



增持(维持)

所属行业: 食品饮料/白酒 II
当前价格(元): 43.17

证券分析师

熊鹏

资格编号: S0120522120002

邮箱: xiongpeng@tebon.com.cn

研究助理

相关研究

- 《今世缘(603369.SH): 新年五大部署聚力营销, 开启高质量新发展征程》, 2024.12.30
- 《今世缘(603369.SH): 24Q3 延续稳健表现, 维持渠道良性发展》, 2024.11.2
- 《今世缘(603369.SH): 营收符合预期, 投资收益影响净利率》, 2024.8.17
- 《今世缘(603369.SH): 上市十周年, 勇攀新高峰》, 2024.7.13
- 《今世缘(603369.SH): 顺利跨越百亿, 增长势能强劲》, 2024.5.7

今世缘(603369.SH)深度报告: 稳中求进, 成长可期

投资要点

- 今世缘: 苏酒双雄之一, “缘”起高沟, 底蕴深厚。**高沟酿酒源于西汉, 盛于明清, 酿酒历史源远流长。产品端国缘四开精准卡位高端中度白酒, 享受次高端扩容红利; V系发力高端, 作为成长期产品有望打造第二增长曲线。渠道端公司坚持推进渠道“网格化、扁平化、精细化”和厂商命运共同体建设。近几年公司持续完善产品矩阵并精耕渠道, 综合能力不断增强。
- 江苏市场“水深鱼大”, 今世缘有望充分享受扩容红利。**据酒经, 2023年江苏白酒市场规模达到约625亿元, 需求端以中度浓香为主流, 白酒消费升级, 主流价格带南高北低。供给端洋河和今世缘竞合发展, 共同培育省内次高端市场。
- 未来看点: 充分挖掘省内潜力, 战略性推动全国化布局。**1) 省内市场未触及天花板, 仍有扩容空间: 省内, 淮海大区、南京大区市场成熟, 苏中大区、苏南大区成长潜力可观。2) 全国化路线: 周边化、板块化打造样板市场。对于省外布局, 公司目前聚焦“3+4”战略, 即以周边化+板块化的思路, 在小范围形成消费氛围后再向周边拓展, 以点破面推动全国化进程。
- 投资建议:** 预计24-26年公司营业收入分别为118.7/134.0/150.8亿元, 同比增速为17.6%/12.8%/12.5%, 归母净利润分别为36.3/40.1/46.7亿元, 同比增速为15.7%/10.4%/16.6%, 维持“增持”评级。
- 风险提示:** 经济复苏情况不及预期, 产品培育不及预期风险, 省内竞争加剧风险

股票数据

| | |
|--------------|-------------|
| 总股本(百万股): | 1,254.50 |
| 流通A股(百万股): | 1,254.50 |
| 52周内股价区间(元): | 35.59-58.48 |
| 总市值(百万元): | 54,156.77 |
| 总资产(百万元): | 22,386.81 |
| 每股净资产(元): | 12.06 |

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 7,888 | 10,100 | 11,874 | 13,399 | 15,075 |
| (+/-)YOY(%) | 23.1% | 28.0% | 17.6% | 12.8% | 12.5% |
| 净利润(百万元) | 2,503 | 3,136 | 3,629 | 4,007 | 4,673 |
| (+/-)YOY(%) | 23.3% | 25.3% | 15.7% | 10.4% | 16.6% |
| 全面摊薄EPS(元) | 2.01 | 2.52 | 2.89 | 3.19 | 3.73 |
| 毛利率(%) | 76.6% | 78.3% | 76.1% | 75.2% | 75.7% |
| 净资产收益率(%) | 22.6% | 23.6% | 23.4% | 22.4% | 22.7% |

资料来源: 公司年报(2022-2023), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

| | |
|---|----|
| 1. 今世缘：苏酒双雄之一，“缘”起高沟，底蕴深厚 | 4 |
| 1.1. “缘”起高沟，底蕴深厚 | 4 |
| 1.2. 地方政府控股，深度绑定员工利益 | 5 |
| 1.3. 产品：品类丰富，全价格带布局 | 6 |
| 1.4. 渠道：持续优化，扩大优势 | 7 |
| 1.5. 营销有章法，分品运营，费投高效 | 8 |
| 2. 江苏省白酒容量大，省内龙头共享行业扩容 | 9 |
| 2.1. 2023 年江苏白酒市场规模达到约 625 亿元，人均消费金额呈南高北低分布 | 9 |
| 2.2. 苏酒双雄与全国知名性品牌瓜分江苏白酒市场 | 10 |
| 3. 未来看点：充分挖掘省内潜力，战略性推动全国化布局 | 13 |
| 3.1. 省内市场未触及天花板，仍有扩容空间 | 13 |
| 3.2. 全国化路线：周边化、板块化打造样板市场 | 14 |
| 4. 盈利预测与估值 | 15 |
| 4.1. 盈利预测 | 15 |
| 4.2. 相对估值 | 17 |
| 5. 风险提示 | 18 |

图表目录

| | |
|--------------------------------|----|
| 图 1：今世缘发展历程 | 4 |
| 图 2：今世缘股权结构（截至 2024Q3 末） | 5 |
| 图 3：今世缘产品矩阵 | 6 |
| 图 4：今世缘省外经销商数量 | 7 |
| 图 5：今世缘经销商数量情况 | 7 |
| 图 6：今世缘销售费用情况 | 8 |
| 图 7：今世缘费销率变动情况 | 8 |
| 图 8：部分省份白酒市场规模情况 | 9 |
| 图 9：江苏不同饮用度数占比 | 9 |
| 图 10：江苏不同种类白酒认可度 | 9 |
| 图 11：今世缘高沟白酒 | 10 |
| 图 12：洋河双沟白酒 | 10 |

| | |
|---|----|
| 图 13: 公司省内各区营收情况..... | 13 |
| 图 14: 省外营收及增速..... | 14 |
| 图 15: 省内外每千升均价对比情况..... | 14 |
| 表 1: 今世缘主要品牌定位 | 4 |
| 表 2: 2009-2024 年白酒消费趋势变化 | 6 |
| 表 3: 今世缘和洋河高端白酒价格 (2024 年 12 月记录) | 10 |
| 表 4: 今世缘价格政策变动情况 | 11 |
| 表 5: 洋河提价政策变动情况..... | 11 |
| 表 6: 今世缘主营业务拆分及预测..... | 15 |
| 表 7: 今世缘可比公司估值表..... | 17 |

1. 今世缘：苏酒双雄之一，“缘”起高沟，底蕴深厚

1.1. “缘”起高沟，底蕴深厚

高沟酿酒源于西汉，盛于明清，酿酒历史源远流长。优越的气候条件造就淮河名酒带独特的微生物圈，为酿酒提供得天独厚的生态环境。今世缘前身高沟酒厂于1949年由“天泉”、“裕源”、“永泉”、“公兴”等八个糟坊集中合并而成。

图 1：今世缘发展历程



资料来源：公司官网，财经杂志官方公众号，德邦研究所

表 1：今世缘主要品牌定位

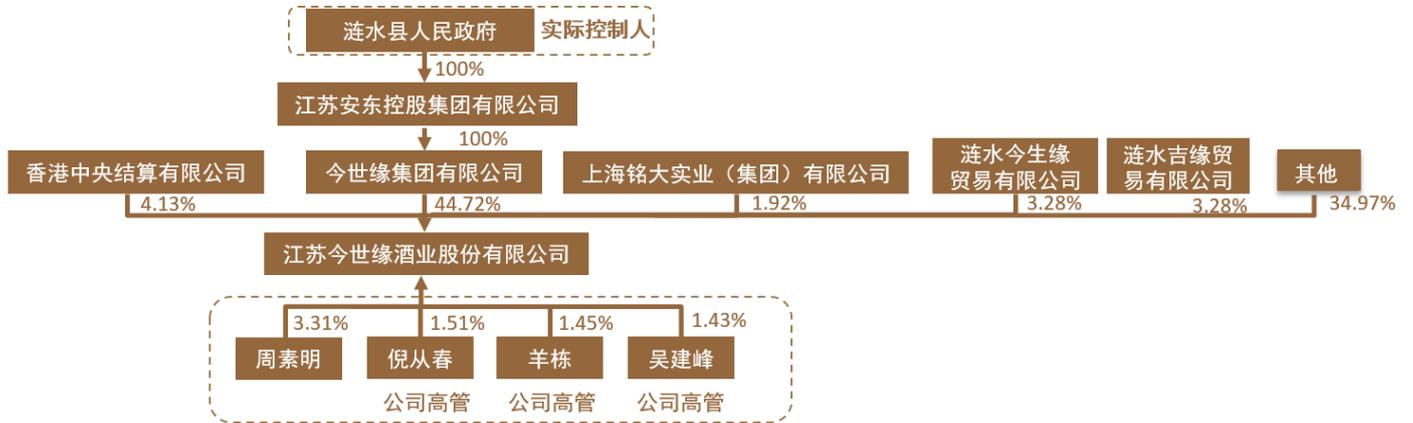
| | | |
|-----|----|-------------------------------|
| 国缘 | 高端 | 创立于2004年，定位“中国新一代高端白酒” |
| 今世缘 | 中端 | 创立于1996年，是“中国十大文化名酒”、“中华婚宴品牌” |
| 高沟 | 低端 | “中华老字号”品牌，国家名优酒 |

资料来源：公司官网，公司年报，新华日报官方公众号，德邦研究所

1.2. 地方政府控股，深度绑定员工利益

公司实际控制人为涟水县人民政府，涟水县人民政府通过今世缘集团有限公司持股 **44.72%**。2022 年公司向符合授予条件的 334 名激励对象授予 768 万份股票期权，激励人数占 2021 年底员工总数的 8.9%。员工持股比例高，深度绑定核心管理层。

图 2：今世缘股权结构（截至 2024Q3 末）



资料来源：公司公告，企业预警通，德邦研究所

1.3. 产品：品类丰富，全价格带布局

产品矩阵丰富，差异化程度高，价格带全，消费场景布局全面。

图 3：今世缘产品矩阵



资料来源：公司年报，公司官网，京东，酒业财经，糖酒快讯，德邦研究所

守：次高端扩容与产品升级助力大单品国缘四开长青，做大做强基本盘

国缘四开精准卡位高端中度白酒，享受次高端扩容红利。伴随商务消费崛起，消费者品牌意识和“少喝酒、喝好酒”观念持续增强，大众消费价格带持续上移，推动次高端市场不断扩容；国缘最早从南京市场切入，通过政商务团购打开知名度进军次高端，在次高端扩容背景下，国缘品牌因提前布局实现业绩高增；国缘四开持续迭代，对消费者心智进行占领，沉淀长期核心超级单品，在商务场景稳定增长。据酒业家，作为全国化超级大单品和国缘系列的基本盘，2022 年国缘四开销售突破 1000 万瓶。

表 2：2009-2024 年白酒消费趋势变化

| | |
|-------------|-------------------|
| 2009-2012 年 | 4 万亿财政刺激计划；政务消费 |
| 2012-2013 年 | 塑化剂事件；八项规定；三公消费受限 |
| 2014-2018 年 | 大众消费崛起，偏向“喝好酒” |
| 2019-2021 年 | 商务消费增长；消费升级 |
| 2021-2024 年 | 商务消费平稳；大众消费相对较好 |

资料来源：财政部官网，云酒头条，酒经，酒业家，中央纪委国家监委网站等，德邦研究所

✓ 攻：成长期 V 系发力高端，有望打造第二增长曲线

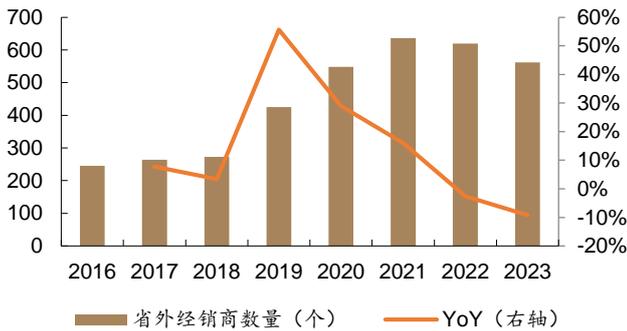
V 系发力高端，作为成长期产品有望打造第二增长曲线。2018 年起公司根据消费升级趋势推出 V 系列产品，以“V9 做形象、V3 做销量、V6 做补充”的策略进行差异化产品布局，参与头部竞争。

1.4. 渠道：持续优化，扩大优势

坚持推进渠道“网格化、扁平化、精细化”和厂商命运共同体建设。渠道扁平化程度高，公司分区精耕。公司内部设有三部一司（国缘事业部、国缘V系列事业部、今世缘事业部、高沟销售公司），实现渠道网格化管理，分赛道精准抢占市场。公司“1+1+N”深度协销的渠道模式使得厂家资源和服务直达终端，渠道进一步精细化。

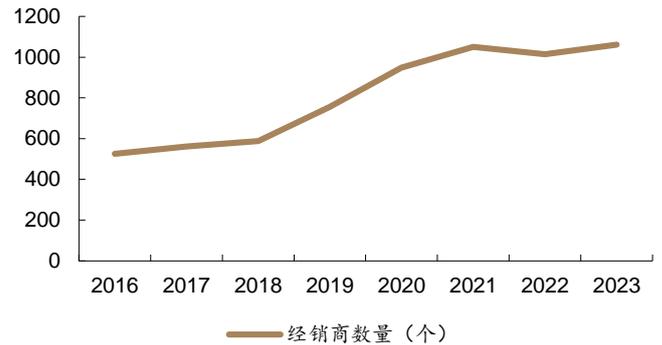
经销商网络和销售人员规模不断壮大。经销商数量持续增加，2023年销售人员数量超过1500人，增速超过40%；公司团购模式成熟，保持稳定增长。公司早期以政务团购起家，受三公消费限制影响后，凭借地方资源优势转向商务团购。

图 4：今世缘省外经销商数量



资料来源：公司年报，德邦研究所

图 5：今世缘经销商数量情况

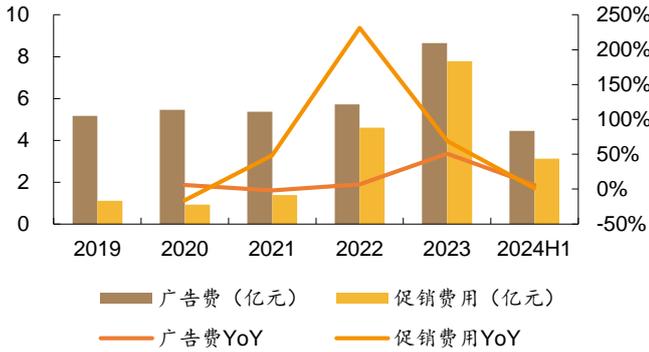


资料来源：公司年报，德邦研究所

1.5. 营销有章法，分品运营，费投高效

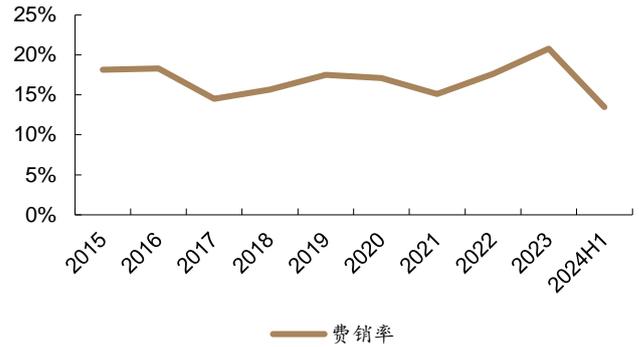
营销端分品牌运营精准培育 C 端，冠名与地面营销相结合，资源投放精准，广告促销费持续提升为销售赋能。国缘品牌走高端路线以提升品牌力、吸引高净值人群，如冠名“国缘 V9”号卫星、高铁、“国缘 V3 杯”体育赛事、论坛等，并开展如“国缘·中度雅安”高端鉴赏荟营造沉浸式品鉴氛围等地面营销方式触达高端消费人群；今世缘品牌则立足“缘”文化，主攻婚喜宴市场，在央视投放完美婚礼等广告；高沟品牌差异化确立“一杯好酒，只为自己与知己”的品牌定位，举行“又见高沟”主题快闪店，开展“我为高沟代言”抖音活动，以新潮、玩乐、放松的方式培育新生代消费者认知。

图 6：今世缘销售费用情况



资料来源：公司年报，公司 2024 年半年报，德邦研究所

图 7：今世缘费销率变动情况



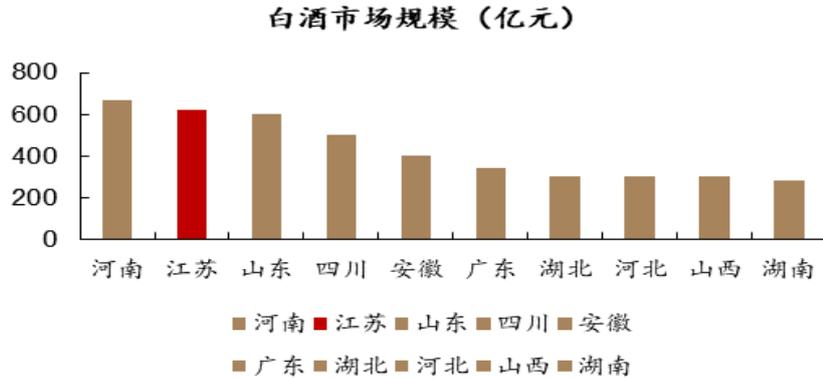
资料来源：公司年报，公司 2024 年半年报，德邦研究所

2. 江苏省白酒容量大，省内龙头共享行业扩容

2.1. 2023 年江苏白酒市场规模达到约 625 亿元，人均消费金额呈南高北低分布

据酒经，2023 年江苏白酒市场规模达到约 625 亿元，人均消费金额呈南高北低分布。

图 8：部分省份白酒市场规模情况



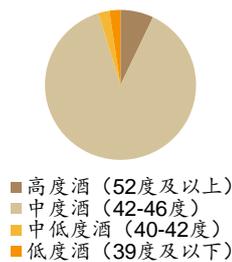
资料来源：酒经公众号，德邦研究所

注：统计年份为 2023 年，部分原始数据为大约值，此处仅作示意性展示

✓ 需求端：中度浓香为主流，主流价格带南高北低

江苏以中度浓香型白酒消费为主。从消费习惯来看，江苏居民偏好 42-46° 中度白酒，主流香型以委婉的江淮浓香为主。

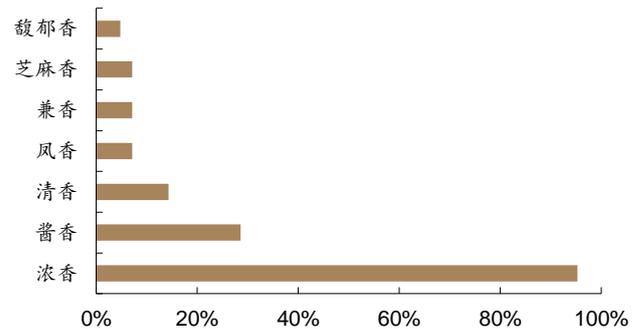
图 9：江苏不同饮用度数占比



资料来源：酒说微信公众号，德邦研究所

注：酒说 2022 年问卷调查，主要覆盖江苏 13 市酒业经销商，有效问卷样本 798 份。

图 10：江苏不同种类白酒认可度



资料来源：酒说微信公众号，德邦研究所

注：酒说 2022 年问卷调查，主要覆盖江苏 13 市酒业经销商，有效问卷样本 798 份。

2.2. 苏酒双雄与全国知名性品牌瓜分江苏白酒市场

✓ 供给端：竞争格局以苏酒双雄为主导，全国性名酒高渗透

今世缘与洋河股份竞合发展，共同培育省内次高端市场，共同享受次高端扩容红利。分价格带来看，1000元以上超高端价格带主要被全国性名酒占据。今世缘与洋河在超高端价格带分别布局了国缘 V9 和梦之蓝 M9 等；今世缘与洋河在主打的 200-300 元中高端价格带、300-800 元次高端价格带，错位布局，竞合发展；100-200 元中低端价格带消费者粘性较差，竞争激烈；100 元以下低端价格带以江苏本土“三沟一河”洋河大曲和双沟大曲、高沟、汤沟为主。

今世缘与洋河在超高端价格带错位布局：今世缘布局清雅酱香国缘 V9，处于高端消费者培育阶段，高端化路线任重道远。洋河布局高端绵柔年份老酒，用时间价值和非遗手工酿造记忆赋予产品稀缺性。千元左右端价格带上，2023 年春天今世缘推出新品国缘六开，战略性填补价格带缺口，向全国化高端白酒主流价位靠拢，与 V 系协同提升国缘品牌价值，同时对洋河构成防御屏障。

表 3：今世缘和洋河高端白酒价格（2024 年 12 月记录）

| 今世缘 | 零售价（元/瓶） | 洋河 | 零售价（元/瓶） |
|-----------|----------|--------------|----------|
| 52 度国缘 V9 | 1249 | 52 度梦之蓝手工班 | 1499 |
| 42 度国缘 V9 | 1009 | 40.8 度梦之蓝手工班 | 1199 |
| 国缘 V6 | 980 | 梦之蓝 M9 | 1199 |
| 国缘六开 | 938 | | |

资料来源：京东，德邦研究所

今世缘与洋河在主打的 300-800 元次高端价格带竞合发展：在 600-800 元的高线次高端价格带洋河主要通过大单品 M6+ 参与竞争；今世缘则蓄力 V 系，同时终端零售价较 M6+ 相差 20-40 元左右，有助于吸引经销商和消费者，未来市占率有望进一步提升。在 300-600 元的低线次高端价格带以及 100-200 元的中低端价格带，今世缘与洋河竞争激烈，国缘四开、对开、淡雅分别对标水晶梦、天之蓝、海之蓝，且今世缘终端零售价均比洋河略低，形成价格差异化竞争。

100-300 元中端价格带今世缘增速较高，2023 年今世缘特 A 类产品营收增速达到 37.1%：250-300 元价格带今世缘以大单品国缘对开为首，对标洋河大单品天之蓝，终端售价比天之蓝低 20 元左右，能够吸引经销商和消费者；150-250 元价格带，地产酒由今世缘主导，国缘单开、柔雅聚焦省内 200 元空白价位，扩大公司产品价格带的覆盖面，提升市场份额和品牌影响力；100-150 元价格带国缘淡雅对标海之蓝，终端售价比海之蓝低 5 元左右，能够吸引消费者。

低端价格带洋河与今世缘挖掘名酒基因，布局光瓶酒市场，强化侧翼力量：洋河 2019 年提出“双沟”名酒复兴，今世缘 2022 年提出“高沟复兴”战略，筑牢品牌护城河。

图 11：今世缘高沟白酒

图 12：洋河双沟白酒



资料来源：公司官网，德邦研究所



资料来源：洋河股份官网，德邦研究所

价格差异化上行，价格带覆盖臻于完善。今世缘、洋河小步快跑，缓慢、有序提价，各大单品出厂价、终端零售指导价呈螺旋式上行。今世缘、洋河均通过历次提价扩大产品矩阵价格带覆盖范围，提升核心单品价格差异度，并提高渠道利润。

表 4：今世缘价格政策变动情况

| 提价时间 | 今世缘提价政策 |
|----------|---|
| 2017年7月 | 2017年7月1日，42度对开终端价格上调10元，42度四开终端价格上调20元 |
| 2017年11月 | 2017年11月1日，四开终端价上调20元/瓶、对开终端价上调15元/瓶、单开终端价上调10元/瓶、柔雅上调10元/瓶、淡雅上调5元/瓶 |
| 2018年6月 | 今世缘典藏10年和15年终端价平均上浮15%左右 |
| 2018年10月 | 2018年10月1日，今世缘统一上调国缘部分主导产品出厂价，并同步调整供货价零售价及团购价，其中零售价和团购价的调整幅度为K5上调30元/瓶，K3、四开、对开上调20元/瓶，单开、淡雅、柔雅上调10元/瓶 |
| 2019年6月 | 2019年6月25日，四开零售价及团购价上调30元/瓶，对开零售价及团购价上调20元/瓶 |
| 2020年2月 | 2020年2月1日，国缘品牌部分主导产品出厂价统一上调，同步调整终端供货价、零售价及团购价。其中，四开上调20元/瓶、对开上调20元/瓶、单开上调10元/瓶；K5上调35元/瓶、K3上调20元/瓶；柔雅上调10元/瓶、淡雅上调5元/瓶 |
| 2020年7月 | 2020年7月1日，四开零售价及团购价上调15元/瓶，对开零售价及团购价上调10元/瓶 |
| 2020年10月 | 四开实行“配额制+价格双轨制”双向政策，产品零售指导价调为588元/瓶 |
| 2021年1月 | 四开出厂价上调10元/瓶 |
| 2021年2月 | 四开出厂价上调10元/瓶 |
| 2021年3月 | 四开出厂价上调10元/瓶 |
| 2021年6月 | 2021年6月1日，42度单开(550ml版)、42度四开(550ml版)开票价分别上调10元/瓶、60元/瓶；52度四开(新版)开票价上调50元/瓶 |
| 2022年6月 | 2022年6月25日，在现有开票价格基础上四开上调10元/瓶，对开上调5元/瓶 |
| 2024年3月 | 2024年3月1日，五代四开，对开，单开在四代基础上分别上调出厂价20元/瓶，10元/瓶，8元/瓶 |

资料来源：公司公告，酒业家，微酒，酒说，德邦研究所

表 5：洋河提价政策变动情况

| 提价时间 | 洋河提价政策 |
|----------|---|
| 2016年2月 | 海之蓝、天之蓝出厂价分别上涨2元、4元 |
| 2017年2月 | 海之蓝产品每瓶上调2元，天之蓝每瓶涨价3元，M3、M6、M9分别上调10元、20元、30元 |
| 2017年10月 | 上调终端供货价海之蓝40元/件、天之蓝90元/件、青瓷25元/件、君坊40元/件 |
| 2017年12月 | M3、M6出厂价分别上涨5元/瓶、10元/瓶 |
| 2018年2月 | 海之蓝、天之蓝每瓶分别提价4元、6元，君坊、圣坊每瓶分别提价2元和3元；烟酒店、团购渠道M3、M6、M9分别上涨15元/瓶、30元/瓶、60元/瓶，商超渠道M3、M6、M9分别上涨20元/瓶、40元/瓶、60元/瓶 |

| | |
|----------|---|
| 2018年7月 | 海、天出厂价小幅上调，终端家售价海之蓝提价60元/箱，天之蓝提价100元/箱，M3提价110元/箱，M6提价140元/箱，M9提价600元/箱 |
| 2019年5月 | 上调海天梦终端供货指导价，最高涨幅超20%其中海之蓝涨价近百元/箱，天之蓝、M3、M6每箱涨价百元以上，梦九涨幅达到千元/箱 |
| 2020年9月 | 梦之蓝M3产品供价和终端成交价双双上调。产品供价提升20元/瓶 |
| 2020年10月 | 2020年中秋期间，洋河施行双轨制 |
| 2021年8月 | 2021年8月推出新版天之蓝，升级产品批价 |
| 2023年11月 | 11月20日40.8度苏酒头排酒产品的出厂结算价提价30元/盒 |
| 2024年4月 | 洋河梦之蓝M6+自4月1日起，出厂价上涨20元/瓶 |

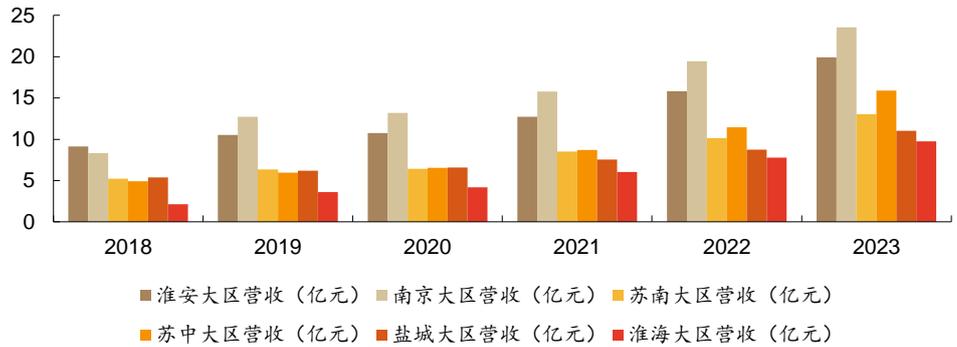
资料来源：酒业家，酒说，微酒等，德邦研究所

3. 未来看点：充分挖掘省内潜力，战略性推动全国化布局

3.1. 省内市场未触及天花板，仍有扩容空间

省内，淮海大区、南京大区市场成熟，苏中大区、苏南大区成长潜力可观。基地市场淮安大区成熟度高，公司瞄准薄弱县区发力；苏南大区消费水平高，是高端、高线次高端潜力市场，未来V系的发力有望在苏南放量；苏中大区单商规模同比23年增长超过20%，单商规模提升成为主要增长引擎。

图 13：公司省内各区营收情况

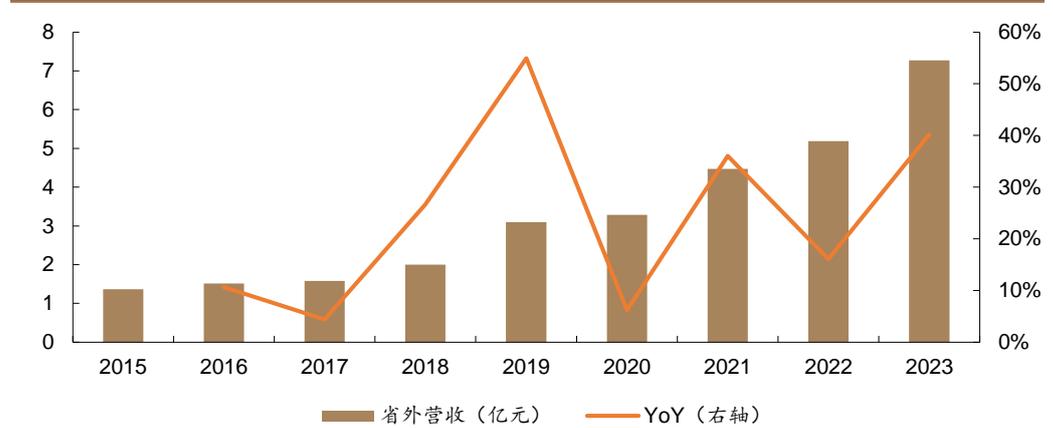


资料来源：公司各年年报，德邦研究所

3.2. 全国化路线：周边化、板块化打造样板市场

公司省外营收逐年增长，省外市场提升空间广阔。公司 2023 年“五化举措”之一就是构建全国化突破模式。对于省外布局，公司目前聚焦“3+4”战略，即以周边化+板块化的思路，将上海、浙江、安徽以及北京、山东、河南、江西作为战略重点省级市场，确立滁州、湖州、马鞍山、枣庄、临沂等 10 个地级市重点板块市场，在小范围形成消费氛围后再向周边拓展，以点破面推动全国化进程。

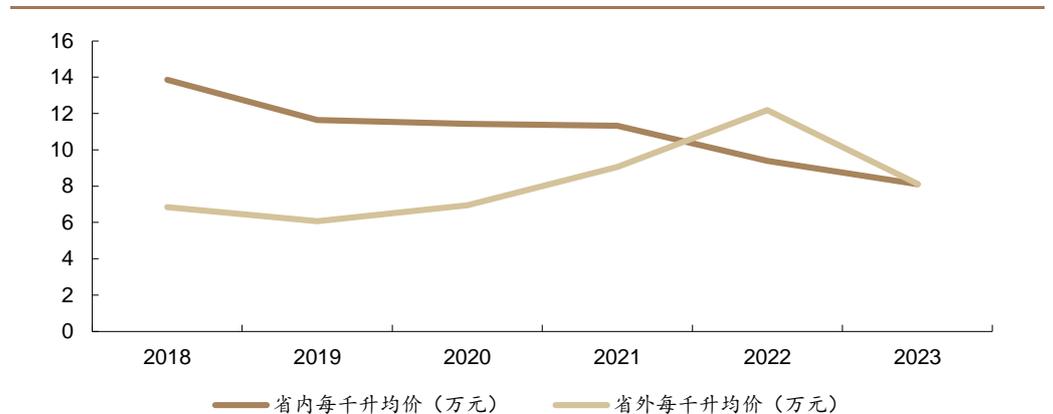
图 14：省外营收及增速



资料来源：公司公告，德邦研究所

公司今世缘在十四五规划中指出，力争 2025 年省外市场销售占比 20% 以上，V 系也将成为省外市场的重要突破点。省外因地制宜布局实施“1+2+4”战略：“1”是重点突破的山东市场，负责样板打造，“2”是制高战略的北京、上海市场，为高端 V 系的试金石市场；“4”则是河南、安徽、江西、浙江等环江苏市场；公司聚焦环江苏板块市场，2023 年确立马鞍山、枣庄、嘉兴等 10 个省外重点板块市场；并强化长三角市场一体化；公司对样板市场持续验证投入模式、品系结构、人员配置、管理机制，逐渐扩展走向全国化。公司贯彻执行省外产品矩阵“重定位”战略，致力高端引领，省外市场主推国缘品牌，主推开系，六开打头，培育带动四开、对开成长放量，率先导入 V6，长三角协同布局 V 系。“国缘”品牌在省外的占比在 2020~2022 年期间快速提升，驱动省外白酒增额超越省内。

图 15：省内外每千升均价对比情况



资料来源：公司各年年报，德邦研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

今世缘盈利预测的主要假设如下：

1) 特 A+类：特 A+类为出厂指导价 300 元以上的产品，主要包含国缘 V3、四开、对开等产品，2024 年前三季度同比增长 18.86%。其中，国缘 V3 产品主要面对高端市场，已站稳 600 元价位带，是国缘品牌中的最新产品系列，有较大的市场潜力推动产品结构升级。国缘四开在省内市场拥有显著的竞争优势，伴随省外市场的扩展，有望持续增长。预测 V3 和四开将带动特 A+类产品的销量增长，价格和毛利润整体保持不变，预计 2024-2026 年特 A+类销量同比增长 20.5%、15.4%、10.5%。价格站稳对应价格带，不会有明显变化，预计吨价同比变化-2.0%、-2.0%、+2.5%。公司近期布局高端酒市场，短期需要承担成本，预计毛利率为 83.4%、82.6%、83.2%。

2) 特 A 类：特 A 类为 100-300 元价位带产品，主要包含淡雅国缘、单开国缘、今世缘典藏系列等产品，2024 年前三季度同比增长 21.91%。淡雅系列作为国缘的补充产品，在市场表现良好，尤其在中低端消费市场中具有较强的竞争力，公司将坚定做次高端，从高引导。预测特 A 类产品将维持价格，同时销量增长，毛利率略有降低，预计 2024-2026 年特 A 类销量同比增长 20.5%、15.2%、10.0%。价格站稳对应价格带，不会有明显变化，预计吨价同比变化-2.0%、-1.0%、+2.0%。公司近期布局高端酒市场，短期需要承担成本，预计毛利率为 66.9%、65.6%、65.6%。

3) A 类：A 类为 50-100 元价位带产品，2024 年前三季度同比增长 12.28%。今世缘品牌近几年处于调整优化期，战略定位、主线品牌都在调整，预测未来每个品牌的差异将会更加清晰，减少重复投入。A 类产品仍有一定的市场，预计增速相比特 A+类、特 A 类有所放缓。预计 2024-2026 年 A 类销量同比增长 12.0%、10.0%、10.0%。吨价可能有小幅变动，整体维持不变，预计吨价同比变化 +4.0%、-3.0%、-2.0%，毛利率小幅下滑，预计毛利率为 54.8%、52.5%、51.1%。

4) B 类：B 类为 20-50 元价位带产品，2024 年前三季度同比下降 5.72%。B 类产品在整个白酒业务中的占比较少，预计收获的资源倾斜将进一步减少，预计 2024-2026 年 B 类销量同比增长 6.0%、5.0%、5.0%。吨价因为培养品牌形象，预估有所增长，预计吨价同比增长 3.0%、2.0%、2.0%。毛利率基本不变，预计毛利率为 32.5%、32.5%、32.5%。

5) C 类&D 类：C 类&D 类为 20 元以下价位带产品，2024 年前三季度同比下降 11.00%。C 类&D 类产品已出现较为明显的下滑，随着今世缘剑指次高端化，预计其销量会继续同比下滑，预计 2024-2026 年 C 类&D 类销量同比下降 5.1%、5.0%、5.0%。吨价因为培养品牌形象，预估有所增长，预计吨价同比增长 3.0%、3.0%、1.0%。毛利率因吨价上涨而上涨，预计毛利率为 14.1%、14.1%、12.4%。

表 6：今世缘主营业务拆分及预测

| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 特 A+类 | | | | |
| 营收 (亿元) | 65.04 | 76.80 | 86.86 | 98.41 |
| YOY | 25.13% | 18.09% | 13.09% | 13.30% |
| 毛利率 | 85.52% | 83.45% | 82.59% | 83.15% |
| 特 A 类 | | | | |
| 营收 (亿元) | 28.70 | 33.89 | 38.66 | 43.37 |
| YOY | 37.11% | 18.09% | 14.05% | 12.20% |
| 毛利率 | 71.07% | 66.93% | 65.60% | 65.60% |

| A 类 | | | | |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营收 (亿元) | 4.11 | 4.79 | 5.12 | 5.51 |
| YOY | 26.68% | 16.48% | 6.73% | 7.80% |
| 毛利率 | 55.68% | 54.82% | 52.51% | 51.05% |
| B 类 | | | | |
| 营收 (亿元) | 1.60 | 1.74 | 1.87 | 2.00 |
| YOY | 9.66% | 9.18% | 7.10% | 7.09% |
| 毛利率 | 29.14% | 32.46% | 32.46% | 32.48% |
| C 类&D 类 | | | | |
| 营收 (亿元) | 0.86 | 0.85 | 0.83 | 0.79 |
| YOY | 5.52% | -2.26% | -2.15% | -4.05% |
| 毛利率 | 9.72% | 14.10% | 14.10% | 12.40% |
| 白酒业务 | | | | |
| 销量 (千升) | 46708 | 54302 | 61134 | 66600 |
| YOY | 19.87% | 16.26% | 12.58% | 8.94% |
| 均价 (万元/千升) | 21.48 | 21.74 | 21.81 | 22.54 |
| YOY | 6.67% | 1.25% | 0.29% | 3.33% |
| 白酒业务总营收 (亿元) | 100.32 | 118.08 | 133.32 | 150.09 |
| YOY | 27.86% | 17.71% | 12.91% | 12.57% |
| 毛利率 | 78.61% | 76.30% | 75.38% | 75.85% |

资料来源: wind, 公司公告, 德邦研究所
 注: 其他业务占比过低, 未在此表列示

4.2. 相对估值

2023年公司总营收和归母净利分别为101.00亿元和31.36亿元，过去2019-2023年营收和归母净利的复合增速分别为12.92%和10.09%。

预计24-26年公司营业收入分别为118.74/133.99/150.75亿元，同比增速17.59%/12.84%/12.51%，归母净利润分别为36.29/40.07/46.73亿元，同比增速为15.71%/10.42%/16.60%，EPS分别为2.89/3.19/3.73元。我们认为公司充分受益于江苏省内主流价格带升级，省内省外拓展均有空间，维持“增持”评级。

表 7：今世缘可比公司估值表

| 股票代码 | 公司简称 | 市值 (亿元) | 收盘价 (元) | 市盈率 | | | | 每股收益 (元) | | | |
|------------------|-------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | | | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 002304.SZ | 洋河股份 | 1206.66 | 80.10 | 15.75 | 13.88 | 13.92 | 13.09 | 5.57 | 5.81 | 5.79 | 6.16 |
| 000596.SZ | 古井贡酒 | 896.29 | 169.56 | 28.40 | 15.65 | 13.39 | 11.57 | 10.45 | 10.73 | 12.54 | 14.51 |
| 603589.SH | 口子窖* | 221.10 | 36.85 | 16.02 | 11.31 | 10.09 | 9.03 | 2.81 | 3.22 | 3.61 | 4.04 |
| 603198.SH | 迎驾贡酒* | 420.16 | 52.52 | 24.59 | 13.89 | 11.11 | 9.17 | 3.30 | 3.65 | 4.56 | 5.53 |
| | 中位数 | | | 20.30 | 13.89 | 12.25 | 10.37 | | | | |
| | 均值 | | | 21.19 | 13.68 | 12.13 | 10.72 | | | | |
| 603369.SH | 今世缘* | 543.20 | 43.30 | 20.01 | 16.59 | 15.02 | 12.88 | 2.86 | 2.89 | 3.19 | 3.73 |

资料来源：wind，各公司公告，德邦研究所预测（收盘价为2025年1月8日）

注：标*公司为德邦覆盖，采取德邦预测数据，其余采用wind一致预期；收盘价采取2025年1月8日数据

5. 风险提示

经济复苏情况不及预期。

产品培育不及预期风险。

省内竞争加剧风险。

财务报表分析和预测

| 主要财务指标 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 2.52 | 2.89 | 3.19 | 3.73 |
| 每股净资产 | 10.59 | 12.37 | 14.29 | 16.42 |
| 每股经营现金流 | 2.23 | 2.73 | 4.04 | 4.37 |
| 每股股利 | 1.00 | 1.12 | 1.28 | 1.59 |
| 价值评估(倍) | | | | |
| P/E | 19.38 | 14.92 | 13.52 | 11.59 |
| P/B | 4.60 | 3.49 | 3.02 | 2.63 |
| P/S | 5.36 | 4.56 | 4.04 | 3.59 |
| EV/EBITDA | 13.83 | 10.14 | 8.89 | 7.16 |
| 股息率% | 2.1% | 2.6% | 3.0% | 3.7% |
| 盈利能力指标(%) | | | | |
| 毛利率 | 78.3% | 76.1% | 75.2% | 75.7% |
| 净利润率 | 31.0% | 30.6% | 29.9% | 31.0% |
| 净资产收益率 | 23.6% | 23.4% | 22.4% | 22.7% |
| 资产回报率 | 14.5% | 15.2% | 14.3% | 14.6% |
| 投资回报率 | 20.6% | 22.4% | 21.4% | 21.9% |
| 盈利增长(%) | | | | |
| 营业收入增长率 | 28.0% | 17.6% | 12.8% | 12.5% |
| EBIT 增长率 | 27.5% | 19.6% | 10.7% | 17.2% |
| 净利润增长率 | 25.3% | 15.7% | 10.4% | 16.6% |
| 偿债能力指标 | | | | |
| 资产负债率 | 38.6% | 34.9% | 36.3% | 35.5% |
| 流动比率 | 1.6 | 1.5 | 1.5 | 1.5 |
| 速动比率 | 1.0 | 0.8 | 0.7 | 0.8 |
| 现金比率 | 0.8 | 0.6 | 0.6 | 0.7 |
| 经营效率指标 | | | | |
| 应收帐款周转天数 | 1.8 | 2.1 | 2.0 | 1.9 |
| 存货周转天数 | 833.8 | 800.0 | 800.0 | 800.0 |
| 总资产周转率 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 固定资产周转率 | 8.1 | 4.3 | 3.8 | 2.0 |

| 现金流量表(百万元) | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润 | 3,136 | 3,629 | 4,007 | 4,673 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 148 | 197 | 279 | 451 |
| 非经营收益 | -217 | -12 | -15 | -18 |
| 营运资金变动 | -266 | -386 | 798 | 381 |
| 经营活动现金流 | 2,800 | 3,428 | 5,069 | 5,487 |
| 资产 | -2,194 | -2,783 | -2,611 | -1,659 |
| 投资 | 860 | 400 | 0 | 0 |
| 其他 | 136 | 24 | 27 | 30 |
| 投资活动现金流 | -1,198 | -2,358 | -2,584 | -1,629 |
| 债权募资 | 300 | -900 | 0 | 0 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -923 | -1,400 | -1,600 | -2,000 |
| 融资活动现金流 | -623 | -2,300 | -1,600 | -2,000 |
| 现金净流量 | 979 | -1,231 | 885 | 1,858 |

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 1 月 9 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

| 利润表(百万元) | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 | 10,100 | 11,874 | 13,399 | 15,075 |
| 营业成本 | 2,187 | 2,840 | 3,323 | 3,666 |
| 毛利率% | 78.3% | 76.1% | 75.2% | 75.7% |
| 营业税金及附加 | 1,497 | 1,805 | 2,037 | 2,291 |
| 营业税金率% | 14.8% | 15.2% | 15.2% | 15.2% |
| 营业费用 | 2,097 | 2,197 | 2,479 | 2,638 |
| 营业费用率% | 20.8% | 18.5% | 18.5% | 17.5% |
| 管理费用 | 428 | 392 | 429 | 467 |
| 管理费用率% | 4.2% | 3.3% | 3.2% | 3.1% |
| 研发费用 | 43 | 47 | 54 | 60 |
| 研发费用率% | 0.4% | 0.4% | 0.4% | 0.4% |
| EBIT | 3,869 | 4,628 | 5,122 | 6,001 |
| 财务费用 | -183 | -210 | -220 | -230 |
| 财务费用率% | -1.8% | -1.8% | -1.6% | -1.5% |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 109 | 24 | 27 | 30 |
| 营业利润 | 4,179 | 4,850 | 5,354 | 6,243 |
| 营业外收支 | -17 | -12 | -12 | -12 |
| 利润总额 | 4,162 | 4,838 | 5,342 | 6,231 |
| EBITDA | 4,019 | 4,825 | 5,401 | 6,452 |
| 所得税 | 1,026 | 1,210 | 1,336 | 1,558 |
| 有效所得税率% | 24.6% | 25.0% | 25.0% | 25.0% |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司所有者净利润 | 3,136 | 3,629 | 4,007 | 4,673 |

| 资产负债表(百万元) | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 6,457 | 5,226 | 6,112 | 7,970 |
| 应收账款及应收票据 | 49 | 67 | 73 | 80 |
| 存货 | 4,996 | 6,225 | 7,284 | 8,035 |
| 其它流动资产 | 1,412 | 1,022 | 1,037 | 1,050 |
| 流动资产合计 | 12,914 | 12,540 | 14,506 | 17,134 |
| 长期股权投资 | 41 | 41 | 41 | 41 |
| 固定资产 | 1,254 | 2,756 | 3,484 | 7,664 |
| 在建工程 | 3,711 | 4,732 | 6,263 | 3,210 |
| 无形资产 | 409 | 459 | 519 | 589 |
| 非流动资产合计 | 8,717 | 11,290 | 13,609 | 14,805 |
| 资产总计 | 21,631 | 23,830 | 28,115 | 31,940 |
| 短期借款 | 900 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 1,170 | 1,393 | 1,785 | 1,910 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其它流动负债 | 6,072 | 6,720 | 8,206 | 9,234 |
| 流动负债合计 | 8,142 | 8,113 | 9,992 | 11,144 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其它长期负债 | 201 | 201 | 201 | 201 |
| 非流动负债合计 | 201 | 201 | 201 | 201 |
| 负债总计 | 8,344 | 8,315 | 10,193 | 11,345 |
| 实收资本 | 1,255 | 1,255 | 1,255 | 1,255 |
| 普通股股东权益 | 13,287 | 15,515 | 17,922 | 20,595 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债和所有者权益合计 | 21,631 | 23,830 | 28,115 | 31,940 |

信息披露

分析师与研究助理简介

熊鹏，德邦证券大消费组组长&食品饮料首席分析师，上海交通大学及挪威科技大学双硕士。全面负责食品饮料行业各板块的研究，6年行业研究经验，2022年卖方分析师水晶球奖公募榜单上榜。曾任职于西部证券、国信证券、安信证券等，2022年12月加入德邦证券研究所。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

| | 类别 | 评级 | 说明 |
|--|--------|------|--------------------------------|
| 1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； | 股票投资评级 | 买入 | 相对强于市场表现 20%以上； |
| | | 增持 | 相对强于市场表现 5%~20%； |
| | | 中性 | 相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| | | 减持 | 相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上； |
| | | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间； |
| | | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。 |

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。