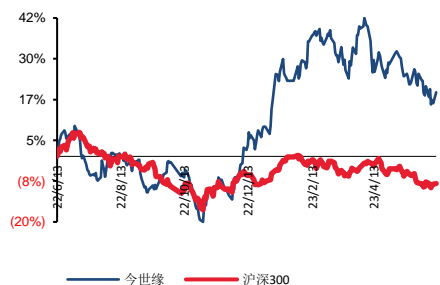


食品饮料 白酒 II

## 今世缘：消费升级驱动快速成长，省内格局持续竞合发展

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,254/1,254
总市值/流通(百万元)	69,989/69,989
12 个月最高/最低(元)	66.35/37.38

### 相关研究报告：

今世缘(603369)《今世缘：22 年顺利完成目标，23 年百亿目标可期》--2023/05/07

今世缘(603369)《今世缘：22 年顺利完成考核目标，23 年开门红表现优异》--2023/03/13

今世缘(603369)《今世缘：营销系统推出 521 举措，全力冲刺百亿目标》--2023/01/05

### 证券分析师：李鑫鑫

电话：021-58502206

E-MAIL: lixx@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519100001

### 证券分析师：伍兆丰

电话：13926194726

E-MAIL: wuzf@tpyzq.com

### 报告摘要

**公司概况：传统苏派浓香名酒，17 年进入加速发展期。**1) 公司是“三沟一河”组成之一，目前已有国缘、今世缘、高沟三大品牌，其中国缘系列主要发力次高端、高端价格带、今世缘定位中高端价格带，高沟覆盖中低端价格带。2) 股权激励到位，员工积极性高。公司早在 05 年进行国企改制，通过引入管理层控股，10 年通过中基层干部持股公司扩大注册资本。22 年公布新版股权激励计划，覆盖较多中高层骨干，进一步激发员工积极性。3) 卡位省内消费升级，17 年加速发展。随着省内消费向 300 元+价格带升级，公司迎来加速发展时期，以国缘对开、四开及以上为代表特 A+类产品成为增长主要驱动力，国缘产品占比持续提升。

**公司复盘：行业、渠道、竞争格局等多维度因素，16 年起公司业绩增速超越省内竞对。**1) 业绩上，13-15 年行业调整期增速与洋河接近，16 年后增速持续超越洋河。2) 行业端，16 年省内消费升级背景下，300-500 元价格带快速扩容。今世缘作为地方产业支柱之一，县政府积极鼓励产业发展。3) 产品端，国缘超前布局南京次高端价格带，自 04 年起通过多年推广，南京市场逐渐形成国缘产品的消费氛围，随着南京地区主流价格带逐渐向 300+提升，四开切入团购、宴席场景主流价格带，快速成长为公司第一大单品。4) 渠道端，公司在行业调整期持续精耕团购渠道，向商务团购消费转型，公司长期深耕团购渠道，与企事业单位、民营企业等建立稳定客情关系，相比流通渠道，客户粘性较高。5) 区域策略，今世缘大区改革推进扁平化，发力省内精耕，17 年设立 71 个市级办事处，19 年进一步划分为“领跑”、“并跑”、“跟跑”型市场。6) 竞争格局，省内洋河 16-19 年在深度分销下经销商区域竞争激烈，库存逐渐积压，最终省内价盘出现倒挂，业绩进入调整期，为公司带来发展机遇。

**中期展望：省内次高端持续扩容，龙头竞合发展。**1) 省内主流价格带逐渐向 500+升级，次高端持续扩容。目前省内次高端已成长为省内第一大体量的价格带，其中 300-500 元已成为省内主流价格带，未来有望进一步向 500-800 的高线次高端升级，推动省内次高端占比进一步扩容。2) 未来省内主旋律仍是龙头竞合发展。洋河随着 19 年改革持续推进，21 年省内恢复增长趋势。而今世缘持续深耕团购渠道，渠道差异化优势仍在。价格带上，中高端价格带，洋河海之蓝大单品稳步增长，今世缘中高端价格带占比仍有较大渗透空间，随着公司逐渐发力国缘淡雅、单开，有望加速

执业资格证书编码：S1190522110002

成长。在次高端价格带上，格局相对稳定，随着价格带扩容，龙头有望竞合发展。3) 省内消费力有分化，苏中、苏北逐渐向现在苏南价格带看齐，公司有望持续受益省内消费升级。

**长期：省外推进大单品战略拓展，六开布局次高端价格带再升级。**公司省外占比较低，成长空间大，公司进一步提出从四开次高端升级为六开协同带动四开对开；加强省外经销商合作、资源投放；管理上省外逐步放权，提升省外市场开发的效率。同时明确 10 大板块市场，突破路径更聚焦，有望加速省外市场突破。

**短期：国缘淡雅享受品牌力下沿快速发展，全方位推进百亿目标。**公司加快流通渠道布局，国缘淡雅、柔雅、对开、四开开始逐渐布局各区域大型连锁超市、民营烟酒店，加大产品在流通端的曝光。同时省内国缘四开品牌形象企稳，带动国缘品牌下延产品线势能释放，淡雅、单开等产品有望加速发展。宴席需求正在持续恢复，公司阶段性加大国缘 V3 婚喜宴政策力度，未来随着商务场景的持续恢复，600-700 价格带扩容，全年 V3 有望实现放量增长。23 年公司全方位推进百亿目标，随着省内精耕，V3、淡雅持续放量，四开稳步增长，全年目标达成可期。

**投资建议：**短期来看，公司有望受益于省内消费升级，四开稳步成长，淡雅、V3 加速放量。长期看，公司产品结构持续提升，全国化布局不断推进，营销机制保障持续跟进，股权激励逐步落地，公司活力有望进一步释放。我们预测公司 2023-2025 年的收入增速分别为 27%/24%/21%；归母净利润增速分别为 25%/24%/23%，EPS 分别为 2.49/3.09/3.81 元。综合公司过去 5 年 PE-band 中值约 28x，考虑到公司较快的成长能力和区域龙头特征，按照 2023 年业绩给 28 倍 PE、一年目标价 70 元。

**风险提示：**省内竞争加剧，公司出现重大管理瑕疵，宏观经济发生较大的波动，白酒消费有大幅下滑，省外开拓不及预期等。

#### ■ 盈利预测和财务指标：

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7888	10039	12435	15040
(+/-%)	23%	27%	24%	21%
归母净利(百万元)	2503	3129	3880	4780
(+/-%)	23%	25%	24%	23%
摊薄每股收益(元)	2.00	2.49	3.09	3.81
市盈率(PE)	28	22	18	15

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 目录

一、 今世缘：传统苏派浓香名酒，17年进入加速发展期.....	5
(一) “三沟一河”组成之一，三大品牌定位明确.....	5
(二) 股权激励到位，员工积极性高.....	6
(三) 卡位省内消费升级趋势，17年加速发展.....	8
二、 公司复盘：行业、渠道、竞争格局等多维度因素，16年起公司业绩增速超越省内竞对..	9
(一) 业绩复盘：13-15年行业调整期增速与洋河接近，16年后增速持续超越竞对.....	9
(二) 行业复盘：16年省内消费升级背景下，300-500元价格带快速扩容.....	10
(三) 产品&渠道：国缘超前布局南京次高端价格带，公司深耕团购渠道形成差异化优势.....	12
(四) 区域策略：公司推动组织架构扁平化、发力省内市场精耕.....	13
(五) 竞争格局：省内竞对进入深度调整期，为公司快速发展带来机遇.....	14
三、 中期展望：省内次高端持续扩容，龙头竞合发展.....	15
(一) 江苏市场：主流价格带逐渐向500+升级，次高端持续扩容.....	16
(二) 价格带竞争格局：未来省内主旋律仍是龙头竞合发展.....	16
(三) 省内区域格局：公司产品价格带布局完善，持续受益各区域消费升级.....	18
四、 长期：省外推进大单品战略拓展，六开布局次高端价格带再升级.....	20
五、 短期：国缘淡雅享受品牌力下沿快速发展，全方位推进百亿目标.....	23
六、 盈利预测及估值.....	24
(一) 核心假设.....	24
(二) 估值及投资建议.....	25
七、 风险提示.....	26
八、 附录-公司产品量价、区域复盘.....	26
(一) 产品量价复盘：特A类以上整体呈现价稳量升趋势，22年产品A类以上产品进一步放量	26
(二) 区域复盘：淮安基地市场稳步发展，以南京市场为抓手辐射省内其他区域.....	27

## 图表目录

图表 1: 公司发展历史 .....	5
图表 2: 三大品牌缘文化定位明确 .....	6
图表 3: 公司改制历程 .....	6
图表 4: 公司股权结构稳定, 员工持股积极性较高 .....	7
图表 5: 公司 22 年股票期权激励计划 (草案变更) 梳理 .....	7
图表 6: 11 年-22 年公司营收趋势 .....	8
图表 7: 今世缘特 A 类以上占比 (%) .....	8
图表 8: 公司毛利率整体呈现提升趋势 .....	8
图表 9: 今世缘毛销差处于区域酒企中游水平 .....	9
图表 10: 今世缘管理费率 (含研发) 优于大部分区域酒企 .....	9
图表 11: 公司归母净利润趋势 .....	9
图表 12: 公司营收、归母净利润增速高度拟合 .....	9
图表 13: 16 年起今世缘省内营收增速逐渐快于洋河 .....	10
图表 14: 棚改流动性带动消费市场消费升级 .....	10
图表 15: 2018 年次高端占比快速提升至 21%, 与中高端价格带占比接近 .....	11
图表 16: 16 年以来涟水县政府出台多份稳健, 积极支持今世缘发展 .....	11
图表 17: 17-21 年各区域营收 CAGR .....	12
图表 18: 公司单商销售体量高于洋河 (2021 年) .....	13
图表 19: 公司 18 年对省内大区结构调整, 进一步发力弱势县区市场 .....	13
图表 20: 公司销售团队人数占比稳步提升 .....	14
图表 21: 自 16 年起, 公司省内经销商数量稳步增长 .....	14
图表 22: 不同渠道模式对比 .....	15
图表 23: 公司 1+1+N 深度协同模式 .....	15
图表 24: 人均白酒饮用量 (单位: 两) .....	16
图表 25: 江苏白酒价格带结构 .....	16
图表 26: 江苏主流价格带持续升级 .....	16
图表 27: 洋河 21 年省内营收恢复增长 .....	17
图表 28: 公司品牌矩阵完善, 覆盖各个价格带 .....	18
图表 29: 苏北、苏中人均 GDP 低于苏南地区 (单位: 元) .....	19
图表 30: 省内区域主流价格带以及代表品牌 .....	19
图表 31: 19 年起公司省外市场整体加速发展 .....	20
图表 32: 公司广告投放以地区性广告为主 .....	21
图表 33: 公司省外经销商数量整体呈现增长趋势 .....	21
图表 34: 公司省外拓展路径逐渐聚焦 .....	22
图表 35: 公司 4 月发布新品国缘六开进一步卡位 800-1000 元的高端价格带 .....	22
图表 36: 青花 20/25 价格带相似, 青 25 以省内为主 .....	23
图表 37: 青 20 布局全国化, 汾酒省外市场保持高增长 .....	23
图表 38: 22 年区域营收结构 .....	23
图表 39: 国缘淡雅部分地区渠道利润高于省内竞品 .....	24
图表 40: 估值对比 .....	25
图表 41: 公司销量趋势 (按产品分类, 单位: 千升) .....	26
图表 42: 公司吨价趋势 (单位: 万元/千升) .....	27
图表 43: 19 年南京大区超于淮安大区成为第一大区域 .....	27
图表 44: 18-22 年区域销量同比趋势 .....	28
图表 45: 18-22 年区域吨价同比趋势 .....	28



## 一、 今世缘：传统苏派浓香名酒，17年进入加速发展期

### (一) “三沟一河”组成之一，三大品牌定位明确

**发展历史：**公前身高沟酒厂历史知名，为传统江苏名酒“三沟一河”组成之一，96年高沟酒厂濒临破产，酒厂人深挖酒文化和消费者需求，建立今世缘品牌。04年创立国缘品牌，发力高档白酒消费市场，形成差异化竞争，**国缘品牌快速发展成为公司主力品牌**，并多次成为奥运会江苏运动员的庆功用酒。公司也成功与2014年上市，成为淮安首家上市企业。19年上市国缘V9，填补公司高端市场空白，22年进一步打响高沟复兴站。

图表 1：公司发展历史

公司发展历史			
1956	高沟大曲荣获江苏省“酿酒第一”奖旗。	2015	销售额突破 20 亿。
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。	2016	国缘成为 2016 里约奥运会江苏健儿庆功用酒。
1989	高沟特曲 55 度、39 度、46 度先后斩获国家质量奖。	2017	国缘成为腾讯新闻“一带一路”国际合作高峰论坛报道合作伙伴。
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。	2018	国缘作为国礼赠送给阿根廷驻华大使，成为“国缘之夜—中国阿根廷文化交流节”外交用酒。
1996	今世缘品牌创立。	2019	今世缘问鼎中国酒业科学技术最高奖。 国缘 V9 清雅酱香上市，今世缘参与白酒业“头部竞争”。第四次入选“中国主板上市公司价值百强”。
2004	国缘品牌创立，同年被确定为第 28 届奥运会江苏体育健儿庆功用酒。	2020	实现“十三五”圆满收官。 《清雅酱香型白酒》团体标准发布。 连续五次入选“中国上市公司主板价值 100 强”。
2008	国缘成为 2008 奥运会江苏军团合作伙伴。	2021	国缘 V9 成为 2020 东京奥运江苏健儿庆功用酒。
2012	国缘成为 2012 伦敦奥运会江苏健儿庆功用酒。	2022	荣获江苏省省长质量奖、“江苏制造突出贡献奖”优秀企业，问鼎中国食品工业协会“科学技术奖”一等奖。 国缘 V9 成为中国国家高尔夫球队合作伙伴。 打响高沟品牌复兴战。
2014	今世缘成为 IPO 重启后的白酒第一股、淮安市首家上市企业。		

资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

**立足“缘”文化，三大品牌场景定位明确。**公司以“缘”文化为核心，以“酒”为载体，培育今世缘文化体系，打造独具特色的企业品牌形象。公司紧紧围绕“酒”和“缘”，打造“中华缘文化代表品牌”的品牌地位、“中华缘文化传承人”的文化地位。通过聚焦“缘文化”的特色文化品牌定位，形成国缘+今世缘+高沟三大“缘文化”定位，发力不同场景。其中，1) 国缘系列强化“成大事，必有缘”的诉求，聚焦政务场景“机缘”的重要性；2) 今世缘系列定位“国人的喜酒”，在品宣中强调“家有喜事，就喝今世缘”，通过“姻缘”文化，聚焦宴席场景；3) 高沟系列定位“老朋友一起喝的酒”，通过“友缘”文化，发力日常消费场景。

图表2：三大品牌缘文化定位明确

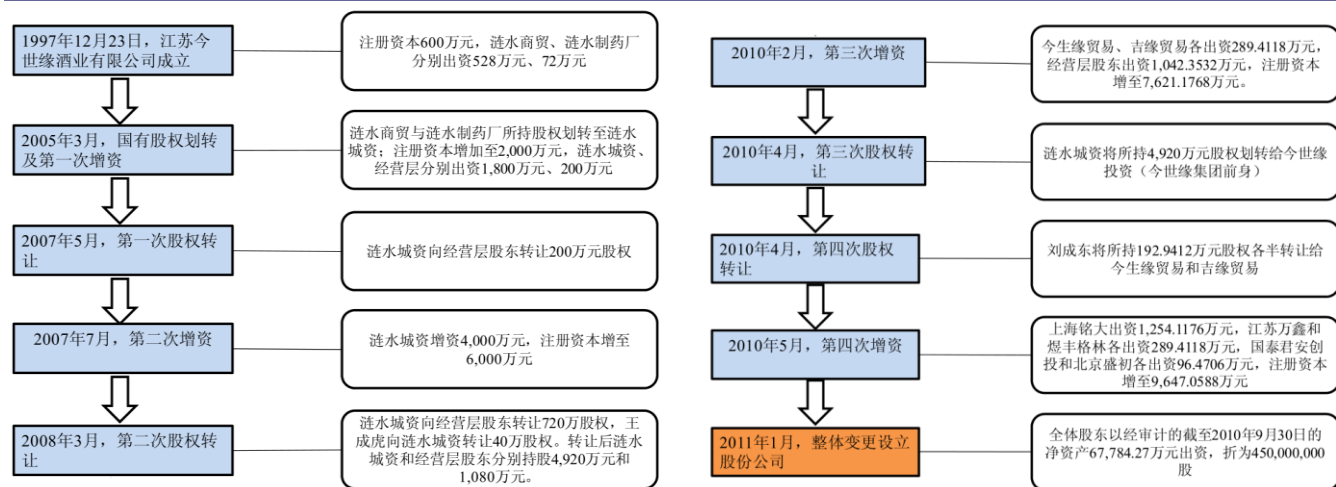
品牌	品牌定位	文化定位	品牌诉求	场景定位
国缘	中国高端中度白酒	机缘	成大事，必有缘 	商务消费场景
今世缘	中国人的喜酒	姻缘	家有喜事，就喝今世缘 	宴席场景
高沟	正宗苏派老名酒	友缘	老朋友一起喝的酒 	日常消费场景

资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

## (二) 股权激励到位，员工积极性高

早在05年实施国企改革，员工持股平台约占6.6%股权。97年成立今世缘，早在05年进行国企改制，通过引入管理层控股，激发经营积极性。改制后经营效率提升明显，05年当年业绩实现盈利、06年进一步提升，因此公司控股股东07年进一步向管理层转让部分股权10%股权。后续公司经历数次的增资以及股权转让，并于10年2月通过中基层干部持股公司今世缘贸易、吉缘贸易出资（持股比例各占3.80%）扩大注册资本，进一步提升公司管理、营销、技术骨干积极性。2011年公司由今世缘有限正式变更设立股份公司。

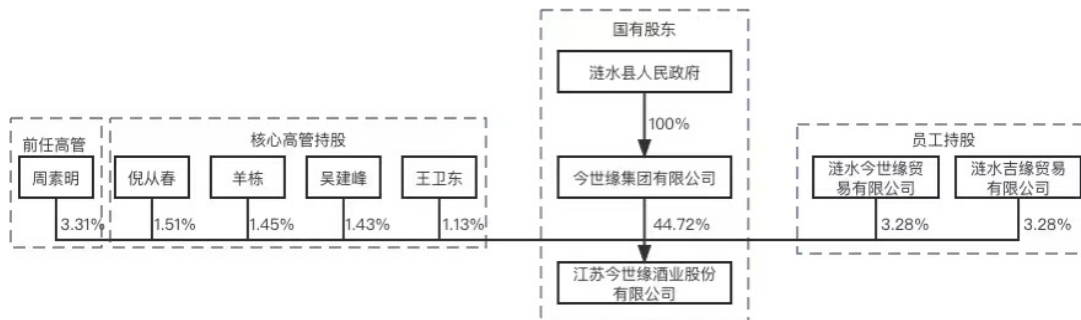
图表3：公司改制历程



资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

22年更新股权激励方案激发员工积极性。公司实控人为涟水县人民政府，通过今世缘集团持有公司约44.72%股权，整体股权结构分为国有股东、核心高管持股、员工持股平台、战略投资人&其他，股权结构相对稳定。

图表4：公司股权结构稳定，员工持股积极性较高



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

公司也在22年8月1日公布新版股权激励，并于22年10月10日完成股票期权授予，相比于2020年4月公告的股票期权激励计划草案，本次变更新增了对公司2022-2024年扣非净利润增长率指标的考核。本次股权激励行权的业绩考核分别为**1) 第一个行权期**：以21年为基数，22年营收增长率不低于22%，22年扣非净利润增长率不低于15%；**2) 第二个行权期**：以21年为基数，23年营收收增长率不低于51.3%，23年扣非净利润增长率不低于32.3%；**3) 第三个行权期**：以21年为基数，24年营收收增长率不低于90.6%，24年扣非净利润增长率不低于52.1%，随着业绩考核指标进一步细化并加强对利润增长的考核，有望进一步释放公司活力，同时本次股权激励覆盖范围较广，约345人，覆盖大部分中高层骨干，有助于进一步激发员工积极性。

图表5：公司22年股票期权激励计划（草案变更）梳理

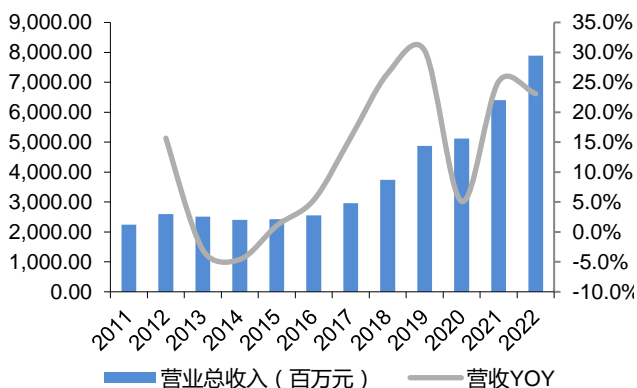
行权安排	行权时间	可行权数量占获授权益数量比例	行权业绩考核要求
第一个行权期	自授予日起24个月后的首个交易日起至授予日起36个月内的最后一个交易日当日止	40%	1) 以2021年营业收入为基数，2022年营业收入增长率不低于22%，且不低于同行业平均水平或对标企业的75分位值； 2) 以2021年扣除非经常性损益净利润为基数，2022年扣除非经常性损益净利润增长率不低于15%，且不低于同行业平均水平或对标企业的75分位值； 3) 2022年净资产收益率不低于21.5%，且不低于同行业平均水平或对标企业的75分位值； 4) 2022年主营业务收入占营业收入比例不低于95%。
第二个行权期	自授予日起36个月后的首个交易日起至授予日起48个月内的最后一个交易日当日止	30%	1) 以2021年营业收入为基数，2023年营业收入增长率不低于51.3%，且不低于同行业平均水平或对标企业的75分位值； 2) 以2021年扣除非经常性损益净利润为基数，2023年扣除非经常性损益净利润增长率不低于32.3%，且不低于同行业平均水平或对标企业的75分位值； 3) 2023年净资产收益率不低于21.5%，且不低于同行业平均水平或对标企业的75分位值； 4) 2023年主营业务收入占营业收入比例不低于95%。
第三个行权期	自授予日起48个月后的首个交易日起至授予日起60个月内的最后一个交易日当日止	30%	1) 以2021年营业收入为基数，2024年营业收入增长率不低于90.6%，且不低于同行业平均水平或对标企业的75分位值； 2) 以2021年扣除非经常性损益净利润为基数，2024年扣除非经常性损益净利润增长率不低于52.1%，且不低于同行业平均水平或对标企业的75分位值； 3) 2024年净资产收益率不低于21.5%，且不低于同行业平均水平或对标企业的75分位值； 4) 2024年主营业务收入占营业收入比例不低于95%。

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理（注：对比企业为，茅五泸、洋汾古、酒鬼水井舍得、迎驾口子金种子、金徽顺鑫、伊力特、老白干青青稞酒、张裕、古越龙山、会稽山）

### (三) 卡位省内消费升级趋势，17年加速发展

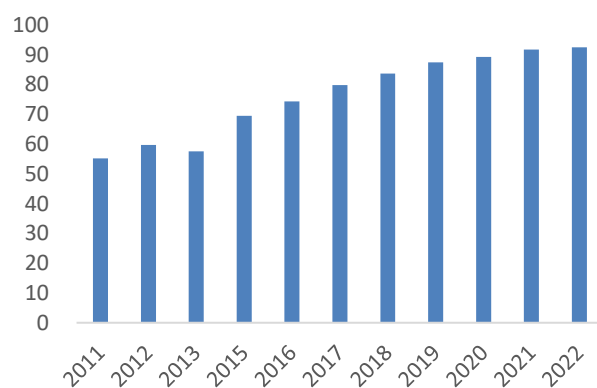
**营收趋势：**跟随行业波动发展，产品结构较高推动17年后加速发展。公司营收从11年至今经历2个阶段，整体看12-16年增速放缓，17年后进入加速发展阶段。1) 12-16年：受白酒行业三公消费限制，整体行业增速承压，公司早期以政务团购起家，受影响较为明显，但公司及时向大众主流价格带的婚庆市场聚焦，13-14年营收同比-3%/-5%，略有下滑。2) 17年至今：随着省内消费向300元+价格带升级，以对开、四开为代表的公司核心品牌国缘，较早布局次高端市场，迎来加速发展时期，17年特A+占比超越特A类，21年、22年营收同比+25%/23%。22年特A类以上产品占比约92%，其中国缘产品占比持续提升，从2017年约占62%，提升至20年占比超过75%，21年占比约80%，22年国缘占比超过80%。

图表 6：11 年-22 年公司营收趋势



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

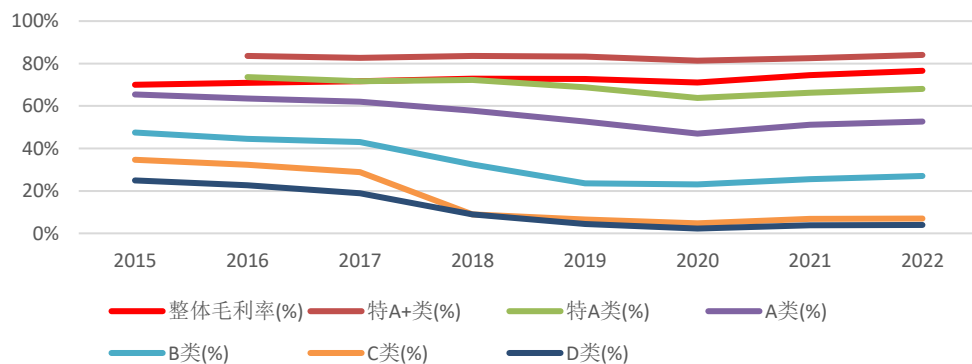
图表 7：今世缘特 A 类以上占比 (%)



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

**毛利率趋势：**产品毛利率相对稳定，结构提升推动毛利率增长。公司毛利率受益于产品结构提升，由于毛利率较高的特A+类产品占比的提升，毛利率呈现稳步提升趋势，从15年70%提升至22年76.59%。(20年整体毛利率均有所下滑，主要受会计调整、疫情等因素影响：1) 预提促销返利直接计入营业收入，不再计入销售费用；2) 运输费用调整至营业成本；3) 疫情影响下，公司加大货折力度，帮助经销商共度难关。)

图表 8：公司毛利率整体呈现提升趋势

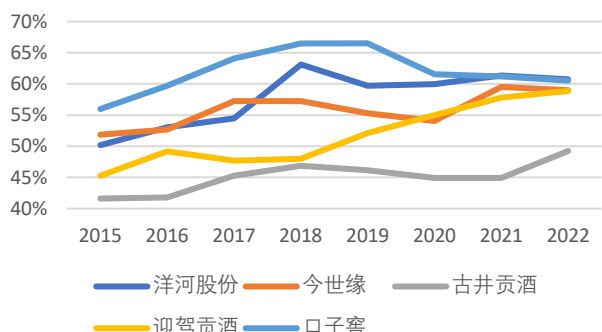


资料来源：公司公告，太平洋研究院整理



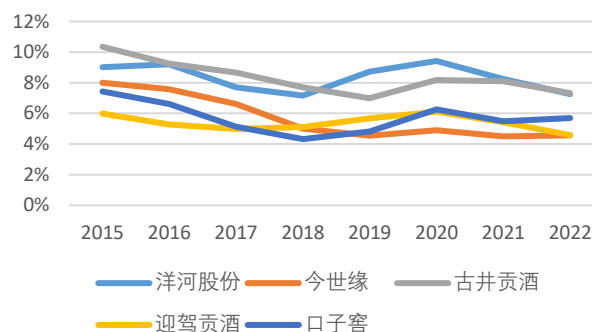
**费用端：毛销差位于地产酒中游水平、管理费用率优于大部分区域酒企，利润变化趋势与营收接近。**公司随着毛利率的提升以及销售费用率优化，整体处于持续改善趋势，22年由于加强消费者培育，毛销差约58.98%，同比-0.53pct，位于苏皖区域酒企中游水平。由于公司管理费用在绝对值上较为平稳，因此管理费用率（包含研发费用）呈现持续优化的趋势，从2015年约8%改善至22年的4.6%，优于大部分区域酒企。公司归母净利润增长与收入增长高度拟合，反映出公司利润增长的核心动力主要在产品放量带来的营收增长。

图表 9：今世缘毛销差处于区域酒企中游水平



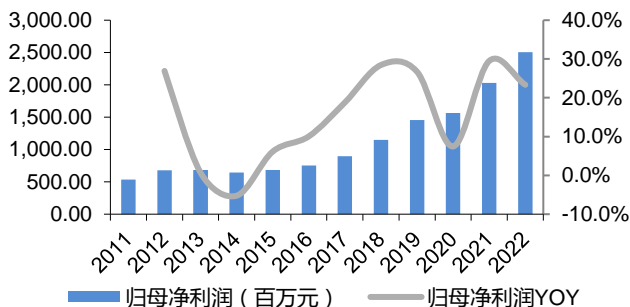
资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表 10：今世缘管理费率（含研发）优于大部分区域酒企



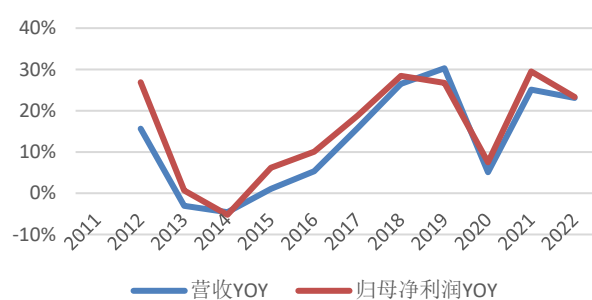
资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表 11：公司归母净利润趋势



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表 12：公司营收、归母净利润增速高度拟合



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

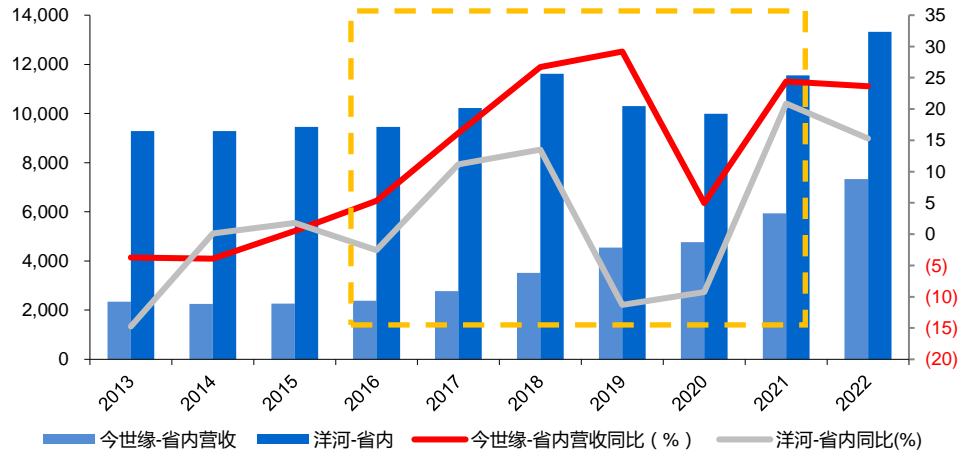
## 二、公司复盘：行业、渠道、竞争格局等多维度因素，16年起公司业绩增速超越省内竞对

### （一）业绩复盘：13-15 年行业调整期增速与洋河接近，16 年后增速持续超越竞对

**业绩复盘：从营收增速看，13-15 年受到行业深度调整影响，今世缘主打政商务团购的国缘系列受影响相对较大，但公司及时调整战略重心，发力大众价格带的今世缘品牌，而省内龙头洋河受益与较强的渠道力，省内市场保持稳定，因此14-15 年省内营**

收增速较为接近。但自16年起，今世缘省内营收增速逐渐超越省内龙头洋河，实现快速崛起。我们从行业、产品、渠道、区域策略、竞争格局等多维度进行复盘今世缘快速发展的原因。

图表13：16年起今世缘省内营收增速逐渐快于洋河

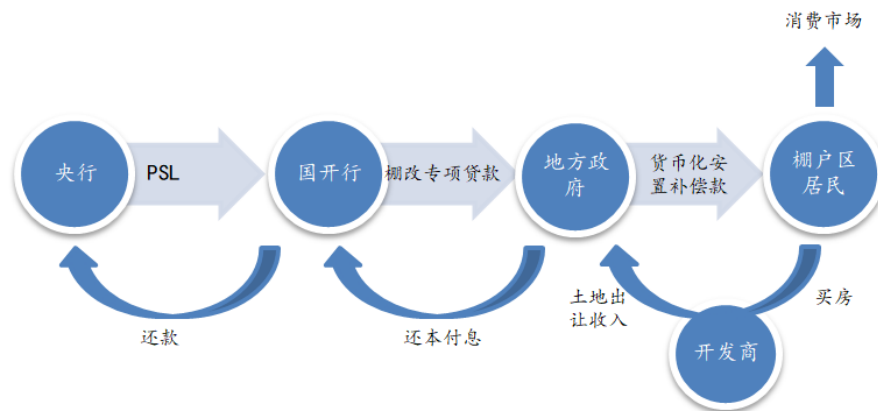


资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

## (二) 行业复盘：16年省内消费升级背景下，300-500元价格带快速扩容

居民消费购买力快速提升下，江苏白酒主流价格带向300-500元升级。随着2013年7月国务院出台《加快棚户区改造工作意见》，2013-2017年棚改目标总量1000万套。到2017年底完成1800万套的改造任务。随着棚改货币化带动的棚改动能直接作用于放松非一线城市的土地供给，在房价上涨中，受益拆迁、改造的本地“拆二代”及地产、金融等高端人群的财富以及购买力快速增加，房价上涨带来居民的收入效应及财富效应，居民因为售卖房获得可观收入和或是持有房产资产的升值带来“货币幻觉”，整体居民消费力的提升也带动了消费升级。

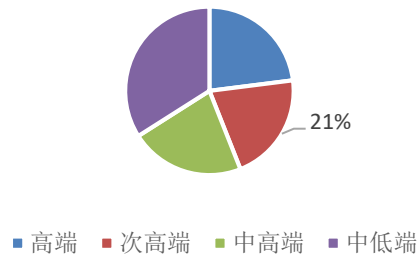
图表14：棚改流动性带动消费市场消费升级



资料来源：太平洋研究院整理

消费力提升背景下，江苏省内300元以上次高端规模快速扩容，江苏市场主流价格带16-17年逐渐升级300-500元，以苏酒龙头今世缘、洋河为例，今世缘16年特A+营收同比增速远高于特A类，17年占比正式超越特A类，成为公司占比最大的价格带；洋河梦之蓝系列17年同比增长约56%，增速高于海之蓝、天之蓝系列，省内次高端价格带占比也在18年进一步扩容至21%。

图表15：2018年次高端占比快速提升至21%，与中高端价格带占比接近



资料来源：白酒排行榜，太平洋研究院整理

地方产业支柱之一，县政府积极鼓励产业发展。今世缘作为涟水县地方重要产业支柱，地方政府也积极配合公司高速发展，涟水县政府15年-20年多次出台相关文件积极鼓励公司发展，持续将今世缘打造为地方名片。

图表16：16年以来涟水县政府出台多份稳健，积极支持今世缘发展

时间	文件名称	内容
2015/12/22	县商务局：强化商务执法 规范市场秩序	规范酒类市场的经营秩序，保证今世缘品牌越叫越响。越销越响，越售越远。
2016/4/21	我县按下产业转型升级工程“快进键”	支持今世缘酒业、锦纶化纤、等龙头骨干企业做大做强促进食品饮料、纺织服装等百亿级传统支柱产业改造升级
2016/6/3	争取省级优惠政策 助推企业转型升级	为促进全县工业和信息产业转型升级，助推工业经济更好更快发展，县经信委组织人员认真学习省经信委、财政厅《关于组织2016年度省级工业和信息产业转型升级专项资金项目的通知》文件精神，积极主动为企业争取上级扶持政策，指导企业申报省级工业和信息产业转型升级专项资金。目前，经企业申请，县经信委、财政局审核筛选，江苏今世缘酒业股份有限公司固态发酵浓香型白酒智能酿造项目、江苏永安化工有限公司企业互联网提升项目、江苏永创医药科技股份有限公司生产线改造项目、涟水永丰纸业业有限公司薄页纸生产线节能改造项目、江苏瑞康纺织实业有限公司皮革基布生产线节能改造项目、淮安锦纶化纤有限公司能源管理体系认证项目等六个企业申报的项目通过审核，推荐上报。
2016/12/22	县经信委积极争取项目资金 助推企业强势发展	为进一步扶持全县中小企业发展壮大，提高区域经济发展内在活力，县经信委全力抓好优势资源项目建设，积极争取产业转型升级和产业发展项目资金，助推企业做大做强。2016年，共为全县工业企业争取政策扶持资金575万元已全部到位。其中：上半年为今世缘酒业、永丰纸业、锦纶化纤等企业争取“省级工业和信息产业转型升级发展专项资金”270万元。
2017/4/21	县政府办公室关于成立“今世缘白酒”地理标志产品保护申报工作领导小组的通知	为加强“今世缘白酒”地理标志产品保护申报工作的组织领导，统筹协调各项工作有序开展，经县政府研究，决定成立“今世缘白酒”地理标志产品保护申报工作领导小组。江苏今世缘酒业股份有限公司为“今世缘白酒”地理标志产品保护申报单位，具体负责相关申报工作。
2017/1/26	今世缘获市级科技计划项目立项	近日，从淮安科技局获悉，今世缘申报的《国家酿造微生物资源与应用重点实验室培育点》获市级创新能力建设计划（科技创新与服务平台）类项目立项。
2018/1/4	政协涟水县十二届二次会议委员大会	加大今世缘、红窑云锦、苏美酱醋糕等名优品牌的宣传、营销力度，让拳头农副产品走出江苏，销往世界。
2018/9/17	安监局机关规章制度汇编	公务接待制度，招待用酒一律用今世缘系列酒，特殊情况提高用费、用酒标准的须经主要领导同意。
2019/2/18	关于成立“高沟镇今世缘建设项目”帮办服务领导小组的通知	服务好今世缘股份有限公司项目建设，营造良好的建设环境，确保企业在项目建设过程中的土地征收、矛盾调处、地面附着物清理及各项手续办理及时高效，让企业把更多的精力投入到建设、生产中去。
2019/8/14	以重大项目突破 引领产业兴旺助力乡村振兴	确保投资 100 亿元的今世缘酒业南厂区技改一期项目开工建设
2019/8/30	县政府关于支持江苏今世缘酒业股份有限公司振兴发展的实施意见	完善配套产业：建设智能酿酒基地；推进品牌重塑：优化产品结构；营造宣传氛围；加快营销模式重建；大力股份有限公司振兴发展的实施意见开拓市场；培养人才队伍；推动绿色发展。
2019/8/30	县政府办公室关于成立中国白酒基地涟水文化建设和产业发展工作领导小组的通知	为着力提升酒文化、打造“中国白酒基地、涟水”形象，经县政府研究同意，决定成立“中国白酒基地、涟水”文化建设和产业发展工作领导小组。今世缘酒业：发挥企业自身作用，积极参与规划制定和项目建设，参与酒企文化策划和酒文化设施的开发和建设，保护酒业历史遗产，积极主动申报国家遗产。
2019/8/30	县政府办公室关于做大做强涟水白酒今世缘产业发展的实施意见	进一步解放思想，瞄准更高目标定位；进一步扩能增效，构建多元产业体系；进一步做大市场，加快品牌全国化进程；进一步集中智慧，汇聚强大攻坚合力。
2019/9/16	关于推荐申报2019年度省级工业和信息产业转型升级专项资金项目的报告	根据省工信厅、省财政厅《关于组织2019年度省级工业和信息产业转型升级专项资金项目申报的通知》（苏工信综合〔2019〕426号、苏财规〔2014〕38号）文件精神，县工信局会同财政局认真组织项目筛选，现推荐江苏今世缘酒业股份有限公司、虹安纺织（淮安）有限公司等12户企业申报。具体项目名称如下： 一、工业互联网标杆工厂项目 1、江苏今世缘酒业股份有限公司白酒生产与勾兑智能化项目提升； 2、江苏今世缘酒业股份有限公司白酒生产与勾兑智能化项目提升；
2019/11/12	商务局：一丝不苟 一着不让 以质量强县促开放	涟水商务局还十分注重挖掘、传承、培育老字号品牌，适应“互联网+”的新趋势，加快改革创新步伐，弘扬工匠精神，传承历史文化，拓展品牌价值，服务实体经济，充分发挥其在稳增长、促消费、惠民生中的重要作用。经过积极申报，今世缘“高沟”品牌获“中华老字号”“江苏老字号”殊荣，苏美食品公司的“四季红”品牌，建德洋行酒店“淮安老字号”称号。今年下半年申报东湖酒业、高沟御膳、蒋氏酱料为“淮安老字号”待批。今世缘酒业树立“质量第一、服务至上”的理念，把“高沟”系列酒的“中华老字号”金牌效应发挥得淋漓尽致，促进“线上线下”融合发展，成为全县旗舰店龙头企业。
2020/8/28	市场监管局：两看眼、三着力，倾力推动今年做大做强	涟水市场监管局着眼今世缘雄厚的企业资本和白酒行业契合的发展趋势，“三着力”助力今世缘精酿至臻产品、扩大消费市场，并于近日推荐今世缘参加2020年“江苏好礼 舒心相伴”江苏特色伴手礼评选活动，“42度四开国缘”从644个参赛作品中脱颖而出，成功入围江苏特色伴手礼名录。
2020/6/28	关于对县十六届人大四次会议	突出规划引领。我县目前正在编制《全县国土空间规划》，在编制中将注重城乡产业发展、医疗卫生、教育体育、养老服务等方面空间布局需求，为全县城乡一体化发展提供可靠的国土空间保障。《涟水县国民经济和社会发展第十四个五年规划基本思路研究》中提出建议将我县打造

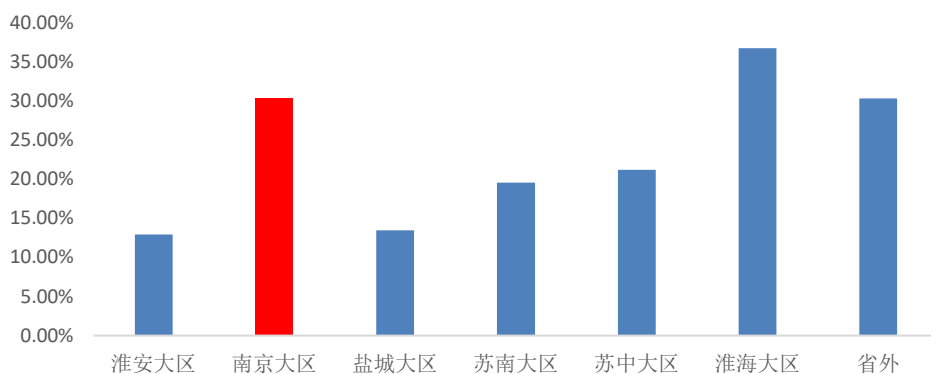
资料来源：涟水县政府，太平洋研究院整理

### (三) 产品&渠道：国缘超前布局南京次高端价格带，公司深耕团购渠道形成差异化优势

**国缘定位省内高端白酒。**今世缘在创牌之初已定位高端引领，第一款推出的今世缘地球酒产品，终端价格接近200元，为省内最高端的白酒产品。在04年推出国缘品牌后，定位江苏高端白酒创导品牌，其中四开定价400-500元，再次成为当时省内最贵的产品。

**国缘超前布局南京市场，四开随消费升级加速成长。**随着15年起，省内主流价格带逐渐向300+提升，国缘开系切入省内主流价格带，其中四开定价略高于大众消费价格带，切入团购、宴席场景主流价格带，快速成长为公司第一大单品。其中国缘系列超前布局消费力较强的南京市场，自04年起通过多年推广，南京市场逐渐形成国缘产品的消费氛围，为16年起南京地区加速发展打下基础，叠加价格带逐渐升级，国缘系列南京市场放量明显，16-19年南京地区营收同比+11%/+26%/+52%/+53%，显著快于省内市场增速，并于19年超越核心基地市场淮安地区的体量。

图表17：17-21年各区域营收CAGR

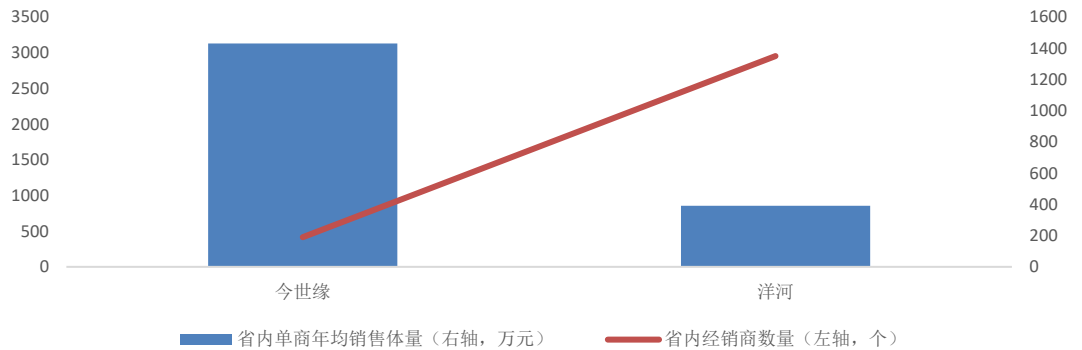


资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

**深耕团购渠道，客户粘性较高。**公司较早切入团购渠道，持续深耕与省内龙头洋河在渠道上形成差异化。其中**1) 公司产品定位适合团购渠道。**公司发力次高端价格带较早，04年创立国缘品牌定位政商务消费场景，较为顺利切入团购渠道。**2) 在行业调整期持续精耕团购渠道，向商务团购消费转型。**在12年三公消费受限制后，商务消费逐渐向次高端价格带升级，公司持续深耕团购渠道，从政务团购逐渐向商务团购转型，开始服务企业客户以及婚喜宴团购，延续团购渠道优势。随着竞争对手洋河进入渠道调整期，公司进一步吸收优质的团购经销商，获取团购资源，省内经销商数稳步提升，虽然今世缘省内经销商数量远少于洋河，但是单商体量远超洋河，反映出公司单个团购经销商客户资源较强，团购优势相对明显。随着公司持续深化团购渠道优势，已与省内企业建立比较稳定的商业合作，省内团购渠道占比高于洋河。**3) 团购客户粘性较高。**由于团购消费更强调客户资源和关系维护，公司长期深耕团购渠道，与企事业单位、民营企业等建立稳定客情关系，相比流通渠道，客户粘性较高。即使13-14年行业调整期，公司仍通过打包协议、返利政策等方式巩固自身团购渠道的优势。



图表18：公司单商销售体量高于洋河（2021年）

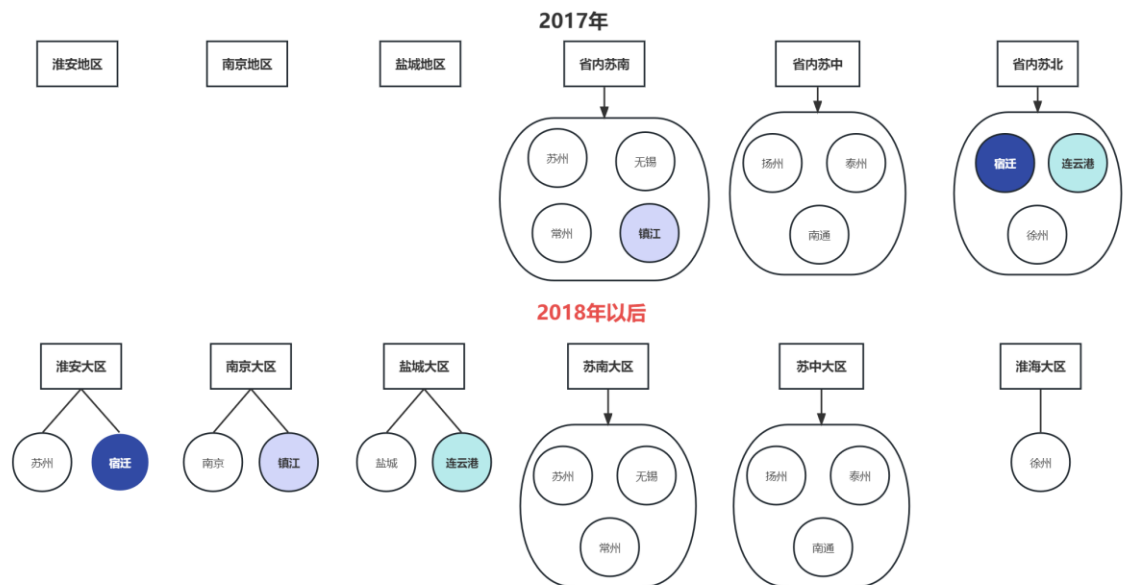


资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

#### (四) 区域策略：公司推动组织架构扁平化、发力省内市场精耕

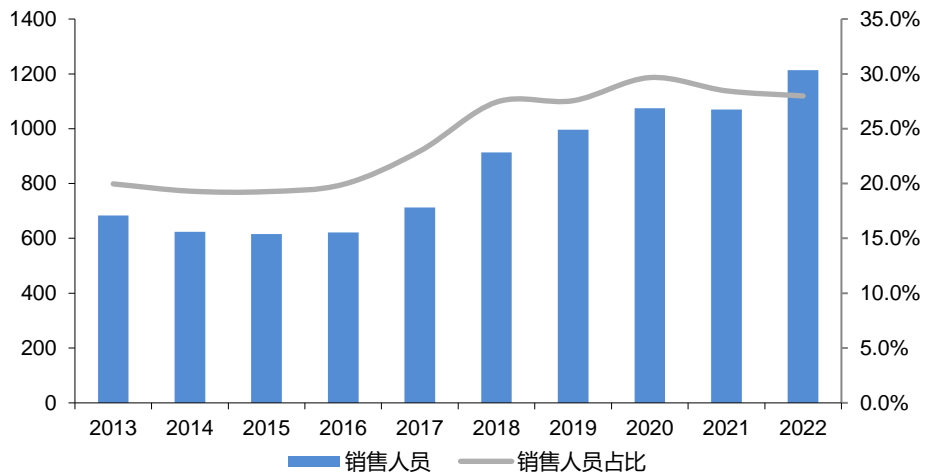
**今世缘：大区改革推进扁平化，发力省内精耕。**公司多次对组织架构进行扁平化调整，顺应行业的快速发展。14年以前，公司省内主要为13个地级市营销中心在运作，16年公司推动组织架构扁平化，将原来13个地级市合并为6大区。18年进一步加速组织架构扁平化，公司取消地级市营销中心，改为大区制，由大区经理直接对接市县级办事处，并调整大区的城市划分，将部分弱势城市划归表现较强的大区进行管理、营销赋能。**销售端，公司持续发力区域精耕、终端精细化。**随着渠道持续下沉，公司销售团队规模也在持续扩大，公司销售人员规模从16年的621人提升至22年的1214人，占比从20%提升至28%，进一步强化公司对终端的精细化管理。

图表19：公司18年对省内大区结构调整，进一步发力弱势县区市场



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

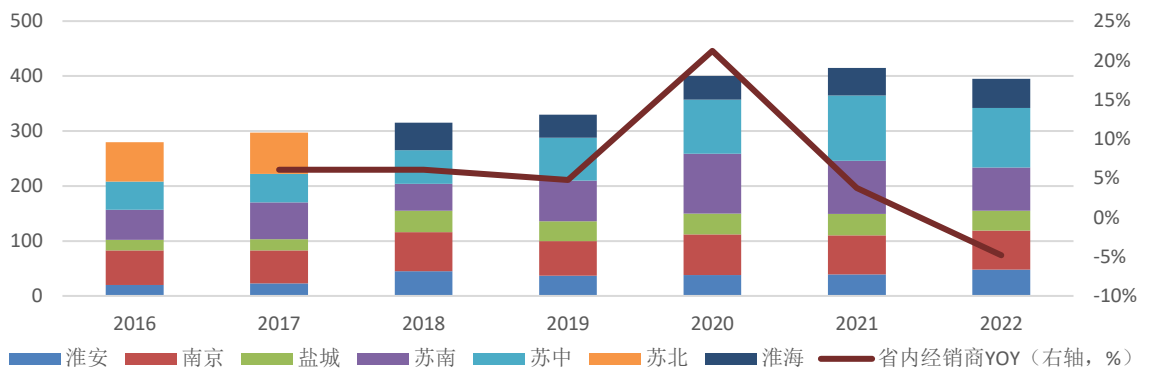
图表 20：公司销售团队人数占比稳步提升



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

**聚焦省内精耕，效果持续显现。**17年进一步深化区域精耕，设立71个市级办事处，19年进一步深化市场精耕，细化分类精耕、分类施策执行方案，将省内71个市县区市场划分为“领跑”、“并跑”、“跟跑”型市场。在公司持续发力省内县区精耕下，公司省内经销商数量持续提升、省内各办事处实现持续增长，从16年280个提升至21年415个，19年省内“领跑”、“并跑”型市场新增12个至28个。

图表 21：自16年起，公司省内经销商数量稳步增长



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

## (五) 竞争格局：省内竞对进入深度调整期，为公司快速发展带来机遇

洋河16-19年逐渐进入调整期，为今世缘快速发展带来了机遇。我们认为洋河16-19经历了区域价盘不稳、库存积压等因素导致增速放缓。

从分销模式看，今世缘深度协销下，忠诚度较高。洋河早年采用1+1深度分销，厂方在渠道中话语权较大，经销商只需要打款即可，进入门槛较低，同一个区域互相竞争，渠道利润较低。而今世缘采用1+1深度协销模式，通过与经销商合作建立销售公司，实行分产品、分区域管理，确保经销商有客观的渠道利润，经销商积极性较高，同时

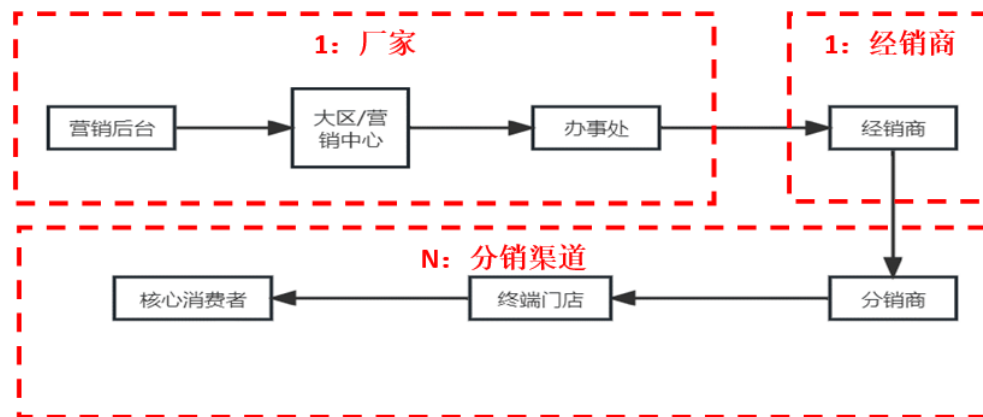
每个区域为排他独家经销商，经销商忠诚度较高。另外，通过从“营销后台—大区/营销中心—办事处—经销商—分销商—终端门店—核心消费者”形成厂家主导，厂商分工协作的1+1+N深度协同体系，有助于公司实现全渠道营销管控、渠道精细化管理，加速渠道下沉。

图表22：不同渠道模式对比

渠道模式	大商制	深度分销	深度协销
经销商类型	多为具有较多市场资源的大商，与公司合作时间长且数量较少	经销商体量较小，数量较多	经销商体量、数量适中
代表公司	口子窖	洋河、古井	今世缘
销售人员	较少	较多	较多
优点	费用投入低、有利于快速开拓市场	渠道扁平化、渠道终端掌控力较好、经销商风险较低	渠道扁平化、厂商共同承担开发费用、经销商忠诚度较高
缺点	对大商运作能力较高，终端掌控力度较弱、区域拓展较慢	经销商忠诚度较低、销售人员投入高	销售人员投入偏高

资料来源：太平洋研究院整理

图表23：公司1+1+N深度协同模式



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

从价盘看，洋河省内频繁提价收效有限，库存积压下价格出现倒挂。由于洋河省内网点密集，经销商之间竞争激烈，进一步削弱渠道利润。同时，经销商为了回笼资金，给厂家不停地完成打款任务，只能低价出货。另外，13年起洋河将原本仅针对低端产品进行的深度分销模式推广到全产品线，在厂商主导下优质经销商难以发挥团购客户资源优势，经销商动能不足。因此在渠道库存较高、考核刚性、经销商动能较差的背景下，16年-19年公司多次提价对终端传导效果有限，反而进一步加剧了渠道之间低价出货，导致18-19年省内产品出现价格倒挂问题。

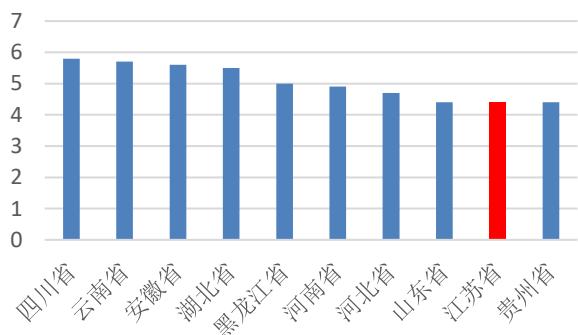
### 三、中期展望：省内次高端持续扩容，龙头竞合发展

## (一) 江苏市场：主流价格带逐渐向 500+ 升级，次高端持续扩容

江苏白酒文化氛围浓厚，以“三沟一河”为代表的江淮派浓香型白酒主要集中在 42-46 度的中度，与高度白酒形成一定区隔。根据腾讯新闻、益普索的《2021 中国白酒消费洞察白皮书》，江苏人均白酒饮用量约 4.4 量，排名全国第九。随着省内消费力的稳步增长，白酒规模和主流价格带均在提升。

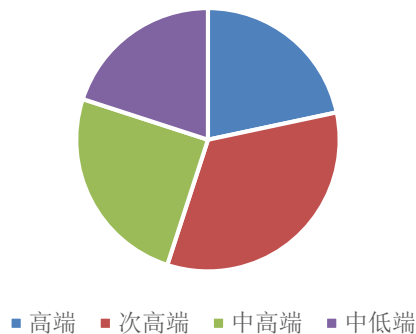
体量上，省内白酒市场规模保持较快增长，19-21 年 CAGR 约 24%，根据微酒，目前江苏省白酒市场规模约为 500-600 亿元。价格带上，随着消费力的持续提升，省内经历了几轮主流价格带变迁，从早期 80-120 元，到 09-12 年的 120-280 元，17 年之后逐渐升级到 300 元+。目前省内次高端已成长为省内第一大体量的价格带，其中 300-500 元已成为省内主流价格带，未来有望进一步向 500-800 的高线次高端升级，推动省内次高端占比进一步扩容。

图表 24：人均白酒饮用量（单位：两）



资料来源：《2021 中国白酒消费洞察白皮书》，太平洋研究院整理

图表 25：江苏白酒价格带结构



资料来源：渠道调研，太平洋研究院整理

图表 26：江苏主流价格带持续升级



资料来源：太平洋研究院整理

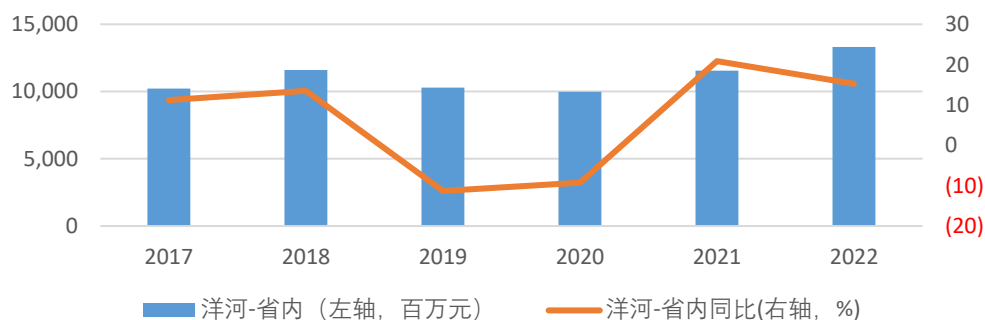
## (二) 价格带竞争格局：未来省内主旋律仍是龙头竞合发展

洋河：省内逐渐调整完毕，21 年恢复增长趋势。洋河在经历省内产品价格倒挂，



渠道库存高企、窜货严重等问题后，公司19年持续推进全方位改革，并逐渐取得调整效果。从组织架构上，公司任命元老级高管刘化霜出任苏酒集团贸易股份有限公司董事长，刘化霜曾参与蓝色经典系列的打造和全国化布局，上任后公司成功打造出次高端价格带大单品的梦6+，推动公司次高端价格带稳步发展；从渠道上，从深度分销转变为“一商为主，多商为辅”，在每个市场选取1个实力较强的渠道商负责稳定价盘水平，配合本地小型经销商负责配送，防止区域内经销队伍出现内耗扰乱价格，并且进一步优化省内经销商数量和质量；从考核机制上，对销售队伍从刚性考核改为柔性考核，避免大幅压货；从产品上，19年定为品质大年，对海之蓝、天之蓝等产品通过增加陈年酒含量、延长原酒储存来提升产品品质。通过全方位的调整，洋河省内市场21年起恢复增长，21、22年省内市场营收同比+21%、+15%。

图表27：洋河21年省内营收恢复增长



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

**今世缘：深耕团购渠道，差异化优势仍在。**相比省内龙头洋河，今世缘更注重团购渠道的精耕，并不断开发新型团购场景、客户，如对商超系统、重点团购单位实行直销，开发4S店等新团购场景，21年进一步补充了异业团购、高端会所等场景，开拓了银行合作组织银行客户联谊会、品牌联名（与I Do联名）等新渠道，同时对高线次高端产品加强圈层培育，打造V99联盟、高端鉴赏荟、V9体验馆，培育团购客户粘性。根据渠道反馈，目前省内团购占比约六成，仍高于洋河，我们认为公司团购渠道的先发、差异化优势仍在持续。

**省内市占率仍有提升空间，未来省内次高端主旋律仍是龙头竞合发展。**从市占率看，省内市场CR2（洋河+今世缘）尚不足50%，其中面对省外名酒竞争，洋河、今世缘作为区域龙头，产品度数集中在42-46度，相比省外名酒的52度，更适合江苏市场的主流消费习惯；相比省内其他区域品牌，我们认为随着龙头对省内区域持续精耕、渠道优势有望进一步体现、同时品牌力加持下，发力各价格带产品，我们认为有望进一步挤占其他区域品牌的空间。

**中高端价格带上，洋河海之蓝大单品稳步增长，今世缘中高端价格带占比仍有较大渗透空间。**省内中高端价格带，在洋河通过海之蓝多年深耕后，已成为中高端价格带的大单品，约占公司蓝色经典系列四成。而今世缘聚焦次中高端价格带产品，中高端价格带占比偏低，22年特A类产品约占收入26.5%，相比洋河仍有提升空间，随着公司逐渐发力国缘淡雅、单开，中高端价格带产品有望加速成长。

**次中高端价格带上，格局相对稳定，今世缘的国缘四开、洋河的M6+已经成为次高端的主流大单品，**反映出省内对苏酒品牌力的认可。我们认为随着竞争格局的相对稳定，未来省内次高端的主旋律主要以价格带扩容带动龙头的竞合发展为主，其中1) 300-600

元价格带，作为省内主流价格带，有望稳步发展，该价格带的大单品国缘四开、天之蓝/M3水晶版有望稳健增长；2) 600-800元的高线次高端价格带，为省内价格带升级方向，有望加速发展，增速预计持续高于省内平均增速，该价格带主要大单品为洋河的梦6+，第二大单品相对空白，而今世缘的V3处于培育期，市占率较低，后续仍有加速渗透空间。

### (三) 省内区域格局：公司产品价格带布局完善，持续受益各区域消费升级

三大品牌全面覆盖各价格带。目前公司已有国缘、今世缘、高沟三大品牌全面覆盖各个价格带的产品矩阵，其中国缘系列主要发力次高端、高端价格带；今世缘定位中高端价格带；高沟覆盖中低端价格带。

1) 国缘：V系、老开系发力高端、次高端商务场景，雅系补足百元价格带场景空白。公司早在04年创立国缘品牌主打政商务场景用酒，核心单品老开系的对开、四开覆盖次高端价格带，并于09年推出V系列的V3、V6卡位高线次高端价格带，随后V系列也在18年进一步升级为水晶V系，并于19年推出V9清雅酱香布局千元高端价格带、23年推出国缘六开，进一步布局高线次高端升级市场。另外国缘品牌通过K系列进一步补充在次高端的宴席场景覆盖、通过雅系的淡雅、柔雅产品补足百元价格带的市场空白。

2) 今世缘：主打宴席需求，打造D20大单品。公司持续梳理今世缘品牌SKU，整合BC类产品。目前主导产品为典藏系列，其中主销D15，重点推动D20产品布局培育，致力做大单品规模，卡位省内200-400元的主流宴席价格带，并有序布局D30。

3) 高沟：覆盖日常消费场景，聚力高线光瓶酒赛道。高沟品牌目前销售占比相对较低，主要产品为大小青花系列，公司于22年8月举行高沟品牌战略暨新品上市发布会，推出高沟标样1995、高沟标样·黑标、高沟标样·白标等标样系列，并于2023年营销工作计划中，进一步明确高沟品牌开启名酒复兴，聚力高线光瓶酒。

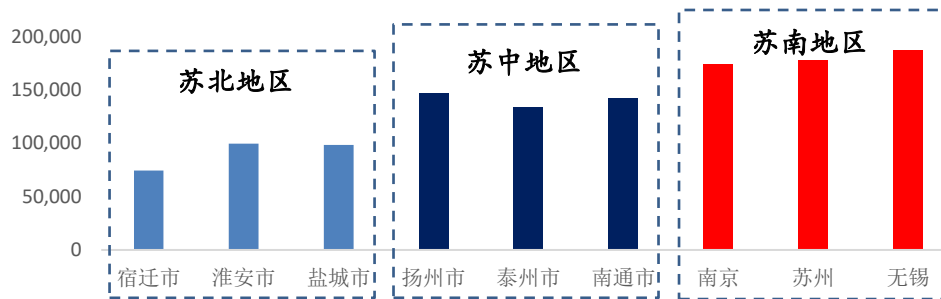
图表 28：公司品牌矩阵完善，覆盖各个价格带

报表端	品牌	产品名称	规格	香型	价格(元)	图例	报表端	品牌	产品名称	规格	香型	价格(元)	图例
特A+	国缘	V9	商务版(42度/500ml)	清雅酱香	1299		特A+	今世缘	D30	49度/500ml	幽雅醇厚	638	
			商务版(52度/500ml)	清雅酱香	1399				D20	42度/500ml	柔雅型	360	
			至尊版(52度/500ml)	清雅酱香	2299				D15	42度/500ml	柔雅型	200	
		V6	49度/500ml	柔雅型	1100		特A		D12	52度/500ml	柔雅型	160	
			V3	40.9度/500ml	幽雅醇厚	680				A类	D10	42度/500ml	幽雅醇厚
		K5		42度/500ml	幽雅醇厚	530			B类		D6	52度/500ml	幽雅醇厚
			K3	42度/500ml	柔雅型	320				特A	D5	42度/500ml	幽雅醇厚
		四开		42度/500ml	幽雅醇厚	480			高沟		一口闷	42度/150ml	浓香
			对开	42度/500ml	柔雅型	295				特A+	白标	42度/500ml	浓香
		特A		国缘	单开	42度/500ml	幽雅醇厚		194			高沟	黑标
柔雅	42度/500ml		柔雅型		240		特A	大青花	42度/500ml	幽雅醇厚	138		
淡雅	42度/500ml		幽雅醇厚		135			A类	小青花	42度/500ml	幽雅醇厚		88
特A类	喜庆家	A6	42度/500ml	柔雅型	168		A类		喜庆家	A3	42度/500ml	幽雅醇厚	98
		A9	42度/500ml	柔雅型	238								

资料来源：公司官网，公司公告，京东，天猫，太平洋研究院整理

**苏中、苏北地区：主流价格带逐渐升级，公司有望持续受益。**1) 消费力上，省内经济发展区域有所分化，其中苏北、苏中整体水平落后于苏南，以宿迁、淮安、盐城为代表的苏北地区以及以扬州、泰州、南通为代表的苏中地区，人均GDP水平低于经济较为发达的苏南地区。

图表29：苏北、苏中人均GDP低于苏南地区（单位：元）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

2) **主流品牌上**，苏北位于三沟一河的主要产区，苏酒氛围相对浓厚，主流单品以地产酒为主，如洋河的海之蓝、天之蓝、今世缘的典藏10/15年以及汤沟品牌等。苏中经济水平位于省内中游，市场相对开放，但整体以省内为主，主要品牌为洋河的海/天/梦之蓝，今世缘的国缘对开/今世缘典藏系列等，省外品牌主要有古8/剑南春水晶剑等。

3) **价格带上**，公司有望受益于苏中、苏北主流价格带升级。根据酒说，苏北主流价格带约为100-300元、苏中主流价格带为200-400元。随着苏中、苏北消费力的稳步提升，主流价格带有望逐渐向当前的苏南地区看齐，因此苏中、苏北300元+次高端价格带有望持续扩容，而苏中、苏北地区饮用地产白酒习惯较为明显，我们认为今世缘的国缘四开、有望切入苏中、苏北价格带升级，有望进一步受益，同时，公司对今世缘品牌产品系列持续精简，逐渐聚焦在主导的典藏系列，有望进一步获取苏中大区、盐城大区、淮海大区的宴席份额。我们认为淮安大区虽然市场成熟度相对较高，随着流通渠道加强、主流价格带升级扩容，有望稳步增长；而苏中大区、淮海大区、盐城大区受益于苏中、苏北的主流价格带升级、市场渗透率较低、今世缘向大单品聚焦、新品推出等因素影响保持较快增长。

图表30：省内区域主流价格带以及代表品牌

地区	主流价格带	代表品牌
苏北	100-300 元	海/天之蓝、国缘雅系、今世缘典藏、汤沟、高沟等
苏中	200-400 元	海/天/梦之蓝、国缘对开/四开、今世缘典藏、古8、水晶剑等
苏南	400-700	水晶梦/M6+、国缘 V3/四开/对开、水晶剑、古20、臻酿8号、郎酒等

资料来源：酒食汇，太平洋研究院整理

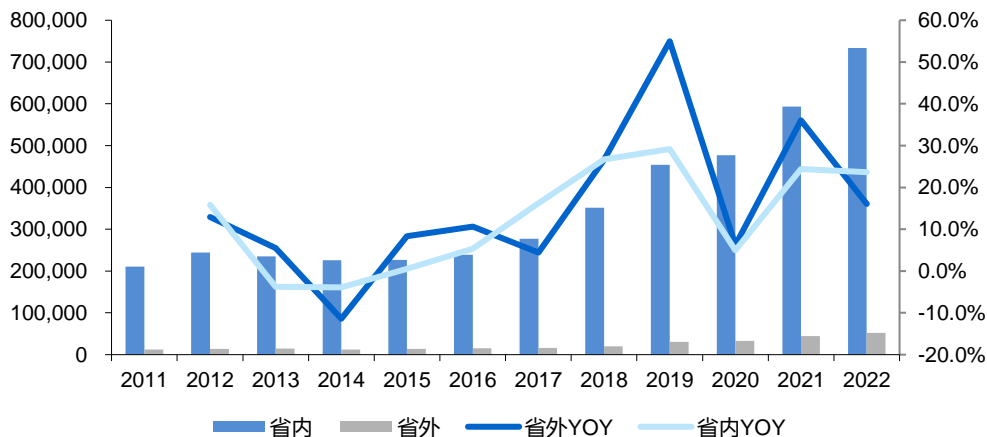
**苏南：徽酒、全国名酒、苏酒竞争激烈，V3承接商务消费升级，南京样板向苏南持续辐射。**苏南地区经济较为发达，消费力较强，南京等城市的主流价格带已提升至300-600元，其中600元价格带逐渐接替400元价格带成为商务消费主力价格带。竞争格

局上，苏南对省外名酒包容度较高，成为省外名酒必争之地，省外品牌如茅五泸、古井、剑南春、水井坊、舍得、汾酒、部分酱酒品牌如郎酒、习酒、国台均对苏南市场重点布局。地产酒企也积极布局苏南市场的消费升级，洋河通过M6+提前布局600元价格带升级，成为600-800价格带大单品。今世缘目前在苏南产品结构主要以次高端的四开为主，V系市占率较低。随着苏南商务价格带向500-800升级，价格带有望持续扩容。V3过去由于对C端培育以及B端协调做的较差，导致22年短期出现价盘的波动，随着公司持续加强V3的C端培育，目前价盘已经趋稳，年初至今，V系省内增幅超100%，但销售占比较低。随着公司对V3的持续培育，叠加主力价格带的升级，同时商务价格带更注重团购渠道，公司在团购渠道的优势，V3有望加速承接苏南的商务需求。1) 南京大区，经过公司多年精耕，团购渠道优势较为明显，四开已成为400-500元价格带大单品，有望稳步提升，V系经过调整期后，有望在商务团购渠道加速放量。2) 苏南大区，公司专门成立苏州分公司，强调厂家主导，加大市场、团队的投入，推进V系的渗透。同时南京样本市场也有望向苏南地区持续辐射。

#### 四、长期：省外推进大单品战略拓展，六开布局次高端价格带再升级

**省外拓展：公司省外成长空间大，聚焦大单品推动省外加速发展。**公司省外市场早期突破较慢、占比较低，但19年后开始加速发展。公司主要通过合作区域大商进行省外开拓。14年公司已明确“全面规划，重点突破、梯次开发、滚动发展”的省外拓张思路，16年进一步定位“今世缘做面、国缘做点”的产品战略思路，重点突破“2+4+N”，即2（北京、上海）个城市，4（浙江、安徽、山东、河南）个周边省份，N个其他重点布局县市。经过公司对省外的持续布局 and 战略调整，自18年起，省外营收增速逐渐超越省内收入，19年7个重点省级市场实现销售增长66.2%，21年省外营收约4.47亿元，同比+36%，约占总营收的7%，22年省外占比7%，同比+16%，略低于省内增速，主要为省外市场受疫情管控影响，且23年春节返乡潮，省内积极打款备货，大众价格带产品增长较好。根据公司十四五规划，省外目标占比规划达20%以上，我们认为随着省外产品聚焦、投入加强，省外占比有望朝十四五规划目标稳步迈进。

图表31：19年起公司省外市场整体加速发展



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

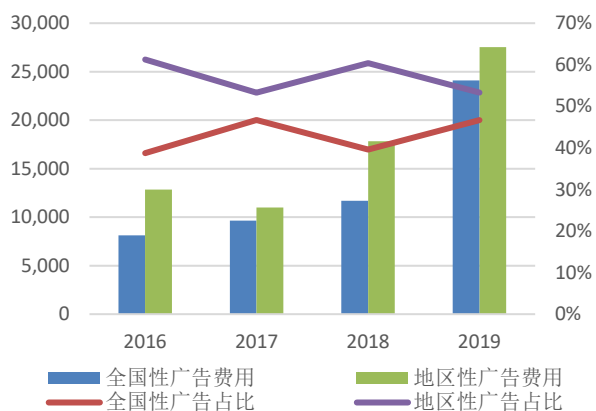


我们认为公司省外发展速度较慢或与早期聚焦度早期由于产品缺乏聚焦、产品线杂乱，资源投放重心在省内有关，随着省外产品聚焦、投入加强，省外发展可期。

**1) 产品线：聚焦大单品。**过去今世缘品牌产品型较多，省外缺乏大单品，而公司持续推进产品型精简，17年基本打通省外今世缘主导产品，并整合淘汰了一批规模小、档次低的区域产品；18年公司进一步精简了102款区域BC类产品，20年提出今世缘D20全国一体化运作，22年进一步理清国缘板块市场打造以及今世缘特色碎片化市场培育，聚集国缘四开全国超级大单品培育，23年随着价格带不断提升，公司进一步明确要差异化、高端化实现全国化，提出**从四开次高端升级为六开协同带动四开对开。**

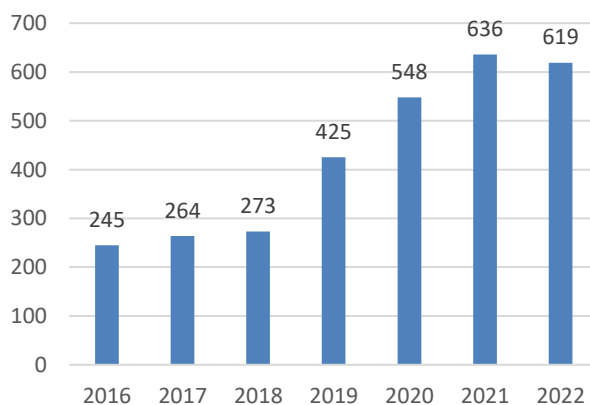
**2) 资源投放：加强省外资源投放力度。**早期广告投放以省内为主，除了17年整体广告费用略有收缩外，16、18年省内广告占比约60%，资源投放重心仍在省内。19年公司明显加大全国性广告投放力度，全国性广告占比提升至47%，有望提升品牌全国知名度。同时，公司目前已形成了“国家平台+高速高铁+公关事件+新媒体”的传播矩阵。国家平台上，主要通过央视、新华社等国家级媒体的战略合作；公司也冠名了高铁列车，通过高铁品牌专列辐射长三角城市群提升品牌知名度；公关事件方面，公司进一步参与了“中国品牌日”、“国缘之夜”等文化论坛；新媒体端，公司开展了“感恩生命中的有缘人”抖音挑战赛，加快新媒体传播。另外公司于23年2月与分众传媒达成3年战略合作，加速品牌推广。随着公司资源投入，公司销售费用呈现持续提升趋势，22年销售费用13.90亿元，同比+44%。另外，省外经销商数量也在稳步提升，从16年245家提升至2022年的619家。同时公司将进一步加强省外团队建设，未来省外业务团队数量有望翻番，也会加大省内业务骨干抽调省外的频次和力度。

图表32：公司广告投放以地区性广告为主



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

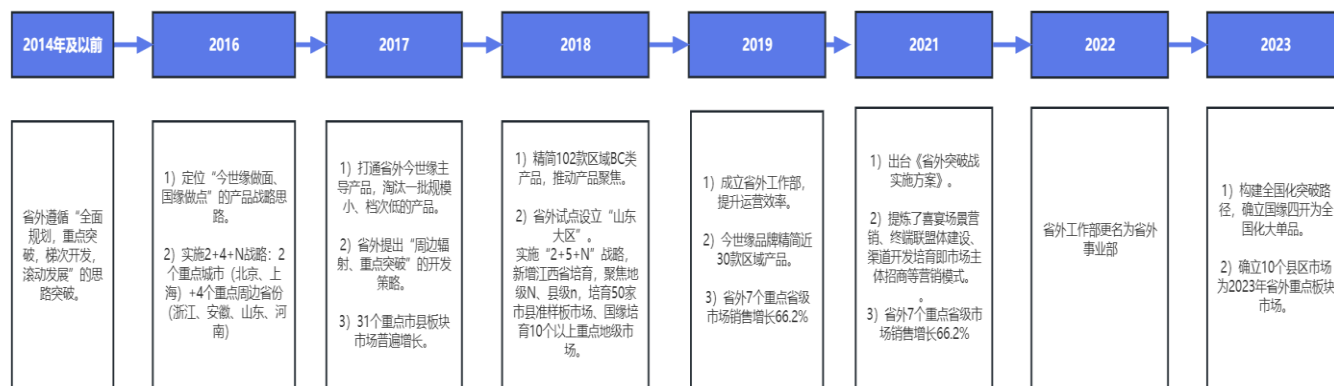
图表33：公司省外经销商数量整体呈现增长趋势



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

**3) 省外逐渐放权，突破路径持续聚焦：**公司18年进一步提出省外“2+5+N”战略，新增布局江西省市场，并试点设立“山东大区”提升区域运营效率和自主决策权，20年公司进一步成立省外工作部并于22年更名为省外事业部，提升省外市场开发的效率。23年根据今世缘发展大会，公司进一步提出确立10个县区市场（嘉定、嘉兴、湖州、滁州、马鞍山、枣庄、临沂、周口、九江、楚雄）为重点板块市场，突破路径更加聚焦。

图表34：公司省外拓展路径逐渐聚焦



资料来源：公司公告，今世缘发展大会，太平洋研究院整理

**国缘六开承接未来次高端消费者再升级，优先布局省外全国化。**公司着眼后百亿时代，持续完善产品矩阵。于2023年4月举行了国缘六开新品发布会。会上，公司提出次高端提档扩容仍是行业最大的趋势，目前300-600元（国缘主品系的赛道）仍然是增速最快的主流赛道，但未来需要关注600-900价格带，新次高端价格带正在成为高端商务消费热点，800-900元仍有较大增量空间。公司着眼于未来的空间，推出国缘六开定位承接次高端消费者再升级。**六开将优先省外布局**，公司将省外规划进一步升级为国缘六开协同带动四开、对开，对省外市场树立国缘高端化品牌。**在渠道上**，六开对经销商将有半年的试销评估，价格体系上采取半控半顺，以顺为主的弹性均衡管控，不会招商汇量，23年将限量开放30个经销名额，有序良性布局拓展。**区域上**，即将启动安徽、河北、山东样板市场。**推广上**，公司实现创新营销，若推广进度良好，将进一步复制到全国其他市场。

图表35：公司4月发布新品国缘六开进一步卡位800-1000元的高端价格带



资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

参考山西汾酒通过价格相似的青花20布局全国化市场、青花25布局省内市场，山西汾酒通过青花20优先卡位省外次高端价格带，并于17年起逐渐减少青花25投放，推动省外市场快速发展，19年汾酒省外市场体量超越省内市场，而近年青花25重新聚焦省内市场相似价格带，实现较快增长。我们认为短期内公司通过六开优先布局省外，树立

省外高端形象，加快全国化渗透，后续省内相似价格带有望受益于六开品牌形象，加速发展。

图表36：青花20/25价格带相似，青25以省内为主

	价格(元)	规格(ml)	换算价格(以500ml/瓶为例)
青花20年(42度)	528	500	528
青花25年(42度)	508	475	535

资料来源：京东，太平洋研究院整理

图表37：青20布局全国化，汾酒省外市场保持高增

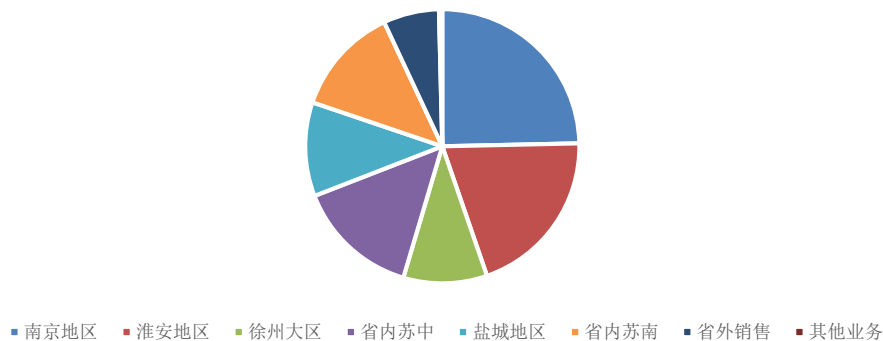


资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

## 五、短期：国缘淡雅享受品牌力下沿快速发展，全方位推进百亿目标

**省内：区域结构分化明显，非核心大区仍有较大提升空间。**从结构看，公司区域结构分化较明显，22年核心区域淮安大区、南京大区占比约45%，苏南、苏中、盐城、淮海大区占比均在10-15%之间，我们认为公司核心区域随着渠道进一步深耕以及主流价格带升级，具有稳步增长的空间，而非核心区域占比低，仍有较大提升潜力。

图表38：22年区域营收结构



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

**加快流通渠道布局，国缘淡雅受益品牌力下延。**公司过去深耕团购渠道，流通渠道占比相对较低。公司也在逐渐加强省内流通渠道建设，根据渠道反馈，23年公司对流通渠道扶持力度有所加大，增加流通渠道陈列、铺市、经销商费用支持，加强流通渠道费用兑现，提升流通经销商积极性；国缘淡雅、柔雅、对开、四开开始逐渐布局各区域大型连锁超市、民营烟酒店，加大产品在流通端的曝光。我们认为在传统优势

的团购渠道稳步发展，叠加流通渠道的加强渗透，有望推动公司加快核心市场的下沉。而由于过去公司聚焦对开、四开大单品，价格带偏低的国缘淡雅、单开占比相对较小，随着公司流通渠道的铺设，同时省内国缘四开品牌形象企稳，带动国缘品牌下延产品线势能释放，淡雅、单开等产品春节期间实现加速发展，带动23Q1公司特A类产品同比+34.15%，增速高于特A+类产品。同时省内竞品洋河的海之蓝、天之蓝已发展多年，渠道利润相对透明，而淡雅体量较小，渠道利润较高，有望推动淡雅加速发展。我们认为国缘淡雅受益于苏南地区100-150元价格带竞品相对较少、渠道毛利率较高、国缘品牌力下延，有望保持较快增长。

图表39：国缘淡雅部分地区渠道利润高于省内竞品

品牌	主要单品	终端利润
今世缘	对开	约 25-30 元
	淡雅	约 20-30 元
洋河	天之蓝	约 15-20 元
	海之蓝	约 15 元

资料来源：渠道调研，太平洋研究院整理

**宴席场景持续回暖，V3有望加速发展。**随着疫情影响逐渐减弱，过去被压制的宴席需求正在持续恢复。根据渠道调研，多地五一小长假迎来宴席小高潮，省内热门婚宴酒店、饭店基本处于订满状态，叠加去年宴席场景基数较低，预计23年宴席场景有望快速反弹；而商务场景受经济环境、企业消费力，静待复苏。基于宴席快速恢复的背景下，公司加强了国缘V3阶段性加大婚喜宴政策力度，推动五一V3婚宴消费占比提升，未来随着商务场景的持续恢复，600-700价格带扩容、国缘V3市占率渗透空间较大，全年V3有望实现放量增长。

**23年百亿目标明确，多维度驱动。**根据今世缘2023发展大会，公司进一步提出“521”举措，即深化五化举措、推进两大提升、实现一个目标，全力冲刺百亿目标。我们认为公司将从产品、渠道、品宣等多维度共同发力，有望向百亿目标稳步推进。**1) 产品：聚焦四开大单品，V系有望加速成长。**23年公司定位品牌价值年，并出台《品牌提升三年行动纲要》。公司进一步聚焦主导单品，国缘品牌定位升级为中国新一代高端白酒，确立国缘四开为全国化超级单品。国缘V系战略重要性持续提升，通过V3布局商务消费价格带升级、V9清雅酱香梳理高端化品牌形象，公司将V9事业部调整为国缘V系事业部，包括提出“四大战役”中的V系攻坚战。**2) 品宣：聚焦缘文化，打造“缘起高尔夫，品质生活IP”“缘溯国学，文化中国IP”“缘结国球，健康中国IP”三大缘文化品宣IP。**同时公司将持续聚焦消费者培育，预计2023年将开设1000家品牌专卖店，签约1万家核心品牌终端。**3) 渠道：优化厂商一体化模式。**23年为公司经销主体优化提升年提出1234工程，提升经销商积极性。**4) 区域：聚焦板块市场。**省内将持续分级深耕，实施百城百亿工程。省外确立省外10大重点板块市场，进一步聚焦、集中精力建成大样板，实现以点带面，辐射于周边市场。

## 六、盈利预测及估值

### (一) 核心假设

#### (1) 收入假设

1) 特A+类：特A+类产品为公司主要营收构成，其中以核心单品国缘四开、对开为



主，V系占比相对较低。随着省内主力价格带的升级，V3有望持续切入高线次高端价格带，迎来加速发展，因此预计特A类产品内部的结构有望进一步提升；另外公司明确国缘四开为全国化大单品，随着省内区域的持续精耕，苏中、苏北主流价格带稳步提升只四开价格带；公司进一步加强省内流通渠道的建设，以及省外的进一步拓展，有望稳步发展。因此预计特A+类产品营收，23-25年同比+27%/+24%/+21%。

2) 特A类：特A类产品以国缘雅系、单开以及部分今世缘典藏系列产品为主。公司22年持续围绕提升单开、淡雅国缘份额精准市场，淡雅产品持续布局国缘系列100-200元的空白价格带，有望迎来快速提升。今世缘产品随着持续精简SKU、聚焦核心产品，产品结构进一步改善，有望稳健发展。预计特A类产品营收，23-25年同比+32%/+27%/+24%。

3) 其他产品：A-D类产品公司占比较低，主要为部分今世缘系列产品以及高沟产品。随着公司23年高沟开启名酒复兴，聚力高线光瓶酒，且明确四部一司结构中一司的高沟销售公司，高沟战略地位进一步提升，预计高沟产品将迎来高速发展期。

综上，考虑V系加速发展，国缘开系稳步发展，今世缘产品结构持续优化聚集，高沟开启复兴之路，我们预计22-24年营收增速为：+27%/+24%/21%。

## (2) 盈利假设

1) 毛利率：随着毛利率较高的特A+占比的稳步提升，同时公司费用投放逐渐倾向消费者培育，货折比例有望降低，预计毛利率处于平稳略有提升的阶段，预计23-25年毛利率为76.8%/77.2%/77.6%。

2) 费用率：预计公司保持各渠道的费销比和费用的稳健投放，整体促销端费用率较为平稳，考虑股权激励成本的逐年减少，预计未来费用率整体有望平稳略降，23-25年预计销售费用率分别为17.8%/17.6%/17.3%，管理费用率为4.2%/4.0%/3.8%，研发费用率为0.5%/0.5%/0.4%。

## (二) 估值及投资建议

短期来看，公司有望受益于省内消费升级，四开稳步放量，淡雅、V3加速放量。长期看，公司产品结构持续提升，全国化布局不断推进，营销机制保障持续跟进，股权激励逐步落地，公司活力有望进一步释放。我们预测公司2023-2025年的收入增速分别为27%/24%/21%；归母净利润增速分别为25%/24%/23%，EPS分别为2.49/3.09/3.81元。综合公司过去5年PE-band中值约28x，考虑到公司较快的成长能力和区域龙头特征，按照2023年业绩给28倍PE、一年目标价70元，给予公司“买入”评级。

图表 40：估值对比

证券名称	证券代码	营业收入(百万元)			净利润(百万元)			PE		
		2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
古井贡酒	000596.SZ	20,385	24,419	29,055	4,214	5,344	6,687	32	25	20
口子窖	603589.SH	6,065	7,021	8,029	1,877	2,214	2,567	17	15	13
洋河股份	002304.SZ	35,401	41,215	47,664	11,308	13,456	15,783	19	16	13
迎驾贡酒	603198.SH	6,737	8,051	9,497	2,146	2,638	3,215	22	18	15
均值								21	17	14
今世缘	603369.SH	10,039	12,435	15,040	3,129	3,880	4,780	22	18	15

资料来源：Wind，太平洋研究院整理



## 七、风险提示

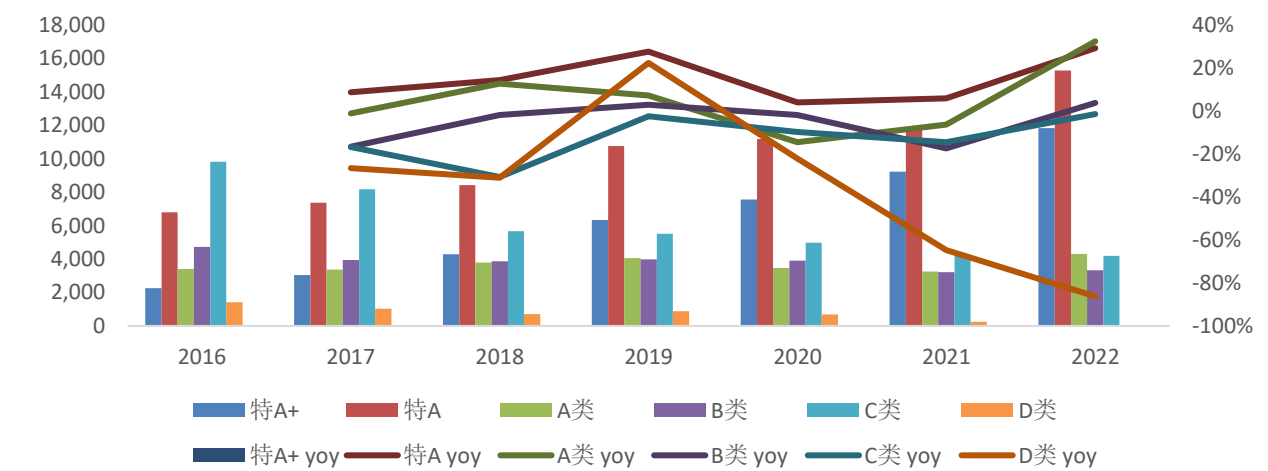
省内竞争加剧，公司出现重大管理瑕疵，宏观经济发生较大的波动，白酒消费有大幅下滑，省外开拓不及预期等

## 八、附录-公司产品量价、区域复盘

### (一) 产品量价复盘：特A类以上整体呈现价稳量升趋势，22年产品A类以上产品进一步放量

从销量看，自17年进入营收加速增长期，特A+类产品销量同比增速高于其他产品，22年销量同比+28%，16-21年CAGR约为34%，成为公司放量的主要来源，特A类产品整体平稳增长，22年受益于春节返乡潮大众价格带放量、国缘品牌力下延打动雅系、单开放量，销量快速提升，同比29%，其他品类，随着公司产品结构的提升以及持续聚焦以国缘品牌为核心的特A类以上产品，B类-D类产品销量有不同程度的下滑。

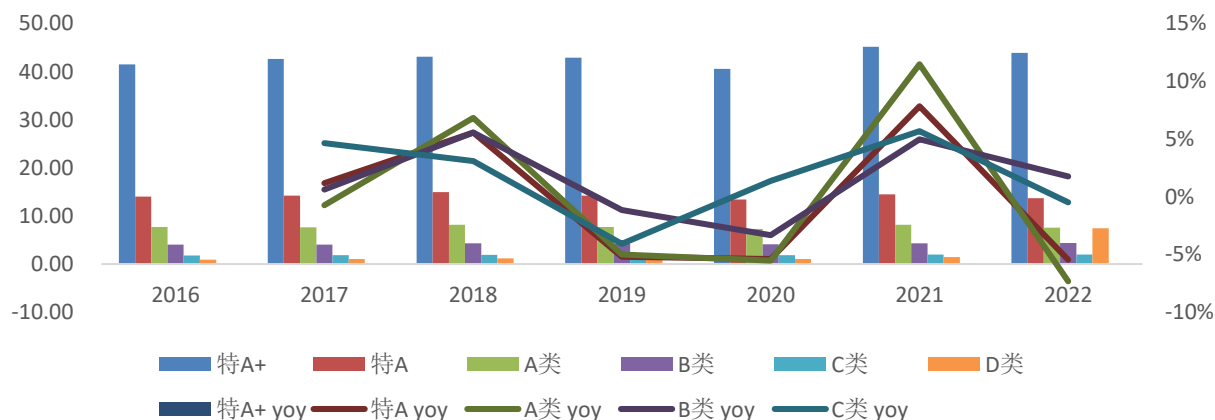
图表41：公司销量趋势（按产品分类，单位：千升）



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

从吨价看，产品结构区隔明显，22年整体批价略有下滑，预计为公司加大货折力度所致。特A+类吨价整体呈现平稳略增，22年特A+吨价约43.92万元/千升，同比-2.82%，特A类的约13.70万元/千升，同比-5.46%，A类-D类吨价约在1.96-7.55万元/千升。整体价格保持平稳，特A+类产品16-22年吨价基本稳定在41-43万元/千升的水平。21年整体吨价有所提升，主要为吨价较高的特A+类占比的提升，以及公司核心单品国缘四开实现了升级换代，推出第四代国缘四开产品，推动特A+类吨价同比+11%。另外，21年公司也对特A类的国缘单开等产品进行提价，推动特A类吨价回升。

图表 42：公司吨价趋势（单位：万元/千升）

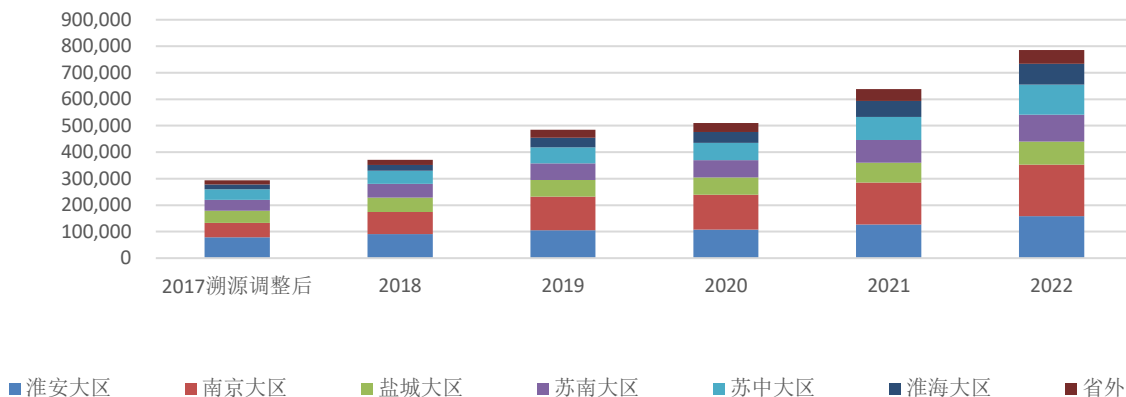


资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

## (二) 区域复盘：淮安基地市场稳步发展，以南京市场为抓手辐射省内其他区域

**省内市场拓展：**18年公司省内区域划分为淮安、南京、盐城、苏南、苏中、淮海6个大区，整体看，基地市场淮安大区呈现稳步增长趋势，17-22年营收CAGR约15%；同时，公司以南京为核心，南京大区体量19年超于淮安大区成为省内营收排名第一区域，17-22年营收CAGR约29%，高于省内大部分区域。公司通过省会南京的影响力，逐步辐射至苏中、苏北的其他区域，苏中大区/苏南大区/盐城大区/淮海大区CAGR分别为23%/19%/14%/35%。

图表 43：19 年南京大区超于淮安大区成为第一大区域



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

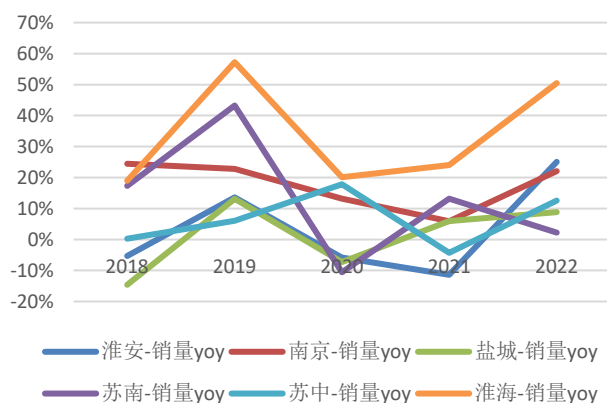
**基地市场-淮安大区：**公司发源于淮安涟水县，淮安市为公司基地市场，今世缘区域精耕程度、市场占有水平较高。淮安大区整体保持平稳增长，17-22年营收CAGR约15%，主要驱动源于主流价格带的持续升级，因为淮安大区经销商数量保持稳定，22年经销商为48家，随着消费结构升级，大区销量趋稳，17-22年销量CAGR约2%，而吨价同比持续提升，17-22年吨价CAGR约13%。

**优势市场-南京大区：**国缘较早切入南京政商务团购市场，南京政商务核心消费群体对国缘认可度较高，随着南京主流价格带持续升级，四开卡位主流价格带加速放量，南京大区快速成长为省内第一大体量区域，17-22年营收CAGR约29%。随着渠道的持续深

耕、下沉，区域占有率持续提升，叠加南京市场主流价格带升级，南京大区17-22年实现量价齐升，其中17-22年销量CAGR约17%、吨价CAGR约10%。公司通过V系进一步布局南京市场消费升级方向，未来量价仍有进一步提升空间。我们认为经济水平价高的省会南京市场的白酒消费，在省内具有标杆效应，随着南京市场的持续拓展，有望辐射省内其他区域。

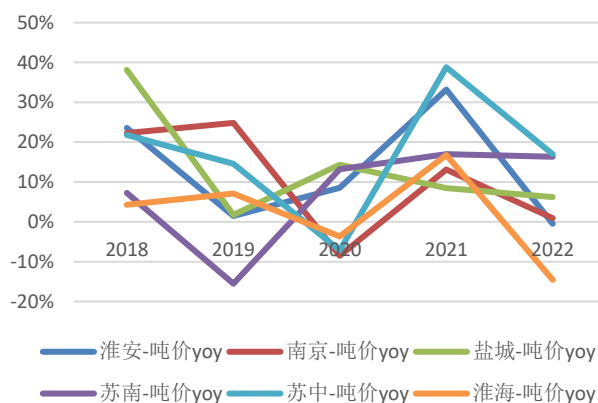
**其他区域：**随着苏中、苏北价格的持续升级，17-22年公司苏中、苏北区域营收保持较快增长，其中，**1) 淮海大区**基数相对较小，17-22年实现快速成长，CAGR约35%，随着体量快速成长，淮海大区逐渐进入稳步发展期；**2) 苏中大区**17-22年营收CAGR约23%，主要为渠道持续深耕、下沉，经销商数大幅增长，从17年52家增长22年108家，推动苏中大区实现量价齐升，17-22量价CAGR分别为6%、16%。**3) 盐城大区**平稳增长，17-22年CAGR约14%，从量价看，主要为吨价提升驱动，17-22年盐城大区销量、吨价CAGR分别为1%、13%。**4) 苏南大区**17-22年营收CAGR约19%，主要受益于南京市场标杆效应、主流价格带升级，公司持续加强苏南地区投入，苏南大区渠道加速下沉，经销商数量从17年48家提升至22年79家，实现量价齐升，17-22年销量、吨价CAGR约12%、7%。随着区域的进一步深耕以及V系等高线次高端产品培育，苏南大区仍有较大成长空间。

图表44： 18-22年区域销量同比趋势



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表45： 18-22年区域吨价同比趋势



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

**资产负债表(百万)**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	3958	5381	7087	7716	8607
应收款项	57	76	230	202	295
存货净额	3194	3910	7847	9631	11516
其他流动资产	2725	2296	1855	1759	1655
流动资产合计	9933	11662	14763	17052	19816
固定资产	1294	1219	1345	1211	1439
在建工程	726	1761	1595	1770	1595
无形资产及其他	170	343	334	326	317
长期股权投资	24	29	29	29	29
资产总计	14434	18184	21236	23557	26366
短期借款	0	600	600	600	600
应付款项	570	1081	1520	1190	1581
合同负债	0	0	110	45	73
其他流动负债	4409	5259	5259	5259	5259
流动负债合计	4980	6941	7489	7095	7514
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0
其他长期负债	157	178	178	178	178
长期负债合计	157	178	178	178	178
负债合计	5137	7119	7668	7273	7692
股本	1255	1255	1255	1255	1255
股东权益	9297	11065	13568	16284	18674
负债和股东权益总计	14434	18184	21236	23557	26366

**现金流量表(百万)**

经营活动现金流	3024	2780	247	2048	3536
投资活动现金流	(1216)	(1121)	40	(40)	(54)
筹资活动现金流	(385)	47	(626)	(1164)	(2390)
现金净增加额	1424	1705	(339)	843	1092

**利润表(百万)**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	6408	7888	10039	12435	15040
营业成本	1626	1845	2327	2838	3365
营业税金及附加	1105	1277	1606	1990	2406
销售费用	968	1390	1787	2189	2602
管理费用	258	323	422	497	572
财务费用	(65)	(100)	(88)	(98)	(122)
其他费用/(-收入)	219	206	175	140	140
营业利润	2712	3341	4161	5159	6357
营业外净收支	(13)	(14)	0	0	0
利润总额	2699	3328	4161	5159	6357
所得税费用	670	825	1032	1279	1576
净利润	2029	2503	3129	3880	4780
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	2029	2503	3129	3880	4780

**预测指标**

ROE	22%	23%	23%	24%	26%
毛利率	75%	77%	77%	77%	78%
销售净利率	32%	32%	31%	31%	32%
收入增长率	25%	23%	27%	24%	21%
利润增长率	29%	23%	25%	24%	23%
总资产周转率	0.44	0.43	0.47	0.53	0.57
应收账款周转率	113.20	103.85	43.61	61.43	51.01
存货周转率	0.51	0.47	0.50	0.50	0.50
资产负债率	36%	39%	36%	31%	29%
流动比	1.99	1.68	1.97	2.40	2.64
EPS	1.62	2.00	2.49	3.09	3.81
BVPS	7.41	8.82	10.82	12.98	14.89
P/E	34.49	27.96	22.37	18.04	14.64
P/B	7.53	6.33	5.16	4.30	3.75
P/S	10.92	8.87	6.97	5.63	4.65

资料来源：WIND，太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锬	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com





## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。