



# 今世缘 (603369.SH)

买入 (维持评级)

公司深度研究  
证券研究报告

## 缘起后百亿，远眺新征程

### 投资逻辑

**引言：**周期演绎中，市场对白酒成长性与韧性交替定价。区域酒的经营韧性在景气震荡时占优，公司能在江苏激烈的竞争中突破百亿桎梏也印证其进攻性。我们认为公司品牌已起势并赋予经营惯性，EPS 具备“底线性”，性价比区间推荐布局。

**产品布局：**四开省内畅销，向产品架构、场景外延要增量。公司先做减法、聚焦团购打造国缘四开大单品，以其为主的特 A+类产品 15~23 销量 CAGR 达 29%，目前在 500 元中度赛道规模领先；再向上&向下辐射，V 系占位加强曝光，对开、雅系等向下夺取价位红利，特 A 类产品 23 年起加速增长。

追溯国缘四开的培育路径，国缘品牌 04 年创立时便定位高端，场景主打政商务、企事业团购，从意见领袖入手培育粘性。公司聚焦团购，经销商数量相对较少、单商体量相对较高、经销商粘性强。23 年省内单商体量达 1865 万元，明显高于同类区域酒企。在此基础上，近两年公司顺势而为加快向流通渠道切入的步伐，从南京、淮安等成熟市场逐步向外，拓宽场景边界谋增量。

**区域突破：**省内分区精耕+分品提升，省外周边化、板块化外拓。  
1) 省内细分价位仍有阶段性红利，例如 100~300 元。2) 省内仍有成长型市场可深耕、提升渗透率，苏北/南京区域市占率相对较高，苏中区域测算市占率约 16%，苏锡常区域市占率<10%。成熟区域如上述所言向产品架构、场景外延要增量为主，苏中等成长性市场伴随资源聚焦预计在体量及增速上均会有所体现，24H1 苏中区域增速也明显领先。3) 全国化外拓：周边化、板块化，资源聚焦、攻城拔寨。16~23 年公司省外营收 CAGR 达 25%，具备不错成长性。此轮周期下公司省外市场成长性不错，公司外拓思路从此前偏全国点状突破、高地市场占领为先，逐步转换至聚焦周边、涟漪式外推。目前省外集中于安徽、山东等区域，短期预计以扶商为主，优化省外产品投放结构、助力经销商规模提升。公司提出“以‘三年不盈利’换取更大增长动能，规划三年累计投放 30 亿，全力深耕市场”，可持续地稳定高投入必是全国化外拓的前提。

### 盈利预测、估值和评级

我们预计 24~26 年归母净利润分别+21%/+22%/+19%，对应归母净利润 38.0/46.2/54.9 亿元；EPS 为 3.03/3.69/4.38 元，当前股价对应 PE 分别为 12.9X/10.6X/9.0X。参考可比公司估值，给予公司 24 年 15 倍 PE，对应目标价 45.47 元，维持“买入”评级。

### 风险提示

宏观经济恢复不及预期，区域竞争加剧风险，政策风险。

### 食品饮料组

分析师：刘宸倩 (执业 S1130519110005)

liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师：叶韬 (执业 S1130524040003)

yetao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：39.16 元

目标价 (人民币)：45.47 元

### 相关报告：

- 《今世缘公司点评：Q2 经营符合预期，后百亿势能仍具》，2024.8.17
- 《今世缘公司点评：十年砥砺前行，势能惯性持续释放》，2024.7.23
- 《今世缘公司点评：业绩兑现符合预期，省内势能持续蔓延》，2024.4.30



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,888	10,100	12,402	15,015	17,582
营业收入增长率	23.1%	28.0%	22.8%	21.1%	17.1%
归母净利润(百万元)	2,503	3,136	3,802	4,622	5,491
归母净利润增长率	23.3%	25.3%	21.2%	21.6%	18.8%
摊薄每股收益(元)	1.995	2.500	3.031	3.685	4.377
每股经营性现金流净额	2.22	2.23	2.75	4.16	4.80
ROE(归属母公司)(摊薄)	22.62%	23.60%	24.42%	25.20%	25.38%
P/E	25.51	19.50	12.92	10.63	8.95
P/B	5.77	4.60	3.16	2.68	2.27

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

引言：区域酒的韧性仍值得关注.....	4
今世缘：持续、稳健、专注，大单品动销起势助力品牌突破桎梏.....	6
营销抓手：围绕“缘文化”提高品牌穿透力，渠道当下更重视动销周转.....	6
产品布局：先聚焦构筑四开等大单品，再完善架构、推进场景外延.....	7
区域突破：省内分区精耕+分品提升，省外周边化、板块化外拓.....	12
投资建议：公司后百亿势能仍具，性价比区间推荐配置.....	18
风险提示.....	19

## 图表目录

图表 1：在上一轮行业回调期，区域酒整体呈现不错的业绩韧性.....	4
图表 2：在上一轮行业回调期，区域酒毛销差的恢复斜率也较优.....	5
图表 3：2015 年至今白酒主要子板块累积收益率梳理.....	5
图表 4：公司品牌营销露出始终围绕“缘文化”展开.....	6
图表 5：高周转、低单次周转毛利的单品，渠道盈利水平并不会落下风.....	6
图表 6：公司产品以“国缘”、“今世缘”、“高沟”三大品牌为主.....	7
图表 7：2015~2024H1 公司分产品营收拆分（亿元）.....	8
图表 8：2016~2024H1 公司分产品营收增速.....	8
图表 9：2015~2023 年公司分产品毛利率情况.....	8
图表 10：2015~2023 年公司分产品销量拆分（千升）.....	8
图表 11：2015~2023 年公司分产品吨价（万元/千升）.....	8
图表 12：2016~2023 年特 A+类产品增量中量价拆分.....	8
图表 13：2016 及 2023 年白酒板块重点标的吨价情况.....	9
图表 14：2015~2023 年公司对旗下品牌定位、产品策略的表述梳理.....	9
图表 15：2016~2024H1 公司省内经销商新增及退出情况.....	10
图表 16：2016 及 2023 年区域酒企省内经销商数量情况.....	11
图表 17：2016 及 2023 年区域酒企省内经销商平均体量.....	11
图表 18：2015 年公司省内营收区域拆分.....	11
图表 19：2023 年公司省内营收区域拆分.....	11
图表 20：2015~2024H1 公司销售费用明细拆分（亿元）.....	12
图表 21：2023 年区域酒销售费用率及毛销差梳理.....	12
图表 22：2000~2023 年江苏人均 GDP 情况梳理.....	12
图表 23：部分全国化品牌对大众价位产品规划梳理.....	13



图表 24:	2023 年江苏各区域 GDP 及增长率情况.....	14
图表 25:	2023 年末江苏各区域常住人口情况.....	14
图表 26:	2017/2023 年省内分区域营收拆分 (亿元).....	14
图表 27:	2023 年省内分区域经销商数量及单经销商营收.....	14
图表 28:	2002~2023 年山西汾酒营收分区域拆分.....	15
图表 29:	2011~2023 年金徽酒营收分区域拆分.....	15
图表 30:	2015~2024 年公司对全国化策略的表述梳理.....	15
图表 31:	2016~2024H1 公司省外营收及同比增速.....	16
图表 32:	2016~2024H1 公司省外经销商变动情况.....	16
图表 33:	2015~2023 年公司省内/省外销售吨价情况.....	17
图表 34:	2015~2023 年公司省内/省外毛利率情况.....	17
图表 35:	2015~2023 年公司省外经销商体量梳理.....	18
图表 36:	2023 年部分白酒企业省外经销商平均体量.....	18
图表 37:	2015 年至今公司 PE-TTM 及估值分位.....	18
图表 38:	公司及可比标的盈利预测.....	19



## 引言：区域酒的韧性仍值得关注

从白酒传统销售链条来看，渠道商连接酒企与终端烟酒店，经济周期与库存周期叠加形成中期维度下白酒行业的景气波动。在景气波动中，市场对酒企的弹性与韧性交替定价，上行期成长性逻辑打破估值天花板，下行期业绩兑现及股利支付托底酒企价值。

目前尚处于行业景气波动期，我们建议关注区域酒在该阶段的经营韧性，特别是区域内强势品牌，基本面与股价表现具备相对优势。

- 1) 品牌力层面，区域性品牌较全国性品牌在区域酒的强势区域内，大众消费认知不遑多让，差距更多在于品牌调性，这与区域酒普遍采取与消费力相适配的产品策略有关；
- 2) 渠道力层面，全国性品牌往往借助渠道推力加快渗透速率，区域性品牌节奏更倾向于“安营扎寨、循序渐进”、渠道精细化水平普遍更优，体现在销售团队规模、终端客情拜访频次、渠道秩序维护等方面。
- 3) 营销力层面，目前行业内酒企营销活动已愈发同质化，品牌广宣等营销活动对品牌力的扶持是慢变量，粗放式加大费投容易反噬价格，积年累月费效差异的结果是分化的厂商关系，及与团购单位的客情粘性，区域酒易形成区位优势。

以史为鉴，我们从表现业绩与股价表现两方面浅析区域酒的韧性。

上一轮行业回调期以食品安全事件叠加政务需求断崖缺失为导火索，需求下行期先冲击量，为保周转渠道降价去库存、酒企降价加费投守市占，价盘自上而下层层挤压（原箱飞天茅台批价自2012年高点1800元以上回落至2013年低点900元内，普五、国窖1573均自2012年高点900元以上回落至2014年低点600元内），多数酒企经历渠道出清。

在此过程中，区域酒凭借相对较优的渠道抗压性、厂商粘性、消费自点率等，在营收、利润规模、毛销差等方面，率先于2015年恢复至景气回调前水平。同期，高端酒普五、国窖1573等自2015年起批价逐渐修复，伴随渠道情绪回暖、招商氛围渐起，后续泛全国化酒企也陆续兑现表现弹性。

图表1：在上一轮行业回调期，区域酒整体呈现不错的业绩韧性

子板块	证券名称	营业收入同比				归母净利润同比			
		2013年	2014年	2015年	2012~2015 CAGR	2013年	2014年	2015年	2012~2015 CAGR
高端酒	贵州茅台	17%	2%	3%	7%	14%	1%	1%	5%
	五粮液	-9%	-15%	3%	-7%	-20%	-27%	6%	-15%
	泸州老窖	-10%	-49%	29%	-16%	-22%	-74%	67%	-31%
次高端酒	山西汾酒	-6%	-36%	5%	-14%	-28%	-63%	46%	-27%
	舍得酒业	-28%	2%	-20%	-16%	-97%	14%	-47%	-73%
	水井坊	-70%	-25%	134%	-19%	亏损	亏损	扭亏	-36%
	酒鬼酒	-59%	-43%	55%	-29%	亏损	亏损	扭亏	-44%
苏酒	洋河股份	-13%	-2%	9%	-2%	-19%	-10%	19%	-4%
	今世缘	-3%	-5%	1%	-2%	1%	-5%	6%	0%
徽酒	古井贡酒	9%	2%	13%	8%	-14%	-4%	20%	0%
	迎驾贡酒	1%	-13%	-1%	-4%	-9%	15%	9%	4%
	口子窖	-2%	-8%	14%	1%	-13%	6%	43%	10%
	金种子酒	-9%	0%	-17%	-9%	-76%	-34%	-41%	-55%
其他区域酒	老白干酒	8%	17%	11%	12%	-42%	-10%	27%	-13%
	金徽酒	12%	-7%	17%	7%	2%	15%	33%	16%
	伊力特	-1%	-7%	1%	-2%	15%	-2%	5%	6%
	天佑德酒	20%	-6%	1%	4%	24%	-15%	-27%	-8%

来源：I find，国金证券研究所（注：标红为大于0的情形）



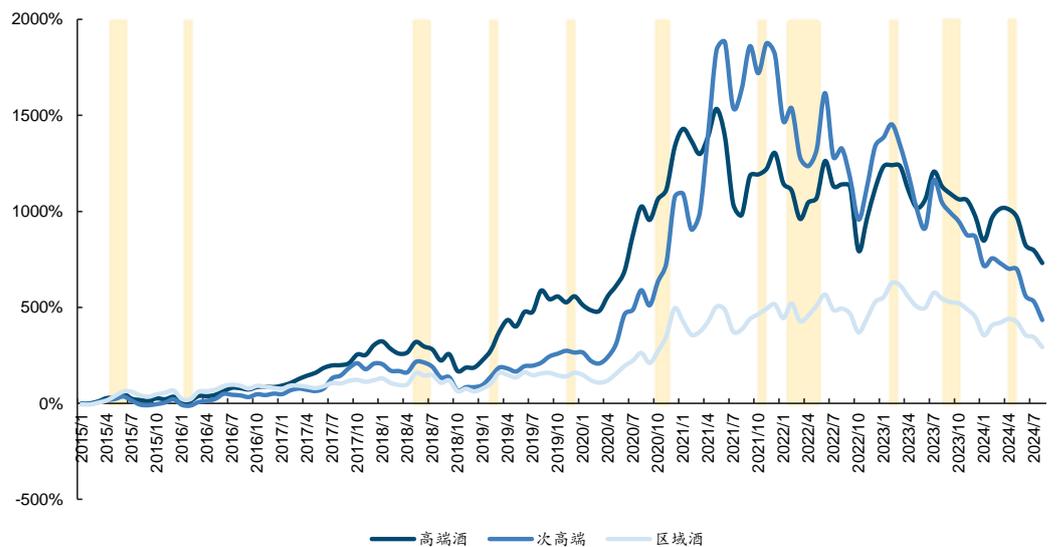
图表2: 在上一轮行业回调期, 区域酒毛销差的恢复斜率也较优

子板块	证券名称	毛销差				△			2015vs2012
		2012年	2013年	2014年	2015年	2013年	2014年	2015年	
高端酒	贵州茅台	87.6%	86.9%	87.4%	87.8%	-0.7%	0.5%	0.4%	0.1%
	五粮液	62.2%	59.6%	52.0%	52.7%	-2.7%	-7.6%	0.7%	-9.5%
	泸州老窖	59.9%	50.5%	36.8%	36.7%	-9.4%	-13.7%	-0.1%	-23.2%
次高端酒	山西汾酒	53.5%	47.7%	39.0%	45.2%	-5.8%	-8.7%	6.2%	-8.3%
	舍得酒业	45.9%	29.1%	26.3%	29.8%	-16.7%	-2.9%	3.5%	-16.1%
	水井坊	52.2%	-5.5%	-3.0%	53.3%	-57.7%	2.5%	56.2%	1.1%
苏酒	酒鬼酒	58.8%	31.7%	10.9%	49.8%	-27.1%	-20.8%	38.9%	-9.0%
	洋河股份	53.3%	51.2%	49.2%	50.2%	-2.1%	-2.0%	1.0%	-3.1%
	今世缘	50.2%	51.4%	51.7%	51.9%	1.2%	0.3%	0.1%	1.7%
徽酒	古井贡酒	45.3%	41.8%	40.6%	41.6%	-3.4%	-1.3%	1.0%	-3.7%
	迎驾贡酒	36.9%	35.6%	42.4%	45.3%	-1.3%	6.9%	2.9%	8.4%
	口子窖	47.3%	45.9%	49.6%	56.0%	-1.4%	3.7%	6.3%	8.7%
其他区域酒	金种子酒	51.4%	28.8%	24.0%	21.4%	-22.6%	-4.9%	-2.5%	-30.0%
	老白干酒	29.4%	26.9%	28.4%	27.5%	-2.5%	1.6%	-0.9%	-1.9%
	金徽酒	41.3%	39.7%	42.1%	44.6%	-1.6%	2.5%	2.5%	3.4%
	伊力特	37.3%	43.2%	46.4%	47.5%	5.9%	3.2%	1.1%	10.2%
	天佑德酒	56.5%	51.0%	48.7%	42.0%	-5.6%	-2.2%	-6.7%	-14.6%

来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 标红为大于0的情形)

从股价表现来看, 区域酒的韧性也较凸显。复盘 2015 年至今, 区域酒在复苏早期 (如 2015~2016 年)、震荡期 (2018 年中期)、景气震荡下行期 (2022 年至今) 相较于高端酒、次高端酒会有超额收益。相对应地, 景气上行期高端酒、次高端酒会有超额收益。整体而言, 区域酒的波动性会相对占优, 与上文所述基本面韧性相印证。

图表3: 2015 年至今白酒主要子板块累积收益率梳理



来源: Ifind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 8 月 28 日, 子板块累积收益率为所涉及标的累积收益率的算术平均值, 金色底纹指代区域酒具备相对超额的时期; 高端酒标的包括贵州茅台、五粮液、泸州老窖, 次高端包括山西汾酒、舍得酒业、水井坊、酒鬼酒, 区域酒包括洋河股份、今世缘、古井贡酒、迎驾贡酒、口子窖、金种子酒、金徽酒、老白干酒、伊力特)



## 今世缘：持续、稳健、专注，大单品动销起势助力品牌突破桎梏

**营销抓手：围绕“缘文化”提高品牌穿透力，渠道当下更重视动销周转**

如何高效地做深品牌穿透力是仍处规模化拓张阶段的酒企在品牌战略方面的重心。例如早期白酒企业借力央视标王等媒体宣发快速传播品牌，近几年酱酒二三线品牌借力“12987”工艺及赤水河产区等概念构筑消费认知。

在当下营销同质化加剧、主流酒企品牌已基本完成消费者品牌认知构建的背景下，公司早期围绕“缘文化”展开系列品牌营销，包括践行“酿美酒，结善缘”的企业使命、2004年推出“国缘”拔高品牌调性等，具备先发优势，也形成了具备差异化的营销抓手。

目前公司旗下主线产品均围绕“缘”开展广宣营销，营销思路聚焦且具备连贯性，在江苏等主销区域已形成不错的消费认知。消费认知会转换为消费端动销拉力，这与渠道推力相对应，前者伴随渠道高周转，后者伴随渠道高毛利。

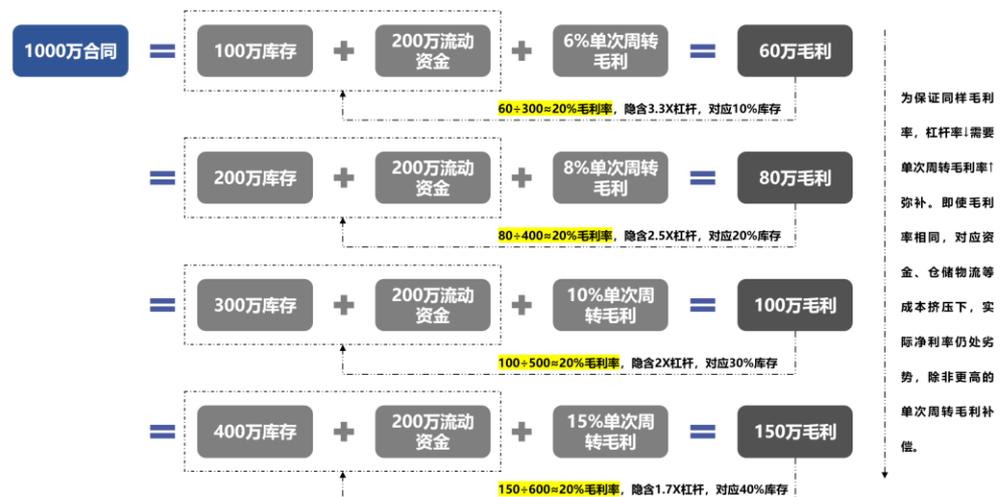
图表4：公司品牌营销露出始终围绕“缘文化”展开



来源：今世缘微信公众号，微酒，云酒头条，酒说，国金证券研究所

在不同的景气周期阶段，渠道及终端对周转和毛利的优先级会有差异。出于谨慎的经营情绪，渠道及终端会更在意资金周转效率。畅销品虽单次周转毛利水平欠佳，但动销速率优势强，考虑财务杠杆、仓储等成本支出后，实际净利水平并不落下风。其次，渠道及终端会将有限的资金优先向经营权相对更稀缺的品牌集中。此外，厂商合作时间较长时，渠道及终端对返利兑现等给予“确定性溢价”。

图表5：高周转、低单次周转毛利的单品，渠道盈利水平并不会落下风



来源：国金证券研究所



在上述层面，公司均具备相对优势，换言之公司在主销区凭借占优的消费认知具备经营势能的惯性。在惯性的基础上，公司通过产品和区域外延来突破天花板。1) 坚定四开核心大单品定位，向上培育六开、V系作品牌引领，向下牵引对开、单开、雅系等形成产品协同；2) 区域上省内“精耕攀顶”，省外“攻城拔寨”。

**产品布局：先聚焦构筑四开等大单品，再完善架构、推进场景外延**

公司产品囊括“国缘”、“今世缘”、“高沟”三大品牌，产品架构覆盖大众价位到高端价位。公司产品主要具备两方面特征：

- 1) 在香型上，脱胎于传统酱香型、浓香型、兼香型等国标香型，公司研发了企业标准/团体标准下的清雅酱香、幽雅醇厚、柔雅型香型。其中，幽雅醇厚及柔雅型产品覆盖三大品牌，而清雅酱香型产品主要为国缘V9、定位高端。
- 2) 在度数上，公司产品主要覆盖40°至50°间的中度价位、以42°产品为主。国缘品牌在2018年将定位升级至“中国高端中度白酒”，差异化的中度定位也符合江苏主流饮酒习惯，大单品四开国缘目前在500元价位中度白酒赛道中销量居前。

**图表6：公司产品以“国缘”、“今世缘”、“高沟”三大品牌为主**



来源：公司公告，京东旗舰店，国金证券研究所（注：零售价参考线上旗舰店到手价，单位为元/瓶，数据截至2024年8月26日）

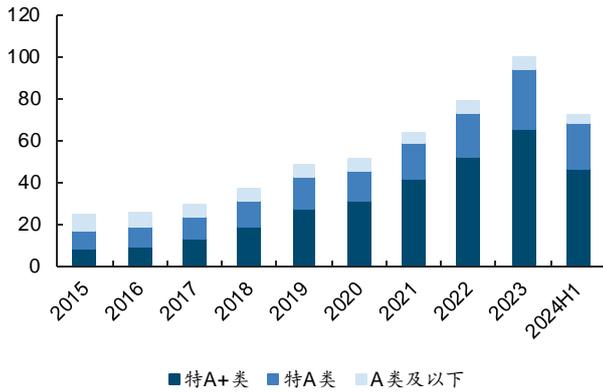
若按价位带划分，公司营收以特A+类、特A类产品为主（特A+类定义为含税出厂指导价300元以上的产品，特A类定义为100~300元产品）。2023年公司特A+类、特A类、A类及以下分别实现营收65.0、28.7、6.6亿元，占比分别为64.8%、28.6%、6.6%，其中特A+类以国缘V系及开系中四开、对开为主，特A类以国缘开系中单开、雅系及今世缘品牌部分产品为主。

此轮周期下，特A+类产品引领公司营收持续增长。2015~2023年特A+类、特A类、A类及以下产品CAGR分别为30.5%、15.6%、-1.4%，2016~2022年特A+类产品增速明显高于特A类与A类及以下。

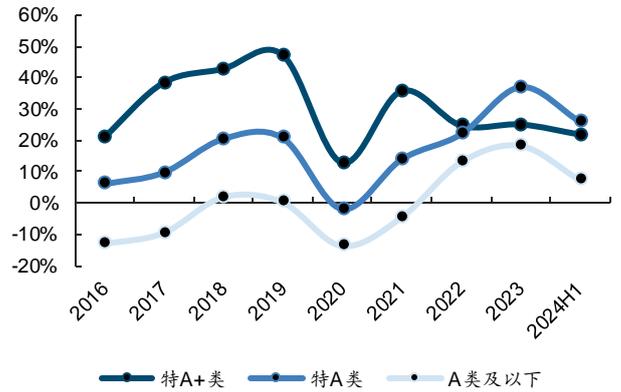
2022年至今，考虑到四开、对开等特A+类核心产品体量逐渐提升，叠加行业景气波动周期下100~200元中档价位动销相对较优，特A类产品增长逐渐提速，2023年及2024年上半年特A类产品增速均最高。



图表7: 2015~2024H1 公司分产品营收拆分 (亿元)



图表8: 2016~2024H1 公司分产品营收增速



来源: Ifind, 国金证券研究所

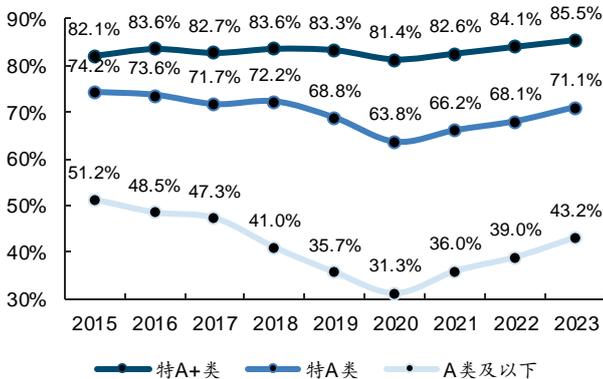
来源: Ifind, 国金证券研究所

从量价拆分来看, 公司营收持续增长主要由特A+类、特A类产品量增带动。

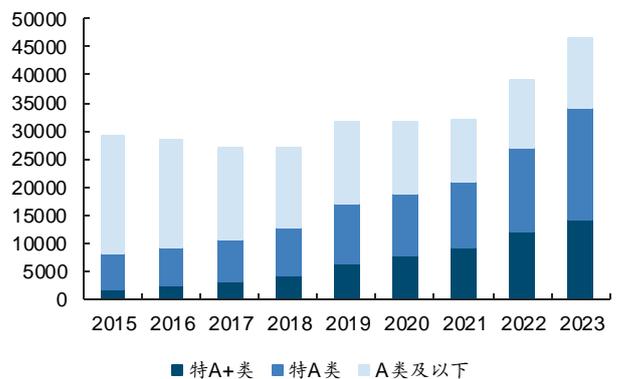
1) 吨价自2015年的8.3万元/千升提升至2023年的21.6万元/千升, CAGR约12.8%, 吨价提升主要由产品结构优化驱动。其中, 特A+类、特A类、A类及其他同期吨价CAGR分别为1.2%、持平、6.3%, 2023年吨价分别为46.4、14.4、5.7万元/千升;

2) 销量自2015年的2.90万千升提升至2023年的4.67万千升, CAGR约6%, 其中特A+类、特A类、A类及其他同期CAGR分别为29%、16%、-6%。

图表9: 2015~2023 年公司分产品毛利率情况



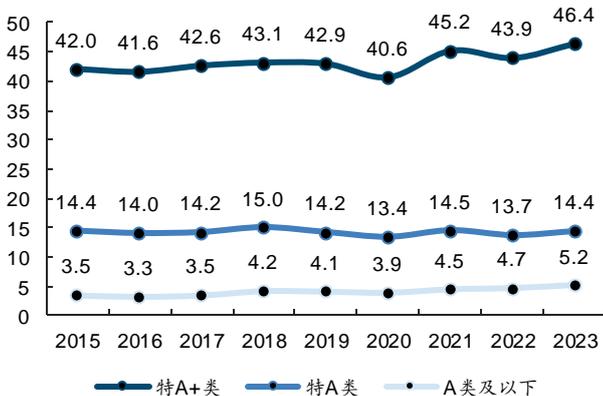
图表10: 2015~2023 年公司分产品销量拆分 (千升)



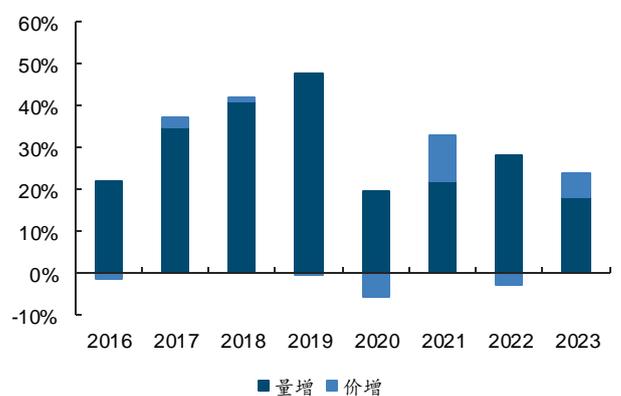
来源: Ifind, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表11: 2015~2023 年公司分产品吨价 (万元/千升)



图表12: 2016~2023 年特A+类产品增量中量价拆分



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所



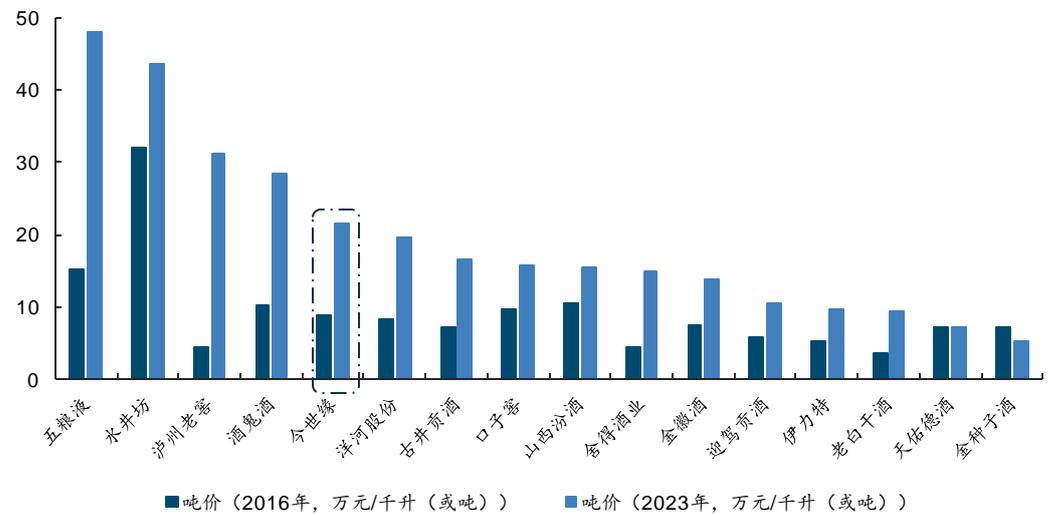
横向对比来看，公司吨价水平处于区域酒内居前水平、在白酒板块内仅次于高端酒及部分次高端酒企，我们认为这与公司产品矩阵的完善路径密不可分。

复盘此轮周期，酒企在景气上行期普遍笃定扩量大单品，而步入景气承压期则加码产品架构，对应产品 SKU 先减后增，例如近几年贵州茅台新发布珍品茅台、散花飞天、茅台 1935 等产品，五粮液焕新二代五粮春、45 度&68 度等产品。

对于全国化酒企而言，产品架构的完善路径建立在核心单品的基础上，例如飞天茅台、八代五粮液、国窖 1573、青花郎、水晶剑南春、品味舍得等。对于区域酒而言，产品架构往往伴随主流消费价格带上移而提升，例如古井贡酒在省内自献礼、古 5、古 8 向古 16、古 20 升级，金徽酒在省内自星级、柔和系列向年份系列升级。

但对公司而言，先对 SKU 做减法、聚焦形成国缘四开大单品，后向上&向下辐射，V 系向上占位培育(目前占收入比重近 10%，其中 V3 在 V 系内占比过半，V9 做形象、V3 做销量)，对开、雅系等向下顺应消费趋势收获价位扩容红利。

图表13: 2016 及 2023 年白酒板块重点标的吨价情况



来源: 各公司公告, 国金证券研究所 (注: 考虑作图因素, 贵州茅台 2016 年、2023 年吨价分别为 105、201 万元/吨未包含在图内; 除五粮液、泸州老窖、洋河股份、古井贡酒、天佑德酒销量单位为吨外, 其余标的销量单位均为千升)

图表14: 2015~2023 年公司对旗下品牌定位、产品策略的表述梳理

年份	描述
2015 年	“国缘”酒定位江苏高端白酒创导品牌，“今世缘”酒定位中国人的喜酒，“高沟”酒定位正宗苏派老名酒。
2016 年	“国缘”酒定位中国次高端白酒新锐品牌，“今世缘”酒定位喜庆缘分酒，“高沟”酒定位正宗苏派老名酒。 经营策略：公司深化营销“五力工程”，聚焦主业，聚力创新，持续扩大中高档市场，提高大单品销量。
2017 年	“国缘”酒定位中国高端中度白酒创领者，“今世缘”酒定位喜庆缘分酒，“高沟”酒定位正宗苏派老名酒。 聚焦战略单品，打通省内外今世缘主导产品，整合淘汰规模小、形象档次低的区域产品，产品结构持续优化。
2018 年	国缘品牌定位“中国高端中度白酒”创领者，今世缘品牌突出打造“中国人的喜酒”，高沟品牌定位“正宗苏派老名酒”。 国缘品牌以“塑造名酒”为策略，策划了 V 系产品升级及上市发布；今世缘品牌统一了省内外主导产品形象，重点培育了典藏 15；高沟品牌确立了高沟青花系列为主导，产品结构趋于合理。
2019 年	国缘品牌继续保持高基数、高增长、高占比，突出了老开系单品打造；加快了国缘 V 系战略培育，国缘 V9 销售远超预期。 整合精简了近 30 款区域产品，主导典藏系列占比进一步提升。高沟品牌强化了青花系列的主导主推地位，丰富了产品线。
2020 年	公司独创的“清雅酱香型”国缘 V9 定位“中国酱香新经典”。国缘品牌延续良好态势，销售占比超过 75%，V 系销售增长超过 50%；今世缘 D20 全国一体化运作初见成效，D30 布局有序推进。
2021 年	V 系攻坚成效明显，打造了高端鉴赏会、V9 体验馆新场景，组建了 V99 联盟体；开系提升稳健有力，四开国缘焕新成功导入，实现了量价齐升；今世缘激活扎实推进，加快了 D20/D30 布局培育，做靓高端“缘享荟”、喜庆推介会两大消费场景。 开系是国缘品牌的基本盘，主攻政商务，随着消费升级影响，将逐步进入家务市场。D 系列肩负激活今世缘品牌的历史重任，



年份	描述
	不再局限喜宴市场，而是以团购切入。
2022 年	国缘品牌以“成大事必有缘，高端宴请喝国缘”为核心消费场景诉求，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。高沟品牌秉持“人生起伏，挥洒自如”品牌主张，以新品标样系列开启复兴新征程。
2023 年	坚持国缘 V9 高端化战略引领，完善品系策略，坚持错位竞争，提升影响力与竞争力；国缘 V3 在优势市场、核心市场与竞品尽快形成等量级竞争态势；聚焦四开国缘作为全国面超级大单品培育，提升占有率，夯实基本盘；今世缘品牌走“大众情人”路线，延展消费场景，明晰长线主销价格带及主推品项，培育大单品；创新高沟品牌个性化表达，做好中长期发展规划，打造黄淮名酒带高端光瓶典范。

来源：公司公告，国金证券研究所

回看国缘系列在省内次高端及中档价位占据一席之地、四开成为省内 500 元价位颇具规模的大单品等成绩，既有偶然性，也有必然性。1) 偶然性在于，区域内竞品在产品周期与行业景气周期碰撞时形成破绽。2) 必然性在于，公司在品牌调性的定位、营销/渠道打法的稳健性、厂商关系维系等方面表现可圈可点，时间红利下优势凸显。

具体而言，公司 2004 年创立国缘品牌时便定位高端、具备不错的品牌调性。定位次高及以上的国缘品牌，早期苏中及苏北等地主流消费价位尚未触及，因此与竞品营销思路相似，场景主打政商务、企事业团购，从意见领袖入手培育粘性。

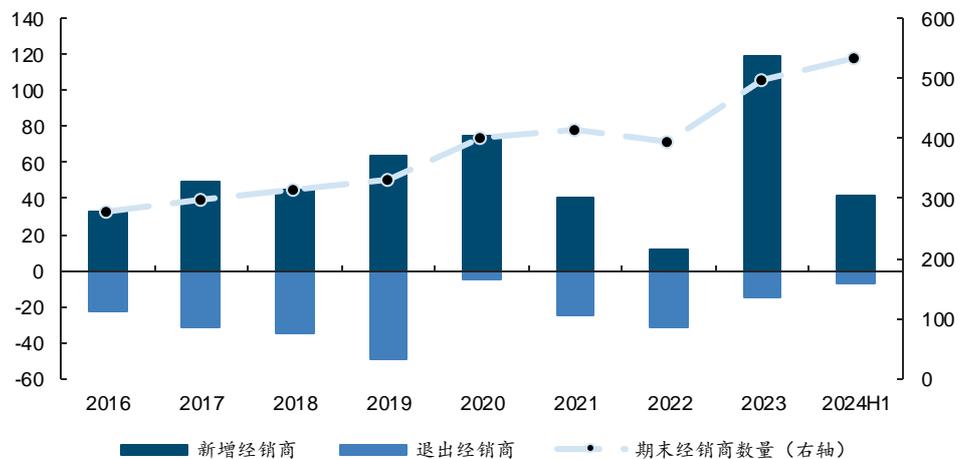
复盘来看，公司在省内做渠道运营呈现两方面特征：

**1) 经销商数量相对较少、单经销商体量相对较高、且经销商粘性强。**此轮周期内，公司省内经销商数量从 2016 年的 280 个提升至 2023 年的 499 个，公司经销商数量在区域酒内并不算多，表现省内单经销商体量在 2023 年达到 1865 万元，仅次于偏包销模式下的伊力特、明显高于同类区域酒企。在 2024 今世缘发展大会上，20 位卓越经销商中有 13 位合作年限超 15 年、5 位超过 20 年，也是公司长期构筑良性厂商关系的成果。

公司的渠道模式在 2020 年由厂商“1+1”升级至“1+1+N”深度协销模式，完善经销商与终端的两级分级管理、更侧重优质客户的资源倾斜，提升了协销深度。该模式本质仍为区域酒常规的深度分销模式，链条自酒厂至渠道、终端、消费者，酒企践行深度分销的差别在于对终端、C 端消费者的触及程度，以及销售团队的成熟度&覆盖度等。

从渠道反馈来看，公司销售团队在抢占终端包量店、团购客群维护等方面呈现不错的进攻性，省内优质经销商体量持续提升。侧面来看，公司表现销售人员自 2016 年的 621 人提升至 2023 年的 1509 人，虽不完全为省内口径，但销售团队的完备性确在持续提升。

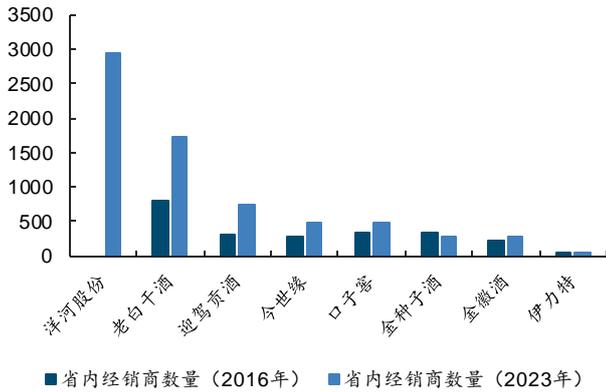
图表 15: 2016~2024H1 公司省内经销商新增及退出情况



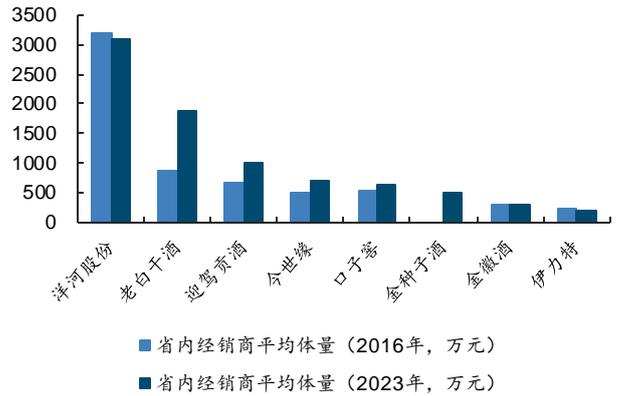
来源：公司公告，国金证券研究所



图表16: 2016 及 2023 年区域酒企省内经销商数量情况



图表17: 2016 及 2023 年区域酒企省内经销商平均体量



来源: 各公司公告, 国金证券研究所 (注: 洋河股份未披露 2016 年经销商情况,

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

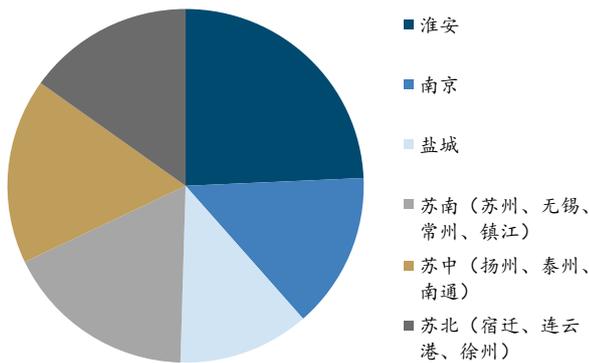
古井贡酒未披露安徽省内经销商数量, 因此未列示在内, 下同)

2) 消费场景、区域布局等先聚焦、再外延拓展。产品及区域聚焦, 都源于公司对政商务团购的聚焦。从产品维度看, 无论是早期三公消费受限前的政务需求、还是 2015/2016 年起此轮景气周期下释放出的商务需求, 四开均定位于入门级招待用酒价位 (300~500 元)。国缘四开能成为公司的核心大单品, 也是聚焦商务团购、聚焦重点区域形成的果。

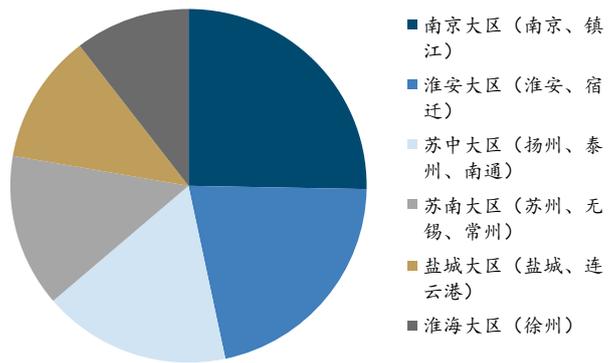
公司聚焦团购, 我们认为也是公司审视自身禀赋后合适的经营策略 (公司第一大股东为今世缘集团有限公司, 截至 2024H1 末持股占比 44.72%, 而今世缘集团的实控人为涟水县人民政府, 公司在淮安具备差异化区位优势), 后视视角看也延长了产品的生命周期。

在此轮周期, 公司自政务向商务团购转型, 南京也被视为省内必须占领的高地市场。公司对南京市场的重视一以贯之, 1996 年创立今世缘品牌时就进入南京市场、1998 年销售近亿, 2004 年国缘品牌上市也选在南京。2015 年时, 淮安与南京便是公司省内前两大市场, 合计占省内营收比重约 39%。

图表18: 2015 年公司省内营收区域拆分



图表19: 2023 年公司省内营收区域拆分



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

其次, 做流通与做团购的思路会有差异。做流通更需考虑如何调动渠道与终端的积极性, 如果品牌力不错, 在上行期时给予渠道与终端丰厚的利润自然会调动推广积极性。但从酒厂视角看, 其并未过多实现 C 端触及, 若区域、渠道管控不当容易造成窜货杀价的问题, 极端情况 OEM 模式甚至酒厂无需承担过多渠道监管责任。

相对应的, 做团购/圈层其实更多依赖人作为需求链接的桥梁, 更依赖销售团队对意见领袖进行攻克, 前期投入与后期成效有时间错位, 因此需要酒厂作为费投主体直投, 而非以经销商为主导费用自 B 向 C, 后者费投效率相对会处劣势, 且经销商的固有资源并不是酒厂的排他性壁垒。

因此, 做团购的优势是与客户的粘性会较强, 也更易于保持渠道价值链稳定。伴随模式运



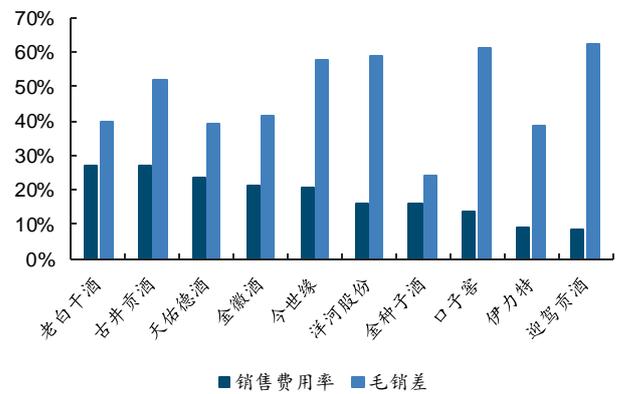
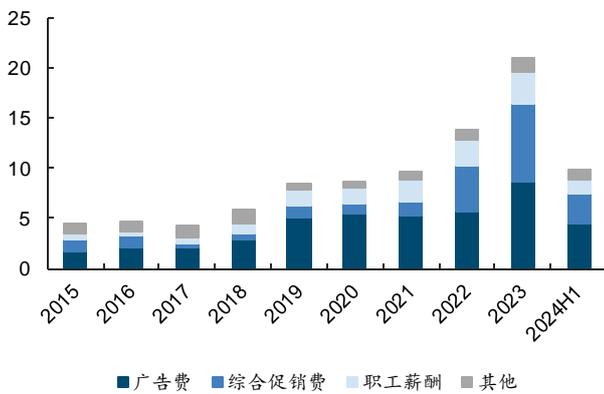
作推进，公司销售团队在产品运作、客户服务等方面的能力也持续提升。在团购场景优势积累、品牌区域内认可度逐步提升的基础上，近两年公司也顺势而为地加快向流通渠道切入的步伐，从南京、淮安等成熟市场逐步向外，主要涵盖四开及以下产品，这在表现也多有体现。

例如，公司 2023 年省内净增加 104 个经销商（作为参考，2017~2022 年公司省内累计净增加经销商 107 个，2023 年招商步伐明显加速），其中体量居前的淮安大区（淮安+宿迁）、南京大区（南京+镇江）分别净增加 54、17 个经销商。

再者，公司 2022/2023 年销售费用为 13.9/21.0 亿元，同比+44%/+51%，主要系综合促销费大幅提升（2021~2023 年该项目金额分别 1.4/4.6/7.8 亿元），源于公司加大对 BC 端红包联动等促销以调动消费积极性，叠加公司优化兑付流程所致。同时，渠道也反馈近两年公司加大对商超等流通渠道陈列等政策投入，消费端扫码红包、宴席政策投入、演唱会等常规营销活动也持续开展。

图表20: 2015~2024H1 公司销售费用明细拆分 (亿元)

图表21: 2023 年区域酒销售费用率及毛销差梳理



来源：公司公告，国金证券研究所

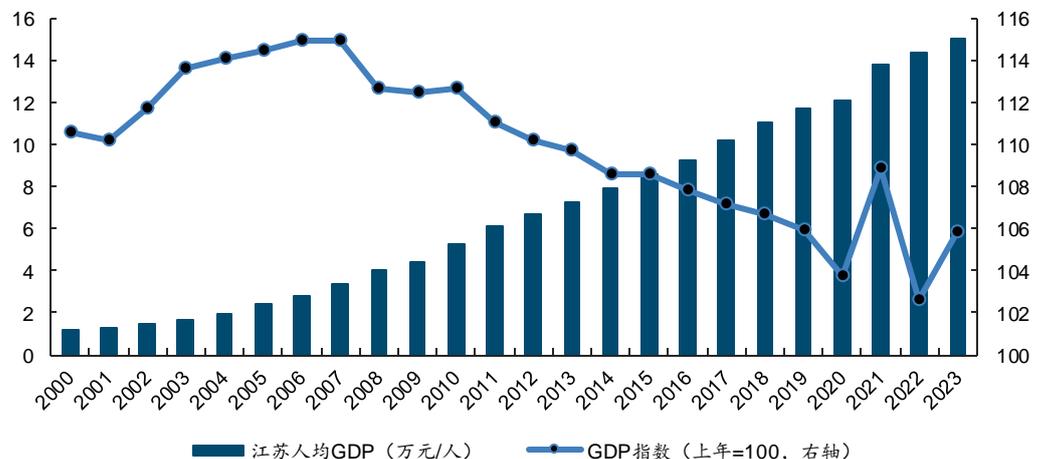
来源：I find，国金证券研究所

**区域突破：省内分区精耕+分品提升，省外周边化、板块化外拓**

公司在 2023 年顺利突破百亿营收，并目标 2025 年挑战 150 亿、“十五五”跨入“双百亿时代”。从战略层面，公司也明确了发展过程中的增量来源，即省内分区精耕、分品提升，省外攻城拔寨、突破天花板。

江苏市场总结来看有几个特征：1) 江淮派浓香白酒的主产地之一，具有“三沟一河”等省内知名品牌；2) 区域内主流白酒消费偏好中度；3) 得益于领先的经济水平（2023 年人均 GDP 位列全国 Top3）与不错的饮酒氛围，江苏整体白酒消费规模约 600 亿，省内主流消费价位、白酒消费规模在全国居前。

图表22: 2000~2023 年江苏人均 GDP 情况梳理



来源：I find，国金证券研究所



其中，省内由北向南主流消费价位逐步提升：1) 苏北居民主流消费价位 100~200 元、商务主流价位 300 元左右，白酒消费规模预计超 150 亿，洋河股份、今世缘、汤沟均坐落于此，苏酒在该区域内市占率相对较高；2) 苏中居民主流消费价位 200~300 元、商务主流价位 300~500 元，白酒消费规模预计超 100 亿；3) 苏南居民主流消费价位近 300 元、商务主流价位 400~600 元，白酒消费规模预计超 300 亿。开放性较强，对全国名酒具备相对不错的包容度，也是苏酒与全国名酒割据竞争的区域，部分区域偏好高度白酒。

### ■ 如何看待公司省内的增量空间？

首先，我们认为省内细分价位白酒消费仍有阶段性红利，典型是公司国缘单开、淡雅及今世缘系列单品对应的 100~300 元大众价位。根据酒协披露的中期报告，今年上半年市场反馈动销前三的价位分别为 300~500 元、100~300 元、100 元及以下。大众价位扩容伴随了乡镇等低线市场消费向 100 元以上升级，及部分 300 元+入门级客情招待用酒的降档。

对于前者，我们认为近年来名酒加大对大众价位的供给侧也引导了需求的升级、迎合了大众消费对品牌力不错、品质保障高的产品的青睐，在该价位的全国性名酒单品包括五粮春、泸州老窖老字号特曲/窖龄 30&60、习酒金钻等，汾酒巴拿马/老白汾目前也开始加速全国化渗透步伐，郎酒红花郎 10、国台国标等产品批价回落至 300 元内、性价比凸显。区域性名酒在该价位本身产品布局完备，能顺势享受价位扩容红利，我们预计省内大众价位仍能延续双位数动销增长，特别是苏北及苏中区域。

此外，我们认为当下商务需求虽承压于降档/降频的消费氛围，但地产及泛消费领域的政策力度在持续加码并加速落地，中期维度下商务需求回暖仍为高概率，而公司四开已在省内商务需求领域占据一席之地，V3 等更高价位产品也在占位培育。今年四开停货、提价、换代上新，目前五代陆续导入，单品价值链表现稳定。参考上轮周期的经验，保持核心经销商稳定、避免过度压货对价盘及品牌调性造成损伤，能更早在景气修复阶段时享受右侧需求红利。

图表23: 部分全国化品牌对大众价位产品规划梳理

品牌	大众价位产品规划
五粮液	2023 年五粮春开瓶动销同比增长 5 倍，宴席定投活动开展 10 万余场。计划 2024 年五粮春将持续塑造名门之秀品牌核心价值，有效终端要达 20 万家，动销要超过 60 亿元，规划建设战略高地市场 10 个、重点样板市场 20 个等多个分类分级市场。
汾酒	自 6 月 20 日起，十年老白汾、十五年老白汾、醇柔老白汾单箱上调 30 元，巴拿马二十年单箱上调 60 元。对新品老白汾包装进行焕新升级、引入五码合一，通过专业化团队加全新产品发力宴席市场，有望成为公司所有品类中增速最好的系列。
郎酒	2024 年端午制曲大典第五代红花郎·10 发布。2024 春节期间，红花郎日均开瓶率同比增长近 200%，出货比上年同期增长 80%以上。根据《百年郎酒》规划，2025 年青花郎、红花郎规划成为销售过 100 亿元大单品。
国台	2023 年国标酒销售量同比增长 54%，动销增长 49%；2024 年围绕国标酒，开展“双 10 万工程”，拓展 10 万家终端，开发 10 万家宴席。
水井坊	将推出更多 200 元价格带的水井系列产品，适当补充产品组合，迎合大环境改变和消费者需求。

来源：微酒，酒业家，云酒头条，酒价参考，国金证券研究所

其次，公司在省内仍有成长型市场可深耕、提升渗透率。2023 年公司省内营收约 93.1 亿元，在 600 亿左右省内市场中市占率约 15.5%；龙头酒企洋河股份同期省内营收约 143.9 亿元、市占率约 24.0%，两者合计市占率接近 40%。参考其他区域酒发展不错的地区，如山西（龙头山西汾酒省内市占率约 50%）、安徽（四朵金花合计市占率超 50%）、甘肃（金徽酒+红川+滨河九粮液合计市占率超 50%），苏酒龙头在省内提升市占的空间仍存。

公司省内各个区域的发展并不均衡：

1) 2023 年苏北地区营收约 36.9 亿，若以 150 亿市场规模测算市占约 25%。与苏北主流消费价位相匹配，产品结构上雅系、对开、单开等中档价位产品比重相对会更高，四开的氛围会弱于南京等区域。就苏北地区而言，我们认为提升渗透率的空间包括持续深挖流通渠道潜力（例如将覆盖面延展至餐饮、小型商超烟酒店等），以及中期伴随消费价位提升带动区域内结构升级。

2) 2023 年苏中地区营收约 15.9 亿，若以 100 亿市场规模测算市占约 16%。苏中竞争格局



与苏北相似，消费多以区域酒为主，消费水平相对较苏北区域略高。公司核心单品四开契合商务主流价位，对开等单品契合大众消费主流价位。目前苏中地区为公司成长期市场，在体量及增速上均会有体现，动销提升源于品牌势能积蓄与公司持续拓展发力。

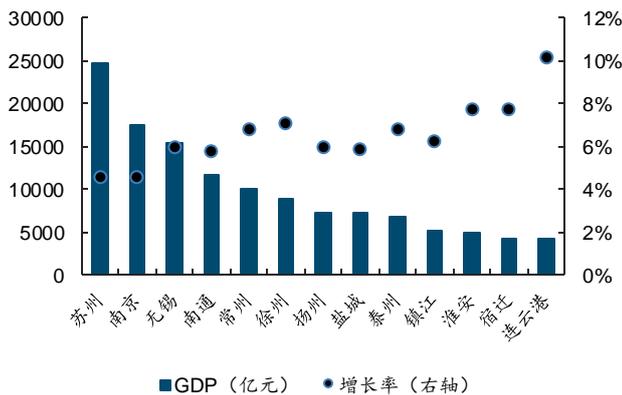
3) 2023 年苏南地区营收约 36.6 亿，若以 300 亿市场规模测算市占约 12%；其中苏锡常区域营收约 13.0 亿元，若以 200 亿市场规模测算市占约 7%，主要系公司在南京地区成熟度领先，同期南京+镇江营收达 23.6 亿，为公司省内第一大区域。我们预计南京大区主要以深挖潜力为主、增长态势会逐步趋稳，南京作为省内高地市场竞争态势日趋激烈，苏南地区的潜力更在于苏锡常区域。

苏锡常区域消费价位高、品牌开放度强，全国名酒如茅台/习酒/郎酒等酱酒、五粮液/泸州老窖/剑南春/水井坊等川酒，及古井贡/迎驾贡等徽酒在苏锡常区域均有一定体量。分价位来看，超高端价位由茅台酒主导，千元价位由普五/1618/国窖 1573 主导，而低线次高端及以下品牌分布相对分散。

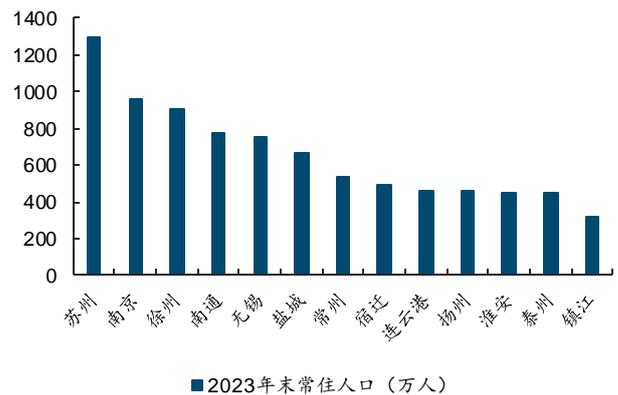
苏南区域相对而言公司耕耘时间较短，目前公司主要从提升品牌认知度、产品曝光度、渠道覆盖面几个维度推进，包括 V9 高举高打，V3 宴席大力买赠以解决看得见/喝得着的问题，以及冠名演唱会等事件营销，发挥公司销售团队深挖团购需求的优势。

此外便是借力经销商/团购商的推力，全国性名酒价格透明度高、产品周期更趋成熟、渠道及终端利差收窄，叠加当下线上化趋势下消费端对名酒的价格认知也容易受扰动，这对公司而言也是契机，因此在推广过程中对价值链的把控会更重要，包括防范区域间窜货等，相对而言南京、淮安等成熟市场产品价盘会低于省内其他成长性市场。整体而言，苏锡常区域公司仍处渗透前期，预计仍能呈现不错成长性，持续关注发展中产品价盘情况。

图表24：2023 年江苏各区域 GDP 及增长率情况



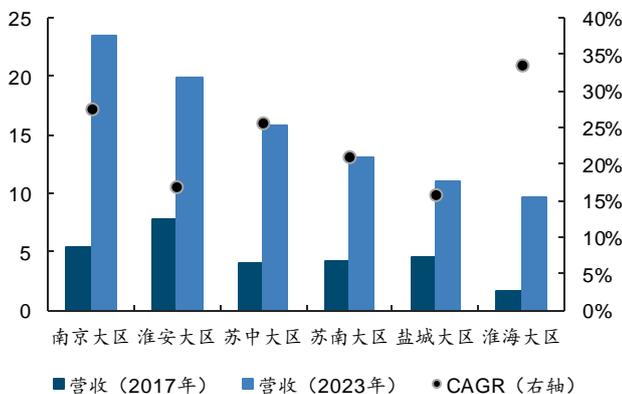
图表25：2023 年末江苏各区域常住人口情况



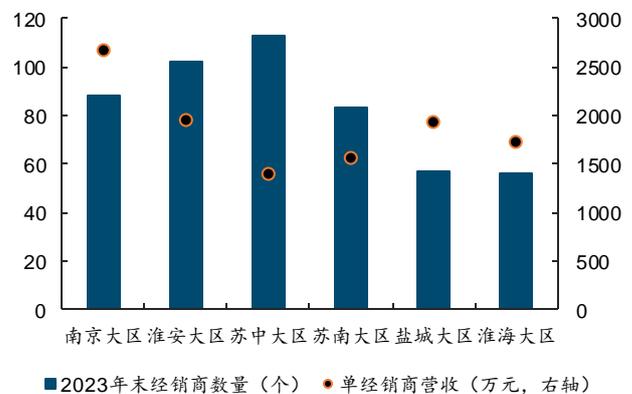
来源：江苏省统计局，国金证券研究所

来源：各地级市统计局，国金证券研究所

图表26：2017/2023 年省内分区域营收拆分 (亿元)



图表27：2023 年省内分区域经销商数量及单经销商营收



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

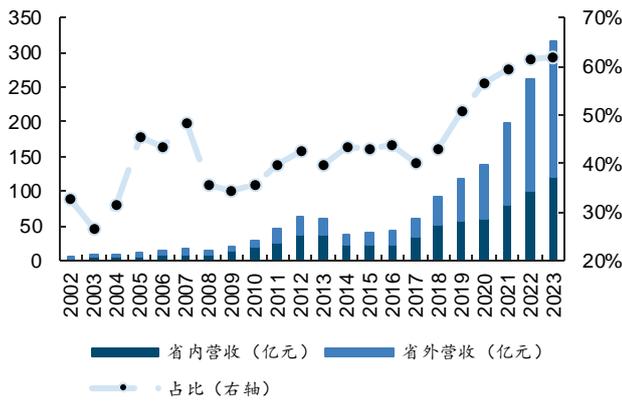


■ 全国化外拓：周边化、板块化，资源聚焦、攻城拔寨

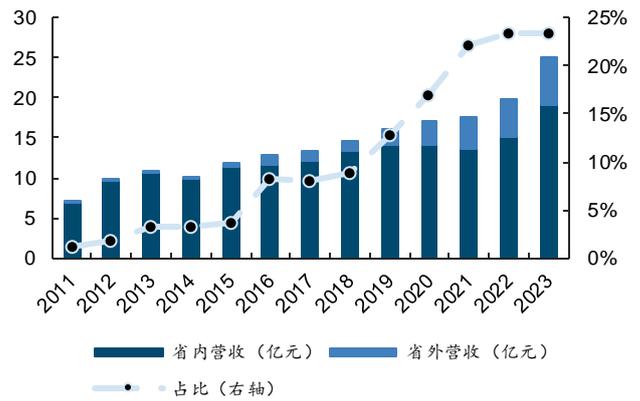
我们复盘区域型酒企泛全国化的战略路径，沿着基地市场的周边渗透、再辐射全国是常规的外延思路，这种模式的潜在逻辑是伴随人口区域化流动时品牌自然外溢。例如：

- 1) 山西汾酒在 2017 年明确了“13320”市场策略，其中 1 指的是山西省内市场，第 1 个 3 指的是京津冀、鲁豫及陕蒙市场，即沿着环山西氛围不错的市场开始往外走，目前鲁豫板块也是汾酒省外规模居前的区域，这也源于鲁豫市场本身白酒消费规模在全国领先。
- 2) 金徽酒 2022 年明确了“布局全国、深耕西北、重点突破”的市场策略，依托甘肃坐中连六的区位优势，滚动发展环甘肃西北市场，宁夏、陕西也是目前金徽酒省外稳健发展的区域。

图表28：2002~2023 年山西汾酒营收分区域拆分



图表29：2011~2023 年金徽酒营收分区域拆分



来源：I find, 国金证券研究所

来源：I find, 国金证券研究所

在此轮景气周期内，公司也不乏对全国化外延进行了诸多尝试。从公司全国化战略的时序演绎中能观察到：思路从此前偏全国点状突破、高地市场占领为先，逐步转换至聚焦周边、涟漪式外推，例如公司提出“率先打造 10 个地级市板块市场”，这 10 个样板市场多数都位于环江苏一带。

虽然也有泛全国化酒企在点状区域占据消费者认知的案例，例如舍得在山东、东北等区域，水井坊在江苏等区域。复盘其突破的根源，与早期战略部署、十数年持久耕耘有关，这类先发优势在当下内卷的氛围里已比较难树立，因此我们认为聚焦区域化外延是目前环境下不错的拓展战略，潜在逻辑是前述泛区域人口流动潜移默化带动白酒品牌认知培育。

图表30：2015~2024 年公司全国化策略的表述梳理

年份	全国化描述
2015 年	着力深化省内渠道精耕工程，着力做好省外全面突破，筛选重点，聚焦投入，实现滚动发展。
2016 年	省外市场进一步聚焦资源、精准推广，优化机制、重点突破。
2017 年	省外做好“2+5+N”区域拓展规划，圈定北京和上海两个形象城市，山东、河南、安徽、江西、浙江重点布局区域，通过开设核心门店及招募有实力的新经销商，逐步使今世缘成为泛区域化品牌，并将省外收入占比提至 20%。
2018 年	调整销售公司营销架构，省内实行“大区制”、省外试点设立“山东大区”，提升了整体功能和运行效率。省外市场深刻认识市场发展的阶段性特征和对公司整体发展定位所承担的历史责任，处理好重点突破求深度与一般布局求广度的关系，聚焦运作“2+5”重点省份、培育市县板块或准板块市场。
2020 年	以“国缘 V 系攻坚战”培育增长极，以“国缘开系提升战”夯实基本盘，以“今世缘品牌激活战”打造大单品，以“省外市场突破战”拓展新天地。
2021 年	公司按照既定“全面规划，重点突破，周边辐射，梯次开发”策略，重点聚焦突出周边化、板块化市场打造。
2022 年	聚焦“3+4”战略重点省级市场（3 是长三角一体化的上海、浙江、安徽，4 是山东、河南、江西、京津冀），推进长三角一体化运作，主动布局地市级市场，加快形成 50 家左右小区域样板型市场，构建样板市场打造新模式、新体系，并加快复制推广。聚焦省外产品策略，构建契合市场实际的政策体系。国缘 V9 重点布局长三角华东市场，抢占高端黄金赛道；四开国缘为全国化的主打单品，切割次高端主流价格带。三是聚焦核心客户打造。按照“大单品、大客户、大板块”策略导向，坚持招商与育商相结合，以育商为主，全力推进“招商、选商、育商、富商”计划。四是聚焦省外组织配称。



年份	全国化描述
	进一步流程优化，授权省外事业部，整合资源，策略引领。
2023 年	省内持续推进“精耕攀顶”，捅破发展“天花板”；省外继续坚持“攻城拔寨”，启动“再造江苏”工程。1) 聚焦周边省份，重点打造的 10 个地级市板块市场（嘉定、嘉兴、湖州、滁州、马鞍山、枣庄、临沂、周口、九江、楚雄），主要从周边省份选取，打造明星市场，示范引领全国市场。2) 给予周边重点市场充分信心，下达任务尊重市场规律。3) 省外进一步放权。4) 强化厂商协同运作，从以往的“协助”转向厂家共同运作的“协同”，提升厂家权重。 明确现阶段全国化就是周边化、板块化的发展定位，省外明确主推国缘品牌，除长三角协同布局 V 系，全国面上一体化主推主干品系开系，且从以四开打头战略升级为六开打头，致力高端引领，错位竞争，培育带动四开、对开成长放量。
2024 年	为打造样板市场，将以‘三年不盈利’换取更大增长动能，规划三年累计投放 30 亿，全力深耕市场。长期希望江苏周边市场能够和江苏一体化，省外市场实行领导分片负责制。

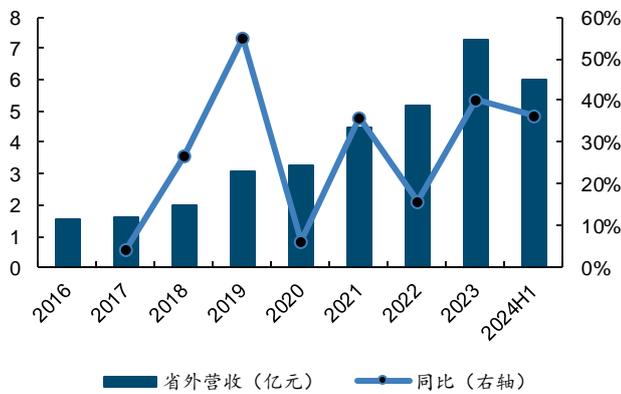
来源：公司公告，国金证券研究所

2023 年公司省外实现营收 7.3 亿元，同比+40%，占比约 7%。从规模上看，2016~2023 年公司省外营收 CAGR 达 25%，作为参考，山西汾酒、洋河股份、金徽酒同期省外营收 CAGR 分别为 26%、6%、7%，此轮周期下公司省外市场成长性不错，省外营收占比相对较低主要系公司在省内伴随大单品成型、区域深耕也实现了不错的增长，江苏本身白酒消费规模在全国居前。

从产品结构上看，此前省外今世缘系列占比相对较高，后逐步树立以开系、特别是以四开为主打的全国化布局思路，于是 2016~2020 年间公司省外销售吨价较省内差距逐步收窄、2021~2022 年略超省内。2023 年省内销售吨价仍有所提升，但省外销售吨价有所回落，我们预计与省内加大 V 系推广力度、而省外四开引领下对开等产品陆续放量有关。

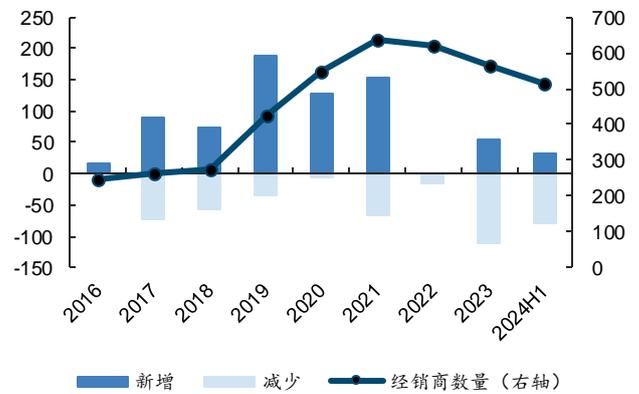
目前省外产品策略开系主推、六开打头树立品牌标杆，在浙江、上海等地高端 V 系也有宣发，待国缘品系站稳脚跟后再顺势导入今世缘系列、形成产品矩阵协同；制度上省外市场实行领导分片负责制，清晰定位、找准担当。

图表31：2016~2024H1 公司省外营收及同比增速



来源：公司公告，国金证券研究所

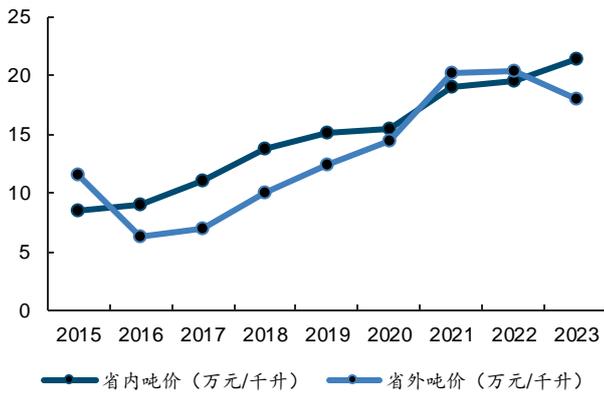
图表32：2016~2024H1 公司省外经销商变动情况



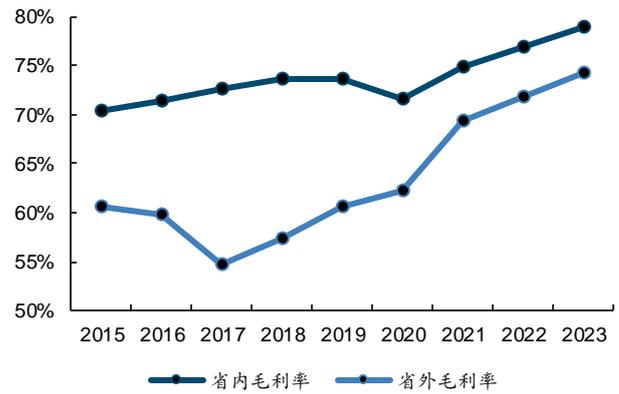
来源：公司公告，国金证券研究所



图表33：2015~2023年公司省内/省外销售吨价情况



图表34：2015~2023年公司省内/省外毛利率情况



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：I find，国金证券研究所

从区域布局来看，公司省外体量主要集中在安徽、山东、浙江、上海等区域，有一定体量但尚处于点状突破阶段、未步入连点成面的拓张期。

以安徽市场为例，除马鞍山、滁州作为样板市场已达到千万水平，去年公司在合肥也组建了国缘品牌联盟体，并确立宣城、芜湖两个支点市场。上述点状市场从区域分布上相连，马鞍山、滁州与南京、合肥相邻，芜湖则又与马鞍山、合肥、宣城相接，明晰地体现了公司沿江苏打造板块化重点市场的思路。

此外，山东市场近年来也是公司省外发展不错的区域。山东市场公司一直有布局，2018年时便作为试点设立“山东大区”，以大区制配备资源，权力下放、灵活性高，也是公司人力密度投入较高的区域。其中，样板市场枣庄、临沂也与江苏毗邻。

从经销商数量来看，截至2023年末公司省外经销商数量为562个。虽经销商较2021/2022年有所优化、单经销商体量有明显提升，但横向对比来看单商规模仍较小（2023年省外单商规模约129万元）。

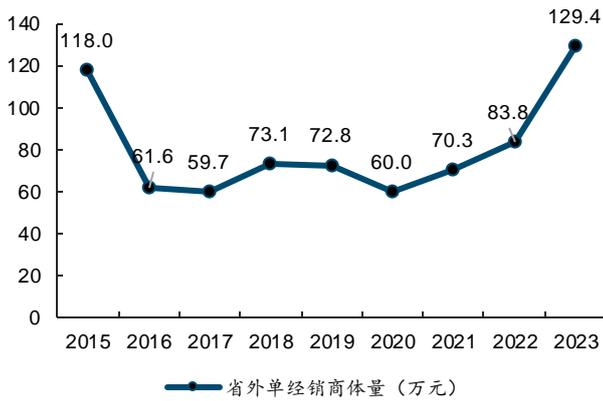
从该维度看，省外拓规模的路径主要为扶商+招商，对应公司“招优商、育大商”的策略。短期我们认为主要以扶商思路为主，优化省外产品投放结构、助力经销商规模提升。参考酒企全国化的路径，1+1模式或者类直营模式下，酒厂销售团队更需要承载辅助核心店/团购商等获取客群的职能，包括但不限于开展名酒进名企、开展高规格品鉴会、做会销/宴席等，前期费效投入会较高，公司“以‘三年不盈利’换取更大增长动能，规划三年累计投放30亿，全力深耕市场”的思路也构筑了政策的后盾，可持续地稳定高投入必是全国化外拓的前提。

对于招商路径来说，实际的招商成效与行业景气周期会高度相关。行业景气上行期伴随渠道加杠杆，目前下行周期内渠道降杠杆、缩减品牌代理，更在意资金周转、产品动销速度，而这恰是区域性品牌外拓时的劣势，即品牌力并不占优、产品动销速率相对弱于区域内畅销品，产品周期、价格透明度、经销商盈利性等优势在景气上行期会更容易体现。从山西汾酒、金徽酒等省外营收占比的变化中也可可见一斑，省外营收占比拐点向上明显提升伴随着2016年起的行业景气周期，而2022年至今省外占比变化已趋于平稳。

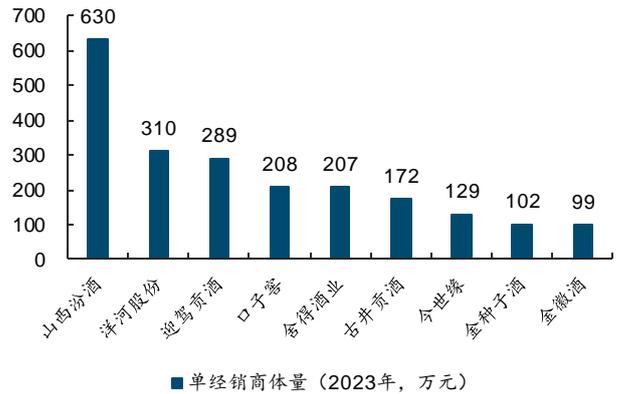
整体而言，公司聚焦周边化、板块化的思路契合当下行业环境，也是区域酒外拓时稳健性较高的实现路径。目前公司聚焦江苏周边市场点状布局，聚焦资源投入来培育消费氛围，考虑到江苏周边市场不错的白酒消费规模与公司点状市场体量仍较小，我们认为聚焦攻克成效会持续显现、短期仍未触及天花板。中长期伴随行业景气周期回暖，当下的点状攻克有望成片势能，构筑公司后百亿的另一增长引擎。



图表35：2015~2023 年公司省外经销商体量梳理



图表36：2023 年部分白酒企业省外经销商平均体量



来源：公司公告，国金证券研究所

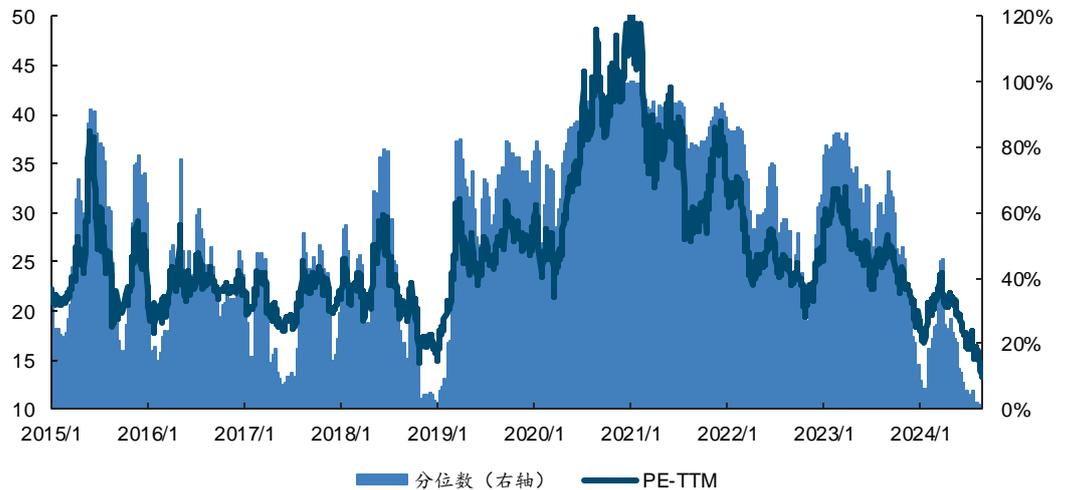
来源：各公司公告，国金证券研究所（注：古井贡酒为华北+华南口径）

**投资建议：公司后百亿势能仍具，性价比区间推荐配置**

公司能在江苏省内激烈的竞争中突围，并持续突破基地市场的规模桎梏、刷新市场对公司经营质地的认知，我们认为本质在于持续、稳健、专注地做成了一些事，包括深耕团购培育四开大单品，也包括控制团购与流通渠道的均衡、维持价盘平稳、各渠道有序发展等。消费者口碑及自点的形成非一日之功，在目前的氛围下强动销的品牌或单品会加速优势建立，即行业层面集中度的再攀升。

目前公司 PE-TTM 约 13.4X，位于 2015 年至今低点。当下市场对白酒标的的质疑在于当期 EPS 的质量，以及未来 EPS 的不确定性。例如公司近期已披露 24 年上半年业绩，期内实现营收 73.0 亿元，同比+22.4%；归母净利 24.6 亿元，同比+20.1%，横向对比看兑现度已经不错，但估值中枢仍较承压。

图表37：2015 年至今公司 PE-TTM 及估值分位



来源：Ifind，国金证券研究所（注：数据截至 2024 年 8 月 29 日）

我们对公司当期与中长期 EPS 的理解如下：

首先，我们认为公司在兼顾增长性的同时也保证了经营质量，公司仍能保持不错增长，增长性源于前述省内成熟市场深耕+省内及省外成长性市场的布局。从经营质量来看，核心单品四开、对开等批价平稳，渠道库存良性，在推进单品流通化的同时均衡价盘、存量渠道盈利性。公司践行“厂商命运共同体”理念，取消渠道订货外的预收款要求，在合适的时机规划进一步去化渠道库存。

此外，我们认为公司未来 EPS 具备“底线性”，即预计公司规模仍能稳步提升，在具备营收规模支撑时，考虑公司在省内注重营收与效益的平衡、省外更考核营收，经营业绩也仍能相对贴近规模提升的速率。从历史复盘来看，行业回调期利润失速主要源于收入缺乏支



撑性。

站在百亿后的新阶段，公司营销团队的执行力、品牌外溢效应等也已上新台阶，未来在苏中、苏锡常区域市占水平仍有明显提升空间，基地市场效应在下行期会愈发明显。同时，即使在行业景气承压时期，细分区域、细分价位也仍具备一定β，典型如100~300元价位叠加消费升级与消费降级下的持续扩容，捕捉红利并赢取超额增量也是经营实力的体现。

公司24年目标营收122亿、净利润37亿元；25年挑战营收150亿目标不动摇，十五五加快跨入双百亿时代不动摇。省内公司持续精耕攀顶、省外坚持攻城拔寨，看好公司品牌势能自省内优势区域逐步向外延展。

我们预计公司24~26年营收分别为124/150/176亿元，同比分别+22.8%/+21.1%/+17.1%；归母净利分别38.0/46.2/54.9亿元，同比分别21.2%/+21.6%/+18.8%，当前股价对应PE分别为12.9X/10.6X/9.0X。参考可比公司估值，给予公司24年15倍PE，对应目标价45.47元，维持“买入”评级。

图表38：公司及可比标的盈利预测

公司名称	归母净利 (亿元)				YOY			PE		
	23A	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E
洋河股份	100	105	112	119	4%	7%	6%	11	10	10
古井贡酒	46	61	76	92	32%	25%	22%	15	12	10
迎驾贡酒	23	29	35	43	26%	23%	21%	14	11	9
金徽酒	3	4	5	6	22%	26%	20%	22	17	14
平均								15	13	11
今世缘	31	38	46	55	21%	22%	19%	13	10	9

来源：I find，国金证券研究所（注：数据截至2024年8月30日，盈利预测均来源国金证券）

### 风险提示

- 宏观经济恢复不及预期。白酒消费与宏观景气度具备正相关性，若宏观经济恢复不及预期，将影响区域内商务等用酒需求。
- 区域竞争加剧风险。若江苏等区域次高端、中档酒价位竞争持续加剧，或对公司核心产品外延产生不利影响。
- 政策风险。市场对于政策层面的预期会影响白酒板块的估值溢价，若消费税负增加亦会影响公司的盈利水平。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	6,408	7,888	10,100	12,402	15,015	17,582
增长率		23.1%	28.0%	22.8%	21.1%	17.1%
主营业务成本	-1,626	-1,845	-2,187	-2,653	-3,173	-3,676
%销售收入	25.4%	23.4%	21.7%	21.4%	21.1%	20.9%
毛利	4,782	6,043	7,913	9,749	11,842	13,906
%销售收入	74.6%	76.6%	78.3%	78.6%	78.9%	79.1%
营业税金及附加	-1,105	-1,277	-1,497	-1,811	-2,192	-2,567
%销售收入	17.2%	16.2%	14.8%	14.6%	14.6%	14.6%
销售费用	-968	-1,390	-2,097	-2,480	-3,003	-3,481
%销售收入	15.1%	17.6%	20.8%	20.0%	20.0%	19.8%
管理费用	-258	-323	-428	-515	-623	-721
%销售收入	4.0%	4.1%	4.2%	4.2%	4.2%	4.1%
研发费用	-30	-38	-43	-50	-60	-70
%销售收入	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
息税前利润 (EBIT)	2,421	3,015	3,848	4,894	5,964	7,067
%销售收入	37.8%	38.2%	38.1%	39.5%	39.7%	40.2%
财务费用	65	100	183	102	135	181
%销售收入	-1.0%	-1.3%	-1.8%	-0.8%	-0.9%	-1.0%
资产减值损失	-1	-2	2	0	0	0
公允价值变动收益	98	84	17	0	0	0
投资收益	121	122	109	20	0	0
%税前利润	4.5%	3.7%	2.6%	0.4%	0.0%	0.0%
营业利润	2,712	3,341	4,179	5,046	6,134	7,288
营业利润率	42.3%	42.4%	41.4%	40.7%	40.9%	41.4%
营业外收支	-13	-14	-17	0	0	0
税前利润	2,699	3,328	4,162	5,046	6,134	7,288
利润率	42.1%	42.2%	41.2%	40.7%	40.9%	41.4%
所得税	-670	-825	-1,026	-1,244	-1,512	-1,796
所得税率	24.8%	24.8%	24.6%	24.6%	24.6%	24.6%
净利润	2,029	2,503	3,136	3,802	4,622	5,491
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	2,029	2,503	3,136	3,802	4,622	5,491
净利率	31.7%	31.7%	31.0%	30.7%	30.8%	31.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2,029	2,503	3,136	3,802	4,622	5,491
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	121	145	148	155	182	208
非经营收益	-327	-425	-217	-99	-82	-113
营运资金变动	1,201	557	-266	-408	499	438
经营活动现金净流	3,024	2,780	2,800	3,451	5,221	6,025
资本开支	-576	-1,147	-2,194	-543	-541	-541
投资	-767	-195	860	500	0	0
其他	127	221	136	20	0	0
投资活动现金净流	-1,216	-1,121	-1,198	-23	-541	-541
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-362	592	300	-900	0	0
其他	-999	-736	-923	-1,551	-1,849	-2,197
筹资活动现金净流	-1,361	-144	-623	-2,451	-1,849	-2,197
现金净流量	448	1,514	979	978	2,831	3,287

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,958	5,381	6,457	7,435	10,266	13,553
应收款项	78	76	107	114	138	162
存货	3,194	3,910	4,996	5,960	6,955	7,956
其他流动资产	2,716	2,302	1,358	858	861	863
流动资产	9,946	11,669	12,918	14,367	18,219	22,534
%总资产	68.9%	64.2%	59.7%	60.8%	65.1%	68.6%
长期投资	1,922	2,531	2,592	2,592	2,592	2,592
固定资产	2,020	2,980	4,964	5,318	5,646	5,947
%总资产	14.0%	16.4%	23.0%	22.5%	20.2%	18.1%
无形资产	176	346	413	444	475	506
非流动资产	4,487	6,514	8,713	9,249	9,785	10,331
%总资产	31.1%	35.8%	40.3%	39.2%	34.9%	31.4%
资产总计	14,434	18,184	21,631	23,616	28,005	32,865
短期借款	1	600	900	0	0	0
应付款项	1,735	3,088	3,566	3,853	4,542	5,162
其他流动负债	3,244	3,252	3,676	3,953	4,784	5,630
流动负债	4,980	6,941	8,142	7,806	9,327	10,792
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	157	178	201	241	336	436
负债	5,137	7,119	8,344	8,047	9,663	11,229
普通股股东权益	9,297	11,065	13,287	15,568	18,342	21,636
其中：股本	1,255	1,255	1,255	1,255	1,255	1,255
未分配利润	7,112	8,879	11,105	13,386	16,160	19,455
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	14,434	18,184	21,631	23,616	28,005	32,865

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.617	1.995	2.500	3.031	3.685	4.377
每股净资产	7.411	8.820	10.591	12.410	14.621	17.247
每股经营现金净流	2.411	2.216	2.232	2.751	4.161	4.803
每股股利	0.590	0.730	1.000	1.212	1.474	1.751
回报率						
净资产收益率	21.83%	22.62%	23.60%	24.42%	25.20%	25.38%
总资产收益率	14.06%	13.76%	14.50%	16.10%	16.51%	16.71%
投入资本收益率	19.28%	19.15%	20.16%	23.33%	24.06%	24.13%
增长率						
主营业务收入增长率	25.13%	23.09%	28.05%	22.79%	21.07%	17.10%
EBIT 增长率	49.06%	24.50%	27.64%	27.18%	21.86%	18.50%
净利润增长率	29.50%	23.34%	25.30%	21.25%	21.56%	18.80%
总资产增长率	21.79%	25.98%	18.96%	9.18%	18.59%	17.36%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.0	2.0	1.7	1.5	1.5	1.5
存货周转天数	650.6	702.5	743.1	820.0	800.0	790.0
应付账款周转天数	92.5	123.2	138.3	130.0	120.0	110.0
固定资产周转天数	73.7	56.4	45.3	40.0	34.9	30.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-71.43%	-63.60%	-51.59%	-52.88%	-60.31%	-66.32%
EBIT 利息保障倍数	-37.2	-30.1	-21.0	-47.8	-44.3	-39.0
资产负债率	35.59%	39.15%	38.57%	34.08%	34.50%	34.17%

来源：公司年报、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	39	72	88	205
增持	0	6	9	10	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>1.00</b>	<b>1.13</b>	<b>1.11</b>	<b>1.10</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



**【小程序】  
国金证券研究服务**



**【公众号】  
国金证券研究**