

# 战略再聚焦，高端化、全国化加快突破

## 今世缘(603369)

### 分析判断:

#### ▶ 渠道、组织不断升级，配合后百亿战略落地

公司早期以团购模式起家，后及时推进渠道扁平化，至今基本形成了“1+1+N”终端协销、直分销结合的渠道模式，渠道网络已下沉至乡镇一级，终端掌控延伸到门店。2023年，公司提出省内稳固拓展大本营，不断突破天花板，聚力打造一批样板县区，实现县级市场覆盖率95%。

2022年，新董事长推动营销体制改革，成立国缘V系事业部、国缘事业部、今世缘事业部、高沟销售公司“三部一司”，实现了以品牌品类为区隔的团队划分，专人专事、品牌运作效率得以提升。

#### ▶ 国缘V系有望提速成长，结构天花板突破

近年来，名酒纷纷加大高线次高端价位带布局，如低度国窖、低度五粮液、青花26等，有望共同做大600-700元价位带。国缘V系重新上市至今已有六到七年时间，其中V3定价位于大单品四开之上，拥有较好的升级基础，经过多年开发与培育，国缘V3已完成江苏省内全面布局，在700元价格带形成了良好的消费群体基础，在团购、零售渠道口碑优势明显，实现了连续快速增长，未来有望随价位带扩容提速增长。

#### ▶ 跟随长三角一体化战略，省外开拓渐入佳境

公司自上市以来即谋划全国化，经过多年摸索，目前已形成一套较为成熟的打法，2020年随国家大战略同步提出“长三角一体化”，百亿之后出省的决心和条件也较以往更坚定更坚实，品牌、区域策略、资源投入也更聚焦，组织团队在内部调拨的基础上，考虑引入当地优秀人才，为省外拓展注入当地资源。24年，公司提出“三年不盈利，三年30亿”的省外目标，25年提出确保省外收入增速快于省内，体现了公司加快出省的决心和信心。

### 投资建议

根据行业及公司经营状况，我们下调此前盈利预测，25-27年营业总收入由126.06/134.00/139.63亿元下调至121.99/128.78/134.24亿元，分别同比+5.7%/+5.6%/+4.2%；25-27年EPS由2.93/3.14/3.34元下调至2.79/2.96/3.15元。2025年7月11日收盘价39.48元/股，对应PE分别为14/13/12倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

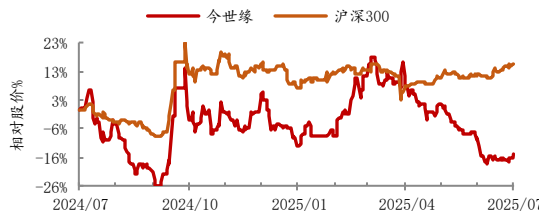
省内竞争加剧的风险；行业进一步下行的风险；消费税落地的风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	10,100	11,546	12,199	12,878	13,424

### 评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	买入
目标价格:	
最新收盘价:	39.48
股票代码:	603369
52周最高价/最低价:	57.36/35.35
总市值(亿)	492.24
自由流通市值(亿)	492.24
自由流通股数(百万)	1,246.80



#### 分析师: 寇星

邮箱: kouxing@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120520040004  
联系电话:

#### 分析师: 郭辉

邮箱: guohui1@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120524120002  
联系电话:

#### 分析师: 沈嘉雯

邮箱: shenjw@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120524070001  
联系电话:

#### 分析师: 王厚

邮箱: wanghou@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120525070002  
联系电话:

#### 相关研究

1. 【华西食品饮料】今世缘年报及一季报点评: 25年经营战略延续, 收入目标5-12%

2025.05.06

2. 【华西食品饮料】今世缘点评: 目标兼具务实与进取, 坚持精耕攀顶不动摇

2024.12.11

3. 【华西食品饮料】今世缘三季报点评: 追求良性主动降速, 经营层面维持稳健

YoY (%)	28.0%	14.3%	5.7%	5.6%	4.2%
归母净利润(百万元)	3,136	3,412	3,474	3,687	3,932
YoY (%)	25.3%	8.8%	1.8%	6.1%	6.7%
毛利率 (%)	78.3%	74.7%	73.9%	74.1%	74.7%
每股收益 (元)	2.52	2.74	2.79	2.96	3.15
ROE	23.6%	22.1%	18.4%	16.3%	14.8%
市盈率	15.31	14.07	13.82	13.02	12.21

资料来源: Wind, 华西证券研究所

2024.11.02

## 正文目录

1. 底蕴深厚，破土重生.....	5
1.1. 源自江苏名酒高沟，临危创牌开启新篇章.....	5
1.2. 十年磨一剑，国缘品牌适时绽放.....	6
1.3. 战略前瞻、定力强，至暗时刻不慌乱不拘泥.....	8
2. 国资控股、管理团队稳定专业，为战略落地保驾护航.....	10
2.1. 国资控股、多利益方参股，灵活运作市值管理工具.....	10
2.2. 管理团队稳定团结，专业度高、实战经验丰富.....	12
3. 渠道、组织再深化，内功深厚助力攀顶.....	13
3.1. 近十年践行渠道精细化，“缘文化”始终贯穿厂商关系.....	13
3.2. 营销架构随需求灵活变革，组织力强、激励充足.....	15
4. 战略重新聚焦，V系再上台阶，突破结构天花板.....	18
4.1. 高端再次扩容，V系应运重生.....	18
4.2. 组织、渠道、投入多管齐下，V系进入成长阶段.....	19
5. 省外开拓渐入佳境，确保增速高于省内.....	21
5.1. 省外围绕长三角一体化，已初现提速扩张态势.....	21
5.2. 省外战略再聚焦，长三角一体化随风起.....	23
6. 盈利预测与风险提示.....	25
6.1. 盈利预测与估值.....	25
6.2. 风险提示.....	26

## 图表目录

图 1 从国营高沟酒厂到今世缘酒业.....	6
图 2 黄金十年今世缘酒业华丽蜕变.....	7
图 3 2010-2024 年今世缘酒业营业收入及变化情况.....	8
图 4 国缘品牌占比迅速提升.....	9
图 5 省内精耕经销商数量逐年增加（单位：个）.....	9
图 6 特 A 类及以上收入占比不断提升.....	10
图 7 省内外各区域收入均逐年增长（单位：亿元）.....	10
图 8 上市完成后股权结构.....	11
图 9 公司股权结构（截至 2025 年 3 月 31 日）.....	12
图 10 公司上市以来年度现金分红总额及分红率变化.....	12
图 11 公司上市以来年末股息率走势.....	12
图 12 今世缘省内外经销商数量变化（单位：家）.....	15
图 13 省内外经销商单均规模（单位：万元/家）.....	15
图 14 2018 年省内营销组织架构调整后形成 6 个大区.....	16
图 15 今世缘销售人员数量变化（单位：人）.....	17
图 16 今世缘销售人员人均年薪（单位：万元/人）.....	17
图 17 2018 年国缘水晶 V 系上市发布.....	18
图 18 国缘 V9 上市联谊会.....	18
图 19 江苏省白酒市场规模居前列.....	19
图 20 江苏省人均白酒消费额（单位：万元/人）.....	19
图 21 国缘 V9 冠名高尔夫圈层活动.....	21
图 22 国缘 V9 旗舰店、V3 再来一瓶活动.....	21
图 23 省外收入占比持续提升.....	23
图 24 省外经销商数量及单均规模变化.....	23
图 25 长三角一体化战略示意图.....	24

表 1 上市前多元股权结构形成历程 .....	11
表 2 公司高级管理团队部分重要成员 .....	13
表 3 今世缘渠道模式演变历程 .....	14
表 4 部分白酒上市企业渠道模式 .....	14
表 5 2014 年以前区域营销中心模式 .....	15
表 6 今世缘营销组织架构变迁历程 .....	17
表 7 国缘水晶 V 系产品规格 .....	18
表 8 500-800 元价位带主流产品 .....	20
表 9 今世缘省外战略变迁 .....	22
表 10 今世缘收入拆分预测 (单位: 亿元) .....	26
表 11 可比公司估值对比 .....	26

## 1. 底蕴深厚，破土重生

江苏今世缘酒业股份有限公司，位于江苏省淮安市涟水县高沟镇，前身是久负盛名的高沟酿酒厂。2014年7月3日，江苏今世缘酒业股份有限公司在上海证券交易所上市，成为当年IPO重启后的“白酒第一股”和登陆A股市场的第15家酒类企业，也是淮安市首家A股主板上市企业，现已跻身中国白酒上市公司“十强”。

### 1.1. 源自江苏名酒高沟，临危创牌开启新篇章

#### 1.1.1. 高沟酿酒早具规模，品质优良屡获嘉奖

高沟酿酒始于汉、盛于明，闻名于晚清。今世缘酒业的前身高沟酒厂拥有悠久的酿酒历史，是江苏名酒“三沟一河”之一。高沟酿酒始于两汉，盛于明清，史有“高沟美酒自古培，味占东南第一家”的美誉。沿至晚清，高沟酿酒业已形成群雄并峙的局面，有义兴、天泉、裕源、公兴、永泉、钜源、广泉、长春“八大槽坊”。1915年，裕源槽坊酿造的高沟大曲酒在巴拿马国际博览会上赢得金奖，高沟镇一举成为著名的酒镇。

党费建厂，红色基因自此肇始。1944年，中共涟水县委用500元党费建立金庄槽坊，今世缘酒业的“红色基因”自此肇始。1949年新中国成立前夕，金庄槽坊与高沟镇上八家规模较大的槽坊整合，组建成地方国营涟水县高沟酒厂，为全县首家国营企业。

屡获奖项，树立浓香型标样。新中国成立后，作为黄淮名酒典范的高沟更上层楼。1956年，荣获江苏省“酿酒第一”奖旗；1984年与1988年两次全国评酒会上名列前茅，荣获“国优酒”称号；1995年高沟特曲被国家技术监督局认定为全国浓香型白酒标准样品。进入新世纪，高沟酿酒技艺被认定为“江苏省非物质文化遗产”。

#### 1.1.2. 创牌“今世缘”“国缘”，两次拉升品牌新高度

外省品牌入侵江苏，高沟酒厂陷入困境。20世纪90年代，随着计划经济向市场经济的过渡，以川酒、徽酒为首的外省酒入侵江苏市场，省内本土品牌几乎没有招架之力，高沟品牌陷入困境。到1995年底，高沟酒厂陷入半停产状态，改革迫在眉睫。

壮士断腕，改制重生，创“今世缘”品牌主攻婚宴。1996年2月，涟水县副县长郑宁兼任高沟酒厂厂长、党委书记，带领高沟酒厂上下，以壮士断腕的勇气，积极改制，放弃老品牌老思路，打破地域命名的传统，以“今世缘”这个全新的品牌，开启重生之路。在赛道选择上，今世缘品牌另辟蹊径，定价上吸取了高沟品牌定位较低的教训，定位中端白酒，售价最高的产品在百元价格带，场景切入上主打婚宴市场，并喊出了“今世有缘，今生无悔”的宣传口号，在江苏市场上打响了名头。1997年12月，江苏今世缘酒业有限公司（下称“今世缘酒业”）成立，高沟美酒自此实现了凤凰涅槃。

抢抓机遇，勇于挑战，再创“国缘”定位商务。2001年中国加入WTO，经济迎来高速发展，单位、企业间的商务活动开始活跃，对白酒的面子消费属性也提出了更高的要求，白酒消费结构面临升级，而此时同处江苏的洋河也初尝消费升级的胜利果实，让其他酒企看到了变革的希望。在这样的背景下，今世缘及时抓住了时代给予的机遇，于2004年8月创立了“国缘”子品牌，定位“江苏高端白酒第一品牌”，价格定位在300-600元区间的国缘对开、四开系列同步面世，国缘品牌以“成大事，必有缘”为品牌主张，切中白酒政商务消费的核心诉求，成为第一支抢滩高端白酒市场的江苏品牌。

敢于破旧，文化入酒，顺应白酒消费诉求。今世缘品牌强调“缘”文化，以“缘”建立人与人之间的联系、拉近距离，无论是“今世缘”品牌强调喜结良缘，还是“国缘”品牌强调成事有缘，都与白酒作为社交粘稠剂的作用相呼应，是创牌时高沟酒厂上下员工的智慧结晶。经白酒行业泰斗沈怡方称赞，今世缘是中国酒类第一个突破国家优质酒、老名牌的框架，把酒文化的内涵融入到产品中的品牌，不仅顺应了时代对于精神表达的需求，更是为行业证明了文化酒的可行性，这都得益于当时管理层的前瞻眼光和创新精神。

图 1 从国营高沟酒厂到今世缘酒业



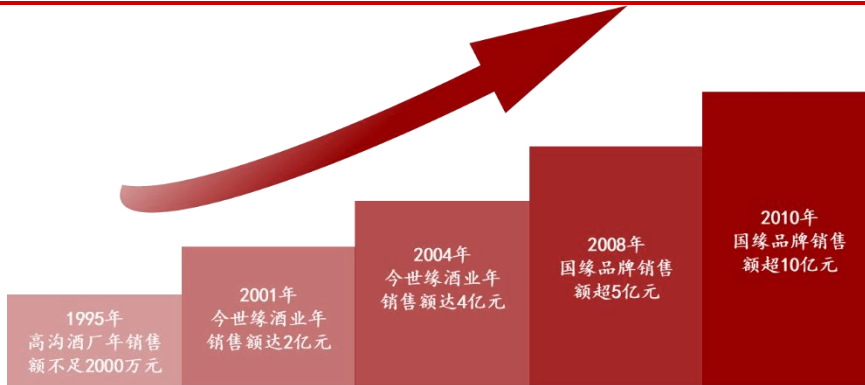
资料来源：中国财富网，酒说公众号，今世缘酒业公众号，云酒头条公众号等，华西证券研究所整理

## 1.2. 十年磨一剑，国缘品牌适时绽放

今世缘酒业营业总收入由营业收入及其他类金融业务收入构成，其中后者为利息收入，且年利息收入在 200-600 万之间波动，对公司营业总收入不构成重大影响，故本文不另作分析，主要以今世缘酒业营业收入及同比增长情况作为参考，判断公司发展阶段及经营状况。

经历黄金十年，跨入年营收 20 亿元阵列，完成从地方酒厂到品牌酒企的华丽蜕变。1995 年，彼时的高沟酒厂年销售额不足 2000 万，经历品牌重新创立、新品顺势后，今世缘酒业于 2001 年、2004 年年度销售额分别达 2 亿元、4 亿元，实现了从一个经营困难的地方酒厂，到省内占据一席之地的品牌酒企的蝶变。2004 年后，今世缘又加强了对国缘系列产品的运作，2008 年，国缘品牌销售额超 5 亿元，2009 年达到 5.8 亿元，并于 2010 年跃升至 10 亿元以上，同年，今世缘酒业营业收入达到 19.68 亿元，国缘品牌已占据半壁江山。

图 2 黄金十年今世缘酒业华丽蜕变



资料来源：糖酒快讯公众号，酒业家公众号，新华网江苏频道，华西证券研究所

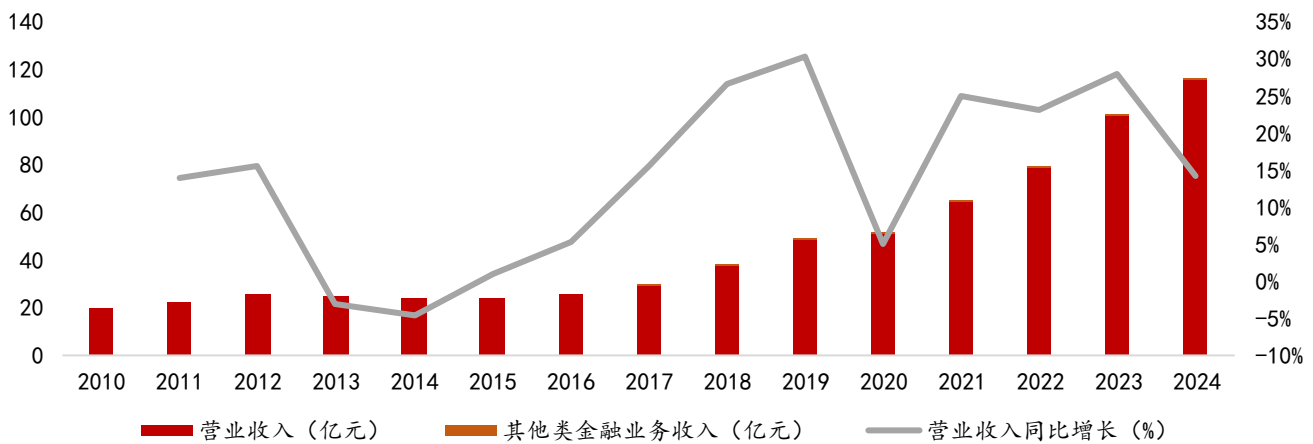
**经营风格稳健，平稳穿越周期。**到 2012 年白酒黄金十年结束，今世缘酒业已实现营业收入 25.94 亿元。2012-2015 年受三公限令影响行业骤冷，公司及时调整销售策略、调整期以品牌份额为先，阶段性侧重发展更加聚焦大众消费场景的“今世缘”品牌，因而保证了公司营收未出现大幅下滑，期间最低年营收未低于 24 亿元，平稳度过了行业调整期。

**八年营收实现翻四倍增长，跑出“今世缘”速度。**2015 年后，今世缘酒业进入提速增长阶段，2015-2019 年间，营业收入由 24.25 亿元增长至 48.70 亿元，四年实现翻倍增长。2020 年，新冠疫情席卷全国、来势迅猛，由于缺乏准备与应对经验，公司营收增长承压，但当年营业收入仍实现了 5.12% 的增幅，营收首次突破 50 亿。2021-2023 年，后 50 亿时代的今世缘，并未明显受到基数壮大的影响，营业收入仍保持了每年 25% 左右的增幅，并于 2023 年顺利突破百亿。2024 年，尽管行业承压、竞争加剧，今世缘凭借品牌力、渠道力优势，在百亿基础上进一步突破，营业收入增长至 115.44 亿元，保持了 14.32% 的营收增速。

2015-2024 年九年间，今世缘酒业营业收入实现翻 4 倍以上增长，公司规模、行业地位均上到新的高度，我们总结原因如下：

- 1) **水大鱼大，苏酒市场快速扩容。**2016 年开始，国家经济总量持续提高，人均 GDP 实现新突破，经济占全球份额稳步提升，白酒产业随之逐渐复苏，并进入上升通道。江苏省作为国内经济排头兵，商务活动、居民消费活跃度更高，白酒消费升级领先全国，2016-2023 年，江苏省内白酒市场规模从 260 亿元，快速增长至 625 亿元，年复合增速达 13%，海阔凭鱼跃，快速扩容的市场为今世缘提供了优良的成长环境。
- 2) **竞争对手阶段性调整，给今世缘留下了市场资源。**洋河是今世缘在江苏省内的主要竞争对手，市占率位居省内第一。在白酒黄金十年期间，洋河成功打造了海之蓝、天之蓝，但到了 2019 年前后，随着产品出现老化、渠道利润变薄、渠道库存积压等问题出现，经销商积极性受挫，甚至部分经销商选择退出，处理经销体系受损、市场秩序混乱等问题，牵制了洋河的精力。
- 3) **十年磨一剑，四开得其时。**到 2015 年后，四开已上市培育十余年，消费升级到了 400 元价位，消费者需要一款品质、认知过硬的单品，四开作为该价位带龙头，顺势接住了价位升级的红利，进入快速成长期。

图 3 2010-2024 年今世缘酒业营业收入及变化情况



资料来源: Wind, 招股说明书, 华西证券研究所

### 1.3. 战略前瞻、定力强，至暗时刻不慌乱不拘泥

战略选择是白酒企业经营最为核心的命题，战略决定了企业未来前进的方向，以及企业未来在行业所处的地位。正确的、前瞻的战略方向，可以将白酒企业带到新的高度，偏颇的战略选择，会让白酒企业的经营策略事倍功半，造成资源浪费，甚至出现重大错误。但没有一种战略选择是完全适用于每一家企业的，企业必须根据自身情况、所处发展阶段，制定并及时调整出适合自身现状的战略规划。

今世缘酒业能实现经营业绩小步快跑，得益于其战略连贯性、前瞻性，以及为适应环境变化的适度灵活性。本文将通过复盘今世缘酒业的阶段战略，分析公司在战略制定方面的能力。

1996-2003 年期间，以文化入酒、主打“缘文化”的今世缘品牌成立以后，首先选择大本营淮安、省会南京作为切入点，先通过总经销模式打开市场，开发成功后采用直分销的模式，既以最快的速度打开了市场，又及时依靠自身团队扎根下来，避免了大商制长久实行会带来的经营风险积聚。除了以文化作为卖点，彼时的今世缘已开始积累自身在政务渠道的优势，2001 年成为江苏省政务接待用酒，较为畅销的产品主要包括星球系列、新纪元系列和政府接待用酒。这一阶段公司战略的特点是销售思路差异化、目标市场明确，同时有较强的风险防范意识。

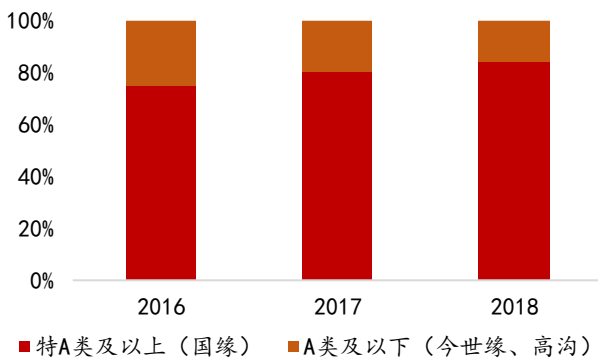
2004-2012 年间，公司立足于定位政商务招待的“国缘”品牌进军高端白酒市场，抓住了高端白酒快速发展的机遇，到 2012 年，国缘品牌年销售收入已超过 12 亿元，占公司整体收入的比例接近 50%。这一阶段公司战略的特点是敢于创新并坚定践行，找到差异化道路并坚持积累。

2013-2015 年间，白酒行业遇到三公限制的影响，尤其是高端白酒消费受到重创，主打高端的国缘品牌也难以幸免。期间，公司积极调整销售和传播策略，将销售目标阶段性转向婚喜宴、大众消费市场，抵御了市场的负面冲击。但尽管这一阶段的战略重心向大众消费转移，公司从未放弃自身积累多年的政务优势，从未间断过对政务领导的消费培育。这一阶段公司展现出了足够的前瞻性、战略定力及一定程度的灵活性。

2016-2018 年间，公司提出深化“五力工程”，即品牌力、产品力、渠道力、成长力、执行力，构建“品牌+渠道”双驱动营销体系，从传统渠道价格战向现代品牌价值战转型，省内精耕全面升级为“对标工程”并不断细化精耕。产品战略的重点是大单品战略，提出重点打造国缘品牌大单品，提高典藏系列在今世缘品牌中的占比，并于 2018 年 8 月发布了定位四开之上的国缘 V 系，意在争夺高端市场，“高端化”战

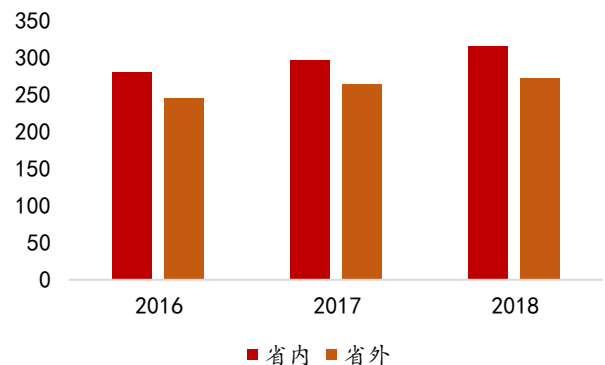
略初见端倪。这一阶段公司战略重点是回归聚焦国缘、打造大单品、管理精细化、提高品牌打造战略地位。

图 4 国缘品牌占比迅速提升



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 5 省内精耕经销商数量逐年增加（单位：个）



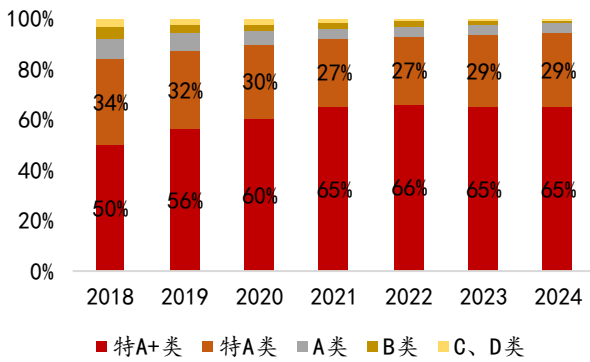
资料来源：公司公告，华西证券研究所

2019 年至今，公司正式提出“三化”方略，即差异化、高端化、全国化。高端化方面，继推出 V3、V6 之后，公司于 2019 年 8 月推出国缘 V9，至此高端品牌国缘 V 系的布局已全部完成。全国化方面，首先国缘品牌定位正式从“江苏高端白酒创导品牌”升级为“中国高端中度白酒”创领者，区域定位从省内拔高到全国，同时明确了国缘品牌要从省内龙头品牌向全国化主导品牌升级。2023 年，公司提出“省内精耕攀顶，省外攻城拔寨”，以区县为单位，稳固拓展大本营，省外成立独立事业部，围绕周边化、样板化、板块化的思路运作。这一阶段，公司的战略在以往战略的基础上再次升级，战略天花板从次高端提升到高端，省内拓展至全国，基本奠定下了一个省酒龙头公司的中长期发展方向，期间公司不断优化营销组织架构以适配当下战略。

结构方面，2018-2024 年，公司特 A+类（出厂指导价 300 元以上）、特 A 类（出厂指导价 100-300 元）产品营收占比持续提升，尤其是 2018-2022 年间，国缘老开系、V 系列快速增长，特 A+类占比提升尤为明显，2023 年后，由于国缘品牌势能积聚带动了中高档价位产品淡雅的放量，特 A 类收入占比小幅提升，特 A+类保持稳定。

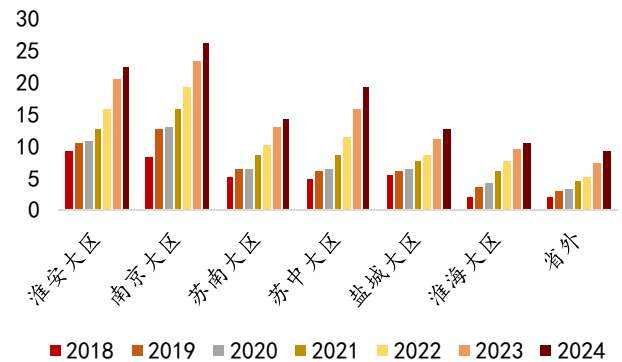
区域开拓方面，2018-2024 年，省内各大区及省外市场营收均实现逐年增长，尤其是大本营淮安、南京大区，在 2019 年已经突破 10 亿元营收的基础上，仍保持了小步快跑，到 2023 年淮安、南京大区营收双双突破 20 亿元，省外市场营收也从 2.00 亿元增长至 9.26 亿元，可见公司采取的“省内精耕攀顶，省外攻城拔寨”策略是正确有效的，过程中也体现了公司较强的策略落地执行能力。

图 6 特 A 类及以上收入占比不断提升



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 7 省内外各区域收入均逐年增长（单位：亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 2. 国资控股、管理团队稳定专业，为战略落地保驾护航

### 2.1. 国资控股、多利益方参股，灵活运用市值管理工具

自公司成立以来，一共经历了第一、第二阶段较大的股权结构变化，以及第三阶段上市以后为更好地实践市值管理、提升企业经营动力而推行的股权激励、回购注销、增持计划等动作。

**第一阶段：设立股份公司，引入多方利益参股，多元股权结构初步形成。**从 1997 年公司成立，到 2011 年整体变更设立股份公司，期间公司共经历四次增资、四次股权转让，实现了从国有全资子公司到国有控股公司的转变，过程中陆续引入经营层持股、员工持股平台、战略投资者入股，最终形成国资控股、内部经营层及员工、外部战略投资者共同参股的多元股权结构。这一阶段经历多次增资、转让，公司完成了国企混合所有制改革，激发了经营层动力，引进了外部先进管理和经营经验，从企业体制端注入活水，调动了多方利益相关方积极性，为公司各利益相关方专注经营好酒业做好了道路建设。

表 1 上市前多元股权结构形成历程

时间	性质	方案	结果
1997年12月23日	公司成立	注册资本600万元，涟水商贸、涟水制药厂分别出资528万元、72万元	涟水商贸持股88%，涟水制药厂持股12%
2005年3月	国有股权划转及第一次增资	涟水商贸与涟水制药厂所持股权划转至涟水城资；注册资本增加至2,000万元，涟水城资、经营层分别出资1,800万元、200万元	涟水城资持股90%，经营层持股10%
<b>至此，完成由国有全资向国资控股、经营层参股转变。</b>			
2007年5月	第一次股权转让	涟水城资向经营层股东转让200万元股权	涟水城资持股80%，经营层持股20%
2007年7月	第二次增资	涟水城资增资4000万元，注册资本增至6000万元	
2008年3月	第二次股权转让	涟水城资向经营层股东转让720万股，王成虎向涟水城资转让40万股。转让后涟水城资和经营层股东分别持股4,920万元和1,080万元	涟水城资持股82%，经营层持股18%
2010年2月	第三次增资	今生缘贸易、吉缘贸易各出资289.4118万元，经营层股东出资1,042.3532万元，注册资本增至7,621.1768万元	涟水城资持股64.56%，员工持股平台合计持股7.60%，经营层持股27.84%
<b>至此，中基层干部通过今生缘贸易、吉缘贸易实现公司持股，员工激励覆盖范围扩大。</b>			
2010年4月	第三次股权转让	涟水城资将所持4,920万元股权划转给今生缘投资（今生缘集团前身）	今生缘集团控股64.56%
2010年4月	第四次股权转让	刘成东将所持192.9412万元股权各半转让给今生缘贸易和吉缘贸易	员工持股平台合计持股10.12%
2010年5月	第四次增资	上海铭大出资1,254.1176万元，江苏万鑫和煜丰格林各出资289.4118万元，国泰君安创投和北京盛初各出资96.4706万元，注册资本增至9,647.0588万元	今生缘集团控股51%，员工持股平台合计持股8%，战略投资者合计持股20%，酒业咨询公司持股1%，经营层持股20%
<b>至此，公司引入外部战投，其中包括酒业咨询公司，为公司管理、产业经营赋能，形成多方利益共同影响的股权结构。</b>			
2011年1月	整体变更设立股份公司	全体股东以经审计的截至2010年9月30日的净资产67,784.27万元出资，折为450,000,000股	

资料来源：公司公告，华西证券研究所

第二阶段：公开发行，A股在上交所上市流通。2014年6月23日，公司在原有总股本45000万股的基础上，以16.93元/股的发行价，向社会公开发行5180万股，发行完成后公司总股本增至50180万股，2014年7月3日，公司A股股票在上海证券交易所挂牌交易。

图 8 上市完成后股权结构



资料来源：公司公告，华西证券研究所

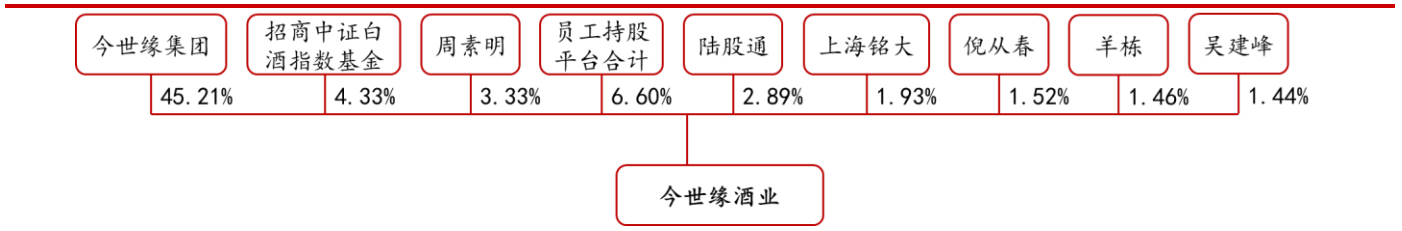
第三阶段：上市至今，一系列市值管理措施落地，股权结构细微变化。上市以后到2024年底，公司经历了数次股东减持、一次股权激励，截至2024年报，股权结构较上市初期的变化主要为战略投资者持股比例大幅降低、资本市场持股比例显著增加。

2024年12月30日，公司发布公告，控股股东今世缘集团计划自公告日起12个月内，以不超过46元/股的价格，通过集中竞价的方式，增持公司无限售流通A股股份，拟增持金额为2.7-5.4亿元人民币，合计增持比例不超过2%。2025年1月15日，公司发布公告，拟注销回购专用证券账户中7,699,963股股份，占注销前公司股份

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

总数的 0.6138%，本次注销完成后，公司股份总数将由 1,254,500,000 股变更为 1,246,800,037 股。经历上述回购注销、增持动作，截至 2025 年一季报，公司股权结构发生细微变化，控股股东持股比例上升至 45.21%。

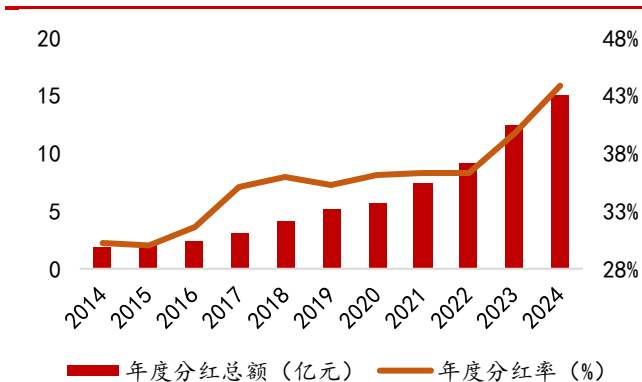
图 9 公司股权结构（截至 2025 年 3 月 31 日）



资料来源：Wind，华西证券研究所

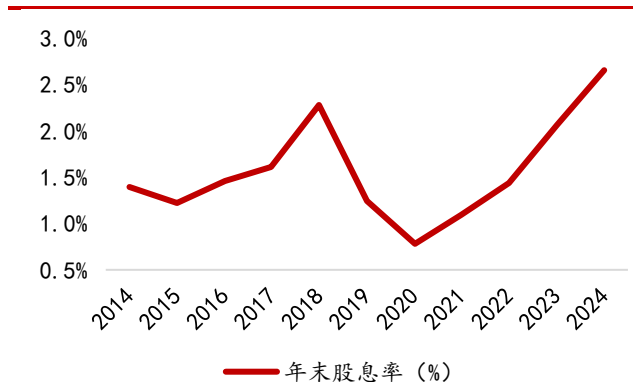
自上市起，公司积极回馈投资者，近年来分红率、股息率持续新高。公司自上市以来，逐年提高分红率，尤其是 2023 年开始，为响应国务院国资委、证监会等多部门出台的市值管理和注重投资者回报的相关政策引导，加快了分红率提升步伐，分红率从 2014 年的 30.31% 提升至 43.85%，随着市值回落、估值回归低位，股息率也进入了一轮新的上升周期，截至 2024 年末公司股息率达到 2.65%，创下上市以来股息率新高，未来公司也会向股东提议继续增加分红金额，强化投资者回报，增强公司投资价值。

图 10 公司上市以来年度现金分红总额及分红率变化



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 11 公司上市以来年末股息率走势



资料来源：Wind，华西证券研究所

## 2.2. 管理团队稳定团结，专业度高、实战经验丰富

今世缘公司战略的连贯性，正是源自其较为稳定的多元股权结构及管理层团队。

公司现任董事长顾祥悦自 2020 年由涟水县政府调任至公司，任副董事长、总经理，2022 年接任董事长一职，上一任董事长周素明在任超 21 年，带领公司从地方酒厂成长为百亿级上市企业。

公司整体战略发展方向由董事长统筹，具体销售业务由几位副总分管，羊栋、胡跃吾、李维群、陈玖权、周永和均为核心销售高管，从他们的履历来，几位销售高管基本都是公司从一线业务培养起来的人才，逐步成长至大区总经理，专业背景，实战经验丰富，且在公司任职时间均为 20 年以上，几乎经历了公司的整个成长周期，对公司业务、风格、组织、渠道十分熟悉，公司销售团队团结一致、年轻化程度高，与公司战略适配度高，有共同的目标，属于行业内专业度、经验度较高的团队。

表 2 公司高级管理团队部分重要成员

姓名	职位	任期	履历	进入公司年份
顾祥悦	董事长、总经理	2023年5月-2026年5月	曾任江苏省涟水县五港镇、高沟镇、红窑镇党委书记，涟水县委常委、洪泽县委常委、组织部部长、常务副县长、县委副书记，淮安市白马湖规划建设管理办公室主任，涟水县政协主席、党组书记。2020年11月至2022年4月担任公司副董事长、总经理，2022年4月6日起担任公司董事长、总经理。	2020年
周素明	董事长 (已离任)	2020年6月-2022年4月	2000年12月至2022年4月担任公司董事长，2004年05月至2020年11月兼任公司总经理。	2000年
吴建峰	副董事长、副总经理	2023年5月-2026年5月	中国食品工业协会白酒专家组专家，获有“中国白酒大师”、“中国首席白酒品酒师”、“中国酿酒大师”等荣誉称号。	1988年
王卫东	董事、副总经理、总会计师、董事会秘书	2023年5月-2026年5月	公司董事、副总经理、总会计师及董事会秘书，高级经济师，高级会计师，兼任淮安市轻工业协会常务副会长、华泰瑞通投资管理有限公司董事、江苏省上市公司协会财务专业委员会副主任委员、江苏省会计学会理事、中国上市公司协会第三届董秘委员会委员。	90年代
羊栋	副总经理	2023年5月-2026年5月	曾任江苏高沟酒厂劳动人事科副科长、科长，1997年1月起先后担任本公司人力资源部主管、淮安分公司经理、总经理助理，2005年11月起任公司副总经理。	1997年
胡跃吾	副总经理	2023年5月-2026年5月	曾先后担任公司连云港经营部、扬州分公司、淮安分公司副经理，市场部经理，销售部经理，销售公司副总经理，公司总经理助理等职务。2014年3月起任公司副总经理。	1999年
李维群	副总经理	2023年5月-2026年5月	2005年8月至2018年4月先后任公司新品处主任、质检中心主任、管理信息部经理、总经理助理。2018年4月起任公司副总经理。	2002年
陈玖权	副总经理	2023年5月-2026年5月	曾先后担任南京分公司经理、总经理助理兼南京大区总经理。2020年6月起任公司副总经理。	1994年
周永和	副总经理	2023年5月-2026年5月	曾先后担任公司盐城营销中心经理、总经理助理兼盐城大区总经理。2020年6月起任公司副总经理。	2005年

资料来源：公司公告，新浪财经，搜狐网等，华西证券研究所

### 3. 渠道、组织再深化，内功深厚助力攀顶

#### 3.1. 近十年践行渠道精细化，“缘文化”始终贯穿厂商关系

今世缘在 2014 年确立“国缘”高端品牌战略后，采取“大商培育计划”，通过股权绑定、区域独家代理等模式，形成了以 30 家核心大商为骨架的渠道体系。

2015 年初，公司在经销商联谊会上提出，继续深化推进以厂家为主导的“1+1”深度协销模式，以渠道深耕为重点，把销售网络做细，从营销后台到经销商到终端门店，直至核心消费者，形成厂家主导、厂商分工协作的深度协销体系，构建厂商命运共同体。自此，公司渠道模式开始由过去的粗放式大商制度，向精细化的深度分销模式转型，渠道网络开始纵深发展。

2017 年开始，公司开始尝试探索经销渠道以外的销售方式，积极向“经销商+直销+线上销售”的模式转变，对商超系统、重点团购单位等实行直销，在省内大本营淮安、南京市、省外上海、北京建立部分直销，开发喜庆家微商城建立私域，与电商主流平台深入开展合作，基本建立了“1+5+新零售”的渠道网络建设。这一转型也意味着，公司开始直面消费者，是将消费者培育与实现销售结合为一体的初步尝试。

2020 年开始，公司在五年渠道深耕的基础上，进一步加强渠道精细化运作，将“1+1”深度协销升级为“1+1+N”深度协销模式，提高协销深度，壮大可掌控的经销体系，完善经销商、终端商两级客户分类分级管理制度，扶持优秀经销商，给予人财物全方位支持，常态化、标准化、特色化开展终端客情关怀，引导核心终端组建自治联盟体，将服务触角延伸到背后客户群体，也就是最终的消费群体，促进“厂—商—

店一客”一体互动。至此，公司基本形成了当前的渠道模式，“1+1+N”终端协销、直分销结合，将渠道网络建设下沉到乡镇，终端掌控延伸到门店。

今世缘的渠道模式变迁基本符合一个省酒龙头的发展路径，最初运用大商制，快速打开当地市场、完成渠道布局，铺货率、市场能见度达到一定程度后，及时扁平化、精细化，加强品牌方对渠道、市场的掌控力，不致自身日后陷于被动，对渠道的掌控过程也是由B端逐渐到C端，从单纯的完成销售，向销售+服务转型，强化消费者粘性及复购。

表 3 今世缘渠道模式演变历程

时间	渠道模式	实际变化
2014 年以前	区域独家代理的中大商制	
2015 年	“1+1”深度协销（经销体系）	厂家主导、厂商分工协作的深度协销体系，构建厂商命运共同体
2017 年	“1+5+新零售”渠道网络	在传统经销模式的基础上，加强直销建设，新增电商渠道
2020 年	“1+1+N”深度协销（经销体系）	将渠道掌控层级下延至终端一级，促进“厂—商—店—客”一体

资料来源：公司公告，微酒，四川今世缘酒业等公众号，华西证券研究所

从渠道模式演变的时间线来看，今世缘不是业内最早推行深度分销的企业，这与公司的发展阶段、发展路径有关。今世缘早期以团购模式起家，产品以定位高端的四开为首，流通渠道对企业发展的重要性，不及彼时以大众产品见长的洋河、古井，故对于流通渠道的深度开发也开始得更晚。我们认为，大商制虽有利于早期开拓市场，但若未能在中期及时扁平化，对于非一线名酒的品牌来说，将会逐渐成为企业进一步发展的掣肘，在这一方面今世缘的渠道改革推进得较为及时，目前公司的渠道网络已下沉至乡镇一级。

表 4 部分白酒上市企业渠道模式

公司	建立深度分销的时间	渠道模式
洋河股份	2009 年	首创深度分销模式
古井贡酒	2009 年	开展“三通工程”
今世缘	2015 年	“1+1”深度协销
迎驾贡酒	2015 年	小商制下的深度分销模式
口子窖	/	大商制
水井坊	/	总代制
金徽酒	2009 年	“千店网络”工程
伊力特	/	大商制
五粮液	/	大商制

资料来源：公司公告，酒业家，长江酒道等公众号，华西证券研究所

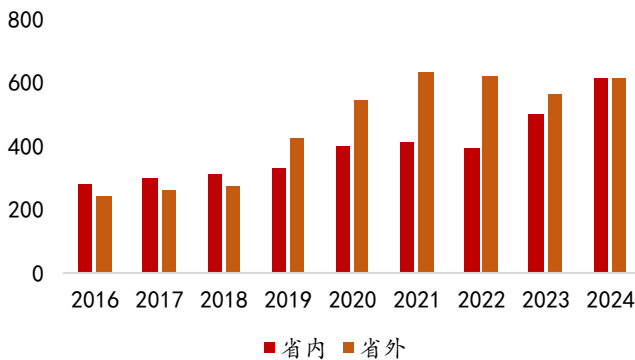
2023 年，公司进一步细化战略目标，提出“省内精耕攀顶，省外攻城拔寨”，省内稳固拓展大本营，不断突破天花板，以县区为单位，对标对表，在瞄准县县过亿基础上，细化分品系过亿目标，聚力打造一批“品牌协同好、竞争优势强、发展后劲大、团队活力足、综合效益优”样板县区，以“铁脚板”精神，深化提升乡镇精耕，要通过“千镇计划”实现县级市场覆盖率 95%。省外攻城拔寨，启动“再造江苏”工程，形成省级重点市场打造梯队，建立十大板块市场“常态评估、动态管理”机制，确保“出亮点、提质量、见成效”。

厂商关系融洽，科学完善的扶商制度，是今世缘渠道体系顺利扩张、业绩稳健成长的另一个重要原因。无论是早期大商制的阶段，还是发展至今的厂家主导、厂商协作的模式，今世缘始终将“缘文化”贯彻融入到厂商关系中，讲究与经销商和谐发展、共生共荣。在选商阶段，更多看重经销商的市场意识、经营理念是否与公司一致；合作过程中，不仅在政策上给予大力度支持，在市场建设及市场投入上也会根据市场实际需求为客户量身打造，做到精准投入，同时，公司会合理分解全年任务，不

会在重大节假日向经销商压货。此外，疫情期间，今世缘还出台了“缘九条”，就“加强厂商沟通，保障市场服务”“稳定业务团队，注重学习提升”“提供财务支持，减轻客户负担”三个方面制定了九条具体措施，快速稳定了疫情突发状况下的渠道心态，帮助厂商平稳穿越周期。

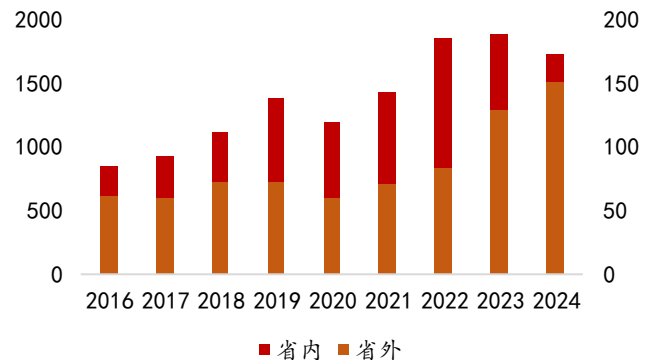
**经销体系、经销商规模同步成长，渠道扁平化、扶商政策效果显著。**近十年来，今世缘不断践行渠道扁平化、精细化，省内外经销商数量持续攀升，2016年，省内、省外分别有280、245家经销商，到2024年，省内、省外经销商数量已分别达到613、615家。除渠道体系扩张外，经销商也在今世缘的扶商政策下不断成长，2016年，省内、省外经销商单均年经销规模为853、62万元/家，到2024年，省内、省外经销商单均年经销规模已增长至1721、151万元/家，八年间增长率分别为102%、144%。

图 12 今世缘省内外经销商数量变化（单位：家）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 13 省内外经销商单均规模（单位：万元/家）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 3.2. 营销架构随需求灵活变革，组织力强、激励充足

2014年以前，公司采用区域营销中心的模式，将全国市场按照地域划分为江苏、北京、安徽等若干区域，并按区域设立营销中心，营销中心负责推进当地市场销售，但不直面消费者。2013年公司有29个营销中心，其中江苏市场13个，每个地级市为一个营销中心，其中淮安、南京为实体分公司形式，江苏省外市场16个营销中心。

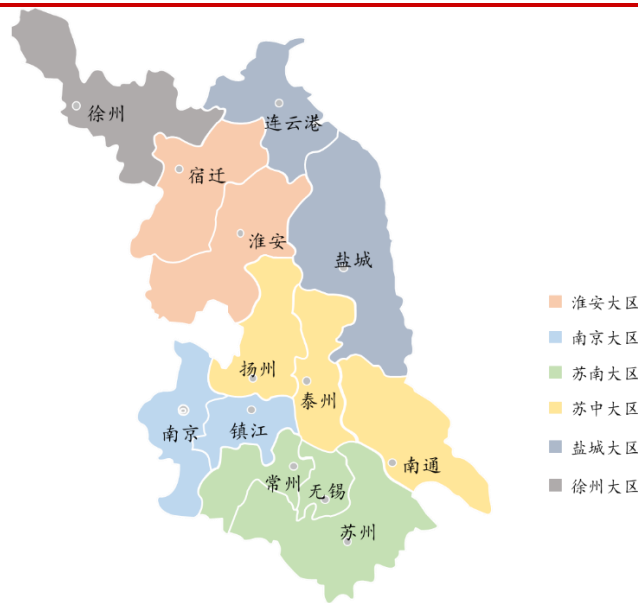
表 5 2014年以前区域营销中心模式

区域	形式	营销中心
江苏	实体分公司	淮安、南京
	区域营销中心	苏州、无锡、常州、镇江、扬州、泰州、南通、盐城、连云港、宿迁、徐州
江苏	实体公司	北京、武汉、上海、杭州、莆田、长沙
	安徽营销中心	安徽
	省外其他营销中心	浙江、福建、华中、华南、河北、东北、山东、河南、西北

资料来源：公司公告，华西证券研究所

2018年，为适应全国化发展，今世缘对自身渠道进一步扁平化，取消江苏省内13个地市营销中心，省内实行“大区制”，成立6个大区，完成了组织扁平化，进一步赋予大区营销职能，实现营销前移，提高市场响应速度。省外特别成立山东大区，意在再造“第二江苏市场”，山东大区的成立有两个使命，一是今世缘酒业省外大区运营的示范区，二是今世缘酒业参与省外市场头部竞争的试验区，为加快全国化布局探索模式，积累组织经验。公司在大区层级下，又设有营销中心，实行分产品、分区域开发管理，我们认为此次营销架构调整实际上丰富了销售组织体系，便于销售负责人统筹管理，以片区的思维管理市场，是省内市场一体化的必由之路。

图 14 2018 年省内营销组织架构调整后形成 6 个大区



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2020 年 11 月，公司按照“资源型后台，组织型中台，战斗型前台”方向，增设国缘 V9 事业部、省外工作部和市场督察部。国缘 V9 事业部负责整个 V 系列的运营，此次针对 V 系列单独设立事业部，体现了公司对高端化战略的足够重视，公司从架构配置、品牌打造、头部培育、区域拓展、激励考核等方面入手，全面系统配称 V 系在公司的战略定位，抢占高端黄金赛道。省外工作部的设立，意味着公司将以长三角城市群为中心打造长三角（苏浙沪皖）大战略板块市场，形成周边辐射，主动布局山东、河南、江西、湖南、湖北、广东和京津冀等重点市场，逐步实现从泛全国化品牌向全国化品牌转变。此外，今世缘一直都在进行市场督察的工作，此次单独成立市场督察部是为了加强对市场的管理，增强渠道话语权。

2022 年，顾祥悦担任新一届董事长，当年便再次推动营销体制改革，于 6 月 19 日，公告成立了国缘 V 系事业部、国缘事业部、今世缘事业部、高沟销售公司“三部一司”，此次营销组织调整，主要围绕品牌系列推行，优化、简化了组织流程，向垂直化、扁平化管理转变，从以职级为主的晋升体制向以实绩为主的晋升体制转化，职级晋升更加目标导向，并在简政放权中进一步激发每个团队、每个成员的动力，驱动业务目标实现。

2023 年 7 月 8 日，公司经董事会审议，决定对公司部分组织架构优化调整，成立战略研究部、总工程师办公室、大数据中心，品牌管理部并入文化部，合并销售管理部与省外事业部，组建销售部。此次调整内容可以看出公司对战略、品质、数字化改革提升效率、文化入品牌的高度重视，省外工作部成立近三年后再次与销售管理部合并，回归销售部，将省外事业部再次纳入销售部门内，此举配合了公司将以“江苏为基点”的长三角一体化上升为公司的全国第一战略板块的区域战略。

2025 年 5 月 5 日，为保障发展战略顺利实施，进一步强化内部管理，整合资源配置，提高公司管理水平和运营效率，公司对部分组织架构进行了优化调整，包括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。我们认为，单独成立客户关系管理部，意味着公司对私域运营、核心消费者的培育与维护重视度更高，也将分配更多资源，在存量竞争时代，强化客户粘性，巩固并进一步发展业务，而战略研究部的拆分，实质上是将战略研究工作内容不同部分，重新划入更为对应的部门，将公司层面的制度、治理研究纳入企划部，

将市场相关的研究工作纳入销售部，从工作目标的角度，将战略研究与实际落地融合，有助于战略研究和落地，提高了公司战略规划和落地执行的效率。

表 6 今世缘营销组织架构变迁历程

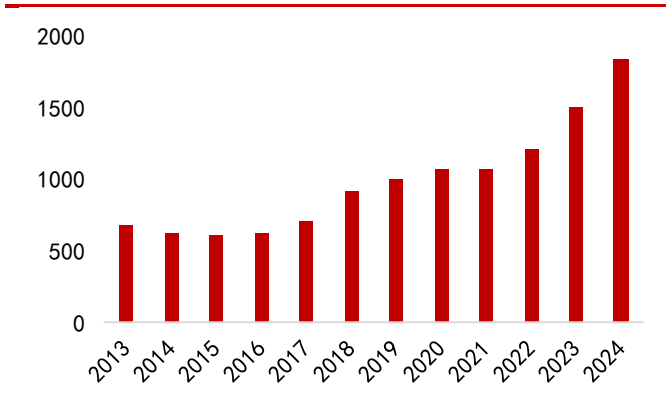
时间	营销组织架构调整
2014 年以前	设有 29 个营销中心，其中江苏市场 13 个，每个地级市为一个营销中心，其中淮安、南京为实体分公司形式，江苏省外市场 16 个营销中心。
2018 年	实行大区制，省内调整为 6 个大区，取消营销中心，省外试点设立“山东大区”。
2020 年	增设国缘 V9 事业部、省外工作部和市场督察部。
2022 年	成立国缘 V 系事业部、国缘事业部、今世缘事业部、高沟销售公司“三部一司”。
2023 年	成立战略研究部、总工程师办公室、大数据中心，品牌管理部并入文化部，合并销售管理部与省外事业部，组建销售部。
2025 年	成立客户关系管理部，负责公司层面会员运营、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。

资料来源：公司公告，微酒，酒业家，卖酒狼圈子等公众号，华西证券研究所

通过事业部在市场的充分竞争，今世缘酒业锻炼了一支能打仗的组织队伍，其中不少销售中层是 2010 年后加入的，干劲十足，且内部文化较务实，叠加股权激励，驱动高增长目标。从 2017 年开始，今世缘将销售组织下沉至县一级，包括配备 4-5 人的销售团队，指导、协助和督导当地经销商开展营销工作，也开始通过宴席、团购、核心终端培育消费者。

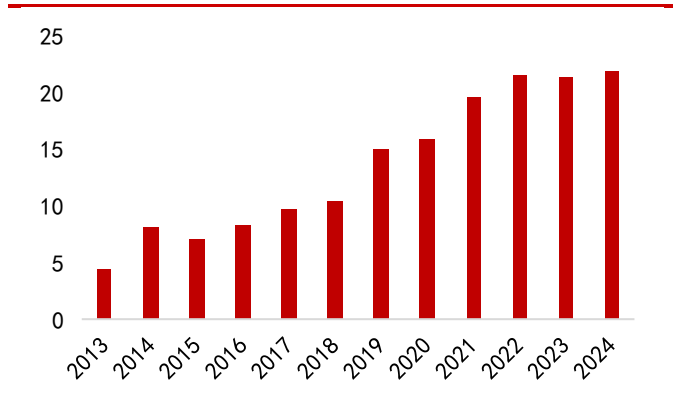
越来越精细化的市场运作和消费者培育，对今世缘的销售团队提出了更高的要求，为匹配业务发展需求，公司近年来持续在加大招聘力度和销售团队激励力度。2013-2024 年，公司销售团队从 683 人扩充至 1843 人，人均年薪从 4.47 万元/人提升至 21.99 万元/人，由此可见公司持续强化的组织力，对销售团队搭建的重视，以及科学可持续发展的激励机制。

图 15 今世缘销售人员数量变化（单位：人）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 16 今世缘销售人员人均年薪（单位：万元/人）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

注：人均年薪=当年销售职工薪酬/当年销售人员数量

今世缘始终致力于不断提高渠道力、组织力等企业硬实力，经过多年努力，公司当前已在省内建立起纵深兼具的渠道网络，同时营销组织架构围绕战略目标、配合发展需要不断更迭优化，过程中不断打通组织内部上升通道，加上员工晋升机制已完成从职级到实绩的转型，激励幅度也持续增加。我们认为，今世缘当前仍处于组织机制扩张阶段，团队激励到位、上升通道顺畅，销售团队动力足，持续强化的组织力、渠道力是今世缘保持稳健增长的重要因素之一，未来也将继续为今世缘的发展提供动力，保驾护航。

## 4. 战略重新聚焦，V系再上台阶，突破结构天花板

### 4.1. 高端再次扩容，V系应运重生

黄金十年首推V系，因行业调整而搁置。2009年，彼时国缘品牌年销售额已超5亿元，刻有红色基因的今世缘为献礼建国六十周年，以国缘为品牌率先推出高端形象产品V6。2011年，建党90周年之际，国缘再度推出超高端形象单品V9，献礼建党九十周年。2004年国缘品牌创牌是今世缘公司的第一次高端化，2009年在四开之上推出V6、2011年再推V9，则是国缘品牌自身的第一次高端化，此即为V系列的前身，系列字母V涵义为Victory，代表胜利与至尊，彰显V系超高端的定位。但V6、V9上市不到5年，还处于培育期，行业便遇到三公限制引发的大幅调整，今世缘也调转策略转而销售大众消费价位的产品，这也导致了V系列的培育被搁置。

高端再次扩容，V系应运重生。2018年，行业已经走出低谷，并迎来了新一轮上升周期，茅台、五粮液批价一路上涨，到2017Q4已分别涨至1600元、850元上下，行业天花板重新打开，高端需求快速扩容，除了茅台、五粮液，还新增了梦之蓝M9、手工班等新产品。

正是看到了这样的行业生机，今世缘于2018年重启高端化，并于当年8月19日在南京东郊国宾馆举办“礼敬大成者——国缘水晶V系上市发布会”，发布会上展示了国缘水晶V系V3、V6、V9三款产品，其中V3和V6为幽雅醇厚型白酒（创新浓香），于发布会当日率先上市，V9为清雅酱香型白酒，于2019年8月18日在南京正式上市，这也是今世缘酒业，乃至整个苏酒首次推出酱香型白酒。国缘水晶V系以“更舒适的高端白酒”为定位诉求，对国缘产品“高端中度白酒”的品质特性进一步提炼诠释。

表 7 国缘水晶V系产品规格

产品	上市时间	香型	度数	规格
国缘 V3	2018 年	浓香型	40.9%vol	500ml
国缘 V6	2018 年	柔雅浓香型	49%vol、40%vol	500ml
国缘 V9 (商务版)	2019 年	清雅酱香型	52%vol、42%vol	500ml
国缘 V9 (至尊版)	2019 年	清雅酱香型	52%vol	500ml

资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 17 2018 年国缘水晶V系上市发布



资料来源：酒业家公众号，华西证券研究所

图 18 国缘V9上市联谊会



资料来源：华夏美酒地理公众号，华西证券研究所

组织上灵活创新，成立国缘V系战略委员会。除产品创新、香型创新外，公司还针对V系列进行了组织上的创新，单独针对V系列成立了国缘水晶V系列战略委员会，成员包括江苏博爱之都商贸董事长陆兴武、江苏苏糖总经理陈国锁等国缘发展史

上至关重要的大商核心人物，他们伴随今世缘一起成长起来，对今世缘公司、国缘品牌的熟悉程度不亚于企业员工，且拥有丰富的酒水运营经验和高端酒团购资源，可以从BC端的视角为V系列的发展提出宝贵建议，由他们参与的V系战略委员会将在水晶V系未来发展中充当“智脑”角色。另一方面，融入核心经销商共同参与商讨经营，也再一次体现了公司厂商一体的理念，此次高端化战略将携手经销商再次创业。

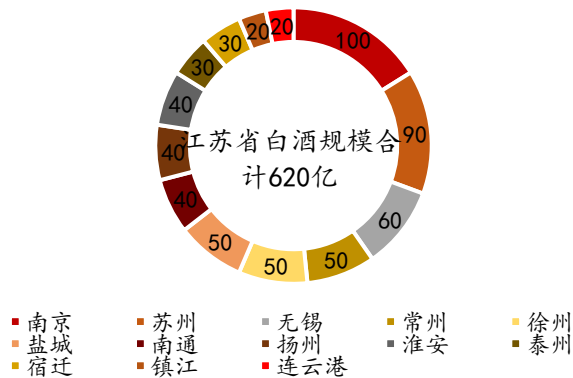
## 4.2. 组织、渠道、投入多管齐下，V系进入成长阶段

### 4.2.1. 高线次高端潜力巨大，各大品牌参与培育

**江苏省白酒消费维持稳定，市场容量保持前列。**根据江苏省统计局，2024年江苏全省酿酒工业规模以上企业累计完成销售收入755.96亿元，同比+0.69%，根据江苏省酒业协会，2024年全省酒类典型流通企业累计完成白酒销售额近620亿元，同比去年略有下降，但仍是全国白酒容量为数不多超过600亿的省份市场。

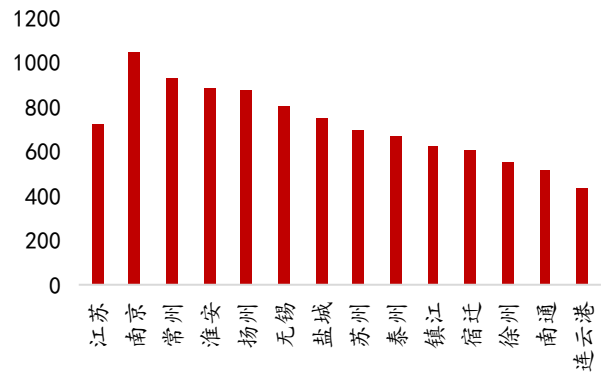
**人均消费水平高，400元价位渐成主流价位，夯实未来600元价位带升级基础。**从人均消费金额来看，南京、常州、淮安位居前列，其中南京、淮安为今世缘大本营，江苏省人均白酒年消费额约720元，整体价格带逐步向400元以上跃升，超过安徽、河南、山东等白酒消费大省，300-800元次高端价格带快速扩容。未来，江苏省400元价位带容量会进一步扩大，为后续向600元价位带升级打下坚实的基础，500-800元的高线次高端在波动中显示出潜力。

图 19 江苏省白酒市场规模居前列



资料来源：云酒头条公众号，华西证券研究所

图 20 江苏省人均白酒消费额 (单位：万元/人)



资料来源：云酒头条公众号，华西证券研究所

**各头部酒企加入竞争，有望助推500-800元价位快速扩容。**近两年来，行业增速放缓，各酒企经营者都在尝试寻找新的增长点，500-800元价位带由于较为真空，成为各酒企都会试水的价位带。在500-800元价位带，传统产品有低度国窖、低度五粮液、洋河梦之蓝M6+，2018年后，各大酒企纷纷开始推出新产品布局该价位带，如今世缘推出国缘V3、汾酒推出青花26、茅台推出1935等，且近年来五粮液、泸州老窖也加大了对低度产品的重视和运作力度，500-800元价位带的参与者迅速增加，且不乏头部品牌，在各大品牌的共同运作和培育下，我们认为该价位带将以快于自然升级的速度快速扩容。

表 8 500-800 元价位带主流产品

产品	上市时间	规模
低度国窖	2001 年	约 100 亿元
低度五粮液	2013 年	约 50 亿元
洋河梦之蓝 M6+	2019 年 (老版 M6 2009 年上市)	约 80 亿元
国缘 V3	2018 年	
汾酒青花 26	2024 年	
茅台 1935	2022 年	约 120 亿元

资料来源：酒说，长江酒道，微酒，酒业家等公众号，华西证券研究所

#### 4.2.2. 核心围绕“C 端置顶”，组织细化、渠道扁平化共同成就 V 系

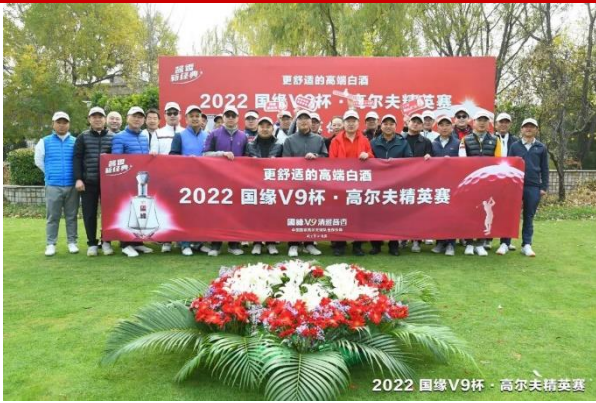
2020 年底，公司在 2021 今世缘发展大会上，提出全新启动 V 系攻坚战，完成“V9 做形象、V3 做销量、V6 做补充”的差异化产品布局，具体来说，V 系将谋划 10 年百亿工程，全面布局省内高端市场，在长三角城市群及省外高线城市，有序推进经营主体和 V9 体验店布局。

**成立事业部，大区下设 V 系推广组织，为高端化培育夯实组织基础。**2022 年，公司成立国缘 V 系事业部，针对 V3、V6、V9 三款产品加大销售组织和资源投入。2022 年上半年，公司在省内各大区和办事处分别组建 V 系推广中心、V 系推广处，引导配合经销商共同培育高端消费群体，用垂直管理强效助力销售目标落地，这是公司营销组织继两年前成立国缘 V9 事业部后，再次细化、扩张及裂变，为市场下沉、终端落地及后续丰富的消费者培育活动，夯实了组织基础，进一步提升了组织化运营水平。

**贯彻“C 端置顶”工程，针对国缘 V9、V3 做差异化圈层营销。**营销打法上，对于 V 系攻坚战的具体做法，公司提出聚焦突出国缘 V 系“清雅酱香”的差异品类价值，积极渗透转化传统高端酱香消费群体，针对国缘 V9 开展高端营销活动，如举办高端礼品全国创意大赛、冠名江苏卫视中秋戏曲晚会、与高端酒店美食沙龙合作、签约中国国家高尔夫球队合作伙伴等。

国缘 V3 则从城市精英人群为切入点，分别开展了“国缘 V3·城市精英”长三角哈雷行、国缘 V3·南京森林音乐节活动，在 C 端置顶工程下，V3 逐渐走进企业、婚宴等市场。除高端客户鉴赏会、酒厂游、户外游、高尔夫、羽毛球、乒乓球、惯蛋比赛等圈层活动，公司还推出了国缘 V3“再来一瓶”、“扫码赢现金”等 C 端活动，与高端酒店婚宴合作的“每桌赠送一瓶”等 B 端活动，结合经销商、酒店等社会渠道，共同打下“V 系氛围很好，让消费者十分满意”的局面。无论是国缘 V9 或 V3，公司都营造了沉浸式体验氛围，致力于精准 C 端培育和品销合一，将“C 端置顶”贯彻在 V 系列的培育中。

图 21 国缘 V9 冠名高尔夫圈层活动



资料来源：中外酒业公众号，华西证券研究所

图 22 国缘 V9 旗舰店、V3 再来一瓶活动



资料来源：微酒公众号，华西证券研究所

**创新“V99 联盟体”渠道模式，V 系经销体系直达资源型终端。**为践行厂商共建，强化厂商合力和执行力，在 2022 今世缘发展大会上，由公司发起组建的“V99 联盟体”正式成立，38 家经销客户成为首批成员单位。同年 5-6 月，江苏省内各大区召开终端 V99 联盟体会议，在控制数量、注重质量的前提下，累计签约超过 1000 名终端“V99 联盟体”成员，初步建立了“厂商店”命运共同体的发展格局。

“V99 联盟体”的成立，是公司推广培育 V 系列所尝试的一次渠道创新，通过发展各区域联盟体，公司将更多团购资源丰富的大终端纳入体系内，使渠道利益直接触达 C 端，同时，联盟体成员享有共同参与营销决策研讨制定、核心市场各项政策支持的权益，享有“一对一”市场指导、“点对点”营销服务以及各类培训学习和业务交流，提升了终端的参与度，进一步加强了品牌方对渠道的服务，强化了 V 系列的终端推力和渠道竞争力，有助于 V 系更快更精准打开市场。

**经销体系筛选机制健全，良好的市场秩序为 V 系健康发展保驾护航。**为推进市场运营质态持续向好，2022 年以来，公司率先对国缘 V 系产品采取管秩序、优主体等针对性调控手段，一方面加强奖励、推广力度，通过“回收”的方式，减少市场低价存货，协助经销商消化库存、保障渠道利润，进一步稳定了 V3 的产品价格，延长了 V 系产品生命线；另一方面厘清经销队伍，对确存在危害 V 系市场秩序、市场运作水平低的经销客户进行优化调整，保障了 V 系市场秩序、市场运作水平，部分经销商确因不善于市场经营或私下低价促销而被公司从 V 系经销体系中淘汰，也有经营能力强、资质优秀的团购商被提升为渠道商；此外，为坚定商家长期合作信心，公司出台了《团购商进出机制管理规定》，目的是为了“招好商，拒差商，清劣商”，为市场拓展打下良好基础。

公司敢于在 V 系列出现市场问题苗头的时候，及时、严肃整顿市场、优化主体和回购产品，是对自身发展态势及产品推广成效的自信，也表达了公司对 V 系列的重视和坚决，向市场传递出积极振奋的信号。到 2022 年中，国缘 V3 已完成江苏省内全面布局，在 700 元价格带形成了良好消费群体基础，团购、零售渠道口碑优势明显，实现连续快速增长。

## 5. 省外开拓渐入佳境，确保增速高于省内

### 5.1. 省外围绕长三角一体化，已初现提速扩张态势

通过复盘今世缘上市以来的省外战略变迁，可以看出公司整体省外开发策略，从一开始的全面发展，到提出聚焦、再聚焦，投入和开发形式从广撒网向精准突破转变，

重点开发区域规划方面，逐年根据市场开发情况进行调整，先后提出“2+5+N”、“1+2+4”、“10+N”区域策略，从直辖市+周边省份的模式，到突出山东大区，再到调整为零直接突出地级市打造，这些策略都是基于长三角一体化的大战略，公司的区域战略虽在探索中不断调整，但仍可见其不断向环江苏市场收敛、细化，不断推进长三角一体化布局。

公司自上市以来即提出拓展省外，从省外收入占比来看，拓展进度难言强势，2015-2018年间，公司省外收入占整体的比重一直在5-6%之间波动，直到2019年，省外收入占比才开始逐步提升，2022-2024年加速提升。从省外规模来看，公司省外收入从2014年的1.26亿元持续增长至2024年达到9.26亿元，十年复合增长率约22%，尤其是2023年以来，地产白酒品牌均面临省外压力，但今世缘省外业务仍保持较快增长。综上，我们认为过去今世缘省外占比长期徘徊的原因或为，省内增长同样稳健快速，省外处于第一阶段布局期，尚未形成系统性打法，以上两点在省内增速放缓、省外打法逐渐成熟后，目前已呈现改善之势。

表 9 今世缘省外战略变迁

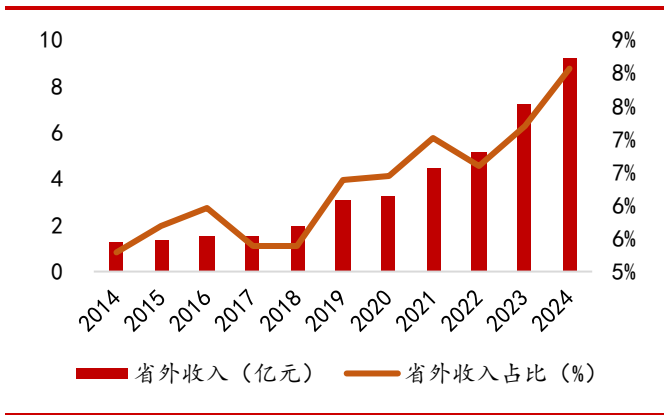
时间	省外战略
2015年	省外遵循“全面规划，重点突破，梯次开发，滚动发展”的思路，全面分类突破，推动全区域市场的均衡发展。
2016年	省外全面突破，筛选重点，聚焦投入，实现滚动发展。
2017年	省外加快推动重点突破，进一步聚焦资源、精准推广。
2018年	做好“2+5+N”区域拓展规划，即北京、上海两个直辖市，加上河南、安徽、山东、上海、江西五个周边省份，再加上N个其他省份核心市场，试点设立了“山东大区”。
2019年	推出“1+2+4”的省外市场策略，重点突破山东，将北京、上海作为示范市场，安徽、河南、浙江、江西作为重点市场来打造。
2022年	聚焦“3+4”战略重点省级市场，推进长三角一体化运作，加快形成50家左右小区域样板型市场（地市级20家，县区级30家）。省外市场遵循聚焦战略，进一步清晰明确主推品牌、价格赛道及重点板块，升级运作模式，倾斜资源投入，聚力突破省外市场加速发展“徘徊区”。
2024年	聚焦板块打造，以“三年不盈利，三年30亿”预算规划省外市场投入，聚焦“10+N”重点地级板块。
2025年	省外市场坚持“攻城拔寨”不动摇，坚定落实“品牌聚焦、产品聚焦、区域聚焦、投入聚焦、战术聚焦、队伍聚焦”策略，推进长三角一体化和环江苏板块化见实见效，打开提速发展新空间。将打造国缘品牌作为首要任务，形成品牌“雁阵格局”；积极探索今世缘品牌省外运营模式。同时，将对省外销售组织进行了优化调整，将更多人力投向环江苏重点板块。

资料来源：公司公告，证券之星，酒业家等公众号，华西证券研究所

公司省外经销商体系经历了2018-2021年间的快速扩张，期间经销商数量从273家上升至636家，数量达到2018年的2.3倍。2021年后，由于行业进入下行期、渠道开始收缩，依靠招商实现扩张的模式不再可行，加上公司自身已完成对省外的初步布局，对经销体系的追求由数量转向质量，故2022年后省外经销商数量略微下降，在600家上下波动。到2024年底，公司省外经销商数量为615家。相应的，2021年后，省外经销商单均规模开始逐年快速提升，从2021年的70.27万元/家，到2024年已增长至150.60万元/家，增长一倍以上。由此可见，近三年省外经销商实力、公司省外经销体系稳定性均显著强化。

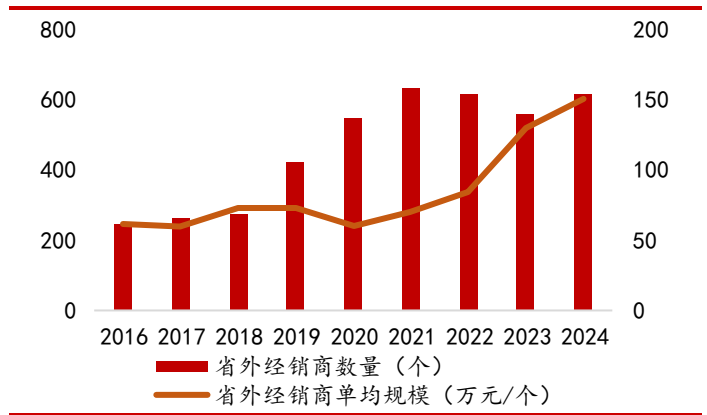
在公司持续细化的省外开拓战略引领下，通过新招商、扶商等战术措施，不断推动省外收入规模增长、省外收入占比提升，截至2024年，公司省外收入规模已达9.26亿元，省外收入占比已提升至8.1%。尽管这一占比仍不算高，但公司大本营位于江苏，本土肥沃，而周边省份大多数市场容量不及本土，加上对于地产酒来说，在本地有资源优势，开拓省外则不具备这样的优势，难度较本土市场更大。我们认为，公司在省外拥有近10亿规模，基本已实现了品牌在环江苏市场的曝光度和铺市率，处于动销开始提升的阶段。

图 23 省外收入占比持续提升



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 24 省外经销商数量及单均规模变化



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

## 5.2. 省外战略再聚焦，长三角一体化随风起

### 5.2.1. 省外进一步战略聚焦，能力与意愿不断强化

全国化对于非一线名酒的地方酒企来说，是一个难度不小，但想要突破天花板又最终无法避开的命题。纵观二十一世纪以来的白酒发展史，迄今为止非一线名酒实现了广泛全国化的，几乎仅有洋河蓝色经典海之蓝及牛栏山白牛二，且海之蓝、白牛二均为大众消费产品，该场景下消费者对白酒的品牌包容性较高，更看重产品品质、价格、性价比，辅以一定的渠道推力，便可快速获得消费者的认可，由此可见全国化这一命题对于酒企的品牌底蕴有较高的要求。在此背景下，今世缘当前选择的是环江苏市场初步全国化的战略，我们认为该战略是符合公司自身禀赋的，并非不切实际，有相对较强的可实现性。

2022 年，公司对省外战略做了进一步优化调整，省外拓展路径日益聚焦：以长三角一体化为核心引擎，高举国缘品牌利剑，精准卡位次高端市场。其核心策略十分清晰——将省内验证成功的国缘四开大单品势能与国缘品牌影响力，向环江苏及更广区域辐射延伸，并重点布局 400-500 元黄金价格带。相较探索全国化的初级阶段，当前公司在战略、资源、组织等硬实力方面，已不可同日而语，具体差异主要表现在以下几方面：

1) 战略重要性前高：公司于 2023 年营收突破百亿，此前大部分战略重心和资源投入都在省内，突破百亿后，提出加快出省的步伐，未来 3-5 年将是公司全国化和跻身一线白酒阵营的关键时期，公司将坚持大赛道、大单品、大客户的策略，贯彻“当前全国化就是周边化、板块化”的理念，明确全国化就是优先国缘品牌的全国化，聚集国缘品牌、聚焦板块打造、聚焦顾客创造。

2) 更好的基础条件：2024 年，公司营收达 115 亿元，利润达 34 亿元，省内市场规模超百亿，愈发稳固的大本营为省外开拓创造了更良好的条件，有更多资源用于强化组织、加大投入，便于加快省外渠道建设、消费者培育等工作。此外，省内浓厚的国缘品牌消费氛围，也对周边化起到了更好的带动作用。

3) 品牌选择方面：更聚焦国缘品牌，尤其是 V3、四开两个大单品。具体来看，要构建国缘 V3 长三角一体化运作体系，加快形成板块联动、集群辐射；具有竞争优势的国缘四开，还要继续保持战略定力，在环江苏周边市场发力，形成大单品优势。

4) 区域策略方面：省外开展分级突破，提升走出去的广度、深度、速度，公司制定了嘉兴、杭州、合肥等 10 个样板市场，8 个准板块市场，21 个潜力市场，20 个机会市场，且都给予预算保障、专项赋能、组织配称等方面的专项支持。

5) 组织人才方面：为支撑全国化战略，公司启动了“3333”战略人才工程，认识到了省外属地人才对公司发展的重要性，并加大了招聘力度，特别是注重成熟型人才的引进。团队方面，公司将根据实际情况，适度超前配置，提前做好准备，近三年内，营销系统新增人员 741 人，夯实了公司的人才基础。团队战斗力方面，公司还实施“大营销管控体系”，提升了厂商团队的执行力和战斗力，未来公司还会进一步优化人才引进、管理、服务保障机制。

不同于以往摸着石头过河，当前今世缘在省外开拓方面，一方面探索出了一套较为成熟成体系的打法，资源投入也更聚焦，另一方面更加坚定了走出去的决心，意愿和能力较以往都有明显的加强。

### 5.2.2. 跟随国家大战略，省外打法趋于成熟，势能渐起

2019 年 5 月 13 日，中共中央总书记习近平主持召开中共中央政治局会议，会议审议了《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》。会议指出，长三角一体化发展要紧扣“一体化”和“高质量”两个关键，带动整个长江经济带和华东地区发展，形成高质量发展的区域集群。

会议强调，把长三角一体化发展上升为国家战略是党中央作出的重大决策部署，要树立“一体化”意识和“一盘棋”思想，深入推进重点领域一体化建设，上海、江苏、浙江、安徽要增强一体化意识，加强各领域互动合作，扎实推进长三角一体化发展。

图 25 长三角一体化战略示意图



资料来源：百度百科，华西证券研究所

今世缘迅速看到了国家战略赋予的机会，于 2020 年同步提出“长三角一体化”战略，即以长三角城市群为中心打造长三角（苏浙沪皖）大战略板块市场，形成周边辐射，主动布局山东、河南、江西、湖南、湖北、广东和京津冀（北京、河北、天津）等重点市场，将以“江苏为基点”的长三角一体化上升为公司的全国第一战略板块。

当前省外拓展策略已形成清晰路径：以“长三角一体化”为核心战略，通过周边化布局实现区域深耕；依托省内成熟的四开大单品优势，将国缘品牌势能向省外延伸；重点抢占 400-500 元次高端价格带，形成差异化竞争优势；向下承接 300 元价格带消费升级需求；向上吸引 600-700 元价格带的理性消费转移，围绕大单品四开形成虹吸效应。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

公司近年致力于山东、安徽、河南、浙江四个周边省份的拓展，致力于四开、对开的一体化培育，几个周边省份的增速和体量在省外整体结构中处于领先，到 2024 年，安徽、山东已突破两亿级规模，市场态势良好，形成了“企业主+商务群体”的核心消费圈层，依托江苏市场口碑辐射，以“中度高端+舒适饮酒”体验形成差异化竞争力，叠加“成大事必有缘”文化 IP 的精准传播，给足了省外消费者选择国缘的理由。

经过这几年的不断摸索，省外市场开拓的方向、路径、模式体系等方面基本得以验证，业务组织能力也及时同步跟上，我们认为，未来今世缘的省外开拓之路有望越走越宽广。对此，公司也寄予了厚望，表达了充分的信心，在 2024 年业绩说明会上，公司提出 2025 年确保省外市场增速明显高于省内，今世缘的省外之路大有可为。

## 6. 盈利预测与风险提示

### 6.1. 盈利预测与估值

特 A+类产品以国缘开系、V 系为主，其中以大单品四开、对开为首的开系，是公司核心基本盘，也是未来出省的主要力量，看好未来开系的持续稳健增长；V 系经过多年运作，增长势头迅猛，V3、V6、V9 三个单品处于成长期，看好未来增长确定性 & 成长速度。特 A 类产品以国缘雅系、今世缘产品为主，其中淡雅作为雅系国缘主力单品、公司第三大单品，受国缘品牌势能带动，目前在苏北地区表现较好，看好向全省范围扩散。A 类产品主要为今世缘典藏系列，2024 年公司新推出典藏宝石系列，看好未来随公司全国化战略成长。其他主业包含 B、C、D 类及其他，2024 年合计收入占比 6.29%，对公司整体经营业绩的影响可忽略不计。基于以上假设，同时考虑到今年行业动销压力进一步加大，我们下调盈利预测，25-27 年营业总收入由 126.06/134.00/139.63 亿元下调至 121.99/128.78/134.24 亿元，分别同比 +5.7%/+5.6%/+4.2%。

表 10 今世缘收入拆分预测 (单位: 亿元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
特 A+类	51.98	65.04	74.91	76.42	79.42	82.60
yoy	24.8%	25.1%	15.2%	2.0%	3.9%	4.0%
特 A类	20.93	28.70	33.47	38.43	42.18	44.41
yoy	22.1%	37.1%	16.6%	14.8%	9.8%	5.3%
A类	3.25	4.11	4.19	4.27	4.31	4.36
yoy	22.6%	26.7%	2.0%	1.7%	1.1%	1.1%
B类	1.46	1.60	1.42	1.42	1.42	1.42
yoy	5.5%	9.7%	-11.1%	0.0%	0.0%	0.0%
C、D类	0.84	0.86	0.74	0.70	0.66	0.62
yoy	-3.0%	2.5%	-14.6%	-5.5%	-5.5%	-5.5%
其他主营业务	0.08	0.07	0.05	0.04	0.04	0.04
yoy	-18.7%	-22.0%	-29.9%	-5.5%	-5.0%	-5.0%
其他业务	0.31	0.60	0.67	0.70	0.74	0.77
yoy	18.1%	95.6%	11.7%	5.0%	5.0%	5.0%
营收合计	78.85	100.98	115.44	121.98	128.77	134.22
yoy	23.1%	28.1%	14.3%	5.7%	5.6%	4.2%
其他类金融业务收入	0.03	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01
yoy	15.3%	-29.8%	-45.0%	-10.0%	5.0%	5.0%
营业总收入	78.88	101.00	115.46	121.99	128.78	134.24
yoy	23.1%	28.0%	14.3%	5.7%	5.6%	4.2%

资料来源: Wind, 华西证券研究所

基于行业及公司经营状况, 我们下调此前盈利预测, 25-27 年实现营业总收入由 126.06/134.00/139.63 亿元下调至 121.99/128.78/134.24 亿元, 分别同比 +5.7%/+5.6%/+4.2%; 25-27 年 EPS 由 2.93/3.14/3.34 元下调至 2.79/2.96/3.15 元。2025 年 7 月 11 日收盘价 39.48 元/股, 对应 PE 分别为 14/13/12 倍, 维持“买入”评级。

表 11 可比公司估值对比

代码	证券简称	总市值(亿元)	市盈率 PE				EPS		
			TTM	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
603369.SH	今世缘	480	14	14	13	12	2.79	2.96	3.15
002304.SZ	洋河股份	976	23	17	17	16	3.74	3.90	4.15
000596.SZ	古井贡酒	664	12	11	10	9	11.64	12.97	14.45
603198.SH	迎驾贡酒	314	13	12	11	10	3.32	3.59	3.90
603919.SH	金徽酒	91	23	22	20	17	0.82	0.91	1.05

资料来源: Wind, 华西证券研究所

注: 可比公司 EPS 和估值均来自 Wind 2025 年 7 月 7 日一致预测

## 6.2. 风险提示

**省内竞争加剧的风险:** 公司在省内主要的竞争来自洋河及一线名酒, 近年来汾酒青花 20 势能迅猛, 五粮液、泸州老窖纷纷加大对低度产品的重视, 洋河虽处于调整期, 但仍为省内市占率第一的品牌, 若省内竞争进一步加剧, 可能加大公司的经营压力, 对盈利能力造成影响。

**行业进一步下行的风险：**公司在省外大部分市场仍处于渠道建设+动销培育的双重工作阶段，对招商仍有需求，而行业下行期，渠道商一方面实力弱化，另一方面更倾向于保守选择，对经营新品牌的兴趣度降低，可能加大公司在省外的招商难度。

**消费税落地的风险：**若消费税改革较快落地，短期内可能导致公司所需承担的税费增加，弱化公司盈利能力。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	11,546	12,199	12,878	13,424	净利润	3,412	3,474	3,687	3,932
YoY (%)	14.3%	5.7%	5.6%	4.2%	折旧和摊销	175	355	425	516
营业成本	2,916	3,179	3,331	3,399	营运资金变动	-593	334	581	-369
营业税金及附加	1,685	1,769	1,886	1,957	经营活动现金流	2,867	4,095	4,654	4,061
销售费用	2,140	2,281	2,408	2,510	资本开支	-1,816	-631	-881	-1,148
管理费用	464	488	515	530	投资	-542	-27	-35	-42
财务费用	-133	-46	-93	-145	投资活动现金流	-2,259	-545	-822	-1,108
研发费用	49	54	55	58	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	322	220	220	193
投资收益	19	114	94	82	筹资活动现金流	-926	174	165	130
营业利润	4,553	4,620	4,903	5,233	现金净流量	-318	3,724	3,997	3,083
营业外收支	-6	0	0	0					
利润总额	4,547	4,620	4,903	5,233	<b>主要财务指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
所得税	1,135	1,146	1,216	1,301	<b>成长能力</b>				
净利润	3,412	3,474	3,687	3,932	营业收入增长率	14.3%	5.7%	5.6%	4.2%
归属于母公司净利润	3,412	3,474	3,687	3,932	净利润增长率	8.8%	1.8%	6.1%	6.7%
YoY (%)	8.8%	1.8%	6.1%	6.7%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	2.74	2.79	2.96	3.15	毛利率	74.7%	73.9%	74.1%	74.7%
					净利率	29.6%	28.5%	28.6%	29.3%
					总资产收益率 ROA	14.1%	11.8%	11.1%	10.4%
					净资产收益率 ROE	22.1%	18.4%	16.3%	14.8%
					<b>偿债能力</b>				
					流动比率	1.66	1.87	2.15	2.42
					速动比率	<b>0.99</b>	<b>1.20</b>	<b>1.56</b>	<b>1.79</b>
					现金比率	0.74	0.98	1.34	1.58
					资产负债率	36.2%	35.6%	32.2%	29.5%
					<b>经营效率</b>				
					总资产周转率	0.50	0.46	0.41	0.38
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	2.74	2.79	2.96	3.15
					每股净资产	12.32	15.18	18.14	21.29
					每股经营现金流	2.29	3.28	3.73	3.26
					每股股利	1.20	0.00	0.00	0.00
					<b>估值分析</b>				
					PE	14.07	13.82	13.02	12.21
					PB	3.67	2.54	2.12	1.81

资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	6,158	9,882	13,879	16,962
预付款项	20	15	17	19
存货	5,569	6,665	6,151	6,672
其他流动资产	2,182	2,233	2,203	2,234
流动资产合计	13,928	18,795	22,250	25,887
长期股权投资	47	55	64	72
固定资产	3,217	3,647	4,248	5,041
无形资产	452	546	614	682
非流动资产合计	10,294	10,597	11,088	11,762
资产合计	24,222	29,393	33,338	37,649
短期借款	1,040	1,260	1,480	1,673
应付账款及票据	1,882	1,152	1,187	1,583
其他流动负债	5,452	7,658	7,663	7,452
流动负债合计	8,374	10,070	10,330	10,708
长期借款	190	190	190	190
其他长期负债	204	204	204	204
非流动负债合计	394	394	394	394
负债合计	8,768	10,465	10,724	11,102
股本	1,255	1,255	1,255	1,255
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	15,454	18,928	22,614	26,546
负债和股东权益合计	24,222	29,393	33,338	37,649

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。