

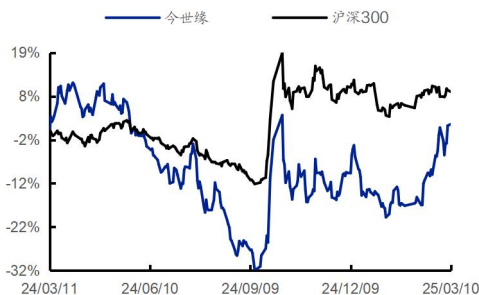
研究所:

 证券分析师: 刘浩铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn
 联系人: 郝天宇 S0350124060016
 haoty@ghzq.com.cn

行稳百亿路, 缘启新篇章

——今世缘(603369)公司深度研究

最近一年走势



相对沪深300表现

2025/03/10

表现	1M	3M	12M
今世缘	22.0%	7.6%	3.7%
沪深300	1.0%	-1.4%	11.2%

市场数据

2025/03/10

当前价格(元)	53.44
52周价格区间(元)	35.35-61.05
总市值(百万)	66,628.99
流通市值(百万)	66,628.99
总股本(万股)	124,680.00
流通股本(万股)	124,680.00
日均成交额(百万)	286.07
近一月换手(%)	0.73

相关报告

《今世缘(603369)公司动态研究: 聚缘聚力稳步增长, 股东增持彰显信心(买入)*白酒II*刘浩铭》
 ——2025-01-02

《今世缘(603369)2024年三季报点评: 主动调整, 势能延续(买入)*白酒II*刘浩铭, 秦一方》
 ——2024-11-02

《今世缘(603369)公司动态研究: 扩产夯实“双百亿”基础, 创新助力高质量发展(买入)*白酒II*刘浩铭, 秦一方》
 ——2024-09-23

《今世缘(603369)2024年中报点评: 稳健增长, 势能延续(买入)*白酒II*刘浩铭, 秦一方》
 ——2024-08-18

投资要点:

- 深耕“缘”文化, 增长势能强劲。**今世缘是中国白酒上市公司十强企业, 拥有“国缘”、“今世缘”、“高沟”三大品牌, 其中核心产品国缘系列定位次高端白酒市场。公司深耕“缘”文化营销, 通过多场景强化品牌认知, 立足江苏基地市场向周边辐射。2023年公司营收顺利实现跨越百亿元, 2024年前三季度公司业绩增速在上市酒企中排名前列, 体现出强劲的增长势能。
- 江苏白酒市场结构领先, 公司平衡量价从容增长, 潜力市场空间较大。**1) 江苏白酒消费氛围浓厚、消费量较大。江苏白酒市场规模全国第二, 其中苏北酒风豪迈, 苏中、苏南经济水平较好, 用酒档次较高。在上轮白酒景气周期中引导省内产品率先升级至次高端价格带。2) 产品: 提前站位较早布局, 核心产品精准定位, 上下均有扩容空间。顺应省内消费升级契机, 公司提前占位较早布局国缘系列, 核心产品定位300-600元次高端价格带, 在该价位具备较强竞争力。拳头产品四开定位400-500元价格带, 向下由对开、单开、淡雅等筑基, 向上由V系拔高, 两头均有增长空间。3) 市场: 南京/淮安大区表现强势, 苏中/苏南潜力较大。国缘品牌早期由省会南京市场切入, 通过政商务团购打开知名度。目前南京/淮安大区为公司强势市场, 辐射全省, 苏中/苏南白酒消费档次较高, 有较大潜力。4) 组织: 团购渠道起家, 推动营销组织扁平化, 渠道管控力较强。公司早期通过政务团购切入市场, 后受行业调整期影响转向商务团购。公司采取“1+1+N”深度协销+直分销模式, 营销组织扁平化, 对渠道和终端的管控能力较强。
- 公司未来增长核心: 产品结构优化+省内薄弱区域强化, 期待V系和省外市场破局。**1) 产品: 四开基本盘稳固, V3引领产品结构向上突破, 控货挺价从容增长。公司产品结构优秀, 次高端收入占比在主要地产酒龙头中处于领先水平。国缘四开在省内400-500元价位的竞争中优势显著, 在南京等核心市场势能强劲, 消费氛围已成。公司未来将重点发力500-600元价位带国缘V3, 有望贡献新增长极。2) 市场: 省内薄弱区域强化和渠道下沉继续带来增量。省内各区域、各市县之间的发展不平衡, 公司在省内薄弱区域仍有较大扩展空间。近年来公司加强江苏省内渠道精耕, 销售团队逐年扩充, 渠道力显著增强。省外市场渐进式推进, 有望打开长期天花板。3) 组织: 公司销售组织架构持续优化, 品牌发展路径更清晰。2022年公司改革

《今世缘(603369)公司动态研究:上市十年砥砺前行,百亿之后勇攀高峰(买入)*白酒II*刘洁铭,秦一方》——2024-07-15

形成“三部一司”的销售组织架构,三大品牌分为三大事业部和一个销售公司独立管理,资源投放更加灵活聚焦,各品牌发展自由度更高,发展路径更为清晰。

- **盈利预测和投资评级:** 公司产品结构精准卡位次高端价格带,我们认为公司在产品结构提升和省内外市场精耕下,增长确定性较强。我们调整公司盈利预测,预计 2024-2026 年营业收入分别为 116.53/128.65/141.77 亿元,归母净利润分别为 34.71/38.01/41.33 亿元, EPS 分别为 2.78/3.05/3.32 元,对应 PE 分别为 19/18/16 倍,维持“买入”评级。
- **风险提示:** 1) 消费力下行抑制行业需求。2) 市场竞争加剧导致费用提升。3) 市场拓展或动销情况不及预期。4) 宏观需求波动导致白酒价格下滑,挤压次高端需求。5) 存货增加风险。6) 食品安全风险。7) 各公司不具备完全可比性,对标资料仅供参考。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10100	11653	12865	14177
增长率(%)	28	15	10	10
归母净利润(百万元)	3136	3471	3801	4133
增长率(%)	25	11	9	9
摊薄每股收益(元)	2.52	2.78	3.05	3.32
ROE(%)	24	23	23	22
P/E	19.38	19.19	17.53	16.12
P/B	4.60	4.35	4.00	3.50
P/S	6.05	5.72	5.18	4.70
EV/EBITDA	13.83	12.95	11.66	10.43

资料来源: Wind, 国海证券研究所

内容目录

1、 深耕“缘”文化，增长势能强劲	6
2、 江苏白酒市场结构领先，公司平衡量价从容增长，潜力市场空间较大	10
2.1、 背景：江苏经济发达，消费升级节奏领先，国缘提前布局顺应趋势实现高增	10
2.2、 产品：提前站位较早布局，核心产品精准定位，上下均有扩容空间	11
2.3、 市场：南京大区、淮安大区表现强势，苏中、苏南增长潜力较大	17
2.4、 组织：团购渠道起家，推动营销组织扁平化，渠道管控力较强	19
3、 未来增长核心：产品结构优化+省内薄弱区域下沉，期待国缘V系和省外市场破局	21
3.1、 产品：结构优化，发力国缘V3，提前布局高端价位	21
3.2、 市场：省内薄弱区域持续强化，省外市场渐进式推进，布局长期成长空间	24
3.3、 组织：销售组织架构持续优化，品牌发展路径更清晰	27
4、 盈利预测与投资评级	28
5、 风险提示	29

图表目录

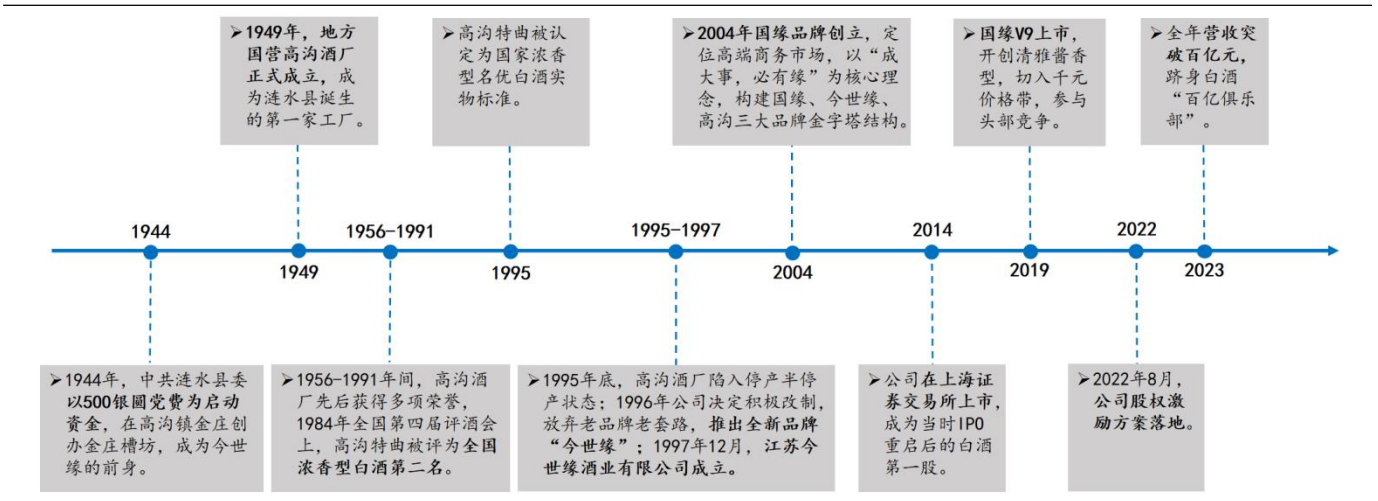
图 1: 公司历史沿革	6
图 2: 2012-2015 年白酒上市公司营收 CAGR 排序	7
图 3: 2012-2015 年白酒上市公司归母净利润 CAGR 排序	7
图 4: 2019-2023 年白酒上市公司营收 CAGR 排序	7
图 5: 2019-2023 年白酒上市公司归母净利润 CAGR 排序	7
图 6: 2011-2024 前三季度公司营业收入（百万元）及增速	8
图 7: 2011-2024 前三季度公司归母净利润（百万元）及增速	8
图 8: 2024 年前三季度白酒上市公司营收增速排序	8
图 9: 2024 年前三季度白酒上市公司归母净利润增速排序	8
图 10: 公司历史营收及增速	9
图 11: 公司上市以来总市值情况	9
图 12: 公司股权结构优异	9
图 13: 2023 年各省居民食品烟酒人均消费支出（元）	10
图 14: 2016-2024E 江苏省白酒市场规模及增速	10
图 15: 2016-2024 前三季度公司分产品结构增速	12
图 16: 2016-2024 前三季度公司产品结构持续优化	12
图 17: 2016-2023 年公司特 A+ 产品量价拆分	12
图 18: 2011-2023 年公司毛利率、归母净利率和销售、管理费用率水平	13
图 19: 公司主要产品矩阵	13
图 20: 第五代国缘四开	14
图 21: 国缘 2049	14
图 22: 2023 年全国中度高端白酒市占率（按销量）	16
图 23: 2023 年全国中度高端白酒 500 元价格带市占率（按销量）	16
图 24: 国缘品牌及国缘四开获得 Frost&Sullivan 市场地位确认证书	17
图 25: 2016-2023 年分区域营收 CAGR 及规模	17
图 26: 2024 前三季度分区域营收占比	17
图 27: 2016-2024 前三季度公司在淮安大区收入规模	18
图 28: 2016-2024 前三季度公司在南京大区收入规模	18
图 29: 2016-2024 前三季度公司在苏南大区收入规模	19
图 30: 2016-2024 前三季度公司在苏中大区收入规模	19
图 31: 公司的团购渠道创新	20
图 32: 公司渠道扁平化改革及新营销组织架构	21
图 33: 江苏白酒市场次高端价位市占率测算（2023 年，销售口径）	22
图 34: 主流酒企次高端产品占比	22
图 35: 国缘 V 系营收规模及同比增速测算	23
图 36: 国缘 V 系产品结构测算	23
图 37: 2014-2023 年今世缘销售人员数量及增速	25
图 38: 2014-2023 年今世缘销售人员人均薪酬及增速	25
图 39: 2014-2023 年主要次高端酒企销售人员数量（人）	25
图 40: 2014-2023 年主要次高端酒企销售人员人均薪酬（万元）	25
图 41: 公司省内外营收及增速	26
图 42: 公司省外营收占比	26
表 1: 高沟酒历史获奖	6

表 2: 江苏省白酒消费呈现显著区域性 (2024 年)	11
表 3: 公司品牌定位及产品策略梳理	14
表 4: 黄淮区域酒企产品布局以中度酒为主, 今世缘全系列产品均聚焦中度赛道	15
表 5: 国缘产品停货/提价/升级历史	23
表 6: 省内各大区之间发展存在不平衡现象	24
表 7: 公司市场策略梳理	26
表 8: 分产品盈利预测 (百万元)	28
表 9: 今世缘可比公司估值表	29

1、深耕“缘”文化，增长势能强劲

今世缘是中国白酒上市公司十强企业，拥有“国缘”、“今世缘”、“高沟”三大品牌，核心产品国缘四开聚焦次高端白酒市场。公司深耕“缘”文化营销，通过多场景强化品牌认知，致力于打造缘文化品牌，立足江苏基地市场向周边辐射。2023年公司营收顺利实现跨越百亿元，2024年前三季度公司营收/归母净利润分别为99.42/30.86亿元，同比分别+18.85%/+17.08%，增速在上市酒企中位居前列，体现出强劲的增长势能。

图 1：公司历史沿革



资料来源：Wind，今世缘酒业，新华网，微酒，酒业家，华夏酒报融媒，新浪财经，公司官网，公司公告，国海证券研究所

回顾公司发展历程，可以分为以下几个阶段：

1996年之前：党费建厂，市场浮沉。1944年，中共涟水县委用500银圆党费建立金庄槽坊，此为今世缘“党费建厂”的由来。1949年，地方国营高沟酒厂正式成立。1956-1991年间，高沟酒厂曾先后获得多项荣誉。1988年，国家陆续放开了名酒定价权，白酒价格开始由市场调控。进入20世纪90年代中期，随着市场经济冲击，高沟酒厂经营面临挑战，甚至一度陷入困境，至1995年年底，酒厂已处于停产半停产状态。

表 1：高沟酒历史获奖

时间	荣誉
1915年	高沟酒在巴拿马国际博览会上获奖
1956年	高沟酒厂荣获“江苏酿酒第一”奖旗
1984年	高沟特曲在全国第四届评酒会上被评为浓香型白酒第二名
1989年	高沟酒在全国第五届评酒会上荣获“中国名优酒”称号
1990年	高沟低度酒荣获首届全国轻工业博览会金奖
1991年	高沟特曲荣获国家质量奖银质奖章
1995年	高沟特曲被认定为国家浓香型白酒实物标准样品

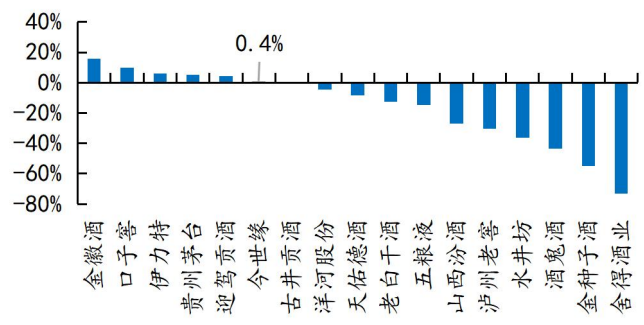
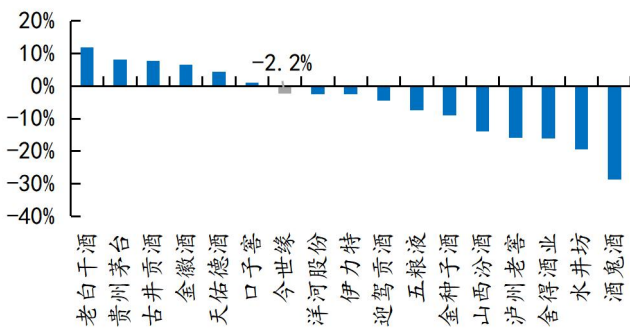
资料来源：华夏酒报融媒，大运河传播，国海证券研究所

1996-2012年：“今世缘”、“国缘”创牌，迎来转折。1996年全新品牌“今世缘”破茧而出，高沟酒厂开启重生之路。1997年12月，江苏今世缘酒业有限公司成立。2004年“国缘”品牌诞生，提前占位省内次高端白酒市场（注：若无特殊说明，本文省内省外均指江苏省），国缘四开出厂价300元，当时仅比五粮液低20元左右。国缘品牌为公司开拓了高端商务市场，经营势能不断增强。1997-2012年，公司营收增长近130倍，由0.2亿元增长至25.94亿元，CAGR达到38.3%。

2012-2014年：行业调整，战略转型。2012年底的“三公消费”禁令下，白酒行业迎来了史上最大一轮调整期，行业面临渠道高库存和经济增长放缓的内外双重利空。公司凭借其在政务团购积累的渠道掌控力，主动积极调整，将打造、拓展婚喜宴市场作为下一步工作的重点，通过把婚喜宴产品内涵延伸，通过带有“缘文化”性质的活动“全程干预”目标消费者，打造出婚喜宴市场的行业样板。得益于婚喜宴市场的开拓，公司在行业调整期依旧保持了良好的业绩韧性，2012-2015年公司营收/归母净利润CAGR均处于行业中上游水平。

图2：2012-2015年白酒上市公司营收CAGR排序

图3：2012-2015年白酒上市公司归母净利润CAGR排序



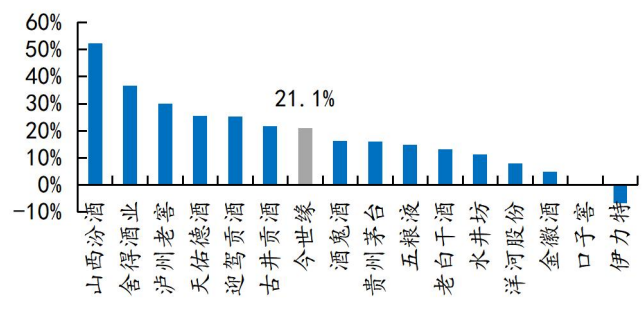
资料来源：Wind，国海证券研究所

资料来源：Wind，国海证券研究所

2014年至今：成功上市，开启复兴。2014年，今世缘成功挂牌上市，成为当时IPO重启后的白酒第一股。2019年，国缘V9清雅酱香上市，坚定参与白酒行业“头部竞争”。2022年，高沟品牌复兴战打响，开启了三大品牌并驾齐驱、行稳致远之路。2023年公司营收顺利突破百亿元。2019-2023年，公司营收/归母净利润CAGR均位于行业前列。

图4：2019-2023年白酒上市公司营收CAGR排序

图5：2019-2023年白酒上市公司归母净利润CAGR排序



资料来源：Wind，国海证券研究所

资料来源：Wind，国海证券研究所

2024 年是今世缘上市十周年，上市十年以来公司业绩实现了高速增长：2014-2023 年，公司营业总收入由 24 亿元增长至 101 亿元，CAGR 为 17.3%；归母净利润由 6.46 亿元增长至 31.36 亿元，CAGR 为 19.2%。2024 年前三季度公司营收/归母净利润分别为 99.42/30.86 亿元，同比分别+18.85%/+17.08%，增速在全部白酒上市公司中分别排名第二/第六，体现出强劲的增长势能。

图 6：2011-2024 前三季度公司营业收入（百万元）及增速

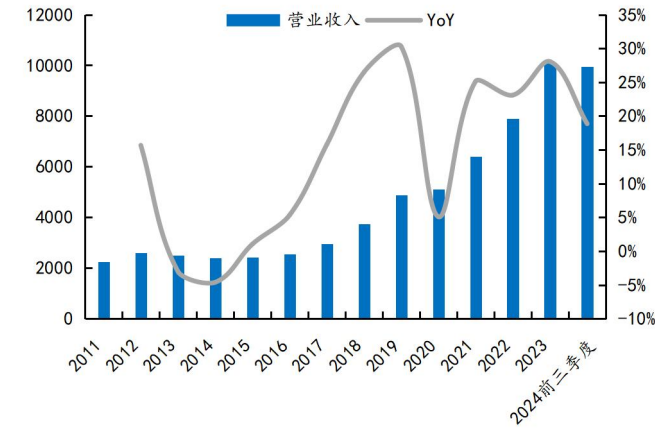
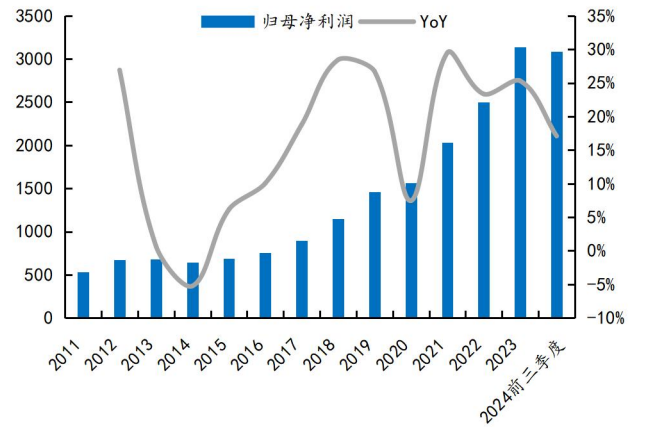


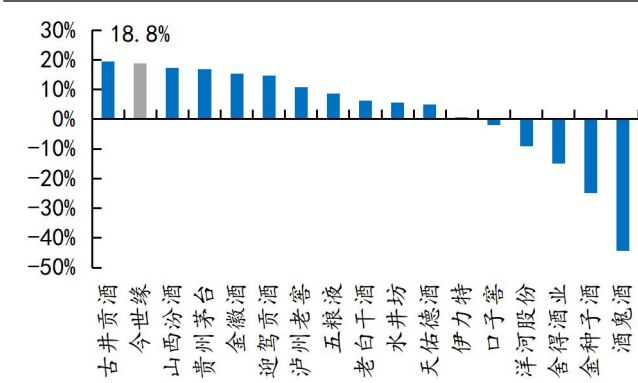
图 7：2011-2024 前三季度公司归母净利润(百万元)及增速



资料来源：Wind，国海证券研究所

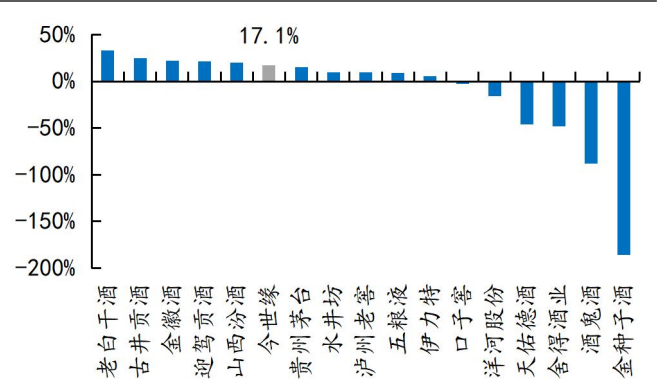
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 8：2024 年前三季度白酒上市公司营收增速排序



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 9：2024 年前三季度白酒上市公司归母净利润增速排序



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 10: 公司历史营收及增速

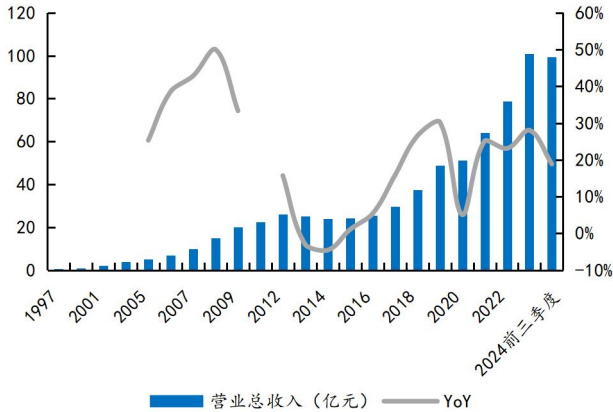
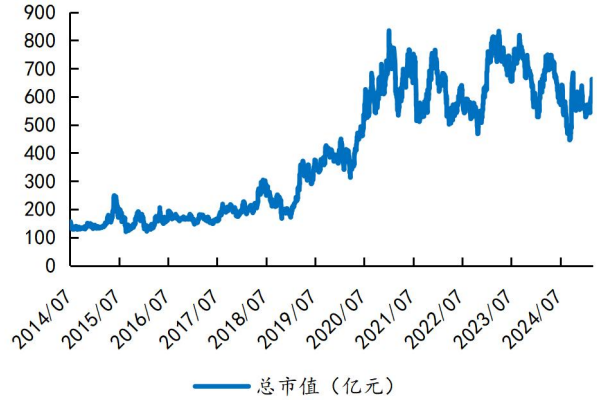


图 11: 公司上市以来总市值情况

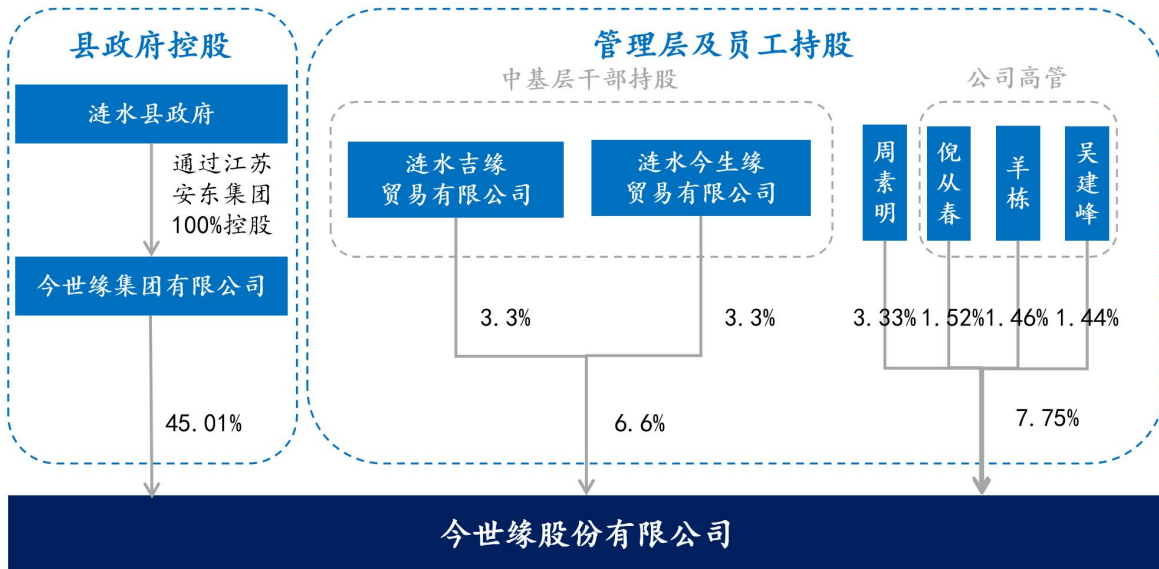


资料来源: Wind, 今世缘官网, 央广网, 今世缘商行公众号, 国海证券研究所 (注: 1998、2007、2009 年数据为近似值)

资料来源: Wind, 国海证券研究所 (截至 2025 年 3 月 5 日收盘)

设立员工持股平台，股权结构完善，股东增持彰显信心。公司股权结构优异，涟水县政府、公司管理层、中基层干部均有持股，利益一致。2010 年 1 月，公司成立涟水吉缘贸易有限公司和涟水今生缘贸易有限公司，均由公司中基层干部出资设立作为员工持股平台，截至 2025 年 3 月 7 日，均持有公司 3.3% 的股份。截至 2025 年 3 月 7 日，涟水县政府通过江苏安东集团 100% 控股今世缘集团，间接持有今世缘股份有限公司 45.01% 的股权，管理层及员工持股 14.35% (包括离任人员在内)。2024 年 12 月 30 日，公司发布公告，控股股东今世缘集团拟增持股份，价格不超过 46 元/股 (含)，拟增持股份金额 2.7-5.4 亿元 (含)。我们认为此次增持方案充分体现出控股股东对于公司发展的信心及长期投资价值的认可，也体现出公司对于投资者回报的重视。

图 12: 公司股权结构优异



资料来源: Wind, 国海证券研究所 (截至 2025 年 3 月 7 日)

2、江苏白酒市场结构领先，公司平衡量价从容增长，潜力市场空间较大

2.1、背景：江苏经济发达，消费升级节奏领先，国缘提前布局顺应趋势实现高增

江苏酿酒历史悠久，白酒消费氛围浓厚、消费量较大，其中苏北地区酒风豪迈，苏中和苏南地区经济较发达，用酒档次高。据江苏省酒类行业协会数据，2023年江苏白酒销售规模约625亿元，排名全国第二，仅次于河南省。我们以销售收入口径估算，洋河股份、今世缘合计市占率近半，龙头品牌影响力集中。

图 13：2023 年各省居民食品烟酒人均消费支出（元）

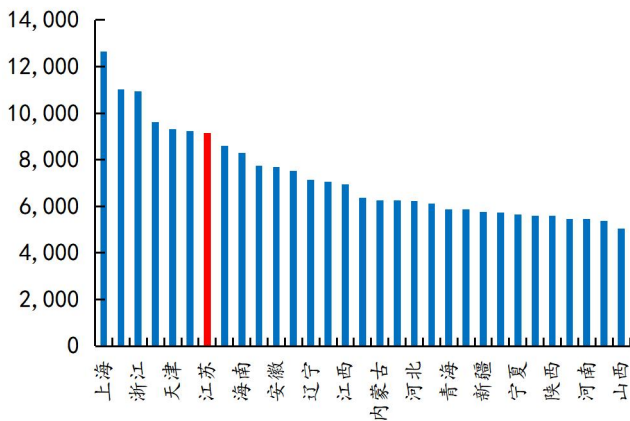
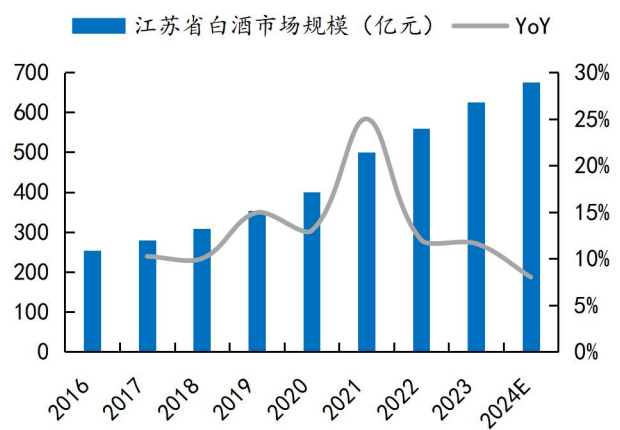


图 14：2016-2024E 江苏省白酒市场规模及增速



资料来源：Wind，国海证券研究所

资料来源：微酒，酒业报道，消费评论网，立鼎研究，现代快报，糖酒快讯，酒业家，国海证券研究所

江苏省经济水平居于全国前列，消费能力引导省内产品率先升级至次高端价格带。作为中国经济大省，江苏省经济持续保持高增，且较高的人均收入水平以及食品烟酒支出，也使得省内商务宴请频繁，大众消费升级明显，白酒的消费结构优于全国市场，领先其他地区实现消费升级。同时，江苏省内白酒消费又呈现明显的区域化特征，苏南经济水平显著领先苏中、苏北地区，为产品突破天花板向上升级提供支撑，作为价格标杆市场持续辐射全省；苏北、苏中近年来人均可支配收入及人均食品烟酒支出增速较高，在主流产品向苏南看齐过程中其主流价格带也有序提升。上轮白酒景气周期中，江苏省完成了核心价格带从 100-200 元，到 300 元以上的跃迁。300 元以上价格带的今世缘特 A+ 类、梦之蓝营收增速显著高于 300 元以下的今世缘特 A 类，海之蓝等产品，今世缘低端产品甚至出现营收负增长。

表 2: 江苏省白酒消费呈现显著区域性 (2024 年)

区域	代表城市 GDP (万亿元)	代表城市人均 可支配收入 (万元)	预估白酒 市场规模	原主流 价格带 (元)	现主流 价格带 (元)	主流品牌	消费特点
苏南、 南京	2.67 (苏州)	8.7 (苏州)	370 亿元+	200-400	300-700	天之蓝/水晶梦/ 梦 6+、 国缘对开/四开、 水晶剑/珍酿 8 号/ 红花郎 10 年等	收入水平及消费档次高，市场开放，徽酒川酒拥有一定份额，以商务消费及宴席为主，省会南京对全省具有辐射作用
苏中	1.24 (南通)	6.5 (南通)	120 亿元+	150-300	200-400	海之蓝/天之蓝/ 水晶梦、 今世缘典藏/国缘 对开/四开、 古 8、水晶剑等	收入水平及消费档次高，市场相对开放，竞争格局类似苏南地区，对苏北具有辐射作用
苏北	0.95 (徐州)	4.7 (徐州)	180 亿元+	100-150	100-300	海之蓝/天之蓝、 国缘雅系/开系、 郎牌特曲、古 8、 口 6 等	饮酒量大，消费档次低于苏南苏中，以地产酒为主(但徐州处于四省交界饮酒偏好开放)

资料来源：立鼎研究，佳酿网，徽酒，酒说，Wind，国海证券研究所

2.2、产品：提前站位较早布局，核心产品精准定位，上下均有扩容空间

顺应省内消费升级契机，公司较早布局国缘系列，提前占位高端，产品迎来快速发展。国缘品牌早期首先从南京市场切入，通过政商务团购打开知名度。较早的高端占位和长期的消费者培育使得国缘在核心消费领袖群体中具备较强的品牌力。2016 年以来次高端价格带需求高速增长，多数企业最初的推广重心并不在次高端，此时在次高端提前布局的今世缘顺势实现高增。2016-2023 特 A+类营收 CAGR 为 32%，主要由量增贡献，其中销量/吨价复合增速分别为 30%/2%，特 A+类占比从 2016 年的 37%提高至 2023 年的 65%。2024 年前三季度公司产品结构维持稳健。

图 15: 2016-2024 前三季度公司分产品结构增速

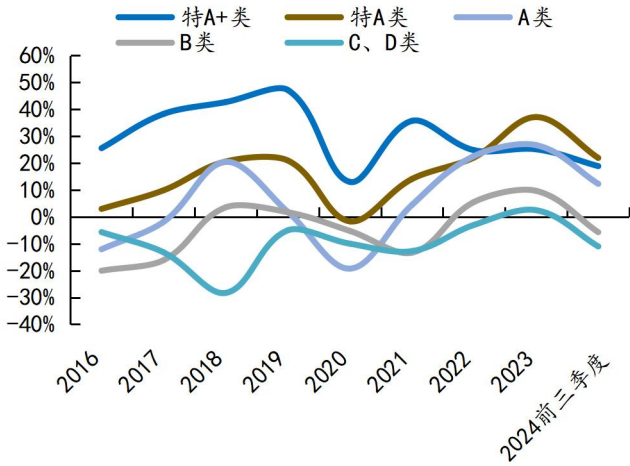
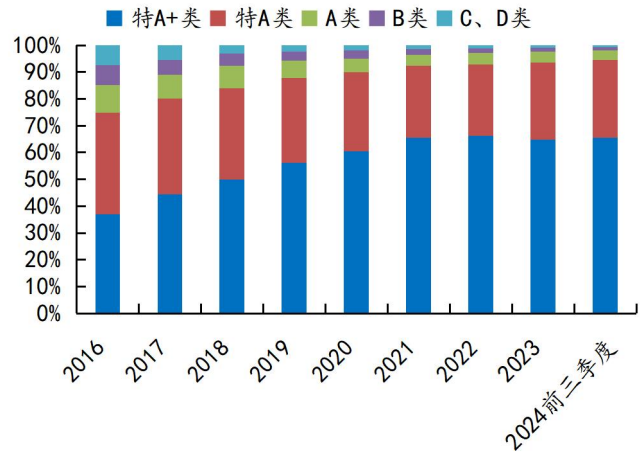


图 16: 2016-2024 前三季度公司产品结构持续优化



资料来源: Wind, 公司公告, 国海证券研究所 (注: 特 A+类为出厂指导价 300 元 (含税, 下同) 以上的产品, 特 A 类为 100-300 元, A 类为 50-100 元, B 类为 20-50 元)

资料来源: Wind, 国海证券研究所

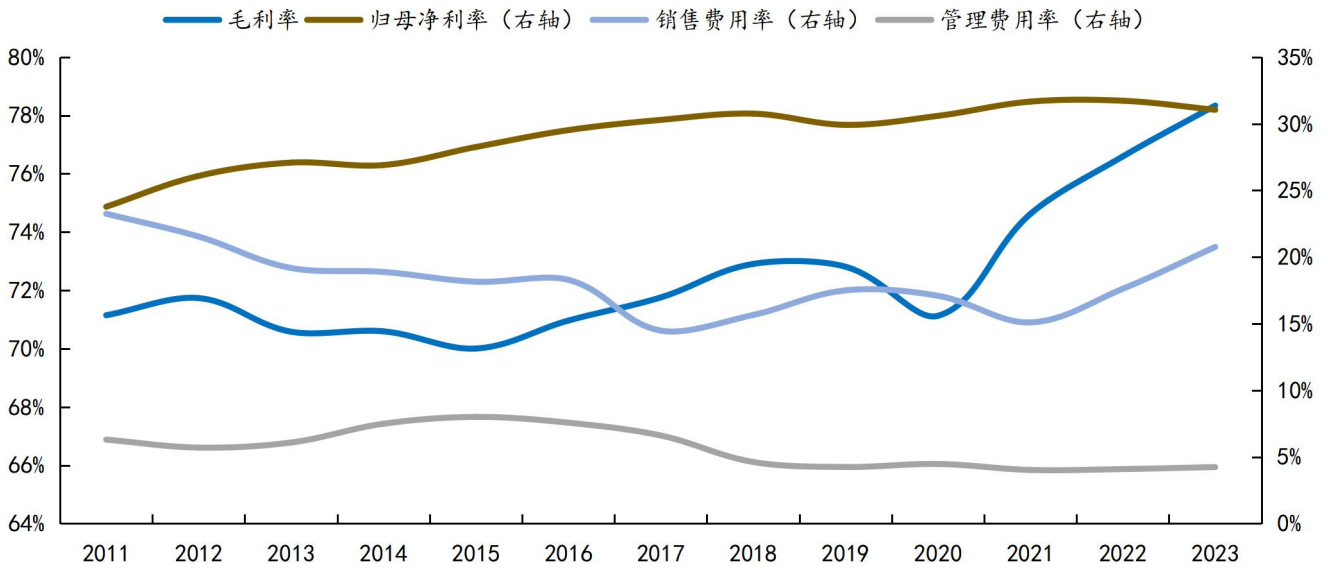
图 17: 2016-2023 年公司特 A+ 产品量价拆分



资料来源: Wind, 国海证券研究所

结构提升下公司盈利能力稳中有进。产品结构提升使得公司销售毛利率稳步向上 (由 2016 年的 71.0% 提升至 2023 年的 78.3%), 规模效应下销售费用率趋稳, 2022-2023 年有所增加, 管理费用率呈下降趋势, 盈利能力稳中有进 (归母净利润率由 2016 年的 29.5% 提升至 2023 年的 31.0%)。

图 18: 2011-2023 年公司毛利率、归母净利率和销售、管理费用率水平



资料来源: Wind, 国海证券研究所

核心产品定位 300-600 元次高端价位, 具备较强竞争力。公司拳头产品国缘四开定位 400-500 元价格带, 对开定位 300 元价格带, V3 定位 500-600 元价格带, 向下由单开、淡雅等产品筑基, 向上由 V6/V9 等产品拔高, 上下均有扩容空间。

图 19: 公司主要产品矩阵



资料来源: 京东, 国海证券研究所 (注: 产品价格数据采用 2025 年 3 月 5 日京东价)

近年来公司在产品端持续推新升级。2018 年下半年, 公司根据行业发展及消费

升级趋势，重新推出“国缘V系”，包括V3、V6两款产品，并于2019年推出了国缘V9。其中V3和V6为幽雅醇厚型白酒（创新浓香），V9为清雅酱香型白酒，口感介于芝麻香以及酱香之间。V系列定位超高端，以商务团购为主，主要在公司优势市场推广运作。2021年公司坚持今世缘“中国人的喜酒”品牌定位，开始重点打造典藏20、典藏30，改变市场以往对于今世缘品牌中低档次的认知。2024年10月10日，公司发布新品“国缘2049”，定位“中国新派高端浓香”，锚定42度中度白酒优势，建议零售价1599元/瓶。公司在千元价位带提前布局加码，开辟浓香中度高端白酒新赛道，未来千元浓香新品和V9在提升公司品牌形象方面具备协同效应，有望为公司发展贡献新动能。

图 20：第五代国缘四开



资料来源：今世缘酒业

图 21：国缘 2049



资料来源：华夏美酒地理

公司产品策略有序升级。自2017年起，公司开始整合精简区域产品；2018年策划V系列产品升级上市，并加快V系列产品战略培育；2021年V系打造高端鉴赏会、V9体验馆等新场景，攻坚成效明显，开系稳健提升有力，四开焕新导入实现量价齐升；2023年，公司坚持V9高端化战略引领，国缘V3在优势核心市场与竞品尽快形成等量级竞争态势，聚焦四开国缘作为全国面超级大单品培育，提升占有率，夯实基本盘；2025年，公司将分别制定四开、对开跨越百亿时间节点和具体举措。

表 3：公司品牌定位及产品策略梳理

时间	内容
2015年	“国缘”酒定位江苏高端白酒创导品牌，“今世缘”酒定位中国人的喜酒，“高沟”酒定位正宗苏派老名酒。
2016年	“国缘”酒定位中国次高端白酒新锐品牌，“今世缘”酒定位喜庆缘分酒，“高沟”酒定位正宗苏派老名酒。产品结构持续优化，中高档产品占比进一步提高。
2017年	“国缘”酒定位中国高端中度白酒创领者，“今世缘”酒定位喜庆缘分酒，“高沟”酒定位正宗苏派老名酒。打通了省内外今世缘主导产品，整合淘汰了一批规模小、形象档次低的区域产品。
2018年	国缘品牌定位“中国高端中度白酒”创领者，今世缘品牌突出打造“中国人的喜酒”，高沟品牌定位“正宗苏派老名酒”。 产品力方面，公司聚焦战略单品，升级主导产品，国缘品牌以“塑造名酒”为策略，策划了V系列产品升级及上市发布；今世缘品牌统一了省内外主导产品形象，重点培育了典藏15；高沟品牌确立了高沟青花系列为主导，产品结构趋于合理。
2019年	国缘品牌定位“中国高端中度白酒”，今世缘品牌突出打造“中国人的喜酒”，高沟品牌定位“正宗苏派老名酒”。

	产品结构持续优化。国缘品牌继续保持高基数、高增长、高占比，突出了老开系单品打造；加快了国缘V系战略培育，国缘V9销售远超预期。整合精简了近30款区域产品，主导典藏系列占比进一步提升。高沟品牌强化了青花系列的主导主推地位，丰富了产品线。
2020年	公司独创的“清雅酱香型”国缘V9定位“中国酱香新经典”。清晰占位主流赛道，聚焦培育主导品系。国缘品牌延续良好态势，销售占比超过75%，V系销售增长超过50%；今世缘D20全国一体化运作初见成效，D30布局有序推进。特A类以上产品占比达到90%左右，产品结构历史最优。
2021年	V系攻坚成效明显，打造了高端鉴赏会、V9体验馆新场景，组建了V99联盟体；开系提升稳健有力，四开国缘焕新成功导入，实现了量价齐升；今世缘激活扎实推进，加快了D20/D30布局培育，做靓高端“缘享荟”、喜庆推介会两大消费场景。
2022年	国缘品牌以“成大事必有缘，高端宴请喝国缘”为核心消费场景诉求，定位“中国新一代高端白酒”。今世缘品牌以“缘聚时刻今世缘”为传播主张，走“大众情人”路线，弘扬“今世有缘，相伴永远”品牌理念。高沟品牌秉持“人生起伏，挥洒自如”品牌主张，以新品标样系列开启复兴新征程。
2023年	坚持国缘V9高端化战略引领，完善品系策略，坚持错位竞争，提升影响力与竞争力；国缘V3在优势市场、核心市场与竞品尽快形成等量级竞争态势；聚焦四开国缘作为全国面超级大单品培育，提升占有率，夯实基本盘；今世缘品牌走“大众情人”路线，延展消费场景，明晰长线主销价格带及主推品项，培育大单品；创新高沟品牌个性化表达，做好中长期发展规划，打造黄淮名酒带高端光瓶典范。
2024年	2024年国缘V3成为第四大单品，年度开瓶率同比+60%以上；国缘开系焕新升级，四开基本盘牢固；新派高端浓香国缘2049、今世缘典藏宝石系列等新品上市。
2025年	分别制定四开、对开跨越百亿时间节点和具体举措；省内重点聚焦V3加快放量；强化淡雅质价比认知，扩大百元价格带份额；主导培育产品层面，V9/V6以南京、苏州为核心深化培育，带动苏南大板块，辐射长三角，国缘2049实施十年培育计划，实现厚积薄发。

资料来源：公司公告，国海证券研究所

白酒中度化或将成为新趋势，酒企积极布局中低度白酒市场。当前高端酒中度化趋势愈发明显，以江苏、安徽、山东、河南为主导的黄淮区域，既是中度酒（40-49度）的主销区域之一，也是中国中度酒的最早策源地之一。据华夏美酒地理，2024年38度国窖1573销售额破百亿元，2023年销量超过52度国窖1573，低度国窖已形成深厚市场基础和较强品牌认可度，洋河梦6+，古20、国缘四开等中度酒销量也快速增加。2024年，45度五粮液新品顺利上市，在低度五粮液（39度）和普五（52度）之间，补齐了中度产品的空白。

表4：黄淮区域酒企产品布局以中度酒为主，今世缘全系列产品均聚焦中度赛道

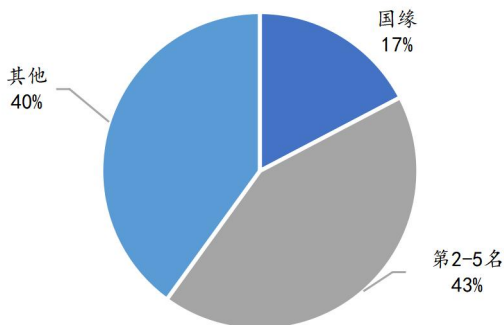
公司名称	产品系列	产品名称	度数	香型风格
今世缘	高沟	白标	42度	浓香型
		黑标	42度	柔雅型
	今世缘	典藏15	42度	柔雅型
		典藏20	42度	柔雅型
	国缘开系	单开	42度	幽雅醇厚型
		对开	42度	柔雅型
		四开	42度	幽雅醇厚型
	国缘V系	V3	40.9/52度	浓香型
		V6	49度	柔雅型
V9		42/52度	清雅酱香型	
洋河股份	海之蓝	-	38/42/46/52度	绵柔型

	天之蓝	-	38/42/46/52 度	
	梦之蓝	梦 3 水晶版	40.8/52 度	
	梦之蓝	梦 6+	40.8/52 度	
	梦之蓝	梦 9	45/52 度	
	梦之蓝手工班	10 年版	40.8 度	
		10 年版	52 度	
		15 年版	52 度	
		20 年版	52 度	
古井贡酒	年份原浆	献礼版	40.6/45/50 度	浓香型
		幸福版	38/42/45/50 度	
		古 5	40.6/45/50 度	
		古 7	38/42/50 度	
		古 8	50/42 度	
		古 16	50/42 度	
		古 20	38/42/52 度	
		古 26	52 度	
		年三十	52 度	烤麦香型

资料来源：各公司官网，华夏美酒地理，京东，国海证券研究所（注：标红为中度酒）

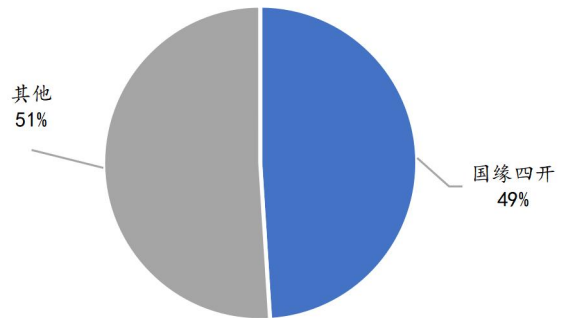
公司聚焦中度高端白酒赛道，处于领先地位。在过去 20 年中，公司聚焦“42 度”中度酒，开辟出以产品度数（42 度）定义的新赛道。据共研网、华夏美酒地理，2023 年中国中度高端白酒（40-49 度，500-1000 元）全渠道：**1）销量：**近 7500 万升，CR5 近 60%，其中国缘销量达 1300 万升，占比约 17.3%；**2）销售额：**突破 410 亿元，成为中国白酒市场快速增长的赛道之一。在中度高端白酒 500 元价格带，国缘四开市占率高达 49%。2024 年 5 月，经 Frost&Sullivan 认证，国缘品牌获得“中国中度高端白酒领先品牌（按销量计）”及“江苏中度高端白酒第一品牌（按销量计）”，国缘四开获得“中国中度高端白酒 500 元价格带单品销量第一”。据长江酒道数据，预计 2021-2025 年全国中度酒市场规模 CAGR 约为 30%，2025 年预计将达 742.6 亿元，我们认为未来全国中度高端白酒市场有望形成千亿元级规模，国缘市场份额和规模仍有进一步提升空间。

图 22：2023 年全国中度高端白酒市占率（按销量）



资料来源：共研网，国海证券研究所

图 23：2023 年全国中度高端白酒 500 元价格带市占率（按销量）



资料来源：共研网，国海证券研究所

图 24：国缘品牌及国缘四开获得 Frost&Sullivan 市场地位确认证书

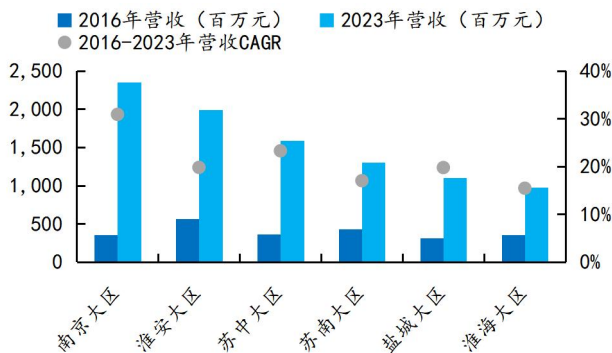


资料来源：酒业财经，国海证券研究所

2.3、市场：南京大区、淮安大区表现强势，苏中、苏南增长潜力较大

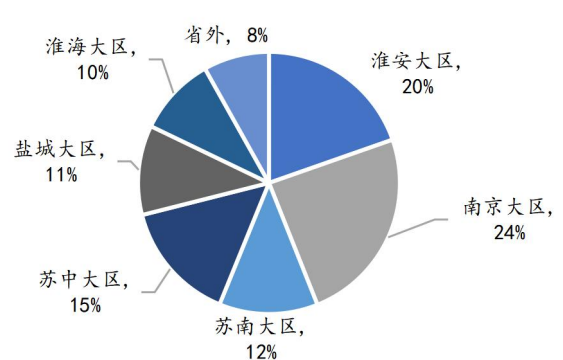
公司收入以省内市场为主（2024 前三季度省内收入占比为 92%），南京大区和淮安大区为今世缘强势市场（2024 前三季度营收占比合计约 44%）。从省内收入结构看，公司南京大区、淮安大区收入领先，盐城大区国缘系列近年来也表现突出；苏南、苏中、淮海大区起步较晚，体量较小，仍有较大发展空间。从各区域竞争格局看，公司在淮安大区处于领先地位，在南京、盐城大区表现同样强势，在苏中、淮海、苏南大区市场份额预计仍有提升空间。

图 25：2016-2023 年分区域营收 CAGR 及规模



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 26：2024 前三季度分区域营收占比



资料来源：Wind，国海证券研究所

淮安市场优势突出，南京市场作为标杆辐射全省。淮安大区（包括淮安、宿迁）由于距今世缘、洋河股份酒厂较近，消费者基本以本地产品为主，外酒份额较低，预计今世缘在淮安市场市占率较高，优势突出。

南京市场作为省会城市，是公司的形象战略市场，对周边城市有较强的辐射作用，公司在南京采取直分销模式，南京分公司权限高，独立性强，积极性高，且公司对南京的费用投放高于省内其他市场。公司长期把南京市场作为推广国缘系列的重点市场进行培育，因此南京政商务核心消费群体对国缘认可度很高，省内主流价格带升级至次高端后带动大众消费高速增长。2018年以来，今世缘在南京加大招商力度，高品牌势能推动流通渠道快速发展，推动南京市场迎来高速增长，2016-2023年南京市场营收CAGR约为31%。目前我们预计南京市场容量超百亿元，国缘四开市占率较高，2019年起南京大区超越淮安大区成为省内第一大市场。

图 27：2016-2024 前三季度公司在淮安大区收入规模

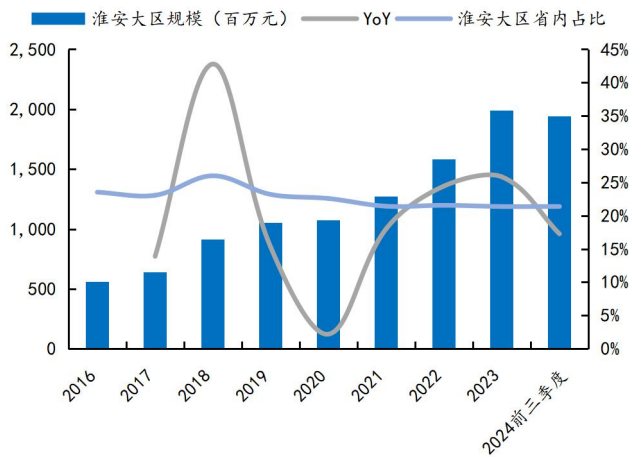
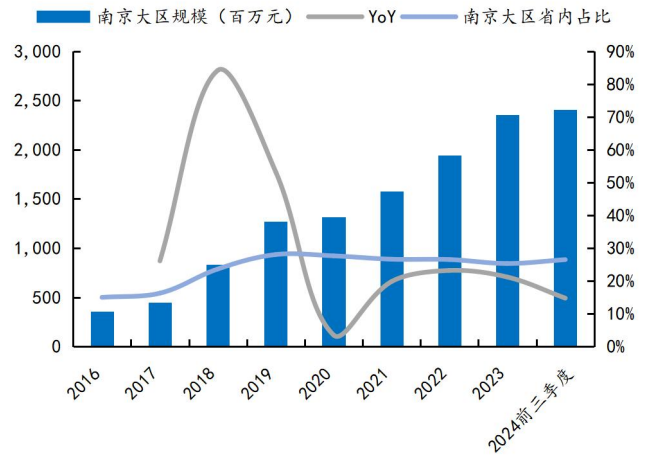


图 28：2016-2024 前三季度公司在南京大区收入规模



资料来源：Wind，国海证券研究所

资料来源：Wind，国海证券研究所

苏中、苏南市场白酒消费档次较高，期待复制成熟市场模式，仍有较大增长潜力。江苏市场各区域消费环境不同，苏中大区包括扬州、泰州、南通，苏南大区包括苏州、无锡、常州。

苏南地区经济发展水平全省最高，是江苏经济核心地带，且由于外来人口较多，消费口味错综复杂，因此开放度较高，苏酒，川酒，徽酒都有立足之地，地产酒的区域壁垒并不显著。目前今世缘在苏南市占率相对较低。对公司而言，苏南市场不论是份额提升还是产品结构升级都有较大空间和潜力。近年来公司在苏南市场重点导入国缘 V 系，设立联盟体，期待在苏南市场率先放量。而苏中地区收入水平及消费档次居于苏南和苏北之间，市场相对开放，竞争格局类似苏南地区，对苏北具有辐射作用。

图 29: 2016-2024 前三季度公司在苏南大区收入规模



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 30: 2016-2024 前三季度公司在苏中大区收入规模



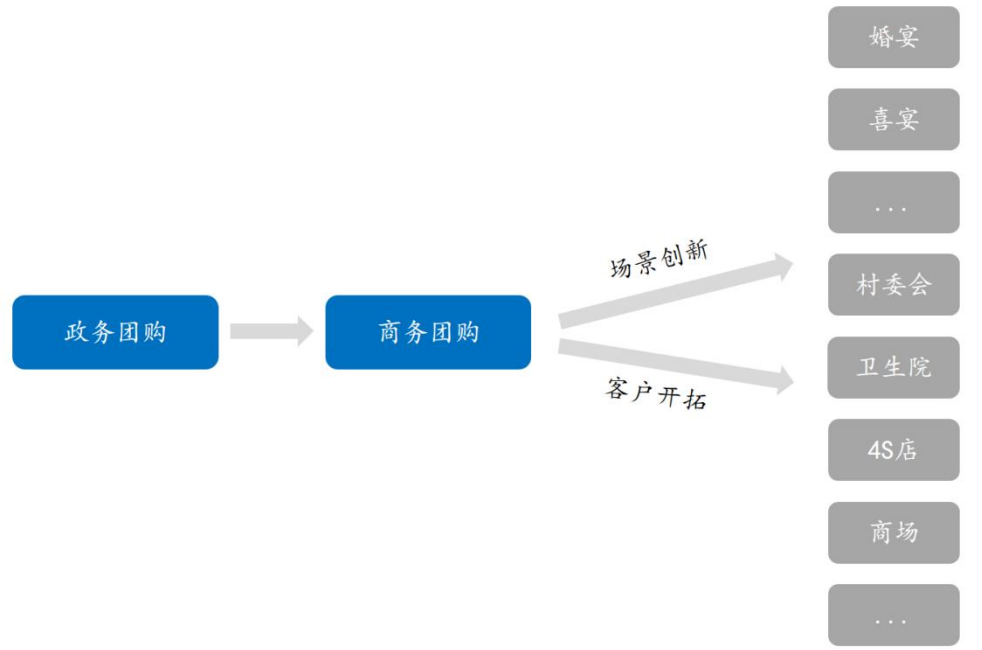
资料来源: Wind, 国海证券研究所

2.4、组织：团购渠道起家，推动营销组织扁平化，渠道管控力较强

公司早期通过政务团购切入市场，后受行业调整期影响转向商务团购。早期公司通过政务 KOL 切入团购市场，2001 年今世缘系列成为江苏省接待用酒。公司通过长期以来对国缘产品的培育，在核心消费者中评价较高。公司长期坚持发展团购渠道，在行业深度调整期依然坚持对团购渠道的培育，客情维护良好。2013 年后三公消费受限制，公司从政务团购转向商务团购。通过销售模式上的创新与产品个性化设计，与各个企业之间建立了比较稳定、长期的商业合作。例如最早在省内做婚宴和喜宴（乔迁喜，中榜喜）的团购，逐步发力今世缘典藏 20/30 等产品，公司持续开拓新的团购客户。

在团购渠道打开局面之后，公司同步发力流通渠道，由于体量较小，价格管控严格，前期公司的核心产品对开、四开相较竞品来看渠道利润更高，渠道推力更强。由于团购渠道培养出品牌力和认可度，公司在流通渠道品牌势能较强，自点率高。由于竞品全渠道布局，省内市场深度分销，网点铺设全面，产品体量较大，所以价格透明，渠道利润较薄。此外，2016 年以来竞品提价频繁，但提价没有能顺利传导到终端，导致渠道利润下降，渠道推力较今世缘更弱。目前公司也通过渠道联盟体、乡镇下沉等方式做精流通渠道，省内大部分乡镇都有今世缘的联盟店。

图 31: 公司的团购渠道创新

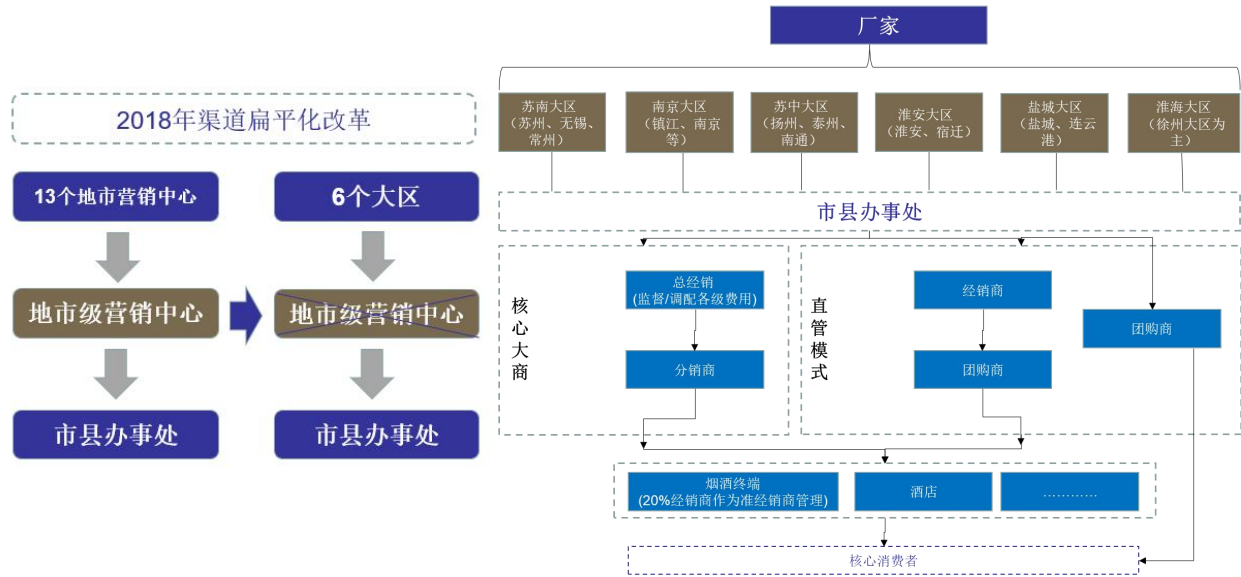


资料来源：国海证券研究所

公司采取“深度协销”，营销组织扁平化，对渠道和终端的管控能力较强。公司在南京和淮安市场的开拓中，直接总结出“1+1+N”深度协销+直分销模式，在核心市场如南京公司设立直管经销商；而在其他部分市场设立区域营销中心，公司对区域内核心大商进行费用支持，并通过大商与终端进行对接，办事处驻派人员协助分销。公司重视价盘和渠道利润的保护，通过库存红线、模糊返利等方式保持良性库存和合理的渠道利润，2020年开始对部分产品实施“配额制+价格双轨制”，保持渠道推力。

同时，公司不断尝试简政放权。2018年公司重新划分区域，将13个地市营销中心变为6个营销大区，设立71个市县办事处（后变为74个）。六个大区分别为苏南大区（苏州、无锡、常州）、南京大区（镇江、南京）、苏中大区（扬州、泰州、南通）、淮安大区（包括淮安、宿迁）、盐城大区（包括盐城、连云港）、淮海大区（主要为徐州），调整后市县办事处直接与大区经理对接，营销组织进一步扁平化，营销决策点前移，提高市场反应速度。

图 32: 公司渠道扁平化改革及新营销组织架构



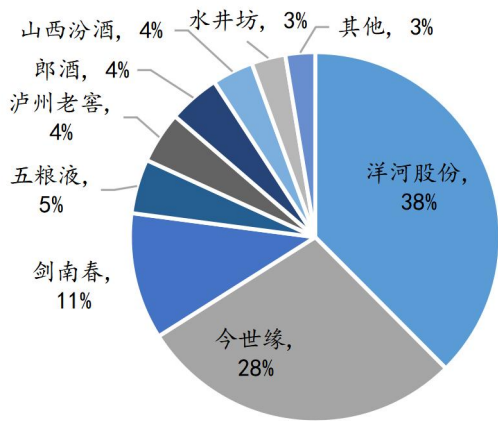
资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

3、未来增长核心: 产品结构优化+省内薄弱区域下沉, 期待国缘 V 系和省外市场破局

3.1、产品: 结构优化, 发力国缘 V3, 提前布局高端价位

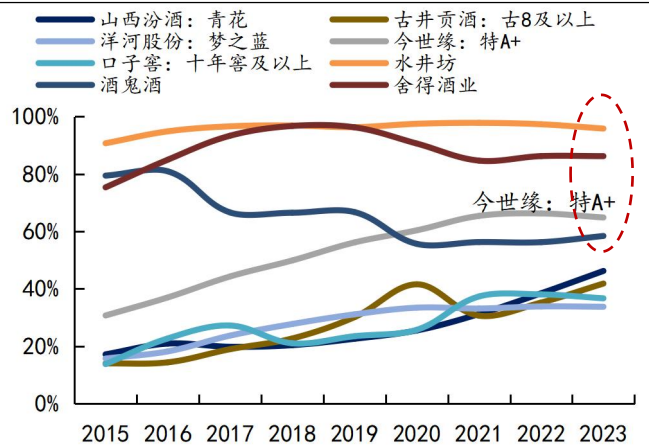
公司产品结构优秀, 国缘消费氛围已成, 未来有望继续释能, 开系支撑公司业绩增长基本盘。公司次高端收入占比在主要地产酒龙头中处于领先水平。目前次高端价格带分化出 300-500 元和 600-800 元两个价位, 国缘四开在省内 300-500 元价位的竞争中优势显著, 在南京等核心市场势能强劲, 消费氛围已成。据酒业家报道, 2024 年四开销售额突破 50 亿元, 同比+15%。此外, 国缘对开相比竞品具备一定性价比。

图 33: 江苏白酒市场次高端价位市占率测算 (2023 年, 销售口径)



资料来源: Wind, 首席酒评, 酒业家, 国海证券研究所

图 34: 主流酒企次高端产品占比

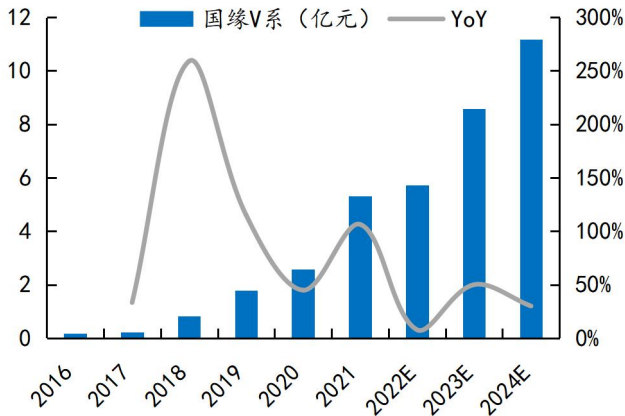


资料来源: Wind, 国海证券研究所

白酒行业的价格带布局通常成熟一代培育一代, 行业跨越式的消费升级并非一蹴而就, 而是在经过漫长的积累之后才会突然显现, 未来次高端的抢占将更有利于品牌优势突出并且提前做价格带布局的企业。2018 年公司推出国缘 V 系, 终端指导价千元以上。和此前公司在 2004 年省内主流价格带 100 元左右的时候主推 300 元 (当时的高端价格带) 的国缘, 古井贡酒在省内主流价格带 200 元左右即主推 500-600 元的古 20 的做法具有一致性, 即对价格带进行提前布局, 提高品牌势能, 打开价格体系天花板。

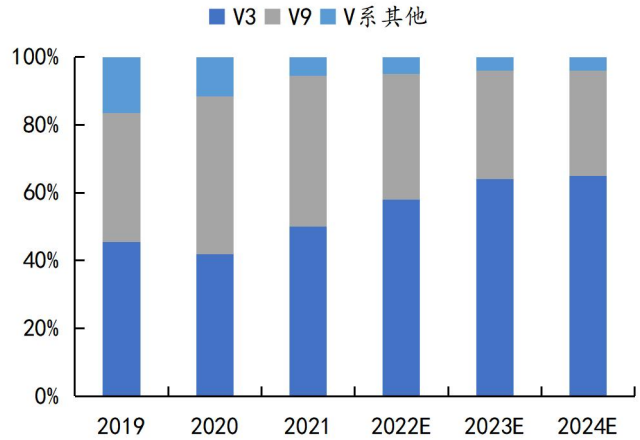
公司未来重点聚焦 V3, 期待高端价位产品突破。2020 年底公司成立 V9 事业部 (2022 年调整为 V 系事业部), 覆盖旗下所有 V 系产品运作。根据规划, V 系三款产品的战术打法有一定差异, V9 定位高端, 做高品牌认知; V3 定位放量, 未来将成为 V 系核心业绩支撑; V6 当前主要作为战略储备产品, 由于基数较小增速较快。V3 上市之初公司存在考核过急过快等问题, 导致价盘波动, 2022 年以来公司主动调整, 更加注重 B 端承载和 C 端培育, 强调 V3 单品培育的重要性, 对销售目标务实调整; 自 2022 年下半年以来, V3 的市场表现趋向于良性。目前公司在苏南部分地区试点国缘 V 系联盟体模式, 通过经销商入股的方式推动“V 系攻坚战”顺利落地。2024 年上半年公司五大单品中 (四开、对开、淡雅、V3、单开), V3 增速最高。2024 年 V3 已成为公司第四大单品, 营收增速同比+30%, 年度开瓶率同比+60%以上。据我们测算, 预计 2024 年公司 V 系营收占比约 10%, 其中 V3 占比过半。据酒业家报道, 2025 年春节 V3 动销增速良好。未来公司目标持续提升 V3 市场份额, 有望贡献国缘系列新增长极。

图 35: 国缘 V 系营收规模及同比增速测算



资料来源：公司公告，酒业家，国海证券研究所

图 36: 国缘 V 系产品结构测算



资料来源：公司公告，国海证券研究所

春节旺季控货挺价，平衡量价从容增长。2021 年以来公司共有四次停货历史，我们认为其中 2021 年 2 月、2024 年 2 月的两次停货主系衔接四开新品上市，2023 年 3 月、2025 年 2 月的两次停货意在控货挺价。据微酒报道，2025 年 2 月 1 日，江苏今世缘酒业销售有限公司发布文件表示，即日起暂停接收 42 度 500ML 国缘四开、对开销售订单。我们认为旺季控货体现出公司维护渠道和价盘健康的决心，以及对平衡量价和良性增长的追求。

表 5: 国缘产品停货/提价/升级历史

时间	事件
2019 年 6 月	6 月 25 日起，四开、对开出厂价分别上调 30、20 元/瓶，同步调整终端供货价、零售价及团购价。
2020 年 2 月	四开、对开、单开、K5、K3、柔雅、淡雅分别上调 20、20、10、35、20、10、5 元/瓶。
2020 年 7 月	四开、对开出厂价分别上调 15、10 元/瓶，同步调整终端供货价、零售价及团购价。
2020 年 10 月	四开实行“配额制+价格双轨制”双向政策，产品零售指导价调为 588 元/瓶。
2020 年 12 月	第四代国缘四开上市。
2021 年 1-3 月	四开出厂价每月 1 日上调 10 元/瓶，连续三个月。计划内配额执行当期出厂价，计划外配额在当期出厂价基础上，按照上调 10 元/瓶执行。2 月起，公司将有序缩减当前在销版四开国缘销售订单，消化渠道库存，为第四代四开国缘焕新上市做好衔接准备。
2021 年 6 月	6 月 1 日起，42 度单开国缘（550ml 版）、42 度四开国缘（550ml 版）开票价分别上调 10 元/瓶、60 元/瓶；52 度四开国缘（新版）开票价上调 50 元/瓶。
2022 年 6 月	42 度四开、对开开票价分别上调 10 元/瓶、5 元/瓶，同步调整终端供货价、零售价及团购价。
2023 年 3 月	3 月 6 日起，暂停接收国缘四开配额销售订单，特殊需求按配额外价格执行（开票价上浮 20 元/瓶）。
2023 年 12 月	第五代国缘四开上市。
2024 年 2 月	2 月 29 日起将停止接收四代开系产品销售订单。
2024 年 3 月	3 月 1 日起五代国缘四开、对开、单开分别上调出厂价 20 元/瓶、10 元/瓶、8 元/瓶，建议区域市场同步上调终端供货价、产品零售价及团购价；国缘四开执行配额机制，计划内配额执行当期出厂价，计划外配额在当期出厂价基础上，按照上调 10 元/瓶执行。
2025 年 2 月	2 月 1 日起，暂停接收 42 度 500ml 国缘四开、对开销售订单。

资料来源：酒业家，微酒，名酒时空，酒业财经，中外酒业，华夏酒报，云酒头条，长江酒道，新京报，微酒，国海证券研究所

3.2、市场：省内薄弱区域持续强化，省外市场渐进式推进，布局长期成长空间

省内区域和市县之间的发展不平衡，使得公司在省内仍有较大扩展空间。对于公司来说，省内发展的不平衡在于两个方面。（1）区域之间发展的不平衡。2023年公司淮安和南京大区对省内收入贡献接近50%；而其他四大市场收入贡献基本在10-15%左右，淮海/苏中/苏南大区的市场份额和单经销商体量较低，仍有提升空间。（2）市区和县区之间发展的不平衡。以往公司销售布局主要在市區，县级市场较为薄弱。2017年以来公司着力开发省内县区级市场，力争通过网格化、扁平化、精细化规划省内每个县级市场。区域间不平衡和市县间不平衡使得公司仍有较大发展空间，未来省内薄弱区域的强化仍可带来增量。

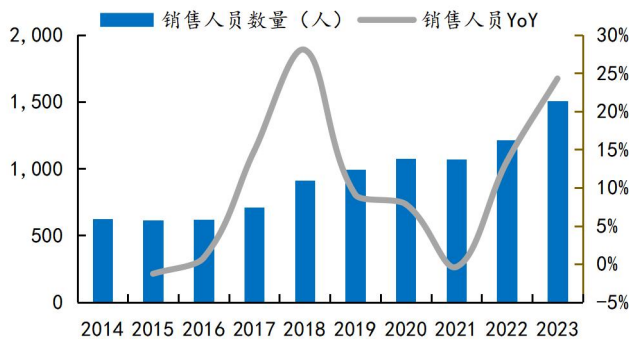
表 6：省内各大区之间发展存在不平衡现象

	淮安大区	南京大区	苏南大区	苏中大区	盐城大区	淮海大区
2023 年营业收入（百万元）	1990	2356	1302	1588	1102	973
2016-2023 年营收 CAGR	20%	31%	17%	23%	20%	15%
2023 年省内营收占比	21%	25%	14%	17%	12%	10%
当地市场份额（预计）	高	较高	较低	平均水平	较高	平均水平
2023 年经销商数量（个）	102	88	83	113	57	56
2016-2023 年经销商数量 CAGR	26%	5%	6%	12%	17%	-4%
2023 年单个经销商体量（百万元）	19.5	26.8	15.7	14.1	19.3	17.4
2016-2023 年单经销商体量 CAGR	-5%	25%	10%	10%	2%	20%

资料来源：公司公告，Wind，国海证券研究所

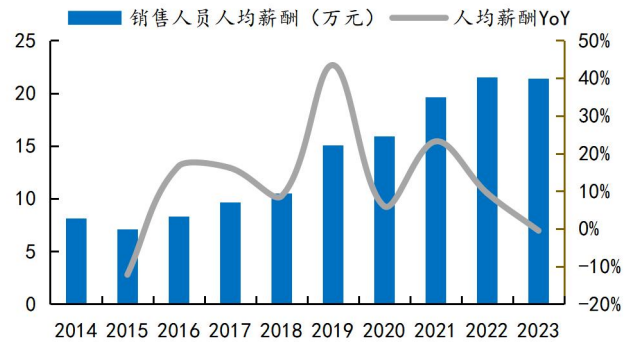
公司加强省内渠道精耕，销售团队逐年扩充，渠道力显著增强。我们认为在营销模式日渐趋同的行业生态下，一家酒企的渠道力更多体现在营销团队的规模（深度覆盖能力）和效率（执行和落地能力）上。2016年公司开始加快团队扩容速度，销售人员数量逐年增加，到2023年时已达1509人，2016-2023年CAGR为13.5%。公司销售人员人均薪酬自2015年以来也稳步增长。同时公司也进行了经销商团队的扩充，2016-2023年，公司省内经销商数量从280个提升至499个，省外经销商数量从245个增长至562个。2019年公司加大对薄弱地区招商力度，在苏南、苏中地区持续扩充经销商数量，加强渠道精耕，2019、2020年苏南分别增加25和35个经销商，2020和2021年苏中分别增加20和25个经销商。2022年公司规划一线员工在此前基础上继续扩充400-500人，以补充省内渠道精耕和省外输出需要的人员。2023年，淮安/南京/盐城大区经销商数量继续扩张，分别净增加54/17/21个。公司销售队伍能上能下机制灵活，营销动作的执行落地有保障。

图 37: 2014-2023 年今世缘销售人员数量及增速



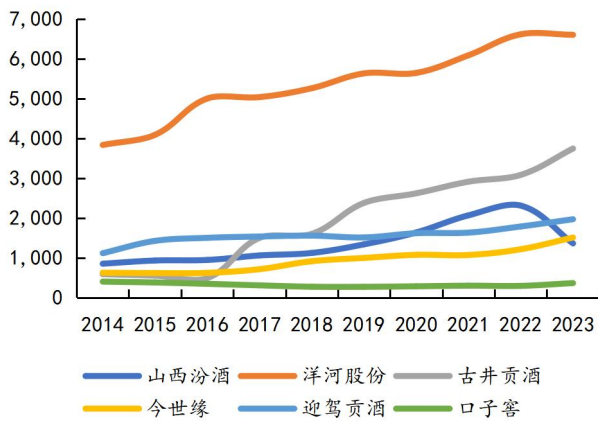
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 38: 2014-2023 年今世缘销售人员人均薪酬及增速



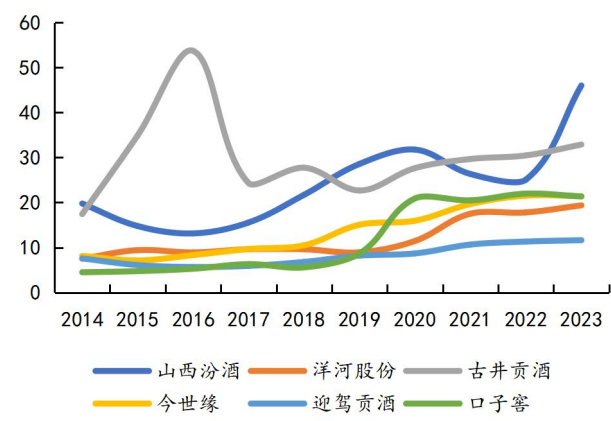
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 39: 2014-2023 年主要次高端酒企销售人员数量 (人)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 40: 2014-2023 年主要次高端酒企销售人员人均薪酬 (万元)

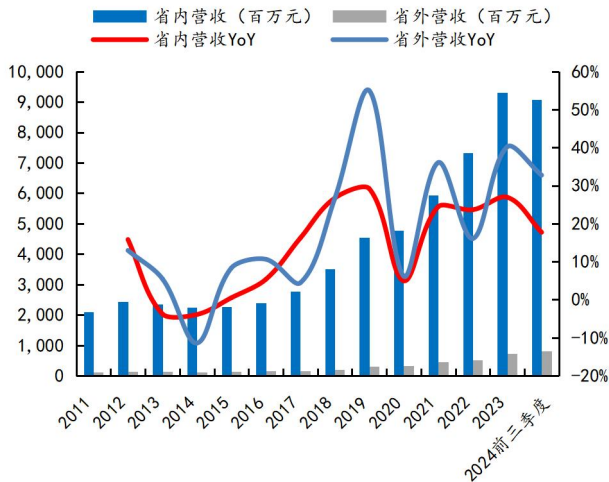


资料来源: Wind, 国海证券研究所

公司在省外扩张过程中重视与优质经销商的合作。2018 年 5 月公司宣布与浙江商源合作，2019 年 4 月公司与安徽百川合作，由百川代理国缘系列，深耕安徽市场。此外，在省外扩张过程中，公司重视重点市场的突破，选择有根基的、能找到合适经销商的县市进行深耕，在小范围形成消费氛围后再向周边拓展，以期达到以点带面的效果。

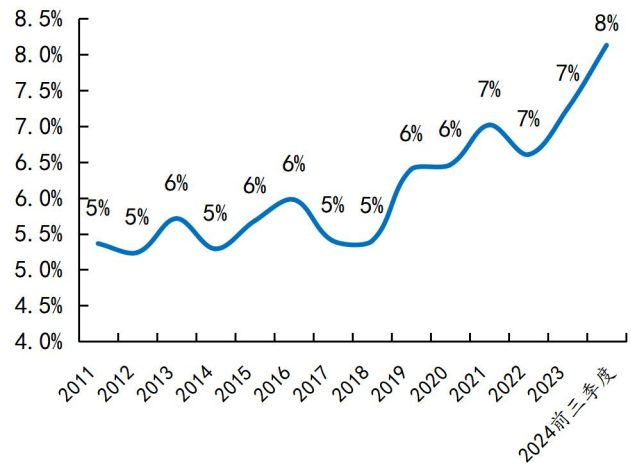
公司省外市场规模不断增加，保持较高增速。2024 年前三季度，公司省外营收占比约为 8%，自上市以来整体呈现上升趋势，且从 2019 年起省外营收增速也基本保持高于省内。公司当前省外以国缘四开为主品系推广。

图 41: 公司省内外营收及增速



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 42: 公司省外营收占比



资料来源: Wind, 国海证券研究所

公司对于省外市场的重视程度持续提升，逐步打造样板市场。2023 年，公司确立 10 个地级市市场为省外重点板块市场（嘉定、嘉兴、湖州、滁州、马鞍山、枣庄、临沂、周口、九江、楚雄）。2024 年，公司省外继续坚持“攻城拔寨”，启动“再造江苏”工程，为打造样板市场，公司将以“三年不盈利”换取更大增长动能，规划三年累计投放 30 亿元，全力深耕市场，安徽、山东两省 2024 年销售额均超 2 亿元。2025 年省外规划“四级市场”：10 个板块市场（嘉兴、滁州、杭州、合肥、湖州、济南、济宁、临沂、菏泽、枣庄）+8 个准板块市场+21 个潜力市场+20 个机会市场。未来可持续关注公司省外拓展情况。

表 7: 公司市场策略梳理

时间	内容
2014 年	通过营销方式转型，采用移动访销、厂商深度协销、差异化产品经销、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，为市场精耕打下基础。同时，公司积极探索营销新模式，努力打造婚庆垂直类电商平台。
2015 年	推进渠道精耕，省内继续按照“县县是重点市场”和全面深化“3571”精耕工程的总体要求，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，确保市场占有率稳步提升。
2016 年	强化均衡发展，着力深化省内渠道精耕工程，着力做好省外全面突破，筛选重点，聚焦投入，实现滚动发展。
2017 年	省内市场由精耕工程升级为“对标工程”，分类提升；省外市场进一步聚焦资源、精准推广，优化机制、重点突破，确定“2+5+N”的市场战略，即北京和上海 2 个具有战略意义的形象市场，5 个重点布局的区域，包括山东、河南、安徽、江西和浙江，N 代表其他潜在市场。
2018 年	渠道力方面致力于量质并举，推进了渠道下沉，实现了以厂家办事处主导下的厂商协同作战单元。成长力方面着力提质增效，促进了趋于均衡，省内市场促进了全渠道主流价格带持续提升；省外分类分层重点样板市场初具规模，为今后快速发展打开了空间。调整了销售公司营销架构，省内实行了“大区制”、省外试点设立了“山东大区”，提升了整体功能和运行效率。
2019 年	省内全面精耕收效良好，“领跑”“并跑”型市场新增 12 个总数达 28 个；省外制定“1+2+4”的战略，其中“1”指山东市场作为首要战略市场，“2”指北京和上海作为制高战略形象市场，“4”指河南、安徽、江西、浙江等环江苏市场，7 个重点省级市场实现销售增长 66.2%，逐步呈现由量变向质变转变的态势。

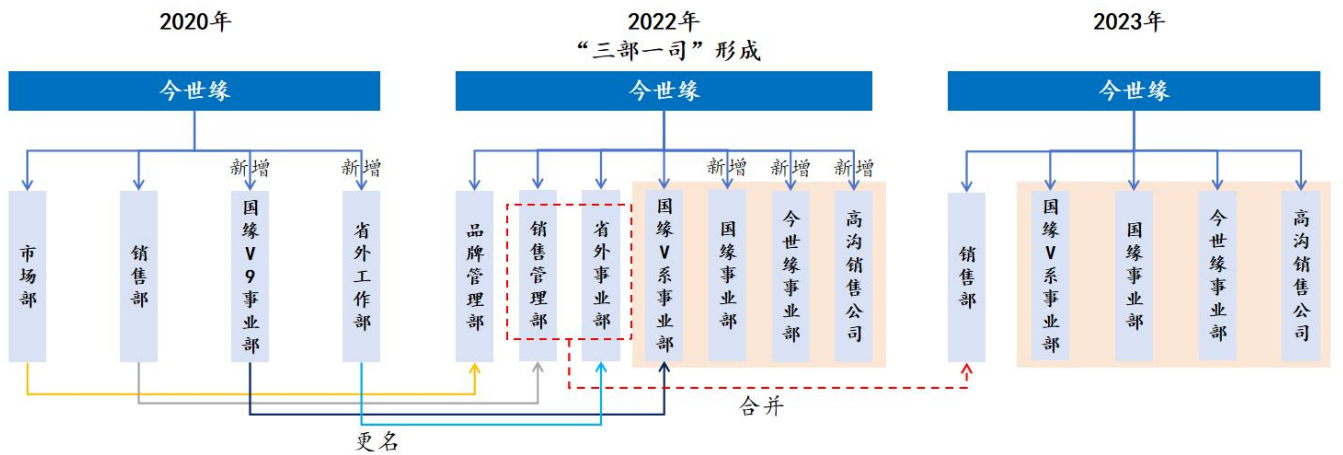
2020年	按照“三期三类”标准，对省内市场进行建档，促进分区域分品牌分产品协调发展，市场呈现良好的增长态势。省外市场出台营销策略优化及动销战术方案，突出厂家主动谋划。成立市场建设领导小组，统筹规划营销管理。按照“资源型后台，组织型中台，战斗型前台”方向，增设V9事业部、省外工作部和市场督察部。优化省外营销组织架构，提升了工作效率。
2021年	省内精耕持续深化，重点市场延续良好增长态势，薄弱市场品牌氛围提升明显；省外培育有序推进，提炼了喜宴场景营销、终端联盟体建设、渠道开发培育以及市场主体招商等营销模式。喜庆家公司、文旅公司销售均有较高幅度增长。
2022年	区域精耕不断深化。省内市场特别是南京大区、淮安大区在销售基数比较大的情况下，依然有较大幅度增长；省外市场通过探索、调整，突出了重点，明确了方向，打牢了发展基础。加大改革攻坚力度，作出统筹市场拓展与“四部一司”组织变革重大决策，组建分品牌事业部，形成事业部与推广中心的垂直指挥体系、品牌管理部与销售管理部、各事业部与大区的横向协同体系，初步实现了组建事业部的阶段性目标。
2023年	省内精耕攀顶，以县区为单位，对标对表，稳固拓展大本营，目前国缘普遍处于成长期，按照“分品提升、分区精耕”策略，继续深化推进V系攻坚、开系提升及雅系下沉。省外攻城拔寨，确立10个地级市市场为省外重点板块市场（嘉定、嘉兴、湖州、滁州、马鞍山、枣庄、临沂、周口、九江、楚雄）。
2024年	推进经销主体优化、品牌价值提升，构建“厂商一家人”命运共同体理念和提升品牌势能。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。省内持续推进“精耕攀顶”，捅破发展“天花板”；省外继续坚持“攻城拔寨”，启动“再造江苏”工程，为打造（省外）样板市场，公司将以“三年不盈利”换取更大增长动能，规划三年累计投放30亿元，全力深耕市场。
2025年	规划“四级市场”：10个板块市场（嘉兴、滁州、杭州、合肥、湖州、济南、济宁、临沂、菏泽、枣庄）+8个准板块市场+21个潜力市场+20个机会市场。

资料来源：公司公告，新浪财经，名酒观察，财经杂志，鳌头财经，国海证券研究所

3.3、组织：销售组织架构持续优化，品牌发展路径更清晰

公司持续优化营销组织架构，专业化、精准化管理水平进一步提高。2020年，公司对部分组织职能实施进一步整合优化，新设立国缘V9事业部、省外工作部；2022年，公司将市场部更名为品牌管理部，销售部更名为销售管理部，国缘V9事业部更名为国缘V系事业部，省外工作部更名为省外事业部，新设立国缘事业部、今世缘事业部，此外成立了高沟销售公司，公司“三部一司”的销售组织架构基本形成；2023年，公司将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。三大品牌分为三个事业部和一个销售公司独立管理，资源投放更加灵活聚焦，各品牌发展自由度更高，发展路径更为清晰。我们认为组织架构的完善使得公司营销组织化、专业化水平进一步提高，纵向形成了事业部与推广中心的垂直指挥体系，横向形成了事业部与大区的协同体系，有助于公司加强对于销售团队的管理，为后百亿时代发展奠定组织基础。

图 43: 公司“三部一司”营销体系的形成



资料来源: 公司公告, 中国网, 国海证券研究所

4、盈利预测与投资评级

公司多年来坚持品牌深耕和消费者培育, 国缘开系在省内拥有良好口碑, 通过团购渠道的优势培养了一批相当稳定的消费群体。今世缘的产品结构在地产龙头中较好, 公司持续增长的确定性较高。未来公司增长的核心在于产品结构的优化+省内薄弱区域的强化。我们认为公司中长期有望继续保持稳健增长的趋势。

盈利预测与评级: 我们调整公司盈利预测, 预计 2024-2026 年营业收入分别为 116.53/128.65/141.77 亿元, 归母净利润分别为 34.71/38.01/41.33 亿元, EPS 分别为 2.78/3.05/3.32 元, 对应 PE 分别为 19/18/16 倍, 维持“买入”评级。

表 8: 分产品盈利预测 (百万元)

分产品		2023A	2024E	2025E	2026E
特 A+类	营收	6,504	7,564	8,375	9,332
	YOY	25.1%	16.3%	10.7%	11.4%
特 A 类	营收	2,870	3,334	3,707	4,041
	YOY	37.1%	16.2%	11.2%	9.0%
A 类及以下	营收	664	679	691	696
	YOY	17.9%	2.3%	1.7%	0.8%
公司整体		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入		10,098	11,653	12,865	14,177
YOY		28.1%	15.4%	10.4%	10.2%
归母净利润		3136	3471	3801	4133
YOY		25.3%	10.7%	9.5%	8.8%
毛利率		78.3%	77.9%	76.7%	75.5%

资料来源: Wind, 国海证券研究所

表 9：今世缘可比公司估值表

股票代码	公司名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元/股)				P/E			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600519.SH	贵州茅台	19,130.64	1,522.90	59.49	68.36	75.67	83.41	29.01	22.28	20.13	18.26
600809.SH	山西汾酒	2,513.25	206.01	8.56	10.20	11.68	13.35	26.97	20.20	17.63	15.43
603198.SH	迎驾贡酒	473.76	59.22	2.86	3.38	3.91	4.50	23.18	17.51	15.15	13.15
603919.SH	金徽酒	96.53	19.03	0.65	0.79	0.95	1.13	37.98	24.14	20.06	16.79
	均值							27.99	21.24	18.88	16.84
603369.SH	今世缘	666.29	53.44	2.52	2.78	3.05	3.32	19.38	19.19	17.53	16.12

资料来源：Wind，国海证券研究所（注：今世缘使用国海证券研究所预测数据，其余来自 Wind 一致预期，数据截至 2025 年 3 月 10 日收盘）

5、风险提示

- 1) 消费力下行抑制行业需求。**购买力下降时消费者可能会减少非必需品的支出，白酒作为一种可选消费品，在经济压力增大时往往首先受到影响，消费者可能会减少饮酒的频率和数量，从而导致白酒行业的总需求下降。
- 2) 市场竞争加剧导致费用提升。**当下白酒市场竞争加剧，公司为维持或扩大市场份额，不得不增加广告宣传和渠道返利力度，从而导致营销费用增加。
- 3) 市场拓展或动销情况不及预期。**公司省内薄弱市场下沉可能面临营销和销售团队的执行力度不够等问题，省外扩张可能面临地产酒品牌竞争等问题。
- 4) 宏观需求波动导致白酒价格下滑，挤压次高端需求。**宏观需求波动导致白酒市场的价格出现下滑，可能会对次高端白酒产品需求产生挤压效应。
- 5) 存货增加风险。**公司存货量较大，如果未来存货持续增加，供给相对过剩下，产品价格或将下滑，压缩公司利润空间，影响长期市场竞争力。
- 6) 食品安全风险。**食品安全问题曾对白酒行业产生显著影响，若再发生新的食品安全事件，公司业绩可能会遭受影响。
- 7) 各公司不具备完全可比性，对标资料仅供参考。**各酒企在经营模式、市场份额、产品结构、财务状况等方面存在差异，并不具备完全可比性，因此本报告中的对标资料仅供参考。

附表：今世缘盈利预测表

证券代码:	603369				股价:	53.44				投资评级:	买入				日期:	2025/03/10			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
盈利能力					每股指标														
ROE	24%	23%	23%	22%	EPS	2.52	2.78	3.05	3.32										
毛利率	78%	78%	77%	76%	BVPS	10.59	12.30	13.37	15.27										
期间费率	23%	24%	23%	22%	估值														
销售净利率	31%	30%	30%	29%	P/E	19.38	19.19	17.53	16.12										
成长能力					P/B	4.60	4.35	4.00	3.50										
收入增长率	28%	15%	10%	10%	P/S	6.05	5.72	5.18	4.70										
利润增长率	25%	11%	9%	9%															
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	0.51	0.52	0.53	0.52	营业收入	10100	11653	12865	14177										
应收账款周转率	212.03	208.77	196.04	198.78	营业成本	2187	2581	2994	3473										
存货周转率	0.49	0.51	0.55	0.56	营业税金及附加	1497	1830	1994	2197										
偿债能力					销售费用	2097	2389	2547	2708										
资产负债率	39%	34%	35%	33%	管理费用	428	484	537	592										
流动比	1.59	1.68	1.63	1.75	财务费用	-183	-112	-117	-131										
速动比	0.97	1.01	0.95	1.04	其他费用/(-收入)	43	53	57	63										
					营业利润	4179	4627	5064	5505										
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	-17	-15	-16	-16										
现金及现金等价物	7754	7713	8233	9574	利润总额	4162	4612	5048	5490										
应收款项	49	63	68	74	所得税费用	1026	1140	1247	1356										
存货净额	4996	5090	5821	6560	净利润	3136	3471	3801	4133										
其他流动资产	115	133	157	183	少数股东损益	0	0	0	0										
流动资产合计	12914	12999	14279	16391	归属于母公司净利润	3136	3471	3801	4133										
固定资产	1254	1628	1911	2186															
在建工程	3711	4950	5653	6130	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
无形资产及其他	3711	3638	3734	3822	经营活动现金流	2800	3086	4241	4146										
长期股权投资	41	50	59	69	净利润	3136	3471	3801	4133										
资产总计	21631	23265	25635	28599	少数股东损益	0	0	0	0										
短期借款	900	800	700	600	折旧摊销	150	199	226	259										
应付款项	1170	1345	1607	1845	公允价值变动	-17	-13	-15	-18										
合同负债	2400	1748	1930	1843	营运资金变动	-266	-429	367	-74										
其他流动负债	3672	3847	4530	5076	投资活动现金流	-1198	-1393	-1064	-843										
流动负债合计	8142	7740	8766	9364	资本支出	-2194	-1917	-1323	-1116										
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	860	191	91	90										
其他长期负债	201	196	196	196	其他	136	332	168	183										
长期负债合计	201	196	196	196	筹资活动现金流	-623	-1546	-2573	-1880										
负债合计	8344	7936	8962	9559	债务融资	300	-100	-100	-100										
股本	1255	1255	1247	1247	权益融资	0	6	-866	0										
股东权益	13287	15329	16673	19039	其它	-923	-1452	-1607	-1780										
负债和股东权益总计	21631	23265	25635	28599	现金净增加额	979	146	604	1424										

资料来源: Wind、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

郝天宇，食品饮料组研究助理，香港大学金融科技学硕士，大连理工大学金融学学士，主要覆盖白酒等板块。

【分析师承诺】

刘洁铭，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代

自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。