

## 今世有缘，有缘相聚

### ——今世缘（603369）首次覆盖报告

#### 报告要点：

##### ● 今世缘：苏酒优秀代表

江苏今世缘酒业股份有限公司位于江苏省涟水县高沟镇，地处淮河名酒带，其前身国营高沟酒厂出产的“高沟”酒是江苏名酒“三沟一河”的代表之一，公司于2014年在上交所上市。2022年，公司实现营业总收入78.88亿元（+23.09%），归母净利润25.03亿元（+23.34%）。公司实控人为涟水县人民政府，截至23H1，控制公司44.72%股权。

##### ● 产能扩张中，产品结构优且不断升级

1) 公司产能建设持续推进。22年公司基酒设计年产能为3.6万千升，随着产能建设的推进，到26年末预计新增浓香、清雅酱香原酒年产能1.8、2万千升。

2) “国缘”“今世缘”“高沟”三大品牌，满足不同消费需求。公司下设三大品牌，“国缘”品牌定位“中国新一代高端白酒”；今世缘品牌致力大众化，打造典藏+星球双品系；高沟品牌定位黄淮名酒带高端光瓶典范。

3) 公司整体价位带较高，指导价300元以上产品表现强势。23年前三个季度，公司300元以上产品收入54亿元，占比65%，同比+25%。公司前五大单品为国缘品牌四开、对开、淡雅、V3、单开，其中四开、V3居300元+价位带，对开零售价300元左右，淡雅、单开居100-300元价格带。

4) 产品结构不断升级。22年公司白酒出厂均价为100.68元/500ml，较18年+45.48%。公司19年推出国缘V9、23年推出国缘六开，指导价2299元、1099元，抬升公司价格天花板；持续推进V系攻坚和开系提升，拉高品牌势能。

##### ● 厂商1+1模式下渠道力过硬，全国化进程加速

1) 厂商“1+1+N”深度协同，渠道力过硬。公司形成了“厂家主导，厂商分工协作”的深度协销体系，实现了全渠道的营销管控，渠道管理扁平化、精细化。截至23Q3，公司省内/省外经销商数量分别为479/609家。

2) 国缘在选商上重视团购资源。公司根据不同品牌、价位特征，对分销、团购商实行多主体、多元化开发。国缘品牌主要面对政商务消费，公司重视有团购资源经销商的开发。重视团购商开发也是公司单价较高和省内单个经销商规模较高的主要原因，公司南京、淮安、苏南大区单个经销商规模均超1800万元。

3) 省外聚焦突破，加速增长。公司省内收入占比超过90%，随着省内市场份额不断提升，公司提出省内精耕弱势区域和薄弱市场、省外聚焦突破的区域战略。公司在省外主要以开系进行布局，23年确立了马鞍山、枣庄等10个重点板块市场，23Q1-3，公司省外加速增长，实现收入6.05亿元，同比+40.42%。

##### ● 公司治理结构先进，激励充分激发活力

早在21世纪初，公司控股股东就认识到经营层持股对提升经营业绩的显著作用，开启经营层持股的范例，截至23H1，公司董监高持股合计8.84%。22年10月，公司股票期权激励落地，激励对象涵盖公司董事、高管、核心技术人员和管理骨干共334名。若全部行权完成，公司所有现任高管将均持有公司股份。

##### ● 投资建议

我们预计公司23/24/25年归母净利润分别为31.51/39.44/49.28亿元，增速为25.89%/25.16%/24.97%，对应2月19日PE 20/16/13倍（市值625亿元），给予“买入”评级。

##### ● 风险提示

省内竞争加剧风险、省外扩张不及预期风险、食品安全风险。

## 买入|首次推荐

#### 基本数据

52周最高/最低价（元）：66.35 / 42.12

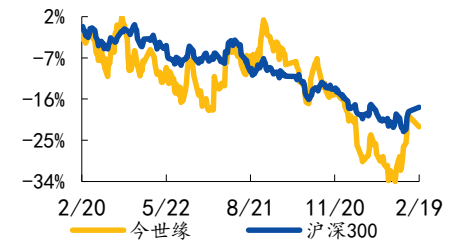
A股流通股（百万股）：1254.50

A股总股本（百万股）：1254.50

流通市值（百万元）：62549.37

总市值（百万元）：62549.37

#### 过去一年股价走势



资料来源：Iifind、国元证券研究所整理

#### 相关研究报告

#### 报告作者

分析师 邓晖

执业证书编号 S0020522030002

电话 021-51097188

邮箱 denghui1@gyzq.com.cn

分析师 朱宇昊

执业证书编号 S0020522090001

电话 021-51097188

邮箱 zhuyuhao@gyzq.com.cn

联系人 单蕾

电话 021-51097188

邮箱 shanlei@gyzq.com.cn

#### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6408.46	7888.03	10050.35	12575.66	15625.30
收入同比(%)	25.13	23.09	27.41	25.13	24.25
归母净利润(百万元)	2029.13	2502.79	3150.88	3943.62	4928.34
归母净利润同比(%)	29.50	23.34	25.89	25.16	24.97
ROE(%)	21.83	22.62	23.69	24.48	25.12
每股收益(元)	1.62	2.00	2.51	3.14	3.93
市盈率(P/E)	30.83	24.99	19.85	15.86	12.69

资料来源：Iifind、国元证券研究所整理 注：本报告数据更新至2024年2月19日。

## 目 录

1.今世缘：苏酒代表，稳健成长 .....	4
1.1 今世缘：苏酒代表，围绕“缘”打造三大品牌 .....	4
1.2 实控人为涟水县人民政府 .....	5
1.3 收入业绩稳健增长，盈利能力持续提升 .....	5
2.江苏白酒市场：消费力强，今世缘、洋河引领次高端竞争 .....	9
2.1 江苏白酒市场规模超 500 亿元，白酒消费力强、主流价格带高 .....	9
2.2 今世缘&洋河引领多价格带竞争 .....	10
3.围绕“缘”构建产品、品牌差异化，新产能释放在即 .....	13
3.1 产销量持续提升，新产能计划于 23 年起逐渐释放 .....	13
3.2 得天独厚的自然环境和现代化的酿酒技术共塑品质美酒 .....	14
3.3 多品牌运作，产品清晰聚焦，300 元以上价位带表现强势 .....	15
3.4 围绕“缘”文化展开营销，构建与消费者情感链接 .....	19
4.渠道上重视厂商关系，管理上激励充分激发组织活力 .....	20
4.1 构建厂商深度协销模式，省内精耕、省外突破 .....	20
4.2 治理结构先进，激励充分激发组织活力 .....	23
5.盈利预测及投资建议 .....	25
5.1 盈利预测 .....	25
5.2 投资建议 .....	26
6.风险提示 .....	26

## 图表目录

图 1：公司发展历程 .....	4
图 2：公司实际控制人情况（截至 23H1） .....	5
图 3：公司营业总收入及增速 .....	6
图 4：公司归母净利润及增速 .....	6
图 5：公司白酒业务收入（分产品）（亿元） .....	6
图 6：公司白酒业务收入占比（分产品）（%） .....	6
图 7：公司不同等级白酒销量（万千升） .....	7
图 8：公司整体及各等级白酒均价（元/500ml） .....	7
图 9：公司分区域收入情况（亿元） .....	7
图 10：公司分渠道收入情况（亿元，%） .....	8
图 11：公司毛利率、净利率情况（%） .....	8
图 12：公司销售、管理、研发、财务费用率情况（%） .....	9
图 13：江苏省白酒产量情况 .....	9
图 14：全国白酒产量情况 .....	9
图 15：江苏省 GDP 情况 .....	10
图 16：江苏省常住人口情况 .....	10
图 17：江苏省人均可支配收入情况（元） .....	10

图 18: 江苏省城镇居民人均食品烟酒支出情况 (元)	10
图 19: 江苏白酒各价格带竞争格局	11
图 20: 公司白酒产销量情况	13
图 21: 公司基酒产能情况	13
图 22: 公司老窖池	15
图 23: 公司智能化酿酒车间	15
图 24: 国缘品牌代表产品	16
图 25: 今世缘品牌代表产品	17
图 26: 高沟品牌代表产品	17
图 27: 公司举办 2022 国缘 V9 杯·高尔夫精英邀请赛	19
图 28: “赴一场名为缘分的约”今世缘 D20 主题短片	20
图 29: 公司销售人员数量	21
图 30: 公司经销商数量 (家)	22
图 31: 公司省内各区域经销商情况 (截至 23Q3) (家)	22
图 32: 公司单个经销商收入规模 (万元/家)	22
表 1: 今世缘与洋河股份概况对比	12
表 2: 公司南厂区智能化酿酒项目概况	14
表 3: 公司部分重点产品概况	18
表 4: 今世缘和厂商建立了紧密协同和利益共享	21
表 5: 公司省内精耕、省外突破的具体做法	23
表 6: 公司董监高持股情况 (截至 23H1)	23
表 7: 公司股票期权激励计划激励对象及授予情况	24
表 8: 公司该次激励计划行权期安排及业绩考核要求	24
表 9: 公司收入预测拆分	25
表 10: 可比公司估值	26

## 1. 今世缘：苏酒代表，稳健成长

### 1.1 今世缘：苏酒代表，围绕“缘”打造三大品牌

**今世缘，起源苏酒名酒，底蕴深厚。**江苏今世缘酒业股份有限公司位于江苏省涟水县高沟镇，地处淮河名酒带，渊源始于1949年成立的地方国营高沟酒厂，其出产的“高沟”酒在1984年全国第四届评酒会上被评为浓香型第二名，是江苏名酒“三沟一河”的代表之一。1987年，国营高沟酒厂更名为江苏高沟酒厂。1997年，涟水县人民政府为充分利用当地酿酒资源优势，传承悠久的酿酒实力，新设法人主体今世缘有限，开展酿酒业务；2005年今世缘有限由国有全资改制为国有控股企业，2011年变更为股份有限公司，并于2014年在上交所上市。

**围绕“缘”文化打造三大品牌。**公司围绕“缘”文化，打造了“国缘”“今世缘”“高沟”三大品牌，四开国缘、对开国缘、国缘V3等单品广受市场欢迎。

图 1：公司发展历程

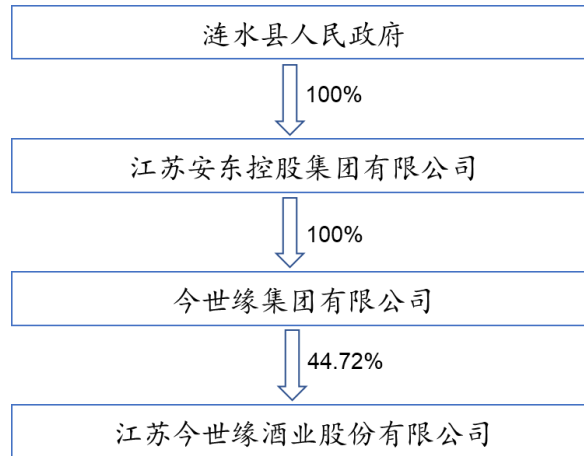


资料来源：公司官网、国元证券研究所整理

## 1.2 实控人为涟水县人民政府

公司实际控制人为涟水县人民政府。截至 23H1, 涟水县人民政府间接控制公司 44.72% 的股权, 公司控制权稳定。

图 2: 公司实际控制人情况 (截至 23H1)



资料来源: Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

公司经营计划彰显信心, 百亿收入目标已达成。2021 年, 公司发布五年战略规划纲要, 提出到 2025 年努力实现营收过百亿, 争取 150 亿元, 为实现该 150 亿元目标, 公司 22-25 年营收 CAGR 需不低于 23.9%。根据公司公告, 2023 年收入初步核算为 100.5 亿元左右, 同比增长 27.41%左右, 公司初步核算完成营收过百亿的目标。

制定股东回报计划, 23-25 年现金分红不低于可分配利润的 30%。2023 年 4 月 28 日, 公司公告《未来三年 (2023-2025) 股东回报规划》, 提出为建立健全股东回报机制, 保护公众投资者权益, 引导投资者树立长期投资和理性投资的理念, 制定股东回报规划 (2023 年-2025 年)。根据该规划, 公司单一年度以现金形式分配的股利不少于当年度实现的可供分配利润的 30%; 最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的 30%。

## 1.3 收入业绩稳健增长, 盈利能力持续提升

公司收入、业绩持续稳健成长。今世缘于 2014 年在上交所上市, 随着 2016 年以来白酒行业进入新一轮上行周期, 公司收入、业绩也实现快速增长, 2022 年, 公司实现营业总收入 78.88 亿元 (+23.09%), 实现归母净利 25.03 亿元 (+23.34%), 16-22 年 CAGR 分别为 20.68%/22.14%。23Q1-3, 公司分别实现营业总收入/归母净利润 83.65/26.36 亿元, 同比分别+28.34%/+26.63%。



图 3：公司营业总收入及增速

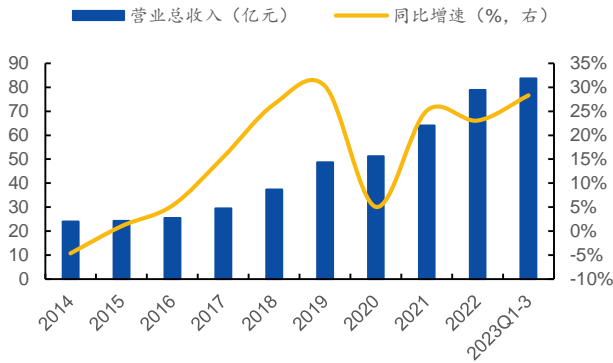
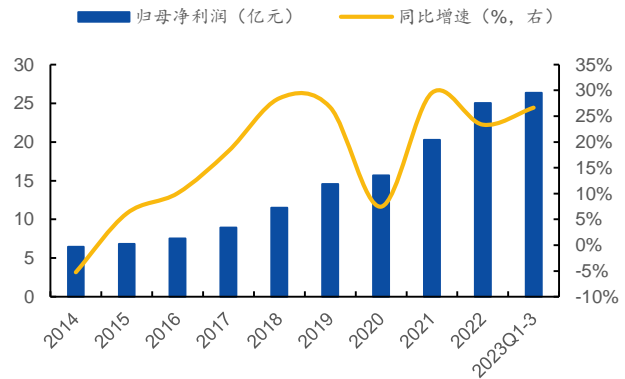


图 4：公司归母净利润及增速



资料来源：Ifind、国元证券研究所整理

资料来源：Ifind、国元证券研究所整理

公司指导价 300 元以上产品占比超六成，百元以上超九成。按照出厂指导价，公司将白酒产品划分为特 A+类（出厂指导价 300 元以上）、特 A 类（100-300 元）、A 类（50-100 元）、B 类（20-50 元）、C 类（10-20 元）、D 类（其余）。公司整体价位带位于较高水平，23Q1-3，公司特 A+类/特 A 类分别实现收入 54.41/23.48 亿元，同比分别+25.24%/+37.61%，占主营业务收入比重分别为 65.40%/28.22%。

特 A+及特 A 类产品持续放量，产品结构升级带动公司收入高增。18-22 年，公司特 A+及特 A 类产品收入 CAGR 分别为 29.55%/13.46%，而特 A 级以下白酒产品收入 CAGR 为-1.53%，特 A+类产品收入占比也提升 16.52pct 至 66.18%。公司高单价产品的持续放量带动产品结构升级，从而拉升公司的白酒均价，2022 年为 100.68 元/500ml，同比+1.15%，较 2018 年+45.48%，各等级产品的内部，其单价保持稳定。2022 年公司特 A+/特 A 类产品销量分别为 1.18/1.53 万千升，18-22 年 CAGR 分别为 28.98%/16.03%，22 年公司白酒产品平均出厂单价为 100.68 元/500ml，18-22 年 CAGR 为 9.82%。

图 5：公司白酒业务收入（分产品）（亿元）

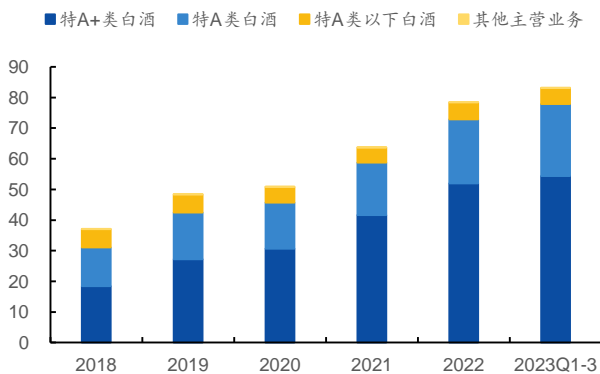
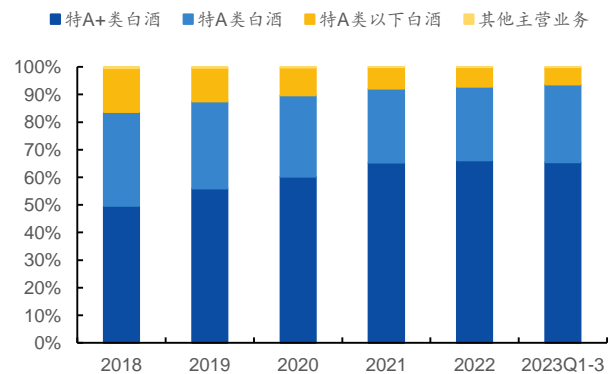


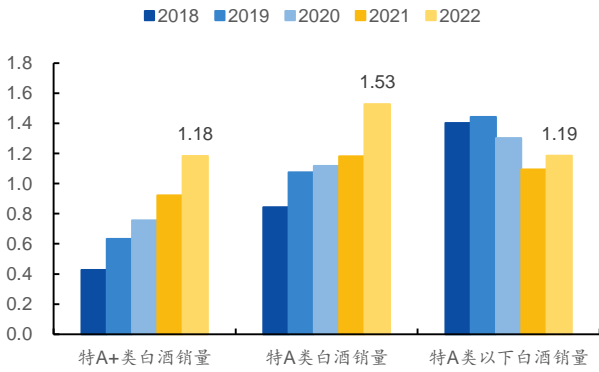
图 6：公司白酒业务收入占比（分产品）（%）



资料来源：Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

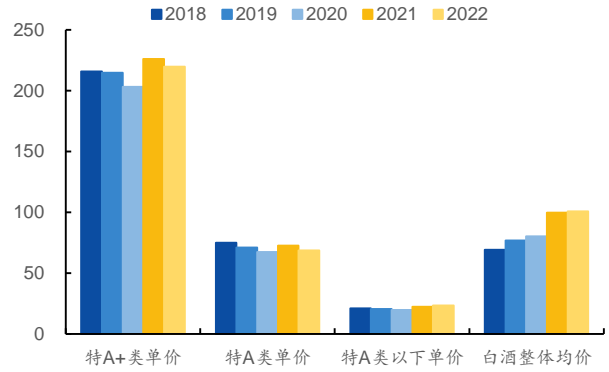
资料来源：Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

图 7：公司不同等级白酒销量（万千升）



资料来源：Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

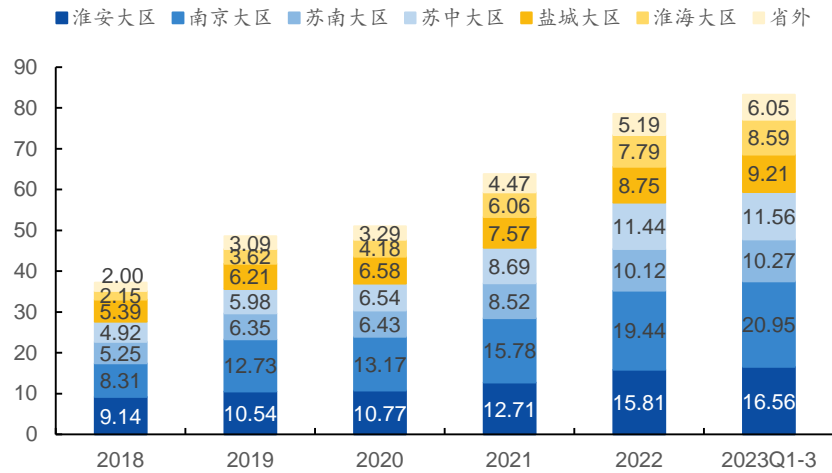
图 8：公司整体及各等级白酒均价（元/500ml）



资料来源：Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

省内收入占比超过 90%，南京大区、淮安大区、苏中大区位列前三。18 年至今，公司省内收入占主营业务收入比重稳定在 90%以上，23 年前三个季度为 92.72%。公司根据行政区域，将省内分为 6 个大区，其中省会所在的南京大区、公司大本营所在的淮安大区和传统优势区域苏中大区自 20 年至今稳居收入前三，22 年收入分别为 19.44/15.81/11.44 亿元。23Q1-3，公司省内外所有区域均实现双位数同比增长，省外/苏中/苏南以 40.42%/39.74%/29.70%位列增速前三。

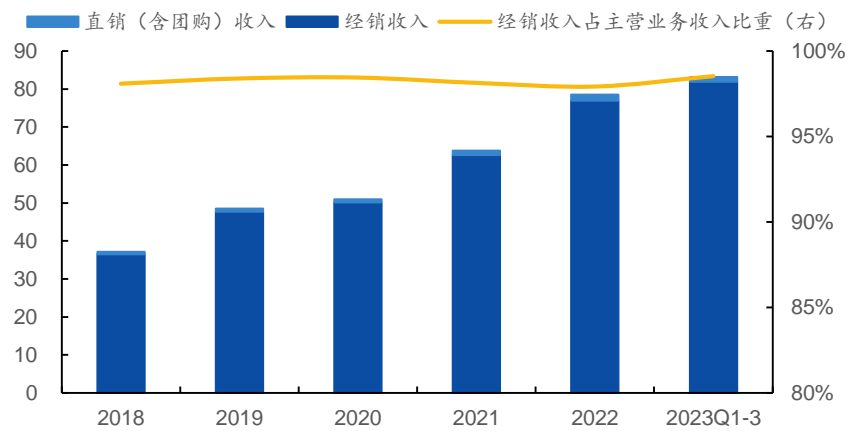
图 9：公司分区域收入情况（亿元）



资料来源：Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

经销渠道收入占比约 98%。2022 年公司经销/直销渠道分别实现收入 76.92/1.63 亿元，同比分别+22.85%/+37.14%，经销渠道收入占主营业务收入的 97.93%；23Q1-3 两者收入分别为 81.97/1.22 亿元，同比分别+28.16%/20.50%。

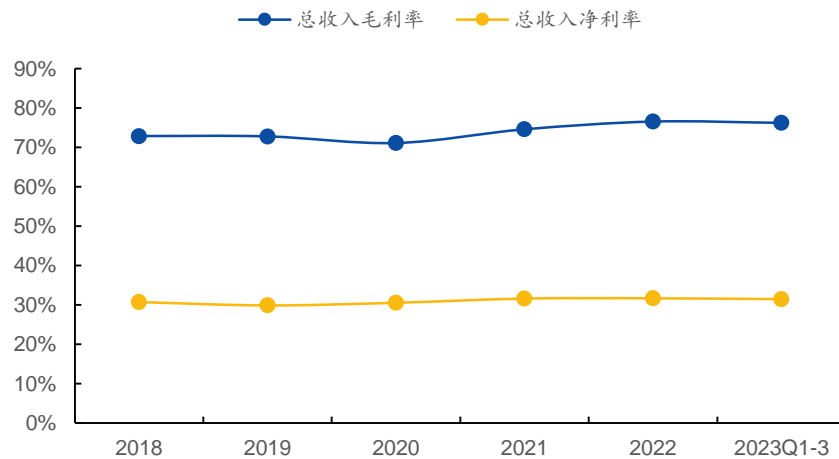
图 10: 公司分渠道收入情况 (亿元, %)



资料来源: Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

公司盈利能力稳中有升。2022 年, 公司总收入净利率为 31.73%, 同比+0.07pct, 销售毛利率为 76.60%, 同比+1.98pct。23Q1-3, 公司净利率/毛利率同比分别-0.42/+1.74pct, 毛利率提升主要得益于产品结构的持续升级, 净利率小幅下行, 主要是期间费用率中销售费用率略有提升。

图 11: 公司毛利率、净利率情况 (%)

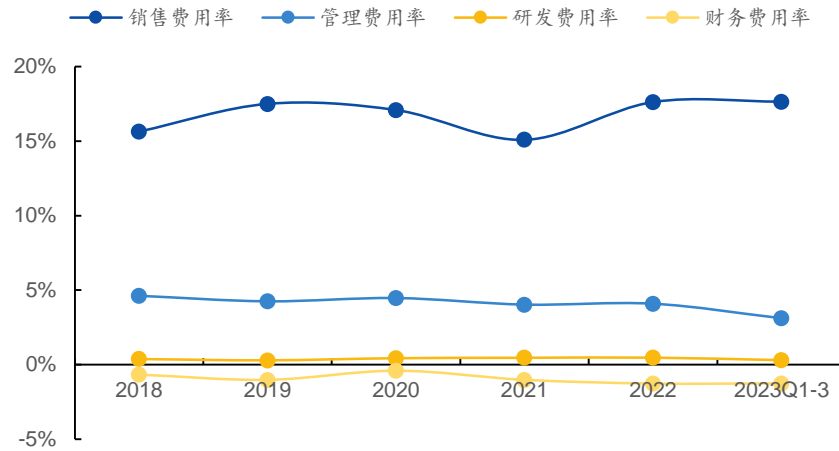


资料来源: Ifind、国元证券研究所整理

销售费用率小幅增长, 管理、研发、财务费用率保持稳定。2022 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 17.62%/4.09%/0.48%/-1.27%, 同比分别+2.52/+0.06/+0.01/-0.25pct。22 年公司销售费用率小幅增长, 主要是因为出于消费者培育等目的, 促销兑奖费等占比增加。23Q1-3, 公司销售/管理/研发/财务费用率同比分别+3.36/+0.11/+0.00/-0.30pct, 销售费用率小幅增长, 主要是消费者培育及广告投入增加所致。



图 12: 公司销售、管理、研发、财务费用率情况 (%)



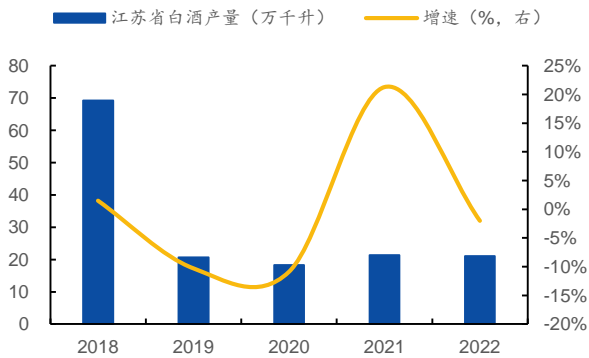
资料来源: Ifind、国元证券研究所整理

## 2.江苏白酒市场: 消费力强, 今世缘、洋河引领次高端竞争

### 2.1 江苏白酒市场规模超 500 亿元, 白酒消费力强、主流价格带高

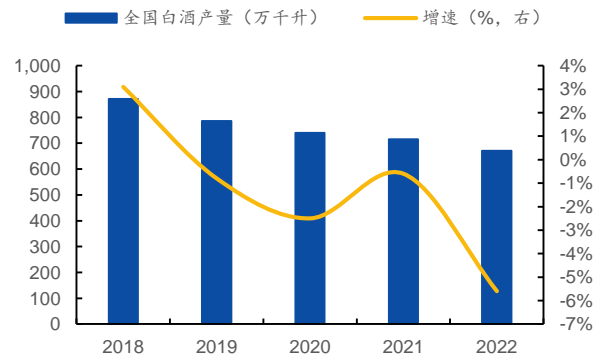
江苏, 白酒消费大省, 市场规模超 500 亿元。根据江苏省酒类行业协会数据, 2021 年, 江苏省规模以上酿酒企业主营销售收入 518.73 亿元, 江苏省典型酒类流通企业合计实现酒类商品销售收入 932.08 亿元。根据糖酒快讯数据, 2022 年江苏省白酒市场规模约为 560 亿元 (同年全国规上白酒企业收入 6626 亿元)。产量方面, 根据江苏省统计局数据, 2022 年江苏省白酒产量为 21.0 万千升, 同比-2.0%。

图 13: 江苏省白酒产量情况



资料来源: Ifind、江苏统计局、国元证券研究所整理

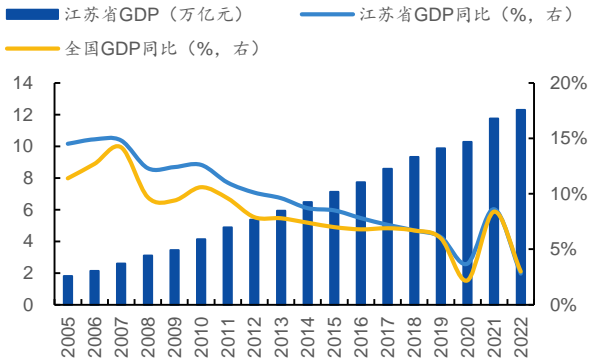
图 14: 全国白酒产量情况



资料来源: Ifind、国家统计局、国元证券研究所整理

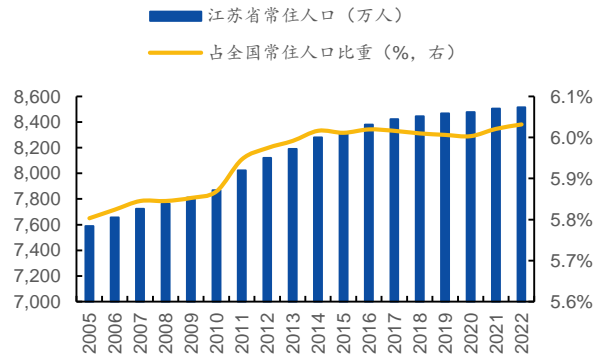
江苏省经济繁荣, 白酒消费力强。江苏省 GDP 规模全国领先, 常住人口规模庞大且持续增长, 居民人均可支配收入、人均食品烟酒消费支出均高于全国平均水平, 活跃的区域经济也持续催生商务用酒的需求。

图 15: 江苏省 GDP 情况



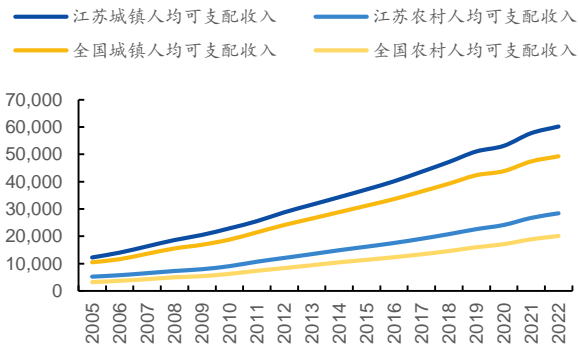
资料来源: Ifind、国家统计局、国元证券研究所整理

图 16: 江苏省常住人口情况



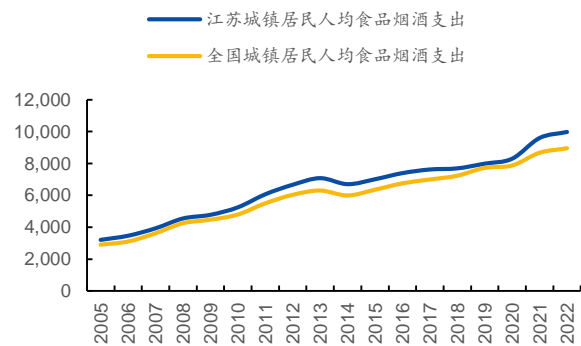
资料来源: Ifind、国家统计局、国元证券研究所整理

图 17: 江苏省人均可支配收入情况 (元)



资料来源: Ifind、国家统计局、国元证券研究所整理

图 18: 江苏省城镇居民人均食品烟酒支出情况 (元)



资料来源: Ifind、国家统计局、国元证券研究所整理

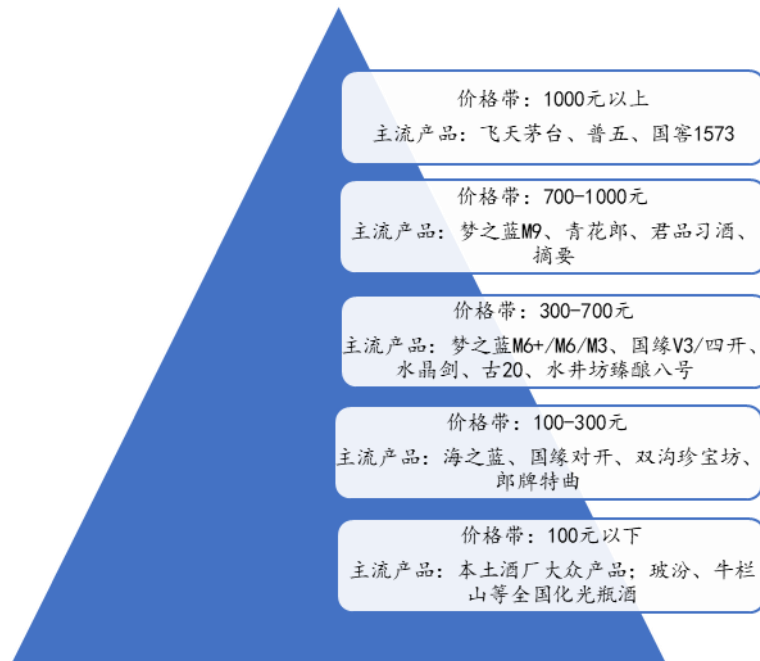
**省内由南到北, 主流价格带提升。**江苏白酒市场不同区域间差异较大, 由北到南可分为苏北、苏中、苏南市场。苏北为“三沟一河”发源地, 饮酒氛围浓厚, 而苏南作为全省经济发达区域, 消费者更注重品牌知名度, 苏中介于两者之间。根据酒业家数据, 苏北地区主流价格带为 100-300 元, 苏中地区在 300-500 元, 苏南地区在 300-600 元。

## 2.2 今世缘&洋河引领多价格带竞争

**江苏省内, 本土品牌拥有强势地位。**省内白酒市场竞争格局呈“全国性一二线名酒+地产酒领先企业”割据态势。根据酒说调研数据, 61.90%的江苏经销商选择了地产酒(以洋河、今世缘为主导), 23.81%/4.76%/9.52%的经销商分别选择了名酒核心产品/名酒系列产品/其他白酒品牌。

**洋河、今世缘占据江苏省内次高端市场。**江苏省白酒市场千元以上价格带主要由全国性高端白酒品牌茅台、五粮液、国窖 1573 等主导; 300-1000 元次高端价格带主要由洋河和今世缘两大本土品牌引领。

图 19：江苏白酒各价格带竞争格局



资料来源：酒说、国元证券研究所整理

洋河全国化进程领先，今世缘平均单价更高。从整体收入和利润体量来看，今世缘与洋河仍有一定差距，在盈利能力上，二者净利率和毛利率差距不大。二者均拥有较为完备的不同价格带产品布局。分区域看，今世缘超过 90%的收入来自于省内市场，22 年为 93.40%，而洋河的省外收入占比已经过半，22 年省内占比为 45.16%。22 年二者省内收入分别为 73.35/133.21 亿元，今世缘约为洋河的 55.06%。二者省内单个经销商规模差距较大，这主要是因为二者采取了不同的渠道策略，今世缘在经销商选择上，倾向于选择拥有较多团购资源的经销商，而洋河采用的渠道模式为小商制。2022 年，今世缘的平均出厂单价为 20.14 万元/千升，高于洋河的 15.10 万元/千升，主要是两者产品结构不同导致的差异，在百元以上价位带，二者均有较好表现。

**表 1：今世缘与洋河股份概况对比**

项目		今世缘	洋河股份	
一、整体指标	营业总收入（亿元）	2022 年	78.88	301.05
		同比（%）	23.09%	18.76%
		2023Q1-3	83.65	302.83
		同比（%）	28.34%	14.35%
	归母净利润（亿元）	2022 年	25.03	93.78
		同比（%）	23.34%	24.91%
		2023Q1-3	26.36	102.03
		同比（%）	26.63%	12.47%
	总收入净利率（%）	2022 年	31.73%	31.15%
		2023Q1-3	31.51%	33.69%
	总收入毛利率（%）	2022 年	76.60%	74.60%
		2023Q1-3	76.27%	75.77%
二、量价及产品结构	销量（万千升）	2022 年	3.90	19.53
	单价（万元/千升）	2022 年	20.14	15.10
	零售价百元以上产品销售收入（亿元）	2022 年	72.91	262.27
		同比（%）	24.01%	21.87%
		占主营业务比重（%）	92.83%	88.90%
三、分区域及经销商情况	省内收入（亿元）	2022 年	73.35	133.21
	省外收入（亿元）	2022 年	5.19	161.79
		省内收入占主营业务比重（%）	93.40%	45.16%
	经销商数量（家）	2022 年省内	395	2977
		2022 年省外	619	5261
	单个经销商规模（万元/家）	2022 年省内	1857.04	447.47
		2022 年省外	83.80	307.52
	四、代表产品	800 元以上价位带		V9、六开
300-800 元价位带			四开国缘、对开国缘、今世缘典藏 D30、今世缘典藏 D20	M6+、梦之蓝水晶版、天之蓝
100-300 元价位带			淡雅国缘、今世缘典藏 15、今世缘典藏 10	海之蓝、贵宾洋河
100 元以下价位带			高沟标样（白标）	洋河大曲

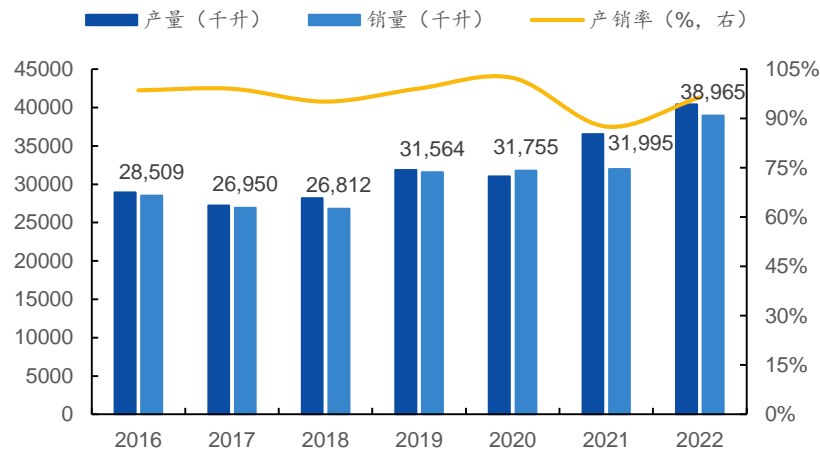
资料来源：Ifind、对应公司公告、天猫、国元证券研究所整理

### 3.围绕“缘”构建产品、品牌差异化，新产能释放在即

#### 3.1 产销量持续提升，新产能计划于 23 年起逐渐释放

公司白酒产销量持续增长。随着公司业务的不扩张，白酒产销量呈较快增长趋势，2022 年，公司成品酒产量 4.04 万千升，同比+10.62%，成品酒销量 3.90 万千升，同比+21.78%。

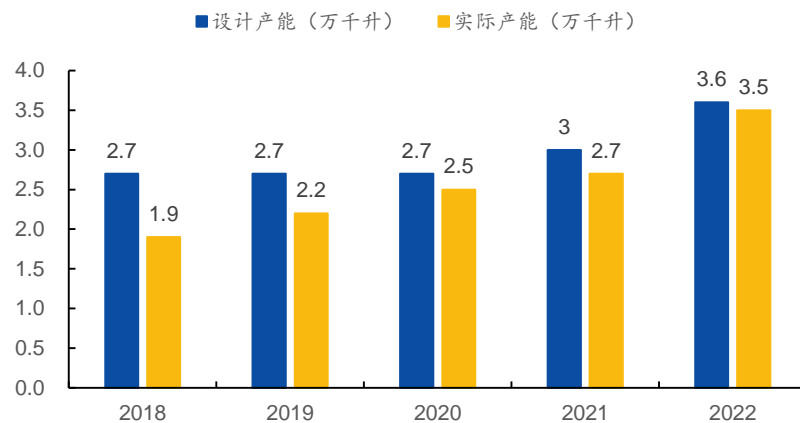
图 20：公司白酒产销量情况



资料来源：Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

**2022 年公司基酒设计产能 3.6 万千升。**根据公司招股书数据，2014 年公司基酒设计产能为 1.5 万吨；2018 年，公司披露的基酒设计产能为 2.7 万吨，并保持至 2020 年；到 2022 年，公司基酒设计产能达到 3.6 万千升，实际产能达到 3.5 万千升。

图 21：公司基酒产能情况



资料来源：Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

**投资酿酒陈贮中心，预计新增基酒产能 3.8 万吨。**2022 年 2 月，公司发布公告，拟投资实施南厂区智能化酿酒陈贮中心项目。该项目完成后，预计将新增优质浓香型原酒年产能 1.8 万吨、优质清雅酱香型原酒年产能 2 万吨、半敞开放式酒库储量 8 万吨、

陶坛库储量 21 万吨；公司制曲生产能力将达到 10.2 万吨/年。根据项目规划，新建产能将于 2023 年 9 月至 2026 年 12 月逐步投产。

**表 2：公司南厂区智能化酿酒项目概况**

序号	事项	内容
1	建设内容	浓香型酿酒车间 3 个、清雅酱香型酿酒车间 2 个、半敞开式酒库、陶坛库、原粮车间、稻壳车间、酵泥车间、制曲车间、污水处理站等  新增优质浓香型原酒产能 1.8 万吨/年 新增优质清雅酱香型原酒产能 2 万吨/年
2	项目产能	新增半敞开式酒库储量 8 万吨 新增陶坛库储量 21 万吨 公司制曲能力将达到 10.2 万吨/年
3	占地面积	1517 亩
4	项目建设期	5 年，2022 年 1 月至 2026 年 12 月  2022 年 1 月，完成可行性研究报告编制 2022 年 2 月-2022 年 12 月，陆续完成方案设计、施工图设计及相关审批
5	具体时间安排	2022 年 8 月-2024 年 4 月陆续完成工程招标、设备招标 2022 年 10 月-2026 年 12 月，陆续完成建筑工程、设备安装调试 2023 年 9 月-2026 年 12 月，逐步投产阶段
6	预计总投资	907616.34 万元

资料来源：Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

### 3.2 得天独厚的自然环境和现代化的酿酒技术共塑品质美酒

**淮河名酒带酿酒条件得天独厚，传统名酒高沟酒美誉度高。**江苏省涟水县高沟镇是著名的酿酒之乡，地处淮河名酒带，优越的地理位置、适宜的气候条件、优质的水资源造就当地独特不可复制的微生物圈，为酿酒提供得天独厚的生态环境。高沟酿酒历史源于西汉，盛于明清，史有“高沟美酒自古培，味占东南第一家”的美誉。公司前身为高沟酒厂，高沟酒是“中华老字号”品牌，1956 年荣获江苏省“酿酒第一”奖旗；1984 年在全国第四届评酒会上名列全国浓香白酒第二名；1995 年被国家技术监督局认定为全国浓香型白酒标准样品，成为江苏名酒“三沟一河”的代表，名扬天下。

**传统工艺与现代科技相结合，共塑品质美酒。**公司拥有 300 年以上老窖池 53 个，100 年以上老窖池两百余个，公司用这些百年窖泥和新窖泥拌和培养，经过微生物种群若干年的充分繁衍，老窖池也就得到同等复刻。今世缘传承“老五甑”工艺，并在拌料等精细操作环节引入现代科技，提升酒质和稳定性。

**香型融合、中等酒精度数，形成独特产品风格。**顺应现代消费者关注口感及饮后舒适体验、相对淡化传统香型概念认知的趋势，公司坚持守正创新，注重香型融合，开创了幽雅醇厚、清雅酱香等香型。公司在白酒低度化方面技术相对成熟，不同于一部分酒企以 50 度以上产品为主，公司产品更多处于 40 度区间，口感低而不淡，更适应江苏地区消费者的饮用习惯。



**图 22：公司老窖池**


资料来源：公司官微、国元证券研究所整理

**图 23：公司智能化酿酒车间**


资料来源：公司官微、国元证券研究所整理

### 3.3 多品牌运作，产品清晰聚焦，300 元以上价位带表现强势

**多品牌，单聚焦，满足不同消费需求。**公司目前有三大品牌，按照产品定位从高到低依次为“国缘”“今世缘”和“高沟”。“国缘”以“成大事必有缘，高端宴请喝国缘”为核心品牌诉求，定位“中国新一代高端白酒”；今世缘品牌以“缘聚时刻今世缘”为传播主张，走“大众情人”路线，弘扬“今世有缘，相伴永远”品牌理念，致力大众化，打造典藏+星球双品系；高沟品牌则聚焦中高线光瓶酒，秉持“人生起伏，挥洒自如”的品牌主张，致力个性化，定位黄淮名酒带高端光瓶典范。

**组织架构清晰，分品牌运营。**公司分设国缘事业部、国缘 V 系事业部、今世缘事业部、高沟销售公司对不同品牌进行运营。

**聚焦“缘”文化核心和差异化的品牌定位，公司建立了结构清晰、强聚焦的多元产品矩阵。**国缘下设“V 系”“开系”“雅系”三大系列，今世缘主打“典藏”“星球”两大品系，高沟以新品标样开启高线光瓶酒新征程，不同系列在价格带和针对人群上形成有效区隔，满足不同层次和场景的消费需求。

**“国缘”品牌创建于 2004 年，主打“V 系”“开系”“雅系”三大系列，其中：**

**1) 开系为主干品系。**“开系”产品中的四开、对开是公司前两大单品；六开定位于国缘品牌主开系价格赛道再提升的战略形象新品，是国缘品牌全国化的重点，暂未在省内推广；单开一直跟随开系成长，由于基础相对较小，且受益四开、对开的品牌力带动，目前增速明显。K3、K5 是国缘中高端细分市场的补充，也是竞争中的战术产品，有成效，目前整体体量相对较小。

**2) V 系为未来战略增长极。**“V 系”重点产品为 V9 和 V3，其中 V9 为公司独创的清雅酱香型白酒，主要做形象，注重品牌建设和圈层建设，V3 抢销量，注重渠道推广。当前 V3 主要聚焦省内，省外在长三角地区也会投放。V 系目前处于导入培育期，整体表现符合预期，V3 动销及开瓶率提升明显，V9 在苏南等地区的重点培育导入初见成效。

**3) 雅系定位低于 V 系、开系。**雅系主要有淡雅、柔雅，定位 100-300 元价格带。

图 24：国缘品牌代表产品



资料来源：公司官网、天猫、国元证券研究所整理

今世缘品牌创建于1996年，走中高端大众化路线，打造“典藏+星球”双品系：

1) 典藏为今世缘喜酒形象代表，近年来不断拓展日常消费。典藏系列包装喜庆，是今世缘喜酒形象的典型代表，同时公司不断放大今世缘典藏喜酒内涵，延伸喜庆消费场景，并逐渐向日常消费拓展。

2) 星球以大容量聚焦朋友聚会场景。星球系列是1996年今世缘品牌创牌的第一代核心产品，2022年公司以700ml大瓶酒和“老友相聚喝大酒”核心诉求对产品口感、品味、容量全新升级，更好满足消费者对高性价比文化白酒的体验需求。

图 25：今世缘品牌代表产品



资料来源：公司官网、公司公告、今世缘星球老友会微信公众号、国元证券研究所整理

高沟品牌 22 年品牌重塑后，以新品标样开启新征程。公司 22 年 8 月推出高沟标样新品，定位黄淮名酒带高线光瓶典范，其中高沟标样 1955 是高端形象产品，黑标、白标为主销品，两者中又以黑标为先。作为新体系，公司设有独立的高沟销售公司组织团队运作。高沟品牌自 22 年 8 月重塑以来步入高速增长，高沟品牌 23 年前 7 个月较 22 年增长 377%。

图 26：高沟品牌代表产品



资料来源：公司官网、今世缘官方商城微信公众号、国元证券研究所整理

300 元以上价位带产品表现强势。1) 按品牌看，国缘品牌为公司贡献绝大部分收入，

当前今世缘品牌和高沟品牌营收合计占比接近 15%。2) 按品系看, 根据公司 2020 年的规划, 在百亿目标中, 国缘 V 系、国缘开系、今世缘品牌占比分别为 20%/55%/19%。3) 按大单品情况看, 2023 年前三季度, 公司前五大单品为国缘品牌下的四开、对开、淡雅、V3、单开, 其中四开、V3 位于 300 元以上价位带, 对开零售价 300 元左右, 淡雅、单开位于 100-300 元价格带。

公司不断向更高价位带延伸, 不断拉高品牌势能。2019 年, 公司创新性地推出清雅酱香型国缘 V9, 指导价 2299 元/瓶; 2023 年 4 月, 公司推出国缘六开, 指导价 1099 元/瓶, 作为国缘品牌全国化、战略提升的一大产品。公司持续推进 V 系攻坚和开系提升战略, 不断拉高公司整体价位带。

表 3: 公司部分重点产品概况

品牌	系列	产品	规格	价格(元)	香型		
国缘	V 系	V9 (至尊版)	52 度 500ml	2189	清雅酱香型		
		V9 (商务版)	52 度 500ml	1349	清雅酱香型		
			42 度 500ml	1049			
		V6	49 度 500ml	1050	柔雅型		
		V3	40.9 度 500ml	670	浓香型		
	开系	六开	40 度 500ml	978	柔雅型		
		四开	42 度 550ml	520	幽雅醇厚型		
			42 度 500ml	470			
		对开	42 度 550ml	320	柔雅型		
			42 度 500ml	280			
		单开	42 度 550ml	220	幽雅醇厚型		
			42 度 500ml	180			
		雅系	K5	42 度 500ml	470	幽雅醇厚型	
			K3	42 度 500ml	288	柔雅型	
			K1	42 度 500ml	170	柔雅型	
		今世缘	典藏	柔雅	42 度 500ml	230	柔雅型
				淡雅	42 度 500ml	125	幽雅醇厚型
				典藏 D30	49 度 500ml	638.12	幽雅醇厚型
典藏 D20	42 度 500ml			367.98	柔雅型		
典藏 15	42 度 500ml			190	柔雅型		
标样	典藏 10		42 度 500ml	106.5	幽雅醇厚型		
	典藏 5		42 度 500ml	74.8	幽雅醇厚型		
	高沟标样 (黑标)		42 度 500ml	298.5	柔雅型		
	高沟标样 (白标)		52 度 500ml	97.44	浓香型		
			42 度 500ml	88.56			
高沟	其他	高沟标样 (白标) (小酒版)	42 度 150ml	58	浓香型		
		高沟大青花	42 度 500ml	89.57	幽雅醇厚型		
	其他	高沟小青花	42 度 500ml	60.56	幽雅醇厚型		
		高沟一口闷	42 度 150ml	49	浓香型		
		高沟壹号	42 度 500ml	66.88	幽雅醇厚型		

资料来源: 天猫、国元证券研究所整理

注: 以上价格均使用 24.1.19 天猫折后价, 各单品价格来自对应品牌的天猫旗舰店 (高沟大青花、小青花统计日未在高沟旗舰店出售, 使用天猫经销商专卖店价格)。有单瓶装出售的, 使用单瓶装价格, 无单瓶装的, 使用整箱价格计算得出单瓶价格。



### 3.4 围绕“缘”文化展开营销，构建与消费者情感链接

聚焦缘文化，以文化内涵建立差异化、针对性的品牌认知。今世缘早在上市初期就确立了紧紧围绕“酒”和“缘”，立足独特缘文化品牌，不仅要卖产品，还要卖文化的营销理念，和竞争对手形成有效区隔，更好地和消费者建立链接，占领消费者心智。

**多元品牌传播矩阵持续扩大品牌影响力。**公司构建了“国家平台+高速高铁+公关事件+新媒体”的传播矩阵，高端化、多维度、广覆盖。公司持续合作各大赛事及大型活动，先后成为 2008/2012/2016 奥运会江苏健儿庆功用酒、2010 世博会联合国馆指定用酒，入选了新华社民族品牌工程等。

围绕“缘”文化，以情感营销、赛事营销、圈层营销等多种营销手段占领消费者心智：

**1) 国缘定位高端，坚持高举高打。**例如，2019 年，新华社民族品牌工程首颗冠名卫星“国缘 V9”号成功发射；2022 年 8 月，国缘 V9 与国家高尔夫球队结成合作伙伴，同年 11 月举办“2022 国缘 V9 杯·高尔夫精英邀请赛”，吸引近 800 位精英人士参与，在高端消费者圈层展开精准营销；2023 年国缘飘香亚洲经济大会、“一带一路”文化交流论坛。在 2023 年末的今世缘发展大会上，公司更是提出了“高端酱酒，独爱国缘 V9”的鲜明 slogan，并签约知名演员胡军成为国缘 V9 代言人。

图 27：公司举办 2022 国缘 V9 杯·高尔夫精英邀请赛



资料来源：微酒、国元证券研究所整理

**2) 围绕“缘”打造营销事件，形成传播。**例如，2023 年今世缘品牌联动江苏综艺频道，组织“寻味之旅”，突出线上线下一体化传播；五一节前，公司打造“赴一场名为缘分的约”D20 主题短视频，演绎亲人、友人、邻里的缘聚时刻，塑造今世缘品牌与消费者的情感链接。2023 年，高沟品牌举办“举杯高沟我要高”抖音挑战赛等活动，不断增强品牌影响力。

图 28：“赴一场名为缘分的约”今世缘 D20 主题短片



资料来源：酒游记公众号、国元证券研究所整理

## 4. 渠道上重视厂商关系，管理上激励充分激发组织活力

### 4.1 构建厂商深度协销模式，省内精耕、省外突破

公司以经销渠道为主，积极向“经销+直销+线上销售”的模式转变。公司销售模式以经销为主，2022 年经销渠道收入占主营业务收入的 97.93%。目前公司对重点区域、重点团购单位等实行直销，在江苏省内淮安、南京市、苏州市区和徐州市区，省外上海、北京等地有部分直销；由综合销售营销中心对商超系统和大型企业单位进行管理；线上喜庆家微商城和电商主流平台开展深入合作。

**公司渠道下沉、门店掌控力强，厂商深度协销。**公司拥有一支“忠诚公司、熟悉业务、能苦善战、敢于胜利”的营销队伍，通过营销方式转型，采用移动访销、厂商“1+1+N”深度协销、直分销结合等手段，渠道网络建设下沉到乡镇，终端掌控延伸到门店。公司重视厂商关系，在 2021 年发布五年发展规划中特别提到“明确厂商职能，创新开发模式，保证商家合理利润，持续深化营销变革，努力推进厂商命运共同体建设”。

**在国缘经销商选择上，重视团购资源。**公司根据不同品牌和价位的特征，对分销、团购商实行多主体、多元化开发模式。国缘品牌产品主要面对政商消费的顾客群体，公司主要寻找具有团购资源的经销商，以开设加盟店、开发团购经销商为主；今世缘品牌产品主要面对中档及中低档家庭消费的大众消费群体，主要为餐饮和分销流通。



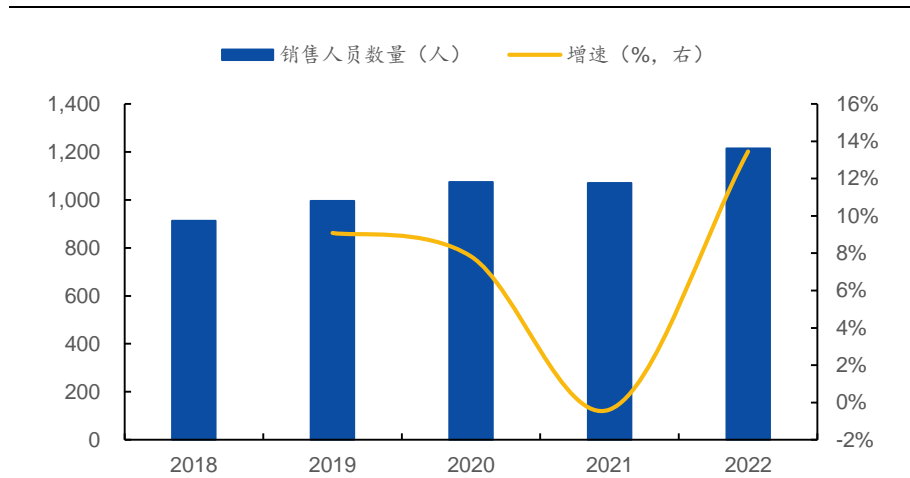
表 4：今世缘和厂商建立了紧密协同和利益共享

序号	概括	具体内容
1	厂商全价值链协同，厂家主导，厂商分工协作	1) 公司建成了“以今世缘为核心的全价值链协同管理”体系，通过厂商的绩效管理，建立了“营销后台——营销中心——办事处——经销商——分销商——终端门店——核心消费者（会员）”的通畅通路，形成了“厂家主导，厂商分工协作”的深度协销体系，实现了全渠道的营销管控，渠道管理扁平化、精细化。
2	帮助经销商团队建设和提升	2) 公司帮助经销商客户建立一支满足厂商协作和业务发展需要的团队，建立专业常态、分层分类、实践实效的学习、培训和持续改进机制，提升厂商业务团队作战能力。
3	补贴激励	3) 公司在分级管理基础上，通过与物流补贴、人员组织配置、移动营销奖励、渠道建设投入挂钩，引导支持经销商壮大升级。

资料来源：公司公告、国元证券研究所整理

**营销队伍有序扩容，经销主体优化提升。**2022 年公司销售人员数量达到 1214 人，同比增长 13.46%，占全体员工人数的 27.99%，公司营销队伍有序扩容。公司将 2023 年作为“经销主体优化提升年”，分项健全厂商共建体系、分级赋能体系、长效激励体系，提升厂商一体化战斗力。

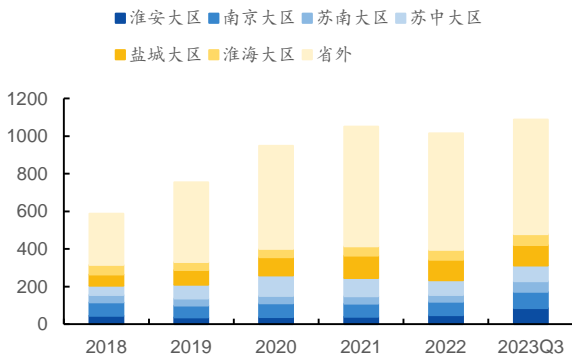
图 29：公司销售人员数量



资料来源：Iifind、国元证券研究所整理

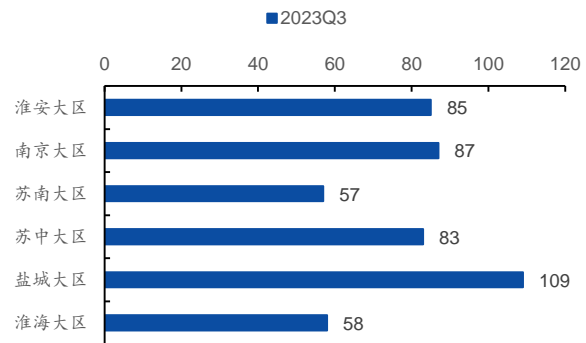
**省内经销商队伍持续扩容，省外数量高增后进入稳态。**2023 年三季度末，公司省内经销商共 479 家，同比+15.42%，较 2018 年末增长 52.06%，2022 年省内经销商数量小幅下滑，主要是将开发 V 系时签约的部分发展有限的团购商转化为二批商影响。省外经销商数量 609 家，同比-4.25%，较 2018 年末增长 123.08%，2019 年是省外经销商数量大幅增长的一年，同比+55.68%，此后持续增长，到 2022 年逐渐保持稳定。

图 30：公司经销商数量（家）



资料来源：Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

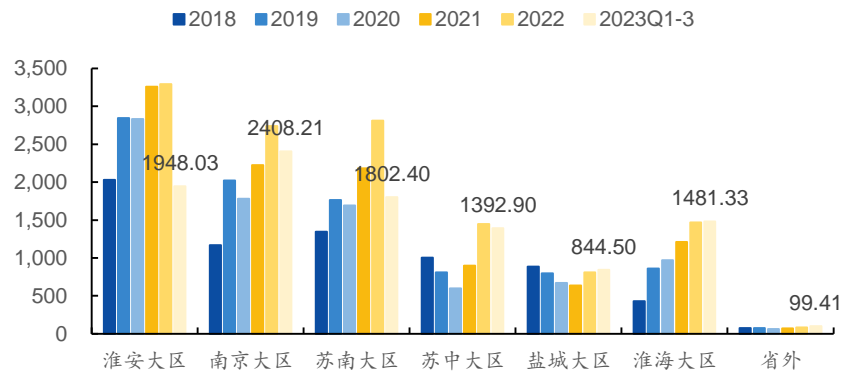
图 31：公司省内各区域经销商情况（截至 23Q3）（家）



资料来源：Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

不同区域单个经销商规模存在较大差异，省内显著高于省外。公司省外单个经销商规模较小，这和公司在省内外实行不同的产品和渠道策略有关。在公司省内各大区中，南京大区、淮安大区、苏南大区单个经销商收入明显高于其他大区，我们分析可能由于：1) 淮安大区为公司大本营所在地；2) 南京大区、苏南大区经济发达，政商务活动活跃，经销商有较多的团购资源。2022 年公司优势大区单个经销商区域有所下滑，主要是由于 22 年以上区域新增经销商数量较多。

图 32：公司单个经销商收入规模（万元/家）



资料来源：Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

注：公司未披露各大区仅经销渠道的收入数据，但考虑到公司直销渠道占比不足 5%，我们使用对应区域的整体收入计算该区域单个经销商的收入情况。

**实施“省内精耕、省外突破”的区域战略。**2021 年初，公司发布五年战略规划纲要，提出继续“省内精耕、省外突破”区域战略，省内加快补强弱势区域，筑牢江苏精耕基础，市场分类开发，强化人员配置，会战攻坚薄弱市场；省外主动打造区域板块，加快布局长三角区域，以长三角大战略板块市场周边辐射区域为基础，继续强化山东、河南市场培育，打造 5-7 亿元级样板省份市场，并以京津冀、珠三角、长江经济带为重点，培育亿元级市场。

**省内全面深耕，省外聚焦突破。**公司在省内强化多品牌、多品系、全渠道、全区域精耕细作。公司在省外强调聚焦单一品牌、单一赛道、单一品系的率先突围，即国缘品牌次高端主开系的布局策略，其中以战略新品国缘六开打通提升品系认知形象，随着

公司省外突破战略的不断推进，公司省外收入加速增长，2023Q1-3，公司实现省外收入 6.05 亿元，同比+40.42%。

**表 5：公司省内精耕、省外突破的具体做法**

项目	具体内容
省内精耕	省内精耕攀顶，以县区为单位，对标对表，稳固拓展大本营，目前国缘普遍处于成长期，按照“分品提升、分区精耕”策略，继续深化推进 V 系攻坚、开系提升及雅系下沉。
省外突破	1. 公司现阶段全国化路线为周边化、板块化，省外攻城拔寨，2023 年确立马鞍山、枣庄、嘉兴等 10 个地级市市场为省外重点板块市场。 2. 省外明确主推国缘品牌，主推主干品系开系（除长三角协同布局 V 系），六开打头，致力高端引领，错位竞争，培育带动四开、对开成长放量。 3. 坚持“育商、扶商、富商”策略，聚焦价格赛道、核心单品及核心渠道，配称专业团队，加快省外周边突破。

资料来源：公司公告、云酒头条、国元证券研究所整理

## 4.2 治理结构先进，激励充分激发组织活力

公司早在 21 世纪初就开启了经营层持股的范例。2005 年今世缘有限进行了改制，由国有全资改制为国有控股，时任 9 名经营层人员以现金形式获得了合计 10% 的今世缘有限股权。改制后今世缘有限经营效率提升，2005 年实现盈利，2006 年业绩进一步提升，据此今世缘有限的国有控股股东认识到经营层持股对改善企业经营状况、提升经营业绩的显著作用，在 2007 年向该 9 名经营层股东转让 10% 股权，进一步调动经营层股东积极性。后续，公司又陆续向时任经营层股东转让若干公司股权。2010 年，今世缘有限进一步完善治理结构，将持股的范围由经营层扩大到经营层和管理、营销、技术骨干等中基层干部。截至 23H1，公司董监高持股合计 8.84%。

**表 6：公司董监高持股情况（截至 23H1）**

序号	姓名	职务	性别	年龄	持股数（股）	持股比例（%）
1	顾祥悦	董事长、总经理	男	55	0	/
2	周素明	董事长（已离任）	男	61	41,500,000	3.31%
3	吴建峰	副董事长、副总经理	男	56	18,000,000	1.43%
4	鲁正波	董事	男	47	0	/
5	王卫东	董事、副总经理	男	52	14,180,000	1.13%
6	周亚东	董事	男	55	0	/
7	禹成余	董事	男	47	0	/
8	倪从春	监事会主席	男	52	19,000,000	1.51%
9	王冬梅	职工监事	女	45	0	/
10	丁卫红	职工监事	女	52	0	/
11	羊栋	副总经理	男	54	18,200,000	1.45%
12	方志华	副总经理	男	53	0	/
13	胡跃吾	副总经理	男	44	0	/
14	李维群	副总经理	男	43	0	/
15	陈玖权	副总经理	男	52	0	/
16	周永和	副总经理	男	44	0	/
17	合计	/	/	/	110,880,000	8.84%

资料来源：I find、公司公告、国元证券研究所整理

股票期权激励落地，进一步激发团队活力。公司于2020年4月24日首次发布股票期权激励计划草案，后于2022年8月1日变更激励计划草案，并于2022年10月10日完成授予。本次股票期权激励计划共授予334名激励对象768万份股票期权，激励对象涵盖公司董事、高管、核心技术人员和管理骨干。若该激励计划行权完成，公司所有现任高级管理人员将均持有公司股份。

表7：公司股票期权激励计划激励对象及授予情况

序号	姓名	职务	获授的权益数量 (万份)	占授予总量比例 (%)	占股本总额比例 (%)
1	顾祥悦	董事长、总经理	21.0	2.73%	0.02%
2	鲁正波	董事	16.8	2.19%	0.01%
3	方志华	副总经理	16.8	2.19%	0.01%
4	胡跃吾	副总经理	16.8	2.19%	0.01%
5	李维群	副总经理	16.8	2.19%	0.01%
6	陈玖权	副总经理	16.8	2.19%	0.01%
7	周永和	副总经理	16.8	2.19%	0.01%
8	其他人员	327人	646.2	84.14%	0.52%
9	合计	334人	768.0	100%	0.61%

资料来源：Iifind、公司公告、国元证券研究所整理

考核目标设置全面，综合考虑收入、利润、净资产收益率等因素。本激励计划的行权考核年度为2022-2024年，共三个行权期，达成行权条件需实现：以2021年为基数，22/23/24年营收增长率分别不低于22%/51.3%/90.6%，扣非净利润增长率分别不低于15%/32.3%/52.1%；三年净资产收益率均不低于21.5%；三年主营业务收入占比均不低于95%。该激励计划的行权价格为56.24元/份，较授予日公司股票收盘价（43.87元/股）高出28.20%。

表8：公司该次激励计划行权期安排及业绩考核要求

行权安排	行权时间	可行权数量占获 授权益数量比例	行权条件
第一个行权期	自授予日起24个月后的首个交易日起至授予日起36个月内的最后一个交易日当日止	40%	1.以2021年营业收入为基数，2022年营业收入增长率不低于22%，且不低于同行业平均水平或对标企业的75分位值；2.以2021年扣除非经常性损益净利润为基数，2022年扣除非经常性损益净利润增长率不低于15%，且不低于同行业平均水平或对标企业的75分位值；3.2022年净资产收益率不低于21.5%，且不低于同行业平均水平或对标企业的75分位值；4.2022年主营业务收入占营业收入比例不低于95%。
第二个行权期	自授予日起36个月后的首个交易日起至授予日起48个月内的最后一个交易日当日止	30%	1.以2021年营业收入为基数，2023年营业收入增长率不低于51.3%，且不低于同行业平均水平或对标企业的75分位值；2.以2021年扣除非经常性损益净利润为基数，2023年扣除非经常性损益净利润增长率不低于32.3%，且不低于同行业平均水平或对标企业的75分位值；3.2023年净资产收益率不低于21.5%，且不低于同行业平均水平或对标企业的75分位值；4.2023年主营业务收入占营业收入比例不低于95%。
第三个行权期	自授予日起48个月后的首个交易日起至授予日起60个月内的最后一个交易日当日止	30%	1.以2021年营业收入为基数，2024年营业收入增长率不低于90.6%，且不低于同行业平均水平或对标企业的75分位值；2.以2021年扣除非经常性损益净利润为基数，2024年扣除非经常性损益净利润增长率不低于52.1%，且不低于同行业平均水平或对标企业的75分位值；3.2024年净资产收益率不低于21.5%，且不低于同行业平均水平或对标企业的75分位值；4.2024年主营业务收入占营业收入比例不低于95%。

资料来源：Iifind、公司公告、国元证券研究所整理

## 5. 盈利预测及投资建议

### 5.1 盈利预测

今世缘盈利预测的主要假设如下：

**1) 国缘品牌：**公司产品整体价格带在行业内属于较高水平，前五大单品为国缘品牌旗下四开、双开、淡雅、V3、单开，其中四开、V3 位于 300 元以上价位带，对开零售价 300 元左右，淡雅、单开位于 100-300 元价格带，随着公司持续推进 V 系攻坚、开系提升及雅系下沉，特 A+ 及特 A 类有望持续保持较快增长。

**2) 今世缘品牌：**23 年公司对于今世缘品牌进行了梳理，预计 24 年有望增长加速，带动特 A 及 A 类产品增长。

**3) 高沟品牌：**自高沟品牌 22 年 8 月开始致力复兴以来取得良好增长，23 年前七个月同比增长 377%，有望持续保持较快增长，带动公司百元以下产品放量。

表 9：公司收入预测拆分

项目	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	3740.92	4873.60	5121.59	6408.46	7888.03	10050.35	12575.66	15625.30
同比（%）		30.28%	5.09%	25.13%	23.09%	27.41%	25.13%	24.25%
营业成本（百万元）	1013.54	1325.12	1478.67	1626.41	1845.48	2327.18	2865.11	3510.23
同比（%）		30.74%	11.59%	9.99%	13.47%	26.10%	23.12%	22.52%
总收入毛利率（%）	72.91%	72.81%	71.13%	74.62%	76.60%	76.84%	77.22%	77.53%
<b>特 A+类</b>								
营业收入（百万元）	1845.25	2716.12	3069.21	4165.21	5197.50	6473.56	8103.16	10066.16
同比（%）		47.20%	13.00%	35.71%	24.78%	24.55%	25.17%	24.23%
销量（千升）	4276.95	6324.93	7559.10	9217.33	11835.16	14685.07	18172.77	22336.15
同比（%）		47.88%	19.51%	21.94%	28.40%	24.08%	23.75%	22.91%
单价（元/升）	431.44	429.43	406.03	451.89	439.16	440.83	445.90	450.67
同比（%）		-0.47%	-5.45%	11.29%	-2.82%	0.38%	1.15%	1.07%
毛利率（%）	83.63%	83.31%	81.35%	82.60%	84.06%	84.21%	84.35%	84.48%
<b>特 A类</b>								
营业收入（百万元）	1263.16	1527.95	1502.54	1714.17	2093.28	2869.20	3642.44	4585.23
同比（%）		20.96%	-1.66%	14.08%	22.12%	37.07%	26.95%	25.88%
销量（千升）	8427.78	10752.95	11177.56	11824.78	15274.03	20722.28	26054.12	32518.14
同比（%）		27.59%	3.95%	5.79%	29.17%	35.67%	25.73%	24.81%
单价（元/升）	149.88	142.10	134.42	144.96	137.05	138.46	139.80	141.01
同比（%）		-5.19%	-5.40%	7.84%	-5.46%	1.03%	0.97%	0.86%
毛利率（%）	72.24%	68.79%	63.79%	66.22%	68.10%	68.54%	68.77%	68.98%
<b>A类</b>								
营业收入（百万元）	308.39	314.10	253.59	264.84	324.81	414.26	523.68	654.50
同比（%）		1.85%	-19.26%	4.43%	22.64%	27.54%	26.41%	24.98%
销量（千升）	3787.92	4061.22	3470.62	3251.32	4303.06	5432.18	6807.07	8444.17
同比（%）		7.22%	-14.54%	-6.32%	32.35%	26.24%	25.31%	24.05%
单价（元/升）	81.41	77.34	73.07	81.46	75.48	76.26	76.93	77.51
同比（%）		-5.00%	-5.53%	11.48%	-7.33%	1.03%	0.88%	0.75%
毛利率（%）	57.73%	52.61%	46.99%	51.11%	52.68%	53.04%	53.31%	53.52%

项目	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>B类</b>								
营业收入(百万元)	165.13	167.99	159.19	137.98	145.61	159.40	172.42	183.60
同比(%)		1.73%	-5.24%	-13.32%	5.53%	9.47%	8.17%	6.48%
销量(千升)	3859.49	3972.58	3894.12	3215.05	3334.73	3600.84	3844.62	4044.54
同比(%)		2.93%	-1.98%	-17.44%	3.72%	7.98%	6.77%	5.20%
单价(元/升)	42.79	42.29	40.88	42.92	43.67	44.27	44.85	45.40
同比(%)		-1.17%	-3.33%	4.99%	1.75%	1.38%	1.31%	1.22%
毛利率(%)	32.42%	23.54%	23.07%	25.53%	27.07%	28.00%	28.79%	29.52%
<b>C类</b>								
营业收入(百万元)	108.37	101.35	92.65	83.60	81.97	76.38	73.66	71.95
同比(%)		-6.48%	-8.58%	-9.78%	-1.95%	-6.81%	-3.56%	-2.32%
销量(千升)	5657.46	5516.03	4975.27	4247.50	4184.90	3881.49	3727.01	3626.38
同比(%)		-2.50%	-9.80%	-14.63%	-1.47%	-7.25%	-3.98%	-2.70%
单价(元/升)	19.16	18.37	18.62	19.68	19.59	19.68	19.76	19.84
同比(%)		-4.08%	1.36%	5.68%	-0.48%	0.47%	0.44%	0.39%
毛利率(%)	8.91%	6.53%	4.73%	6.84%	7.02%	7.04%	7.08%	7.11%
<b>D类</b>								
营业收入(百万元)	8.29	9.46	7.09	3.42	2.44	9.93	11.57	12.86
同比(%)		14.12%	-25.04%	-51.75%	-28.61%	306.80%	16.51%	11.14%
销量(千升)	712.39	871.46	678.26	238.82	32.80	131.35	151.48	166.76
同比(%)		22.33%	-22.17%	-64.79%	-86.27%	300.47%	15.32%	10.09%
单价(元/升)	11.63	10.85	10.45	14.32	74.43	75.61	76.39	77.11
同比(%)		-6.71%	-3.69%	37.04%	419.78%	1.58%	1.03%	0.95%
毛利率(%)	8.92%	4.42%	2.27%	3.74%	4.03%	4.29%	4.33%	4.36%

资料来源: Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

## 5.2 投资建议

我们预计公司 23/24/25 年归母净利分别为 31.51/39.44/49.28 亿元, 增速为 25.89%/25.16%/24.97%, 对应 2 月 19 日 PE 20/16/13 倍(市值 625 亿元), 给予“买入”评级。

表 10: 可比公司估值

代码	公司名称	总市值(亿元) (2024/2/19)	归母净利润(亿元)				PE				
			2023E	增速	2024E	增速	2025E	增速	2023E	2024E	2025E
603369	今世缘	625.49	31.51	25.89%	39.44	25.16%	49.28	24.97%	19.85	15.86	12.69
002304	洋河股份	1476.32	107.56	14.69%	125.37	16.56%	145.11	15.75%	13.73	11.78	10.17
603198	迎驾贡酒	490.08	22.54	32.18%	28.21	25.15%	34.63	22.77%	21.74	17.37	14.15
000596	古井贡酒	1017.06	44.38	41.19%	57.04	28.53%	71.32	25.03%	26.36	20.51	16.40

资料来源: Ifind、国元证券研究所整理

注: 可比公司估值使用 Ifind 一致预期。

## 6. 风险提示

省内竞争加剧风险、省外扩张不及预期风险、食品安全风险。



**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	9933.35	11662.42	13259.12	15227.89	17841.94
现金	3957.75	5381.27	6579.46	8192.78	10356.12
应收账款	39.85	46.72	60.44	76.54	93.62
其他应收款	16.80	29.32	39.63	53.52	62.06
预付账款	5.45	5.24	7.21	8.50	10.64
存货	3194.22	3909.66	4126.09	4418.57	4914.68
其他流动资产	2719.28	2290.20	2446.30	2477.98	2404.83
<b>非流动资产</b>	4500.35	6521.29	7956.79	9209.21	10506.99
长期投资	24.28	28.81	32.25	36.11	40.82
固定资产	1293.66	1218.94	3673.56	5224.02	6557.18
无形资产	169.90	342.68	404.44	475.43	573.94
其他非流动资产	3012.51	4930.86	3846.55	3473.65	3335.05
<b>资产总计</b>	14433.70	18183.71	21215.91	24437.11	28348.93
<b>流动负债</b>	4979.68	6940.70	7766.68	8166.93	8566.80
短期借款	0.00	600.00	1101.22	1141.01	1178.56
应付账款	434.26	811.25	1020.00	1253.77	1533.62
其他流动负债	4545.42	5529.45	5645.46	5772.14	5854.62
<b>非流动负债</b>	156.94	178.28	147.90	160.06	163.53
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	156.94	178.28	147.90	160.06	163.53
<b>负债合计</b>	5136.62	7118.98	7914.58	8326.98	8730.33
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	1254.50	1254.50	1254.50	1254.50	1254.50
资本公积	716.75	718.69	718.69	718.69	718.69
留存收益	7739.07	9506.25	11741.34	14550.65	18059.29
归属母公司股东权益	9297.08	11064.73	13301.33	16110.12	19618.60
<b>负债和股东权益</b>	14433.70	18183.71	21215.91	24437.11	28348.93

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	3024.10	2779.75	3530.01	4163.65	5121.15
净利润	2029.13	2502.79	3150.88	3943.62	4928.34
折旧摊销	119.00	142.50	250.90	468.51	652.78
财务费用	-65.05	-100.03	-47.03	-57.03	-75.34
投资损失	-121.27	-122.19	-121.73	-121.96	-121.85
营运资金变动	1200.68	557.10	92.05	44.34	-161.97
其他经营现金流	-138.37	-200.41	204.95	-113.82	-100.82
<b>投资活动现金流</b>	-1215.53	-1121.14	-1965.54	-1512.32	-1650.84
资本支出	576.64	1147.01	1811.71	1565.07	1751.89
长期投资	766.81	194.86	117.38	45.63	73.27
其他投资现金流	127.93	220.72	-36.45	98.38	174.31
<b>筹资活动现金流</b>	-1360.84	-144.38	-366.29	-1038.00	-1306.97
短期借款	-361.74	600.00	501.22	39.79	37.55
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	1.94	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-999.10	-746.32	-867.50	-1077.79	-1344.53
现金净增加额	447.68	1514.37	1198.18	1613.33	2163.33

资料来源: Ifind、公司公告、国元证券研究所整理

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	6408.46	7888.03	10050.35	12575.66	15625.30
营业成本	1626.41	1845.48	2327.18	2865.11	3510.23
营业税金及附加	1104.92	1277.41	1542.73	1976.89	2451.61
营业费用	967.50	1390.08	1804.04	2205.77	2723.49
管理费用	257.96	322.94	412.06	513.09	635.95
研发费用	30.41	37.58	40.05	44.31	48.09
财务费用	-65.05	-100.03	-47.03	-57.03	-75.34
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	97.62	84.00	90.81	87.40	89.11
投资净收益	121.27	122.19	121.73	121.96	121.85
<b>营业利润</b>	2712.30	3341.39	4196.81	5250.20	6557.97
营业外收入	4.51	2.17	4.58	3.75	3.50
营业外支出	17.38	15.87	16.95	16.74	16.52
<b>利润总额</b>	2699.43	3327.69	4184.44	5237.22	6544.95
所得税	670.30	824.90	1033.56	1293.59	1616.60
<b>净利润</b>	2029.13	2502.79	3150.88	3943.62	4928.34
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	2029.13	2502.79	3150.88	3943.62	4928.34
EBITDA	2766.25	3383.86	4400.67	5661.68	7135.41
EPS (元)	1.62	2.00	2.51	3.14	3.93

主要财务比率					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	25.13	23.09	27.41	25.13	24.25
营业利润(%)	29.62	23.19	25.60	25.10	24.91
归属母公司净利润(%)	29.50	23.34	25.89	25.16	24.97
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	74.62	76.60	76.84	77.22	77.53
净利率(%)	31.66	31.73	31.35	31.36	31.54
ROE(%)	21.83	22.62	23.69	24.48	25.12
ROIC(%)	77.69	79.86	68.11	68.41	68.95
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	35.59	39.15	37.30	34.08	30.80
净负债比率(%)	0.01	8.43	13.91	13.70	13.50
流动比率	1.99	1.68	1.71	1.86	2.08
速动比率	1.35	1.12	1.18	1.32	1.51
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.49	0.48	0.51	0.55	0.59
应收账款周转率	164.11	164.62	170.11	166.23	166.43
应付账款周转率	3.95	2.96	2.54	2.52	2.52
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.62	2.00	2.51	3.14	3.93
每股经营现金流(最新摊薄)	2.41	2.22	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	7.41	8.82	10.60	12.84	15.64
<b>估值比率</b>					
P/E	30.83	24.99	19.85	15.86	12.69
P/B	6.73	5.65	4.70	3.88	3.19
EV/EBITDA	19.14	15.64	12.03	9.35	7.42

## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

## 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执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188