

今世缘（603369.SH）

苏酒强者，尽享升级与份额

盈利预测与投资建议：公司作为江苏白酒龙头，产品结构升级、省内渠道精耕及省外扩张步伐稳步推进，未来有望实现份额再提升、规模再增长。我们预计公司 2025-2027 年摊薄 EPS 分别为 2.99/3.28/3.58 元/股，当前股价对应 PE 约 16.3/14.8/13.6 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

苏派名酒首屈一指，以缘之名继往开来。公司前身是江苏国营高沟酒厂，高沟酿酒源于西汉、盛于明清，改制后于 1996 和 2004 年分别创立今世缘、国缘品牌。公司品牌内涵独特鲜明，依托“缘文化”定位，发展初期聚焦婚喜宴市场，此后凭借政商务、企事业团购优势不断赢得市场份额，此后逐步渗透深耕流通渠道。2009 年公司推出国缘 V3（次高端）和 V6（高端）两款产品，2018 年焕新上市。2019 年公司首创清雅酱香型白酒，推出国缘 V9 参与高端价格带竞争。2023 年公司营收突破百亿。2016-2024 年营业总收入和归母净利润 CAGR 为 20.75%/20.77%，在 20 家同业公司中排名第 3/8 位。公司持续发力，长远布局未来 150 亿营收的战略目标。

开系稳固 V 系培育，结构升级仍有空间。1) 产品结构稳步提升：2019-2024 年公司产品收入 CAGR 排序为 300 元及以上特 A+类（22%）>100-300 元特 A 类（17%）>50-100 元 A 类（6%）>其他酒，2024 年前两者收入占比升至 94%。2) 各价位均有成熟单品享成长红利：2016-2021 年，公司聚焦资源打造国缘四开大单品，充分享受次高端价位扩容红利，目前在 500 元中度赛道规模和成长势头领先。2021-2023 年，大众酒消费氛围相对更好，对开、淡雅等产品带动特 A 类收入增长提速（2023 年增速高达 37%），2024 年增速虽下降但保持良性增长。此外，V 系发力高端，V3 做销量、V9 做形象，近两年销售氛围逐渐提升，有望成为第二增长曲线。

省内精耕省外拓点，区域扩张稳扎稳打。1) 省内自北向南扩张：公司在省内份额不断提升，与洋河差距逐渐缩小，2019 和 2024 年，今世缘和洋河在江苏省内收入比例约 1:2.3 和 1:1.2。2019-2024 年公司省内各大区收入 CAGR 排序为苏中（26%）>淮海（24%）>苏南（18%）>淮安（16%）>南京（16%）>盐城（15%）。南京和淮安是省内第一和第二大市场，2024 年贡献约 42% 的营收，两大成熟市场基本盘稳固，未来有望持续贡献核心营收。苏中和苏北大区近年增长相对较快，苏南大区稳步培育，未来增量空间可观。2) 省外打造样板市场：公司省外基数小，成长空间广。2019-2024 年公司省外收入 CAGR（25%）>省内收入 CAGR（18%），2024 年省外收入占比 8%。2024 年安徽和山东等重点市场销售规模突破 2 亿元，千万级地市数量持续增加，板块市场销售占比显著提升。

风险提示：消费力恢复不及预期，行业竞争加剧，产品结构升级不及预期。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	10,098	11,544	12,780	14,081	15,447
增长率 yoy（%）	28.1	14.3	10.7	10.2	9.7
归母净利润（百万元）	3,136	3,412	3,730	4,092	4,465
增长率 yoy（%）	25.3	8.8	9.3	9.7	9.1
EPS 最新摊薄（元/股）	2.52	2.74	2.99	3.28	3.58
净资产收益率（%）	23.6	22.1	21.3	20.6	20.0
P/E（倍）	19.3	17.8	16.3	14.8	13.6
P/B（倍）	4.6	3.9	3.5	3.1	2.7

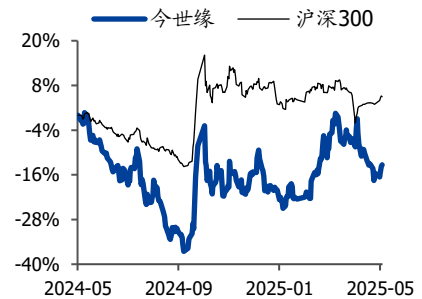
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 05 月 09 日收盘价

买入（首次）

股票信息

行业	白酒 II
05 月 09 日收盘价（元）	48.65
总市值（百万元）	60,656.82
总股本（百万股）	1,246.80
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	6.72

股价走势



作者

分析师 李梓语

执业证书编号：S0680524120001

邮箱：liziyu1@gszq.com

分析师 李依琳

执业证书编号：S0680524080001

邮箱：liyilin@gszq.com

相关研究

- 《今世缘（603369.SH）：业绩稳健，韧劲十足》2023-11-01
- 《今世缘（603369.SH）：业绩略超预期，势能持续加码》2023-07-30
- 《今世缘（603369.SH）：业绩符合预期，聚焦高质量发展》2023-05-01

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	12914	13928	16694	19278	22657
现金	6457	6158	7576	9307	12542
应收票据及应收账款	49	35	59	65	71
其他应收款	47	30	47	51	48
预付账款	9	20	15	17	19
存货	4996	5569	6877	7715	7866
其他流动资产	1356	2117	2121	2124	2110
非流动资产	8717	10294	11503	12603	12762
长期投资	41	47	55	62	64
固定资产	1254	3217	5573	7337	8171
无形资产	409	452	537	580	583
其他非流动资产	7013	6577	5338	4624	3944
资产总计	21631	24222	28197	31881	35419
流动负债	8142	8374	10198	11521	12426
短期借款	900	1040	1387	1733	1667
应付票据及应付账款	1170	1882	2220	2490	2742
其他流动负债	6072	5452	6592	7297	8017
非流动负债	201	394	451	515	639
长期借款	0	190	254	317	442
其他非流动负债	201	204	197	197	197
负债合计	8344	8768	10649	12035	13066
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	1255	1255	1255	1255	1255
资本公积	727	730	730	730	730
留存收益	11732	13897	15992	18289	20797
归属母公司股东权益	13287	15454	17548	19846	22353
负债和股东权益	21631	24222	28197	31881	35419

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2800	2867	4453	5090	6345
净利润	3136	3412	3730	4092	4465
折旧摊销	150	175	587	834	1006
财务费用	13	9	44	56	64
投资损失	-109	-19	-21	-23	-26
营运资金变动	-266	-593	129	122	830
其他经营现金流	-123	-118	-16	8	6
投资活动现金流	-1198	-2259	-1766	-1919	-1146
资本支出	-2194	-1816	-1770	-1936	-1164
长期投资	860	-542	-1	0	-2
其他投资现金流	136	99	5	17	20
筹资活动现金流	-623	-926	-1269	-1441	-1964
短期借款	300	140	347	347	-67
长期借款	0	190	63	63	125
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	9	3	0	0	0
其他筹资现金流	-932	-1259	-1680	-1851	-2022
现金净增加额	979	-318	1418	1730	3236

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10098	11544	12780	14081	15447
营业成本	2187	2916	3268	3667	4120
营业税金及附加	1497	1685	1859	2042	2232
营业费用	2097	2140	2267	2470	2679
管理费用	428	464	507	552	598
研发费用	43	49	53	58	63
财务费用	-183	-133	-67	-80	-104
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	19	35	38	41	44
公允价值变动收益	17	53	0	0	0
投资净收益	109	19	21	23	26
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	4179	4553	4953	5439	5932
营业外收入	4	18	18	13	16
营业外支出	21	24	20	22	22
利润总额	4162	4547	4950	5431	5926
所得税	1026	1135	1220	1339	1461
净利润	3136	3412	3730	4092	4465
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	3136	3412	3730	4092	4465
EBITDA	4019	4523	5470	6185	6828
EPS (元/股)	2.52	2.74	2.99	3.28	3.58

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	28.1	14.3	10.7	10.2	9.7
营业利润(%)	25.1	9.0	8.8	9.8	9.1
归属母公司净利润(%)	25.3	8.8	9.3	9.7	9.1
获利能力					
毛利率(%)	78.3	74.7	74.4	74.0	73.3
净利率(%)	31.1	29.6	29.2	29.1	28.9
ROE(%)	23.6	22.1	21.3	20.6	20.0
ROIC(%)	20.6	19.6	19.2	18.4	17.9
偿债能力					
资产负债率(%)	38.6	36.2	37.8	37.8	36.9
净负债比率(%)	-41.8	-31.9	-33.8	-36.6	-46.7
流动比率	1.6	1.7	1.6	1.7	1.8
速动比率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	212.0	276.9	273.6	228.7	227.3
应付账款周转率	2.6	3.1	2.8	2.7	2.7
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.52	2.74	2.99	3.28	3.58
每股经营现金流(最新摊薄)	2.25	2.30	3.57	4.08	5.09
每股净资产(最新摊薄)	10.66	12.39	14.07	15.92	17.93
估值比率					
P/E	19.3	17.8	16.3	14.8	13.6
P/B	4.6	3.9	3.5	3.1	2.7
EV/EBITDA	13.8	11.5	10.0	8.6	7.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 05 月 09 日收盘价

内容目录

一、今世缘：苏派名酒龙头，全国化稳步推进	5
1.1 公司介绍：引领苏派名酒，打造“缘文化”	5
1.2 股权结构：股权结构稳定，股权激励调动内部积极性	6
1.3 业务结构：产品结构逐步提升，立足江苏向外开拓	6
1.4 财务分析：盈利增长稳健，财务结构不断优化	9
1) 成长能力：收入利润稳步增长，成长势能持续释放	9
2) 盈利能力：毛利率与净利率小幅提升，产品结构持续优化	9
3) 现金流情况：经营性现金流稳健增长，资金状况持续改善	10
4) 分红情况：分红率稳中有升，逐步优化股东回报	11
二、历史复盘：稳步前行破瓶颈，砥砺前行新征程	11
2.1 上世纪 90 年代-2003 年：重整旗鼓深耕省内市场	12
1) 20 世纪 90 年代：高沟历经辉煌，然步入困境	12
2) 1996-2003 年：今世缘品牌面世，深耕省内市场	12
2.2 2004-2015 年：升级成效显著，公司上市成功	13
1) 2004-2010 年：锚定高端，国缘塑造新标杆	13
2) 2011-2015 年：行业深度调整，公司重整旗鼓上市	13
2.3 2016 年-至今：业绩稳步提升，稳固基础盘发展	13
1) 2016-2020 年：消费回暖，公司业绩加速	13
2) 2021 年-至今：稳步发展，“十四五”战略目标初步达成	14
三、竞争优势：缘文化得天独厚，升级扩张稳扎稳打	16
3.1 “缘文化”底蕴深厚，产品结构有序升级	16
3.2 聚焦政商务团购优势，稳步发展流通渠道	18
3.3 省内自北向南扩张，省外打造样板市场	19
四、成长分析：V 系引领开系稳固，结构升级区域深耕	22
4.1 次高端价格带持续扩容，国缘各系发展稳定	22
1) 产品结构有望继续升级，带动利润率提升	22
2) 百元左右大众消费提档，单开淡雅表现出色	23
4.2 深耕团购渠道，完善流通渠道布局	23
4.3 省内增长势头稳健，省外不断拓点布局	24
1) 两大成熟大区收入稳定增长，持续贡献核心营收	24
2) 苏中大区较快增长，苏南大区发展潜力大	24
3) 苏北地区依靠本土优势，市场表现保持稳健	25
4) 省外聚焦战略市场，打造样板助力全国化布局	26
五、盈利预测与投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级	26
5.1 收入拆分及盈利预测	26
5.2 可比公司估值	27
六、风险提示	28

图表目录

图表 1: 公司发展大事记	5
图表 2: 2016-2024 年白酒上市公司营业总收入 CAGR 排序	5
图表 3: 2016-2024 年白酒上市公司归母净利润 CAGR 排序	5
图表 4: 公司股权结构（更新至 2025 年一季度）	6
图表 5: 2022 年公司股权激励计划对象名单	6
图表 6: 2021-2024 年公司中高端白酒收入占比稳定超过 90%	7
图表 7: 2016-2024 年特 A+ 和特 A 类产品 CAGR 为 22.61%	7
图表 8: 公司主要产品矩阵	8
图表 9: 公司特 A+ 类、特 A 类、A 类白酒 2019-2024 年收入情况	8
图表 10: 2019-2024 年省内收入占比稳定于 92~94% 左右	9

图表 11:	2019-2024 年省内和省外收入 CAGR 分别为 18.36%和 24.52%.....	9
图表 12:	2019-2024 年公司营业收入 CAGR 为 18.84%.....	9
图表 13:	2019-2024 年公司归母净利润 CAGR 为 18.53%.....	9
图表 14:	2019-2024 年公司毛利率和净利率情况.....	10
图表 15:	2019-2024 年公司销售费用率和管理费用率.....	10
图表 16:	2024 年公司毛利率在 20 家白酒上市公司中排名第 7 位.....	10
图表 17:	2024 年公司净利率在 20 家白酒上市公司中排名第 6 位.....	10
图表 18:	2019-2024 年公司销售收现 CAGR 为 17.71%.....	11
图表 19:	2019-2024 年公司经营性净现金流 CAGR 为 17.00%.....	11
图表 20:	2014-2024 年公司分红率平均为 35.48%.....	11
图表 21:	2024 年白酒上市公司分红率情况.....	11
图表 22:	2011 年至今公司发展情况.....	12
图表 23:	公司获得荣誉汇总.....	12
图表 24:	2011-2015 年公司营收和归母净利润变化.....	13
图表 25:	2016-2020 年特 A+系列收入 CAGR 为 34.6%.....	14
图表 26:	2016-2020 年省外市场收入 CAGR 为 21.45%.....	14
图表 27:	2016-2020 年公司营收和归母净利润 CAGR 约 19%和 20%.....	14
图表 28:	2020-2023 年公司组织架构变化.....	15
图表 29:	2020-2024 年公司营收和归母净利润 CAGR 约 23%/21%，快于白酒上市公司平均增速.....	16
图表 30:	2022 年世界杯今世缘“缘”来有礼活动.....	16
图表 31:	消费者参与今世缘旅游.....	16
图表 32:	2017-2024 年公司销售费用变化.....	17
图表 33:	2017 年起公司广告费用逐渐增加.....	17
图表 34:	今世缘和洋河中端和次高端部分主力单品价格对比.....	17
图表 35:	今世缘和洋河中端和次高端部分主力单品价格对比图.....	18
图表 36:	2019-2024 年各类产品收入 CAGR 对比.....	18
图表 37:	2019-2024 年公司白酒量价齐升.....	18
图表 38:	2019-2024 年公司分渠道收入变化（百万元）.....	19
图表 39:	2019-2024 年公司江苏省内外经销商数量变化.....	19
图表 40:	2019-2024 年今世缘省内和洋河省内收入情况对比.....	20
图表 41:	2019-2024 年今世缘省内各大区收入情况对比（单位：百万元）.....	20
图表 42:	2019-2024 年公司淮安大区和南京大区营收情况.....	21
图表 43:	2019-2024 年公司淮安大区和南京大区营收占比变化.....	21
图表 44:	2019-2024 年公司淮安和苏中大区销售均价对比.....	21
图表 45:	2019-2024 年公司苏中大区营收情况.....	21
图表 46:	2019-2024 年公司苏南和苏中大区销售均价对比.....	22
图表 47:	2019-2024 年公司苏南大区营收情况.....	22
图表 48:	2019-2024 年公司省外营收情况.....	22
图表 49:	2019-2024 年公司各系列产品收入 CAGR 对比.....	23
图表 50:	2019-2024 年公司特 A+类产品量价变化.....	23
图表 51:	淮安大区 2019-2024 年经销商数量变化.....	24
图表 52:	2019-2024 年江苏省内各大区收入 CAGR 对比.....	25
图表 53:	2024 年江苏省内各大区经销商数量.....	25
图表 54:	2024 年江苏省内各大区营收情况对比.....	26
图表 55:	公司业绩拆分和盈利预测.....	27
图表 56:	可比公司估值表.....	28

一、今世缘：苏派名酒龙头，全国化稳步推进

1.1 公司介绍：引领苏派名酒，打造“缘文化”

公司在苏派名酒首屈一指，以“缘”之名继往开来。公司是苏酒悠久历史的传承者，前身国营高沟酒厂，高沟酿酒源于西汉、盛于明清，酿酒历史源远流长，酒厂生产的高沟特曲在 1995 年被认定为国家浓香型白酒实物标准样品；公司也是振兴苏酒的首创者，在高沟部分产品不再适应消费需求时果断改革，分别于 1996、2004 年创立今世缘、国缘品牌，稳扎稳打开拓新市场。公司将酒与缘构建关联，以独特的人文关怀赢得市场的青睐。公司于 2014 年在上交所挂牌上市，成为 IPO 重启后的白酒第一股、淮安市首家 A 股主板上市企业。公司开创清雅酱香型白酒，于 2019 年推出国缘 V9 单品，参与高端价格带竞争。2023 年公司营业总收入破百亿，达到 101.00 亿元。2024 年公司营业总收入达 115.46 亿元，2014-2024 年 CAGR 为 17.01%；归母净利润达到 34.12 亿元，2014-2024 年 CAGR 为 18.11%。公司持续发力，长远布局未来 150 亿元营收的战略目标。

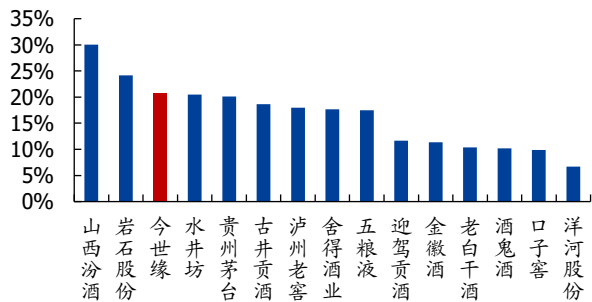
图表1：公司发展大事记



资料来源：公司官网，公司公告，新华日报，中国新闻网，新浪财经，国盛证券研究所

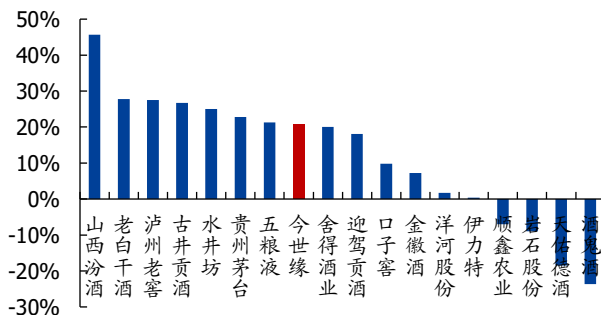
公司发展较为稳健。2016-2024 年，公司总营收和归母净利润 CAGR 分别为 20.75%/20.77%，在 20 家白酒上市公司中分别排名第 3 和第 8 位；2016 年初至 2024 年末公司股价累计增幅为 278.16%，在 20 家白酒上市公司中排名第 7 位。

图表2：2016-2024 年白酒上市公司营业总收入 CAGR 排序



资料来源：iFinD，国盛证券研究所

图表3：2016-2024 年白酒上市公司归母净利润 CAGR 排序

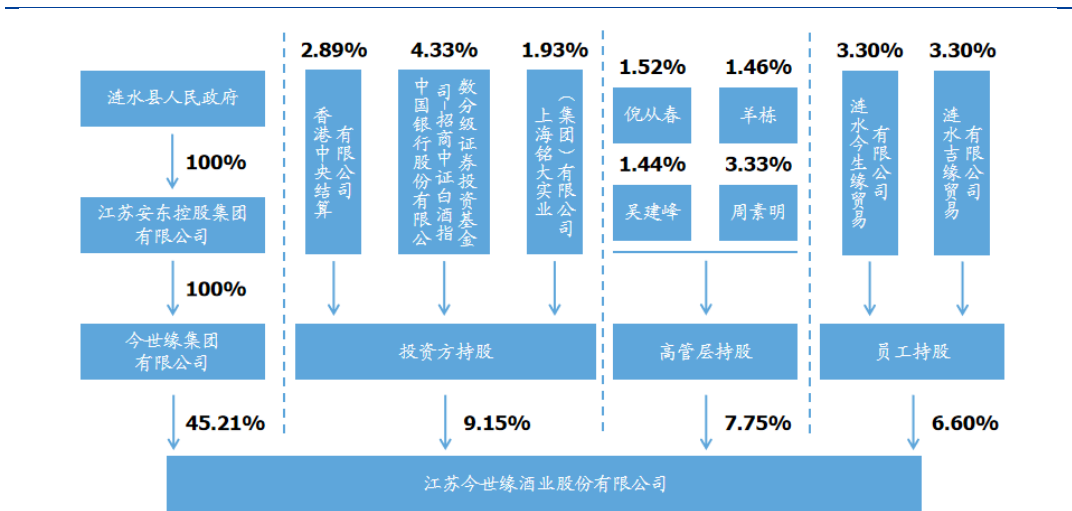


资料来源：iFinD，国盛证券研究所

1.2 股权结构：股权结构稳定，股权激励调动内部积极性

公司股权结构稳定，实控人为涟水县人民政府。今世缘集团是公司控股股东，截至 2025Q1 直接持股 44.72%。涟水县人民政府为公司实际控制人。

图表4：公司股权结构（更新至 2025 年一季度）



资料来源：Wind，企查查，公司公告，国盛证券研究所 注：投资方和高管层持股比例仅统计位列前十大的股东。

公司管理层稳定，股权激励增强员工动力。2000-2022 年，周素明先生在公司担任了 22 年的董事长。2022 年 4 月，周素明先生因到龄退休请辞公司董事长、继续担任名誉董事长，原公司副董事长顾祥悦接棒公司董事长。此外，公司在 2022 年完成了股权激励计划授予实施，对 1 名董事、6 名高管和其他 327 名人员实际授予 768 万份股权，占公司总股本 0.61%，行权价格为 56.24 元/份（授予日收盘价为 43.87 元/股），调动了公司员工积极性。

图表5：2022 年公司股权激励计划对象名单

姓名	人数	职务	获授的权益数量（万份）	占授予总量的比例	占股本总额的比例
顾祥悦	1	总经理	21.0	2.73%	0.017%
鲁正波	1	董事	16.8	2.19%	0.013%
方志华	1	副总经理	16.8	2.19%	0.013%
胡跃吾	1	副总经理	16.8	2.19%	0.013%
李维群	1	副总经理	16.8	2.19%	0.013%
陈玖权	1	副总经理	16.8	2.19%	0.013%
周永和	1	副总经理	16.8	2.19%	0.013%
其他人员	327 人		646.2	84.14%	0.515%
合计（334 人）			768	100%	0.61%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

1.3 业务结构：产品结构逐步提升，立足江苏向外开拓

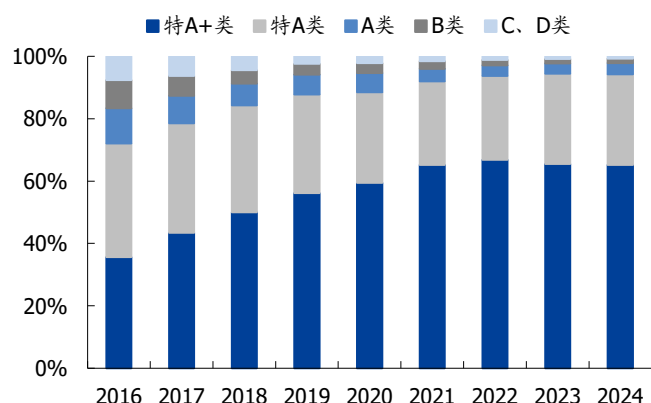
公司旗下三大品牌全面布局高中低价格带，品牌内涵独特鲜明，推新占位持续布局。目前公司拥有国缘、今世缘、高沟三大白酒品牌。**1）国缘品牌：**定位“中国新一代高端白酒”，主要消费场景为高端宴请，产品分布于高端及次高端价格带。2024 年 10 月公司推

出国缘 2049，定位高端浓香，42 度产品京东自营售价 1199 元/瓶。**2) 今世缘品牌：**主张“缘聚时刻今世缘”，主打大众婚喜宴场景，包括次高端及中端单品。2024 年 10 月公司推出今世缘典藏·宝石系列，其中 42 度 500ml 典藏蓝宝石京东自营售价 618 元/瓶。**3) 高沟品牌：**定位“黄淮名酒带高端光瓶典范”，聚焦大众日常消费场景。2022 年推出公司高沟标样系列产品，其中高沟标样 1995 定位高端、定价在千元以上，高沟标样（黑标）、高沟标样（白标）定价分别在 300 元以上和 100 元以下。

2024 年中高价格带白酒收入占比达 94%，公司三大品牌基础逐渐夯实。公司产品根据所属价格带，分为特 A+类、特 A 类、A 类、B 类和 C、D 类，其中中高端价格带白酒是公司营收主力军，2021-2024 年特 A+类和特 A 类收入占比均超过 90%，且占比逐年提升，2021-2024 年收入 CAGR 为 22.61%。在中高端产品为主力的情况下，2022 年公司深筑品牌根基为目标，打响高沟品牌复兴战。

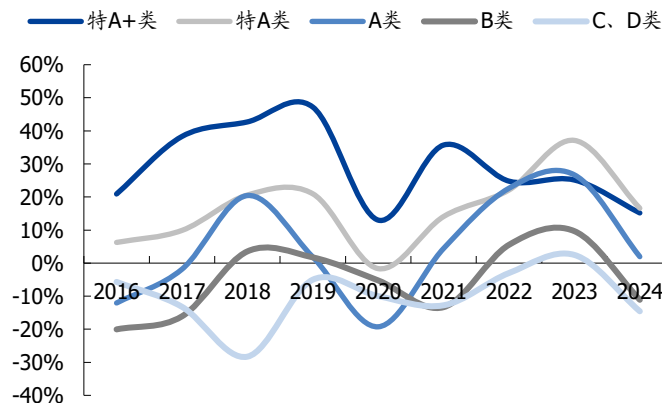
- ◆ **1) 特 A+类：**指出厂指导价 300 元以上的产品，主要包括国缘品牌。2024 年公司特 A+类收入为 74.91 亿元，收入占比为 64.89%，毛利率为 82.70%。2021-2024 年特 A+类收入 CAGR 为 21.61%，收入占比从 65.03%微降至 64.89%。
- ◆ **2) 特 A 类：**指处于 100-300 元价位带的产品，主要包括国缘和今世缘品牌。2024 年公司特 A 类收入为 33.47 亿元，收入占比为 28.99%，毛利率为 65.37%。2021-2024 年特 A 类收入 CAGR 为 24.99%，收入占比从 26.76%升至 28.99%。
- ◆ **3) A 类：**指处于 50-100 元价位带的产品，主要包括今世缘品牌。2024 年公司 A 类收入为 4.19 亿元，收入占比为 3.63%，毛利率为 46.74%。2021-2024 年 A 类收入 CAGR 为 16.57%，收入占比从 4.13%微降至 3.63%。
- ◆ **4) B 类：**指处于 20-50 元价位带的产品，主要包括今世缘品牌。2024 年公司 B 类收入为 1.42 亿元，收入占比为 1.23%，毛利率为 20.74%。2021-2024 年 B 类收入 CAGR 为 0.95%，收入占比从 2.15%降至 1.23%。
- ◆ **5) C、D 类：**指处于 20 元以下价位带的产品，主要包括今世缘品牌等。2024 年公司 C、D 类收入为 0.74 亿元，收入占比为 0.64%，毛利率为 9.01%。

图表6: 2021-2024 年公司中高端白酒收入占比稳定超过 90%



资料来源：公司公告，国盛证券研究所 注：公司以出厂指导价划分产品类别。

图表7: 2016-2024 年特 A+和特 A 类产品 CAGR 为 22.61%



资料来源：公司公告，国盛证券研究所 注：公司以出厂指导价划分产品类别。

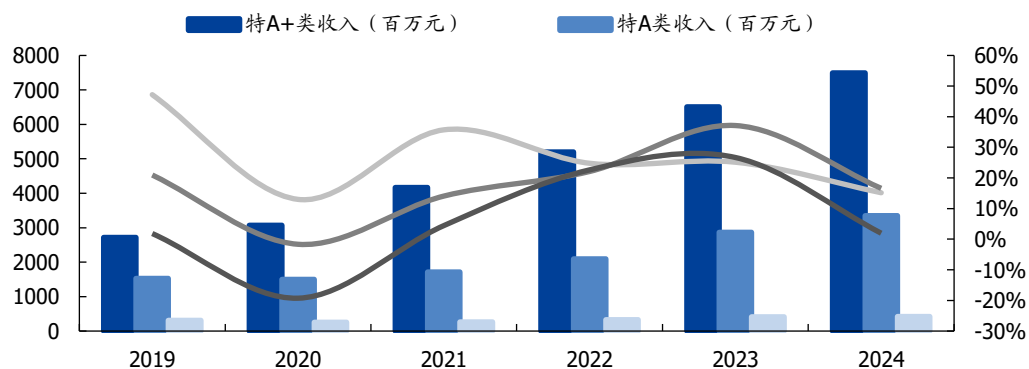
图表8: 公司主要产品矩阵



资料来源: 京东国缘官方旗舰店, 京东今世缘官方旗舰店, 今世缘白酒京东自营旗舰店, 京东高沟酒类旗舰店, 国盛证券研究所 注: 图中数据为零售成交价, 单位为元/瓶。

近年来公司中高端产品占比增加, 产品结构不断升级。2019 年以来, 公司 100 元以上产品 (即特 A+类和特 A 类) 收入占比逐渐增加, 从 2019 年的 87.15%提升至 2024 年的 93.88%。2019-2024 年, 公司高价位产品收入增速相对更快, 其中特 A+类、特 A 类和 A 类产品收入 CAGR 分别为 22.49%、16.98%和 5.96%。

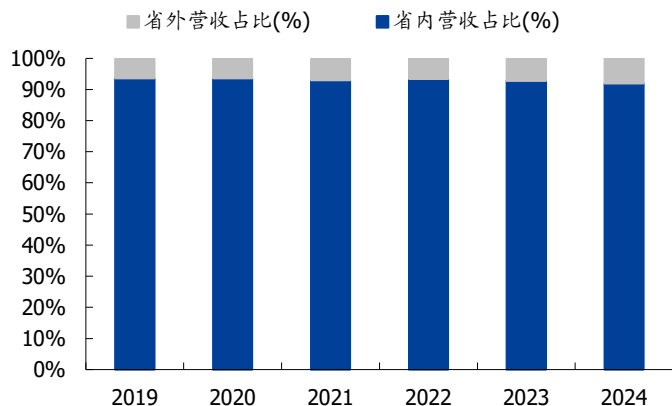
图表9: 公司特 A+类、特 A 类、A 类白酒 2019-2024 年收入情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

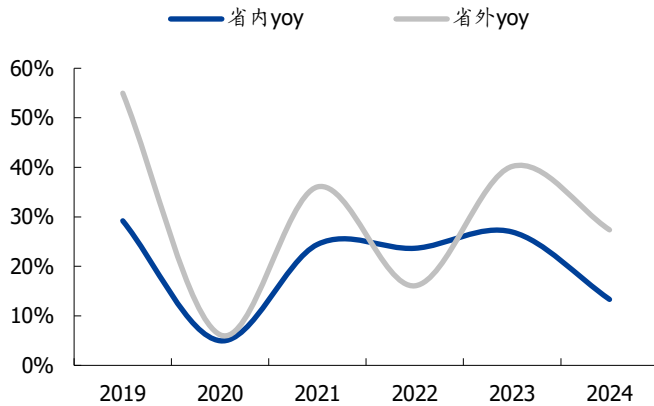
立足省内向外点状拓展, 2019-2024 年省内收入占比稳定于 92~94%左右。公司坚持省内精耕攀顶、省外攻城拔寨的全国化战略, 以江苏省内为根据地, 对省外机会市场积极开拓。2024 年省内和省外收入分别为 105.51 亿元和 9.26 亿元, 占比分别为 91.93%和 8.07%, 2019-2024 年公司省内和省外收入 CAGR 分别为 18.36%和 24.52%。公司聚焦省内市场, 将省内划为 6 个大区。2024 年南京/淮安/苏中/苏南/盐城/淮海大区收入为 26.3/22.4/19.2/14.3/12.7/10.6 亿元, 占比 22.9%/19.5%/16.8%/12.4%/11.1%/9.2%, 2019-2024 年收入 CAGR 为 15.6%/16.2%/26.3%/17.6%/15.5%/24.0%。2024 年, 南京市场的收入占比最高; 苏中大区和淮海大区的收入 CAGR 最高。

图表10: 2019-2024 年省内收入占比稳定于 92~94%左右



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表11: 2019-2024 年省内和省外收入 CAGR 分别为 18.36%和 24.52%



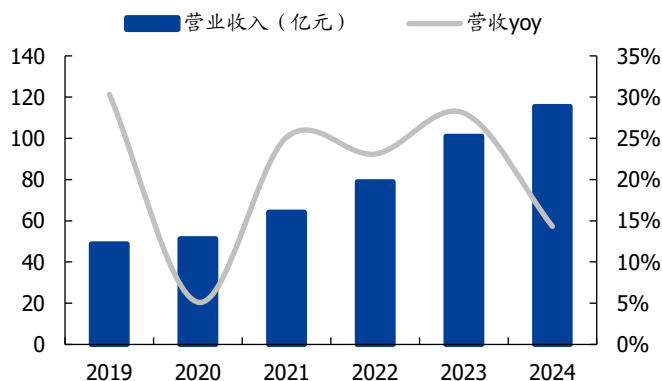
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.4 财务分析: 盈利增长稳健, 财务结构不断优化

1) 成长能力: 收入利润稳步增长, 成长势能持续释放

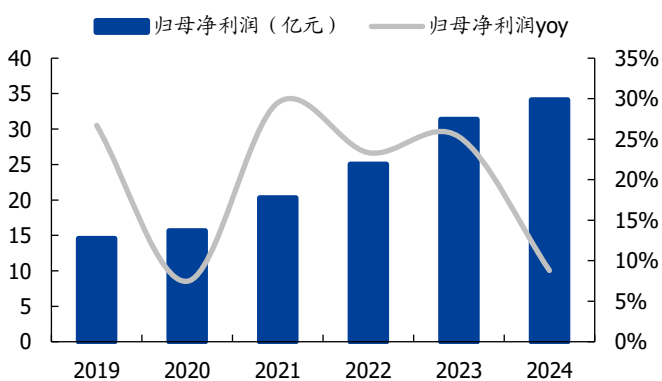
近些年公司收入和利润保持稳定增长。2019-2024 年公司营业收入从 48.70 亿元稳步增长至 115.44 亿元, CAGR 为 18.84%; 归母净利润从 14.58 亿元稳步增长至 34.12 亿元, CAGR 为 18.53%。2024 年公司营业收入和归母净利润分别同比增长 14.32%/8.80%, 在白酒行业销售整体承压的背景下, 增速较之前年份有所放缓。

图表12: 2019-2024 年公司营业收入 CAGR 为 18.84%



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

图表13: 2019-2024 年公司归母净利润 CAGR 为 18.53%



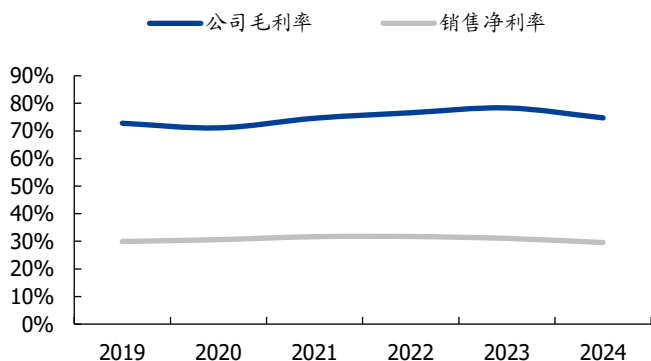
资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

2) 盈利能力: 毛利率与净利率小幅提升, 产品结构持续优化

近些年公司毛利率和净利率波动提升。2019-2024 年公司毛利率从 72.79%提升至 74.74%, 累计提升 1.96pct, 主要得益于公司产品结构稳步提升, 特 A+类、特 A 类、A 类产品收入占比逐渐提升; 净利率从 29.94%提升至 29.55%, 累计下降 0.39pct。2024 年公司毛利率和净利率同比分别下降 3.60pct 和 1.50pct, 主要系公司基于白酒整体销售承压, 适度给经销商让利, 以货折的形式给予经销商补贴, 拖累毛利率下降。费用方面, 由于公司加大营销方面的投入, 2019-2024 年公司销售费用率由 17.51%上升到 18.54%。2024 年公司销售费用率同比下降 2.23pct, 主要系公司为提升市场运作效率, 将一部分

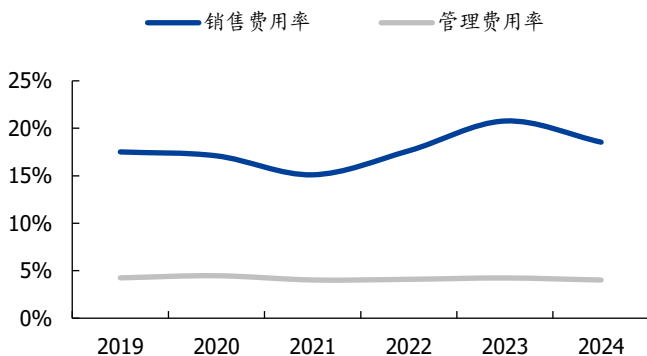
费用交由经销商投入市场，同时给予经销商货折补贴，故体现出销售费用率和毛利率均有所下降。

图表14: 2019-2024 年公司毛利率和净利率情况



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

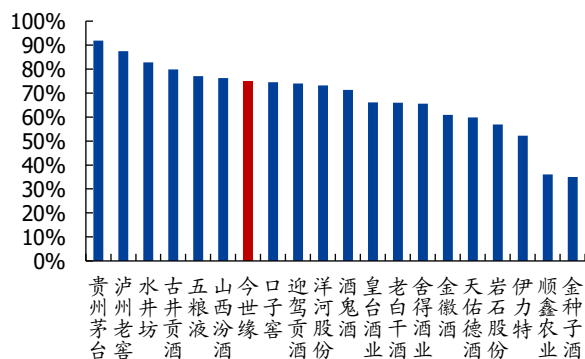
图表15: 2019-2024 年公司销售费用率和管理费用率



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

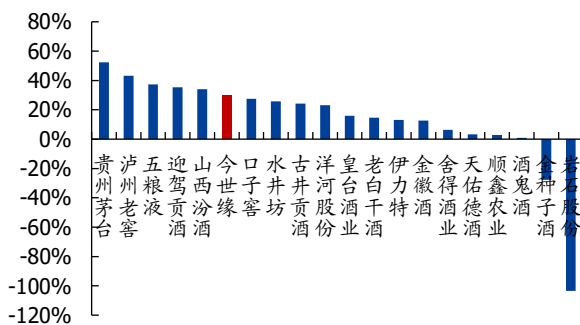
公司毛利率和净利率在同业中为中等略偏上水平。2024 年，公司毛利率和净利率在 20 家白酒上市公司中分别排名第 7/6 位，盈利能力中等偏上。

图表16: 2024 年公司毛利率在 20 家白酒上市公司中排名第 7 位



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

图表17: 2024 年公司净利率在 20 家白酒上市公司中排名第 6 位

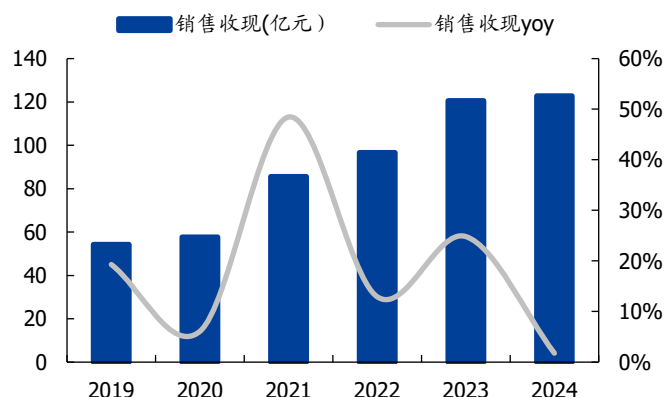


资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

3) 现金流情况: 经营性现金流稳健增长, 资金状况持续改善

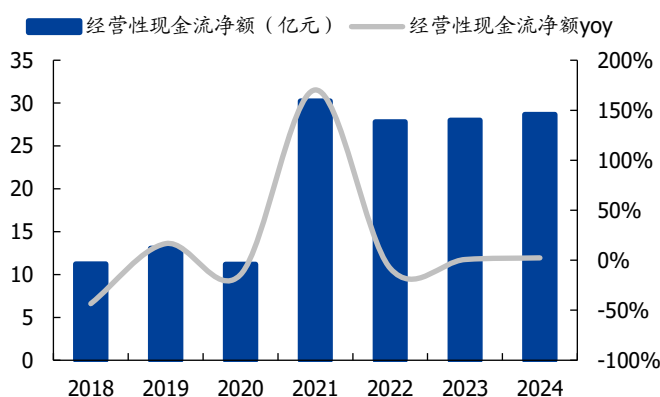
近些年公司现金流情况良好。2019-2024 年，公司销售收现从 54.32 亿元增长到 122.74 亿元，CAGR 为 17.71%；同期，经营性净现金流从 13.07 亿元增长至 28.67 亿元，CAGR 为 17.00%。2024 年公司销售收现同比增长 1.77%；经营性净现金流同比增长 2.37%。

图表18: 2019-2024 年公司销售收现 CAGR 为 17.71%



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

图表19: 2019-2024 年公司经营净现 CAGR 为 17.00%

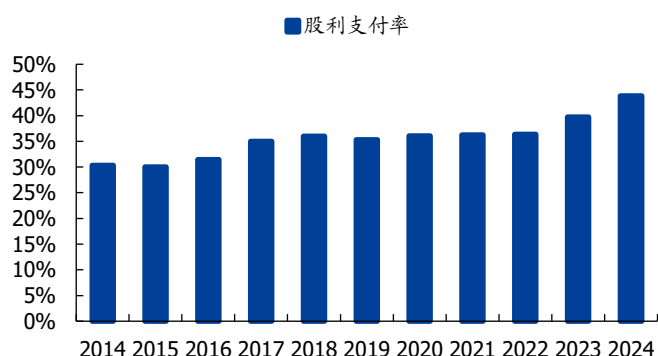


资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

4) 分红情况: 分红率稳中有升, 逐步优化股东回报

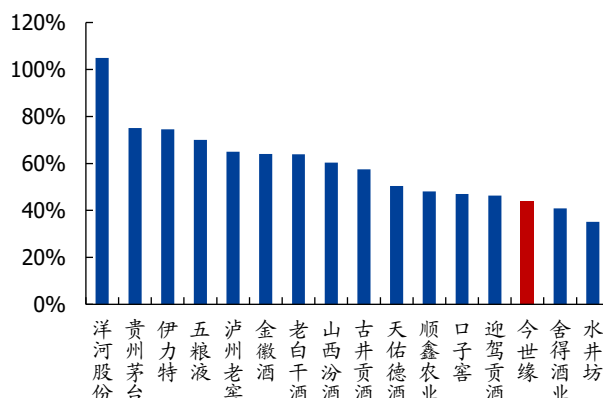
公司分红率稳中有升, 近 11 年平均约 35%。2014-2024 年, 公司分红率呈小幅提升趋势, 从 30.31%提升至 43.85%, 平均为 35.48%。2024 年, 公司分红率在白酒上市公司中排名第 15 位。

图表20: 2014-2024 年公司分红率平均为 35.48%



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

图表21: 2024 年白酒上市公司分红率情况

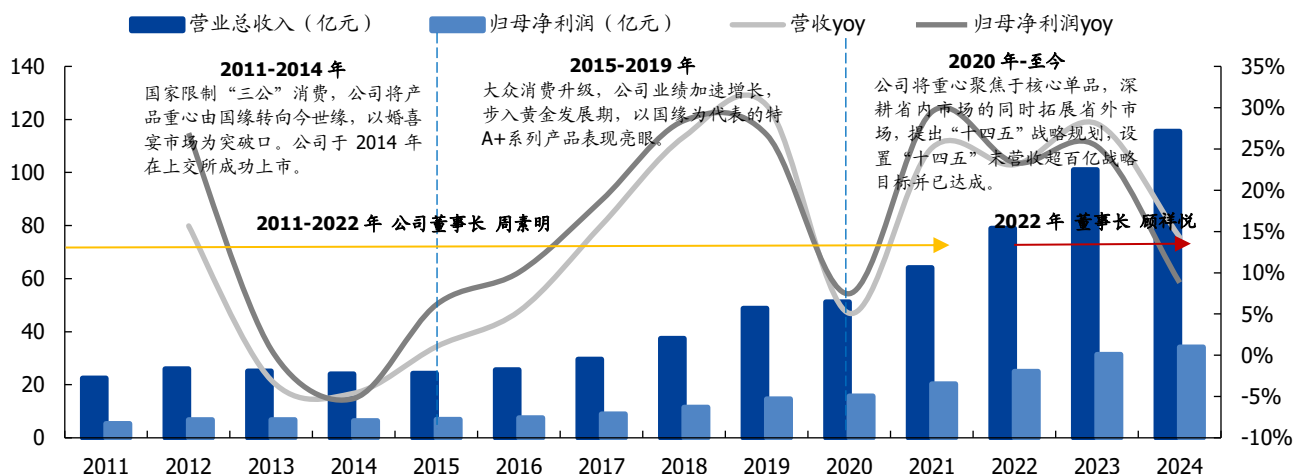


资料来源: iFinD, 国盛证券研究所 注: 剔除了极值酒鬼酒, 酒鬼酒 2024 年分红率为 1560.50%, 主要系分母归母净利润较低。

二、历史复盘: 稳步前行破瓶颈, 砥砺前行新征程

江苏自古便是白酒名酿之地, 素有“三沟一河”之称。今世缘的前身——高沟酒厂, 酿酒历史可追溯至明清时期, 因其醇厚绵长的口感享誉一方。1956 年, 高沟大曲荣获江苏省“酿酒第一”奖旗。1996 年, 公司创立“今世缘”品牌。1998 年, 公司营业收入突破 1 亿元。2004 年, 公司推出“国缘”品牌, 同年营收增长至 4 亿元。2014 年, 今世缘成为 IPO 重启后的白酒第一股、淮安市首家上市企业。2015 年起, 行业逐步回暖, 公司迎来快速增长期, 营业收入与盈利能力持续提升, 销售额突破 20 亿。2019 年, 公司推出国缘 V9, 全面推进品牌升级、市场深耕与渠道拓展。2021 年, 公司确立“十四五”末营收突破百亿、冲刺 150 亿元的战略规划。至 2023 年底, 公司总营收达到 101 亿元, 迈入百亿阵营, 进一步巩固了其在白酒行业的领先地位。

图表22: 2011 年至今公司发展情况



资料来源: iFinD, 公司官网, 公司公告, 中国网, 糖酒快讯, 酒业内参, 国盛证券研究所

2.1 上世纪 90 年代-2003 年: 重整旗鼓深耕省内市场

1) 20 世纪 90 年代: 高沟历经辉煌, 然步入困境

历史深远荣誉傍身, 然 90 年代后高沟酒厂陷入困境。今世缘的前身为江苏省淮安市涟水县高沟镇的高沟酒厂, 其历史深远可追溯至明清时期。1956 年, 高沟大曲荣获江苏省“酿酒第一”奖旗; 1984 年全国评酒会上榜上有名, 是浓香白酒第二名; 1989 年, 高沟特曲 55 度、39 度、46 度先后斩获国家质量奖; 1990 年高沟低度酒荣获首届全国轻工博览会金奖。但到了 20 世纪 90 年代初, 高沟部分产品不再适应消费需求, 高沟酒厂陷入发展困境, 1995 年底, 高沟酒厂陷入停产半停产状态。

图表23: 公司获得荣誉汇总

获得时间	荣誉概况
1956	高沟酒荣获江苏省政府颁发的“酿酒第一”奖旗
1984	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
1989	高沟特曲 55 度、39 度、46 度先后斩获国家质量奖
1995	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

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

2) 1996-2003 年: 今世缘品牌面世, 深耕省内市场

“今世缘”品牌面市, 深耕本地市场。1995 年底, 江苏省委、省政府领导专程来涟水现场办公, 解决恢复生产启动资金 3000 万元。1996 年, 高沟酒厂恢复生产; 同年 8 月, “今世缘”品牌在南京横空出世, 打破地域命名传统, 以“缘”文化为核心, 运用改良后的传统酿酒技术生产基酒, 积极开发今世缘系列新产品, 走出特色发展之路。1997 年, 江苏今世缘酒业有限公司宣告成立。公司注重省内市场品牌建设和发展, 立足高沟镇, 逐步向全省扩展。

2.2 2004-2015 年：升级成效显著，公司上市成功

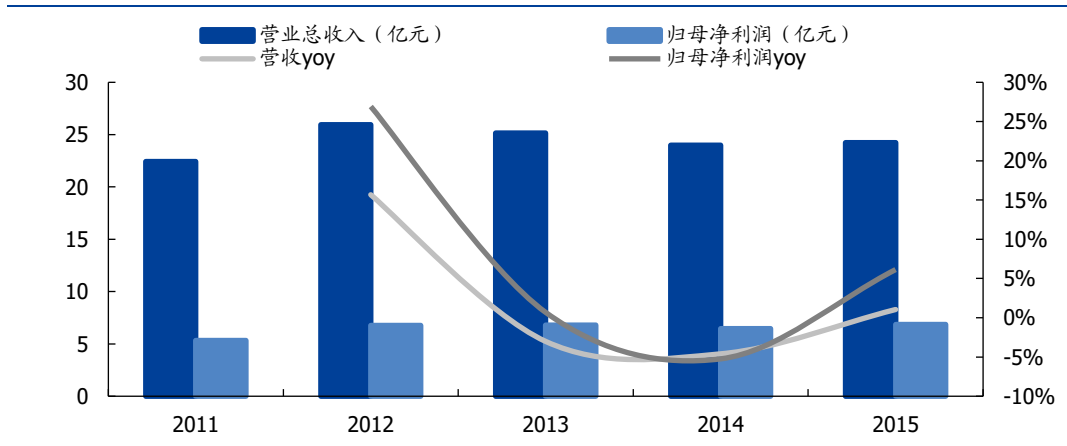
1) 2004-2010 年：锚定高端，国缘塑造新标杆

白酒结构升级，国缘品牌应运而生。2004 年，白酒行业迎来黄金发展期，市场需求持续扩容。今世缘顺势推出“国缘”品牌，精准定位高端白酒市场，以“成大事、必有缘”为品牌主张，塑造独特的品牌价值，开启高端化发展新篇章。2009 年，今世缘推出国缘 V3 和 V6 两款产品：其中 V3 定价 600-700 元，V6 布局千元价格带。“国缘”品牌推出五年后，今世缘酒业销售额突破 20 亿元，成功跻身“中国白酒制造业行业效益十佳企业”行列。

2) 2011-2015 年：行业深度调整，公司重整旗鼓上市

公司调整发展重心恢复动能，2014 年成功上市。2012 年，国家出台政策限制“三公”消费，高端白酒市场承压，行业开始进入深度调整期。2013-2014 年公司高端产品销售亦受到影响，公司营收和净利润出现下降。面对市场变局，公司迅速调整战略，将发展重心从“国缘”转向“今世缘”，深耕省内婚宴喜宴市场，稳居江苏白酒宴席市场前列，有效弥补了国缘销售下滑带来的业绩缺口，为企业持续增长奠定坚实基础。2014 年，公司于上交所上市，成为第 15 家白酒上市公司。

图表24：2011-2015 年公司营收和归母净利润变化



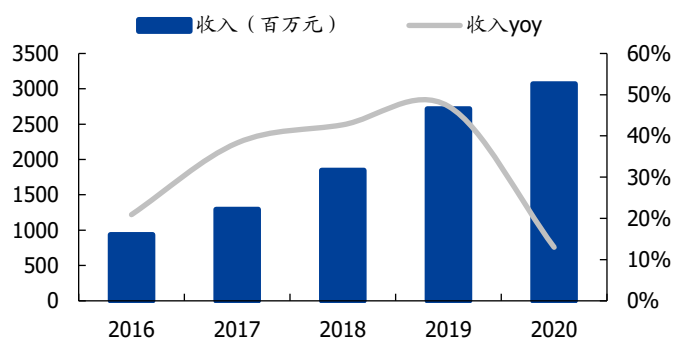
资料来源：iFinD，国盛证券研究所

2.3 2016 年-至今：业绩稳步提升，稳固基础盘发展

1) 2016-2020 年：消费回暖，公司业绩加速

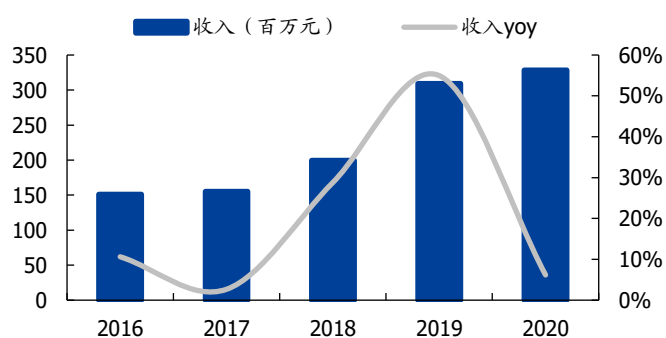
大众消费升级后公司业绩表现良好。2016 年，白酒行业逐步适应政策调整，重回增长道路。高端白酒消费市场仍在增长，公司转变发展战略，经营重心由今世缘调整回国缘品牌，2018 年将品牌定位从“江苏高端白酒创导品牌”升级为“中国高端中度白酒”，2016-2020 年营收和归母净利润 CAGR 分别约 19%和 20%。产品方面，以国缘为代表的特 A+ 系列表现亮眼，2016-2020 年收入 CAGR 达 34.6%。此外，公司省内深耕的同时开始进行省外市场的开拓，2019 年制定了针对省外市场的“1+2+4”的战略规划，重点突破山东市场的同时，将北京、上海市场作为示范市场，将安徽、河南、浙江、江西作为重点市场。2016-2020 年公司省内和省外市场收入 CAGR 分别约 19%和 21%。

图表25: 2016-2020 年特 A+系列收入 CAGR 为 34.6%



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

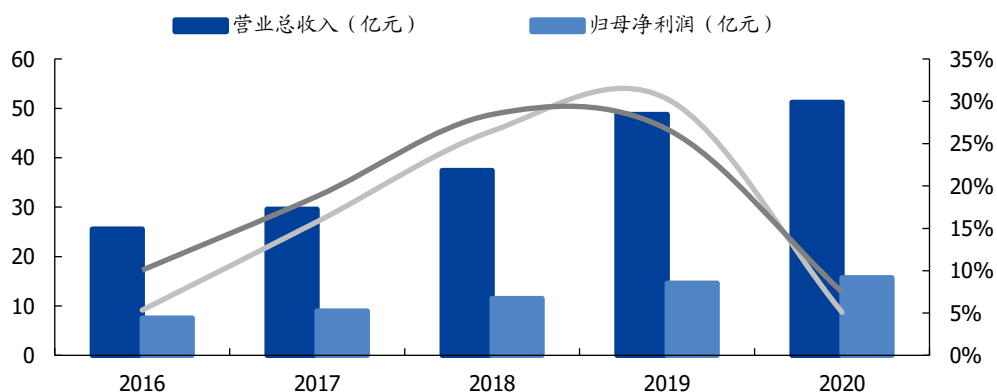
图表26: 2016-2020 年省外市场收入 CAGR 为 21.45%



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

国缘 V 系战略培育成效显著。2019 年, 公司推出国缘 V9, 定价千元以上, 面向于超高端市场, 主打“清雅酱香”差异化风味。2021 年, 公司设立“十四五”战略目标, 力争“十四五”末实现营收超百亿; 同时公司全面启动 V 系攻坚战, 并于 2020 年成立 V9 事业部, 全面布局省内高端市场, 并在长三角城市群及省外高线城市, 有序推进 V9 体验店布局, 2020 年 V 系实现销售 2.6 亿元左右。

图表27: 2016-2020 年公司营收和归母净利润 CAGR 约 19%和 20%

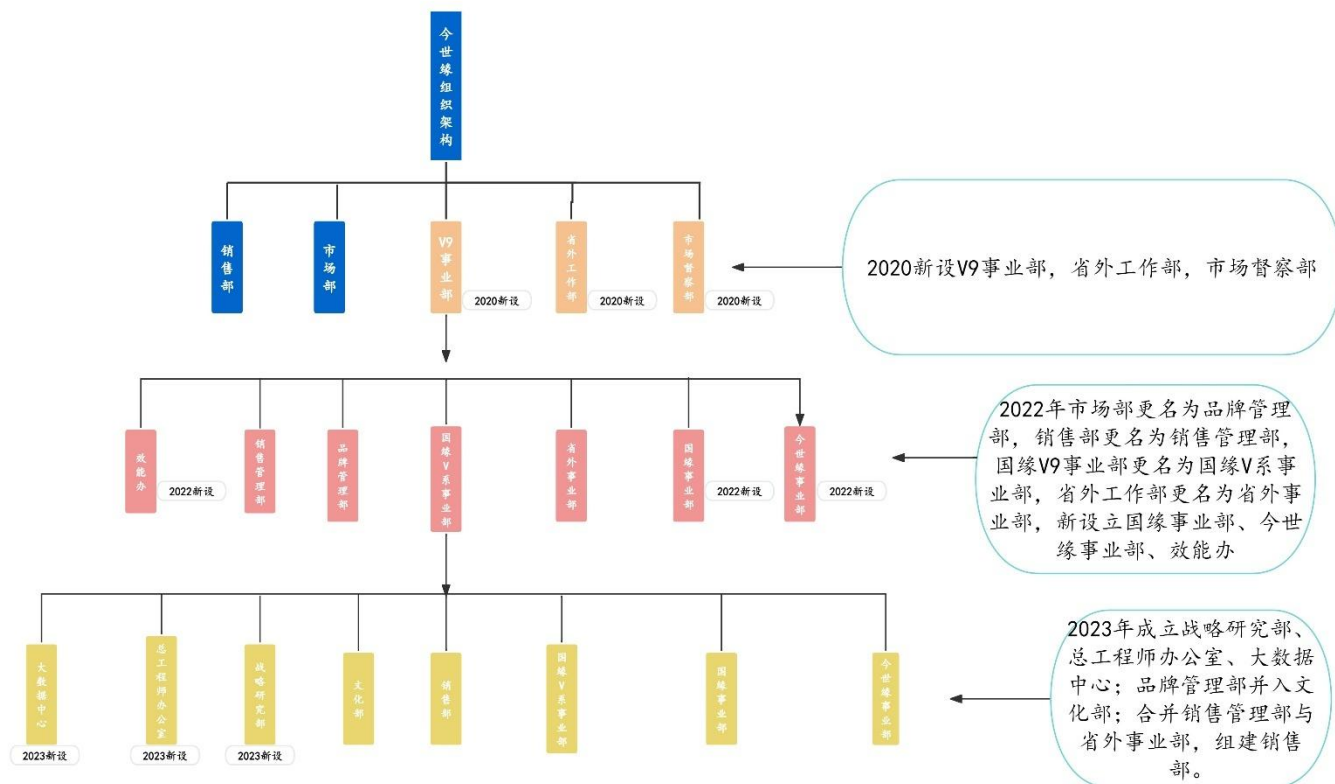


资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

2) 2021 年-至今: 稳步发展, “十四五”战略目标初步达成

突破省外市场, 组织架构变革。自 2021 年以来, 公司稳步推进省内深耕与省外培育两条主线。围绕“V 系攻坚战”、“开系提升战”、“典藏激活战”、“省外突破战”四大重点工程持续发力, 通过对国缘 V 系列、开系列、今世缘系列实施分品牌事业部运作, 构建了事业部与推广中心的垂直指挥体系。2023 年, 公司优化组织架构, 将省外事业部与销售管理部合并为销售部, 整合品牌管理部并入文化部, 并设立战略研究部, 为公司的“后百亿时代”提供系统性规划与战略支持; 同时, 公司新增大数据中心, 强化数据驱动的经营管理能力; 并设立总工程师办公室, 进一步夯实企业长期发展的基础。2025 年 5 月, 公司进一步优化组织架构, 成立客户关系管理部, 负责公司层面会员运营、大客户开发及管理, 大服务体系建设工作; 撤销战略研究部, 公司层面的战略研究工作划入企管部, 市场分析、竞争策略研究工作划入销售部。

图表28: 2020-2023 年公司组织架构变化



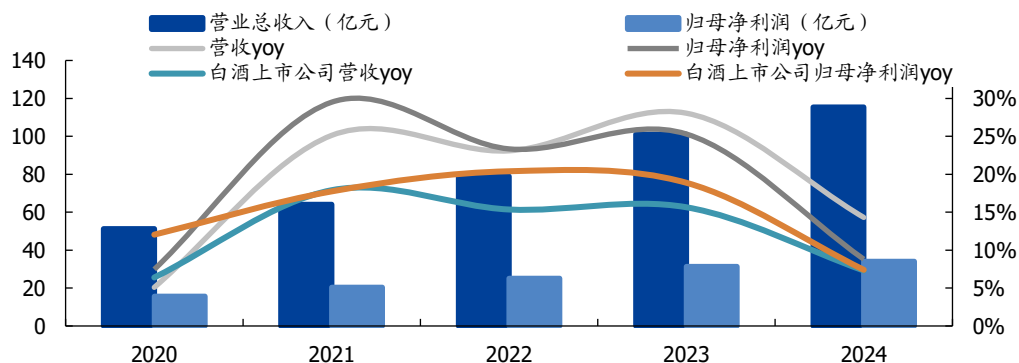
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

优化资源配置，全面升级营销体系。2025 年，今世缘将以优化品牌架构、细化产品策略、深化区域精耕、简化政策体系、强化队伍建设为核心，全面推动营销升级。在产品策略方面，公司将着力打造大单品，全国范围内强化四开和对开，力争将二者培育为百亿单品；省内则聚焦 V3 的加速放量，同时扩大淡雅在百元价格带的市场份额。区域市场精耕计划将深入推进“百城过亿元、大镇过千万、万店过百万”的目标，在省外市场通过预算保障、专项赋能和组织配称，优化资源分配，目前省外已布局 10 个板块市场、8 个准板块市场、21 个潜力市场和 20 个机会市场。此外，公司将简化政策体系，确保价格秩序和利益平衡，同时通过构建经销商评级机制和完善终端星级合伙人体系，进一步赋能终端动销，全面激发市场增长动能。

“十四五”战略推进，稳中求进谋发展。2021 年，公司设置了“十四五”末营收努力实现过百亿、争取 150 亿元的战略目标。截至 2024 年末，公司营业总收入达 115.46 亿元，达成基础战略目标。尽管近几年宏观经济承压、行业竞争加剧，但公司保持稳健发展。公司 2020-2024 年营收和归母净利润 CAGR 分别约 23%/21%，快于白酒上市公司整体营收约 14%的 CAGR 和整体归母净利润约 16%的 CAGR。

多维发力，强化营销新动能。2024 年，今世缘酒业在省内市场持续深耕，南京、淮安、盐城、徐州等优势区域在高基数、高占有情况下继续保持增长，优势进一步扩大，扬州、泰州、南通、苏州等区域增长动能充足，2024 年省内收入达 105.51 亿元，同比增长 13.32%，全品系产品稳步放量。省外市场突破势头强劲，2024 年安徽和山东重点市场销售规模均突破 2 亿元，千万级地市数量持续增加，板块市场销售占比显著提升，省外市场 2024 年收入达 9.26 亿元，同比增长 27.37%。公司围绕国缘 V 系列，结合 2024 年“国缘 2049”“今世缘典藏宝石”等高端新品发布，进一步夯实高端品牌定位，同时整合数字化平台与人才资源，推进“3333”人才战略，提升市场响应速度。

图表29: 2020-2024 年公司营收和归母净利润 CAGR 约 23%/21%，快于白酒上市公司平均增速



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

三、竞争优势：缘文化得天独厚，升级扩张稳扎稳打

3.1 “缘文化”底蕴深厚，产品结构有序升级

“缘文化”是今世缘天然优势、魅力之源，公司以此为基础大力推进文化营销。公司坚定不移以“缘”为核心，以酒结缘，以缘兴酒，持之以恒塑造品牌精神，打造更有温度、更具高度、更显特色的缘文化品牌。公司凸显国缘品牌“成大事、必有缘”的文化诉求，传播今世缘品牌“今世有缘，相伴永远”的情感文化内涵。2018 年公司提炼国缘品牌“与大事结缘，同成功相伴，为英雄干杯”、今世缘品牌“有喜庆今世缘，有缘就喝今世缘”等有影响力的市场传播语，分别针对不同群体实施精准营销。近年来，公司发挥品牌文化优势，开发了缘来有礼、今世缘旅游等服务项目，积极探索白酒营销新模式。

图表30: 2022 年世界杯今世缘“缘”来有礼活动



资料来源: 今世缘官方商城公众号, 国盛证券研究所

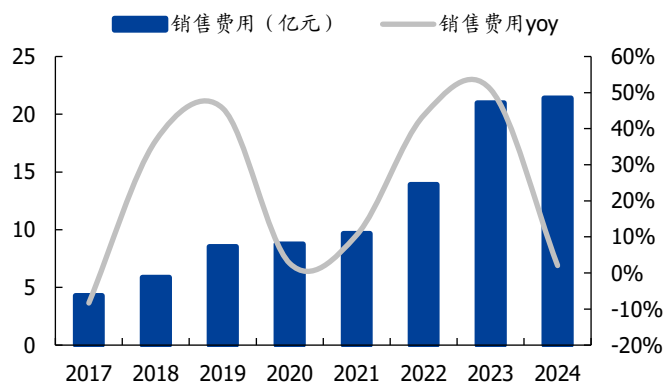
图表31: 消费者参与今世缘旅游



资料来源: 淮安今世缘公众号, 国盛证券研究所

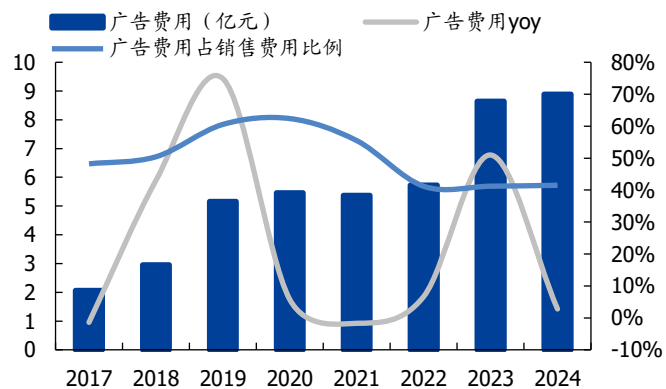
对品牌营销的重视下，公司销售费用不断提升。2017 年起，公司开始重视各地区的精准广告营销，广告费逐渐增加，广告费占销售费用比例在 2020 年达到阶段性高点 62.38%。公司明确 2023 年为“品牌价值提升年”，构建基于目标顾客的品牌资产培育和评价体系，形成品牌管理全流程作业体系。同时在这几年加大终端和消费者红包力度，助推营销。

图表32: 2017-2024 年公司销售费用变化



资料来源: iFinD, 公司公告, 国盛证券研究所

图表33: 2017 年起公司广告费用逐渐增加



资料来源: iFinD, 公司公告, 国盛证券研究所

公司产品战略清晰，且不断优化。公司坚持发展壮大国缘 V9、V3、四开、对开等明星单品，凸显主导产品地位。2021 年开始进行 V 系攻坚战、开系提升战、今世缘品牌激活战、省外突破战“四大战役”，近两年来，公司坚持国缘 V9 高端化战略引领，注重 V 系列战略布局，并且将营销资源大量朝 V 系和开系投入，在长三角协同布局 V 系的同时在全国面上主推开系，致力高端引领，错位竞争。2025 年继续围绕“多品牌、单聚焦、全国化”方针、锚定“11152”工程，通过优化品牌架构、深化区域精耕、强化大单品打造和队伍建设，聚力次高端市场突围，全面提升品牌占有率与市场竞争力。

国缘系列是公司产品发展的重中之重。近些年在大众消费升级的带动下，次高端 300-500 元价位带白酒市场逐渐扩容，公司核心产品四开和对开卡位这一价格带，在公司持续发力下迅速成长起来。公司近几年持续稳定开系投放，聚焦四开、对开等核心大单品，利用开系稳固基本盘市场。此外，近几年公司着力提升 V 系高度，V 系承接国缘开系向上升级，做大 V9 战略性高端形象，目标参与未来头部竞争；同时依靠次高端价位 V3 作为销量支撑，V6 作为价格补充，打造三大 V 系核心单品。

错位竞争形成一定价格优势。今世缘围绕不同价格带打造产品矩阵，形成多层次全价格带布局的同时，与竞品进行价格错位竞争。在同价格带产品上，今世缘部分主力单品成交价与竞品相差 0-40 元/瓶不等。以洋河为例，国缘 V3 对标梦 6+，四开对标梦之蓝水晶瓶，对开对标天之蓝，淡雅对标海之蓝。今世缘借助价格错位，在一定程度上提高了竞争力，助力产品销量提升。

图表34: 今世缘和洋河中端和次高端部分主力单品价格对比

今世缘	终端售价 (元/瓶)	洋河	终端售价 (元/瓶)	价差 (元)
国缘 V3	650	梦之蓝 M6+	688	38
国缘四开	460	M3 水晶版	498	38
国缘对开	269	天之蓝	288	19
国缘淡雅	125	海之蓝	125	0

资料来源: 京东今世缘官方旗舰店, 京东洋河官方旗舰店, 国盛证券研究所

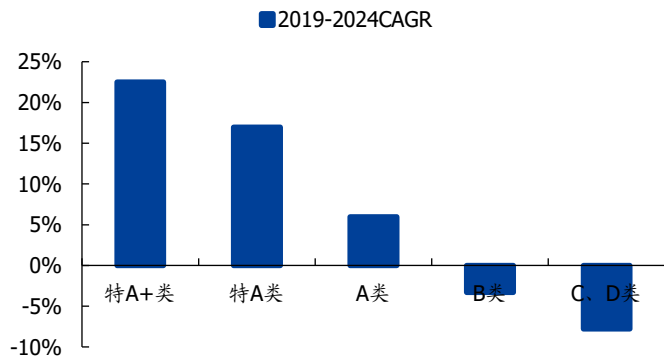
图表35: 今世缘和洋河中端和次高端部分主力单品价格对比图



资料来源: 上游新闻, 云酒头条, 轻酌会, 财联社, 酒讯, 徽酒, 糖酒快讯, XIN 知酒, 今世缘酒业, 京东今世缘官方旗舰店, 京东洋河官方旗舰店, 国盛证券研究所 注: 价格更新至 2025 年 1 月。

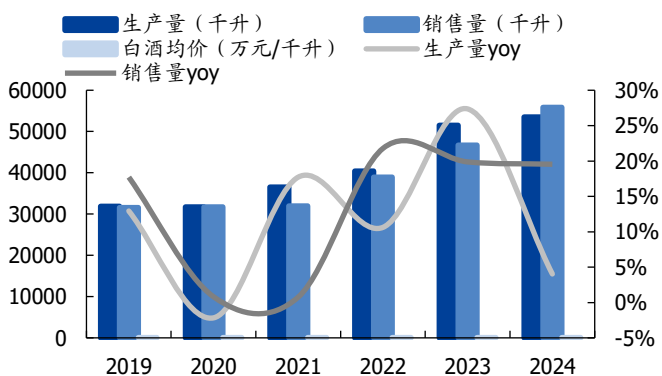
公司产品结构升级带动利润率提升。近年来公司量价齐升, 2019-2024 年公司特 A+类和特 A 类产品收入 CAGR 分别约 22%和 17%, 增速超过其他系列产品, 产品结构不断升级。2019-2024 年公司白酒销量从 3.2 万千升增加到 5.6 万千升, CAGR 约 12%; 白酒均价从 15.3 万元/千升上升到 20.5 万元/千升左右, CAGR 约 6%; 带动公司毛利率从 2019 年的 72.8%提升至 2024 年的 74.7%。

图表36: 2019-2024 年各类产品收入 CAGR 对比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表37: 2019-2024 年公司白酒量价齐升

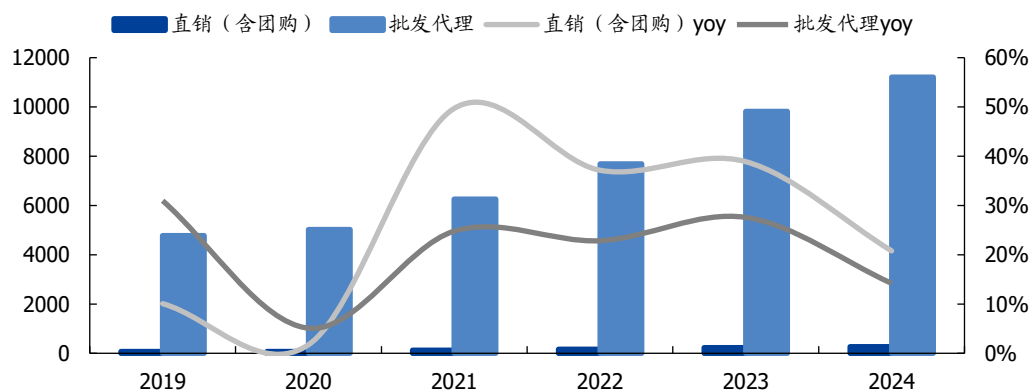


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.2 聚焦政商务团购优势, 稳步发展流通渠道

精准抓住团购起家, 流通渠道逐步深耕。今世缘依托“缘文化”的定位, 将核心消费场景定位婚庆市场、政商务接待、企事业单位团购的终端消费, 避开洋河擅长的渠道竞争。公司注重团购差异化发展, 针对不同终端消费场景制定差异化团购策略, 助推团购进一步发展。流通渠道是洋河的优势领域, 今世缘流通渠道发展较晚。近年来公司不断增加经销商和网点数量, 持续强化渠道和终端积极性。

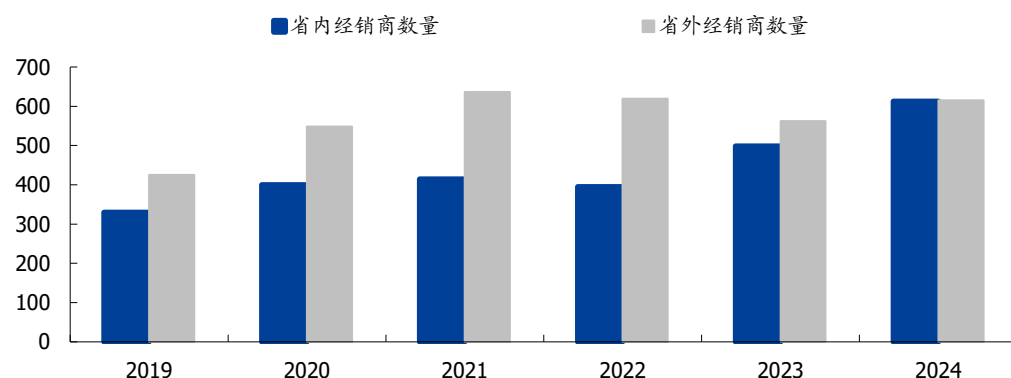
图表38: 2019-2024 年公司分渠道收入变化 (百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

优化渠道治理, 提升协销深度。公司的渠道模式逐步从传统协销模式升级至“1+1+N”厂商协同模式, 注重经销商和终端的分化管理, 增强了厂商主导性, 提升了协销深度, 实现了渠道进一步精细化, 将渠道网络建设下沉到乡镇, 终端掌控延伸到门店, 强化构建基于 C 端思维的营销体系, 构建了“厂-商-店-客”命运共同体。

图表39: 2019-2024 年公司江苏省内外经销商数量变化

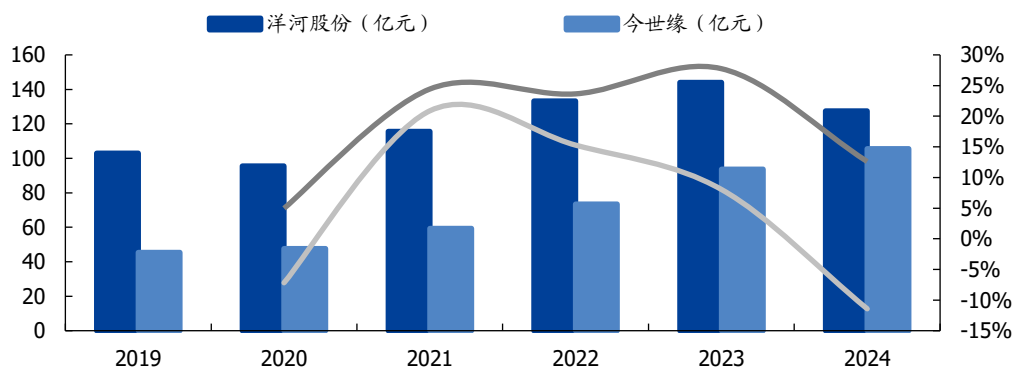


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.3 省内自北向南扩张, 省外打造样板市场

苏酒两强格局逐渐形成, 公司竞争优势不断增强。根据江苏省酒类行业协会数据, 当前江苏白酒市场规模超 600 亿元。作为苏酒两大上市公司, 今世缘和洋河近年来一直属于竞合关系, 作为本土品牌在江苏省占据不小市场份额。近年来今世缘发展速度相对较快, 在省内影响力不断加大。2024 年今世缘江苏省内收入达到 105.51 亿元, 2019-2024 年省内收入 CAGR 为 18.36%, 2024 年省内收入占比为 91.93%。2019 年和 2024 年, 今世缘和洋河在省内的收入比例分别为 1:2.3 和 1:1.2, 今世缘与洋河在江苏省内差距逐渐减小。

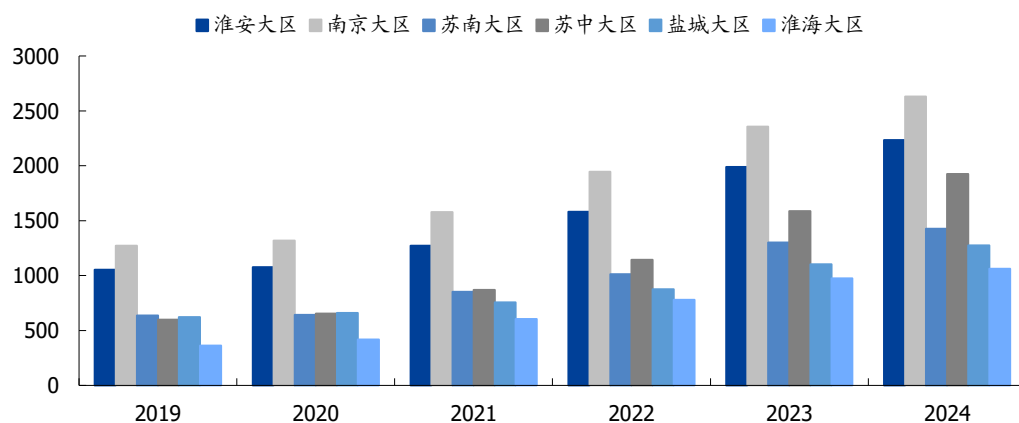
图表40: 2019-2024 年今世缘省内和洋河省内收入情况对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

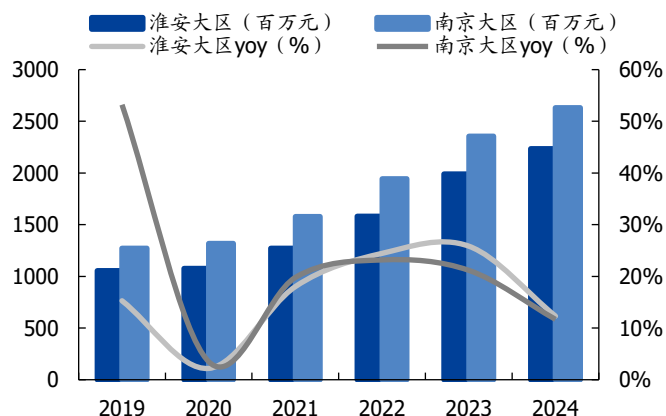
起源苏北，淮安和南京大区基本盘稳固。公司立足大本营淮安，向接壤城市南京重点布局，培育出淮安大区和南京大区两大成熟优势市场，2019-2024 年两个大区的营收占比合计在 42~48%左右。作为江苏省会，南京地区的消费水平较高，加之近些年次高端价格带不断扩容，公司主力产品四开在南京发展较好。2019-2024 年淮安大区和南京大区的营收 CAGR 分别为 16.23%和 15.62%，2024 年收入占比分别为 19.47%和 22.92%。

图表41: 2019-2024 年今世缘省内各大区收入情况对比 (单位: 百万元)



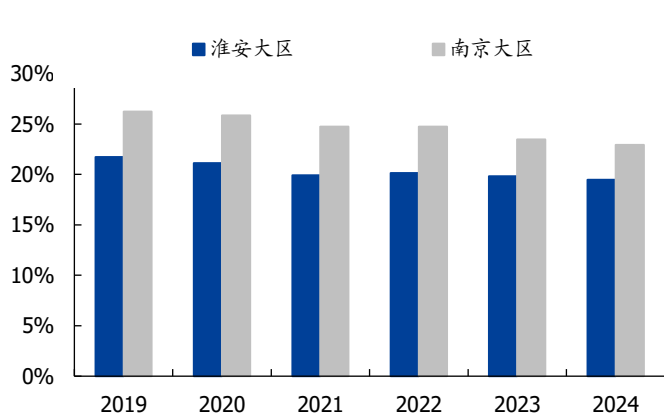
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表42: 2019-2024 年公司淮安大区和南京大区营收情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

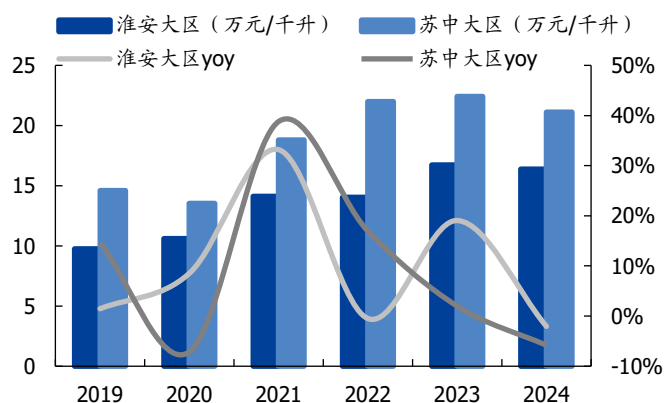
图表43: 2019-2024 年公司淮安大区和南京大区营收占比变化



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

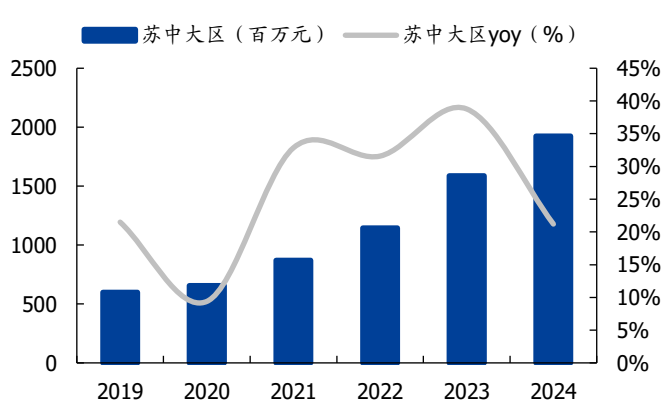
苏中市场发展迅速, 成长空间广阔。苏中市场白酒消费水平相对苏南较低, 相较苏北略高。国缘四开等单品契合苏中地区消费价位, 品牌影响力不断增强。随着国缘在苏中地区的逐渐培育和放量, 苏中大区营收占比不断上升, 2024 年苏中大区营收占比为 16.77%, 2021-2023 年营收同比增速高达 32~39% 左右, 2024 年营收同比增速为 21%、环比放缓; 2019-2024 年苏中大区营收 CAGR 为 26.32%, 高于淮安大区营收 CAGR (为 16.23%) 和南京大区营收 CAGR (为 15.62%)。

图表44: 2019-2024 年公司淮安和苏中大区销售均价对比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

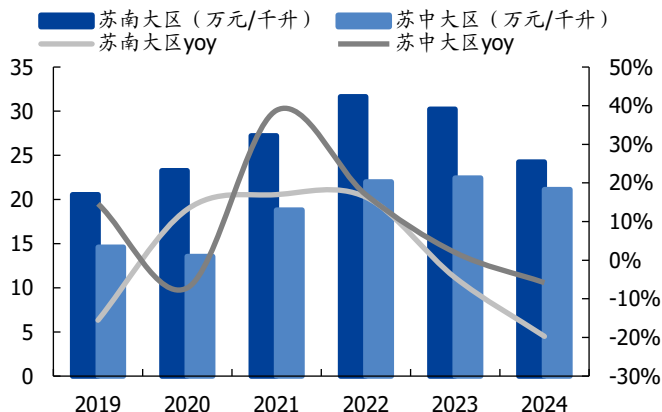
图表45: 2019-2024 年公司苏中大区营收情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

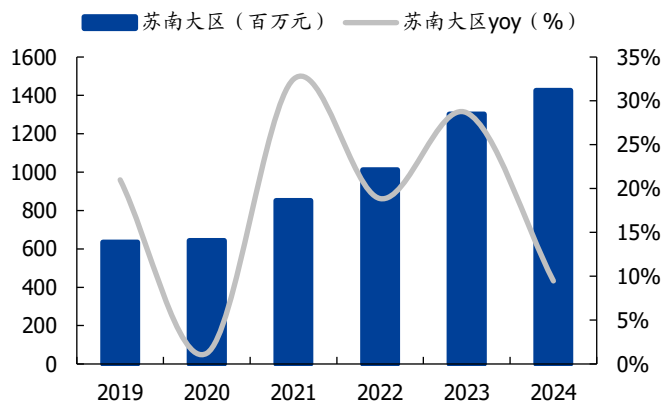
苏南地区逐渐起势, 可发展空间大。苏南地区尤其苏州外来酒市占率较高, 苏酒并未取得绝对优势。根据江苏省酒类行业协会的统计, 因苏南地区居民消费水平较高, 苏南地区高端、次高端白酒销售份额已占江苏省的 60% 以上, 是全国次高端、高端白酒的主要销售市场, 苏南市场重要性不言而喻。随着多年拓展, 目前公司在苏南品牌影响力逐渐提升, 国缘四开和国缘 V 系的消费氛围有所升温。2019-2024 年苏南大区营收 CAGR 为 17.55%, 2024 年营收占比为 12.42%。

图表46: 2019-2024 年公司苏南和苏中大区销售均价对比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

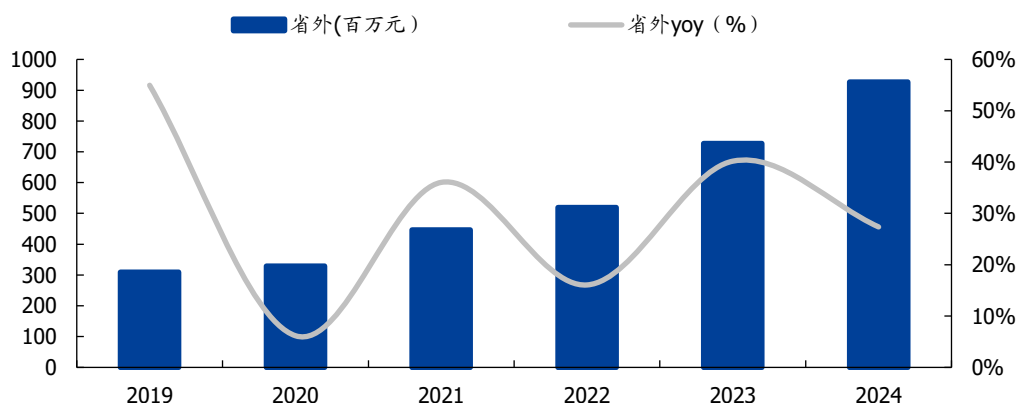
图表47: 2019-2024 年公司苏南大区营收情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

省外“攻城拔寨”，深化分区精耕。区域打法方面，公司深化“分品提升，分区精耕”策略，同时加快薄弱市场突破，全面布局培育江苏周边省份。产品布局方面，省外以国缘四开为主干品系布局推广，切入次高端主流价格带，意图打造规模大单品；在环江苏市场，以四开做形象，对开和淡雅做销量；在长三角区域，以V系做形象，抢占高端黄金赛道，以四开做销量。组织架构方面，2023 年公司设立省外事业部作为单独事业部，助力省外市场开拓。公司 2019-2024 年省外营收 CAGR 为 24.52%，2024 年营收占比为 8.07%。

图表48: 2019-2024 年公司省外营收情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

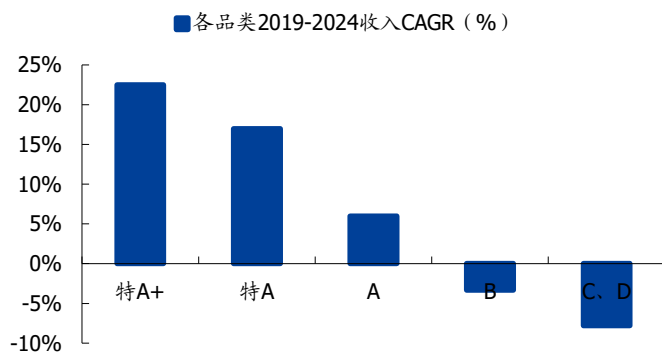
四、成长分析：V 系引领开系稳固，结构升级区域深耕

4.1 次高端价格带持续扩容，国缘各系发展稳定

1) 产品结构有望继续升级，带动利润率提升

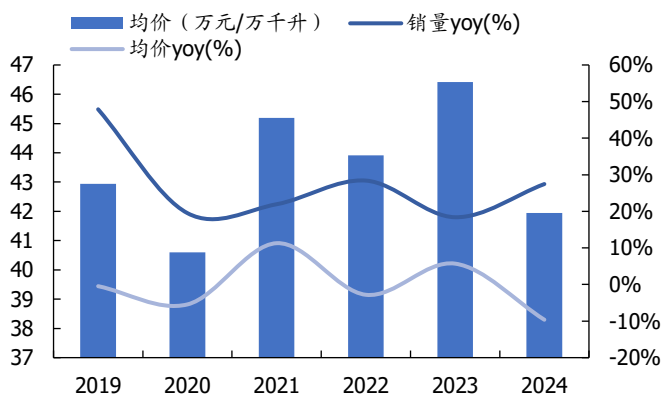
公司产品结构持续升级带动毛利率提升。近些年来公司价格带最高的特 A+类产品量价齐升。2019-2024 年，公司特 A+类收入 CAGR 为 22.49%、增速快于其他产品系列，其收入占比从 55.77%上升到 64.89%；带动公司营业收入从 2019 年的 48.70 亿元增长至 2024 年的 115.44 亿元，收入 CAGR 为 18.84%；整体毛利率从 2019 年的 72.79%上升至 2024 年的 74.74%，累计提升 1.96pcts。

图表49: 2019-2024 年公司各系列产品收入 CAGR 对比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表50: 2019-2024 年公司特 A+类产品量价变化



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

开系核心单品表现良好，稳固次高端基本盘。开系产品中，四开和对开定位次高端价格带，是国缘系列的两大核心单品。受益于江苏省消费升级、次高端价格段白酒持续扩容，四开销售氛围逐渐提升。根据弗若斯特沙利文调研数据显示，按 2023 年全国中度高端白酒市场各品牌在中国大陆的销量（万升）计，四开夺得中国中度高端白酒 500 元价格带单品销量第一。此外第五代四开于 2024 年焕新上市。当下，四开随着体量增大，增速已经有所放缓，但预计未来增长不会停滞。国缘六开为公司 2023 年新推出产品，定位 800 元以上。公司强调在省内一体打造四开超级大单品的基础上，突出六开新高端化认知引领，以助于推动四开和对开放量。

V 系定位高端，持续培育以期贡献增量。公司 V 系的主要产品为 V3、V6、V9，其中 V9 定位高端，主要为树立品牌形象，V6 同样定位高端，作为价格补充，目前 V6、V9 仍处于培育阶段；V3 作为定位 600-700 元的产品，承担更大的销量任务，体量相对更大。2022 年 V3 已在省内完成全面布局，近些年作为公司战略大单品持续打造运作。现在 V3、V6、V9 三个单品属于成长期，体量相对较小。当前 V3 经过市场培育已达到一定体量，预计 2025 年 V3 会有较快增长；同时预计 2025 年 V6 增长相对更快，V9 增长也不错，未来二者占比有望逐渐提升。

2) 百元左右大众消费提档，单开淡雅表现出色

中低端市场放量，淡雅单开快速增长。受益于国缘品牌整体消费氛围提升，承接了百元左右大众消费提档升级的部分需求，加之省内区域已经提前完成较为完善的渠道布局，公司 100-300 元价位特 A 类产品增长情况良好。公司特 A 类产品主要包括淡雅、单开等，2024 年实现销售收入 33.47 亿元，同比增长 16.61%，2019-2024 年收入 CAGR 为 16.98%，收入占比从 2021 年的 26.76% 上升至 2024 年的 28.99%。2023 年淡雅、单开增速较对开、四开更快，且淡雅成为仅次于四开和对开的第三大单品。中长期来看，100-300 元大众消费价位白酒仍有扩容空间，淡雅和单开有望保持稳健增长。

4.2 深耕团购渠道，完善流通渠道布局

坚持团购深耕，夯实渠道根基。公司在江苏市场充分发挥团购渠道的优势，通过精准触达消费领袖，实现高效拓展与深度渗透。公司在南京、淮安、苏南等重点区域，以直分销模式为基础，加强团购渠道布局，确保资源直达终端，提升运营效率。同时，通过团购渠道的社交属性和高粘性，精准覆盖对口消费者，增强品牌影响力与市场份额，进一步巩固其在核心市场的竞争优势。

优化流通渠道，提振渠道信心。公司持续推进厂商协同。公司将 2023 年定位为“经销主体优化提升年”，通过健全厂商共建体系、分级赋能体系和长效激励体系，全面提升厂商一体化战斗力。展望 2025 年，公司将进一步深化厂商联动，并简化政策体系，确保价格秩序和利益平衡，同时通过构建经销商评级机制和完善终端星级合伙人体系，进一步赋能终端动销，全面激发市场增长动能。

4.3 省内增长势头稳健，省外不断拓点布局

1) 两大成熟大区收入稳定增长，持续贡献核心营收

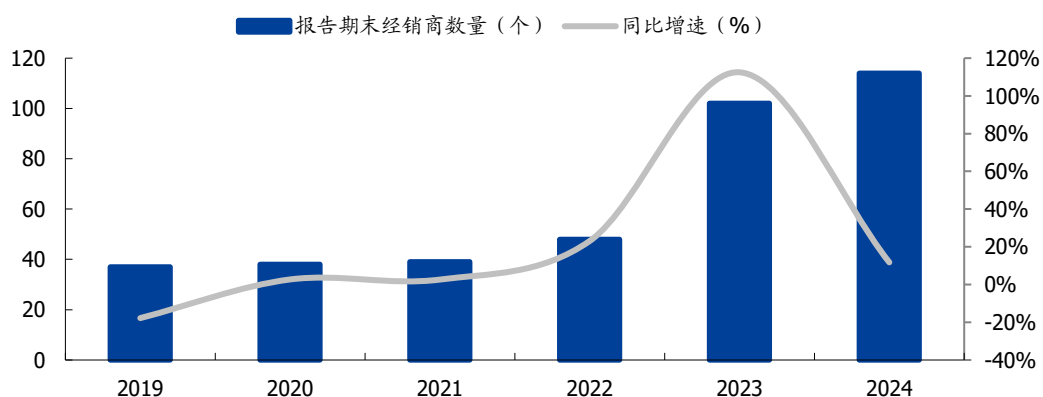
淮安大区和南京大区作为两大成熟大区，贡献约 43%的营收。淮安和南京是公司的核心市场。作为本土品牌，公司在淮安、南京两地均有较强的品牌优势，近些年发展稳健，收入不断提升。2024 年，南京大区实现收入 26.31 亿元，同比增长 11.68%；淮安大区实现收入 22.35 亿元，同比增长 12.31%；两个大区收入合计占整体营业收入 42.39%。

南京市场是省内核心样板市场，也是省内第一大市场。南京作为江苏省省会，居民消费能力较强。2024 年公司在南京大区的收入为 26.31 亿元，2019-2024 年收入 CAGR 为 15.62%，收入占比从 2019 年的 26.24%降至 2024 年的 22.92%，南京市场基本盘稳固。

南京大区势能向上，国缘系列基本盘稳固。四开借助团购等优势，未来仍有增量空间。对开、淡雅卡位近年发展较好的 100-300 元大众价格带，未来销量增长空间也较大。而在高端价格带上，洋河和今世缘都仍有较大开拓空间，今世缘坚持用 V 系布局高端价格带，V9 做形象，V3 做销量，目前 V3 由于基数较低，未来亦有较大增量空间。借助政商务团购优势，V3 不断进军高端市场，未来有望逐步贡献增量。

淮安市场成熟度高，布局 V 系推进升级。淮安居民消费能力较南京明显低。淮安大区是今世缘省内的第二大成熟市场，增长稳定。公司依靠国缘开系稳固住基本盘，同时向上培育 V 系，以推进大本营结构升级。公司不断深耕淮安，2024 年末淮安大区经销商数量为 114 个，相比 2019 年增加 77 个。2024 年公司在淮安大区的收入为 22.35 亿元，2019-2024 年收入 CAGR 为 16.23%，收入占比从 2019 年的 21.72%降至 19.47%。

图表51: 淮安大区 2019-2024 年经销商数量变化



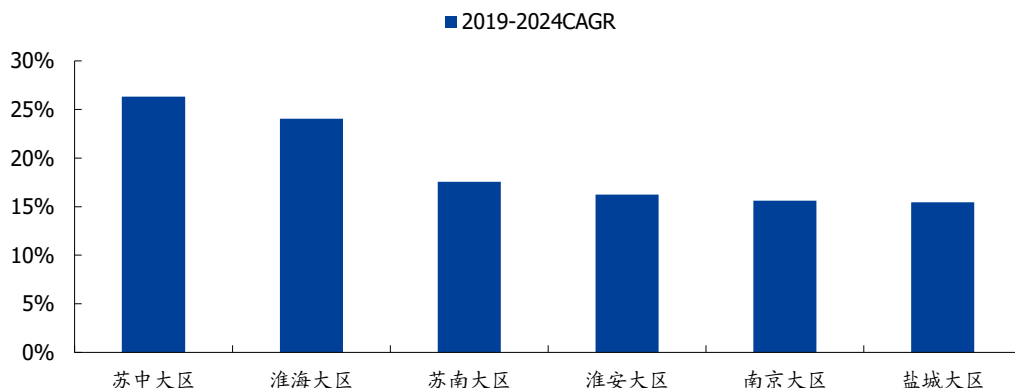
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2) 苏中大区较快增长，苏南大区发展潜力大

苏中、苏南大区相较于苏北，经济发展水平较高，公司增量潜力大。2019-2024 年，公司在苏中大区和苏南大区收入 CAGR 分别为 26.32%和 17.55%，增速在省内各大区中均处于靠前水平。过往公司拓展苏南相对苏中和苏北区域节奏相对延后。受南京、淮安等

成熟市场的辐射影响，公司在苏中和苏南地区的品牌势能和收入规模不断提升，未来具有较大成长空间和增量可能性。

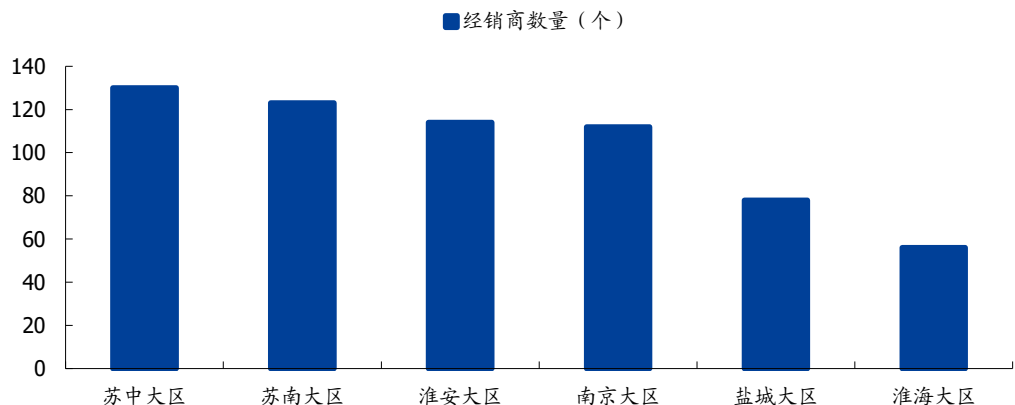
图表52: 2019-2024 年江苏省内各大区收入 CAGR 对比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

苏中大区近年营收较快增长, 表现良好。苏中大区 2024 年营收为 19.24 亿元, 同比增长 21.21%, 收入增速在省内各大区中最高; 经销商数量为 130 家, 同样在省内各大区中最高, 苏中大区仍有较大发展潜力。

图表53: 2024 年江苏省内各大区经销商数量



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

苏南大区发展潜力较大, 整体已进入上升期。苏南大区由苏州、无锡、常州三个城市组成, 经济水平处于省内领先地位, 居民消费水平高。经过多年的培育打造, 公司在苏南大区完成了经销主体优化, 强化了人员组织配置, 市场整体进入上升期。总体来看今世缘在苏南地区基数仍较低, 还有较大的增长空间。

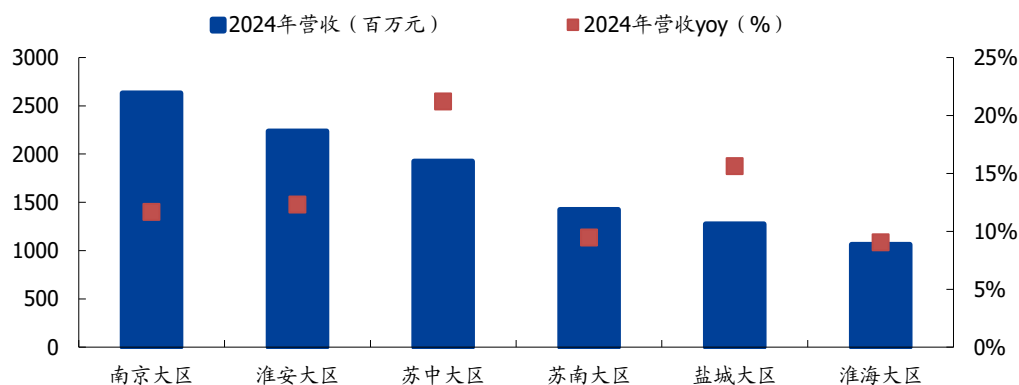
3) 苏北地区依靠本土优势, 市场表现保持稳健

苏北大区临近大本营淮安, 本土品牌优势更为明显。盐城大区和淮海大区经济水平相较于苏南大区较为落后, 居民消费能力也相对一般。但由于地处淮安边缘, 公司的品牌辐射作用较为明显, 近年公司在苏北地区增长平稳、表现良好。

盐城大区未来营收有望保持平稳增长。2024 年公司在盐城大区营收为 12.74 亿元, 同比增长 15.62%, 2019-2024 年公司在盐城大区的营收 CAGR 为 15.46%。总体来看, 由于盐城大区收入基数在省内几个大区中相对较小, 目前仍处在发展的上升期, 未来有望保持平稳增长。

淮海大区近些年营收 CAGR 相对较快。淮海大区包括徐州等地。徐州经济发展水平不高，显著低于苏锡常、南京、淮安、盐城等地。淮海大区近些年发展速度较快，2019-2024 年公司在淮海大区的营收 CAGR 达 24.03%，相较于省内几个大区 CAGR 最高。目前徐州市场发展已经快接近成熟期，考虑后续淮海大区收入规模不断提升，未来增速可能放缓。

图表54: 2024 年江苏省内各大区营收情况对比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4) 省外聚焦战略市场，打造样板助力全国化布局

聚焦“3+4”战略重点省级市场，省外聚焦样板市场助力稳步增长。公司 2022 年以来，将省外市场的战略目标由“2+5”转为“3+4”，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。公司的全国化首先是周边化。公司持续推进长三角一体化运作，对安徽、浙江、上海加大投入。2024 年，公司省外实现收入 9.26 亿元，同比增长 27.37%。相比于 2018 年公司省外经销商数量仅 273 家，2024 年省外经销商数量已达到 615 家，翻了一倍有余。目前，安徽和山东正在崛起，成为省外第一第二大市场。

五、盈利预测与投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

5.1 收入拆分及盈利预测

营业收入：我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 127.8/140.8/154.5 亿元，同比分别增长 10.7%/10.2%/9.7%。

1) 特 A+类：四开、对开等产品作为公司核心单品，依托品牌优势在省内以及长三角地区持续抢占市场份额，贡献良好增量；同时公司持续打造 V 系，未来有望稳步放量。我们预计特 A+类酒 2025-2027 年营业收入增速分别为 10.6%/9.8%/9.2%。

2) 特 A 类：单开、淡雅等产品依托品牌势能和价格优势放量，未来有望延续较快增长趋势，我们预计特 A 类酒 2025-2027 年营业收入增速分别为 12.2%/12.0%/11.7%。

3) A 类：高沟品牌通过焕新包装等方式，借助品牌辐射作用，有望延续持续增长趋势。我们预计 A 类酒 2025-2027 年营业收入增速分别为 8.2%/7.1%/6.6%。

4) B 类、C 类、D 类酒价位在 50 元及以下，近两年营业收入增速相对较慢、规模有些收缩，考虑白酒消费升级趋势仍在，未来营业收入增速预计相对其他系列较慢。

毛利率：考虑未来两年消费温和复苏的大趋势下，公司毛利率较低的中档酒即特 A 类酒成长相对更快，高档酒及特 A+类酒仍需持续培育，公司整体毛利率预计小幅下降。我们预计 2025-2027 年公司整体毛利率分别为 74.4%/74.0%/73.3%。

费用率：1) 销售费用率：考虑公司收入规模不断提升，以及持续优化费用管控带来费效比提升，销售费用率预计将逐渐小幅下降，我们预计公司 2025-2027 年销售费用率分别为 17.7%/17.5%/17.3%。2) 管理费用率：考虑未来公司收入规模不断提升带来规模化效应，以及公司不断优化内生经营机制推动管理效率提升，2025-2027 年管理费用率预计保持平稳，我们预计公司 2025-2027 年管理费用率分别为 4.0%/3.9%/3.9%。

综上，我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 127.8/140.8/154.5 亿元，同比分别增长 10.7%/10.2%/9.7%；归母净利润分别为 37.3/40.9/44.7 亿元，同比增长 9.3%/9.7%/9.1%；对应摊薄 EPS 分别为 2.99/3.28/3.58 元/股。

图表55: 公司业绩拆分和盈利预测

产品	项目	2024A	2025E	2026E	2027E
特 A+类	营业收入（亿元）	74.9	82.8	90.9	99.3
	同比增速	15.2%	10.6%	9.8%	9.2%
	毛利率	82.7%	82.5%	82.1%	81.7%
特 A 类	营业收入（亿元）	33.5	37.6	42.1	47.0
	同比增速	16.6%	12.2%	12.0%	11.7%
	毛利率	65.4%	64.5%	63.5%	62.5%
A 类	营业收入（亿元）	4.2	4.5	4.9	5.2
	同比增速	2.0%	8.2%	7.1%	6.6%
	毛利率	46.7%	45.8%	44.4%	42.6%
B 类	营业收入（亿元）	1.4	1.5	1.5	1.5
	同比增速	-11.1%	3.0%	2.5%	2.0%
	毛利率	20.7%	23.0%	24.9%	26.4%
C&D 类	营业收入（亿元）	0.7	0.7	0.6	0.6
	同比增速	-14.6%	-10.0%	-8.0%	-8.0%
	毛利率	9.0%	9.0%	11.0%	12.9%
合计	营业收入（亿元）	115.5	127.8	140.8	154.5
	同比增速	14.3%	10.7%	10.2%	9.7%
	毛利率	74.7%	74.4%	74.0%	73.3%
归母净利润（亿元）		34.1	37.3	40.9	44.7
同比增速		8.8%	9.3%	9.7%	9.1%
销售费用率		18.5%	17.7%	17.5%	17.3%
管理费用率		4.0%	4.0%	3.9%	3.9%
归母净利率		29.6%	29.2%	29.1%	28.9%

资料来源：Wind，公司年报，国盛证券研究所

5.2 可比公司估值

综合考虑营收规模、利润规模、产品类型、产品价格带、区域布局相似或相近等因素，我们在白酒上市公司中选择山西汾酒、古井贡酒、迎驾贡酒、洋河股份和金徽酒作为可比公司。公司作为江苏白酒龙头，产品结构升级和省内精耕及省外扩张步伐稳步推进，未来业绩有望稳健增长。我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 127.8/140.8/154.5 亿元，同比分别增长 10.7%/10.2%/9.7%；归母净利润分别为 37.3/40.9/44.7 亿元，同比增长 9.3%/9.7%/9.1%；对应摊薄 EPS 分别为 2.99/3.28/3.58 元/股。

基于公司处在成长期，我们使用 PEG 估值，可比公司 2025 年 PEG 平均为 1.5，考虑公司发展势能较强，未来随着品牌提升和渠道建设持续推进，江苏省内外市场份额有望进一步提升，未来估值水平仍有一定提升空间，首次覆盖给予“买入”评级。

图表56: 可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元/股)			PE			PEG
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2025E
600809	山西汾酒	203.3	10.0	11.0	12.1	20.3	18.5	16.8	1.6
000596	古井贡酒	164.7	10.4	11.7	13.1	15.8	14.1	12.6	1.2
603198	迎驾贡酒	45.8	3.2	3.3	3.7	14.1	13.7	12.5	2.2
002304	洋河股份	68.8	4.4	4.0	4.2	15.5	17.3	16.5	-
603919	金徽酒	19.4	0.8	0.8	0.9	25.2	23.6	21.1	2.4
	平均	100.4	5.8	6.2	6.8	18.2	17.4	15.9	1.5
603369	今世缘	48.7	2.7	3.0	3.3	17.8	16.3	14.8	1.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 1.山西汾酒和今世缘的业绩预测数据来自国盛证券, 其他公司的业绩预测数据采用 Wind 一致预测; 2.数据更新至 2025 年 5 月 9 日。

六、风险提示

消费力恢复不及预期。公司所处白酒行业受宏观经济和居民消费力影响较大，若宏观经济放缓，居民收入水平受影响、消费力恢复不及预期，白酒的消费需求可能会受到不利影响，进而影响白酒公司的收入增长。

行业竞争加剧。白酒行业存量竞争时期各品牌竞争较激烈，但当前业内各企业致力于控费提效增厚利润表现。若未来行业竞争加剧，或抬高费用率，致公司盈利能力受损。

产品结构升级不及预期。白酒行业已进入量平价增阶段，未来销量增长空间有限，结构升级为拉动白酒公司业绩增长的关键，若产品结构升级进度不及预期，会影响公司利润率和业绩增速。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com