下滑，盐城大区同比基本持平，南京大区同比小个数增长，苏中、苏南及淮海大区仍有约双位数增长，通过销售口径收入，侧面验证公司省内市场的战略布局方向。

图表 31 2020 年上半年苏中苏南逆势增长



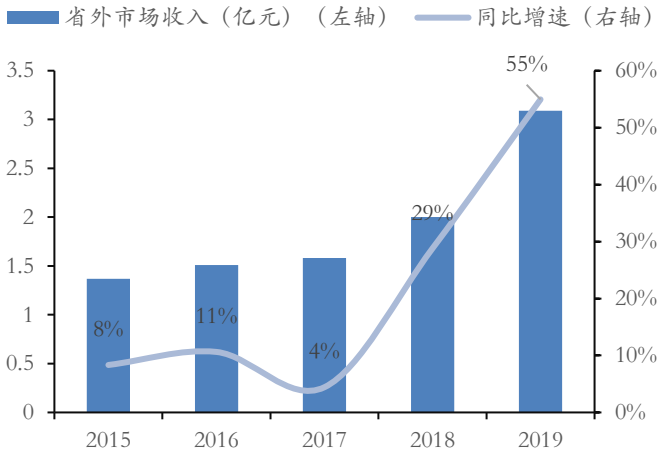
资料来源：华安证券研究所整理

2.4 格局：省外市场突破发展，即将迎来质的变化

2.4.1 聚焦“1+2+4”战略，省外持续高速增长

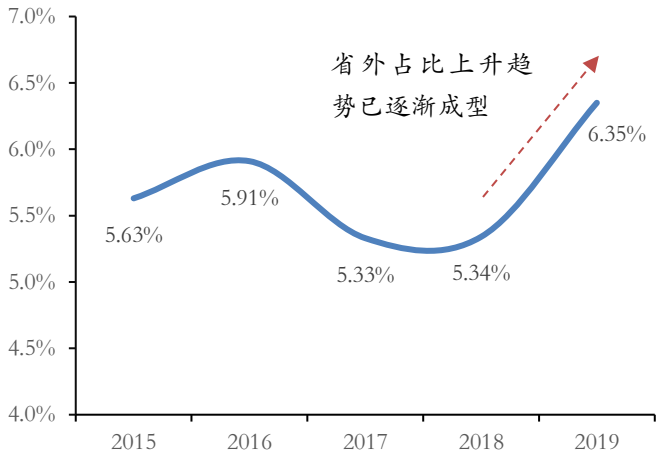
省外低基数下高增长，区域质态明显提升。2019 年，今世缘省内实现销售 45.4 亿元，占比 93.2%，同比增长 29.2%；省外实现销售 3.09 亿元，占比 6.35%，同比增长 55%（2018 年省外收入 2.00 亿元，同比增长 28.8%），低基数下较 2018 年持续提速。

图表 32 今世缘省外收入规模及增速快速增长



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 33 今世缘省外收入占比提高



资料来源：wind，华安证券研究所

2019 年公司省外发展战略调整为“1+2+4”战略，其中 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。

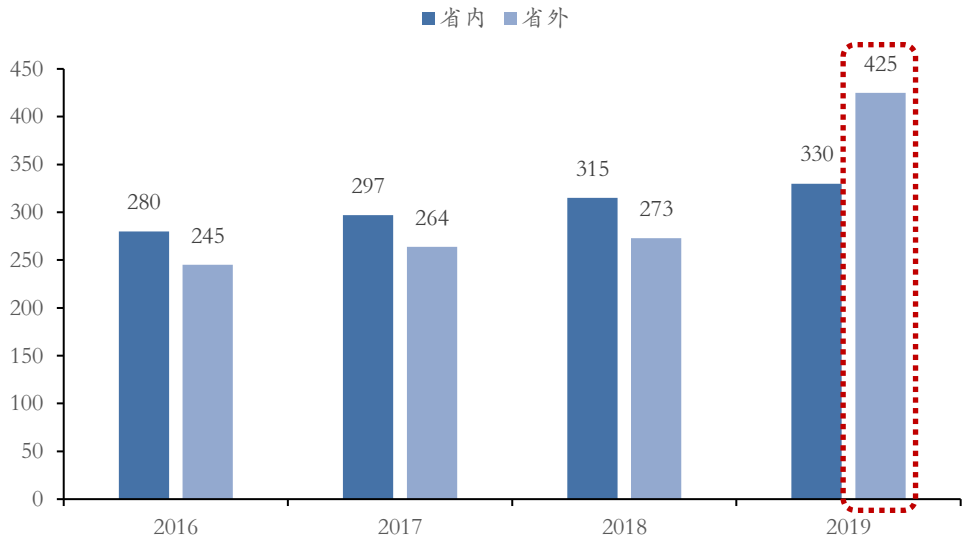
发展大会明确全国化发展。根据 2020 今世缘发展大会规划，2020 年“全国化”将围绕市场发展关键点主动布局，尽快实现由量变向质变转变，公司目标 **2020 年省外销售额要在 2019 年基础上翻一番。**区域上，**遵循“全面规划，重点突破，周边辐射，梯次开发”策略，**明确重点区域规划；品牌上，按照国缘、今世缘双品牌运作理念系统谋划，放大品牌传播效应；资源配置上，完善团队组织架构，提升市场运营质效；渠道上，通过团购渠道逐步推广国缘系列，并借助现有经验切入宴席市场。

山东定位首要市场，战略方向精准。山东省白酒市场规模超过 400 亿元，消费习惯上，山东白酒消费者在香型上普遍偏爱淡雅浓香白酒（山东白酒消费人群饮酒绝对量大、因此对度数有偏低的要求），具有“江苏白酒情结”。**今世缘作为江苏地方白酒、主要产品以 42 度中度浓香白酒为主，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。今世缘作为江苏地方酒企，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。

2.4.2 省外市场突破发展，即将迎来质的变化

2020 年省外市场持续推进招商。市场一定程度担心目前今世缘省外市场体量较小、品牌较弱，招商过程中渠道经销商接受意愿或偏弱，但我们认为，今世缘省外招商存在机会，主要原因是：一方面，地方渠道商更愿意做全国性名酒大品牌，但多数名酒的核心产品实行配额制，拿货数量有限；另一方面，地方小品牌规模较小、受众消费者有限，渠道商对地方小品牌偏好有限；因此，**当前地方渠道商更愿意布局在根据地市场已经形成规模、并正在推进全国化的、有产品力的品牌。**基于上述原因，**目前今世缘在省外招商节奏保持较好水平。**2019 年，公司省外持续快速招商，净新增签约经销商 152 家，省外累计经销商 425 家。

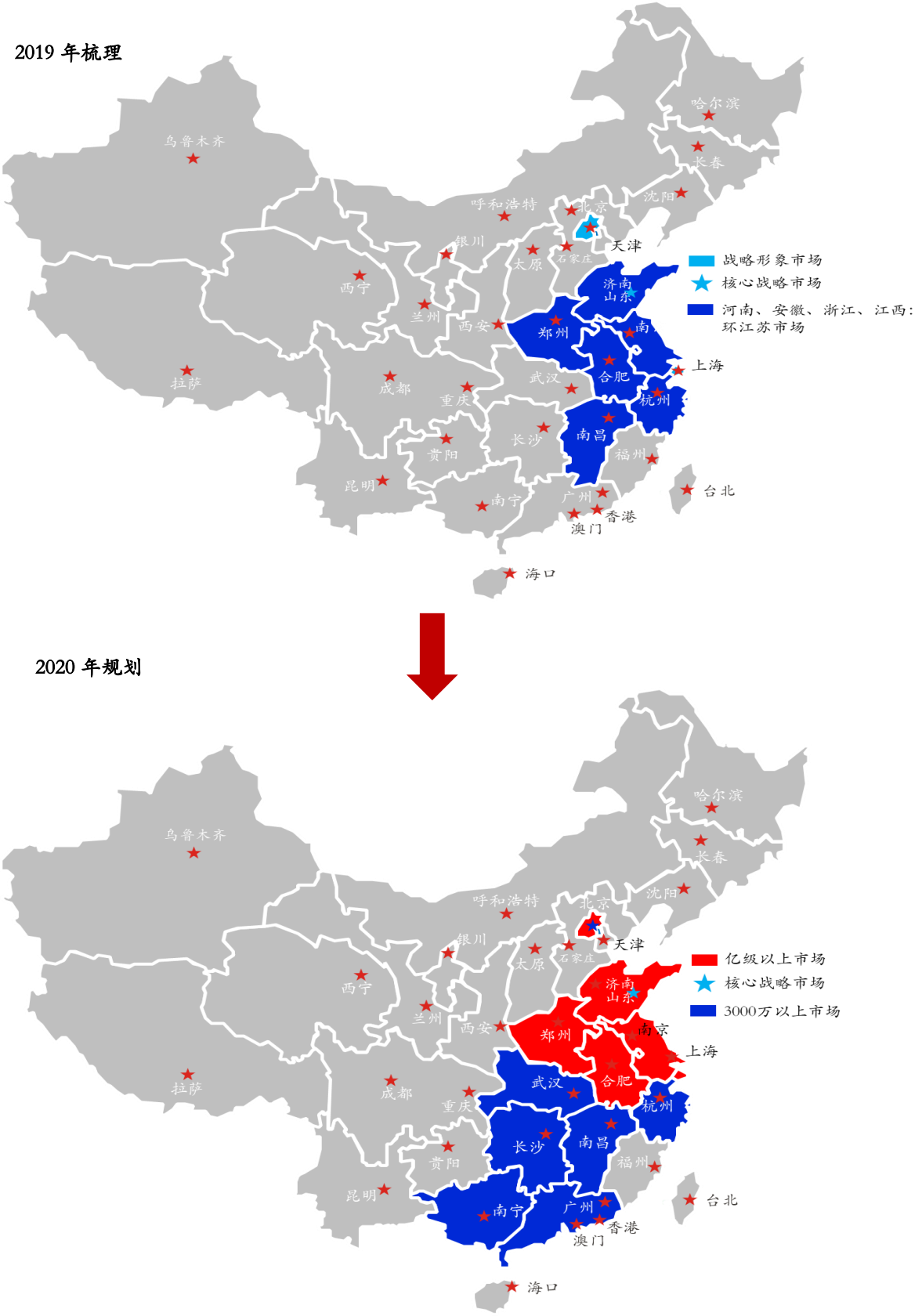
图表 34 今世缘省外市场经销商快速增长（单位：个）



资料来源：wind，华安证券研究所

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。**我们认为，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。**

图表 35 2020 年今世缘规划 5 个亿元市场、3000 万以上市场 9 个



资料来源：华安证券研究所整理

三、盈利预测及投资建议

3.1 国缘系列快速增长，一季度疫情影响可控

产品结构持续上移，营业收入近 50 亿。2019 年，今世缘实现营收 48.7 亿元，同比增长 30.3%，其中白酒收入 48.4 亿元，占比 99.4%；实现归母净利润 14.6 亿元，同比增长 27.0%。2019 年今世缘深耕次高端价格带，以国缘系列为主的特 A 类产品实现收入 42.4 亿元，同比增长 36.6%，收入占比约 88%；2019 年期间费用率同比提高 1.11pct 至 20.7%，其中销售费用率同比提高 1.84pct 至 17.5%，主要受业务增长广告费等投放加大所致，管理费用率相对平稳。综合来看，销售净利率小幅下滑，同比下降 0.86pct 至 29.9%。此外，2019 年底预收账款 13.0 亿元，同比增长 11.62%，经营现金流量净额 13.1 亿元，同比增长 16.6%，预收款和现金流表现较好。

一季度疫情影响可控，国缘韧性显现。今世缘春节前完成全年任务超过 30%，其中南京等重点城市回款超过 35%，一定程度上受益于洋河梦之蓝 M6 换代停货，国缘系列动销良好。但公司整体仍受疫情影响，2020 年一季度实现营业收入 17.7 亿，同比下滑 9.4%，归属母公司净利润同比下滑 9.5%，细分品类中以 V 系列、四开对开为主的特 A+类白酒韧性仍强，特 A+类白酒实现营收 9.9 亿元，同比下滑 3.8%

3.2 利润率看稳中有升，全年仍看双位数增长

全年双位数增长仍有望实现。展望 2020 年全年，2020 年公司目标收入和利润增长双 10%以上，考虑公司期权激励要求（2020 年目标超 11%），及 V 系列快速增长、四开受疫情影响下上半年仍有 20%以上增长，我们预计 2020 年公司白酒业务实现收入 55.8 亿元，同比增长约 15.3%，按产品种类拆分，预计特 A+类（以国缘 V 系列、K 系列、四开为主）受益于次高端扩容、同比增长 23%、增速领跑各细分产品；预计特 A 类（以对开、单开、淡雅，今世缘典藏 15、10 年为主）同比增长 10%；预计 A 类产品短期承压，同比下滑 10%，2021 年起有望恢复性增长；其他低档产品同比延续下滑。

看好公司利润率稳中有升。毛利率方面，预计今世缘产品结构持续上移，我们看好公司毛利率稳中有升。费用率方面，公司处于新五年发展期起势阶段，省内渠道下沉、深度协销精耕细作，省外持续招商开拓渠道，预计短期内不会降低费用投放，广告费用绝对数额仍将持续增长以加强品牌力建设，叠加疫情短期加大费用投放影响，因此预计销售费用率略有增长；管理费用率预计在规模效应下有望小幅下降。综合来看，我们预估 2020 年公司整体实现营业收入 56.1 亿元，同比增长 15.2%、预估 2020 年公司实现归母净利润 17.1 亿元，同比增长 17.3%。

图表 36 公司细分业务盈利预测

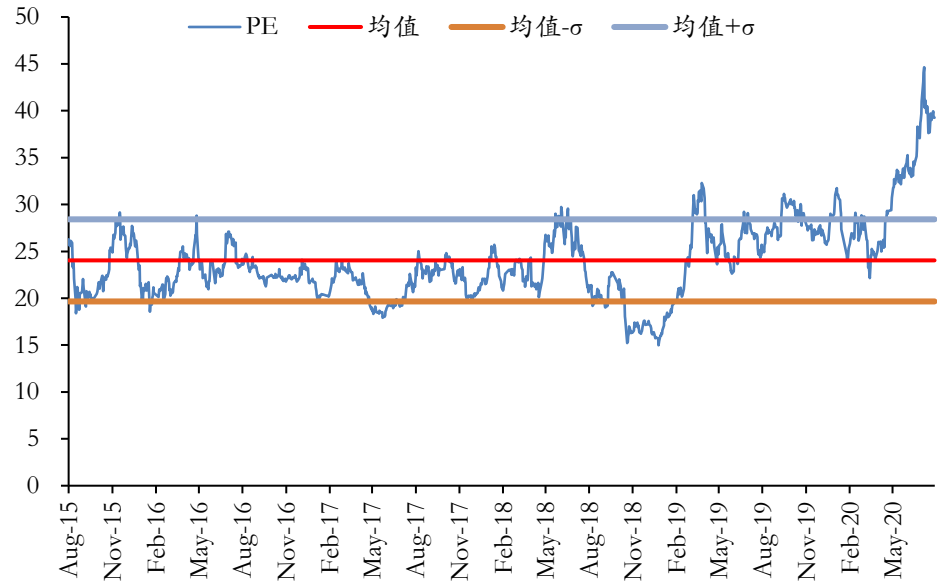
	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,957.48	3,740.93	4,873.60	5,612.37	6,991.44	8,490.84
YoY（%）	16%	26%	30%	15%	25%	21%
毛利率（%）	72%	73%	73%	75%	76%	77%
其中：白酒业务						
营业收入（百万元）	2,918.88	3,698.59	4,836.97	5,575.30	6,954.21	8,453.46
YoY（%）	16%	27%	31%	15%	25%	22%
毛利率（%）	72%	73%	73%	75%	76%	78%
特A+类						
营业收入（百万元）	1,293.08	1,845.25	2,716.12	3,347.67	4,486.69	5,791.96
YoY（%）	38%	43%	47%	23%	34%	29%
占比（%）	44%	50%	56%	60%	65%	69%
特A类						
营业收入（百万元）	1,047.54	1,263.16	1,527.95	1,675.01	1,904.97	2,084.78
YoY（%）	10%	21%	21%	10%	14%	9%
占比（%）	36%	34%	32%	30%	27%	25%
A类						
营业收入（百万元）	256.07	308.39	314.10	282.69	310.96	342.05
YoY（%）	-2%	20%	2%	-10%	10%	10%
占比（%）	9%	8%	6%	5%	4%	4%
B类						
营业收入（百万元）	159.49	165.13	167.99	159.59	151.61	144.03
YoY（%）	-16%	4%	2%	-5%	-5%	-5%
占比（%）	5%	4%	3%	3%	2%	2%
C类						
营业收入（百万元）	151.79	108.37	101.35	101.35	91.22	82.09
YoY（%）	-13%	-29%	-6%	0%	-10%	-10%
占比（%）	5%	3%	2%	2%	1%	1%
大曲类						
营业收入（百万元）	10.91	8.29	9.46	8.99	8.76	8.54
YoY（%）	-18%	-24%	14%	-5%	-3%	-3%
占比（%）	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%

资料来源：wind，华安证券研究所

3.3 投资建议

今世缘当前处于高速成长期，产品端，聚焦国缘系列切割次高端及以上白酒市场，产品结构有望持续升级；渠道端，组织架构推进扁平化，持续依托团购布局零售；格局端，省内布局初步完成，成功突破省会市场，正待发力苏中苏南，省外区域质态明显提升，规划 5 个亿级市场，即将迎来质变。我们预计公司 2020~2022 年收入分别为 56.1、69.9、84.9 亿元，同比分别+15%、+25%、+21%，归母净利润分别为 17.2、21.7、26.7 亿元，同比分别+18%、+26%、+23%，当前股价对应 2020~2022 年 P/E 分别为 32.0x、25.3x、20.6x，公司作为次高端明星，省内市场空间仍大、泛全国化布局可期，中长期业绩确定性较高，首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表 37 今世缘 P/E TTM



资料来源：wind，华安证券研究所

风险提示

1) 消费升级节奏不及预期，次高端白酒发展低于预期；
2) 江苏省内苏南、苏中大区表现不及预期；
3) 省外开拓进度不及预期。

华安证券 HUAAN RESEARCH

财务报表与盈利预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	6,491	7,805	9,012	10,171
现金	1,607	2,201	2,764	3,240
应收账款	46	70	90	98
其他应收款	14	22	23	28
预付账款	24	26	32	44
存货	2,151	2,673	3,024	3,384
其他流动资产	2,650	2,813	3,079	3,377
非流动资产	3,571	4,028	5,021	6,457
长期投资	15	12	13	13
固定资产	1,026	961	896	831
无形资产	129	121	113	105
其他非流动资	2,401	2,934	3,999	5,507
资产总计	10,062	11,833	14,033	16,628
流动负债	2,778	3,359	3,987	4,651
短期借款	0	0	0	0
应付账款	197	234	254	296
其他流动负债	2,580	3,125	3,733	4,354
非流动负债	78	35	41	48
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负	78	35	41	48
负债合计	2,856	3,394	4,028	4,699
少数股东权益	0	0	0	0
股本	1,255	1,255	1,255	1,255
资本公积	717	717	717	717
留存收益	5,222	6,467	8,034	9,958
归属母公司股东	7,206	8,439	10,005	11,929
负债和股东权	10,062	11,833	14,033	16,628

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	1,307	1,069	1,097	1,145
净利润	1,458	1,716	2,166	2,666
折旧摊销	104	74	73	73
财务费用	1	(29)	(37)	(45)
投资损失	(173)	(173)	(173)	(173)
营运资金变动	(2)	(663)	(1,076)	(1,520)
其他经营现金	(80)	144	144	144
投资活动现金	(1,163)	176	172	173
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(4)	3	(1)	(1)
其他投资现金	(1,159)	173	173	173
筹资活动现金	(436)	(442)	(563)	(697)
短期借款	(20)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	(1)	0	0	0
其他筹资现金	(415)	(442)	(563)	(697)
现金净增加额	(292)	804	707	620

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,874	5,612	6,991	8,491
营业成本	1,325	1,431	1,670	1,915
营业税金及附加	881	1,015	1,264	1,535
销售费用	853	980	1,221	1,483
管理费用	207	238	297	360
财务费用	(50)	(29)	(37)	(45)
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收	144	144	144	144
投资净收益	173	173	173	173
营业利润	1,951	2,295	2,895	3,560
营业外收入	3	3	3	3
营业外支出	13	13	13	13
利润总额	1,942	2,285	2,885	3,551
所得税	484	569	719	884
净利润	1,458	1,716	2,166	2,666
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,458	1,716	2,166	2,666
EBITDA	2,021	2,340	2,931	3,588
EPS（元）	1.16	1.37	1.73	2.13

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	30.28%	15.16%	24.57%	21.45%
营业利润	28.72%	17.59%	26.15%	22.99%
归属于母公司净利	26.71%	17.68%	26.26%	23.07%
获利能力				
毛利率(%)	72.81%	74.51%	76.12%	77.45%
净利率(%)	29.92%	30.57%	30.99%	31.40%
ROE(%)	20.23%	20.33%	21.65%	22.35%
ROIC(%)	51.32%	185.12%	98.00%	109.%
偿债能力				
资产负债率(%)	28.38%	28.68%	28.70%	28.26%
净负债比率(%)	11.81%	7.76%	6.29%	6.60%
流动比率	2.34	2.32	2.26	2.19
速动比率	1.56	1.53	1.50	1.46
营运能力				
总资产周转率	0.52	0.51	0.54	0.55
应收账款周转率	117.30	139.84	121.37	123.78
应付账款周转率	28.44	26.04	28.68	30.88
每股指标（元）				
每股收益(最新摊	1.16	1.37	1.73	2.13
每股经营现金流	1.04	0.85	0.87	0.91
每股净资产(最新	5.74	6.73	7.98	9.51
估值比率				
P/E	37.6	32.0	25.3	20.6
P/B	7.6	6.5	5.5	4.6
EV/EBITDA	17.20	20.77	16.13	12.70

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师 文献：华安证券食品饮料首席分析师，十二年食品饮料研究经验。
联系人 姚启璠：华安证券食品饮料研究员，三年研究经验，重点覆盖白酒板块。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。