

今世缘 (603369.SH)

解析今世缘的增长确定性

核心观点:

- **管理机制理顺, 价格带向两侧延伸。**2017年后公司抓住消费升级机遇, 步入发展快车道。2022年将销售团队管理架构调整至“三部一司”, 分品牌进行专业化运营, 同年更新股权激励方案提振团队斗志。2023年营收成功突破百亿大关。当前国缘四开地位稳固, 在省内400-600元价格带优势不断扩大, 后续有望延续强势表现。向上看公司推出V系列产品占位更高价格带, 错位竞争下国缘V3有望进入势能释放期。向下看国缘品牌赋能下淡雅有望持续放量。
- **省内势能有望延续, 省外扩张思路清晰。**(1) **省内市场:** 公司苏北市场优势明显, 后续有望在多价格带开花结果。苏中区域势头强劲, 多产品放量下有望贡献中短期主要业绩增量; 苏南区域名酒竞争激烈, 后续有望逐步补齐短板、站稳脚跟。(2) **省外市场:** 公司聚焦江苏周边市场投放资源, “以点带面”分级突破。产品组合开系主导、因城施策; 渠道上携手经销商共建市场。有望成为公司的中长期增长点。
- **如何看待后续成长空间与增长确定性?** (1) **竞争视角看,** 考虑到洋河仍处于调整期内, 公司V系列产品已在省内部分区域完成高势能原点人群培育, 后续有望充分受益于新一轮次高端价格带的扩容红利。(2) **渠道视角看,** 公司省内团购资源丰富, 向上升级时打法可复制, 2019年推动“1+1+N”深度协销模式后终端管控能力提升, 横向推广、向下延申时有支点。(3) **成长空间上,** 复盘历史, 地产酒龙头受益于省外扩张可能性的增加与省内市占率进一步提升的强确定性, 普遍享有较高估值溢价。今世缘作为崛起中的苏酒龙头, 后续除归母净利润的增长外, PE估值中枢有望同步上移, 打开向上空间。
- **盈利预测与投资建议:** 预计2024-2026年公司归母净利润分别为34/37/41亿元, 同比+9%/+9%/+10%, 对应PE为19/17/16倍。给予2025年20倍PE估值, 对应合理价值60.0元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 核心单品势能减弱、省内竞争加剧、食品安全风险

盈利预测:

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	7888	10100	11412	12486	13628
增长率 (%)	23.1%	28.0%	13.0%	9.4%	9.1%
EBITDA (百万元)	3179	4019	4575	4971	5457
归母净利润 (百万元)	2503	3136	3430	3743	4105
增长率 (%)	23.3%	25.3%	9.4%	9.1%	9.7%
EPS (元/股)	2.01	2.52	2.75	3.00	3.29
市盈率 (P/E)	25.36	19.38	18.90	17.32	15.79
ROE (%)	22.6%	23.6%	22.5%	21.8%	21.5%
EV/EBITDA	18.58	13.83	12.71	11.68	10.53

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

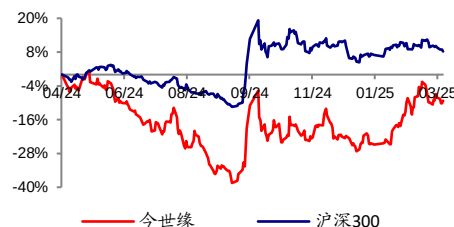
买入

当前价格	52.52 元
合理价值	60.0 元
前次评级	买入
报告日期	2025-04-03

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1246.8/1246.8
总市值/流通市值 (百万元)	65481/65481
一年内最高/最低 (元)	59.51/35.59
30日均成交量/成交额 (百万)	6.6/354.2
近3个月/6个月涨跌幅 (%)	17.23/-3.69

相对市场表现



分析师:

符蓉



SAC 执证号: S0260523120002



021-38003552



furong@gf.com.cn

分析师:

钱浩



SAC 执证号: S0260517080014



SFC CE No. BND274



021-38003634



shqianhao@gf.com.cn

请注意, 符蓉并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

今世缘 (603369.SH): 产品结构提升, 省外高增延续	2024-10-31
今世缘 (603369.SH): 业绩表现稳健, 费用有所收缩	2024-08-18

联系人:

周源

fzzhouyuan@gf.com.cn

目录索引

一、历史沿革：差异化战略铸就百亿营收	5
二、管理机制理顺，开启后百亿时代新征程	7
（一）地方政府控股，股权激励提振团队斗志	7
（二）组织架构优化，“三部一司”改革方案落地	8
三、国缘开系产品为基，价格带向两侧延伸	9
（一）产品矩阵：拥有“国缘+今世缘+高沟”三大品牌	9
（二）向上看：国缘 V3 进入势能释放期	12
（三）向下看：国缘淡雅有望持续放量	13
四、省内势能有望延续，省外扩张思路清晰	13
（一）苏北：结构升级+精耕细作，有望稳步向上	15
（二）苏中：势头强劲，贡献中短期主要增量	15
（三）苏南：南京大区基本盘稳固，苏锡常区域补齐短板	16
（四）省外：扩张思路清晰，道远行则将至	17
五、如何看待后续成长空间与增长确定性？	18
（一）产品视角：新一轮价格带扩容在即，国缘 V3 有望充分受益	18
（二）竞争视角：洋河处于调整期，长期看错位竞合下均有成长空间	19
（三）渠道视角：向上升级打法可复制，横向延申有支点	20
（四）空间视角：地产酒龙头享有估值溢价，打开向上空间	22
六、盈利预测和投资建议	24
七、风险提示	26

图表索引

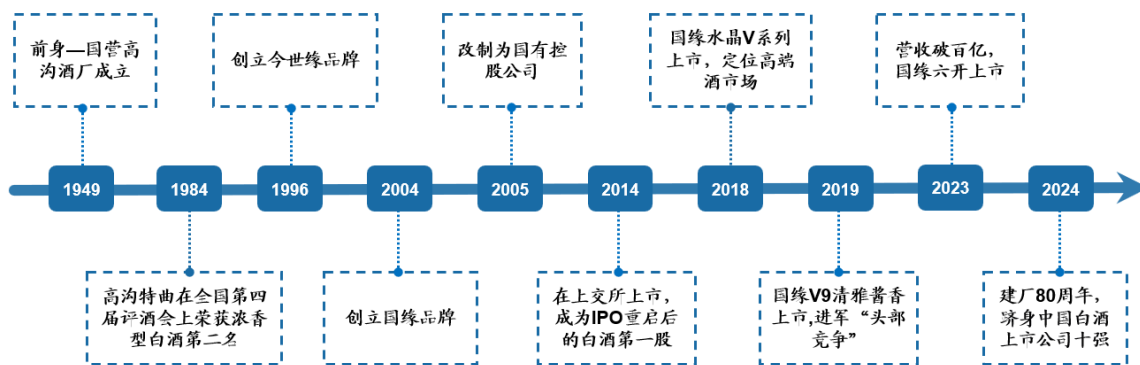
图 1: 今世缘发展历程	5
图 2: 今世缘营收、同比增速	5
图 3: 今世缘归母净利润、同比增速	5
图 4: 今世缘产品升级路径	6
图 5: 今世缘国企改制历程	6
图 6: 今世缘股权架构 (截至 2025.1.16)	7
图 7: 今世缘“三部一司”销售组织架构	8
图 8: 今世缘销售人员数量变化 (人)	9
图 9: 今世缘销售人员平均薪酬、同比增速	9
图 10: 今世缘产品矩阵	10
图 11: 今世缘三大品牌定位、宣传重心、目标场景	10
图 12: 今世缘产品营收占比 (分价格带、2023A)	11
图 13: 今世缘产品营收增速 (分价格带)	11
图 14: 今世缘主要产品提价动作梳理	11
图 15: 今世缘产品销量、同比增速	12
图 16: 今世缘产品吨价、同比增速	12
图 17: 今世缘产品与省内主要竞品批价对比 (单位: 元)	12
图 18: 国缘 V3 营销广告	13
图 19: 批价、终端售价对比 (国缘淡雅、海之蓝, 单位: 元)	13
图 20: 江苏省 GDP、同比增速	14
图 21: 江苏省白酒市场规模位居全国第二 (2023A)	14
图 22: 江苏省内竞争格局 (2023A)	14
图 23: 今世缘省内大区划分情况	15
图 24: 今世缘省内各大区营收占比 (2023A)	15
图 25: 今世缘淮安、盐城、徐州大区营收增速	15
图 26: 苏北、苏中、苏南人均 GDP、同比增速 (2022A)	15
图 27: 今世缘苏中区域营收增速	16
图 28: 今世缘苏中区域销量 YoY、吨价 YoY	16
图 29: 苏南、南京区域营收增速	17
图 30: 今世缘省内、省外营收占比 (2023A)	17
图 31: 今世缘省外营收、量/价增速	17
图 32: 今世缘省内、省外经销商数量 (个)	18
图 33: 今世缘经销商单体营收情况对比(2023A)	18
图 34: 2024 年 9 月以来经济刺激政策密集出台	19
图 35: 洋河股份单季营收 (YoY)	20
图 36: 洋河股份合同负债 (YoY)	20
图 37: 今世缘、洋河股份多维度对比	20
图 38: 今世缘省内经销商-单商体量、同比增速	21
图 39: 洋河省内经销商-单商体量、同比增速	21
图 40: 国缘产品推广模式强调意见领袖培育	21

图 41: 今世缘渠道模式变迁.....	22
图 42: 山西汾酒省内、省外营收占比	22
图 43: 山西汾酒相对估值情况	22
图 44: 18-20 年古井贡酒核心区域营收优势持续扩大.....	23
图 45: 古井 18-20 年较迎驾、口子窖估值优势扩大	23
图 46: 今世缘、洋河股份省内营收差距持续收窄	23
图 47: 今世缘估值中枢仍有上行空间	23
表 1: 今世缘现任管理层情况 (截至 1H24)	7
表 2: 今世缘盈利预测 (分产品)	24
表 3: 可比公司估值对比 (截至 2025 年 4 月 2 日收盘价) (单位: 人民币元) ..	25

一、历史沿革：差异化战略铸就百亿营收

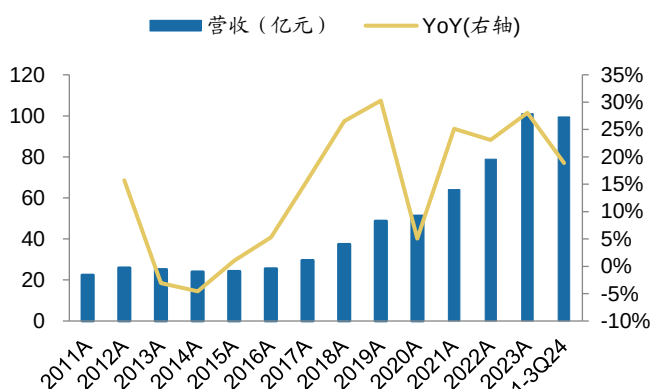
始于高沟，差异化战略铸就百亿营收。公司脱胎于1949年成立的高沟酒厂，作为江苏名酒“三沟一河”的重要组成部分，高沟特曲曾在全国第四届评酒会上被评为全国浓香型白酒第二名，历史底蕴深厚。后公司先后于1996年、2004年推出今世缘、国缘品牌，与原高沟品牌共同构成当前公司的三大品牌系列。股权架构方面公司历经多次增资改制，于2011年变更设立为股份公司，并在2014年成功上市、成为淮安市首家上市企业。2017年以来公司顺应消费升级趋势，将发展重心迁移至次高端价格带，国缘品牌通过品牌再定位、价格带错位竞争等方式获取产品势能，2017年-2023年公司营收/归母净利CAGR分别为+21.7%/+22.6%。渠道结构转向“网格化、扁平化、精细化”，配合组织架构调整实现精细化管理，同时“控盘分利”稳定渠道利润、提高经销商忠诚度。区域上公司省内由北至南进军，省外聚焦长三角区域打开发展空间。多头并进下，公司于2023年成功实现百亿营收。

图 1：今世缘发展历程



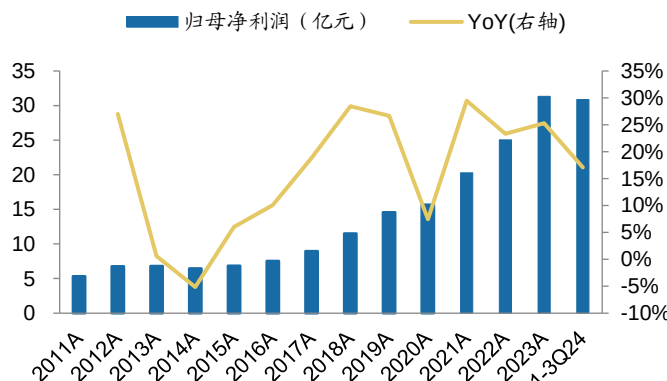
数据来源：公司官网、公司年报，广发证券发展研究中心

图 2：今世缘营收、同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 3：今世缘归母净利润、同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

产品结构持续升级，核心品牌历经两次迭代。公司最早销售的高沟产品历史悠久。在1984年全国第四届评酒会上，高沟特曲名列全国浓香型白酒第二名。后高沟酒厂

于1995年陷入半停产状态，涟水副县长郑宁兼任高沟酒厂厂长后公司积极改制，放弃老品牌、老套路，并于1996年8月创设“今世缘”品牌，推出“地球”“太阳”“月亮”三款星球系列产品，在2008年发布典藏系列升级产品，顺应大众消费崛起的趋势，聚焦婚宴市场，以“有喜庆，今世缘”为主线对品牌进行差异化营销。2004年“国缘”品牌诞生，定位为“江苏高端白酒第一品牌”，推出四开、对开、单开等产品，目标瞄准高端商务市场，当时四开的定价就已高达300-400元。2017年后随着省内消费向300元+价格带升级，以国缘四开、对开为代表的特A+类产品营收占比逐渐提升。2018年公司V系列产品焕新上市，打开单品向上升级空间。2019年推出国缘V9，2023年推出国缘六开、国缘2049等产品，提前占位千元以上更高价格带。

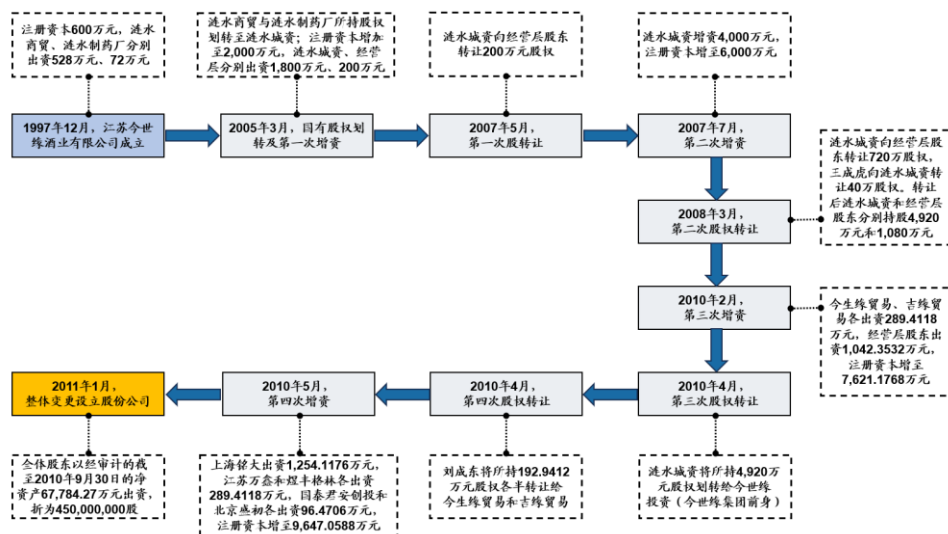
图 4：今世缘产品升级路径



数据来源：公司官网、新华网，广发证券发展研究中心

2005年开启国企改制，实现与管理层利益的深度绑定。公司于2005年起开启国企改制，通过股权转让、增资等方式引入管理层持股机制。2007年、2008年公司控股股东两次向管理层转让股权后，当年公司管理层持股提升至18%。2010年公司再次通过增资的方式引入今世缘贸易、吉缘贸易两大中基层干部持股平台，目前各自持有上市公司3.28%的股权(截至1H24)。同年，公司引入上海铭大、江苏万鑫等战略投资者以现金形式入股公司。2011年，公司整体变更设立为股份公司。

图 5：今世缘国企改制历程



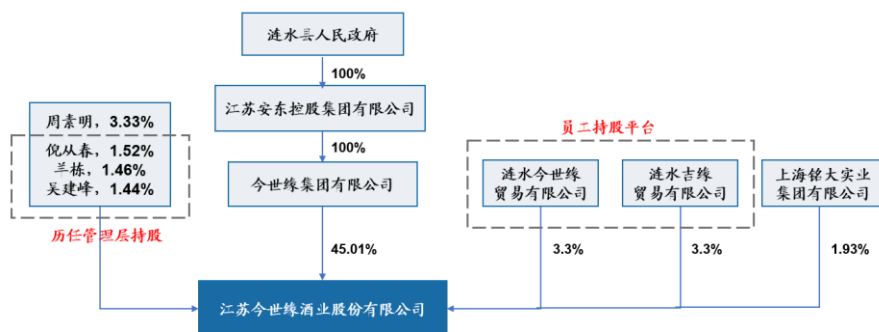
数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

二、管理机制理顺，开启后百亿时代新征程

（一）地方政府控股，股权激励提振团队斗志

当前涟水县政府为公司实控人，员工持股比例高。涟水县政府通过今世缘集团间接持有上市公司45.01%的股权，是公司的实控人。公司历史上通过国企改革引入了管理层控股机制、后通过股权转让、增发、股权激励等方式不断增加管理层、员工持股比例。近期公司于2022年更新股权激励方案，向7名高管、326名核心技术、管理骨干员工授予 768 万份股票期权，有效提振团队斗志。随着22-23年公司业绩目标的顺利达成，目前9名现任高管直接持有上市公司4%的股权，两家员工持股平台合计持有上市公司6.6%股权。

图 6：今世缘股权架构（截至2025.1.16）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

管理层经验丰富，核心高管多源自内部培育。2022年4月，顾祥悦出任公司董事长。顾总曾任职于多个政府机关、后于2020年先行担任公司总经理。顾总履新后，在组织架构、产品矩阵、渠道运营等方面推动一系列改革，带领公司营收突破百亿大关。除顾总外，公司当前其他8位核心高管均源自内部培养提拔，具备丰富的市场实战经验。

表 1：今世缘现任管理层情况（截至1H24）

姓名	职务	年龄	薪酬情况 (2023A、万元)	简介
顾祥悦	董事长	57	166.7	江苏省涟水县人，研究生学历。历任共青团涟水县委书记，五港镇党委书记，高沟镇党委书记；洪泽县常务副县长、洪泽县委副书记，涟水县政府政协主席。2020年11月至2022年02月任任公司党委副书记、副董事长、总经理；2022年02月至2022年04月任公司党委书记、副董事长、总经理；2022年04月至今任公司党委书记、董事长、总经理。
吴建峰	副董事长	59	172.1	历任高沟酒厂技术员、研究所所长、副厂长。2014年3月至今任公司副董事长、副总经理。
方志华	副总经理	56	159.1	历任高沟酒厂设备能源科技技术员、机电车间主任，今世酒业制造车间主任、生产设备部主办、技改办主任、总经理助理、研究院副院长。2014

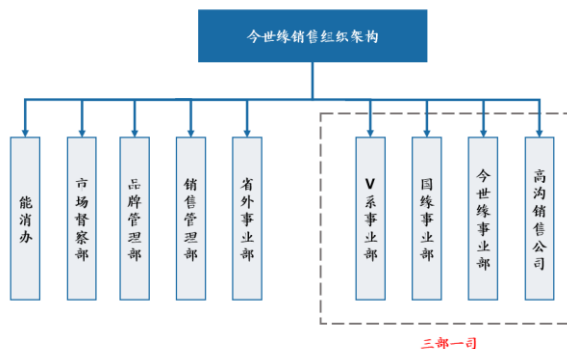
				年 03 月至今任公司副总经理。
胡跃吾	副总经理	46	169.8	历任公司连云港经营部副经理、扬州分公司副经理、淮安分公司副经理、市场部经理兼涟水今世缘酒业销售副总经理；2010 年 12 月至 2014 年 3 月任公司总经理助理；2014 年 3 月至今任公司副总经理。
羊栋	副总经理	58	165.6	历任高沟酒厂劳动人事科长、人力资源部主管、淮安分公司经理，涟水今世缘酒业销售副总经理、公司总经理助理；2005 年 11 月至 2010 年 12 月任公司副总经理；2011 年 01 月至今任公司副总经理。
王卫东	副总经理, 董秘, 总会计师	54	167.7	历任公司销售、供应、审计、财务等部门经理, 纪委副书记, 财务负责人, 党委委员, 副总经理。2011 年 1 月至今任公司董事、副总经理、总会计师、董事会秘书
李维群	副总经理	45	158.0	历任新品处主任、质检中心主任、企管部经理；2015 年 01 月至 2017 年 06 月任公司管理信息部经理；2017 年 06 月至 2018 年 04 月任公司总经理助理；2018 年 04 月至今任公司副总经理；2017 年 06 月至 2018 年 04 月任公司总经理助理；2018 年 04 月至今任公司副总经理。
陈玖权	副总经理	54	169.3	历任高沟酒厂厂办、劳动人事科职员、企划部职员、苏州办事处、淮安办事处副经理、淮安分公司常务副经理、泰州及南通营销中心经理、南京分公司经理；2018 年 11 月至 2020 年 06 月任公司总经理助理；2020 年 06 月至今任公司副总经理。
周永和	副总经理	46	164.3	历任公司行政秘书、包装中心主任、审计部经理、市场督察部经理、高沟事业部经理、销售部经理、盐城营销中心经理。2018 年 10 月至 2020 年 06 月任公司总经理助理；2020 年 06 月至今任公司副总经理。

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

（二）组织架构优化，“三部一司”改革方案落地

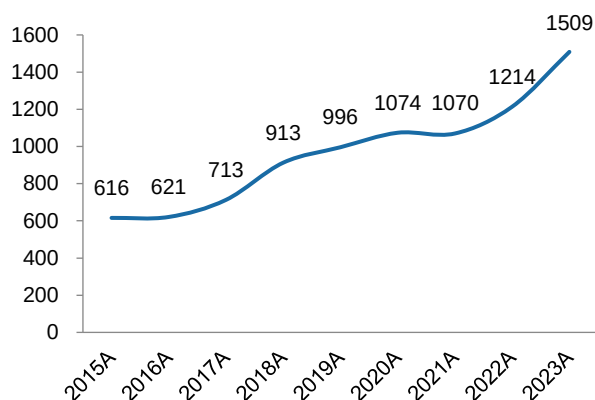
推动“三部一司”销售组织架构改革，当前方案已完全落地。2022年董事长顾总上任后推动销售组织架构重构，成立国缘 V系、国缘、今世缘三大事业部、组建高沟销售公司，“三部一司”销售组织架构正式成立。改革后销售团队架构更加扁平化，公司下放决策权到事业部再到各大区，各区域内分品牌由不同事业部进行专业化运营管理，提升费用效率，打开销售人员晋升通道。近年来公司销售员工薪酬持续增长，2023年公司销售人员平均薪酬为21.8万元，近三年CAGR+10.9%。

图 7：今世缘“三部一司”销售组织架构



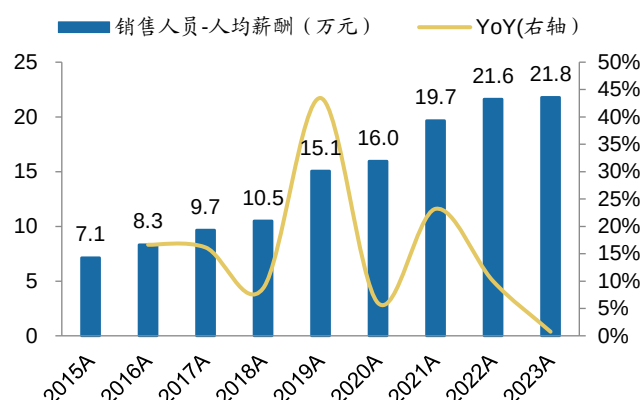
数据来源：公司年报、微酒，广发证券发展研究中心

图 8：今世缘销售人员数量变化（人）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 9：今世缘销售人员平均薪酬、同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

三、国缘开系产品为基，价格带向两侧延伸

（一）产品矩阵：拥有“国缘+今世缘+高沟”三大品牌

公司拥有“国缘+今世缘+高沟”三大白酒品牌，各自实现差异化定位。公司遵循“多品牌、单聚焦、全国化”方略，持续推动形成“雁阵式”品牌架构。明确国缘品牌头雁高飞，带领今世缘品牌、高沟品牌两翼齐飞。（1）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”，其中公司独创的国缘V9清雅酱香型白酒定位“酱香新经典”，品牌聚焦商务公务、高端宴请。

（2）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，聚焦日常聚饮和喜庆家宴等场景。（3）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，聚焦小聚欢聚，闲聚团聚场景。

区域特点构筑独特产品力，打造绿色食品标签。公司地处淮河名酒带、世界美酒特色产区、中国矿泉水之乡。淮安酿酒历史悠久，为名酒之乡。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而不可复制的微生物圈，为酿酒提供得天独厚的生态环境。在香型上，脱胎于传统国标香型，公司研发了清雅酱香、幽雅醇厚、柔雅等香型。同时，公司以绿色、健康为导向，核心单品酒精度数多为42度，对开、国缘四开、国缘V9三款产品获得国家绿色食品认证。

图 10：今世缘产品矩阵

今世缘产品矩阵构成					
国缘品牌	 国缘对开 (42度、270元)	 国缘四开 (42度、幽雅醇厚型、470元)	 国缘V3 (40.9度、浓香型、650元)	 国缘V6 (49度、浓香型、996元)	 国缘V9 (52度、清雅酱香型、1291元)
	 国缘淡雅 (42度、纯粮浓香型、118元)	 国缘2049 (42度、浓香型、1499元)	 国缘K1 (42度、柔雅香型、173元)	 国缘K3 (42度、柔雅型、297元)	 国缘K5 (42度、醇厚香型、472元)
今世缘品牌	 今世缘典藏5 (42度、浓香型、71元)	 今世缘典藏10 (42度、浓香型、113元)	 今世缘典藏15 (42度、浓香型、185元)	 今世缘典藏40 (42度、浓香型、292元)	
	 高沟标样白标 (42度、浓香型、76元)	 高沟青花 (42度、优雅醇厚型、86元)	 高沟礼遇 (42度、浓香型、203元)	 高沟标样黑标 (42度、浓香型、294元)	

数据来源：天猫商城、京东商城，广发证券发展研究中心

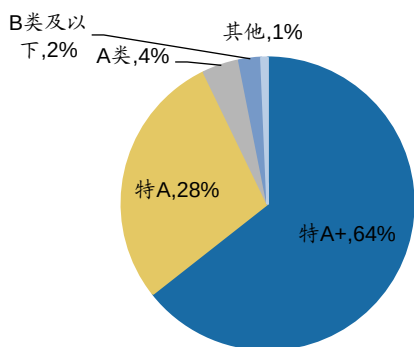
图 11：今世缘三大品牌定位、宣传重心、目标场景

品牌	定位/宣传重心	目标场景
国缘	中国新一代高端中度白酒， 成大事必有缘，高端宴请喝国缘	公务、商务宴请
今世缘	缘聚时刻今世缘、大众情人 今世有缘，相伴永远	日常聚饮、喜庆家宴
高沟	人生起伏，挥洒自如	小聚欢聚、闲聚团聚

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

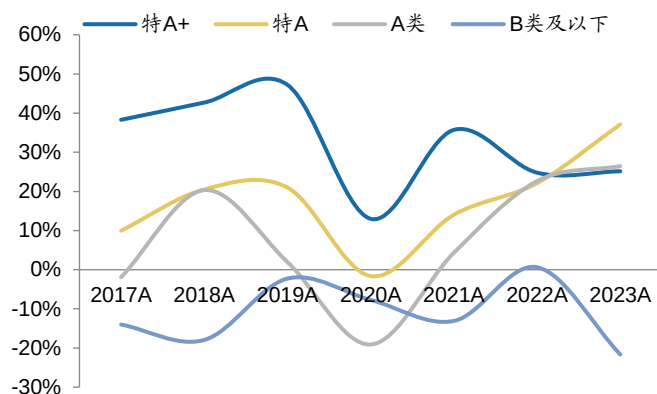
聚焦少数次高端核心大单品，产品结构持续向上。（1）分价格带看，公司2023年特A+类（300元+，主要为V系、四开、对开）/特A类（100-300元，主要为单开、淡雅、今世缘典藏系列部分产品）/A类（50-100元，今世缘、高沟产品为主）/B类及以下（50元及以下）产品营收分别占比64.4%/28.4%/4.1%/2.4%，较2016年分别提升+30.3/-6.3/-5.5/-18.1pct。（2）分品牌来看，我们预计国缘品牌营收占比超80%，今世缘品牌收入占比10-15%之间（主要为典藏系列产品），其他为高沟系列产品。（3）分产品看，公司战略聚焦核心单品，我们预计公司前五大单品收入占比合计超过80%。其中核心开系单品四开、对开营收分别占比约30/20%，四开单品从2016年至今保持20%以上的高复合增速。

图 12: 今世缘产品营收占比（分价格带、2023A）



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 13: 今世缘产品营收增速（分价格带）



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

四开有望延续强势表现，带动公司整体量价齐升。四开前期凭借“高端中度白酒”的差异化定位，与竞品错位的定价策略，聚焦政商务、送礼场景的选择、专注团购渠道的方式打开知名度。当前四开在省内400-600元价格带表现强势，较主要竞品的营收比例优势持续扩大，从茅台/五粮液、古井/口子窖的竞争经验来看，营收比例突破阈值后强势单品势能延续的确定性较强，预计后续四开市场份额将持续稳步提升。2024年初公司推出第五代国缘四开，上调出厂价20元/瓶，同时严格执行配额机制，进一步抬升品牌势能。

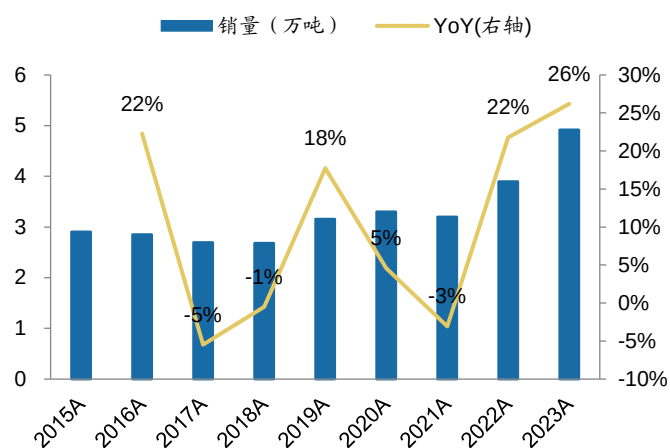
对开作为300元价格带大单品，市场份额仍有提升空间。目前对开省内市占率与天之蓝相近，强势区域相互错开。后续在对开产品的高品牌认知度下，凭借稳定的渠道利润，有望在区域、消费场景上取得突破，市场份额仍有提升空间。

图 14: 今世缘主要产品提价动作梳理

时间	提价动作
2021年	1-3月四开国缘出厂价每月提10元/瓶; 6月起四开国缘、单开国缘开票价再次上调60元/瓶、10元/瓶，建议区域市场同步上调终端供货指导价、零售指导价及团购指导价。
2022年	四开国缘、对开国缘开票价分别上调10元/瓶、5元/瓶
2023年	40/42度淡雅国缘开票价上调3元/瓶
2024年	五代“四开国缘”上市，上调出厂价20元/瓶，严格执行配额制。 对开国缘、单开国缘出厂价分别上调10元/瓶、8元/瓶

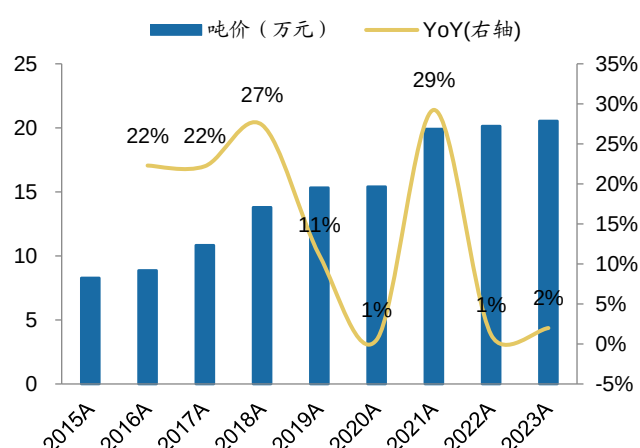
数据来源: 微酒、云酒头条、环球网, 广发证券发展研究中心

图 15: 今世缘产品销量、同比增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 16: 今世缘产品吨价、同比增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 17: 今世缘产品与省内主要竞品批价对比 (单位: 元)

今世缘		洋河		剑南春		水井坊	
产品	批价	产品	批价	产品	批价	产品	批价
V3	520	M6+	550				
四开	380	M3+	360	水晶剑	395	臻酿8号	305
对开	205	天之蓝	270				
淡雅	95	海之蓝	108				

数据来源: 今日酒价、百荣酒价、酒价参考, 广发证券发展研究中心

(二) 向上看: 国缘 V3 进入势能释放期

国缘V3前期错位竞争, 价盘下行后有望复刻国缘四开成功路径。V系坚持“V9 品牌引领、V3 销售放量”的策略。2021年以来公司持续加大对V系列的资源投入, 独立出V系事业部进行运作, 给与政策扶持, 打造V99联盟体, 扩大V系专销客户数量, 延续商务场景培育, 重点拓展宴席场景, 持续耕耘团购渠道。我们预计当前V系列产品营收占比超10%, 其中V3/V6+V9分别占比7%+/3%+。V3聚焦环太湖市场进行培育, 涵盖商务消费、节庆礼品消费以及宴席消费场景。原本锚定700-800元价格带、定位高于M6+等竞品, 后随着成交价下移至600元价格带, 开始向下承接四开升级需求, 逐步起势。预计后续V3在品牌势能拉动+销售政策支持+区域聚焦+团购带动下, 有望复制四开成功路径, 市占率实现快速提升。V9差异化定位“清雅酱香”, 向上占位千元以上价格带, 拔高品牌调性, 目前仍处于培育阶段。V6、六开战略补位空白价格带, 具有重要战略储备意义。未来国缘V9/V6将以南京、苏州为核心深化培育, 带动苏南大板块, 辐射长三角。

图 18：国缘V3营销广告

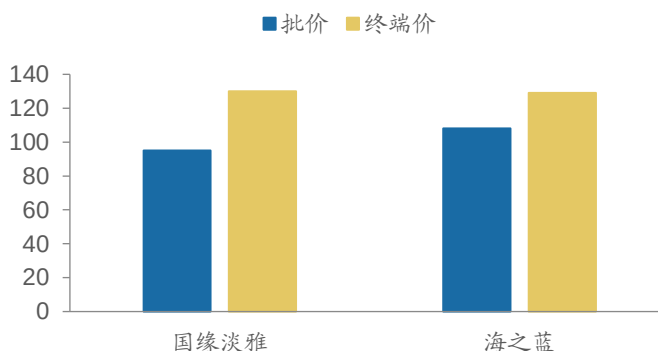


数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

（三）向下看：国缘淡雅有望持续放量

借力国缘品牌势能，国缘淡雅市场份额有望持续提升。国缘淡雅作为公司的第三大单品，定位100-200元价格带，在全省范围内导入。作为大众价格带的白酒，香型、周转接近的情况下，渠道利润率决定铺货率和终端推荐力度。目前产品周期处于上升阶段，渠道利润水平高于竞品、终端售价低于竞品，差异化定价下有望充分受益于国缘四开、国缘对开打造出的品牌拉力，实现市占率的持续提升。分区域看，目前国缘淡雅在盐城、淮安、徐州表现较好，知名度在苏中、苏南快速扩散。

图 19：批价、终端售价对比（国缘淡雅、海之蓝，单位：元）

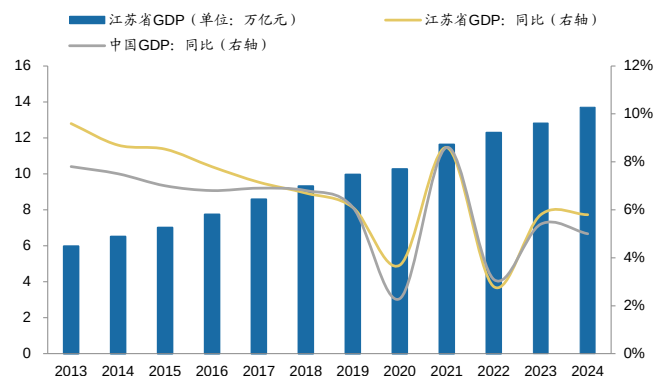


数据来源：酒价参考、天猫商城，广发证券发展研究中心

四、省内势能有望延续，省外扩张思路清晰

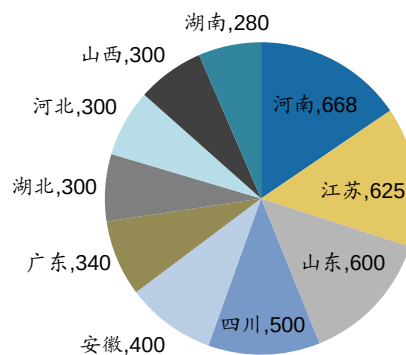
近年来江苏省内白酒市场持续扩容，2023年市场规模约625亿元。2024年江苏GDP总量13.7万亿元，同比增长5.8%（按不变价计算），近年来江苏省GDP增速持续领先于全国平均水平，显现出了较高的经济韧性。受益于较快的经济增速，江苏省内白酒市场持续扩容。根据酒经的数据，2023年江苏白酒规模达到625亿元左右，体量排名全国第二。

图 20：江苏省GDP、同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

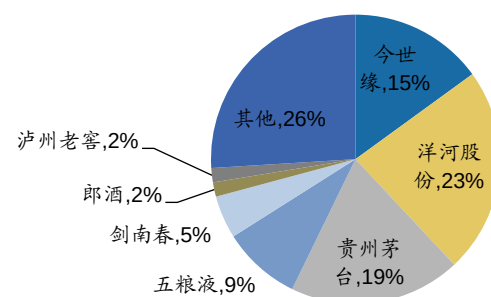
图 21：江苏省白酒市场规模位居全国第二（2023A）



数据来源：酒经，广发证券发展研究中心

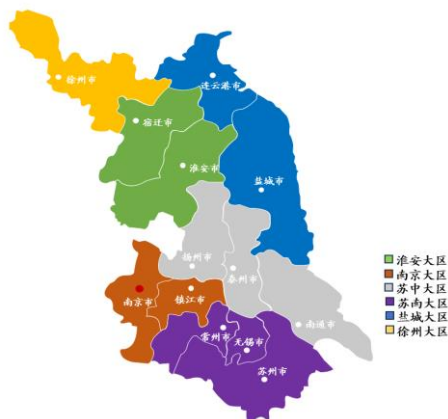
公司省内与洋河齐头并进，苏北市占率显著高于苏中、苏南。当前公司已成长为江苏省内白酒头部企业。2023年公司与洋河的省内营收分别为93.7亿元/143.9亿元，市占率分别为15.0%/23.0%。分大区来看：公司目前省内划分了六大区域。南京大区包括南京、镇江，淮安大区包括淮安、宿迁，苏中大区包括扬州、泰州、南通，苏南大区包括苏州、无锡、常州，盐城大区包括盐城、连云港，淮海大区包括徐州。目前南京/淮安/苏中/苏南/盐城/淮海大区营收占比分别为23.3%/20.3%/15.7%/12.9%/10.9%/9.6%。根据酒说数据，苏南（南京、苏州、无锡、常州、镇江）白酒市场规模超300亿元，苏中（扬州、泰州、南通）白酒体量超百亿元，苏北（徐州、连云港、淮安、宿迁、盐城）白酒体量超过150亿元。根据我们的估算，今世缘在苏北、苏中、苏南市占率分别为24.3%、13.2%、11.1%，公司苏北市场占有率显著高于苏中、苏南。

图 22：江苏省内竞争格局（2023A）



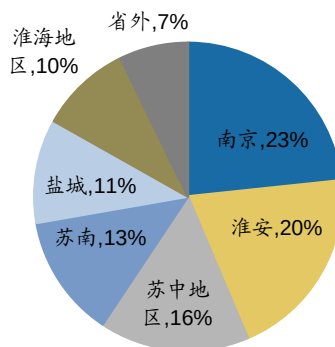
数据来源：酒经，广发证券发展研究中心

图 23: 今世缘省内大区划分情况



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 24: 今世缘省内各大区营收占比 (2023A)



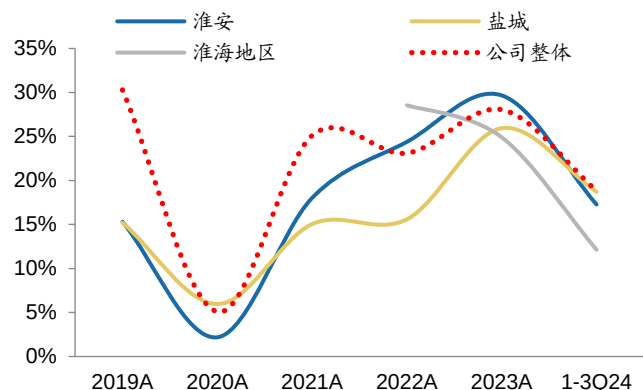
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

(一) 苏北: 结构升级+精耕细作, 有望稳步向上

苏北主流价格带偏低, 产品结构向上有空间。公司2023年苏北区域(淮安+盐城+淮海大区)营收合计41.3亿元, 占比40.8%。由于苏北经济发展水平弱于苏南、苏中, 导致苏北白酒主流价偏低。我们预计目前苏北/苏中/苏南白酒主流价格带分别为100-300/300-400/300-600元。但近年来苏北人均GDP、人均可支配收入增速高于苏中、苏南, 消费升级趋势更加明显, 产品结构向上空间较大。

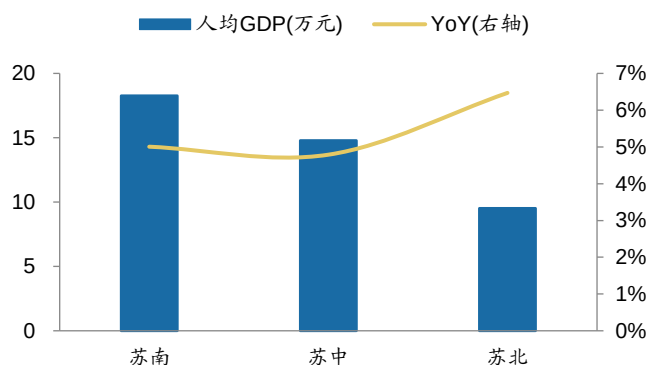
品牌拉力+渠道推力共振下, 公司苏北市场份额有望同步提升。当前公司在淮安大本营市场, 盐城、徐州等强势市场品牌认知度高、渠道团购资源丰富, 后续区域上通过精耕细作, 向下沉市场要空间, 按照“县区规模过亿→主导客户过亿→主导单品过亿”分层级推进实施。将有潜力培育成千万级规模的重点乡镇作为准办事处层级运作。培育金牌终端, 打造场景化示范店, 赋能终端, 活化品牌, 提升店效。同时产品结构上逐级向上推进, 在更高价格带开花结果, 实现市场份额的稳步向上。

图 25: 今世缘淮安、盐城、徐州大区营收增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 26: 苏北、苏中、苏南人均GDP、同比增速(2022A)



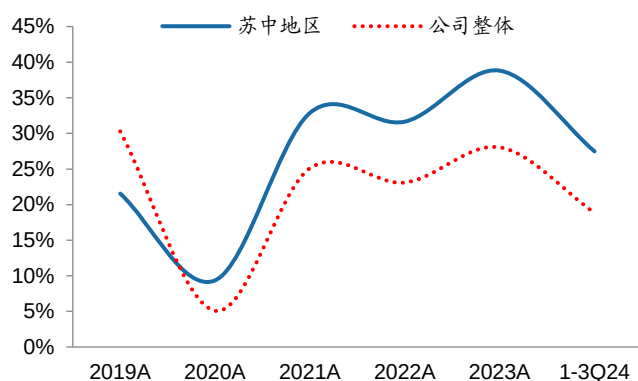
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(二) 苏中: 势头强劲, 贡献中短期主要增量

苏中营收快速增长, 强势能下有望贡献中短期主要增量。2023年公司苏中区域(扬

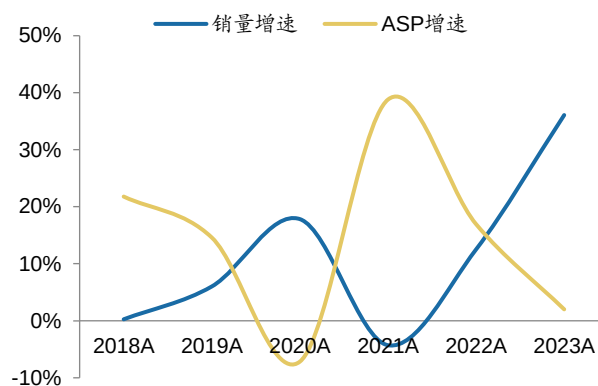
州市、泰州市、南通市）实现营收15.9亿元，占比15.7%。近三年公司苏中营收CAGR+34.4%，显著高于公司整体的营收增速（+25.4%），量、价均快速提升，CAGR分别为+13.6/18.3%。苏中作为兼具体量与增速的市场，受益于省内消费氛围的传导，近年来V6、V3、四开、对开、单开、淡雅等主要单品均取得较高增速，预计后续随着随着区域壁垒的消除、交通便利性提升、国缘品牌消费氛围的进一步传导，苏中市场有望延续高增速表现，成为公司中短期增长的主要驱动要素。

图 27：今世缘苏中区域营收增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 28：今世缘苏中区域销量YoY、吨价YoY



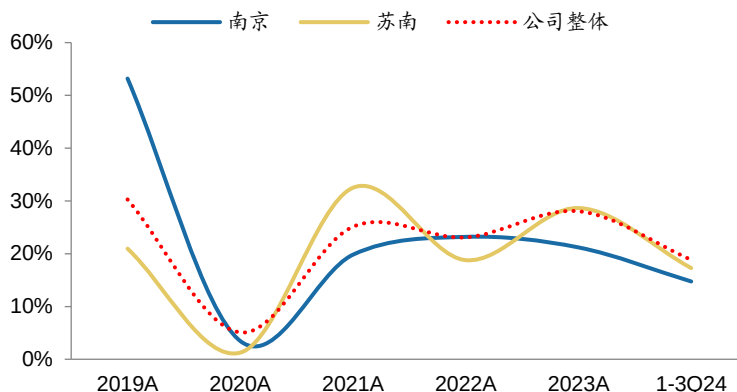
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（三）苏南：南京大区基本盘稳固，苏锡常区域补齐短板

南京大区基本盘稳固，后续营收有望稳步向上。2023年公司在南京大区（南京市、镇江市）实现营收23.6亿元，占比23.3%。南京是公司在省内的第一大市场，居民消费能力较强，市场容量近80亿元，高端市场以茅台、五粮液为主，800以下各价格带上公司与洋河均有拳头产品、形成错位竞争。目前公司在南京市场市占率接近30%，聚焦团购渠道、核心意见领袖，基本盘稳固，后续随着V3等更高价格带产品的推广导入，区域营收有望稳步向上。

苏锡常消费价格带较高，V系列占位高端补齐短板。2023年公司在苏南大区（苏州市、无锡市、常州市）实现营收13.0亿元，占比12.9%。苏锡常市场规模大、主流消费价格带较高，但竞争格局激烈、全国化名酒品牌市占率高，公司开系产品在区域内势能相对较弱。目前公司在区域内战略培育V6/V9等V系列产品向上占位，补齐短板，拔高品牌调性。同时淡雅系列受益于外地人口和打工人群的流入，在苏南市场亦有不错的增长。

图 29：苏南、南京区域营收增速



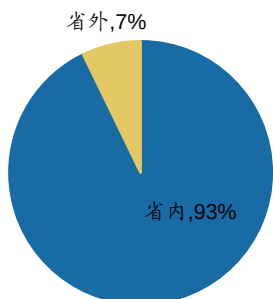
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（四）省外：扩张思路清晰，道远行则将至

省外聚焦周边核心市场，“以点带面”分级突破。公司在省外以“三年不盈利、三年30亿”的决心入局，将市占率的提升视作首要目标。区域上聚焦江苏省周边的长三角区域，围绕“10+N”个重点市场投放资源。制定“四级市场”打造实施方案，分为10个板块市场，8个准样板市场，21个潜力市场、20个机会市场，打造区域样板市场，以点带面实现点位加密、区域扩张。在预算保障、专项赋能、组织配称等方面给予专项支持，推动形成省级重点市场打造梯队。预算保障上，分类制定饱和式投入规划，并对费用使用予以充分授权。专项赋能上，出台市场拓展、品牌打造、渠道建设、消费培育专项方案。组织配称上，前后方、省内外打通，选择增配优秀办事处经理及业务人员。从结果来看，近期公司在山东、安徽、浙江等周边市场销售占比实现稳健增长。

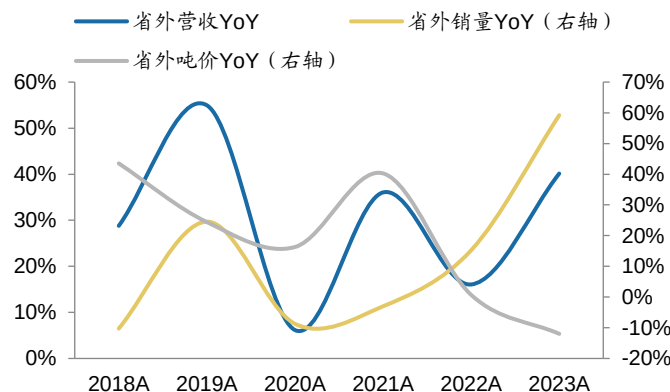
产品组合开系主导，因城施策。省外产品布局上来看，上海、浙江等周边市场消费力较强，在四开势能延续的基础上逐步导入推广V系列产品。山东、安徽产品线与省内趋同，目前主要以四开、对开销售为主，同时在较低的价格带使用单开等产品进行市场布局。

图 30：今世缘省内、省外营收占比（2023A）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

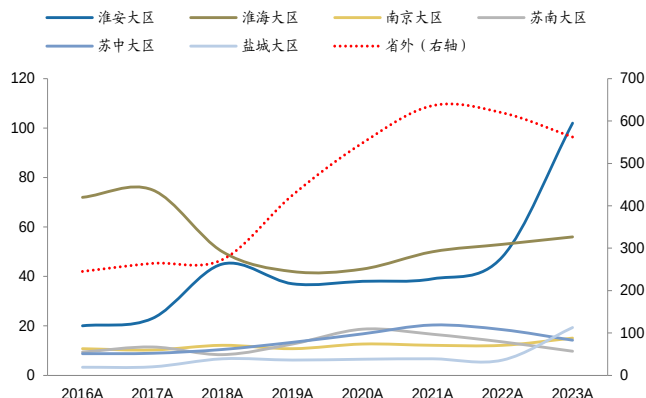
图 31：今世缘省外营收、量/价增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

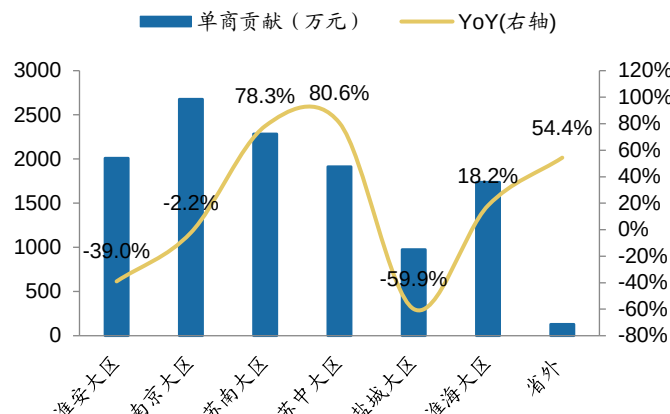
渠道上从“广招商”向“重育商”转变，携手经销商共建市场。公司省外市场当前阶段倾向于在重点区域招商，选择相对年轻、已有一定基础又有理念的商家，扶持其成长，共同做大做强。2023年公司省外经销商单体营收同比大幅增长54.4%至129万元。

图 32：今世缘省内、省外经销商数量（个）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 33：今世缘经销商单体营收情况对比(2023A)



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

五、如何看待后续成长空间与增长确定性？

（一）产品视角：新一轮价格带扩容在即，国缘 V3 有望充分受益

春节期间部分次高端产品表现较好，点状复苏趋势已现。根据糖酒快讯的报道，西南区域、特别是四川市场2025年春节期间表现出了较强的消费韧性，礼赠和商务宴请需求超预期，次高端产品表现较好。江苏市场春节期间受高端产品的向下降级影响，次高端产品表现亦相对较好。根据酒业家的报道，春节期间包括国缘V3、茅台1935、习酒·窖藏1988、青花汾酒20在内的部分次高端产品表现优异，流通、出货速度进一步加快。

多重政策刺激下，苏酒次高端价格带有望开启新一轮扩容周期，V3有望充分受益。2024年9月以来，多项经济刺激政策密集出台。次高端白酒消费与政商务宴请关联度较大，江苏作为GDP体量排名靠前的省份，后续随着政商务活动频率的修复，次高端价格带白酒需求有望充分受益，开启新一轮扩容周期。V3作为体量较小的500+价格带产品，已在省内部分区域完成高势能原点人群培育、渠道利润空间充足，有望在新一轮次高端价格带扩容中充分受益。

图 34：2024年9月以来经济刺激政策密集出台

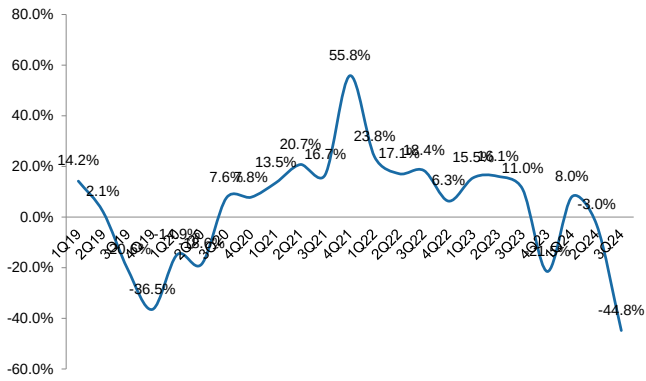
时间	刺激政策内容
2024年9月	央行宣布下调存款准备金率0.5个百分点，预计释放长期资金约1万亿元
	央行将7天期逆回购利率从1.7%下调至1.5%，并引导中期借贷便利（MLF）、贷款市场报价利率（LPR）和存款利率同步下行
	中共中央政治局会议提出促进房地产市场止跌回稳，央行宣布支持房地产市场的五项政策，包括引导商业银行下调存量房贷利率，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地
	中共中央政治局会议强调要加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出，发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债
	中共中央政治局会议提出要把促消费和惠民生结合起来，促进中低收入群体增收，提升消费结构，培育新型消费业态
2024年10月	财政部提出“加大财政政策逆周期调节力度”，允许专项债用于土地储备，用好专项债收购存量房
2024年12月	中央经济工作会议定调“全方位扩大内需”
2025年1月	国家发改委、财政部发布《关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》
	国务院发布《关于进一步培育新增长点繁荣文化和旅游消费的若干措施》
2025年3月	国务院印发《提振消费专项行动方案》

数据来源：中国政府网、新华网等，广发证券发展研究中心

（二）竞争视角：洋河处于调整期，长期看错位竞合下均有成长空间

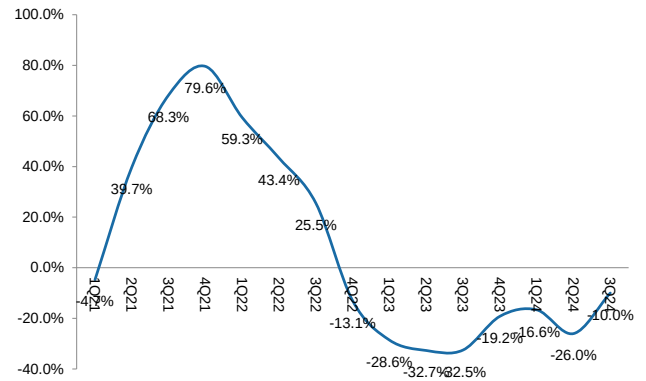
洋河1-3Q24营收275.2亿元，同比-9.1%。其中3Q24洋河主动调整发货节奏，放宽渠道回款要求，去化渠道库存，单季营收同比-44.8%至46.4亿元，回落幅度较大。相较洋河，今世缘多数产品定价略低以保证性价比，在商务场景认知度高、同时公司更加注重团购渠道的拓展。洋河则在品牌营销上更加大众化、渠道管理更加扁平化。整体看，今世缘与洋河在产品价格带、消费场景/人群、强势渠道上均有一定程度的错位。长期来看，互相竞合下两者有望共享省内次高端价格带扩容红利。

图 35：洋河股份单季营收（YoY）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 36：洋河股份合同负债（YoY）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 37：今世缘、洋河股份多维度对比

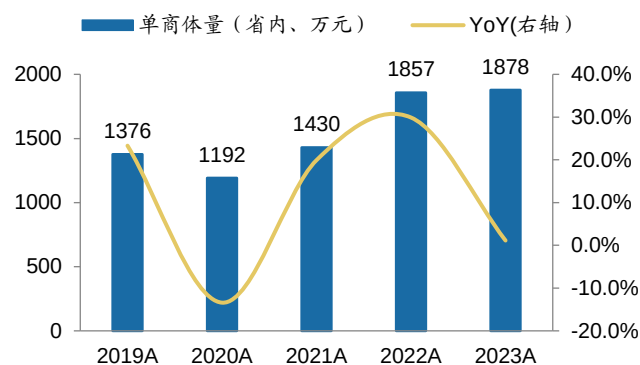
	今世缘	洋河股份
治理架构	国资控股，管理层、业务骨干持股	国资控股，管理层、业务骨干持股
渠道模式	“1+1+N”深度协销	“一商为主、多商配合”的深度分销
营销模式	聚焦意见领袖培育	注重大众营销
场景侧重	政商务场景	全场景
优势区域	淮安、徐州、南京	宿迁、连云港、南通、泰州、扬州

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（三）渠道视角：向上升级打法可复制，横向延伸有支点

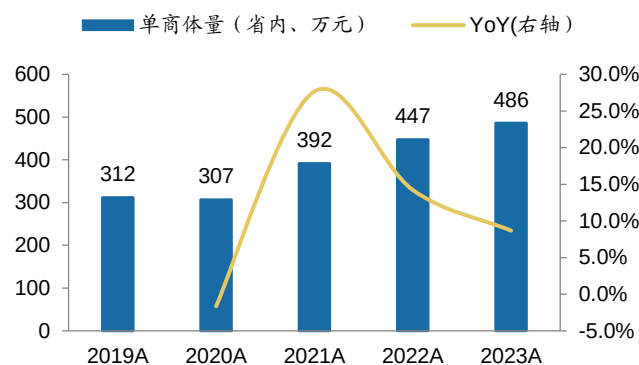
公司省内团购资源丰富，向上升级时打法具备可复制性。公司省内各区域经销商体量普遍较大、多拥有丰富的团购资源。公司在南京、淮安市场推广国缘开系产品时，借助团购资源优势、重点培育意见领袖，由意见领袖将消费氛围向普通消费者传导，并适时将产品引入流通渠道，提供更高的利润空间，促使烟酒流通终端积极推荐，带动产品进一步放量。我们预计公司后续在省内向上推广V系列产品时，相关打法具备较强的可复制性。

图 38：今世缘省内经销商-单商体量、同比增速



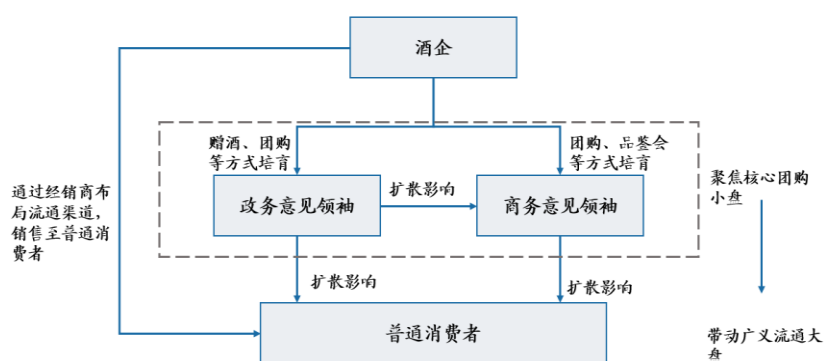
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 39：洋河省内经销商-单商体量、同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 40：国缘产品推广模式强调意见领袖培育



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

推动“1+1+N”深度协销模式建设，增加终端触达、提升价格管控能力，横向推广/向下延申有支点。2019年后公司渠道管控方式转变为“1+1+N”的深度协销模式，分品牌、分产品、分区域对经销商进行管理。将20%的核心终端作为准经销商管理，通过“经销商+直销+线上销售”并行的方式增强对渠道的管控。2022年起公司推出扫码红包活动进行精准营销、强化与C端消费者的连接，2023年年报明确指出要强化构建基于C端思维的营销体系。分区域看，公司在部分核心区域（如南京、淮安）通过分公司直接管理经销商，并对重点区域、重点团购单位等实行直销。部分区域放权由核心大商管控下级分销商，但对区县级分销商采取较强的管控措施（人员/物流可能由上级经销商负责）。价格管控方面，公司在控价模式下，对经销商进行模糊返利，从而实现控盘分利、维护价盘的稳定。

图 41：今世缘渠道模式变迁

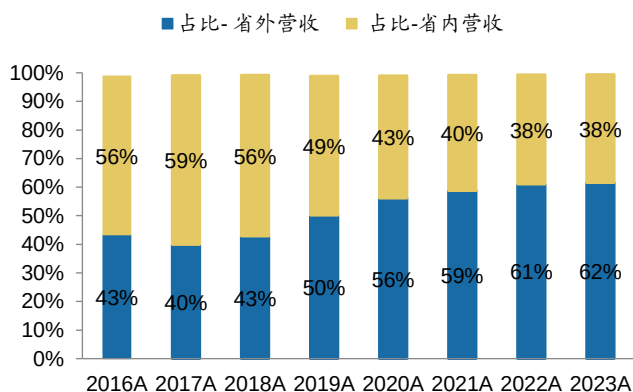
	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
销售模式	“1+1”深度协销模式	“1+1+N”深度协同模式				
营销体系	“品牌+渠道”双驱动，着力深化“五力工程”					“品牌+渠道+C端”三驱动，推进“三化”方略，深化“3335工程”。强化构建基于C端思维的营销体系
渠道下沉	---		采用移动访销、直分销结合等手段，渠道网络建设下沉到乡镇，终端掌控延伸到门店。			
管理模式	分产品、分区域管理	分品牌、分产品、分区域管理				
直销区域	江苏省内淮安和南京市区,省外上海、北京部分区域		江苏省内淮安和南京、苏州市区,省外上海、北京部分区域		江苏省内淮安和南京、苏州、徐州市区,省外上海、北京部分区域	
线上销售	线上喜庆家微商城与电商主流平台合作深入开展，基本完成了“1+5+新零售”的渠道网络建设。			电商部门和主流平台合作深入展开。		
核心大客户			商超系统和大型企业单位由综合销售营销中心管理			

数据来源：年报管理层讨论，广发证券发展研究中心

（四）空间视角：地产酒龙头享有估值溢价，打开向上空间

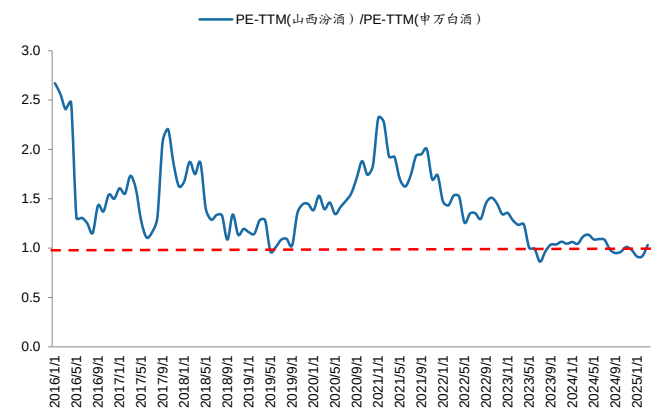
复盘历史，地产酒龙头享有较高估值溢价。山西汾酒作为省内白酒龙头，加速全国化扩张前PE估值与申万白酒PE估值的比例保持在1.1-2倍之间，长期享有估值溢价。2018-2020年间，古井贡酒核心区域营收对迎驾贡酒、口子窖的领先优势持续扩大，期间龙头估值溢价显现，PE估值与迎驾贡酒/口子窖PE估值的比值优势持续扩大至2.5倍左右。我们认为主因：（1）地产酒企业成为省内龙头后，通过产区差异化属性进行省外扩张的逻辑将更加顺畅，能够向上打开营收天花板。（2）白酒作为社交品，具备较强的网络效应，成为省内龙一意味着品牌力得到多数人群认可，口碑扩散下市占率省内市占率进一步向上的确定性强，估值较高隐含确定性溢价。

图 42：山西汾酒省内、省外营收占比



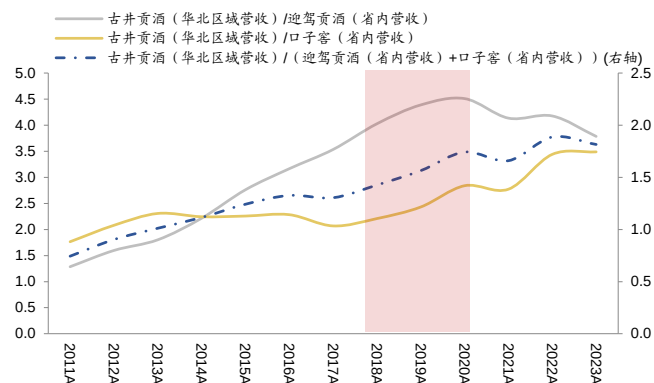
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 43：山西汾酒相对估值情况



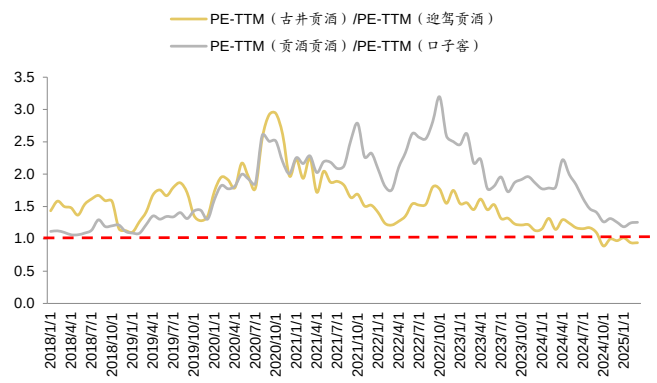
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 44: 18-20年古井贡酒核心区域营收优势持续扩大



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

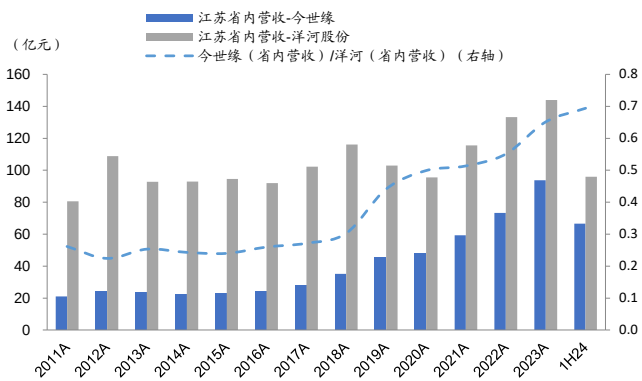
图 45: 古井18-20年较迎驾、口子窖估值优势扩大



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

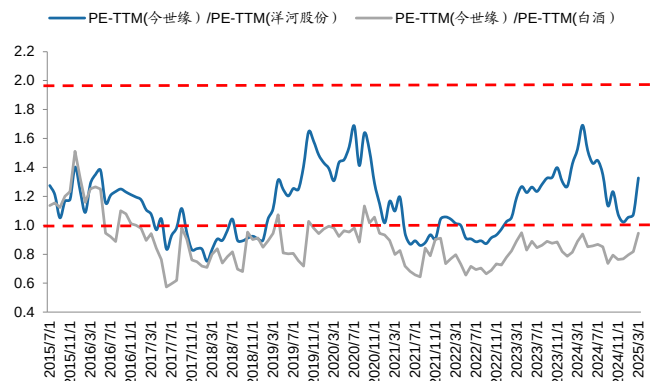
今世缘作为崛起中的苏酒龙头，估值中枢仍有向上空间。当前今世缘开系产品势能延续，部分区域内市占率已反超竞品，V系列春节动销表现良好、起势在即。考虑到竞品仍处于调整周期中，且公司团购优势显著、向上推广时有较强抓手，预计今世缘崛起成为苏酒龙头企业的确定性较强，理应享受地产酒龙头估值溢价。当前公司与洋河估值比例约1.3、与白酒板块估值比例约0.9（截至2025/3/29），参照古井贡酒18-20年间与迎驾贡酒/口子窖的估值比例（2倍以上）、山西汾酒作为地产酒龙头期间享有的估值溢价（与白酒板块估值比例1.1-2倍），当前今世缘估值中枢偏低，预计后续仍有较大的上行空间。

图 46: 今世缘、洋河股份省内营收差距持续收窄



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 47: 今世缘估值中枢仍有上行空间



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

六、盈利预测和投资建议

我们按照产品对今世缘业务进行拆分，核心假设如下：

- 1. 特A+类产品：** 主要包含V系列/四开/对开等产品，为公司营收基本盘与未来主要的增量来源。我们预计后续随着V系列省内认可度的提升、四开/对开势能的延续，2024-2026年公司特A+类产品营收分别同比增长13%/9%/9%。
- 2. 特A类产品：** 主要包含国缘淡雅、国缘单开、部分今世缘典藏系列产品。淡雅在国缘品牌势能拉动下有望持续放量，今世缘产品在喜宴场景差异化创新、渠道拓展带动下有望维持稳健增长。我们预计2024-2026年特A类产品营收分别同比增长13%/11%/10%。
- 3. A类及以下产品：** 主要包含部分今世缘品牌产品、高沟系列产品。目前公司对高沟系列产品重视程度有所增加，但整体看A类及以下产品非公司战略重心，预计后续以自然动销为主，我们预计2024-2026年A类及以下产品营收分别同比增长9%/6%/6%。
- 4. 毛利率：** 2024年受需求较弱、货折增加影响，预计公司酒类业务毛利率有所下滑，预计后续公司促销费用投放力度仍将较大，但V系列的放量、规模效应的显现亦对毛利率有一定的正向拉动作用。整体来看，我们预计2024-2026年公司酒类业务毛利率基本保持平稳，分别为75.9%/75.7%/75.8%。

表 2：今世缘盈利预测（分产品）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入(百万元)	7846	10032	11343	12417	13559
yoy(%)	23%	28%	13%	9%	9%
主营业务成本(百万元)	1835	2146	2733	3012	3280
yoy(%)	13%	17%	27%	10%	9%
毛利率(%)	76.6%	78.6%	75.9%	75.7%	75.8%
特 A+系列产品收入(百万元)	5197	6504	7374	8044	8777
yoy(%)	25%	25%	13%	9%	9%
业务成本(百万元)	828	942	1204	1320	1441
yoy(%)	14%	14%	28%	10%	9%
毛利率(%)	84.1%	85.5%	83.7%	83.6%	83.6%
特 A 系列产品收入(百万元)	2093	2870	3251	3612	3977
yoy(%)	22%	37%	13%	11%	10%
业务成本(百万元)	668	830	1083	1221	1344
yoy(%)	15%	24%	30%	13%	10%
毛利率(%)	68.1%	71.1%	66.7%	66.2%	66.2%
A 类及以下产品收入(百万元)	555	658	717	761	806
yoy(%)	13%	19%	9%	6%	6%
业务成本(百万元)	338	374	446	471	496
yoy(%)	8%	10%	19%	6%	5%
毛利率(%)	39.0%	43.2%	37.8%	38.1%	38.5%
其他业务收入(百万元)	42	69	69	69	69

yoy(%)	8%	62%	0%	0%	0%
毛利率(%)	74.2%	40.2%	40.2%	40.2%	40.2%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

盈利预测与投资建议：当前今世缘开系产品势能延续，部分区域内市占率已反超竞品，V系列春节动销表现良好、起势在即，我们预计2024-2026年公司营收分别为114/125/136亿元，同比+13%/+9%/+9%，归母净利润分别为34/37/41亿元，同比+9%/+9%/+10%，对应PE估值为19/17/16倍。预计今世缘崛起成为苏酒龙头企业的确定性较强，理应享受地产酒龙头估值溢价，给予2025年20倍PE估值，对应合理价值60.0元/股，维持“买入”评级。

表 3：可比公司估值对比（截至2025年4月2日收盘价）（单位：人民币元）

证券简称	证券代码	收盘价（元）	EPS（元/股）			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
洋河股份	002304.SZ	77.0	5.5	5.4	5.7	13.8	14.2	13.3
今世缘	603369.SH	53.2	2.8	3.0	3.3	18.9	17.3	15.8
口子窖	603589.SH	36.5	2.8	2.9	3.2	13.0	12.3	11.3
迎驾贡酒	603198.SH	55.1	3.4	3.9	4.5	15.7	13.6	11.8
平均值	/	/	—	—	—	15.4	14.3	13.1

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心 注：盈利预测来源于 Wind 一致预期

七、风险提示

（一）核心单品势能减弱

公司核心单品占营收比重较大，若后续对开、四开等核心产品量、价势能走弱，或将对公司营收、盈利水平造成较大营销。

（二）省内竞争加剧

行业逐步进入全方位比拼品牌影响力、渠道掌控力、营销能力的阶段，后续江苏省内市场弱竞争加剧，公司盈利水平或将受到影响。

（三）食品安全风险

行业历史上出现过食品安全事件影响公司发展的情况，存在一定的食品安全风险。食品安全对食品饮料公司业绩和估值影响较大。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	11,662	12,914	15,062	15,780	16,887
货币资金	5,381	6,457	7,486	7,447	8,009
应收及预付	52	58	71	75	83
存货	3,910	4,996	6,107	6,847	7,381
其他流动资产	2,320	1,403	1,399	1,410	1,413
非流动资产	6,521	8,717	10,132	11,933	13,610
长期股权投资	29	41	50	61	70
固定资产	1,219	1,254	1,212	1,190	1,147
在建工程	1,761	3,711	5,203	6,924	8,530
无形资产	343	409	528	621	727
其他长期资产	3,170	3,302	3,139	3,138	3,137
资产总计	18,184	21,631	25,194	27,713	30,497
流动负债	6,941	8,142	9,776	10,352	11,231
短期借款	600	900	800	700	650
应付及预收	1,081	1,170	1,555	1,672	1,840
其他流动负债	5,259	6,072	7,422	7,979	8,741
非流动负债	178	201	196	196	196
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	178	201	196	196	196
负债合计	7,119	8,344	9,972	10,547	11,427
股本	1,255	1,255	1,255	1,255	1,255
资本公积	719	727	733	733	733
留存收益	9,506	11,732	13,662	15,605	17,510
归属母公司股东权益	11,065	13,287	15,222	17,165	19,070
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	18,184	21,631	25,194	27,713	30,497

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7888	10100	11412	12486	13628
营业成本	1845	2187	2774	3053	3322
营业税金及附加	1277	1497	1692	1851	2021
销售费用	1390	2097	2134	2360	2562
管理费用	323	428	468	499	531
研发费用	38	43	49	53	58
财务费用	-100	-183	-136	-165	-166
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	84	17	0	0	0
投资净收益	122	109	114	125	136
营业利润	3341	4179	4568	4984	5464
营业外收支	-14	-17	-16	-16	-16
利润总额	3328	4162	4552	4968	5448
所得税	825	1026	1122	1224	1343
净利润	2503	3136	3430	3743	4105
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	2503	3136	3430	3743	4105
EBITDA	3179	4019	4575	4971	5457
EPS (元)	2.01	2.52	2.75	3.00	3.29

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,780	2,800	4,116	3,744	4,565
净利润	2,503	3,136	3,430	3,743	4,105
折旧摊销	144	150	159	168	175
营运资金变动	557	-266	614	-81	385
其它	-424	-219	-87	-86	-100
投资活动现金流	-1,121	-1,198	-1,467	-1,860	-1,733
资本支出	-1,147	-2,194	-1,744	-1,974	-1,859
投资变动	-195	860	-9	-11	-10
其他	221	136	286	125	136
筹资活动现金流	-144	-623	-1,621	-1,923	-2,270
银行借款	600	300	-100	-100	-50
股权融资	0	0	6	0	0
其他	-744	-923	-1,527	-1,823	-2,220
现金净增加额	1,514	979	1,028	-38	562
期初现金余额	3,843	5,357	6,336	7,365	7,326
期末现金余额	5,357	6,336	7,365	7,326	7,888

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	23.1%	28.0%	13.0%	9.4%	9.1%
营业利润	23.2%	25.1%	9.3%	9.1%	9.6%
归母净利润	23.3%	25.3%	9.4%	9.1%	9.7%
获利能力					
毛利率	76.6%	78.3%	75.7%	75.5%	75.6%
净利率	31.7%	31.1%	30.1%	30.0%	30.1%
ROE	22.6%	23.6%	22.5%	21.8%	21.5%
ROIC	19.6%	20.6%	20.8%	20.3%	20.2%
偿债能力					
资产负债率	39.2%	38.6%	39.6%	38.1%	37.5%
净负债比率	64.3%	62.8%	65.5%	61.4%	59.9%
流动比率	1.68	1.59	1.54	1.52	1.50
速动比率	1.11	0.97	0.91	0.86	0.84
营运能力					
总资产周转率	0.48	0.51	0.49	0.47	0.47
应收账款周转率	182.17	212.03	207.92	200.19	202.31
存货周转率	0.52	0.49	0.50	0.47	0.47
每股指标 (元)					
每股收益	2.01	2.52	2.75	3.00	3.29
每股经营现金流	2.22	2.23	3.30	3.00	3.66
每股净资产	8.82	10.59	12.21	13.77	15.30
估值比率					
P/E	25.36	19.38	18.90	17.32	15.79
P/B	5.77	4.60	4.26	3.78	3.40
EV/EBITDA	18.58	13.83	12.71	11.68	10.53

广发食品饮料研究小组

符 蓉：首席分析师，金融学硕士，8 年证券与基金投研经验。

郝 宇 新：资深分析师，金融学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

吴 思 颖：资深分析师，金融学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

胡 慧：资深分析师，金融学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

廖 承 帅：高级分析师，工程学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

殷 卓 龙：高级分析师，管理学硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

周 源：高级研究员，理学硕士，2025 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。