

# 今世缘 (603369)

## 百亿新起点，乘势登高峰

买入 (维持)

2024年02月20日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

证券分析师 王颖洁

执业证书: S0600522030001

wangyj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	6,408	7,888	10,067	12,434	15,091
同比	25.13%	23.09%	27.63%	23.51%	21.36%
归母净利润 (百万元)	2,029	2,503	3,161	3,845	4,687
同比	29.50%	23.34%	26.29%	21.63%	21.91%
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.62	2.00	2.52	3.06	3.74
P/E (现价&最新摊薄)	31.75	25.74	20.38	16.76	13.74

### 股价走势



### 投资要点

- 核心逻辑:** 今世缘公司营收 2023 年成功突破百亿，并继续携势向前，得益于公司行之有效持之以恒的品牌、产品和市场战略，当前多维度竞争优势强化，省内份额提升逻辑突出，成长高看。
- 成功突破百亿，积蓄成长势能。** 江苏省内白酒消费和次高端价位段量价双领先。公司依托极具特色的品牌文化，打造“国缘+今世缘+高沟”多品牌战略架构，四开精准卡位次高端+初期错位定价参与竞争取得成效，坚持精细化/网格化的市场耕耘，在省内实现了由北向南的强力渗透，相对省外竞品已经拥有显著的规模优势和产品优势，而同省内竞品相比规模差距缩小，终端利润保持优势，产品矩阵和市场继续保持进取，虽过百亿，但成长势能延续。
- 后百亿展望: 省内市占率稳步提升，省外策略明晰、久久为功。**
- 站在当前，江苏省内市场具有的结构特征贡献成长空间，今世缘处在相对较好的产品生命周期阶段，消费者自点率高、价盘稳固性强和终端利润优势保持渠道推力。从价格带角度看，千元价格带升级放缓，600元价格带中期看好但短期扩容减速，300-600元价格带国缘势头更好。**
  - 分价格带，**江苏次高端主流消费价位，四开在 300-600 价位段强势，有望持续提升份额。向上看，在 600 价位中长期亦有作为，我们预计 2022 年洋河与今世缘占比接近为 8:1，V3 近两年持续投放宴席政策，在逐步放大声量；向下看，100-300 价格带受益于四开势能带动和价格区域差异化竞争，对开势能带动放量，淡雅全省化补缺空白市场，口碑超过竞品；
  - 分场景，**公司在成熟市场团购优势明显，当前省内预计公司专销团购终端占比 20-30%，今年公司将继续着力开发和打造 V 系列的专销客户(每个终端 100w 销售额起步)。此外，当前四开/V3 在市级、对开/淡雅在县乡级普通宴席，已有口碑，渗透空间仍大。
  - 分区域，**苏南 (主流 300 元+) > 苏中 > 苏北 (100-300 元)，随着省内经济融合和人员持续流通、人均可支配收入稳步提升，北部消费价位向南部跟进趋势可期，贡献产品升级的空间。
- 省外开拓久久为功，中长期有望开花结果。**按照“三年不盈利，三年 30 亿”的投入预算聚焦省外 10+N 市场的打造，产品方面聚焦国缘、一体化主推四开、战略导入六开，带动对开规模上量。
- 盈利预测与投资评级:** 基于公司产品销售势能跟踪的持续良性反馈和省内市场份额提升逻辑研判，我们调整公司 2023-2025 年收入 101/124/151 亿元 (前值 101/127/157 亿元)，同比+28%/24%/21%，归母净利润 32/38/47 亿元 (前值 31/38/45 亿元)，同比+26%/22%/22%，当前对应 PE 为 20/17/14 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示:** 江苏经济大盘走弱；竞争加剧和需求持续走弱；食安问题。

### 市场数据

收盘价(元)	49.86
一年最低/最高价	41.32/66.70
市净率(倍)	4.89
流通 A 股市值(百万元)	62,549.37
总市值(百万元)	62,549.37

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	10.20
资产负债率(%,LF)	36.52
总股本(百万股)	1,254.50
流通 A 股(百万股)	1,254.50

### 相关研究

《今世缘(603369): 2023 年前三季度业绩点评: 业绩符合预期，多产品势能朝上》

2023-10-31

《今世缘(603369): 2023 年中报点评: 百亿目标进程过半，产品势能向上》

2023-08-29

## 内容目录

写在首页 .....	5
1. 百亿之路：坚持差异化，稳扎稳打 .....	6
1.1. 打造独特“缘文化”，实现品牌差异化 .....	6
1.2. 避开直接竞争，定价差异化思路启程 .....	7
1.3. 依托团购布局流通，实现渠道差异化发展 .....	8
1.4. 市场推进：由北向南，基本盘稳步扩张 .....	9
1.5. 省内次高端迎升级风口，国缘乘势扩容渠道力强 .....	12
1.6. 股权结构灵活，股权激励动力足 .....	12
2. 后百亿展望：主线省内份额提升，副线全国化 .....	14
2.1. 乘势而起，省内份额空间继续提升 .....	14
2.1.1. 分价格带有空间：四开带动多产品势能渐强，各竞争维度占优 .....	14
2.1.2. 分场景有空间：专销终端占比提升，争抢宴席市场 .....	15
2.1.3. 分区域有空间：苏中优势有望先显现，苏南可渗透性强 .....	16
2.2. 全国化：战略聚焦，布局新品 .....	17
2.2.1. 后百亿底气足，进一步明晰省外战略 .....	17
2.2.2. 动态调整打基础，辅助省外扩张 .....	18
3. 附：江苏市场特征分析 .....	19
3.1. 消费升级高地市场，量价双领先 .....	19
3.2. 区域特征：层次化发展，从北向南消费逐步靠近 .....	20
3.3. 竞争格局：省内双强，名酒百舸争流 .....	22
4. 盈利预测 .....	24
5. 风险提示 .....	26

## 图表目录

图 1:	2020 年缘文化研究院揭牌.....	6
图 2:	《今世缘·等着我》展示馆 2018 年落成开馆.....	6
图 3:	公司分产品收入占比%.....	7
图 4:	公司分产品收入增速.....	7
图 5:	公司团购/流通渠道收入占比预计.....	9
图 6:	公司省内经销商数量表现.....	9
图 7:	公司省内市场开拓节奏.....	10
图 8:	省内六个大区分布及 2022 年表现.....	10
图 9:	省内分区域营收占比.....	10
图 10:	省内分区域营收增速.....	10
图 11:	南京/淮安大区经销商数量表现 (单位: 家).....	11
图 12:	省内其它大区经销商数量表现 (单位: 家).....	11
图 13:	南京/淮安大区经销商收入贡献 (单位: 万元/家).....	11
图 14:	省内其它大区经销商收入贡献 (单位: 万元/家).....	11
图 15:	江苏白酒各价格带规模及变化.....	12
图 16:	公司自 2016 年起进入快速发展阶段 (单位: 亿元, %).....	13
图 17:	2022 年 8 月公司股权激励方案.....	13
图 18:	股权结构 (截至 23Q3).....	13
图 19:	预计今世缘洋河 2023 年各产品渠道利润率.....	15
图 20:	洋河在苏中地区的销售额及 yoy.....	16
图 21:	今世缘在苏中大区报表收入及 yoy.....	16
图 22:	洋河在苏南地区的销售额及 yoy.....	17
图 23:	今世缘在苏南大区报表收入及 yoy.....	17
图 24:	省外经销商数量及单商贡献.....	17
图 25:	销售费用及广告费用投入 (亿元).....	17
图 26:	江苏人均 GDP 高于全国 (万元).....	19
图 27:	江苏人均可支配收入高于全国 (万元).....	19
图 28:	江苏人均烟酒消费支出高于全国 (万元).....	20
图 29:	江苏房价均价比全国更高 (元).....	20
图 30:	江苏消费升级表现.....	20
图 31:	江苏区域间人均可支配收入存在五年差距.....	21
图 32:	苏南人口净增带动全省人口持续净流入(万人).....	21
图 33:	洋河今世缘呈现双寡头格局.....	22
图 34:	2022 年江苏省内竞争格局.....	22
图 35:	江苏市场高端 (800 元以上) 竞争格局.....	23
图 36:	江苏中低端 (百元内) 竞争格局.....	23
图 37:	江苏市场次高端 (600-800) 竞争格局.....	23
图 38:	江苏次高端 (300-600) 竞争格局.....	23
图 39:	江苏中高端 (200-300) 竞争格局.....	24
图 40:	江苏中高端 (100-200) 竞争格局.....	24

表 1: 公司三大品牌定位.....	7
表 2: 洋河和今世缘主要产品终端成交价对比 (单位: 元) .....	8
表 3: 今世缘 1+1+N 与其他渠道模式对比 .....	8
表 4: 估算洋河今世缘各价位段市占率表现.....	14
表 5: 四开提价节奏把控有效.....	14
表 6: 2022 年今世缘洋河各区域市占率对比.....	16
表 7: 公司省外战略的发展.....	18
表 8: 江苏省内次高端价位段测算.....	20
表 9: 江苏各地白酒市场规模预测.....	21
表 10: 江苏白酒市场分价格带划分.....	23
表 11: 公司收入与业绩预测的主要假设.....	25
表 12: 可比公司估值表 (截至 2024 年 2 月 8 日收盘价) .....	25

## 写在首页

今世缘用 10 年（2011-2020）时间从 20 亿收入成长到 50 亿收入体量，而从 50 亿到实现百亿公司仅花了 3 年（2021-2023），2017 年以来公司保持优异的持续成长性，品牌和市场势能持续强化。

站在百亿新起点，市场对于公司未来的成长空间和路径有诸多观点上的分歧，本文的宗旨是在回顾过往的基础上，分析今世缘为什么会成功崛起突破百亿，同时对其后百亿发展进行展望：今世缘和洋河的竞争会如何演进，今世缘的发展机遇和空间何在，并最终水到渠成的落实到投资建议。



## 1. 百亿之路：坚持差异化，稳扎稳打

通过差异化品牌/价格/渠道，坚持省内精细化/区域网格化的耕耘，国缘系列获得渠道和消费者的高度认可，四开大单品保持强劲成长势能，相比竞品优势显著。江苏整体经济发达，人均可支配收入和烟酒消费支出均高于全国平均，省内白酒消费和次高端价位段量价双领先。公司坚持“缘”的品牌差异化定位，四开精准卡位次高端+初期错位定价参与竞争，通过团购强优势向流通渠道稳定输出，效果显著，因此在淮安/南京市场起势并持续放大势能，形成了省内基本盘。公司内有股权激励驱动、外有渠道持续扁平化、精细化、网格化，销售氛围积极向上，顺利实现百亿。

### 1.1. 打造独特“缘文化”，实现品牌差异化

坚持立足“缘文化”，做足缘文章。2001年前董事长周素明先生根据今世缘的品牌特性，以酒为媒、以缘载道、以文“化”酒，打造出了独特的品牌缘文化，实现由“卖产品”向“卖文化”转变。履行“酿美酒、结善缘”企业使命，践行“讲善惜缘、和谐发展”企业核心价值观，通过成立缘文化研究院、合作“今世缘亲情家访、缘来非诚勿扰、今世缘·等着我”等品牌活动及大量公益慈善举措，做足缘文章，激发酒活力。

图1：2020年缘文化研究院揭牌



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图2：《今世缘·等着我》展示馆2018年落成开馆



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

基于缘文化内涵，品牌实现差异化站位。公司当前坐拥“国缘”、“今世缘”、“高沟”三大白酒品牌。1) 国缘于2004年创牌，以“成大事，必有缘”的品牌主张和“领袖级礼宾酒”的品牌占位获得市场的青睐，2016年国缘重新定位，升级为“中国高端中度白酒”。2) 今世缘创牌于1996年，致力大众化，主打“中国人的喜酒”，通过“家有喜事，就喝今世缘”的品牌诉求切入大众婚、喜宴的日常消费场景中，倡导“广结善缘”，持续占领消费者心智。3) 高沟体量整体较小，定位“正宗苏派老名酒”。

表1: 公司三大品牌定位

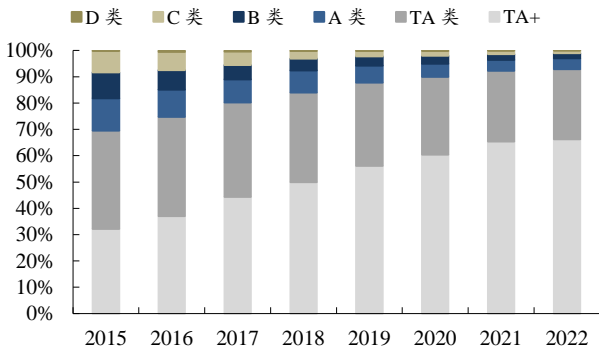
品牌系列	定位	事例
国缘	中国高端中度白酒	2004 年和 2012 年被确定为奥运会江苏健儿庆功用酒，2018 年国缘被作为国礼赠送给阿根廷驻华大使，成为“国缘之夜—中国阿根廷文化交流节”外交用酒
今世缘	中国人的喜酒	2001 年被指定江苏省接待用酒、2012 年荣获“中国十大文化名酒”，2014 年华樽杯“中国喜庆用酒第一品牌”“十大白酒营销创新品牌”
高沟	正宗苏派老名酒	1956 年高沟大曲获江苏省“酿酒第一”奖旗；1984 年高沟特曲被评为全国浓香型白酒第二名；1989 年高沟特曲 55 /39 /46 度先后斩获国家质量奖

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

### 1.2. 避开直接竞争，定价差异化思路启程

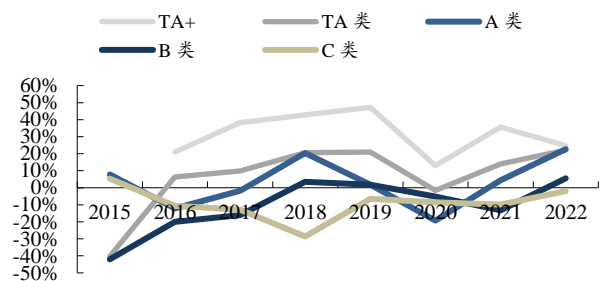
**国缘进入品牌势能持续释放期，保持高增。**1) 我们预计国缘品牌（分类主要为特 A 及以上）目前在公司占比超过 8 成，对开和四开当前占比 50%左右，从 2016 年至今保持年均 20%以上的高增，势能持续释放；2018-19 年 V 系列重新上市，延续国缘品牌基因，并向上拔高价格带，国缘 V9 主打“清雅酱香”概念，将公司产品价位段拔升至千元以上，根据公司的交流反馈，我们预计 V 系列当前体量超过 10 亿。2) 今世缘品牌收入占比 10-15%之间，主要为典藏系列，2022 年重推 700ml 大规格的星球系列战略新品，旨在重新融入与老朋友们的相聚时光。

图3: 公司分产品收入占比%



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图4: 公司分产品收入增速



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

**产品生命周期不同定价不同，发展初期价格精准错位竞争获得市场青睐。**1) 起势阶段，国缘构建多层次的产品序列参与竞争，但定价实现错位竞争，成交价与竞品不完全一样，同类产品实际成交一般跟竞品相差 20-30 元，避免价格的直接竞争。2) 随着产品的成熟度逐渐提升、市场策略和酒企培育重心、促销活动等因素带来的变化推动，当前公司主力大单品四开对开与竞品的成交价表现相对接近，持续放量的产品如 V3 和淡雅表现与竞品仍有 10-20 元差距。

表2: 洋河和今世缘主要产品终端成交价对比 (单位: 元)

2023 年			
梦 6+	570	V3	550
梦 3 水晶瓶	400-420	四开	410-420
天之蓝	290	对开	270-280
海之蓝	130	淡雅	115-120
2019 年			
梦 6	500	V3	--
梦 3 水晶瓶	370-380	四开	400
天之蓝	290-300	对开	260
海之蓝	115	淡雅	--

数据来源: 渠道调研、东吴证券研究所

### 1.3. 依托团购布局流通, 实现渠道差异化发展

坚持渠道“网格化、扁平化、精细化”, 内外部架构配合调整, 提升应答效率。1) 三公消费以后, 为适应渠道的快速发展, 公司从过去以经销商为主导转变为厂商 1+1 协销, 2022 年逐步从传统协销模式升级转变为 1+1+N 厂商并肩战斗模式, 增强了厂商主导、与经销商和终端共同协商办事的角色定位, 实现渠道进一步精细化。2) 组织方面, 架构持续调整, 2018 年取消 13 个营销中心、调整 13 个大区为 6 个大区、设立 71 个办事处 (当前 74 个), 实现对于渠道扁平化的管理; 持续细分品牌运营, 2022 年内部成立三部一司 (国缘事业部、V 系列事业部、今世缘事业部、高沟销售公司), 通过不同渠道和消费群体的推广策略进行资源的相应匹配, 实现渠道网格化管理。

表3: 今世缘 1+1+N 与其他渠道模式对比

	1+1+N	厂商 1+1	经销商主导
渠道模式	厂商向经销商/终端匹配一定数量的业务人员	厂商向经销商派驻业务经理、匹配一定数量的业务人员	厂家与经销商制定目标, 厂家制定指导性政策, 向经销商人员配置少
主导地位	厂家主导, 话语权强化	厂家主导	经销商
市场运营	厂家开拓客户和维护终端, 制定销售政策、决定费用投放, 经销商主要承担打款、配送功能		经销商为主
经销商利润	价差+返利	价差+返利	主要是价差+市场费用支持
终端掌控	进一步直接掌控	厂家掌控终端, 资源由厂家投入	厂商一般不直接管理终端, 经销商管理
优势	渠道掌控力强, 终端营销精细化, 利于渠道下沉	渠道掌控力强, 终端营销精细化, 利于渠道下沉	费用投入相对较小, 利用大商的渠道和人脉资源
针对市场	核心重点市场, 精细化运作	核心重点市场, 精细化运作	薄弱市场

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

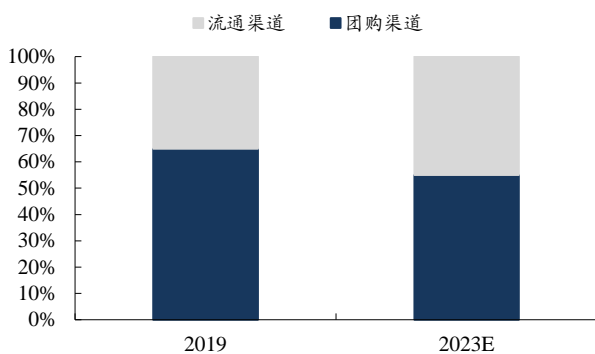
团购起家, 优势显著, 不断扩宽团购消费者范围。公司早期即通过团购渠道服务于政府机构, 政务公关根基较深。受三公消费限制影响, 公司转向商务团购, 一方面在场景上持续扩宽和创新, 省内持续以缘文化做婚宴、喜宴的团购, 尤其在南京用典藏 15 年切入婚宴市场较早, 奠定口碑和消费基础, 逐步升级到对开四开、V3 渗透到喜宴场景;



同时积极团购场景创新，不断扩宽团购客户范围，不局限于工程、地产、保险等大型国有/民营企业，延申到 4s 店、村委会、卫生院等，团购价位段和消费者粘性比流通渠道更好，有助于公司次高端价位产品的持续增长。另一方面，团购支持到位，公司面对不同的团购需求设立差异化团购政策、各渠道明确团购职责和员工激励，内外发力保持团购优势。

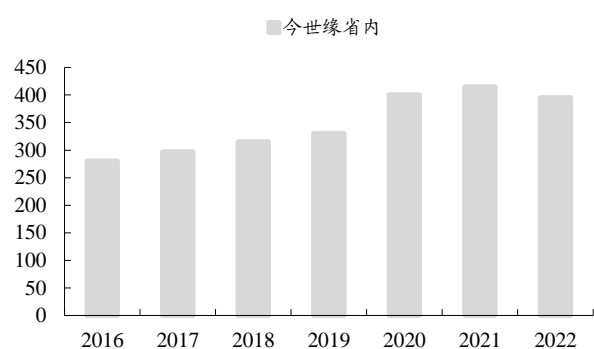
**渐进渗透流通渠道，控盘分利，稳定渠道利润优势。**相比于洋河做流通渠道起家，公司流通渠道发展较晚，从 2015 年以来陆续渗透，1) 流通渠道网点密度小、价格不透明、快速成长阶段：公司对外运用产品高渠道利润保证推力，不压货、高费用结算效率等方式提升经销商忠诚度，公司的产品系列在经销商利润率和终端利润率的表现上比竞品要更高 5% 左右。2) 随着经销商数量增加、网点数量增加，流通渠道逐渐成熟阶段：四开对开从淮安南京率先进入流通渠道，随着渠道扁平化建设，至今产品价格也逐渐透明，但销售势能带动产品高周转，叠加公司增加扫码返利等活动，渠道和终端积极性仍强；V3、淡雅于 2022-2023 年逐步实现流通渠道导入。

图5：公司团购/流通渠道收入占比预计



数据来源：公司公告、微酒、东吴证券研究所

图6：公司省内经销商数量表现

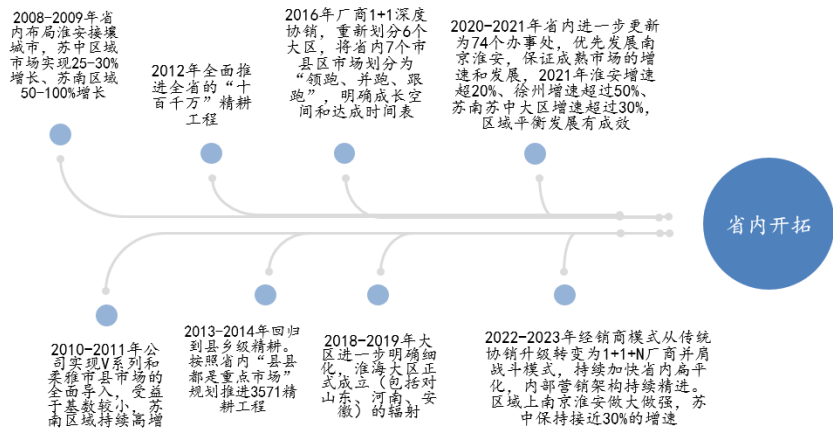


数据来源：公司公告、东吴证券研究所

#### 1.4. 市场推进：由北向南，基本盘稳步扩张

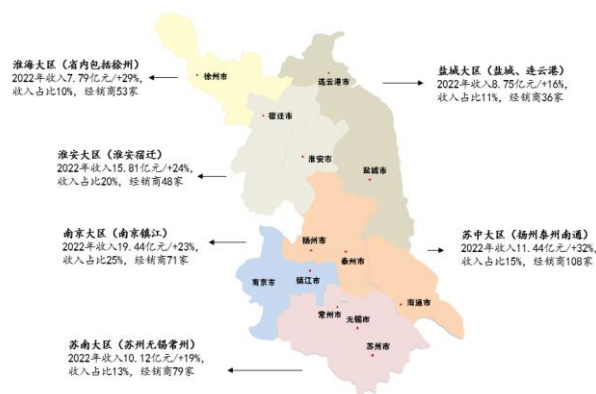
**起源于苏北，已经成功将淮安和南京两大区纳入基本盘。**公司在省内从淮安大本营出发，从淮安接壤城市、南京入手逐步重点布局，尤其在南京实现快速渗透，当前已培育出南京大区、淮安大区成熟优势市场，2022 年销售额占比 45%，盐城大区亦有较为成熟的经销商，苏中大区、淮海大区属于快速发展市场，近两年持续保持 30% 以上的扩容增速。

图7：公司省内市场开拓节奏



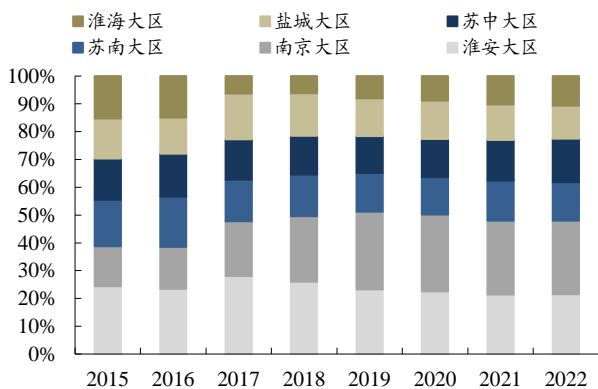
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图8：省内六大区分布及2022年表现



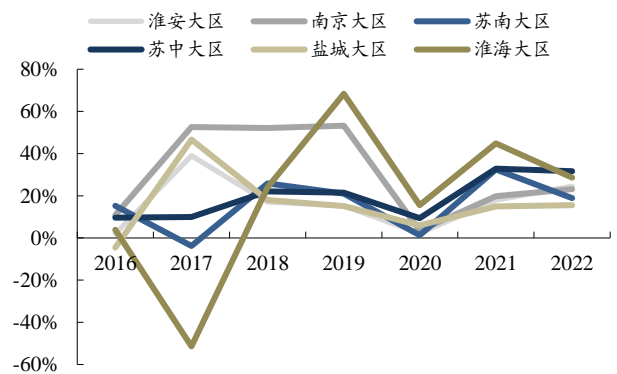
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图9：省内分区域营收占比



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图10：省内分区域营收增速

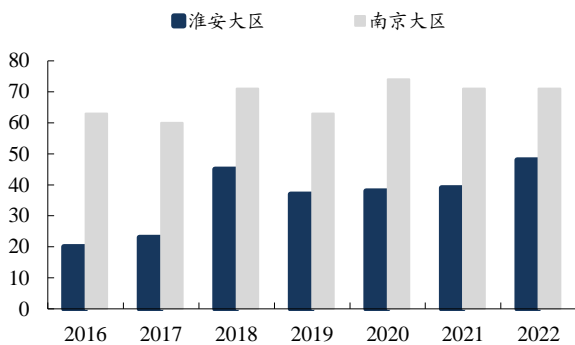


数据来源：公司公告、东吴证券研究所

**南京成为公司第一大销售收入市场，份额超洋河。** 受益于南京较好的意见领袖基础以及公司持续的投入培育，国缘品牌认可度高，四开卡位 400 元价位段（公务用酒标准内），凭借核心圈层的扩散实现在南京的销售起势，同时公司在南京渠道运作精细，在竞品持续高压政策下，国缘保持不压货、高费用兑现效率获得渠道和终端的有效推力。从 2016 年到 2022 年，南京大区收入从 3.6 亿元提升到 19.4 亿，CAGR 达到 33%，2023 年公司在南京销售额超过洋河。

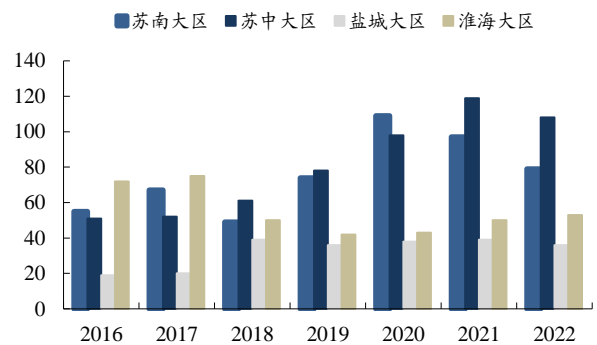
**苏中苏南有节奏招商耕耘，苏中起势更强劲。** 公司起步阶段精力相对有限，公司投放资源布局苏中苏南大区时间较晚，从 2016-2022 年，苏中苏南经销商数量持续增加，前期多以中小经销商为主，单个经销商销售额较少，近几年来随着公司产品势能提升，单商体量和质量均在提升。从 2015-2022 年，苏中、苏南大区收入 CAGR 分别为 19%/15%，尤其苏中大区近三年保持年均 30% 的复合增长，区域经销商超过百家。

图 11: 南京/淮安大区经销商数量表现 (单位: 家)



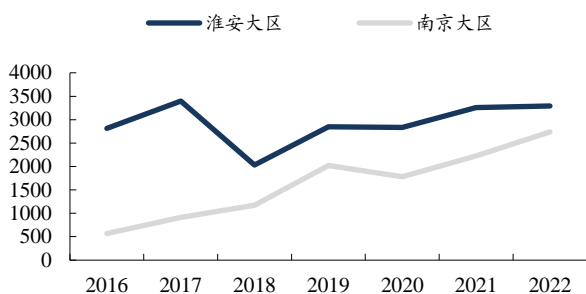
数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图 12: 省内其它大区经销商数量表现 (单位: 家)



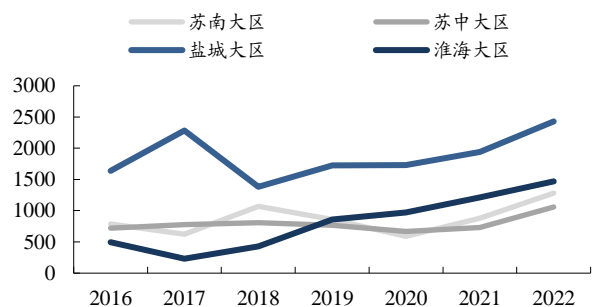
数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图 13: 南京/淮安大区经销商收入贡献 (单位: 万元/家)



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图 14: 省内其它大区经销商收入贡献 (单位: 万元/家)



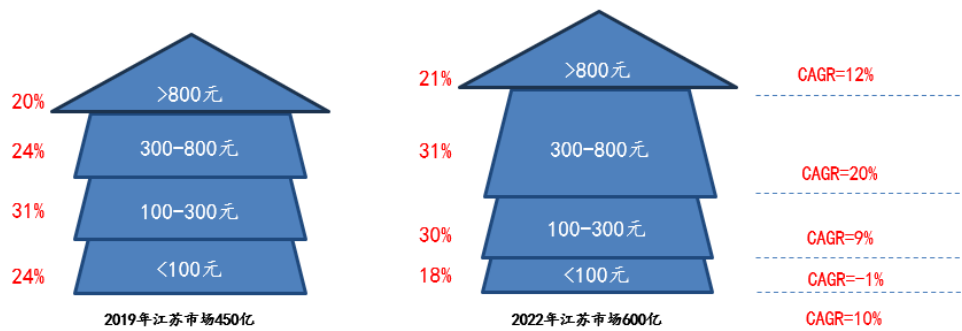
数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

### 1.5. 省内次高端迎升级风口，国缘乘势扩容渠道力强

次高端行业迎来高速增长，国缘四开顺应风口。白酒行业从 2016 年开始结束总量扩张，结构化趋势明显，体现向产区集中、向上市公司集中、向次高端及以上价格加速扩容的趋势。江苏区域主流消费从 200 元向上提升至次高端，四开精准占位 300-400 元，顺应消费趋势、江苏次高端扩容和公司的精耕细作，销售势能实现逐步增强。

江苏次高端价位容量大，为公司提供优越的基地市场。我们预计江苏次高端价位规模 188 亿，其中 300-600 价位段对应 135 亿，占省内白酒规模比 23%左右，从 2019-22 年保持 20%的年均复合增速，为公司在次高端价位培育出大体量单品铺垫基础。

图15：江苏白酒各价格带规模及变化



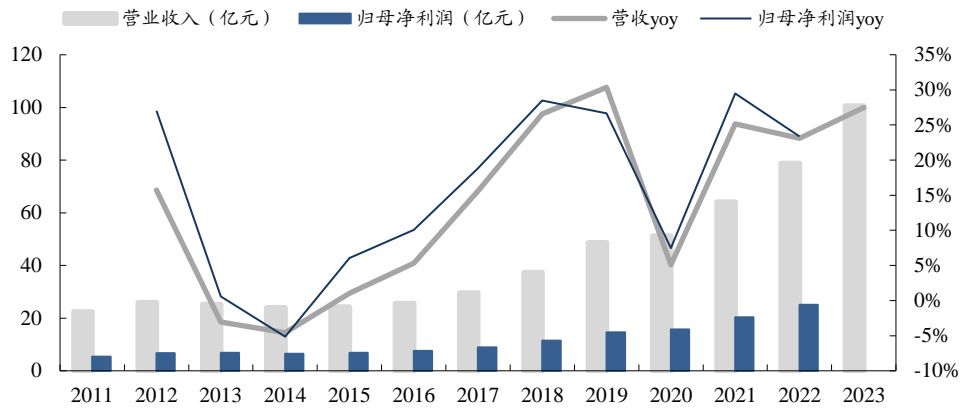
数据来源：wind、公司公告、微酒、东吴证券研究所

### 1.6. 股权结构灵活，股权激励动力足

公司位于的江苏省涟水县高沟镇，酿酒历史悠久（源于西汉、盛于明清）。公司的前身可追溯至 1949 年的江苏高沟酒厂、经过 1996 年创立“今世缘”品牌、1997 年成立今世缘酒业公司、2020 年公司收入突破 50 亿，2023 年公司公告收入 100.5 亿元，成功突破百亿。

公司股权结构优，管理层和股东利益充分绑定，内生动力足。公司主要管理层稳定，发展战略稳定且一贯性强。从持股层面，公司虽是县政府控股，但是管理层及中层直接或间接持有公司股份，加上 2022 年公司出台股权激励计划，内外动力充足。

图16: 公司自 2016 年起进入快速发展阶段 (单位: 亿元, %)



数据来源: wind、东吴证券研究所

图17: 2022 年 8 月公司股权激励方案

2022年8月今世缘股权激励计划(更新)						
姓名	职务	股权激励数量(万股)	占授予前总股本比例	占总股本比例	备注	
顾祥祝	总经理	21	2.72%	0.017%		
周素明	董事	16.8	2.18%	0.013%		
方志华	副总经理	16.8	2.18%	0.013%		
倪从春	副总经理	16.8	2.18%	0.013%		
羊栋	副总经理	16.8	2.18%	0.013%		
吴建峰	副总经理	16.8	2.18%	0.013%		
陈秋斌	副总经理	16.8	2.18%	0.013%		
周美松	副总经理	16.8	2.18%	0.013%		
其他人员不超过 338 人		648.2	84.18%	0.017%		
合计 (345人)		770	100.00%	0.014%		

公司层面考核标准		个人层面考核标准	
以 2020 年营业收入为基数, 2021 年营业收入同比增长 20%; 以 2020 年扣除非经常性损益后净利润与基数, 2021 年扣除非经常性损益后净利润同比增长 15%; 2021 年净资产收益率不低于 20.0%, 且上述指标均不低于同行业平均水平或同业对标企业 75 分位值; 2021 年主营业务收入占营业收入比例不低于 90%。		个人年度绩效考核结果与行权额度关系设定为: 考核等级优秀, 对应标准系数 1; 考核等级良好, 对应标准系数 0.8; 考核等级合格, 对应标准系数 0.6; 考核等级不合格, 对应标准系数 0。	
激励对象个人当年实际解锁额度计算方法			
第 n 年度公司层面业绩考核达标, 个人当年实际可行权额度=标准系数×个人当年可行权额度			

限制性股票登记日期数量		授予人数	
授予价格 (元/股)	50.24	授予人数	345 人
			770

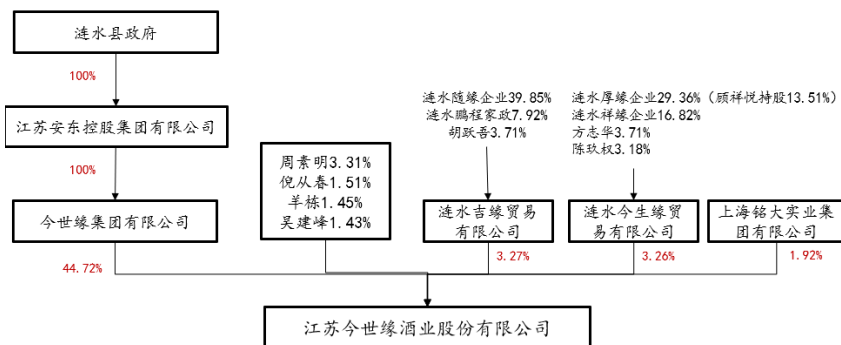
三、限售期及解锁标准						
解锁期	解锁比例	考核年度	营业收入 (亿元)	YOY	扣非净利润 (亿元)	YOY
第一期 (第 1 个月-第 6 个月)	40%	2021 年 (基数)	64.56	22%	20.32	15%
第二期 (第 6 个月-第 12 个月)	30%	2022 年	76.95	24%	26.90	19%
第三期 (第 12 个月-第 36 个月)	30%	2024 年	122.14	26%	35.92	15%

四、公司未来各年成本费用计提情况 (万元)						
期数	2022 (万元)	2023 (万元)	2024 (万元)	2025 (万元)	2026 (万元)	
期权成本	2465.94	231.56	626.23	802.73	970.49	138.93

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图18: 股权结构 (截至 23Q3)



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所



## 2. 后百亿展望：主线省内份额提升，副线全国化

展望后百亿，今世缘份额近几年来保持增长，2022年省内市占率约19%。在四开势能带动下省内增长空间仍大：1)分价格带，四开维持300-600元优势，向上向下带动V系和雅系发展，对应市占率均有提升空间。2)分场景，省内持续增加V系列专销团购终端数量，每个终端100w任务起步，增加贡献销售；此外国缘产品系列在市县级普通宴席口碑持续增强，渗透空间仍大。3)分区域看，苏中区域势能渐起，随着四开领头+V系列/淡雅持续渗透，优势有望首先显现，市占率向苏北靠拢。此外，省外战略进一步明确品类、区域、投入思路，持续聚焦突破，将成为公司增速贡献重要成长极。

### 2.1. 乘势而起，省内份额空间继续提升

#### 2.1.1. 分价格带有空间：四开带动多产品势能渐强，各竞争维度占优

300-600元长期持续扩容，四开强势进攻，市占率稳步提升。公司主优势价位段在300-600元，该价位段短期存在300-600元承接高端及次高端上沿价位段的消费溢出，配合白酒行业长期趋势，我们预计未来主流次高端价位段逐步扩容百亿仍可期。近几年四开提价节奏控制有成效，价盘稳健上行，品牌势能持续向上，实现强势进攻，市占率和规模实现快速提升。我们参考古井势能释放之下大单品在省内的市占率表现，四开稳步朝40%提升可期。

表4：估算洋河今世缘各价位段市占率表现

终端价 (元)	2022 (亿元, %)			2019 (亿元, %)			省内品牌
	市场容量	今世缘占比	洋河占比	市场容量	今世缘占比	洋河占比	
800元以上	126	3%	8%	90	2%	9%	V6、V9、苏酒绿苏、M9、手工班
600-800	53	12%	77%	15	9%	80%	M6+、V3
300-600	135	29%	23%	95	25%	37%	M3、四开国缘、国缘K3/K5
200-300	100	31%	30%	75	29%	33%	天之蓝、珍宝坊圣坊、国缘对开、典藏15/20
100-200	80	35%	56%	65	34%	45%	海之蓝、珍宝坊君坊、国缘淡雅、单开、今世缘典藏10
100元以下	106	8%	30%	110	11%	19%	洋河大曲、双沟大曲、高沟

数据来源：渠道调研、微酒、wind、公司公告、东吴证券研究所

表5：四开提价节奏把控有效

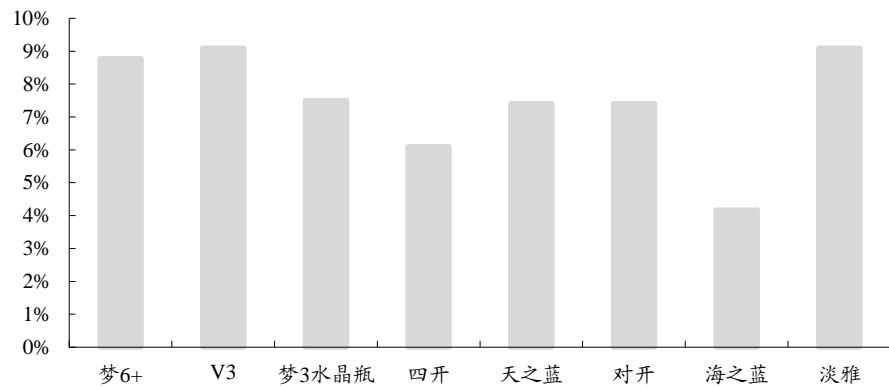
时间	提价/焕新动作
2020年2月	四开、对开、单开、K5、K3、柔雅、淡雅分别上调20、20、10、35、20、10、5元/瓶
2020年7月	分别上调四开、对开出厂价15、10元/瓶，同步调整终端供货价、零售价及团购价
2020年10月	四开实行“配额制+价格双轨制”双向政策，产品零售指导价调为588元/瓶
2021年1-3月	四开出厂价每月提10元/瓶，停止接受在销版四开国缘销售订单，实现新老版本更替
2021年6月	42度单开国缘(550ml版本)、42度四开国缘(550ml)开票价分别上调10、60元/瓶；52度四开国缘(新版)开票价上调50元/瓶
2022年6月	四开、对开开票价上调10、5元/瓶
2023年12月	第五代四开国缘问世

数据来源：wind、公司公告、东吴证券研究所

**四开向下赋能，对开放量、淡雅高增，100-300元份额提升有产品抓手。**受益于大众宴席回补，100-300元价位段重获快速发展，2023年对开增速高于四开、淡雅实现40-50%的高增。1)对开受益于开系的销售认知度，大众酒消费、不输竞品的渠道利润，销售势能持续，竞品天之蓝更多销售额表现来自于省外，对开市占率有望更快向40%+提升。2)淡雅受益于四开势能带动和价格差异化定位，全省化补缺县乡空白市场，获得渠道推力和消费者口碑，24年春节淡雅动销反馈仍表现亮眼。相比竞品，淡雅处于产品上升期，渠道利润水平更高，当前在100-200元价位段市占率不足20%，有望逐步替代100-200元价位段的备选，实现市占率提升。

**四开势能向上辐射，尤其V3面对竞争较为悬殊，加码打造高价位产品声量。**参考四开的渗透路径，V系列持续耕耘团购，近几年受益于人员逐步流动+宴席市场恢复，公司22-23年持续倾斜精力加大投入，当前公司一方面打造V系专销客户的数量，持续培育团购，短期亦会出台相关宴席政策(比如买二送一)抢抓声量。从目前的成果来看，V3成交价逐步稳定在500-600元，已在南京、淮安、苏州等市场破亿元，在南京及其他苏南市场陆续渗透进宴席。目前在该价位段，洋河今世缘占比接近8:1，差距较为悬殊，公司的高价位产品在四开势能带动+政策投入+团购带动持续放大声量，有望一定程度复制四开路径，达成市占率的快速提升。

**图19：预计今世缘洋河2023年各产品渠道利润率**



数据来源：渠道调研、东吴证券研究所

### 2.1.2. 分场景有空间：专销终端占比提升，争抢宴席市场

**保持比竞品更高效的市场应对，V系的团购专销终端数量有望提升。**今世缘在省内团购终端数量众多，但其中专销仅占比20-30%。过去公司始终保持厂商共同建设的思路，保持市场人员架构稳定，政策兑现效率高，经销商和终端满意度是持续提升的。今年公司将继续着力开发和打造V系列的专销客户，每个重点专销门店以100万销售额起步，通过借助四开+V系的品类带动、专销客户相对应的政策支持，专销比例有望推

动 V 系市占率持续提升。

**大众宴席市场空间大，国缘系列有望继续渗透提升。**根据渠道反馈，白酒在江苏宴席市场的消费占比预计 20-30%，今世缘从品牌定位、色彩、广宣等角度契合宴席市场，对开四开在宴席份额，不考虑部分高端宴席市场情况（比如苏州或者南京有部分宴席使用五粮液、M9 手工班作为宴席用酒），在 2022 年江苏省 600 亿左右的市场规模下，我们粗略测算 2022 年江苏省内普通宴席市场空间预计有 140-150 亿左右，国缘系列销售额不到百亿，渗透于商务、宴席等方方面面，随着四开引领其他产品在宴席市场的渗透，四开/V3 在市级、对开/淡雅在县乡级普通宴席渗透空间仍大。

**2.1.3. 分区域有空间：苏中优势有望先显现，苏南可渗透性强**

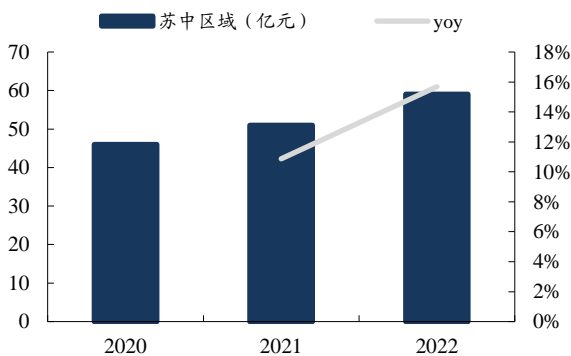
**苏中势能渐起，复刻苏北四开势能带动销售，市占率有望逐步靠拢。**洋河在苏中地区一直保有较高市占率，截至 2022 年在苏中区域市占率 50-55%（20-22 年销售额 CAGR=13%），产品结构陆续升级到以天之蓝和 M3 水晶瓶为主，合计占比超过 40%，梦 6+和海之蓝占比 30%左右。而今世缘在苏中市占率 15-20%（18-22 销售额 CAGR=23%），近几年保持更快增长，根据公司反馈目前四开在扬州和泰州的势能持续在增强，已成为继淮安/南京之外四开势能强劲的区域，我们预计去年在扬州和泰州国缘产品出库增速整体超过 30%。苏中区域当前利用四开销售势能铺开销售面积，V 系和淡雅仍处于品类上升，充分参与竞争，市占率有望逐步向苏北靠拢。

**表6：2022 年今世缘洋河各区域市占率对比**

	市场容量 (亿元)	今世缘占比 (预计)	洋河占比 (预计)
苏北	144	35-40%	50-55%
苏中	108	15-20%	50-55%
苏南	348	12-13%	14-15%

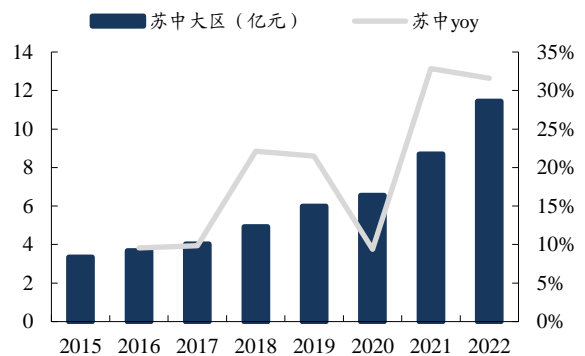
数据来源：wind、公司公告、东吴证券研究所

**图20：洋河在苏中地区的销售额及 yoy**



数据来源：公司公告、微酒、东吴证券研究所

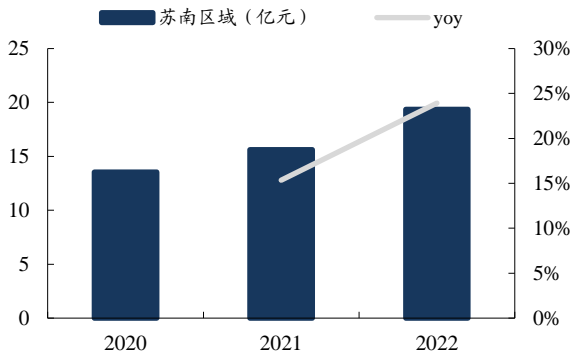
**图21：今世缘在苏中大区报表收入及 yoy**



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

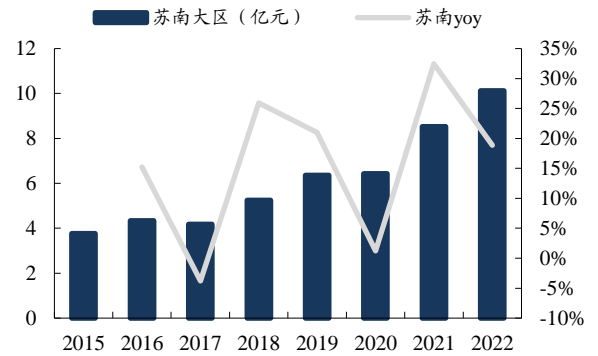
苏南容量大，可渗透性强。苏南历来全国化品牌优势明显，我们预计截至 2022 年洋河在苏南地区的市占率仅在 10-15%之间，公司市占率接近洋河，两者合计占比不足 30%。整体来看，苏南地区竞争激烈，今世缘面对全国化品牌的竞争，四开势能优势在区域整体并不特别显著，公司目前通过苏北苏中高能带动、做大苏南部分县市的口碑效应等方式进行渗透，空间较为广阔。

图22: 洋河在苏南地区的销售额及 yoy



数据来源: 公司公告、微酒、东吴证券研究所

图23: 今世缘在苏南大区报表收入及 yoy



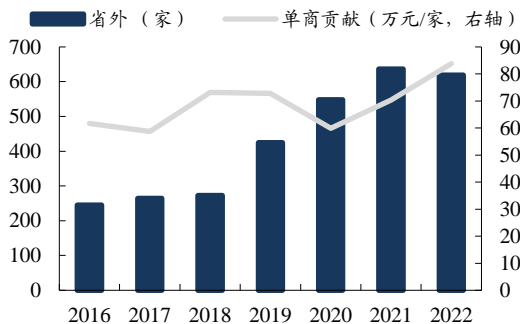
数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

## 2.2. 全国化: 战略聚焦, 布局新品

### 2.2.1. 后百亿底气足, 进一步明晰省外战略

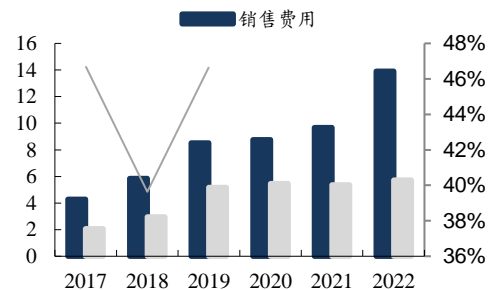
省外战略持续动态调整, 投入效果未有较好显现。公司从 2014 年前后尝试逐步开拓省外市场, 截至 2022 年省外占比 6%左右, 一方面系过去公司自身规模相对省内发展来说仍小, 公司在省外更多是根据消费环境动态调整战略, 品牌宣传更多在江苏周边做部分投放, 以国缘和今世缘系列双品牌为主, 重点产品抓手并不明确; 反观洋河 2003-2008 年持续在省外大力推广品牌, 将海之蓝全国化渗透到日常大众消费场景。品牌认知度较低、抓手不明确, 投入资源效果并未有较好显现。

图24: 省外经销商数量及单商贡献



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图25: 销售费用及广告费用投入（亿元）



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

百亿之后省外将成为远期重要增长极，思路清晰，聚焦突破。当前公司省外经销商609家（截至2023Q3的数据），在2024年今世缘发展大会上，公司管理层表示，1) 清晰战略目标：对于省外启动再造江苏工程，坚持“大赛道、大单品、大客户”策略，贯彻当前全国化就是周边化和板块化理念；明确公司的全国化是立足并放大延申省内的品牌势能及竞争优势，是优先国缘品牌的全国化。2) 细化战略措施：一是聚焦于国缘品牌，一体主推四开，战略导入六开，带动对开规模上量；二是聚焦于板块打造，以“三年不盈利，三年30亿”预算规划省外市场投入，聚焦“10+N”重点地级板块；三是聚焦于顾客创造，要精准招商、育商，推进终端星级合伙人建设，构建厂商店命运共同体。

表7：公司省外战略的发展

年份	省外战略	重点布局	主要目标/措施/全国化进展
2013年		设立16个营销中心	围绕江苏周边布局，着重布局安徽、浙江、山东、北京、上海等地
2017年	2+5+N	北京、上海	2是打造北京、上海两个样板市场；5是进一步开拓山东、河南、安徽、浙江及江西；N为核心门店及有实力的新经销商
2018年	1+2+4+N	设立山东大区	1) 聚焦重点市场，逐步突破。1是山东，2是北京、上海，4是河南、安徽、江西、浙江；2) 在山东设立6个营销中心，派了6个富有经验的大区经理开发市场。
2019年	1+2+4+N	山东、北京、上海、安徽	将省外突破上升到与省内精耕同等重要的战略地位，提出要加快全国化进程。山东大区实现地级市覆盖率超过90%，县级市覆盖率40%左右。
2020年	3+4+5	山东	1) 3是优先选择长三角上海/浙江/安徽；4是山东/河南/江西/北京；5是天津/河北/广东/湖南/湖北。2) 2020年规划亿级市场5个（山东/上海/北京/河南/安徽）、3000万以上市场6个（江西/浙江/湖南/广东/湖北/广西）。
2022年	2+5	上海、浙江	"2+5"板块2021年增幅超过35%，采取全面规划、重点突破、周边辐射、滚动发展的基本策略，确立上海为全国重点形象市场，浙江为周边板块市场
2021年	聚焦10个省外县区板块市场	嘉定、嘉兴、湖州、滁州、马鞍山、枣庄、临沂、周口、九江、楚雄	确定10个县区市场为次年省外重点，力争3-5年内将每个打造成亿元板块。
2024年	10+N	嘉定、嘉兴、湖州、滁州、马鞍山、枣庄、临沂、周口、九江、楚雄	一是聚焦于国缘品牌，一体主推四开，战略导入六开，带动对开规模上量；二是聚焦于板块打造，以“三年不盈利，三年30亿”预算规划省外市场投入，聚焦“10+N”重点地级板块；三是聚焦于顾客创造，要精准招商、育商，推进终端星级合伙人建设，构建厂商店命运共同体。

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

### 2.2.2. 动态调整打基础，辅助省外扩张

公司实施精准聚焦，为实现环江苏、长三角一体化板块市场的突破打下坚实基础：

**明确点状市场，聚焦优势资源突破。**公司明确今世缘的全国化是周边化和板块化理念，从2023年发展大会公司即确定10个县区市场（嘉定、嘉兴、湖州、滁州、马鞍山、枣庄、临沂、周口、九江、楚雄）为省外重点资源投入区域，2024年重点区域目标延续打造；此外省外优选终端门店配称资源，可进一步区域化聚焦消费者培育。

**内部人员结构调整，实行领导分片负责。**从公司的反馈来看，过去公司对省外重视程度不够，以前省外是一个办事处管辖，由办事处主任统一负责；2023年公司强化领导的精力投放，实行领导分片负责制：如将负责南京大区的陈总调到苏州，统筹负责浙江上海江苏，河南市场由今世缘事业部周总负责，山东区域抽调原先徐州事业部领导管辖等。公司将持续优化内部决策流程，有望充分提升效率。

**推出战略新品六开，完成主开系的高端化延续。**公司强化国缘四开地位前提下，延



续开系高端化，于 2023 年春糖正式推出六开，站位 800 元左右，形成以主开系六开、四开、对开进行一体化布局的产品矩阵，为后续成为行业千元以下第一梯队品牌、参与省外竞争充分做好产品准备。

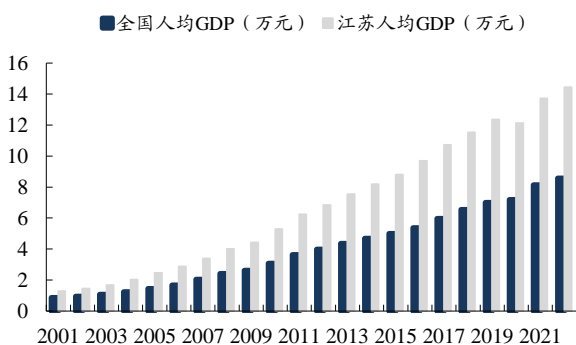
省外大商已有部分合作基础，助扩宽产品销售路径。公司此前在省外也有采取和区域大商合作模式，比如 2018 年 5 月跟商源合作，商源选择代理国缘系列，在浙江地区推广；2019 年与百川签署战略合作协议，也是以国缘老开系为核心，实现消费者深度培育，对苏州市区市场进行重点打造，19 年完成销量 3000 余万元。

### 3. 附：江苏市场特征分析

#### 3.1. 消费升级高地市场，量价双领先

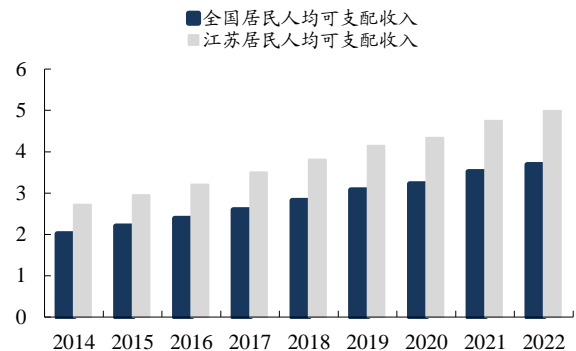
江苏经济活力强，人均消费高于全国平均。江苏省东临东海可依靠海港发展外贸，位于长江下游可依靠内河发展对内贸易，南边紧邻浙沪为招商引资打下良好环境；整体经济富庶，2022 年地区生产总值迈上 12 万亿元，人均收入和人均消费力保持高于全国平均，并持续提升。近几年虽然出口和民营经济受到影响，但新兴产能成为经济的驱动力，高新技术产业投资持续推动经济发展。经济活力为苏酒发展奠定了土壤基础和升级基础。

图26：江苏人均 GDP 高于全国（万元）



数据来源：wind、东吴证券研究所

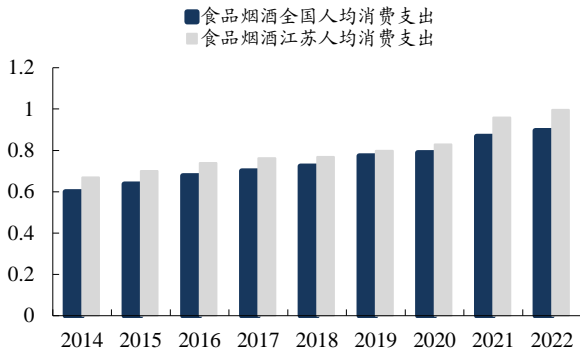
图27：江苏人均可支配收入高于全国（万元）



数据来源：wind、东吴证券研究所

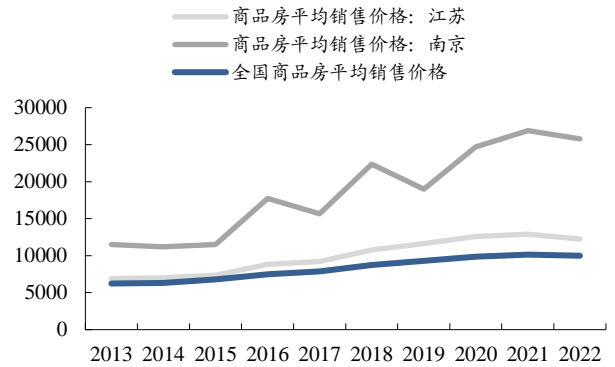
省内消费量价双领先，次高端及以上消费拥有较好基础。我们预计 2022 年江苏省白酒销售规模约 600 亿（19-22 年 CAGR=10%），销售规模领先其他省份。此外，高消费水平从 2017-2018 年持续推动 300 元以上次高端为主流价位段，对应省内规模预计 188 亿左右，（19-22 年 CAGR=20%，远快于平均增速），占全国白酒次高端价位规模约 18%，为苏酒龙头在次高端培育大单品提供充足的空间；此外，长期在白酒行业维持结构性繁荣和长期消费升级，我们预计未来主流次高端价位段逐步扩容百亿仍可期。

图28: 江苏人均烟酒消费支出高于全国 (万元)



数据来源: wind、东吴证券研究所

图29: 江苏房价均价比全国更高 (元)



数据来源: wind、东吴证券研究所

表8: 江苏省内次高端价位段测算

	常住人口 (万)	常住人口 CAGR	次高端人均消费 (元)	人均消费额 CAGR	次高端白酒市场 (亿元)
2022	8515	0.20%	221	20%	188
2026E	8549	0.10%	323	10%	276

数据来源: wind、东吴证券研究所

图30: 江苏消费升级表现



数据来源: 江苏统计局、wind、东吴证券研究所

### 3.2. 区域特征: 层次化发展, 从北向南消费逐步靠近

从省内分区域看, 消费水平呈现自南向北递减特征, 苏南和苏北的人口比重与白酒市场规模并不匹配, 不同区域全国性名酒和地产名酒的优势亦不同。

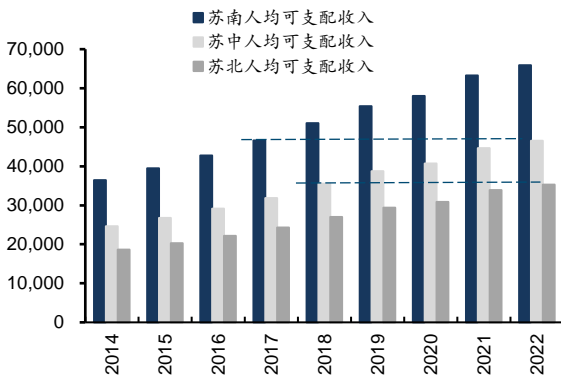
苏南: 2022年人口占全省比重为54%, 白酒市场规模占比达到约58%, 地产酒逐

**步渗透高端市场。**苏南接壤上海，经济活跃程度高，商务宴请频繁，高端消费氛围相对浓厚，经济发展水平领先苏北地区 5 年左右，南京作为省会城市，白酒消费主要以商务、宴席为主，消费主流价位段 400-600 甚至 600-800 元。随着地产酒品牌的高端产品崛起，洋河手工班、国缘 V9 等持续消费者培育，强化高端占位，比如梦 9 近两年在南京宴席市场亦逐步占有部分份额，V9 在南京有部分饮用意见领袖群体。

**苏北：人口占比 29%，白酒规模占比仅为 24%，洋河今世缘的主力产品地位稳固。**苏北地区地理位置上更加接壤山东、安徽等，白酒消费呈现量大、度数较高、档次较低的特点，宴席需求集中于 200-400 价格带，尤其在宿迁、淮安等地，洋河梦系列、今世缘国缘系列地位稳固，且优势持续保持。

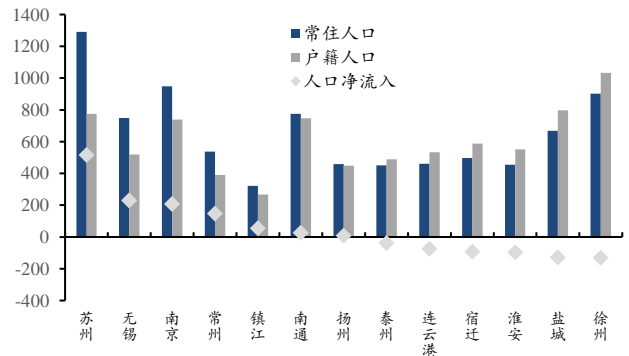
**苏中：人口占比 17%，白酒规模占比 18%，地产名酒竞争实力增强，今世缘次高端产品逐步渗透。**苏中跟苏南的白酒消费习惯相对一致，对品牌的选择也较为开放，商务接待和大众宴席需求多集中于 300+ 元区间。近几年省内地产酒在苏中份额逐步提升，我们预计洋河今世缘在苏中地区白酒市占率合计占比 70-75% 左右（其中洋河 50-55%，今世缘 15-20%）。

图31: 江苏区域间人均可支配收入存在五年差距



数据来源: wind、东吴证券研究所

图32: 苏南人口净增带动全省人口持续净流入(万人)



数据来源: wind、东吴证券研究所

表9: 江苏各地白酒市场规模预测

区域	苏南					苏中			苏北				
	南京	无锡	常州	苏州	镇江	南通	扬州	泰州	徐州	连云港	淮安	盐城	宿迁
人口(万人)	932	746	528	1275	321	773	456	452	908	460	456	671	499
人均食品烟酒消费(元)	10377	10999	9524	11094	9228	8902	7773	8354	8354	6993	6175	6390	5665
人均白酒支出(元)	945	903	820	986	736	667	611	625	486	458	500	528	417
22年市场规模(亿元)	88	67	43	126	24	52	28	28	44	21	23	35	21

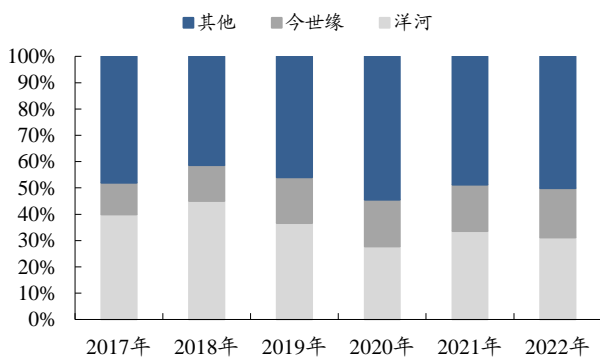
数据来源: wind、微酒、公司公告、东吴证券研究所

区域层次化发展推动下，地产品牌仍有渗透和产品升级的空间。消费水平来看，苏南>苏中>苏北，苏南比苏北领先预计5年左右的时间，苏北主流价位段100-300、苏南主流价位段300以上，苏南人均白酒支出在750-1000元，苏北人均白酒支出在400-550元，存在明显代差。区域主流消费价格带的提升不是一蹴而就，随着省内经济融合与人员流通、人均可支配消费的稳步提升，江苏北部消费向苏中苏南趋近可期，给予优势地产酒渗透和产品结构升级的空间。

### 3.3. 竞争格局：省内双强，名酒百舸争流

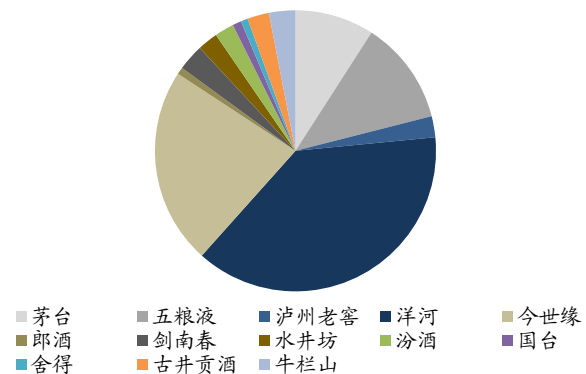
洋河今世缘均过百亿，呈现双寡头格局。复盘2017-2022年的市占率表现来看，两家合计市占率维持在50%左右，其中今世缘份额持续保持增长。到2022年洋河今世缘省内市占率分别为31%和19%。剩下接近50%的占比主要由全国性的名酒占据。

图33：洋河今世缘呈现双寡头格局



数据来源：wind、公司公告、东吴证券研究所

图34：2022年江苏省内竞争格局



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

#### 全国性名酒主要渗透高端，地产酒在其他价位段的优势显现。

1) 高端价格带126亿左右，主要以省外品牌茅五为主。近几年随着洋河M9手工班逐步在南京实现渗透，目前也实现超过10亿规模。

2) 省内增速最快的是600-800元的次高端价位段，自洋河推出梦6+以来推动该价位段高速扩容，当前我们预计规模达到53亿，19-22年CAGR=52%，洋河市占率最高达到78%。

3) 省内容量最大的是300-600元次高端价格带，我们预计2022年份额为135亿元，洋河梦3和今世缘国缘四开是主要的参与者。

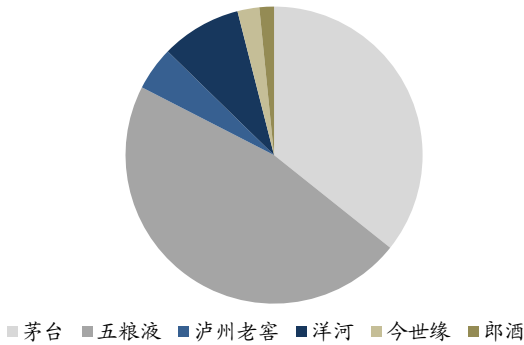
4) 100-300元中高端预计份额180亿左右，其中在200-300元价格带以洋河今世缘为主，100-200元价格带目前竞争激烈，主要参与更多玩家是苏酒和徽酒地产品牌。

表10: 江苏白酒市场分价格带划分

终端价	市场容量 (亿元)	省内品牌	省外主要品牌
800元以上	126	V6、V9、头排苏酒、苏酒绿苏、M9手工班	茅台、五粮液、国窖 1573
600-800	53	M6+、V3	古 20、水井坊典藏
300-600	135	洋河 M3、四开国缘、K3/5	水晶剑、臻酿八号、古 16
200-300	100	天之蓝、珍宝坊、国缘对开、今世缘典藏 15/20	古 7/8
100-200	80	典藏 10/12、海之蓝、淡雅、单开	古 5
100元以下	106	洋河大曲、双沟大曲、高沟	百年迎驾、牛栏山

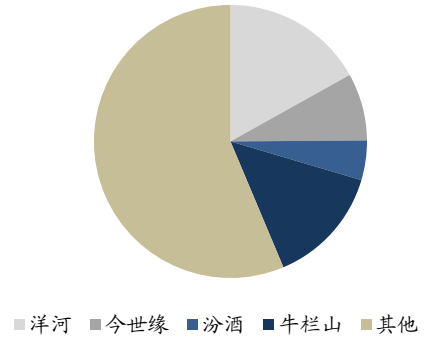
数据来源: wind、公司公告、东吴证券研究所

图35: 江苏市场高端 (800元以上) 竞争格局



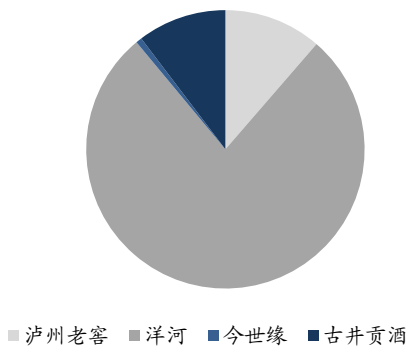
数据来源: wind、公司公告、东吴证券研究所

图36: 江苏中低端 (百元内) 竞争格局



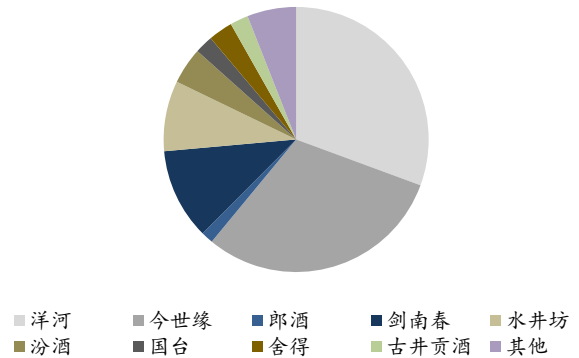
数据来源: wind、公司公告、东吴证券研究所

图37: 江苏市场次高端 (600-800) 竞争格局



数据来源: wind、公司公告、东吴证券研究所

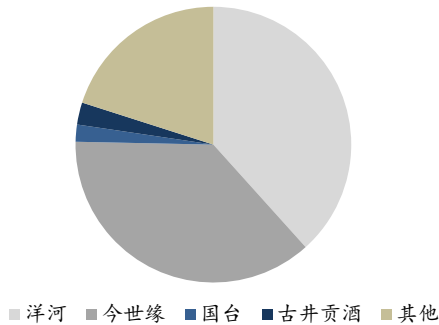
图38: 江苏次高端 (300-600) 竞争格局



数据来源: wind、公司公告、东吴证券研究所

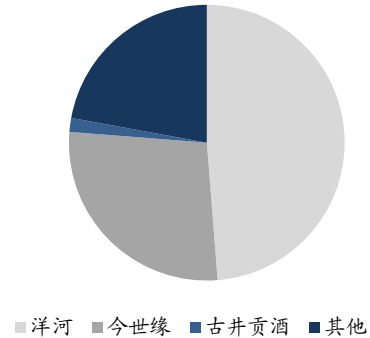


图39: 江苏中高端 (200-300) 竞争格局



数据来源: wind、公司公告、东吴证券研究所

图40: 江苏中高端 (100-200) 竞争格局



数据来源: wind、公司公告、东吴证券研究所

#### 4. 盈利预测

**收入端:** 1) 特 A+: 截至 23 年前三季度, 特 A+ 占比 65.1%, 同比增长 25%, 产品主要包括国缘 V 系列、国缘四开和对开。我们认为 V 系列目前规模尚小, 且公司持续在 V3 上投入宴席政策和空白网点铺设增加, V3 有望持续保持高速增长; 同时, 四开销售势能强劲, 省内团购渠道优势显著, 对开受益于这两年部分价格带下移保持快速增长。我们预计特 A+ 有望保持快速增长。2) 特 A: 截至 23 前 3Q, 特 A 占比 28%, 同比增长 38%, 产品主要包括国缘单开、淡雅、今世缘典藏系列等。淡雅受益于差异化价格+国缘四开势能带动, 23 年保持高速增长, 随着动销起势和空白点持续铺设, 有望继续保持快速增长; 今世缘产品差异化在喜宴场景进行创新和渠道投入, 有望维持稳健增长。我们预计特 A 类在 24 年有望保持更快速增长。3) A 类及以下产品, 占比较低, 资源不会过多倾斜, 更多以自然动销为主, 预计保持小幅下滑。我们预计 2023-2025 年收入实现 100.7、124.3、150.9 亿元。

**利润端:** 1) 毛利率: 随着特 A+ 和特 A 类产品占比的持续提升, 2024 年毛利率有望维持稳定或者稳中有升; 2) 费用率: 随着省内价位段竞争加剧, 竞品在市场加大尤其是次高端价位段的费用投入, 在公司持续扩大营销人员和广宣费用投入, 我们预计公司 2024 年费用率同比有所增加。我们预计 2023-2025 年归母净利润实现 31.6、38.4、46.9 亿元。

可比公司看, 我们选择了地产酒作为对标, 标的同是江苏市场的洋河股份、安徽的古井贡酒/迎驾贡酒、河北的老白干酒、甘肃的金徽酒、新疆的伊力特。综合来看, 我们认为公司仍在势能向上阶段, 保持比竞品更高的势能优势和稳定的市场反馈, 省内市占率提升+省外贡献增速增长极, 未来收入扩张可见度清晰。考虑到公司面对竞争或将更加激烈, 我们对利润表现的预计相对更保守, 当前公司对应 2024-2025 年 PE 为 17/14

倍，在地产酒中兼具成长性和性价比，维持“买入”评级。

表11: 公司收入与业绩预测的主要假设

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (亿元)	64.1	78.8	100.7	124.3	150.9
yoy	25%	23%	28%	24%	21%
特A+类 (亿元)	41.7	52.0	65.2	78.2	94.5
yoy	36%	25%	25%	20%	21%
销量 (万千升)	0.92	1.18	1.46	1.75	2.01
吨价 (万元/吨)	45	44	45	45	47
毛利率%	83%	84%	85%	86%	86%
特A类 (亿元)	17.1	20.9	29.0	39.2	49.4
yoy	14%	22%	39%	35%	26%
销量 (万千升)	1.18	1.53	2.08	2.80	3.37
吨价 (万元/吨)	14	14	14	14	15
毛利率%	66%	68%	67%	67%	68%
A类 (亿元)	2.6	3.2	3.7	4.5	4.9
yoy	4%	23%	15%	20%	10%
B+C+D类 (亿元)	2.2	2.3	2.2	2.0	1.8
yoy	-13%	2%	-5%	-10%	-10%
综合毛利率%	75%	77%	77%	77%	78%
销售费用率%	15.1%	17.6%	18.0%	18.6%	18.7%
管理费用率%	4.0%	4.1%	3.5%	3.5%	3.5%
归母净利润 (亿元)	20.3	25.0	31.6	38.4	46.9
yoy	29.5%	23.3%	26.3%	21.6%	21.9%
归母净利率%	31.7%	31.7%	31.4%	30.9%	31.1%

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

表12: 可比公司估值表 (截至2024年2月8日收盘价)

股票代码	可比公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)				PE				
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
000596.SZ	古井贡酒	1,008	220	5.95	8.26	10.75	13.41	37	27	20	16	
603198.SH	迎驾贡酒	446	56	2.13	2.78	3.5	4.33	26	20	16	13	
002304.SZ	洋河股份	1,484	99	6.23	6.96	8.18	9.5	16	14	12	10	
600559.SH	老白干酒	165	18	0.78	0.71	0.93	1.22	23	25	19	15	
603919.SH	金徽酒	106	21	0.55	0.7	0.95	1.18	38	30	22	18	
600197.SH	伊力特	94	20	0.35	0.68	0.93	1.22	57	29	21	16	
				均值					33	24	19	15
603369.SH	今世缘	644	51	2.00	2.52	3.06	3.74	26	20	17	14	

数据来源: wind、东吴证券研究所 (老白干酒/伊力特采用 wind 一致预期, 其他公司盈利预测采用东吴预测)

## 5. 风险提示

**江苏经济大盘走弱。**江苏经济基础扎实为白酒消费和消费升级奠定了良好基础，倘若整体经济驱动力减弱，对于当期企业影响较为负面。

**竞争加剧和需求持续走弱。**当前经济较为疲软，行业需求尤其是商务需求仍处于缓慢恢复之中，倘若经济持续疲软导致整体需求恢复慢于预期，行业更为承压。

**食品安全问题。**食品安全是红线，倘若食品安全出现问题对企业信誉度有负面影响。

## 今世缘三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>11,662</b>	<b>14,050</b>	<b>17,372</b>	<b>20,338</b>	<b>营业总收入</b>	<b>7,888</b>	<b>10,067</b>	<b>12,434</b>	<b>15,091</b>
货币资金及交易性金融资产	7,637	8,680	10,858	13,434	营业成本(含金融类)	1,845	2,341	2,826	3,307
经营性应收款项	52	97	119	144	税金及附加	1,277	1,611	2,027	2,490
存货	3,910	5,131	6,194	6,523	销售费用	1,390	1,812	2,313	2,822
合同资产	0	0	0	0	管理费用	323	352	435	528
其他流动资产	63	142	200	238	研发费用	38	35	50	68
<b>非流动资产</b>	<b>6,521</b>	<b>7,286</b>	<b>7,848</b>	<b>8,609</b>	财务费用	(100)	(37)	(51)	(75)
长期股权投资	29	33	37	41	加:其他收益	22	20	25	15
固定资产及使用权资产	1,222	1,195	1,161	1,219	投资净收益	122	101	124	151
在建工程	1,761	2,061	2,361	2,661	公允价值变动	84	147	147	147
无形资产	343	414	485	556	减值损失	(2)	(2)	(2)	(2)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	3	1	1	1	<b>营业利润</b>	<b>3,341</b>	<b>4,219</b>	<b>5,129</b>	<b>6,262</b>
其他非流动资产	3,165	3,584	3,804	4,132	营业外净收支	(14)	(13)	(13)	(13)
<b>资产总计</b>	<b>18,184</b>	<b>21,336</b>	<b>25,220</b>	<b>28,946</b>	<b>利润总额</b>	<b>3,328</b>	<b>4,206</b>	<b>5,116</b>	<b>6,249</b>
<b>流动负债</b>	<b>6,941</b>	<b>7,652</b>	<b>8,521</b>	<b>8,491</b>	减:所得税	825	1,045	1,271	1,562
短期借款及一年内到期的非流动负债	600	600	600	600	<b>净利润</b>	<b>2,503</b>	<b>3,161</b>	<b>3,845</b>	<b>4,687</b>
经营性应付款项	1,081	1,379	1,665	1,223	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	2,040	2,107	2,261	2,315	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,503</b>	<b>3,161</b>	<b>3,845</b>	<b>4,687</b>
其他流动负债	3,219	3,566	3,996	4,353	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.00	2.52	3.06	3.74
非流动负债	178	178	178	178	EBIT	3,035	3,916	4,784	5,876
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	3,179	4,052	4,926	6,027
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	76.60	76.75	77.27	78.09
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	31.73	31.40	30.92	31.06
其他非流动负债	178	178	178	178	收入增长率(%)	23.09	27.63	23.51	21.36
<b>负债合计</b>	<b>7,119</b>	<b>7,830</b>	<b>8,699</b>	<b>8,670</b>	归母净利润增长率(%)	23.34	26.29	21.63	21.91
归属母公司股东权益	11,065	13,506	16,520	20,277					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>11,065</b>	<b>13,506</b>	<b>16,520</b>	<b>20,277</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>18,184</b>	<b>21,336</b>	<b>25,220</b>	<b>28,946</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,780	2,459	3,483	4,163	每股净资产(元)	8.82	10.77	13.17	16.16
投资活动现金流	(1,121)	(613)	(693)	(1,004)	最新发行在外股份(百万股)	1,255	1,255	1,255	1,255
筹资活动现金流	(144)	(750)	(860)	(960)	ROIC(%)	21.78	22.84	23.02	23.20
现金净增加额	1,514	1,096	1,931	2,199	ROE-摊薄(%)	22.62	23.40	23.27	23.11
折旧和摊销	144	136	142	151	资产负债率(%)	39.15	36.70	34.49	29.95
资本开支	(1,147)	(493)	(493)	(593)	P/E(现价&最新股本摊薄)	25.74	20.38	16.76	13.74
营运资本变动	557	(635)	(277)	(422)	P/B(现价)	5.82	4.77	3.90	3.18

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>