



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

稳中求进，蓄力后百亿新征程

买入（首次）

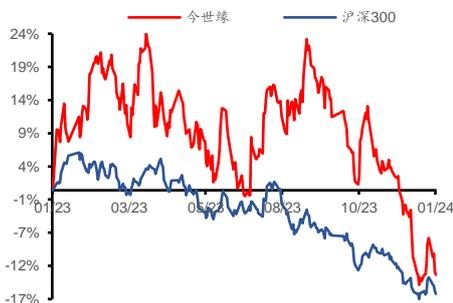
行业：食品饮料
日期：2024年01月08日

分析师：王殊琳
Tel: 021-53686405
E-mail: wangzhulin@shzq.com
SAC 编号: S0870523050001

基本数据

最新收盘价（元）	45.75
12mth A 股价格区间（元）	44.93-66.35
总股本（百万股）	1,254.50
无限售 A 股/总股本	100.00%
流通市值（亿元）	573.93

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

■ 投资摘要

历史悠久厚积薄发，深化改革步履不停。公司前身是江苏省淮安市涟水县高沟酒厂，为名酒“三沟一河”的重要代表之一。上市以来公司经营情况表现稳健，2015-2022年间，营收及归母净利润CAGR分别为18.35%/20.33%，ROE持续提升至24.58%。2022年新董事长顾祥悦上任后深化改革，组建“四部一司”，分品牌运营，进一步提升单品牌运行效率，同时落地新的股权激励计划，深度绑定核心员工利益，激发组织活力。

三大品牌布局全价格带，借力团购提升流通势能。产品结构方面，公司多年沉淀形成国缘/今世缘/高沟三大品牌，其中国缘作为核心品牌占比约80%，其成功把握省内升级趋势，旗下三大系列定位清晰：“K系”300-600元夯实业绩基本盘，“V系”600元+向上引领提升品牌势能，“雅系”100元+向下延伸填补大众价格带，实现中间稳两端扩容的发展态势。另有今世缘品牌聚焦婚喜宴市场，高沟品牌布局光瓶酒市场，覆盖多元场景。

渠道结构方面，公司凭借长期在团购渠道培育形成的口碑优势，顺势而为逐步切入流通渠道，积极构筑“1+1+N”厂商一体化体系，配合控价分利等方式合理分配多方利益，不断推进渠道扁平化和经销商优化，提升组织运行效率，维持经销体系健康合理发展。

天然区位优势得天独厚，省内持续精耕潜力可期。江苏省白酒市场具备较大的市场容量，消费价格带持续升级，当前省内300-400元以上价格带呈增长态势，区域上苏北、苏中、苏南呈阶梯式升级。公司因地制宜分区精耕：高地市场南京、淮安四开步入成熟期，大力布局国缘V系打造第二成长曲线；苏南消费力强但受外来名酒竞争，持续强化四开品牌力，培育高端V系；苏中处于品牌势能释放期，深耕四开保持增长动能；苏北区域以本土品牌为主，消费量大价低，高沟品牌复兴以及未来K系随着当地消费升级放量有望带动增长。

省外明确发展新思路，坚定“品牌+区域”双聚焦。2011年以来省外营收占比维持在5%-7%，省外营收体量随整体收入规模增长逐年提升，2018-2022年CAGR达26.96%。2023年公司厘清省外发展思路，坚持聚焦“国缘”品牌和周边市场：1) 长三角协同布局“V系”，全国化主推“K系”，推出新品六开，拔高产品战略定位，重塑省外国缘品牌；2) 确立10个省外重点板块，探索省外开拓新模式。公司具备名酒基因，未来受益于省内品牌辐射带动，有望在长三角环江苏地区率先打开局面

■ 投资建议

首次覆盖，给予“买入”评级。未来公司增长核心在于产品结构的优化以及省内薄弱区域的进一步下沉。随着南京、淮安地区V3的快速放量，V系有望接棒开系向上提升品牌位势，单开、淡雅等低价格带系列产品则向下延伸承接日常消费需求，省内市场尤其是苏中苏南区域

仍未触及收入天花板，短期内无需过度担忧省内竞争问题，中长期看好公司周边市场开发及全国化拓展。预计公司23-25年营业收入分别为100.50/125.86/154.61亿元，同比增长27.4%/25.2%/22.8%；归母净利润31.56/39.77/49.26亿元，同比增长26.1%/26.0%/23.9%，对应PE分别为18.18/14.43/11.65倍。

■ 风险提示

经济下行，产品升级不及预期，省内竞争加剧，食品安全及其他核心假设不及预期风险。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7888	10050	12586	15461
年增长率	23.1%	27.4%	25.2%	22.8%
归母净利润	2503	3156	3977	4926
年增长率	23.3%	26.1%	26.0%	23.9%
每股收益（元）	2.00	2.52	3.17	3.93
市盈率（X）	22.93	18.18	14.43	11.65
市净率（X）	5.19	4.31	3.54	2.93

资料来源：Wind，上海证券研究所（2024年01月05日收盘价）

目 录

1 苏酒代表之一，深化改革再出发	5
1.1 历史悠久，厚积薄发.....	5
1.2 营收利润增长稳健，ROE 持续提升.....	6
1.3 事业部改革持续推进，股权激励落地彰显信心.....	9
2 竞争优势：品牌+渠道双赋能	11
2.1 品牌端：多年沉淀形成“三品牌多品系”战略格局.....	11
2.1.1 国缘：分品系运作，打造品牌势能.....	11
2.1.2 今世缘：聚焦婚喜宴市场，拓展日常消费.....	13
2.1.3 高沟：品牌复兴，布局光瓶酒市场.....	14
2.1.4 产品持续升级，强化消费者品牌认知.....	15
2.2 渠道端：团购+流通双渠道发力，深度协销构建厂商一体化.....	16
2.2.1 团购渠道精耕培育，流通渠道增厚利润.....	16
2.2.2 构筑厂商一体化，推进渠道扁平化和经销商优化.....	17
3 未来看点：省内精耕攀顶，省外攻城拔寨	19
3.1 地处江苏白酒消费大省，乘风价格带升级红利.....	19
3.2 省内“分区精耕，分品提升”.....	22
3.3 省外“品牌+区域”双聚焦.....	25
4 盈利预测及投资建议	26
4.1 盈利预测.....	26
4.2 投资建议.....	27
5 风险提示：	29

图

图 1：公司发展历程.....	6
图 2：公司 2014-2023Q3 营收规模及增速.....	6
图 3：公司 2014-2023Q3 归母净利润及增速.....	6
图 4：公司 2013-2022 年毛利率及三费率.....	7
图 5：2022 年今世缘/洋河/古井贡酒/迎驾贡酒/口子窖毛销差 分别为 58.97/60.72/49.23/58.86/60.53%.....	7
图 6：2018-2022 年公司 ROE 持续提升.....	8
图 7：2018-2022 年公司净利率维持在 30%左右.....	8
图 8：2018-2022 年公司资产周转率处于区域次高端中游水平	8
图 9：2018-2022 年公司权益乘数不断提升.....	8
图 10：特 A+ 产品收入占比持续提升.....	8
图 11：特 A+ 产品销量高速增长.....	8
图 12：公司股权结构.....	9
图 13：2022 年公司推动“四部一司”组织变革，2023 年对组 织架构进一步优化调整.....	10
图 14：国缘系列产品上市历程.....	12
图 15：公司产品经历三次升级，成功卡位次高端.....	15

图 16: 深耕团购转向“团购+流通”双发力	16
图 17: 构筑良好的厂商一体化渠道体系	17
图 18: 取消区域营销中心, 大区经理直接对接办事处	18
图 19: 省内各大区经销商数量	19
图 20: 省内各大区经销商数量变化	19
图 21: 省内外经销商数量	19
图 22: 省内外经销商数量变化	19
图 23: 江苏省 GDP 持续增长	20
图 24: 江苏省人均可支配收入高于全国人均可支配收入 35%	20
图 25: 江苏省城镇居民食品烟酒人均消费支出高于全国人均水平	20
图 26: 2021 年江苏城镇居民人均饮酒量达 7.5 公斤	21
图 27: 2016-2022 年白酒市场规模 CAGR 达 13.64%	21
图 28: 苏北、苏中、苏南地区白酒消费水平逐级递增	22
图 29: 公司省内收入持续提升	22
图 30: 省内今世缘与洋河的收入差距由 1:4 逐步缩小至 1:2	23
图 31: 2021 年江苏省内竞争格局	23
图 32: 南京和淮安大区作为公司高地市场, 历年来收入占比接近 50%	24
图 33: 2019 年南京大区收入超越淮安大区成为第一大市场, 2022 年苏中大区增速强劲, 单位: 百万元	24
图 34: 省外收入规模持续提升, 占比维持在 5%-7%	25
图 35: 2022 年区域次高端省外收入占比	25

表

表 1: 2022 年营收、归母净利润排名前十白酒上市公司	7
表 2: 主要白酒公司合同负债一览	9
表 3: 2022 年新版股权激励计划方案落地	11
表 4: “国缘”系列主要产品	12
表 5: “今世缘”系列主要产品	14
表 6: “高沟”系列主要产品	15
表 7: 2017 年至今国缘系列经历多次提价	17
表 8: 产品收入结构拆分	26
表 9: 盈利预测表	27
表 10: 可比公司估值对比 (截至 2024 年 1 月 5 日收盘价)	28

1 苏酒代表之一，深化改革再出发

公司地处淮安，位于著名的黄淮名酒带，历史悠久，是江苏省名酒“三沟一河”的重要代表之一，拥有“国缘”、“今世缘”、“高沟”三大品牌。

1.1 历史悠久，厚积薄发

第一阶段：2004 年以前 品牌初创期

公司前身是江苏省淮安市涟水县高沟酒厂。1988 年，国家陆续放开了名酒定价权。随后，鲁酒南下、徽酒崛起、川酒东进、黔酒北上纷纷涌入江苏市场，省内“三沟一河”几乎没有招架之力。高沟酒厂陷入连年亏损、资不抵债的境地，1996 年破产重组。公司领导层经过深刻反思认识到高沟品牌低端固化，最终决定在“高沟”品牌的基础上创立“今世缘”品牌。1997 年 12 月，由涟水县人民政府财政出资 600 万元，并由涟水县国有资产管理局授权涟水商贸和涟水制药作为出资人设立今世缘有限。

第二阶段：2004-2011 巩固发展期

2004 年公司创立“国缘”品牌，瞄准白酒高端市场。但由于行业不景气和管理体制等问题，公司经营不理想。2005 年，公司提出改制方案，以国有绝对控股、经营层少量参股的形式组建新公司，其中国有占股 90%，经营层占股 10%。改制后，公司理顺了企业经营体制，提高经营效率，2005 年当年业绩实现了盈利。此后，今世缘有限经历四次股权转让和四次增资，经营层持股占比不断提升。2011 年，公司整体变更为股份有限公司。

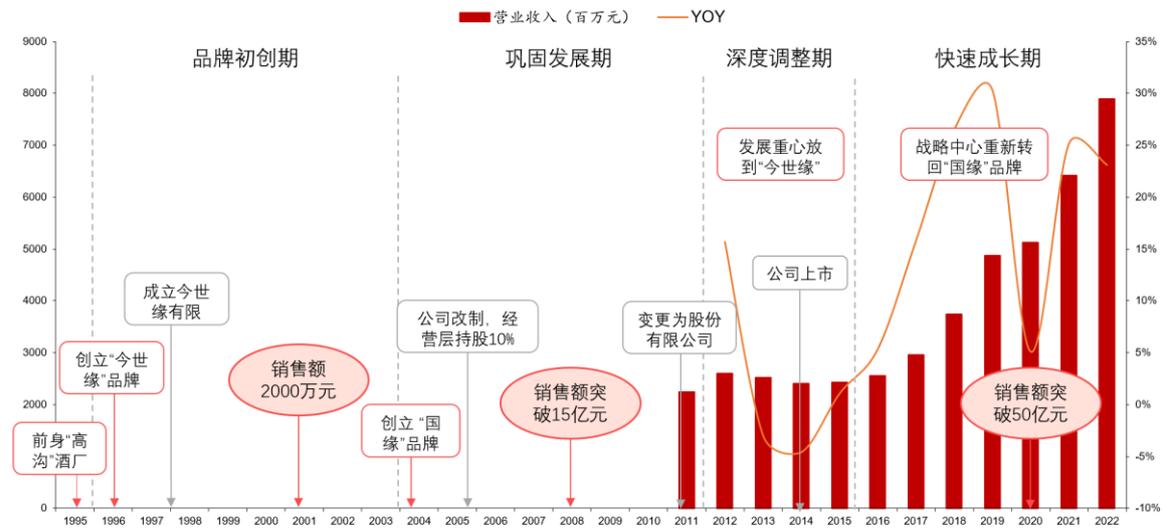
第三阶段：2012-2015 深度调整期

2012 年下半年开始，在严控“三公消费”等一系列因素的复合作用下，白酒行业进入调整期，高端消费尤其是政务消费需求萎缩。今世缘暂缓“国缘”品牌的推广，把发展重心放到了“今世缘”的推广上。2014 年，公司成功上市，成为 IPO 重启后的白酒第一股、淮安市首家上市企业。

第四阶段：2016 年至今 快速成长期

2017 年以后，江苏省内次高端价格带升级扩容，国缘四开、对开销量快速提升，公司将战略中心重新转回“国缘”品牌。2020 年，公司销售额突破 50 亿。2021 年，公司发布《五年战略规划纲要（2021-2025）》，剑指百亿目标。

图 1：公司发展历程



资料来源：Wind，招股说明书，公司官网，酒业家，云酒头条，中国新闻网，华夏酒报，华夏时报，长江水道，中国日报网，上海证券研究所

1.2 营收利润增长稳健，ROE 持续提升

2014 年上市以来公司营收利润表现稳健。2017 年以后受益于江苏省白酒次高端价格带扩容，公司增长提速，尽管 2020 年受疫情因素影响增速有所放缓，2015-2022 年营收及归母净利润 CAGR 仍达 18.35%/20.33%。2022 年公司实现营收 78.88 亿元，归母净利润 25.03 亿元，营收、归母净利润分别位全国白酒上市公司第八位和第七位。2023 年以来公司营收利润仍保持高速增长，2023Q3 同比增速分别达 28.34%/26.63%。

图 2：公司 2014-2023Q3 营收规模及增速



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 3：公司 2014-2023Q3 归母净利润及增速



资料来源：Wind，上海证券研究所

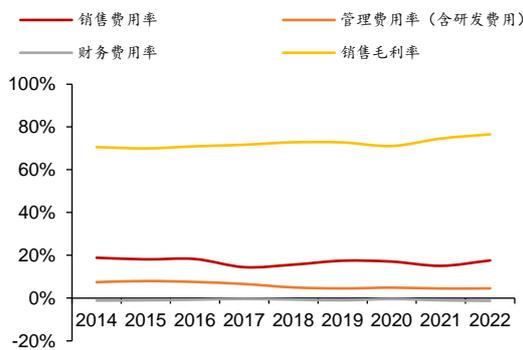
表 1: 2022 年营收、归母净利润排名前十白酒上市公司

排名	上市公司	营业总收入(百万元)	排名	上市公司	归母净利润(百万元)
1	贵州茅台	127553.96	1	贵州茅台	62716.44
2	五粮液	73968.64	2	五粮液	26690.66
3	洋河股份	30104.90	3	泸州老窖	10365.38
4	山西汾酒	26213.86	4	洋河股份	9377.83
5	泸州老窖	25123.56	5	山西汾酒	8095.85
6	古井贡酒	16713.23	6	古井贡酒	3143.14
7	顺鑫农业	11678.34	7	今世缘	2502.79
8	今世缘	7888.03	8	迎驾贡酒	1705.13
9	舍得酒业	6055.53	9	舍得酒业	1685.44
10	迎驾贡酒	5505.30	10	口子窖	1550.15

资料来源: Wind, 上海证券研究所

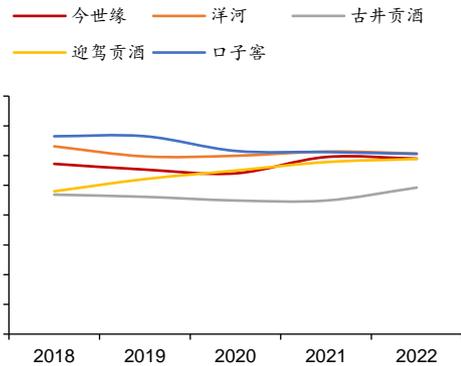
公司财务状况良好，毛销差持续走阔。由于省内省外业务扩张，广宣、品鉴活动等费用投放力度加大，销售费用率略有波动，整体微降；公司降本增效成果显著，管理费用率逐年降低；流动资金充裕，财务费用率常年维持负数。公司毛销差持续扩大，与竞争对手差距逐渐缩小。2022 年毛销差为 58.97%，在区域次高端赛道中略低于洋河及口子窖，主要系当年销售费用率较高导致。

图 4: 公司 2013-2022 年毛利率及三费率



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 5: 2022 年今世缘/洋河/古井贡酒/迎驾贡酒/口子窖毛销差分别为 58.97/60.72/49.23/58.86/60.53%

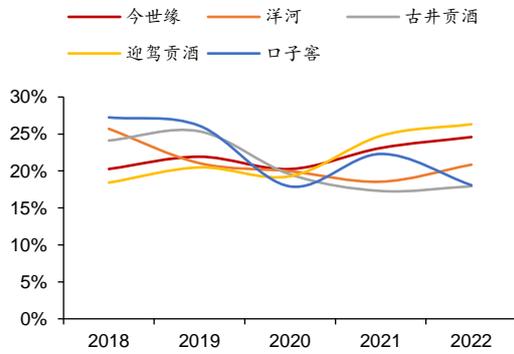


资料来源: Wind, 上海证券研究所

公司 ROE 持续提升，2022 年位居区域次高端第二。2018-2022 年 ROE 由 20.26% 提升至 24.58%，在区域次高端赛道中后来居上，2022 年仅次于迎驾贡酒。公司不断提升的 ROE 主要来自于稳定的盈利能力以及持续提升的杠杆。2018-2022 年公司净利率始终维持在 30% 左右，2022 年达 31.73%，领跑区域次高端，主要系：1) 公司产品结构持续升级，次高端（特 A+ 类）以上产品销量及收入占比不断提升带来毛利率稳中有升，2) 规模效应和降本增效使得公司整体费用率处于合理水平。期间权益乘数从 1.4 提升至 1.6，我们认为主要受益于公司较强的产业链议价能力。2022 年末公司合同负债/收入比达 26%，在全国主要高端、次高

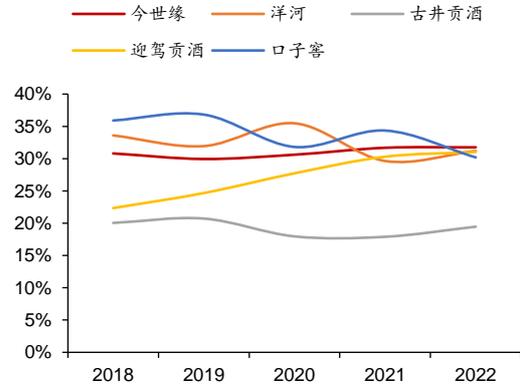
端上市酒企中仅次于洋河及汾酒，我们认为公司对下游议价能力强，渠道影响力突出，经销商打款积极性较高。

图 6：2018-2022 年公司 ROE 持续提升



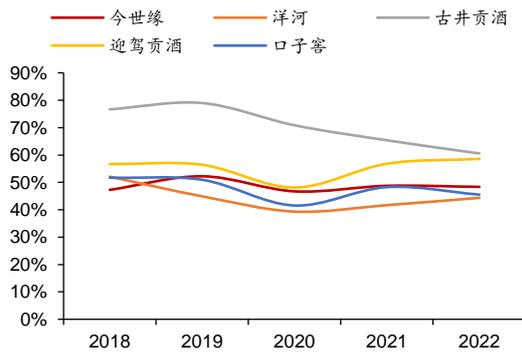
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 7：2018-2022 年公司净利率维持在 30%左右



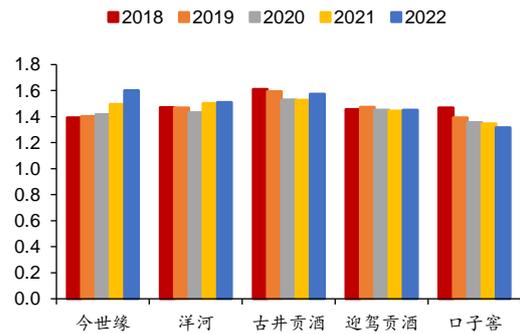
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 8：2018-2022 年公司资产周转率处于区域次高端中游水平



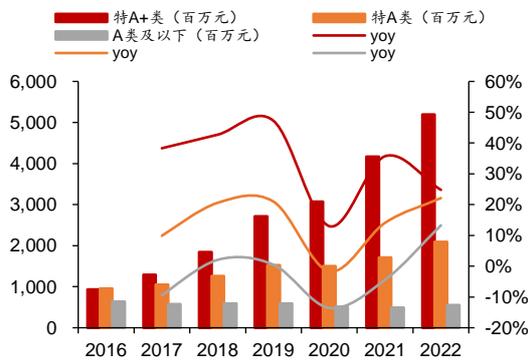
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 9：2018-2022 年公司权益乘数不断提升



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 10：特 A+ 产品收入占比持续提升



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 11：特 A+ 产品销量高速增长



资料来源：Wind，上海证券研究所

表 2：主要白酒公司合同负债一览

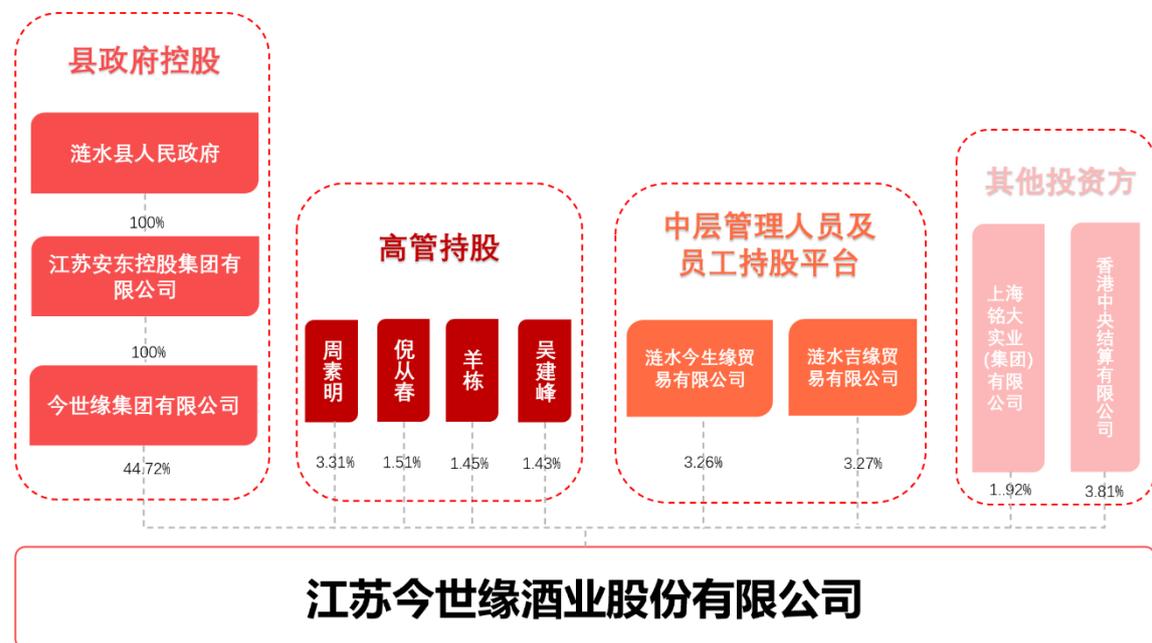
公司	细分赛道	2022 年收入 (亿元)	2022 年末合同负 债 (亿元)	合同负债/收入占 比 (%)	合同负债增减 (亿元)		
					Δ 22Q2	Δ 22Q3	Δ 22Q4
贵州茅台	高端酒	1275.5	154.7	12%	13.5	21.7	36.4
五粮液	高端酒	739.7	123.8	17%	-17.3	10.9	94.2
洋河股份	区域次高端	301.0	137.4	46%	-18.6	2.6	55.7
山西汾酒	全国次高端	262.1	69.1	26%	9.6	-1.2	21.8
泸州老窖	高端酒	251.2	25.7	10%	5.7	-4.3	6.7
古井贡酒	区域次高端	167.1	8.3	5%	-12.6	3.4	-29.4
今世缘	区域次高端	78.9	20.4	26%	-1.2	3.6	6.7
舍得酒业	全国次高端	60.6	3.0	5%	0.4	-0.7	-0.6
迎驾贡酒	区域次高端	55.1	6.6	12%	-0.9	0.4	2.4
口子窖	区域次高端	51.4	5.6	11%	0.2	-0.1	1.8
水井坊	全国次高端	46.7	10.3	22%	0.2	1.2	0.5
酒鬼酒	全国次高端	40.5	4.3	11%	-1.2	-2.1	0.9

资料来源：Wind，上海证券研究所

1.3 事业部改革持续推进，股权激励落地彰显信心

公司股权结构明晰，员工利益与股东权益深度绑定。江苏省涟水县人民政府为公司实际控制人，通过今世缘集团有限公司持有公司 44.72% 股权。公司高管直接持股 7.7%，中基层员工包括部门经理、区域经理级别中层干部通过涟水今生缘贸易有限公司和涟水吉缘贸易有限公司两大持股平台持有公司股份 6.53%，涟水县政府、公司高层、中基层员工与投资者保持一致利益。

图 12：公司股权结构



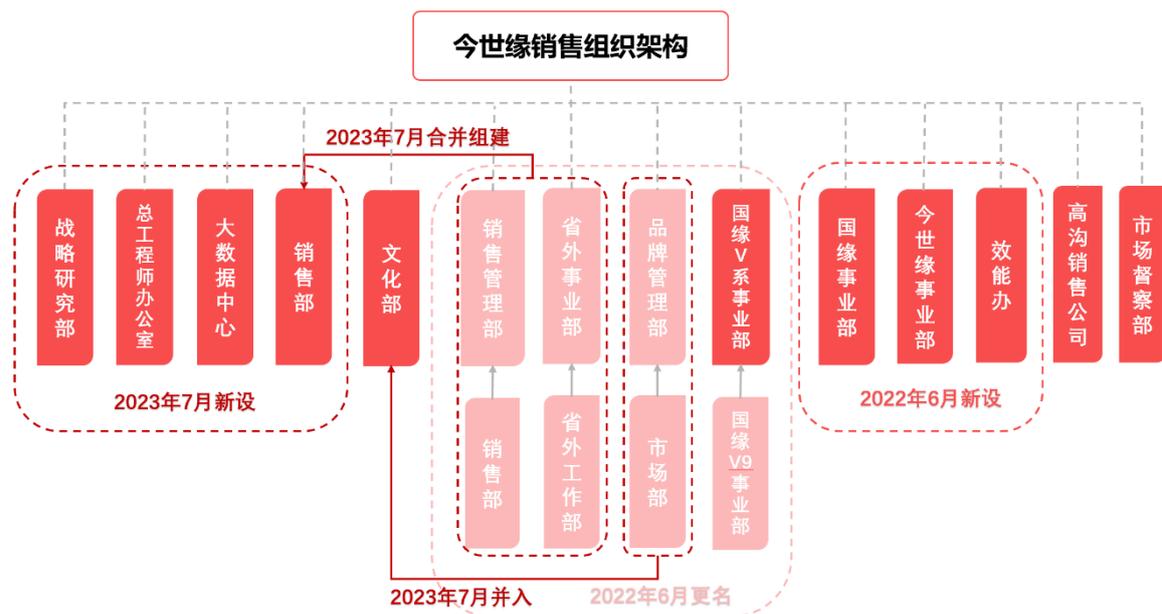
资料来源：公司公告，wind，上海证券研究所
注：数据截至 2023/12/7

2022 年 4 月新董事长顾祥悦接棒周素明。周素明在任期间带领今世缘在 2014 年成功上市，从而在第二个白酒黄金周期赢得先机，成为二线白酒头部公司。顾祥悦于 2020 年 11 月正式进入今世缘。请务必阅读尾页重要声明

世缘酒业，担任公司总经理。在此之前，顾祥悦曾任江苏省涟水县政协主席、党组书记等职务，组织能力突出，管理经验丰富。为冲刺“百亿”目标，更好地配合高端化和全国化战略，顾祥悦上任后便做出统筹市场拓展与“四部一司”组织变革的重大决策，同时落地新的股权激励计划。

组建分品牌事业部，提升单品牌运行效率。公司原“销售部+市场部+国缘 V9 事业部+省外工作部”的架构变更为“国缘 V 系事业部+国缘事业部+今世缘事业部+省外事业部+高沟销售公司”，分别由经验丰富的羊栋、胡跃吾、李维群、倪从春挂帅。各部司通过分品牌建设专业团队，给予每个品牌高度重视，有效提高了组织化拓展能力，提升了品牌运作专业性以及整体运行效率。2023 年 7 月初，公司进一步优化调整组织架构：成立战略研究部、总工程师办公室、大数据中心，品牌管理部并入文化部，合并销售管理部与省外事业部，组建销售部，统一省内外销售管理体系，蓄力后百亿时代。

图 13：2022 年公司推动“四部一司”组织变革，2023 年对组织架构进一步优化调整



资料来源：公司公告，公司官网，上海证券研究所

股权激励计划落地，激发员工积极性。2022 年 10 月 10 日，公司授予包括总经理顾祥悦在内的 7 位核心高管及 327 位核心骨干人员股票期权 768 万份，行权价 56.24 元/份。以 2021 年营收及扣非净利润为基数，公司对 2022-2024 年提出营收增速不低于 22%/51.3%/90.6%，扣非净利增速不低于 15%/32.3%/52.1%，且不低于对标企业 75 分位值。2022 年公司实现营收增速 23.09%，

扣非净利润增速 22.83%，顺利完成当年激励目标。经计算，公司 2020-2022 年营收复合增长率达 24.1%，扣非净利润复合增长率达 26.6%，对比过去高速成长的三年，公司此次股权激励方案对未来三年提出了不低的业绩要求，预期将充分激发高管及员工积极性，同时也彰显出公司对未来三年高质量发展的信心。

表 3：2022 年新版股权激励计划方案落地

股权激励方案内容				
激励方式	股票期权，行权价 56.24 元/份			
授予对象	核心高管 7 人，总经理顾祥悦获授 21 万份，鲁正波、方志华等 6 人各获授 16.8 万份；其他骨干人员 327 人，人均获授 1.98 万份，合计 768 万份，占股本总额 0.61%			
	主要指标	2022	2023	2024
公司考核要求	营收增长（以 2021 年为基）	22%	51.3%	90.6%
	扣非净利润增长（以 2021 年为基）	15%	32.3%	52.1%
	ROE	21.5%	21.5%	21.5%
	主营业务收入占比	95%	95%	95%
个人考核要求	优秀 (A)	良好 (B)	达标 (C)	不合格 (D)
	1	1	0.8	0
对标企业	个人当年实际行权额度=标准系数×个人当年计划行权额度 20 家上市酒企：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份古井贡酒、酒鬼酒等			

资料来源：公司公告，上海证券研究所

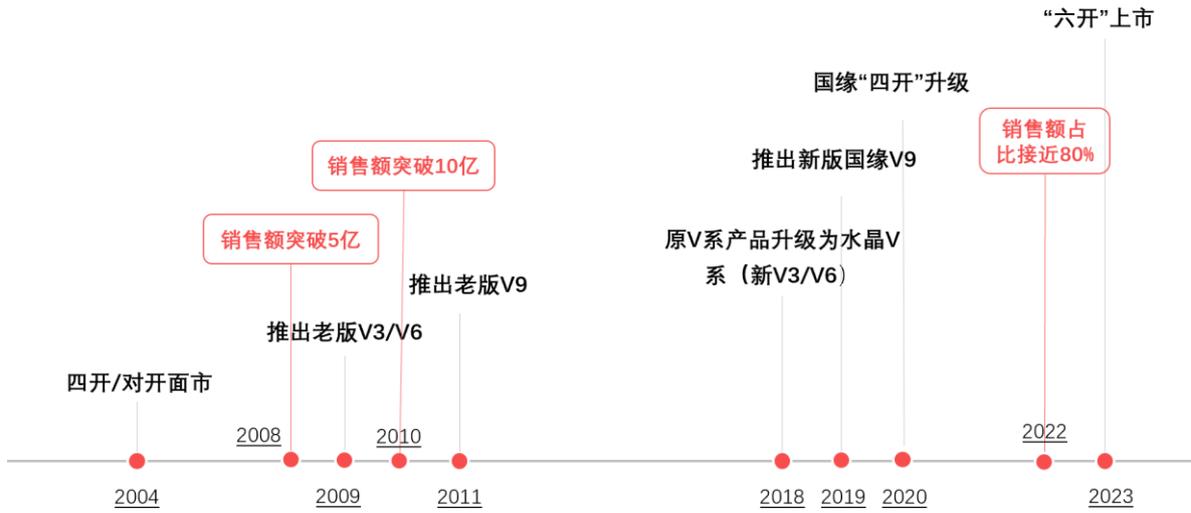
2 竞争优势：品牌+渠道双赋能

2.1 品牌端：多年沉淀形成“三品牌多品系”战略格局

2.1.1 国缘：分品系运作，打造品牌势能

“国缘”品牌以“中国高端中度白酒”为特点，定位高端政商接待用酒，满足高端商务应酬需求。2004 年公司创立“国缘”品牌，四开、对开面世，瞄准白酒高端市场。2009 年公司推出高端产品国缘 V3 和 V6，开展全国化、高端化战略。2011 年致敬建党 90 周年推出国缘 V9。随后受 2013-2015 行业寒冬影响，V 系的高端化暂时停滞。2018 年，公司将原 V 系产品升级为水晶 V 系（新 V3/V6），重启 V 系。2019 年，为提升品牌高度进一步推出新版国缘 V9。至此 V 系高端化产品阵营构建完成，形成“V9 做形象、V3 做销量、V6 做补充”的产品策略。2020 年末，核心单品国缘四开升级，品牌势能得以延续。2023 年，为拓展省外市场，公司推出“六开”，实现开系的战略再升级。

图 14：国缘系列产品上市历程



资料来源：公司官网，酒业家，微酒，华夏时报，上海证券研究所

公司明确“国缘”品牌作为公司全国化龙头品牌。分品系看，公司坚持“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。主干品系“K系”卡位 300-600 元次高端价格带，“V系”战略布局 600 元以上高线次高端及高端价格带，雅系补充百元价格带。分区域看，省内按照“分品提升、分区精耕”策略，继续深化推进“开系提升、V系攻坚、雅系下沉”；省外突出国缘四开为主干品系布局推广，切入次高端主流价格带，培育四开成为对标水晶剑的全国化规模大单品；国缘V9重点布局长三角城市群，抢占高端黄金赛道。

表 4：“国缘”系列主要产品

品牌	主要单品	产品图片	香型	度数 (%VOL)	京东价格 (元/500ml)	目标市场
国缘V系	V9 商务版		清雅酱香型	52/42	52%--1359 42%--1299	商务用酒
	V9 至尊版		清雅酱香型	52	2299	商务用酒
	V6		柔雅型	49	1060	商务用酒
	V3		浓香型	40.9	700	商务用酒
国缘开系	六开国缘		兼香型	40	999	商务用酒

四开国缘		幽雅醇厚型	42	490	商务用酒
对开国缘		柔雅型	42	290	商务用酒
单开国缘		幽雅醇厚型	42	200	商务用酒
国缘 k5		幽雅醇厚型	42	480	高端婚喜宴
国缘 k3		柔雅型	42	300	高端婚喜宴
柔雅国缘		柔雅型	42	240	中端婚喜宴
淡雅国缘		幽雅醇厚型	42	135	中端婚喜宴

资料来源：公司官网，今世缘京东官方旗舰店，今世缘京东自营旗舰店，国缘京东旗舰店，公司公告，上海证券研究所

2.1.2 今世缘：聚焦婚喜宴市场，拓展日常消费

“今世缘”品牌以“中国人的喜酒”为定位，聚焦家庭喜庆、民俗节庆、中华婚宴等消费场景。1996年，公司创立“今世缘”品牌，推出“今世缘地球”系列。之后又推出今世缘典藏系列（典藏 5/10/15 年），对原有的今世缘品牌产品体系进行全面升级。2019年，进一步推出典藏 20。公司聚焦推广典藏 20、战略培育典藏 30，引导今世缘品牌形象再提升，抢占次高端市场份额，核心单品典藏 15 占位 250 元左右中端价格带。

针对“今世缘”系列产品，公司在品牌策略上放大今世缘典藏喜酒内涵，延伸喜庆消费场景，拓展百元价格带日常消费；渠道策略上，次高端价格带注重核心店建设，日常消费价格带强化 B、C 类网点建设；产品策略上，升级产品，储备日常消费及商务产品；区域策略上，全价格布局淮安等基地市场，聚焦资源重点提升苏南等薄弱市场，省外重点市场试点一体化运营。

表 5：“今世缘”系列主要产品

品牌	主要单品	产品图片	香型	度数 (%VOL)	京东价格 (元/500ml)	目标市场
今世缘典藏系列	典藏 30		幽雅醇厚型	49	610	婚喜宴
	典藏 20		柔雅型	42	360	婚喜宴
	典藏 15		柔雅型	42	210	婚喜宴
	典藏 10		幽雅醇厚型	42	127	婚喜宴
	典藏 5		幽雅醇厚型	42	83	婚喜宴

资料来源：公司官网，今世缘京东自营旗舰店，上海证券研究所

2.1.3 高沟：品牌复兴，布局光瓶酒市场

高沟品牌作为江苏省内老名酒“三沟一河”之一，定位 100 元以下低价位白酒市场，主打日常消费场景，满足大众消费者需求。早在五十年代，高沟酒厂便获得了江苏酿酒第一名，1984 年高沟酒获得全国白酒评比浓香型第二名，1989 年高沟大曲获得国家优质奖。2022 年 4 月，为强化侧翼力量，进一步丰富和拓宽公司的品牌护城河，公司提出“高沟复兴”战略。2022 年 8 月，公司推出高沟标样 1995、高沟黑标、高沟白标的全新产品矩阵，从酿酒原粮到酿造工艺的全方位升级创新，口感更清雅醇厚。

针对“高沟”系列产品，公司坚持“产品就是媒介、产品就是品牌”的理念，由适应需求向激发需求转变；团队运作上，启动合伙人项目，建立内部和生态链合伙的新分配机制，注重过程指标及正向激励，激发厂商团队活力；招商策略上，采用“招商、扶商、富商、安商”四大策略，创新设计城市合伙人合作模式，同优质经销商分享公司发展红利；在渠道模式上，创新终端渠道合作模式，线上线下融合，拥抱新零售，探索分众传播和精准营销，通过内容营销实现宣销一体。

表 6：“高沟”系列主要产品

品牌	主要单品	产品图片	香型	度数 (%VOL)	京东价格 (元/500ml)	目标市场
高沟系列	高沟白标		浓香型	42	108	自饮
	高沟黑标		柔雅型	42	320	自饮
	大青花		幽雅醇厚型	42	138	自饮
	小青花		幽雅醇厚型	42	88	自饮

资料来源：公司官网，今世缘京东官方旗舰店，高沟酒类旗舰店，上海证券研究所

2.1.4 产品持续升级，强化消费者品牌认知

公司历经三次成功的产品升级，顺利巩固次高端优势，同时前瞻布局超高端。1996 年今世缘第一代产品老地球在切入市场时价格定位在 100 元以上，在当时的江苏市场属于较高端的定价，实现了百元价格带的创新和引领，将今世缘品牌形象从低端提升到了中端。2004 年国缘四开切入市场时定价 458 元，超越一线名酒及地产酒企，成功将消费者对“国缘”品牌的认知进一步提升到了次高端价位。2018-2019 年，公司推出国缘新“V 系”，布局高端价格带。V3 占位 600+ 价格带；V6 卡位千元价格带；V9 至尊版价格介于茅五之间，52/42 度商务版分别对标五粮液、国窖 1573。随着 V 系客户培育及产品放量，有望进一步积累公司品牌势能，发力高端、超高端蓝海市场。

图 15：公司产品经历三次升级，成功卡位次高端



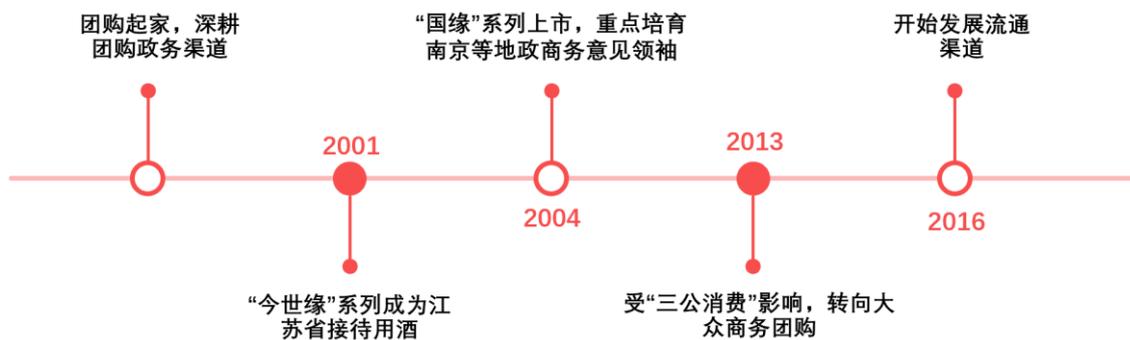
资料来源：公司公告，酒业家，央广网，投资者交流纪要，上海证券研究所

2.2 渠道端：团购+流通双渠道发力，深度协销构建厂商一体化

2.2.1 团购渠道精耕培育，流通渠道增厚利润

团购渠道持续深耕，实力强劲。公司团购起家，主要布局政务团购，2001年“今世缘”系列成为江苏省接待用酒。2004年“国缘”系列上市，非常注重南京等地政商务意见领袖的培育。“三公消费”期间，公司开始从政务团购进军大众商务团购市场，尤其是婚喜宴团购。同时，在团购业务上不断创新求变，积极开拓4S店、商超等多元团购客户。目前国缘已成为南京市场标杆产品，淮安、盐城、常州的消费氛围也领先于竞品。我们认为，团购业务侧重社会资源、人脉联络，相比流通渠道具有更强的稳定性，一旦形成稳定的供求关系即能达成长期稳固的合作。公司有望凭借在团购业务上积累的优势，圈定高端消费者，营造高端产品消费氛围，推动产品结构升级，同时通过意见领袖进一步提升品牌力，辐射带动中低端产品自然动销。

图 16：深耕团购转向“团购+流通”双发力



资料来源：酒业家，华经产业研究院，中新网，新浪财经，上海证券研究所

流通渠道控货挺价，保证渠道推力。公司进入流通渠道较晚，2016年以后，由于竞品产品老化，价格体系过于透明，且频繁提价，渠道利润收窄，渠道推力下降，给公司发力流通渠道提供了契机，随后公司凭借渠道利润优势在流通渠道迅速扩张。2017年以来公司“国缘”系列多次控量提价，不断提高品牌位势，同时通过模糊返利等措施及时灵活调整渠道利润，增强整个渠道链的利润空间和自身的盈利能力，明晰厂商利益分配，成功抢占次高端市场话语权。

表 7：2017 年至今国缘系列经历多次提价

调整生效时间	价格	产品	提价情况
2023/7/1	开票价	40/42 度淡雅国缘	上调 3 元/瓶。
2022/6/26	开票价	四开、对开	四开上调 10 元/瓶，对开上调 5 元/瓶。
2021/1/1	出厂价	四开	上调 10 元/瓶。
2020/7/1	出厂价	四开、对开	四开上调 15 元/瓶，对开上调 10 元/瓶。
2020/2/1	出厂价	国缘全线产品	四开上调 20 元/瓶，对开上调 20 元/瓶，单开上调 10 元/瓶，K5 上调 35 元/瓶，K3 上调 20 元/瓶，柔雅上调 10 元/瓶，淡雅上调 5 元/瓶。
2019/6/25	出厂价	四开、对开	四开上调 30 元/瓶，对开上调 20 元/瓶
2018/10/1	出厂价	国缘全线产品	四开上调 20 元/瓶、对开上调 20 元/瓶、单开上调 10 元/瓶，K5 上调 30 元/瓶、K3 上调 20 元/瓶，柔雅、淡雅均上调 10 元/瓶。
2017/11/1	终端价	国缘全线产品	四开上调 20 元/瓶，对开上调 15 元/瓶，单开上调 10 元/瓶，柔雅上调 10 元/瓶，淡雅上调 5 元/瓶。
2017/7/1	终端价	四开、对开	四开上调 20 元/瓶，对开上调 10 元/瓶，对经销商的配赠比例从“13 赠 2”调整为“15 赠 2”。

资料来源：酒业家，酒说，微酒，新浪财经，上海证券研究所

2.2.2 构筑厂商一体化，推进渠道扁平化和经销商优化

“1+1+N” 厂商一体化深度协同，控价分利平衡多方利益。

公司初期以大商主导模式为主，2016 年转变为厂商“1+1”深度协销模式。在“1+1”模式中，厂家负责销售政策制定、费用投放、终端管理等，经销商负责仓储物流、产品配送，资金周转等，担任配送商角色，厂家借助经销商资源实现渠道快速下沉。2019 年公司进一步优化为“1+1+N”深度协销、直分销结合的渠道模式，厂商联动，相互支撑。在公司渠道体系的不断完善下，公司渠道话语权持续加强，渠道网络建设进一步下沉到乡镇，终端掌控延伸到门店。

2020 年公司进一步导入“控价分利”模式，建立统一稳定、有竞争力的价格利益体系，同时明确主导产品“价格红线”，通过利润后置促使经销商积极维护和保持市场价格的稳定。疫情期间公司出台“缘九条”向经销商让利以共渡难关，充分保障了经销商和终端的利益需求，形成公平有序的销售环境。

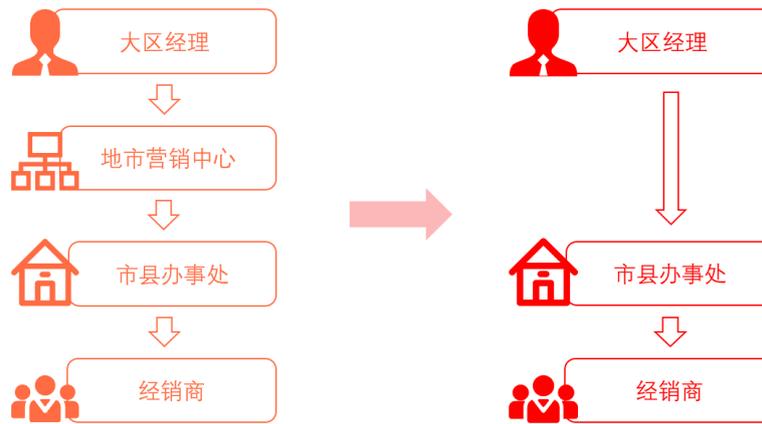
图 17：构筑良好的厂商一体化渠道体系



资料来源：公司公告，年报，微酒，中国日报，中华网，投资者交流纪要，上海证券研究所

与此同时，公司取消区域营销中心，推进渠道扁平化。2018年为进一步优化渠道管理架构，推进渠道扁平化，公司取消了省内原有的 13 个营销中心，在省内组建六个大区，将原来销售薄弱的市场并入销售强势的大区中，发挥优势市场的辐射带动作用，同时省外试点组建了山东大区。调整后市县办事处直接与大区经理对接，强化了销售大区的自主决策权，提升了整体功能和运行效率。

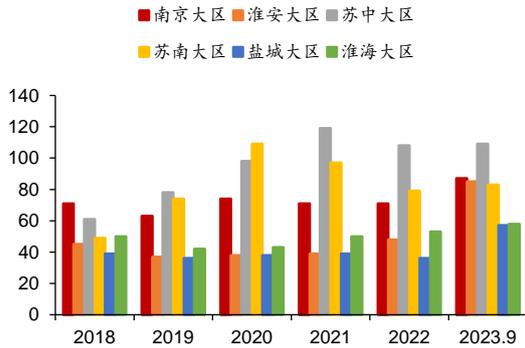
图 18：取消区域营销中心，大区经理直接对接办事处



资料来源：公司年报，招股说明书，微酒，上海证券研究所

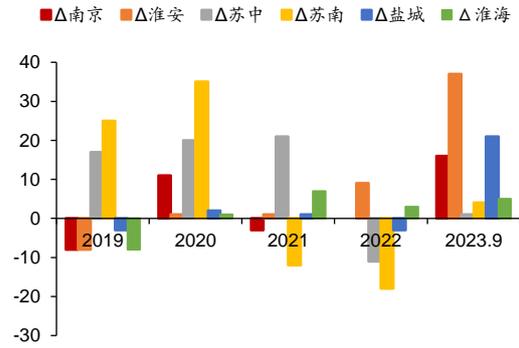
事业部指导赋能经销商，经销体系持续优化。2022 年“四部一司”改革后，公司运作专业性、营销组织化进一步提高。公司一方面通过物流补贴、人员组织配置、移动营销奖励、渠道建设投入挂钩等方式引导支持经销商壮大升级。另一方面也根据战略发展需要，不断进行经销商优化，出台《经销主体优化提升行动计划》、《经销商星级管理方案》，组织经销主体团队评估，提供专业培训辅导，维持经销体系健康合理发展。2020 年以前，公司以业务拓展为主，省内省外经销商队伍持续壮大。2021 年以来苏南大区内部率先进行 V 系经销商整合，经销商数量减少。2022 年以后苏中及省外地区经销商也开始整合优化。

图 19：省内各大区经销商数量



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 20：省内各大区经销商数量变化



资料来源：Wind，上海证券研究所

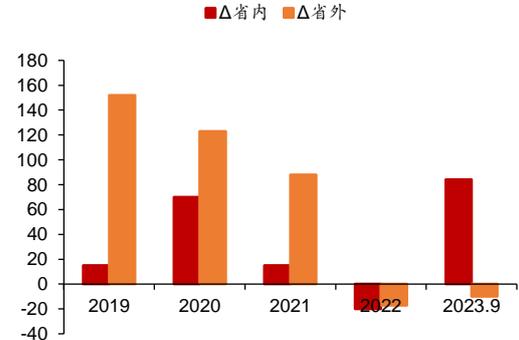
注：2023.9 月期为与 2022 年期比较结果

图 21：省内外经销商数量



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 22：省内外经销商数量变化



资料来源：Wind，上海证券研究所

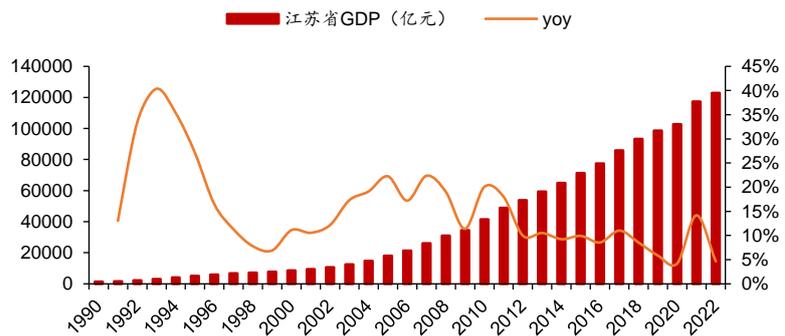
注：2023.9 月期为与 2022 年期比较结果

3 未来看点：省内精耕攀顶，省外攻城拔寨

3.1 地处江苏白酒消费大省，乘风价格带升级红利

江苏省经济水平领先全国，白酒消费水平较高。从经济发展水平看，2022 年江苏省 GDP 达 122875.6 亿元，同比增长 4.67%，过去 10 年 CAGR 达 8.42%，高于全国同期 8.25% 的复合增长率水平。2022 年江苏省十三个地级市在全国“百强市”评选中全部上榜，同时民营经济占主体地位，大众消费与商务消费是白酒消费的主流，带动了白酒销量的快速增长。

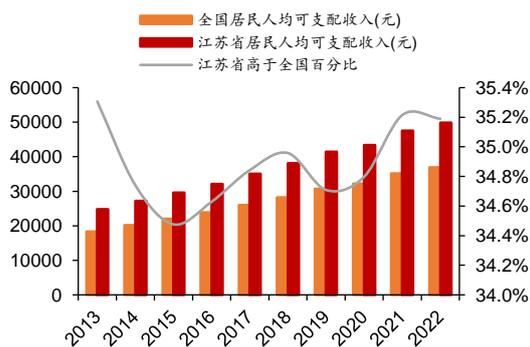
图 23: 江苏省 GDP 持续增长



资料来源: 国家统计局, 上海证券研究所

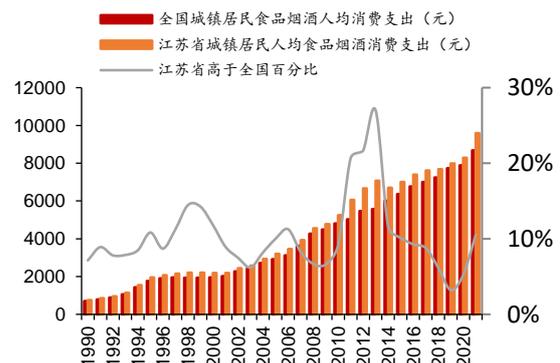
从人均收入水平看, 2022 年江苏省居民人均可支配收入 49862 元, 高于同期全国居民人均可支配收入 36883 元, 过去十年间江苏省人均可支配收入高于全国约 35%。从消费水平看, 江苏省城镇居民食品烟酒人均消费支出高于全国人均水平, 2021 年人均支出 9590 元, 2012-2021 年间 CAGR 达 4.14%。同时省内白酒消费氛围浓厚, 城镇居民人均饮酒量不断提升, 2021 年达 7.5 公斤。较强的经济基础和较高的人均消费水平带动江苏白酒市场持续扩容, 同时为消费升级提供了推动力。据糖酒快讯, 2016-2022 年白酒市场规模 CAGR 达 13.64%。2022 年白酒市场容量 560 亿元, 随着南京、苏州等新一线城市对外地人口的虹吸效应, 未来江苏白酒市场有望进一步扩容。

图 24: 江苏省人均可支配收入高于全国人均可支配收入 35%



资料来源: 国家统计局, 上海证券研究所

图 25: 江苏省城镇居民食品烟酒人均消费支出高于全国人均水平



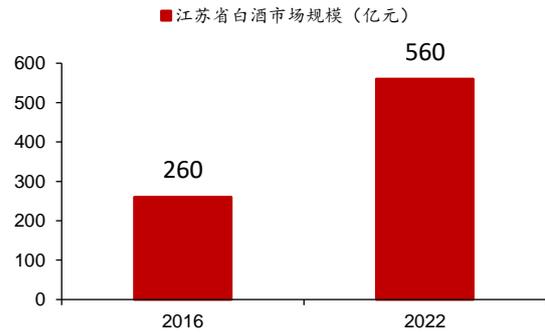
资料来源: 国家统计局, 上海证券研究所

图 26: 2021 年江苏城镇居民人均饮酒量达 7.5 公斤



资料来源: 江苏省统计局, 上海证券研究所

图 27: 2016-2022 年白酒市场规模 CAGR 达 13.64%

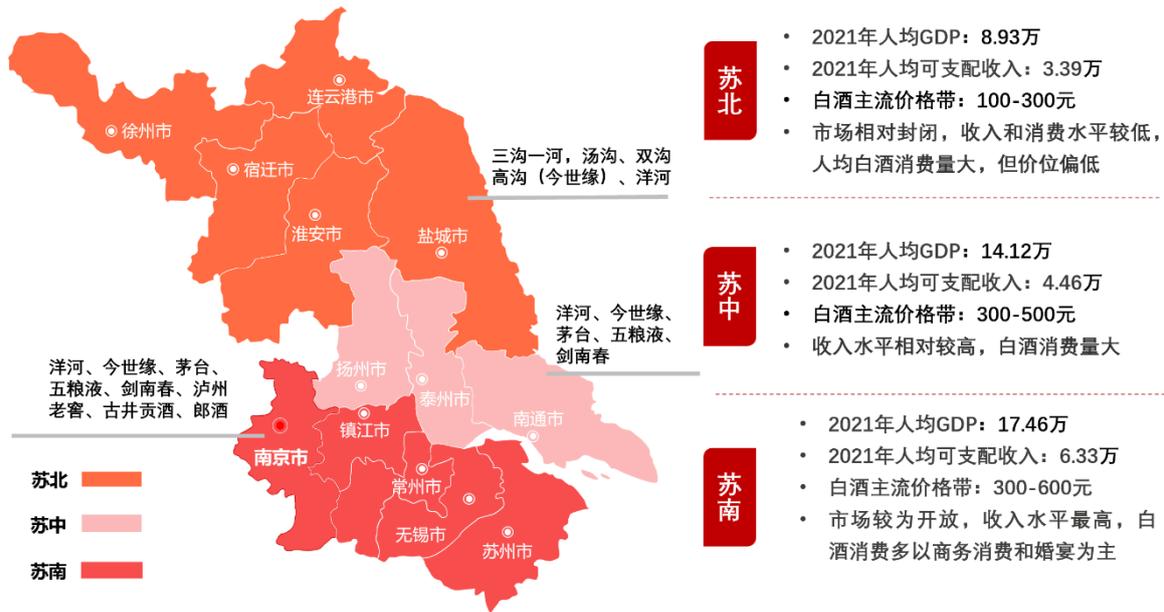


资料来源: 糖酒快讯, 上海证券研究所

江苏省白酒市场持续消费升级。2015 年以来，白酒行业逐渐走出调整期，受益于江苏居民整体收入水平的提升及商务、婚宴等消费需求旺盛，江苏白酒市场快速从 100-300 元价格带向 300 元以上升级。省内市场主要表现为次高端产品洋河“梦之蓝”系列及今世缘“特 A+”类产品快速增长。2017 年梦之蓝系列收入占比首度超越天之蓝系列，2018 实现百亿收入。2017 年今世缘“特 A+”类（300 元以上）产品收入增长 38%，而同期 A 类及以下（100 元以下）的中低端产品收入下降 9%。2019 年以来主流价格带进一步跃升至 400 元以上。

价格带持续提升的同时，省内区域化特征显著。南京、苏南打开消费升级的天花板，苏中苏北跟随。南京、苏南地区经济发达，市场较为开放，白酒消费主要以商务、宴席为主，部分地区消费价格带向 600 元跃迁；苏中市场收入水平相对较高，白酒消费量大，但地产名酒实力较弱，对外酒包容性较高，目前价格带天花板由 300 元持续提升至 500 元水平；苏北市场则相对封闭，主要由地产酒品牌“三沟一河”参与竞争，呈现消费量大但消费档次低的特点，当前价格带天花板正由过去的 150 元稳步提升至 300 元水平。

图 28：苏北、苏中、苏南地区白酒消费水平逐级递增

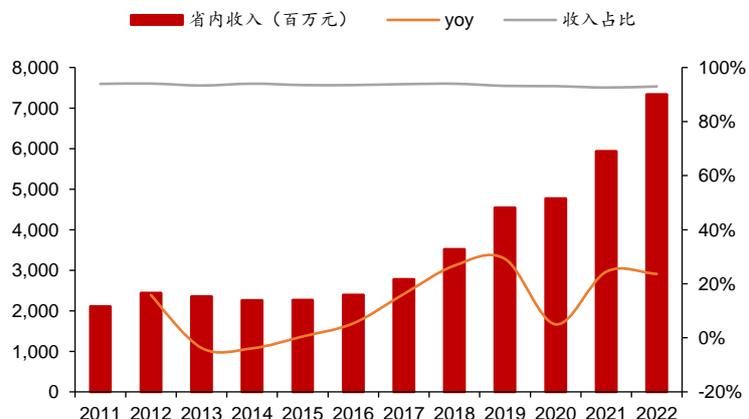


资料来源：江苏省统计局，酒业家，华经产业研究院，上海证券研究所

3.2 省内“分区精耕，分品提升”

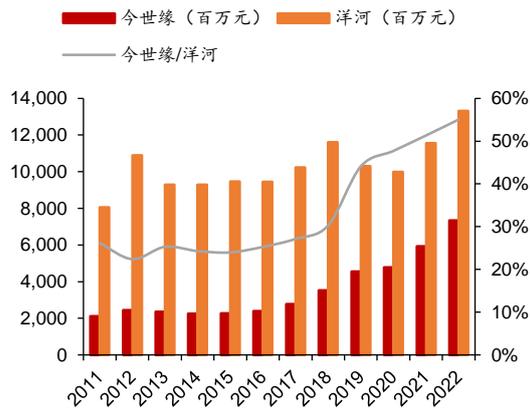
省内收入贡献 90%以上业绩，但仍未触及收入天花板。受益于江苏省白酒消费升级，公司省内收入持续提升，2016-2022 省内营收 CAGR 达 20.56%。对标本土龙头洋河，尽管 2011 年以来与洋河的收入差逐渐从 1:4 缩小为 1:2，但公司仍处于追赶状态。2021 年公司省内市占率为 12.55%，同期洋河市占率达 30.89%，存在较大提升空间。对标省外名酒品牌，目前江苏省主流价格带在 300 元以上，而今世缘前两大单品四开和对开精准定位这一价格带，在省内已形成良好的消费氛围，具有较高的性价比和显著的品牌及渠道优势。

图 29：公司省内收入持续提升



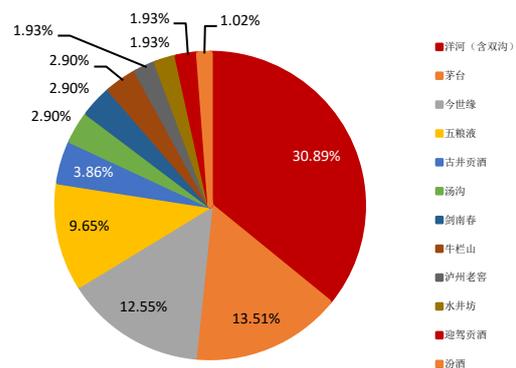
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 30：省内今世缘与洋河的收入差距由 1:4 逐步缩小至 1:2



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 31：2021 年江苏省内竞争格局



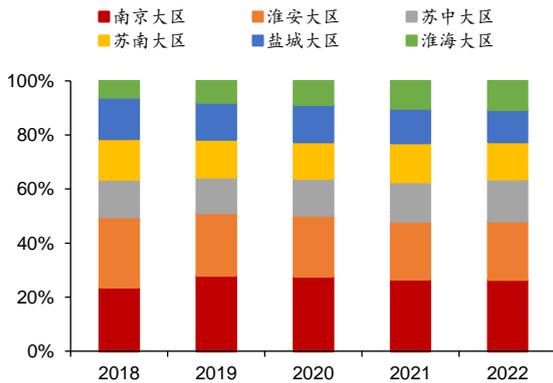
资料来源：微酒，酒业家，上海证券研究所估算

分区域看，南京和淮安大区作为公司高地市场，营收占比接近 50%。2018-2022 年南京、淮安大区营收 CAGR 分别为 23.68%/14.69%。据酒业家，南京市场容量近 80 亿，作为江苏标杆市场之一，是全国性名酒泸州老窖、汾酒、古井等必争之地。公司在南京市场经过多年的奋进经营，已将其耕耘为第一大战略板块市场、全国化的高地形象市场。淮安大区作为公司大本营，今世缘品牌影响力强，优势突出。

苏中地区增长势能强劲。过去公司在“扬泰通”地区以“今世缘”品牌为主，发展动能不足。近年来公司坚定实现调整策略，导入“国缘”品牌提升产品结构，优化补充经销主体，加强聚焦资源投放，同时受益于南京市场的辐射带动，叠加体量低基数，实现了较快的增长，2018-2022 年营收 CAGR 达 23.46%，2021、2022 年均维持 30% 以上增长。

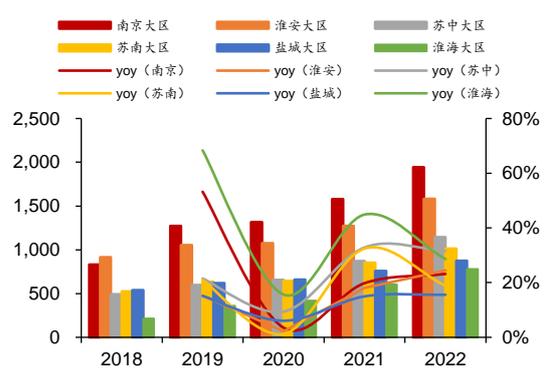
苏南苏北区域仍有提升空间。苏南由于白酒消费价位带较高，对省外品牌包容度相对较高，70% 以上的市场被茅台、五粮液等省外名酒占据。苏北宿迁、连云港分别作为洋河和汤沟大本营，公司发展受挤压，市占率仍有较大提升空间。

图 32：南京和淮安大区作为公司高地市场，历年收入占比接近 50%



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 33：2019 年南京大区收入超越淮安大区成为第一大市场，2022 年苏中大区增速强劲，单位：百万元



资料来源：Wind，上海证券研究所

展望未来，公司以四开、对开为基本盘，向上升级 V 系，向下延伸单开、淡雅，实现两端扩容，精耕布局省内市场。

四开、对开稳定增长，持续提升品牌影响力。目前国缘四开在南京、淮安地区成熟度相对较高，苏中、苏南等市场仍处于成长期，尽管增速有所放慢，但仍未触及增长天花板，具备提升空间。受四开品牌力带动，对开在南京、淮安高地市场快速增长。我们认为，随着苏中、苏北地区 300-500 价格带逐级发育成熟，有望支撑四开销量稳定增长，持续贡献规模与效益。而 300 元价位作为目前江苏省入门级商务宴请及宴席消费的主流价格带，具有相对刚性的消费需求，也将支撑对开在全省范围内维持高增。

单开、淡雅增长提速，形成自然动销。2023 年以来随着 170-180 价位逐渐发育成熟，叠加低基数因素，过去一直处于跟随状态的单开增速显著提升。同时受益于省内区域较为完善的主体布局及渠道建设，淡雅在省内导入后形成自然动销增速较快。我们认为，处于 100-200 价格带的对开和淡雅有望在苏北地区打开市场，同时填补南京市场对开以下价格带的空白。淡雅也有望借力国缘品牌效应以及成熟的终端销售网络成长为继四开、对开后的第三大单品。

南京淮安地区积极培育国缘 V3，打造第二成长曲线。由于四开在南京、淮安增速已趋于缓和，公司推广重心转向 V3。V3 导入时基于当地较高的品牌认知度，消费者接受度较高，渠道推力顺畅。尽管前期由于团购商开发仓促，产品价格体系混乱，经过及时整顿，目前整体价盘企稳，品牌势能提升，已形成较好的销售氛围，动销不断加快，开瓶率稳步提升，终端推广意愿积极，消费者对产品品质认知得到进一步加强。我们认为，从江苏本土市场看，600-800 价格带已初步成型且仍处于扩容状态，后期将转向二元化、三元化的竞争。这一价格带由洋河 M6+ 主导，国缘 V3 紧

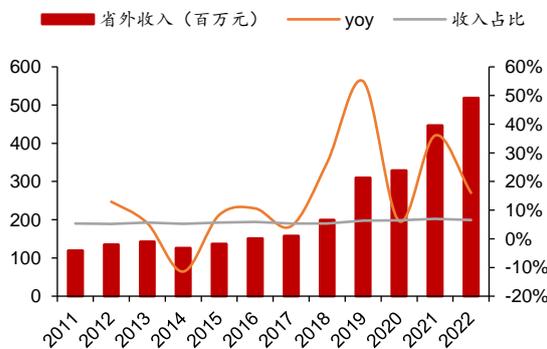
跟，V3 有望凭借优异的产品品质以及国缘在省内的品牌力成为继 M6+外的第二选择。区域上看，苏南地区目前消费水平契合 V3 价格带，公司也在苏南部分地区试点国缘 V 系联盟体模式，未来有望通过南京向苏南周边市场辐射，提高 V3 在苏南区域的覆盖密度，持续提升 V3 在 600-700 元价格带的市场竞争力及市场占有率。

3.3 省外“品牌+区域”双聚焦

公司省外收入规模保持增长，2018-2022 年省外营收 CAGR 达 26.96%。2011 年以来省外收入占比维持在 5%-7%，未能取得有效突破，对比其他区域次高端显著偏低。

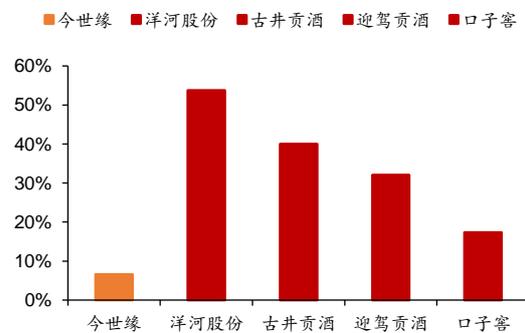
我们认为，前期产品结构和渠道模式限制了公司的省外发展。公司早期出省时并没有以四开进攻，而是以今世缘系列产品，在省外竞争中品牌势能不足。同时除山东外，公司在上海、浙江、安徽等地选择与大商合作的模式，包括浙江商源、安徽百川等。各大商同时也是名酒经销商，经营大量茅台、五粮液等产品，看似能借用其经销网络，而实际效果并不显著。公司走出江苏省需解决两大问题：1) 省外消费者对公司产品认知的问题，2) 以什么产品进行进攻的问题。

图 34：省外收入规模持续提升，占比维持在 5%-7%



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 35：2022 年区域次高端省外收入占比



资料来源：Wind，酒业内参，上海证券研究所

针对以上两点，2023 年公司厘清省外发展思路，坚持聚焦“国缘”品牌和周边板块市场。1) 品牌上，省外明确主推“国缘”品牌，长三角协同布局 V 系，全国化主推主干品系开系，且从“以四开打头”战略升级为“六开打头”，致力高端引领，错位竞争，培育带动四开、对开省外成长放量。新品六开零售定价 1099 元/瓶，相较四开提升了价格位势，有望承接引领 600-700 元消费群体再升级。公司计划 2023 年内精选样板市场，6 月起陆续实现新模式的落地和迭代，有望在 2024 年呈现初步成果，为快速复制

推广打下坚实基础。未来国缘品牌将在推进四开全国化的基础上，以六开在空白市场重塑品牌，提升消费者认知。2) 区域上，明确现阶段全国化就是周边化、板块化的发展定位，确立马鞍山、枣庄、周口、湖州、黔州、嘉兴等 10 个县区市场为 2023 年省外重点板块市场。同时坚定推进“大客户、大单品、大样板成就大市场”的策略导向和“育商、扶商、富商”策略，聚焦价格赛道、核心单品及核心渠道，搭配专业团队，加快省外周边突破。

我们认为，中短期维度上，公司具备名酒基因，产品品质优异，在江苏省内形成了良好的消费者认知，有望首先辐射带动长三角区域开系及 V 系的销售。长期来看，对公司而言，尽管省外拓展需要花费大量时间、费用、资源进行消费者培育，但积累完成便能形成坚实的护城河，是区域型酒企打开成长天花板的必经之路。

4 盈利预测及投资建议

4.1 盈利预测

收入端，公司预计 2023 年实现营收 100.5 亿，同比增长 27.41%左右。按产品收入结构分拆，我们认为，(1) 特 A+类：四开在江苏省内已建立良好的品牌势能，在维持稳定增长的同时有望辐射带动对开增长；V3 在南京淮安等市场完成导入期，在公司重点培育下未来在省内其他区域也有望逐步放量。预计 23-25 年特 A+类产品收入增速分别为 32.6%/28.7%/25.7%。(2) 特 A 类：单开、淡雅受国缘品牌带动形成良好动销，未来随着公司分品牌运作有望进一步放量，预计 23-25 年特 A 类产品收入增速分别为 22.0%/21.4%/18.9%。(3) A 类及以下产品基本为出厂价百元以下的低端酒，预计收入基本持平微增或者略有下降。(4) 其他白酒业务及其他业务均假设维持过去三年的复合增长率，预计分别为-16.73%和 16.27%。

利润端，公司在费用投入上基本保持跟收入的同步增长，净利润率稳中略升。(1) 销售费用率：公司未来将加大品牌打造、消费培育的费用投入以及省外扩张需要，预计销售费用率平稳略增。(2) 管理费用率：受益于降本增效及规模优势，管理费用率有望稳步下降。

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
特 A+类						
收入 (百万元)	3069.2	4165.2	5197.5	6889.9	8867.3	11143.3
yoy	13.0%	35.7%	24.8%	32.6%	28.7%	25.7%
毛利率	81.4%	82.6%	84.1%	83.8%	84.1%	84.1%
特 A类						
收入 (百万元)	1502.5	1714.2	2093.3	2553.4	3100.7	3687.7
yoy	-1.7%	14.1%	22.1%	22.0%	21.4%	18.9%
毛利率	63.8%	66.2%	68.1%	69.3%	69.9%	70.4%
A类						
收入 (百万元)	253.6	264.8	324.8	336.2	347.9	360.1
yoy	-19.3%	4.4%	22.6%	3.5%	3.5%	3.5%
毛利率	47.0%	51.1%	52.7%	52.2%	51.7%	51.2%
B类						
收入 (百万元)	159.2	138.0	145.6	143.4	141.2	139.0
yoy	-5.2%	-13.3%	5.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%
毛利率	23.1%	25.5%	27.1%	27.1%	27.1%	27.1%
C类						
收入 (百万元)	92.7	83.6	82.0	80.3	78.7	77.1
yoy	-8.6%	-9.8%	-1.9%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
毛利率	4.7%	6.8%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
D类						
收入 (百万元)	7.1	3.4	2.4	2.7	2.8	2.7
yoy	-25.1%	-51.8%	-28.7%	10.4%	4.0%	-4.0%
毛利率	2.3%	3.8%	4.1%	5.5%	6.9%	8.5%
其他白酒业务						
收入 (百万元)	12.2	10.4	8.5	7.0	5.9	4.9
yoy	-18.0%	-14.7%	-18.7%	-16.7%	-16.7%	-16.7%
毛利率	28.9%	29.8%	30.9%	27.2%	23.3%	19.3%
其他业务						
收入 (百万元)	25.1	28.8	34.0	39.5	45.9	53.4
yoy	15.4%	14.8%	17.8%	16.3%	16.3%	16.3%
毛利率	94.4%	93.8%	85.1%	85.0%	85.0%	85.0%
合计						
总收入 (百万元)	5121.6	6408.5	7888.0	10052.3	12590.4	15468.2
yoy	5.1%	25.1%	23.1%	27.4%	25.2%	22.9%
毛利率	71.1%	74.6%	76.6%	77.6%	78.6%	79.2%

资料来源: Wind, 上海证券研究所

表 9: 盈利预测表

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总收入 (百万元)	5121.6	6408.5	7888.0	10052.3	12590.4	15468.2
yoy	5.1%	25.1%	23.1%	27.4%	25.2%	22.9%
毛利率	71.1%	74.6%	76.6%	77.6%	78.6%	79.2%
销售费用率	17.1%	15.1%	17.6%	17.0%	17.5%	18.0%
管理费用率	4.5%	4.0%	4.1%	4.1%	4.0%	3.9%
研发费用率	0.44%	0.47%	0.48%	0.48%	0.48%	0.48%
财务费用率	-0.41%	-1.02%	-1.27%	-0.76%	-0.79%	-0.93%
归母净利润 (百万元)	1566.9	2029.1	2502.8	3156.2	3977.0	4926.2
yoy	7.5%	29.5%	23.3%	26.1%	26.0%	23.9%
净利率	30.6%	31.7%	31.7%	31.4%	31.6%	31.9%

资料来源: Wind, 上海证券研究所

4.2 投资建议

请务必阅读尾页重要声明

公司在江苏省内精耕培育多年，已形成品质好、性价比高的品牌形象和相对成熟的终端销售网络。在江苏市场区域价格带逐级提升的背景下，产品结构精准卡位次高端，收入规模有望实现持续稳健的增长。未来公司增长的核心在于产品结构的优化以及省内薄弱区域的进一步下沉。我们认为随着 V3 的快速放量，V 系有望接棒开系向上提升品牌位势，单开、淡雅等低价格带系列产品则向下延伸承接日常消费需求。省内市场尤其是苏中苏南区域仍未触及收入天花板，短期内无需过度担忧省内竞争问题，中长期看好公司周边市场开发及全国化拓展。预计公司 23-25 年营业收入分别为 100.50/125.86/154.61 亿元，同比增长 27.4%/25.2%/22.8%；归母净利润 31.56/39.77/49.26 亿元，同比增长 26.1%/26.0%/23.9%，对应 PE 分别为 18.18/14.43/11.65 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 10：可比公司估值对比（截至 2024 年 1 月 5 日收盘价）

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	收盘价	EPS (元/股)				PE			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
603369.SH	今世缘	574	45.75	2.00	2.52	3.17	3.93	22.93	18.18	14.43	11.65
	平均值								23.98	18.85	15.33
002304.SZ	洋河股份	1532	101.70	6.36	7.12	8.28	9.59	15.99	14.28	12.28	10.60
000596.SZ	古井贡酒	994	212.77	5.73	8.40	10.80	13.52	37.10	25.34	19.70	15.74
603198.SH	迎驾贡酒	488	60.99	2.19	2.82	3.53	4.34	27.91	21.62	17.29	14.06
603589.SH	口子窖	255	42.52	2.85	3.00	3.53	4.11	14.90	14.17	12.04	10.34

资料来源：Wind，上海证券研究所，注：可比公司预测均来自万得一致预期

5 风险提示：

- 1) **经济下行风险：**白酒消费跟经济环境密切相关，若经济持续下行，将影响白酒消费升级及产品需求；
- 2) **产品升级不及预期风险：**公司特 A+类产品占比 65%以上，其主要品系开系及 V 系在增长上仍存在不确定性；
- 3) **省内竞争加剧风险：**省内尤其是苏中、苏南地区竞争加剧，将影响公司份额扩张；
- 4) **食品安全风险：**白酒行业的食品安全问题可能对公司销量产生负面影响；
- 5) **其他核心假设不及预期风险：**本文内容涉及到部分假设前提，若假设不及预期，则可能影响相关结论。

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	5381	6653	9348	12872
应收票据及应收账款	47	58	72	87
存货	3910	4391	5253	6272
其他流动资产	2325	2345	2369	2395
流动资产合计	11662	13447	17041	21627
长期股权投资	29	33	38	42
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	1219	1276	1321	1354
在建工程	1761	2061	2361	2661
无形资产	343	382	420	457
其他非流动资产	3170	3380	3379	3378
非流动资产合计	6521	7131	7518	7891
资产总计	18184	20578	24559	29518
短期借款	600	200	-200	-400
应付票据及应付账款	1081	970	1160	1386
合同负债	2040	2664	3337	4099
其他流动负债	3219	3240	3881	4626
流动负债合计	6941	7074	8178	9711
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	178	187	187	187
非流动负债合计	178	187	187	187
负债合计	7119	7261	8364	9897
股本	1255	1255	1255	1255
资本公积	719	725	725	725
留存收益	9506	11752	14630	18056
归属母公司股东权益	11065	13317	16195	19621
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	11065	13317	16195	19621
负债和股东权益合计	18184	20578	24559	29518
现金流量表 (单位: 百万元)				
指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流量	2780	3057	4559	5541
净利润	2503	3156	3977	4926
折旧摊销	144	155	168	181
营运资金变动	557	19	602	671
其他	-424	-273	-187	-236
投资活动现金流量	-1121	-477	-365	-319
资本支出	-1147	-562	-562	-562
投资变动	-195	-5	-5	-5
其他	221	90	201	247
筹资活动现金流量	-144	-1308	-1500	-1697
债权融资	592	-400	-400	-200
股权融资	0	7	0	0
其他	-736	-915	-1100	-1497
现金净流量	1514	1272	2694	3525

资料来源: Wind, 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7888	10050	12586	15461
营业成本	1845	2254	2697	3220
营业税金及附加	1277	1704	2134	2621
销售费用	1390	1708	2202	2782
管理费用	323	412	503	603
研发费用	38	48	60	74
财务费用	-100	-77	-100	-143
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	122	201	201	247
公允价值变动损益	84	0	0	0
营业利润	3341	4221	5315	6581
营业外收支净额	-14	-12	-12	-12
利润总额	3328	4208	5303	6568
所得税	825	1052	1326	1642
净利润	2503	3156	3977	4926
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	2503	3156	3977	4926
主要指标				
指标	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力指标				
毛利率	76.6%	77.6%	78.6%	79.2%
净利率	31.7%	31.4%	31.6%	31.9%
净资产收益率	22.6%	23.7%	24.6%	25.1%
资产回报率	13.8%	15.3%	16.2%	16.7%
投资回报率	19.6%	22.9%	24.4%	25.1%
成长能力指标				
营业收入增长率	23.1%	27.4%	25.2%	22.8%
EBIT 增长率	25.0%	36.1%	25.9%	23.5%
归母净利润增长率	23.3%	26.1%	26.0%	23.9%
每股指标 (元)				
每股收益	2.00	2.52	3.17	3.93
每股净资产	8.82	10.62	12.91	15.64
每股经营现金流	2.22	2.44	3.63	4.42
每股股利	1	0	0	0
营运能力指标				
总资产周转率	0.48	0.52	0.56	0.57
应收账款周转率	182.17	191.49	193.57	194.23
存货周转率	0.52	0.54	0.56	0.56
偿债能力指标				
资产负债率	39.2%	35.3%	34.1%	33.5%
流动比率	1.68	1.90	2.08	2.23
速动比率	1.11	1.27	1.43	1.57
估值指标				
P/E	22.93	18.18	14.43	11.65
P/B	5.19	4.31	3.54	2.93
EV/EBITDA	18.58	11.89	8.91	6.68

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。