



省内精耕省外突破, 新百亿路径清晰

投资要点

- 推荐逻辑:** 1、受益于品牌意识增强、“少喝酒、喝好酒”健康观念广泛传播, 马太效应显著, 市场份额加速向头部酒企集中; 江苏两强酒企省内市占率合计在40%左右, 集中度提升空间广阔, 公司在江苏省内的品牌力、产品力具备突出竞争优势, 将充分受益行业份额集中度提升红利。2、公司的品牌、产品、渠道得到全面理顺, 品牌建设卓有成效, 产品焕新升级顺利, 渠道推力持续增强; 国缘开系基本盘不断夯实, 六开成功上市、四开顺利焕新升级, 产品升级节奏稳健; 受益国缘品牌势能增强, 叠加自身产品力突出, 淡雅显著高增放量。3、省外继续坚持“攻城拔寨”, 启动“再造江苏”工程, 聚焦板块市场打造, 点状市场不断取得突破, 2023年省外营收增长40%, 随着省外市场开拓力度持续加大, 高增势能有望延续。
- 行业马太效应明显, 名优白酒份额持续提升。** 1、高端一线名酒充分打开价格空间、完成消费者培育, 随着消费者品牌意识不断增强, 市场加速向名优白酒集中, 高端、次高端赛道持续扩容, 未来三年销售额复合增速分别约15%、16%。2、区域性酒企在当地品牌影响力深厚, 渠道掌控力强, 产品适合当地消费者偏好, 区域龙头酒企将充分受益结构升级和份额集中度提升红利。
- 稳扎稳打稳成长, 拓高拓宽拓空间。** 公司实现品牌、产品、渠道三个维度上的全面理顺, 积聚起的发展势能强劲。**品牌端:** 今世缘具备深厚的名酒基因, 高举高打进行品牌建设, 深挖缘文化, 品牌高度持续提升。**产品端:** 公司新品培育能力突出, 聚焦国缘V3、六开等高价位产品培育和推广, 产品线不断拓宽, 价格带覆盖全面。**渠道端:** 省内不断补齐苏南等区域短板, 持续推进渠道下沉, 不断夯实省内基本盘; 省外扩展市场覆盖面, 积极拓展成长空间; 提价控货挺价盘, 严控市场秩序, 有效激发渠道活力, 终端推力显著增强。
- 未来路径: 份额集中叠加股权激励, 长期成长动力充足。** 1、江苏经济发展稳健, 消费极具韧性, 公司开系、淡雅精准卡位核心消费价格带, 聚焦政商务宴请、宴席和大众消费, 品牌势能不断增强, 动销持续向好。2、公司国缘系列坚持“中国新一代高端白酒”的品牌定位, 高举高打进行品牌建设, 品牌高度持续提升; 布局培育V3、六开、D20等核心单品, 积极推进结构升级。3、省内持续推进“精耕攀顶”, 打破发展“天花板”; 省外继续坚持“攻城拔寨”, 启动“再造江苏”工程, 成长空间持续拓宽。4、公司当前锚定“2025年挑战营收150亿”的既定目标不动摇, 2024年总营收目标确定为122亿元左右, 净利润目标为37亿元左右, 新百亿目标路径清晰, 业绩高增势能有望延续。管理层和股东利益高度一致, 激励到位, 长期发展动力十足, 公司兼具成长性和确定性, 前景可期。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司2024-2026年归母净利润复合增速21.7%左右, 公司经营势能强劲, 激励到位动力充足, 业绩弹性将持续释放。给予公司2024年20倍估值, 对应目标价60.80元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 经济大幅下滑风险; 市场开拓或不及预期。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	101.00	123.53	150.17	180.60
增长率	28.05%	22.30%	21.57%	20.26%
归属母公司净利润(亿元)	31.36	38.13	46.27	56.41
增长率	25.30%	21.59%	21.36%	21.91%
每股收益EPS(元)	2.50	3.04	3.69	4.50
净资产收益率ROE	23.60%	23.16%	22.76%	22.52%
PE	18	15	12	10
PB	4.30	3.47	2.81	2.28

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
执业证号: S1250513110001
电话: 023-63786049
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

分析师: 笱文钊
执业证号: S1250524060002
电话: 023-63786049
邮箱: dwzyf@swsc.com.cn

分析师: 王书龙
执业证号: S1250523070003
电话: 023-63786049
邮箱: wsl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	12.54
流通A股(亿股)	12.54
52周内股价区间(元)	42.12-65.05
总市值(亿元)	580.08
总资产(亿元)	223.95
每股净资产(元)	11.81

相关研究

- 今世缘(603369): 百亿目标已达成, 新百亿开局顺利 (2024-05-09)
- 今世缘(603369): 百亿营收已达成, 即将开启新百亿 (2023-12-30)
- 今世缘(603369): 百亿营收已无虞, 即将开启新百亿 (2023-11-01)
- 今世缘(603369): 省内精耕省外开拓, 结构向上势能延续 (2023-08-30)

目 录

1 苏派名酒，浓香典范	1
1.1 苏派老名酒，喜结今世缘.....	1
1.2 股权结构稳定，激励充分动力充足.....	2
2 消费升级市场扩容，份额集中结构繁荣	4
2.1 行业呈挤压式增长，结构性繁荣显著.....	4
2.2 居民收入稳步提升，品牌意识不断增强.....	6
3 品牌势能提升显著，综合竞争优势突出	8
3.1 品牌端：品牌建设高举高打，品牌高度显著跃升.....	8
3.2 产品端：价格覆盖全面，结构升级显著.....	9
3.3 渠道端：省内精耕攀鼎，省外攻城拔寨.....	11
4 盈利预测与估值	14
4.1 盈利预测.....	14
4.2 相对估值.....	15
5 风险提示	16

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司各阶段发展情况.....	2
图 3: 公司股权结构图.....	2
图 4: 2016 年以来公司产品结构情况 (亿元).....	3
图 5: 2016 年以来公司营收区域分布情况.....	3
图 6: 2011 年以来公司营收及增速.....	3
图 7: 2011 年以来公司归母净利润及增速.....	3
图 8: 2008 年以来规模以上酒企营收总额及增速.....	4
图 9: 2008 年以来规模以上酒企利润总额及增速.....	4
图 10: 我国规模以上酒企白酒产量及增速.....	5
图 11: 我国规模以上酒企数量及增速.....	5
图 12: 上市酒企、规模以上酒企营收及占比情况.....	5
图 13: 上市酒企、规模以上酒企利润及占比情况.....	5
图 14: 除顺鑫外其他上市酒企销量及市占率.....	6
图 15: 除顺鑫外其他上市酒企平均吨价及增速.....	6
图 16: 2014-2023 年居民人均可支配收入及增速.....	6
图 17: 2014-2023 年人均食品烟酒支出及增速.....	6
图 18: 个人可投资资产超过 1 千万的人数 (万人).....	7
图 19: 中国高净值人群区域分布.....	7
图 20: 购买白酒价格分布 (元/500ml/瓶).....	7
图 21: 消费者饮用白酒价格档次提升原因.....	7
图 22: 今世缘品牌定位.....	8
图 23: 2016 年以来特 A+ 类营收占比及增速.....	9
图 24: 2016 年前后今世缘品牌战略变化.....	9
图 25: 2011 年以来公司销售费用、广告宣传费及占比.....	9
图 26: 2015 年以来今世缘品牌价值 (亿元).....	9
图 27: 2023 年各产品系列销售口径营收占比.....	11
图 28: 各品牌定位情况.....	11
图 29: 今世缘产品结构情况.....	11
图 30: 公司吨价及增速.....	11
图 31: 今世缘、洋河省内营收情况.....	12
图 32: 今世缘、洋河省内营收增速.....	12
图 33: 2023 年今世缘各区域市场份额分布情况.....	13
图 34: 今世缘省外营收情况 (亿元).....	13
图 35: 省外经销商数量 (家).....	13

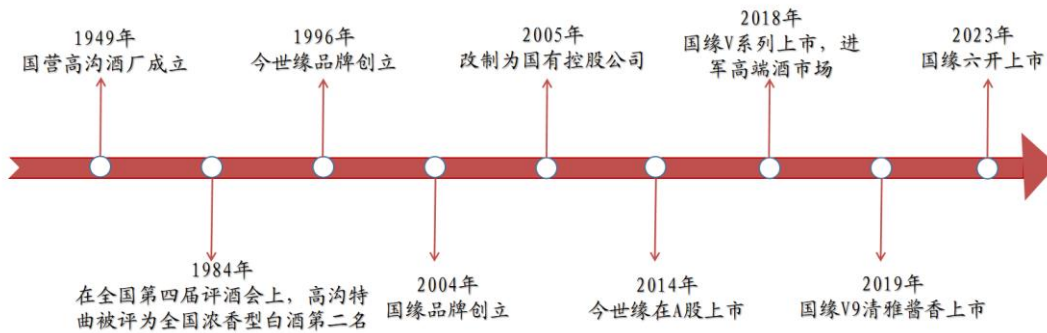
表 目 录

表 1: 公司产品矩阵情况.....	10
表 2: 2023 年公司产品结构.....	10
表 3: 2023 年今世缘营收分布及江苏经济发展情况.....	12
表 4: 分业务收入及毛利率情况.....	14
表 5: 可比公司估值.....	15

1 苏派名酒，浓香典范

作为江苏名酒“三沟一河”的重要组成，今世缘的历史渊源悠长，前身高沟酒是“中华老字号”品牌；高沟酿酒，盛于明清，史有“高沟美酒自古培，味占东南第一家”之美誉。今世缘前身是 1949 年成立的地方国营高沟酒厂，曾在全国第四届评酒会上，名列全国浓香型白酒第二名，是浓香型白酒的重要典范。发展至今，公司拥有高沟、今世缘、国缘三大品牌，并借助“缘文化”的天然优势，持续强化文化软实力，致力于塑造最具影响力的文化品牌。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

1.1 苏派老名酒，喜结今世缘

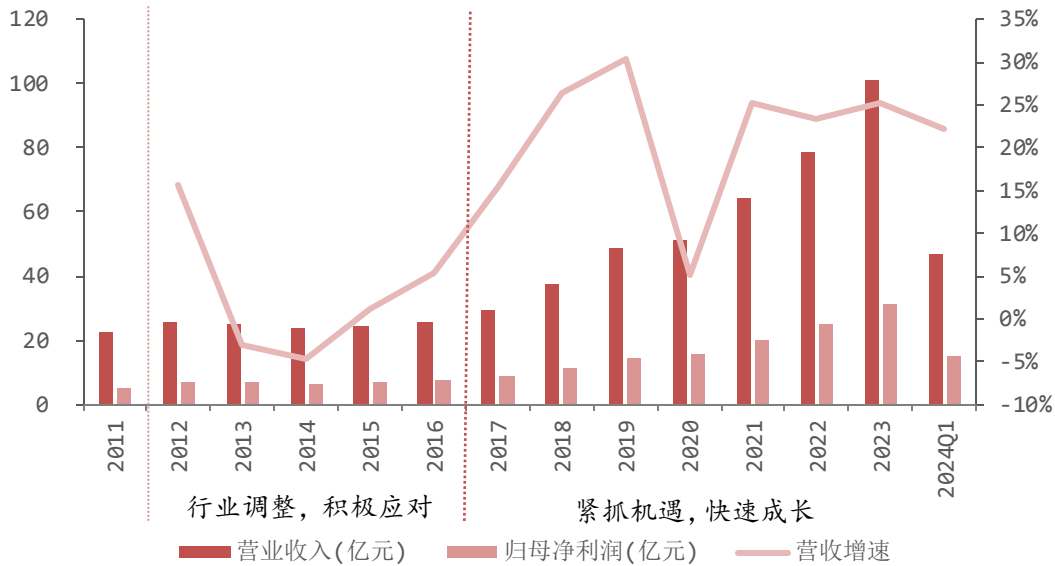
第一阶段（1949-1995）：浓香典范品质上乘，改革滞后步入泥潭。今世缘的前身高沟酒厂始建于 1949 年，1984 年在全国第四届评酒会上，高沟特曲被评为全国浓香型白酒第二名；1995 年高沟特曲被国家技术监督局认定为国家浓香型名优白酒实物标准，突出的品牌力为公司塑造了较高的品牌知名度和品质美誉度。在 90 年代初期，受行业调整、自身品牌老化和改制滞后等原因，经营出现严重恶化。

第二阶段（1996-2012）：上下求索探寻出路，积极改制迅速赶超。1996 年创立“今世缘”品牌，围绕“缘文化”开展文化营销，并以此为主线积极开发新产品；2004 年推出“国缘”品牌，以“成大事，必有缘”为文化营销起点，吸引政商务消费意见领袖。此外，在股权结构上，历经多次增资改制，股权结构日益完善，经营势能不断增强。2011 年，公司整体变更设立为股份公司。

第三阶段（2012-2015）：行业调整经历曲折，改辙易途顺势而为。2012-2014 年，“限制三公消费”、“严查酒驾”等让白酒行业的景气度遭遇重挫，受中高端消费严重下滑影响，营收出现下滑。公司及时改变经营策略，开始向商务消费聚焦，重点培育、开发团购渠道；此外，公司顺应大众消费崛起的趋势，聚焦婚宴市场，以“有喜庆，今世缘”为主线进行差异化营销。

第四阶段（2016 至今）：多维变革积聚势能，紧抓机遇实干而行。随着大众消费的崛起，白酒行业结构性繁荣特征显著，今世缘紧抓行业复苏机遇，主动而为快速实现高增长。在产品结构上，公司聚焦产品结构更高的国缘系列，卡位次高端白酒消费主流价位，顺应消费结

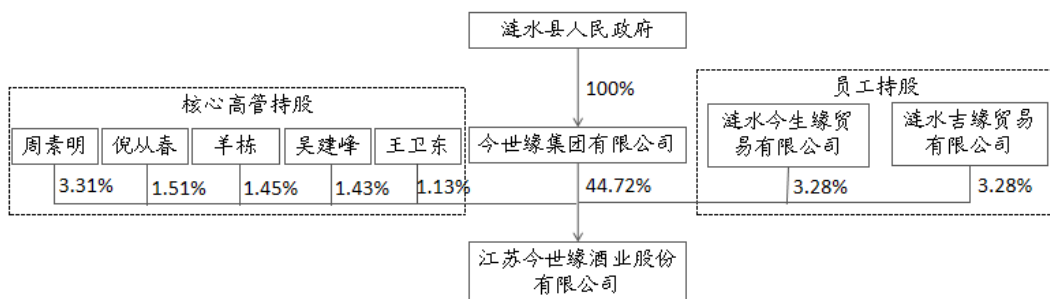
构升级；推出 V9 等品牌形象产品，积极塑造高端品牌形象，不断强化公司的品牌势能；在渠道结构上，撤去营销中心，扁平化营销体系；在渠道模式上，采取“控价分利”，加强渠道管控；在市场布局上，积极拓展江苏周边市场，聚焦长三角市场，不断拓展成长空间。

图 2：公司各阶段发展情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

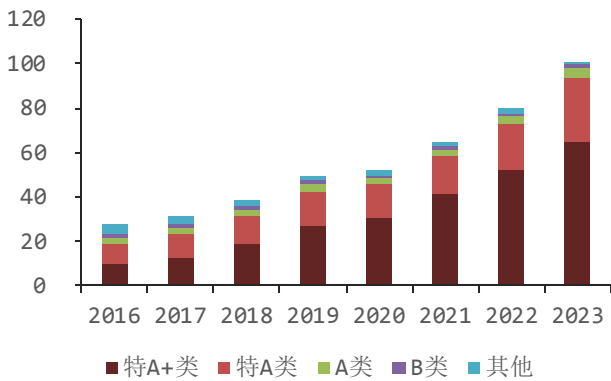
1.2 股权结构稳定，激励充分动力充足

国有控股，激励充分。今世缘是白酒行业国企改革之先行者，历经多次增资扩股，股权结构持续优化。此外，公司多次向核心员工授予股权激励，激励到位、经营势能强劲。2022 年 8 月 1 日公告新版股权激励计划，变更后的股权激励考核目标更高、行权价格更高，充分体现公司对未来发展的坚定信心；股权激励覆盖范围广、高管层持有股权比例高，管理层和公司利益高度一致。截至 2024Q1，公司实际控制人为涟水县人民政府，持股比例为 44.72%；员工持股平台合计持股比例为 6.56%。

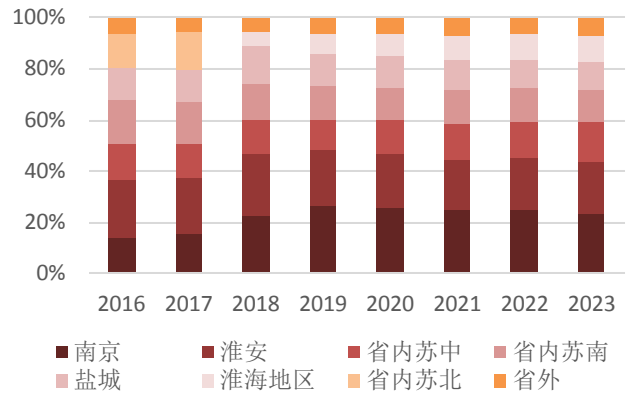
图 3：公司股权结构图


数据来源：公司公告(截至 2024Q1)，西南证券整理

主营业务构成：公司拥有国缘、今世缘、高沟三大品牌，其中特A类及以上产品(出厂价 ≥ 100 元)主要为国缘和部分今世缘品牌，2023年占总营收的92.8%。国缘品牌的高速成长已构成产品结构升级的核心驱动力，伴随着国缘V系的培育和成长，产品结构升级趋势将得到延续。从销售区域看，公司营收集集中在江苏省内，正积极开拓新江苏市场，重点布局江苏周边和山东市场，成长空间正在不断拓宽。

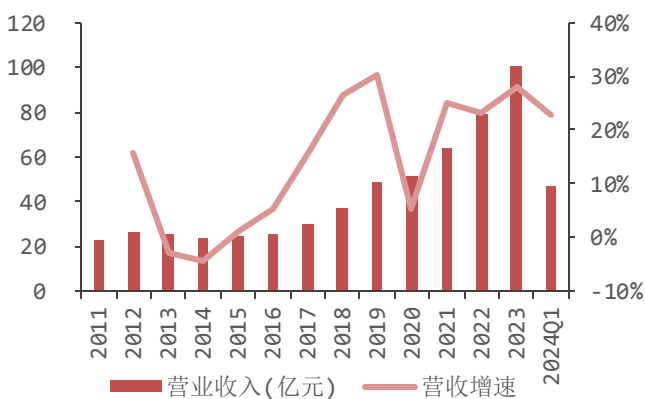
图 4：2016 年以来公司产品结构情况 (亿元)


数据来源：公司公告，西南证券整理

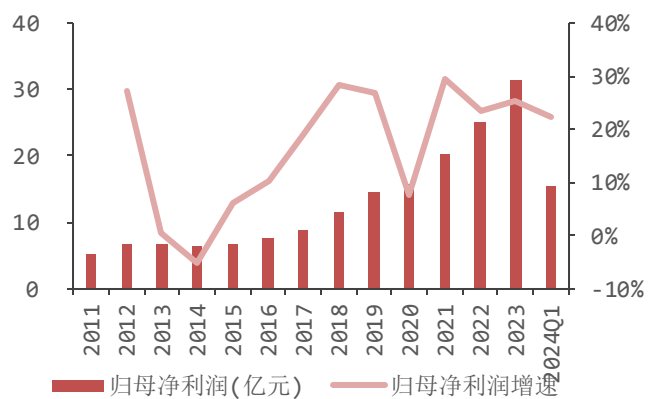
图 5：2016 年以来公司营收区域分布情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

业绩情况：2012 年行业调整对白酒行业产生较大冲击，2015 年起逐渐进入复苏阶段。今世缘紧抓行业机遇，持续推进“品牌+渠道”双驱动战略，不断明确各品牌的市场定位，构建有益于品牌打造的营销体系。在产品结构上有序升级，不断向战略单品聚焦，整合淘汰规模小、形象档次低的区域产品；在区域布局上积极拓展，按照“周边辐射，重点突破”的策略不断拓宽成长空间；在营销架构上，按照“1+5+新零售”的框架进行建设，不断增加直销占比，加强对渠道终端的管控，渠道力持续增强。2015-2023 年公司营收端复合增速为 17.3%，利润端复合增速为 19.2%，利润增速高于营收增速，经营质量正不断提升。

图 6：2011 年以来公司营收及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：2011 年以来公司归母净利润及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

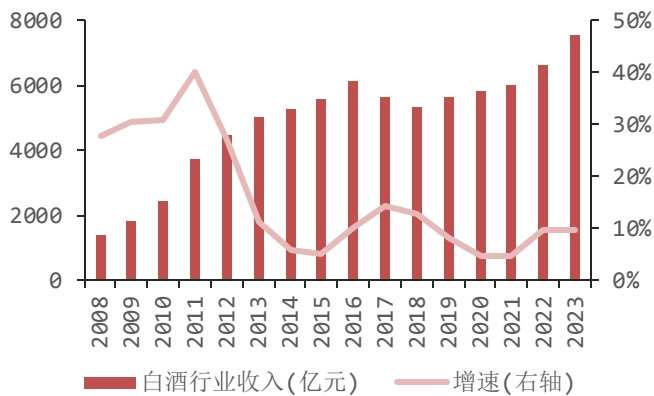
2 消费升级市场扩容，份额集中结构繁荣

本轮白酒复苏以来，各档次白酒之间出现分化，行业呈现挤压式增长，具体表现为规模以上白酒企业产量持续下降，名优白酒量价齐升，中低档白酒销量则持续萎缩，市场份额不断向名优白酒集中。行业分化发展的核心驱动因素是人均收入水平的不断提升，在居民健康意识和品牌意识快速崛起、“少喝酒，喝好酒”的消费理念逐步成为全社会共识的背景下，白酒主流消费价格带稳步上移，龙头及老名酒更加聚焦高端和次高端产品，推动产品结构不断优化。在行业挤压式增长大背景下，头部及中部名优白酒依托品牌优势，将更加受益于消费升级和市场份额集中带来的红利。

2.1 行业呈挤压式增长，结构性繁荣显著

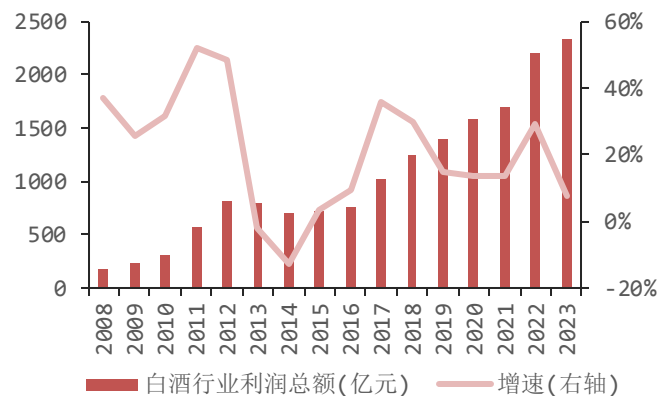
行业呈挤压式增长，结构升级态势明显。2002-2012年是白酒行业量价齐升的黄金十年，在此期间营收、利润均保持双位数以上高增长，2013-2015年“限制三公消费”和“反腐”冲击，行业进入三年深度调整。2016年前后去渠道库存较为理想，行业弱复苏，挤压式增长明显，随着居民收入提升和大众消费崛起，名优白酒带动行业增长；从利润端看，受益于产品结构升级和名优白酒直接提价，行业利润增速显著高于营收增速，盈利能力持续增强。

图 8：2008 年以来规模以上酒企营收总额及增速



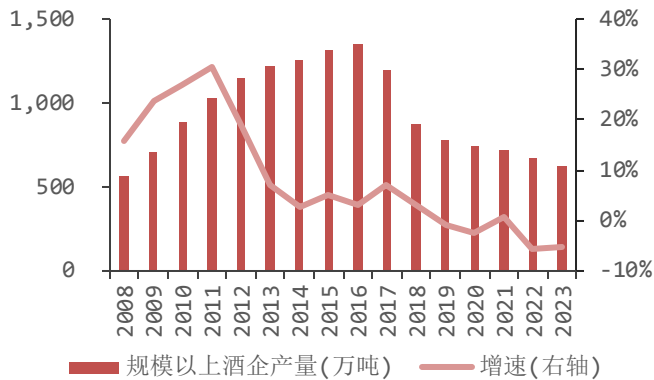
数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 9：2008 年以来规模以上酒企利润总额及增速



数据来源：国家统计局，西南证券整理

白酒产量见顶回落，业内竞争占据主导。2002-2012年是白酒行业的黄金十年，行业规模快速扩容；白酒行业三年深度调整之后，居民品牌和健康意识快速崛起，“少喝酒，喝好酒”成为全社会共识。伴随“限制三公消费”及“严查酒驾”等，白酒消费更加理性，规模以上白酒企业产销量见顶回落；2023年规模以上白酒产量（可比口径）为 629 万吨，同比 -5.1%；规模以上白酒企业数量由 2015 年的 1563 家减少至 2022 年的 963 家，行业已转变为存量市场，业内竞争占据主导，且竞争态势愈发激烈。

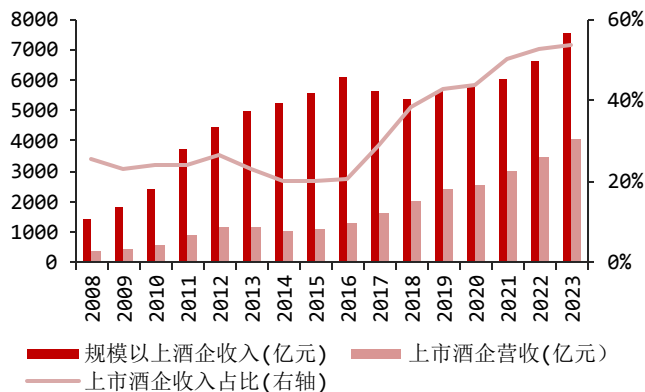
图 10：我国规模以上酒企白酒产量及增速


数据来源：国家统计局，西南证券整理

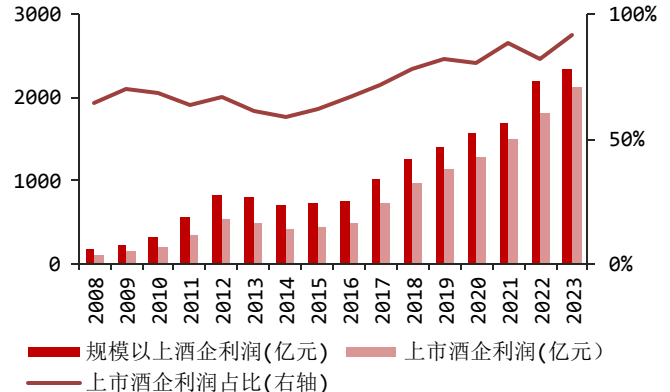
图 11：我国规模以上酒企数量及增速


数据来源：国家统计局，西南证券整理

结构性繁荣特征明显，名优白酒市占率快速提升。本轮白酒复苏以来，“弱增长，强分化”的结构性繁荣特征十分明显。在此背景下，名优白酒品牌和渠道优势越发明显，市场份额加速向名优白酒集中。白酒上市公司（多为名优白酒）的收入和利润市占率分别从 2015 年的 20%、62% 提升至 2023 年的 53.5%、91.6%。特别是自 2017 年以来，在居民消费升级步伐显著加快的背景下，名优白酒迎来爆发式增长，上市白酒企业份额占比快速提升。

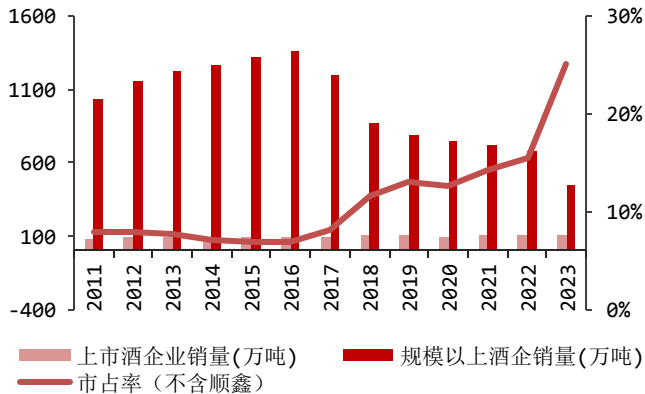
图 12：上市酒企、规模以上酒企营收及占比情况


数据来源：国家统计局，公司公告，西南证券整理

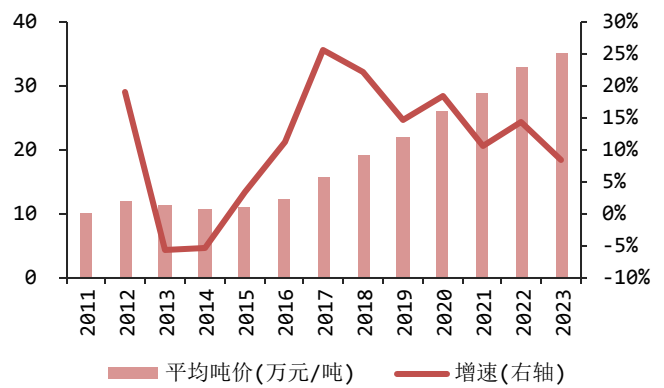
图 13：上市酒企、规模以上酒企利润及占比情况


数据来源：国家统计局，公司公告，西南证券整理

名酒销量占比依然较低，未来提升空间广阔。2023 年上市酒企销量（不含顺鑫）市占率仅为 14.1%（剔除顺鑫原因主要系其产品多为低端酒且在上市酒企销量中占比超 40%，剔除之后能够更好反映销量和吨价发展趋势），名酒销量占比依然较低，未来提升空间广阔。上市酒企（不含顺鑫）销量由 2015 年的 95.1 万吨提升至 2023 年为 112.2 万吨，年均复合增速为 2.6%。与此同时，受益于直接提价和产品结构升级，平均吨价由 2015 年的 12.2 万元/吨稳步提升至 2023 年的 35.1 万元/吨，年均复合增速达 15.3%。

图 14: 除顺鑫外其他上市酒企销量及市占率


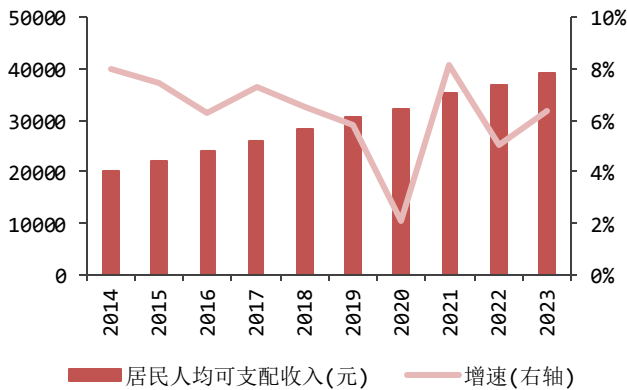
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 15: 除顺鑫外其他上市酒企平均吨价及增速


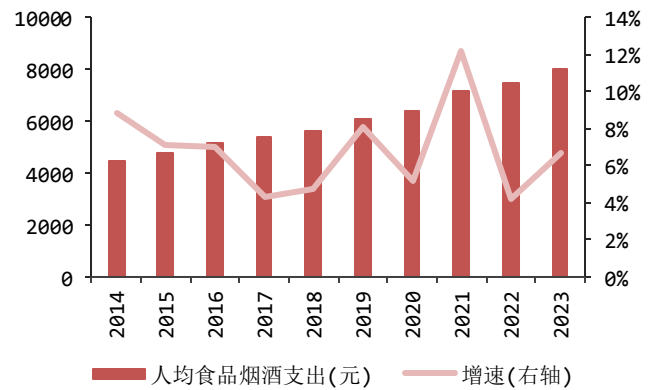
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2.2 居民收入稳步提升, 品牌意识不断增强

随着中国经济快速发展, 城镇居民人均可支配收入和人均食品烟酒支出稳步提升。最近五年居民人均可支配收入复合增速在 7% 左右, 居民收入的稳步提升为消费升级奠定坚实基础。与此同时, 居民人均食品烟酒支出从 2014 年的 4494 元稳步提升至 2023 年的 7983 元, 复合增速为 6.6%, 保持较快增长。

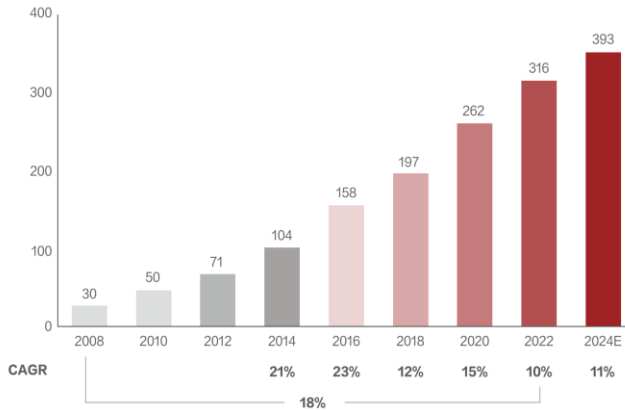
图 16: 2014-2023 年居民人均可支配收入及增速


数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

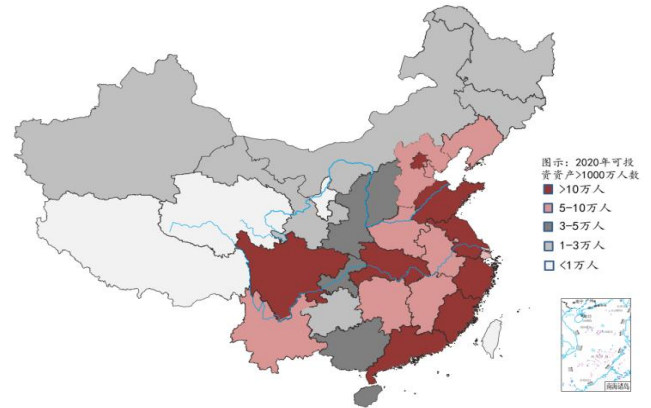
图 17: 2014-2023 年人均食品烟酒支出及增速


数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

过去十年中国经济快速发展, 带动高净值人群和中产阶级人群快速壮大。以 1 千万元个人可投资资产作为标准, 2022 年中国高净值人群数量达 316 万人, 较 2018 年增长了约 119 万人, 2008-2022 年高净值人群数量的复合增长率约 12.5%。从地理位置分布上看, 高净值人群主要分布于东部沿海, 东、中、西部呈渐次减少分布。随着国家产业政策、东西部均衡发展布局等, 中西部地区经济较大的增长弹性将驱动中产及富裕群体持续壮大。

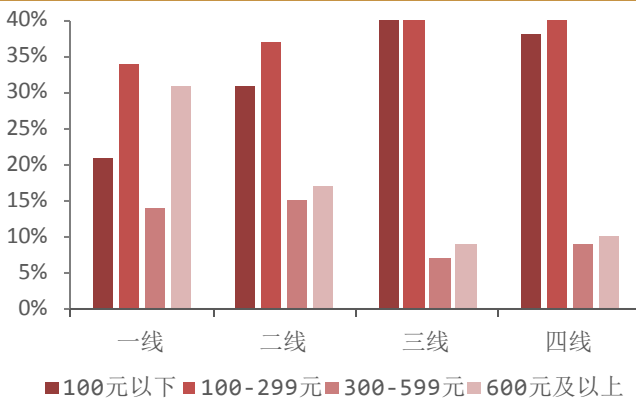
图 18：个人可投资资产超过 1 千万的人数（万人）


数据来源：招商银行 2023 年《中国私人财富报告》，西南证券整理

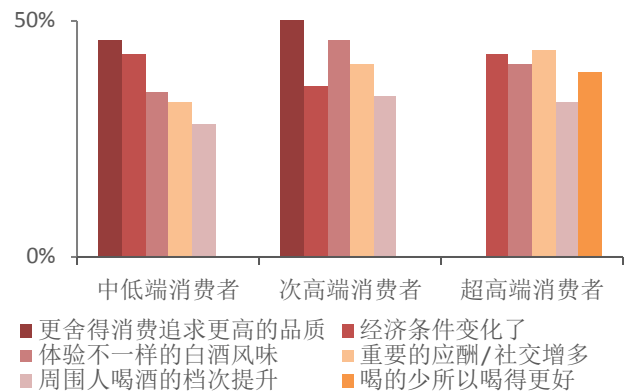
图 19：中国高净值人群区域分布


数据来源：招商银行 2021 年《中国私人财富报告》，西南证券整理

消费升级除了收入提升这一核心推力之外，消费观念的改变、品牌意识的增强、消费氛围的影响等也是重要的驱动力。“茅五泸”在打开价格空间的同时，一线城市在消费结构上呈现出高端消费占比大于次高端、中端消费占比大于低端的特征，而低线城市低端消费占比仍较高，一线城市消费升级趋势有望向三四线城市传导，带动次高端和高端消费占比不断提升。

图 20：购买白酒价格分布（元/500ml/瓶）


数据来源：《中国白酒消费洞察报告》，西南证券整理

图 21：消费者饮用白酒价格档次提升原因


数据来源：《中国白酒消费洞察报告》，西南证券整理

在消费升级驱动下，各档次白酒价格中枢稳步上移。高端白酒已打开价格空间、完成了消费者培育，未来市场将稳健扩容；在消费升级拉动和渠道推动下，次高端将出现量价齐升，具备品牌力和渠道力双重优势的企业，将更具爆发力；中档酒作为大众消费升级的跳板，仍具提价空间，但市场扩容有限；低档酒价格将有所提升，但销量将趋于萎缩趋势。

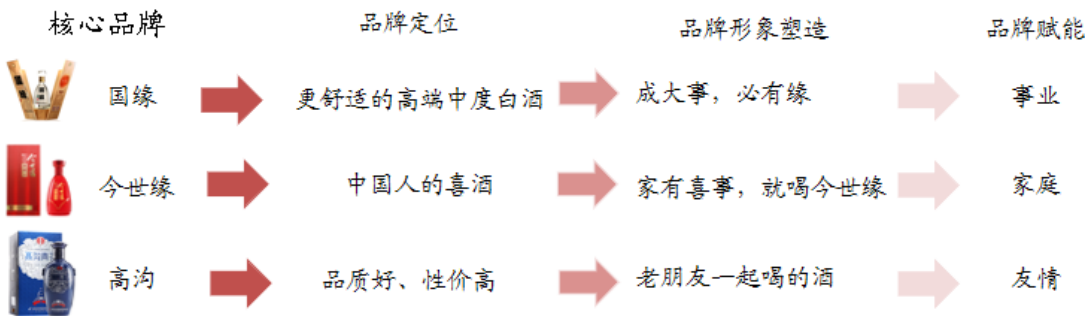
3 品牌势能提升显著，综合竞争优势突出

依托省内的品牌形象和消费者基础，公司高举高打进行品牌建设，扎扎实实进行消费者培育，步步为营进行市场开拓，持续拓高品牌高度、拓宽产品线、拓深渠道深度、拓展市场空间，增长势能持续增强。品牌上，紧密围绕“缘文化”开展品牌建设，高度聚焦国缘、今世缘、高沟三大品牌，品牌势能不断增强；产品上，有序拓宽产品线，高度聚焦国缘四开、对开等核心大单品，积极培育国缘V系，持续推动产品结构升级；渠道上，不断扁平化营销体系，加强对渠道终端的掌控力，渠道力不断增强；市场布局上，在有效夯实省内市场的基础上，不断向江苏周边市场辐射，聚焦核心区域、核心产品，成长空间持续扩大。总的来看，今世缘成长空间正不断拓宽，增长势能持续强化。

3.1 品牌端：品牌建设高举高打，品牌高度显著跃升

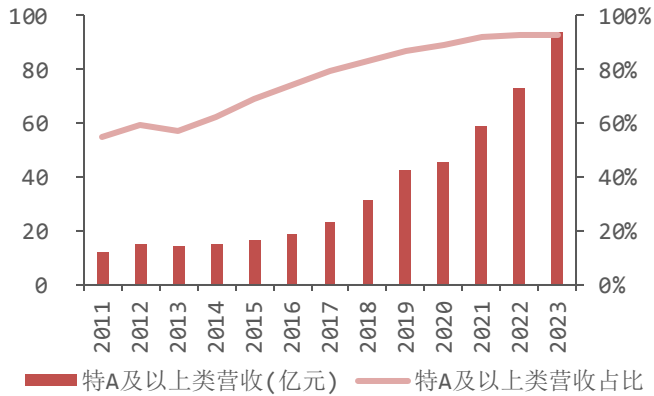
“缘文化”为主线，分品牌精细运作。国缘、今世缘、高沟三大品牌，分别聚焦不同的消费场景和价位段，承担不同的品牌建设功能。高沟定位“品质好，性价比高”，用以覆盖和网络一批忠实消费者，扩大品牌覆盖面；今世缘定位“中国人的喜酒”，聚焦喜宴市场，是扩大品牌受众的重要场景；国缘定位“更舒适的中国白酒”，是公司高端化的拳头品牌。三大品牌定位清晰，主流消费场景覆盖全面，品牌间互为补充又具备价格带和消费场景方面的区隔。

图 22：今世缘品牌定位



数据来源：西南证券

品牌建设路径清晰，战略制定富有卓见。由高沟向今世缘品牌的跨越，公司实现了涅槃重生，从此走出泥潭开启快速成长之路；由今世缘品牌向国缘品牌的跳跃，实现了品牌高度的跃升，在省内次高端主流消费价格带占据了一席之地；2016年，公司对国缘品牌进行重新定位，将其从“江苏高端白酒创导品牌”升级为“中国高端中度白酒”，品牌定位更加清晰明确。当前公司正积极培育国缘V系，国缘V3正持续放量，国缘V3的高增将助力公司产品结构跨向新高度。公司过去产品结构升级路径清晰，品牌高度节节攀升，未来品牌战略清晰明确。

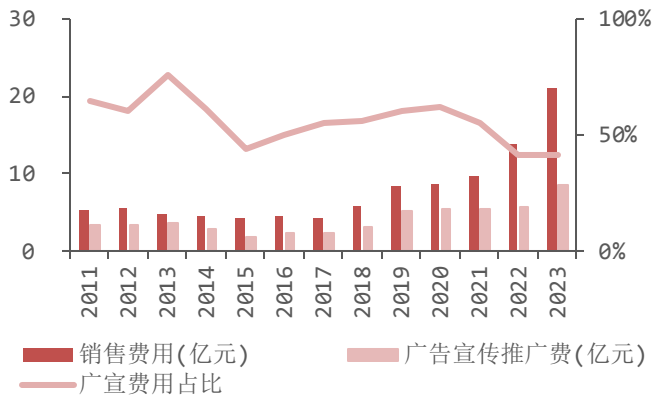
图 23：2016 年以来特 A+类营收占比及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

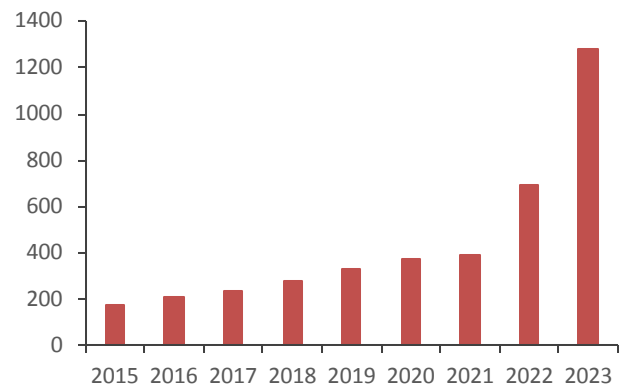
图 24：2016 年前后今世缘品牌战略变化


数据来源：公司公告，西南证券整理

营销投入高举高打，品牌价值持续跃升。近年来，公司不断加大费用投入来提升品牌影响力，销售费用和广告宣传费用均稳步提升。为配合产品结构的不断升级，公司在广告宣传方面的投入持续增加，活动赞助、节目冠名、央视广告等营销活动日益丰富，其中广告宣传推广费占比维持在 40% 以上。通过立体化的品牌建设，公司的品牌影响力持续增强，品牌价值不断跃升，据华樽杯发布的中国酒类品牌价值显示，今世缘的品牌价值由 2015 年 172 亿元跃升至 2023 年的 1284 亿元，品牌价值提升显著。

图 25：2011 年以来公司销售费用、广告宣传费及占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 26：2015 年以来今世缘品牌价值（亿元）


数据来源：华樽杯，西南证券整理

3.2 产品端：价格覆盖全面，结构升级显著

产品矩阵完备，价格带覆盖全面。公司拥有国缘、今世缘、高沟三大核心品牌，产品价格梯次分明，有效覆盖市场主流价格带。国缘品牌包括 V 系、开系两大产品系列，国缘开系是公司的核心产品系列，是公司营收稳增长的压舱石；V 系是公司高端化的拳头产品系列，是结构升级的核心驱动力；今世缘典藏系列布局中端，有效覆盖 100-300 元宴席主流消费价格带；高沟为公司的品牌基石，具备深厚的消费者基础。

表 1：公司产品矩阵情况

产品系列	产品名称	标价	主流销售参数与规格	产品展示
高端 (800元以上)	国缘 V9(至尊版)	2209	52度/500ml	
	国缘 V9(商务版)	1699	52度/500ml	
	国缘 V6	1198	49度/500ml	
次高端 (300-800元)	国缘 V3	729	40.9度/500ml	
	国缘 四开	598	52度/500ml	
	国缘 K5	509	42度/550ml	
	今世缘典藏 D20	368	42度/500ml	
	国缘 K3	338	42度/550ml	
	国缘 对开	329	42度/550ml	
中低端 (300元以下)	国缘 单开	229	42度/500ml	
	今世缘典藏 D15	218	42度/480ml	
	今世缘典藏 D10	139	42度/520ml	
	国缘 淡雅	139	42度/480ml	
	高沟 大清花	88	42度/480ml	
	高沟 小青花	75	42度/500ml	

数据来源：公司官网，京东商城，西南证券整理

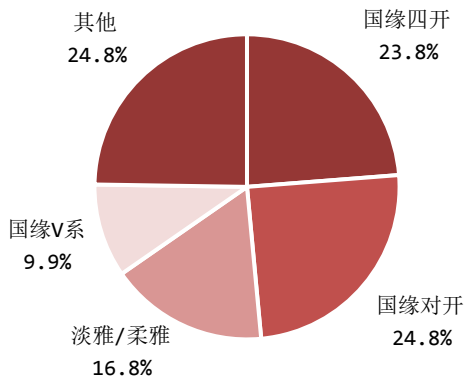
核心品牌持续升级，助力盈利不断增强。公司顺应消费升级趋势，积极拓展消费场景，不断扩大市场份额，增长动能持续增强。今世缘品牌的推出是公司涅槃重生的起点，今世缘品牌聚焦婚宴市场，通过差异化营销迅速提升了品牌影响力和市场份额，顺利将公司经营带出泥潭；国缘品牌的推出是公司高端化的起点，为顺应消费升级和打破增长瓶颈，公司开始将资源向国缘系列倾斜，聚焦商务消费和宴席消费升级，成功实现产品结构升级和成长空间的拓展。国缘品牌为核心的特 A 类及以上营收占比，已由 2016 年的 73.9% 提升至 2023 年的 92.8%，国缘系列营收占比的不断提升，已构成产品结构升级、盈利能力增强的核心驱动力。

表 2：2023 年公司产品结构

产品级别	营收规模(亿元)	营收占比	毛利率	价位(出厂价)	代表品牌
特 A+类	65.04	64.4%	85.52%	300元以上	国缘
特 A 类	28.70	28.4%	71.07%	100-300元	国缘、今世缘
A 类	4.11	4.1%	55.68%	50-100元	今世缘
B 类	1.60	1.6%	29.14%	20-50元	今世缘
C 类、D 类	0.86	0.85%	9.72%	10-20元	今世缘

数据来源：公司公告，西南证券整理

产品布局战略明确，结构升级路径清晰。公司持续推进既定产品战略：V 系攻坚、开系提升、今世缘激活、高沟复兴。公司营销资源不断向国缘 V 系倾斜，充分发挥国缘 V 系引领产品结构升级的作用；高度聚焦国缘四开、对开等核心大单品，持续强化开系稳固基本盘的作用；高度重视今世缘品牌的激活，不断加大 D20、D30 的布局培育力度，持续扩大喜庆消费场景的影响力；大力推动高沟品牌复兴，聚焦百元价位以内的光瓶酒市场，唤醒消费者的品牌记忆，扩大品牌受众。

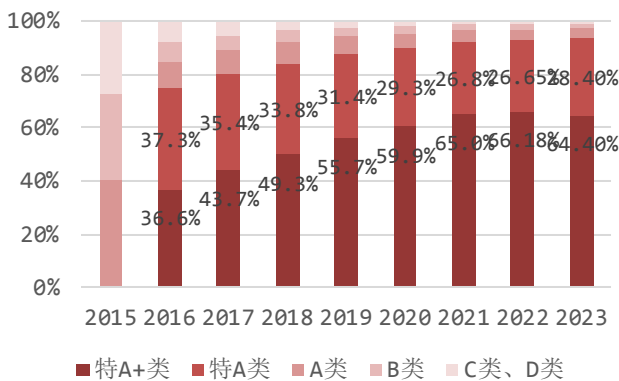
图 27：2023 年各产品系列销售口径营收占比


数据来源：渠道调研，公司公告，西南证券整理

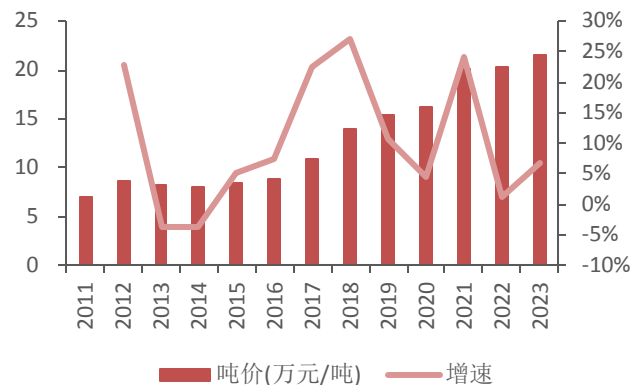
图 28：各品牌定位情况


数据来源：西南证券整理

产品结构稳步升级，平均吨价持续提升。2015 年以来，伴随着大众消费崛起和消费持续升级，公司顺势而为不断推进产品结构升级，带动平均吨价不断攀升，盈利能力持续增强。顺应消费升级趋势，公司将更多资源向国缘系列聚焦，由国缘系列构成的特 A+ 类营收占比，已从 2016 年的 36.6% 提升至 2023 年的 64.4%，国缘系列的高速增长已构成公司产品结构优化的核心驱动力。在产品结构持续升级的带动下，公司平均吨价由 2011 年的 6.98 万元/吨提升至 2023 年的 21.62 万元/吨，产品结构升级显著，盈利能力持续增强。

图 29：今世缘产品结构情况


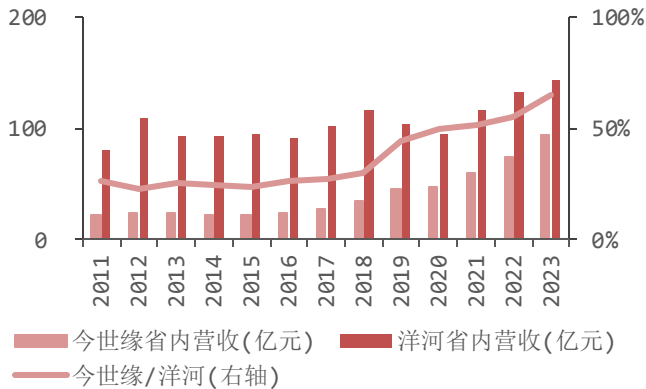
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 30：公司吨价及增速


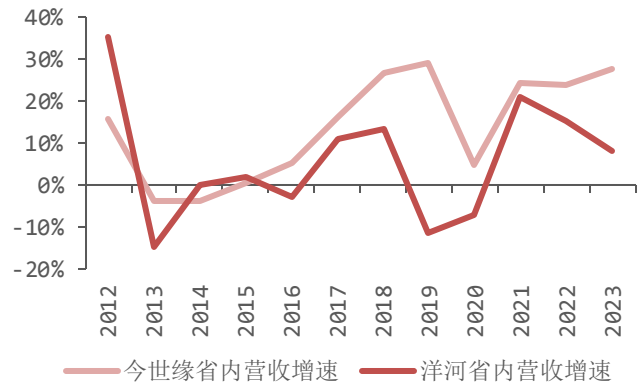
数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3 渠道端：省内精耕攀鼎，省外攻城拔寨

两强格局趋势明显，竞争优势不断增强。今世缘和洋河在江苏省内合计占据了 40% 左右的市场份额，两家企业在省内的品牌力、渠道力各具突出竞争优势，根基较为稳固，两强格局趋势明显。今世缘近年成长迅速，与洋河之间的差距不断缩小，至 2023 年省内营收规模达 93.7 亿元，品牌影响力显著增强，增长势能突出。

图 31：今世缘、洋河省内营收情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 32：今世缘、洋河省内营收增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

市场分布与经济错配，省内仍具可开发空间。江苏区域经济发展不平衡现状明显，苏南经济发展相对强势，今世缘大本营位于苏北的淮安市，在苏北地区占据较多市场份额，市场分布呈北强南弱，与区域经济发展存在较大错配的情况。

- **苏中势能突出，成长空间广阔。**苏中地区经济发展较为强势、市场比较开放、消费结构更高，茅台、五粮液、泸州老窖等全国性高端名酒在品牌力上具备突出竞争优势，千元以上价位地位稳固；国缘四开、国缘 V3 在省内政商务消费场景品牌势能突出，当前品牌影响力不断向宴席、自饮等消费场景渗透，品牌影响力持续增强，综合竞争力突出，增长势能强劲。随着国缘品牌在苏中地区的持续培育和不断放量，有望成为公司营收增长的重要动力源。

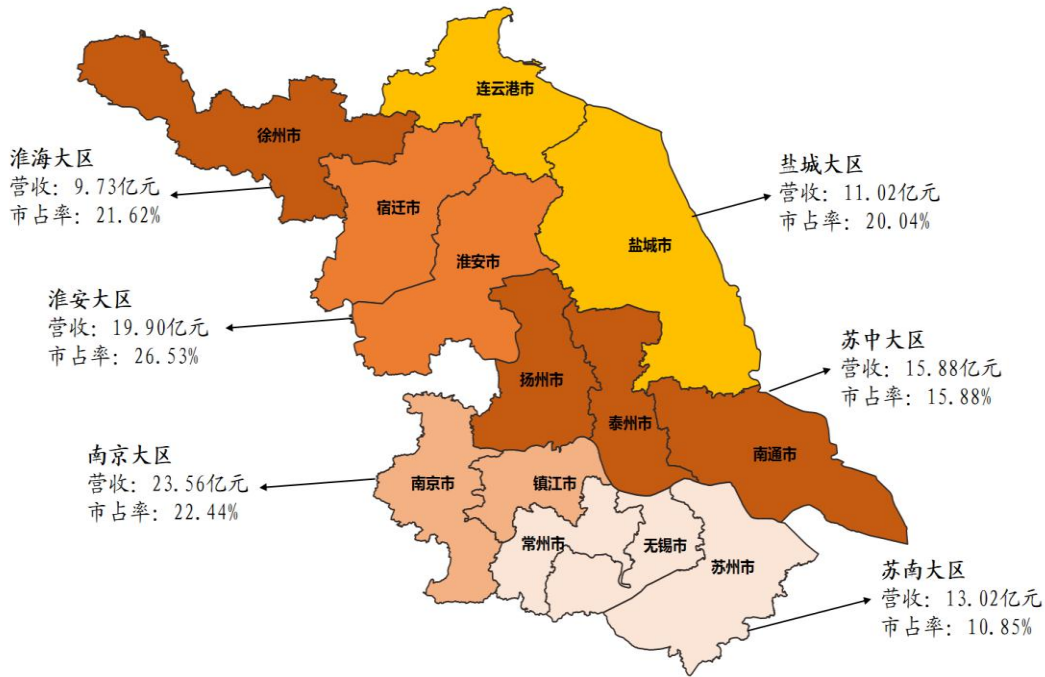
表 3：2023 年今世缘营收分布及江苏经济发展情况

	人口(万人)	GDP(亿元)	人均 GDP(万元)	白酒市场规模(亿元)	今世缘营收规模(亿元)	今世缘增速
淮安大区	956	8269	8.6	75	19.90	25.84%
南京大区	1264	21119	16.7	105	23.56	21.17%
苏南大区	2568	45529	17.7	120	13.02	28.64%
苏中大区	1683	23749	14.1	100	15.88	38.78%
盐城大区	1132	10345	9.1	55	11.02	25.98%
淮海大区	903	8117	9.0	45	9.73	24.99%

数据来源：渠道调研，国家统计局官网，西南证券整理

- **苏南地区较为薄弱，可渗透空间较大。**苏南地区市场空间较大，而今世缘相对薄弱，公司通过集中资源聚焦市区核心市场，打造样板市场，树立品牌效应，并逐渐向周边县级市场复制拓展。当前今世缘在苏南地区影响力逐渐起势，增长势能强势，市场占有率有望不断提升，增长空间广阔。

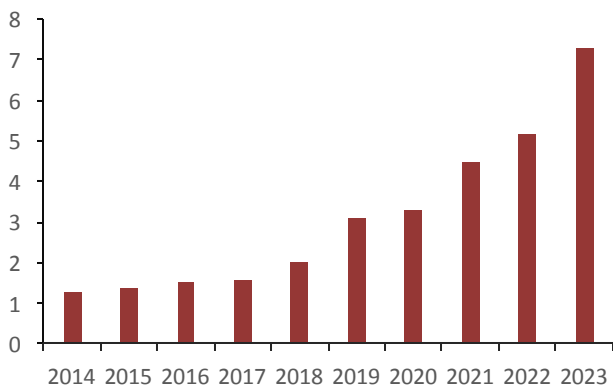
图 33：2023 年今世缘各区域市场份额分布情况



数据来源：国家统计局官网，渠道调研，西南证券整理

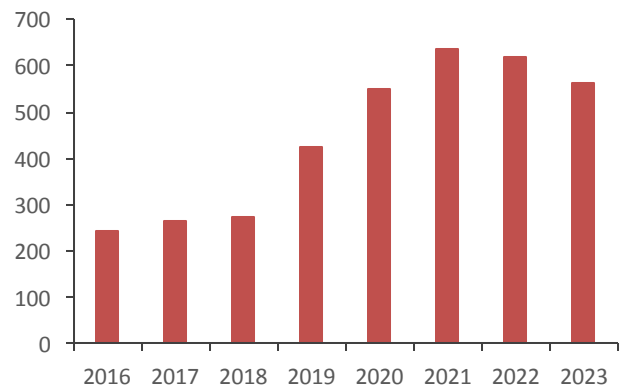
省外开拓路径清晰，市场空间十分广阔。省外市场体量仍然较小，可开拓空间非常广阔。公司虽然提出全国化布局较早，但苦于省内激烈的竞争，难以倾斜太多资源于省外市场开拓，伴随着省内市场得到有效夯实，省外市场开拓将进入加速阶段。“10+X”区域拓展规划清晰明确，首先聚焦 10 个重点地级市市场，打造样板市场，以点拓面持续开拓，阶段性成果显著，2017-2023 年省外营收复合增速达 25%，省外的高增长已逐渐成为重要增长点。随着省外市场布局的持续推进，市场开发模式逐渐成熟，市场开拓路径更加清晰明确，全国化进展进入加速期，成长空间十分广阔。

图 34：今世缘省外营收情况 (亿元)



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 35：省外经销商数量 (家)



数据来源：公司公告，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

1) 国缘 V3 已站稳 600 元价位，并逐步进入量增阶段，将持续推动产品结构升级；国缘四开在省内 400-500 元价位段具备突出竞争优势，且公司确立了省外聚焦于国缘四开的市场拓展策略，增长空间持续扩大；国缘 V3、四开的高增将带动特 A+类产品的量价双增，预计特 A+类 2024-2026 年销量同比增长 15%、14%、13%，吨价分别提升 5%、5%、5%。

2) 国缘对开增长势能强劲，在省内品牌力、渠道力具备突出竞争优势，将尽享 300 元价位市场扩容和品牌度集中的红利；此外，公司积极布局培育今世缘 D20 等核心单品，持续推动今世缘系列的产品结构升级，国缘对开、今世缘系列的结构升级将带动特 A 类产品的量价齐升，预计特 A 类 2024-2026 年销量同比增长 21%、21%、20%，吨价提升 5%、5%、4%。

3) 公司持续推进今世缘品牌激活、开启高沟品牌复兴，预期其他类产品 2024-2026 年销量同比增长 7.7%、7.6%、7.5%，吨价提升 8.6%、7.3%、6.4%。

4) 伴随公司体量持续增大，产品结构不断升级，管理效率持续改善，公司毛利率将不断提高，整体费用率将边际递减。

表 4：分业务收入及毛利率情况

分业务情况		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
合计	收入(亿元)	78.9	101.0	123.5	150.2	180.6
	yoy	23.1%	28.0%	22.3%	21.6%	20.3%
	成本(亿元)	18.5	21.9	26.7	32.4	38.9
	毛利率	76.6%	78.3%	78.4%	78.4%	78.4%
特 A+类	收入(亿元)	52.0	65.0	78.5	94.0	111.5
	yoy	24.8%	25.1%	20.8%	19.7%	18.7%
	销量(吨)	11835	14011	16112	18368	20756
	yoy	28.4%	18.4%	15.0%	14.0%	13.0%
	吨价(万元/吨)	43.9	46.4	48.7	51.2	53.7
	yoy	-2.8%	5.7%	5.0%	5.0%	5.0%
	吨成本(万元/吨)	7.0	6.7	7.1	7.4	7.8
	yoy	-11.6%	-3.3%	5.0%	5.0%	5.0%
特 A 类	收入(亿元)	20.9	28.7	36.5	46.3	57.8
	yoy	22.1%	37.1%	27.1%	27.1%	24.8%
	销量(吨)	15274	19983	24179	29257	35108
	yoy	29.2%	30.8%	21.0%	21.0%	20.0%
	吨价(万元/吨)	13.7	14.4	15.1	15.8	16.5
	yoy	-5.5%	4.8%	5.0%	5.0%	4.0%

分业务情况		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
	吨成本(万元/吨)	4.4	4.2	4.4	4.6	4.8
	yoy	-10.7%	-5.0%	5.0%	5.0%	4.0%
	毛利率	68.1%	71.1%	71.1%	71.1%	71.1%
其他类	收入(亿元)	5.6	7.2	8.5	9.8	11.2
	yoy	12.5%	28.6%	17.0%	15.4%	14.3%
	销量(吨)	12847.3	13375.7	14405.9	15503.2	16661.8
	yoy	7.5%	4.1%	7.7%	7.6%	7.5%
	吨价(万元/吨)	4.4	5.4	5.9	6.3	6.7
	yoy	4.6%	23.5%	8.6%	7.3%	6.4%
	吨成本(万元/吨)	2.6	3.1	3.3	3.4	3.6
	yoy	0.7%	17.7%	5.7%	5.3%	4.8%
	毛利率	39.9%	42.7%	44.3%	45.3%	46.1%
其他业务	收入(亿元)	0.34	0.07	0.07	0.07	0.08
	yoy	17.2%	-80.6%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本(亿元)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1
	yoy	0.0%	-37.2%	3.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	78.5%	30.5%	31.8%	33.1%	34.4%

数据来源：公司公告，西南证券

4.2 相对估值

今世缘具有优质的名酒基因，当前正聚焦发力高端、次高端，并积极开拓省外市场，此处选取积极发力次高端、大力推进全国化布局的洋河股份、古井贡酒、迎驾贡酒、老白干酒作为可比估值对象，这四家公司 2024-2026 年平均 PE 分别为 15 倍、13 倍、11 倍。

公司省内品牌优势突出，将尽享苏酒市场份额集中度提升红利；与此同时，公司积极布局培育国缘 V3，持续推动产品结构升级，盈利能力持续增强；此外，公司对省外布局区域和产品进行合理取舍，更加聚焦核心市场和核心产品，省外市场开拓将更加扎实稳健。总的来看，未来 3-5 年是省内市占率持续提升和全国化布局的突破期，伴随着毛利率提升叠加费用率递减，业绩弹性将持续释放。公司是兼具稳健性和成长性的优质标的，给予 2024 年 20 倍 PE，对应目标价 60.80 元，维持“买入”评级。

表 5：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
002304.SZ	洋河股份	77.60	6.65	7.16	7.88	8.70	12	11	10	9
000596.SZ	古井贡酒	197.12	8.68	11.17	13.96	16.97	23	18	14	12
603198.SH	迎驾贡酒	54.80	2.86	3.62	4.48	5.40	19	15	12	10
600559.SH	老白干酒	17.04	0.73	0.94	1.18	1.44	23	18	14	12
平均值							19	15	13	11
603369.SH	今世缘	46.24	2.50	3.04	3.69	4.50	18	15	12	10

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

- 1) 经济大幅下滑风险：经济发展是居民消费升级的基础，宏观经济运行受到多种因素影响，具有较高的不确定性，一旦经济大幅下滑将影响消费升级节奏；
- 2) 市场开拓或不及预期：省外市场开拓可能会遭遇地产名酒和全国化名酒的强势阻击，具有一定的不确定性。

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	101.00	123.53	150.17	180.60	净利润	31.36	38.13	46.27	56.41
营业成本	21.87	26.68	32.40	38.94	折旧与摊销	1.49	1.91	2.44	2.90
营业税金及附加	14.97	19.37	25.08	28.98	财务费用	-1.83	0.00	-0.14	-0.29
销售费用	20.97	23.22	27.03	32.51	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	4.28	4.94	5.56	6.68	经营营运资本变动	-2.33	-3.43	-0.51	8.51
财务费用	-1.83	0.00	-0.14	-0.29	其他	-0.69	-1.48	0.56	-2.39
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	28.00	35.12	48.62	65.13
投资收益	1.09	1.03	1.03	1.03	资本支出	-21.68	-1.00	-0.50	-0.30
公允价值变动损益	0.17	0.53	0.46	0.44	其他	9.70	1.56	1.49	1.46
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-11.98	0.56	0.99	1.16
营业利润	41.79	50.87	61.73	75.24	短期借款	3.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.17	-0.03	-0.03	-0.03	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	41.62	50.84	61.70	75.21	股权融资	0.09	0.00	0.00	0.00
所得税	10.26	12.71	15.42	18.80	支付股利	-9.10	-6.27	-7.63	-9.25
净利润	31.36	38.13	46.27	56.41	其他	-0.22	-0.06	0.14	0.29
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-6.23	-6.33	-7.49	-8.96
归属母公司股东净利润	31.36	38.13	46.27	56.41	现金流量净额	9.79	29.35	42.12	57.33
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	64.57	93.92	136.04	193.37	成长能力				
应收和预付款项	0.86	1.13	1.34	1.62	销售收入增长率	28.05%	22.30%	21.57%	20.26%
存货	49.96	59.47	70.82	86.27	营业利润增长率	25.06%	21.73%	21.34%	21.90%
其他流动资产	13.74	13.78	13.95	14.15	净利润增长率	25.30%	21.59%	21.36%	21.91%
长期股权投资	0.41	0.41	0.41	0.41	EBITDA 增长率	22.48%	27.32%	21.33%	21.58%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	49.64	49.39	48.12	46.23	毛利率	78.35%	78.40%	78.42%	78.44%
无形资产和开发支出	4.09	3.45	2.78	2.08	三费率	23.19%	22.80%	21.61%	21.54%
其他非流动资产	33.02	33.02	33.01	33.01	净利率	31.05%	30.87%	30.81%	31.24%
资产总计	216.31	254.56	306.48	377.15	ROE	23.60%	23.16%	22.76%	22.52%
短期借款	9.00	9.00	9.00	9.00	ROA	14.50%	14.98%	15.10%	14.96%
应付和预收款项	45.35	45.85	52.04	67.47	ROIC	105.20%	87.92%	101.88%	135.86%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	41.03%	42.72%	42.64%	43.10%
其他负债	29.09	35.04	42.12	50.21	营运能力				
负债合计	83.44	89.89	103.17	126.68	总资产周转率	0.51	0.52	0.54	0.53
股本	12.55	12.55	12.55	12.55	固定资产周转率	8.17	7.01	5.51	5.18
资本公积	7.27	7.27	7.27	7.27	应收账款周转率	193.24	199.93	195.54	195.85
留存收益	117.32	149.18	187.83	234.98	存货周转率	0.49	0.49	0.49	0.49
归属母公司股东权益	132.87	164.67	203.31	250.47	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	119.41%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	132.87	164.67	203.31	250.47	资产负债率	38.57%	35.31%	33.66%	33.59%
负债和股东权益合计	216.31	254.56	306.48	377.15	带息债务/总负债	10.79%	10.01%	8.72%	7.10%
					流动比率	1.59	1.92	2.20	2.37
					速动比率	0.97	1.24	1.50	1.68
					股利支付率	29.02%	16.45%	16.48%	16.41%
业绩和估值指标					每股指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	41.45	52.77	64.03	77.84	每股收益	2.50	3.04	3.69	4.50
PE	18.24	15.00	12.36	10.14	每股净资产	10.59	13.13	16.21	19.97
PB	4.30	3.47	2.81	2.28	每股经营现金	2.23	2.80	3.88	5.19
PS	5.66	4.63	3.81	3.17	每股股利	0.73	0.50	0.61	0.74
EV/EBITDA	11.35	8.36	6.23	4.39					
股息率	1.59%	1.10%	1.33%	1.62%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可升可跌，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、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfly@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	lijlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
