

2023年06月02日  
今世缘(603369.SH)

ESSENCE

公司深度分析

证券研究报告

白酒

投资评级

**买入-A**  
维持评级

6个月目标价

83元

股价(2023-06-01)

55.36元

交易数据

总市值(百万元)	69,449.12
流通市值(百万元)	69,449.12
总股本(百万股)	1,254.50
流通股本(百万股)	1,254.50
12个月价格区间	37.38/66.35元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.9	-5.5	27.9
绝对收益	-7.4	-13.3	21.1

赵国防

分析师

SAC 执业证书编号: S1450521120008

zhaogf1@essence.com.cn

胡家东

联系人

hujd@essence.com.cn

相关报告

今世缘: 22年完美收官, 23年加速向前	2023-03-13
今世缘: 收入利润均超预期, 激励改革红利持续释放	2022-08-31

## 今世缘: 站在新的起点

■ **事业部改革持续推进, 内部协同效率有望提升。**公司实施分品牌事业部制, 制定“分品提升、分区精耕”战略, 挖掘三大品牌增长潜力, 针对不同市场精细化运作。通过积极走访上市公司, 持续优化分事业部运作方案, 内部协同效率有望提升。

■ **苏酒市场广而优, 省内仍具精耕潜力。**江苏白酒市场大结构优, 今世缘与洋河在产品创新、结构升级等方面错位竞争, 竞合发展逻辑成立。公司在苏北及南京市场表现强劲, 后续价格带延伸及渠道深耕, 省内仍有开拓空间。省内开系、淡雅基本盘扎实, 目前V系高端化、渠道梳理已见成效, 后续有望迅速放量贡献新增长点。

■ **省外发展战略调整, 聚焦区域与品牌。**公司前期因产品选择不准省外推广不畅, 目前明确聚焦国缘品牌, 具体来看, 600元价格带成长性高, 公司构建V3长三角一体化; 四开省内表现扎实且渠道推力强, 进行周边化推广。同时确立10个重点板块市场, 辐射带动周边市场。

■ **短期以价放量货折比例高, 行业回暖利润弹性有望释放。**疫情期间酒企多通过提高货折比例、加大费用投入抢占市场。一季度公司通过加大货折和费用投入方式以价换量, 促进终端动销。针对确定性强的宴席市场加大投入, 通过冠名演唱会、开展节日活动提升品牌认知。后续随着国缘V系、开系从培育期步入产品放量期, 行业整体回暖后, 宴席回补确定性强、消费需求提升, 利润弹性亦将逐步释放。

■ **投资建议:** 高端化层面, V3完成导入期, 新推六开占位800元价格带, 高端化初见成效, 后续高增可期。省外扩张层面, 公司多层面积积极尝试, 有望与四开、对开形成协同发展。2023年公司收入目标锁定百亿、利润率随货折降低弹性可期, 持续推荐。我们预计公司2023年-2025年的收入增速分别为28%、26%、26%, 净利润的增速分别为27%、25%、20%, 成长性突出; 维持买入-A的投资评级, 6个月目标价为83元, 相当于2024年26X的动态市盈率。

■ **风险提示:** 疫情反复, 经济下行, 竞争格局恶化, 核心假设不及预期

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	6,408.5	7,888.0	10,104.5	12,695.2	15,982.8
净利润	2,029.1	2,502.8	3,184.6	3,990.9	4,791.3
每股收益(元)	1.62	2.00	2.54	3.18	3.82
每股净资产(元)	7.41	8.82	10.80	12.87	15.35

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	37.0	30.0	23.6	18.8	15.7
市净率(倍)	8.1	6.8	5.5	4.6	3.9
净利润率	31.7%	31.7%	31.5%	31.4%	30.0%
净资产收益率	21.8%	22.6%	23.5%	24.7%	24.9%
股息收益率	1.0%	0.7%	1.5%	1.9%	2.2%
ROIC	23.1%	26.2%	27.1%	29.2%	29.4%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 目 录

前言	5
1. 事业部改革持续推进，内部协同效率有望提升	6
1.1. 改革推进：强调品牌资源聚焦，利于品牌打造	6
1.2. 改革效果：聚焦三大品牌，打造差异化运作模式	6
1.3. 持续优化：优化调整步伐持续推进，有望赋能省内外市场	6
2. 苏酒市场广而优，省内仍具精耕潜力	7
2.1. 苏酒市场广而优，龙头酒企市占率未达天花板	7
2.2. 苏酒市场活力足，双强竞合发展逻辑依然成立	10
2.3. V 系高端化持续推进，开系淡雅基本盘稳定	12
3. 省外发展战略调整，聚焦区域与品牌	15
3.1. 前期省外推广定力不足，省外推广支持力度弱	15
3.2. 公司思路调整：区域、品牌双聚焦	15
4. 短期以价放量货折比例高，行业回暖利润弹性有望释放	17
4.1. 宴席市场确定性高，公司短期加大费用以价换量	17
4.2. 多层次营销建立品牌认知，行业回暖后利润弹性有望释放	19
5. 盈利预测	20
6. 风险提示	21

## 目 录

图 1. 今世缘改革前后销售组织架构对比	6
图 2. 2021 年部分省份白酒市场销售规模（亿元）	7
图 3. 2022 年江苏 GDP 排名第二	7
图 4. 2022 江苏人均可支配收入远高于全国平均水平	7
图 5. 2022 年排名前十省份常住人口	8
图 6. 江苏食品烟酒消费支出及人均可支配收入（元）	8
图 7. 2022 年江苏省各市 GDP 及增速	9
图 8. 2022 年江苏省各市人均 GDP	9
图 9. 江苏各区域白酒消费主流价格带	9
图 10. 2022 年今世缘省内各大区营收占比	10
图 11. 2022 年江苏省各区营收及 2018-2022 年 CAGR	10
图 12. 2022 年江苏各大区白酒市场规模及今世缘市占率	10
图 13. 2021 年安徽白酒各品牌市占率	11
图 14. 今世缘营收占比	13
图 15. 2017-2022 特 A+ 产品收入及各产品增速	13
图 16. 国缘 V 系高端化持续推进	14
图 17. 今世缘前期省外发展产品选择不准	15
图 18. 今世缘省内外发展不均衡，省外推广不畅	15
图 19. 公司省外重点板块市场主要在周边省份	16
图 20. 2018-2023Q1 毛销差（%）	17
图 21. 中国婚庆餐饮市场规模及增速	18
图 22. 当前矛盾主体在于渠道信心不足	18
图 23. 今世缘举办国缘 V3 母亲节活动	19
图 24. 今世缘分别冠名张韶涵、张信哲演唱会	19

表 1: 江苏白酒主流消费价格带 .....	8
表 2: 江苏各价位带主流产品 .....	11
表 3: 洋河与今世缘在产品创新、结构升级、市场价格体系管理方面表现良性 .....	12
表 4: 今世缘部分产品及价格 .....	13
表 5: 2020 年以来国缘开系价格调整情况 .....	14
表 6: 400-500 元价格带主流产品 .....	16
表 7: 区域名酒盈利水平变化概览 .....	17
表 8: 区域名酒费用水平变化概览 .....	18
表 9: 区域名酒价位带布局全面 .....	19
表 10: 主营业务拆分与主要假设 (亿元) .....	20
表 11: 盈利预测表 .....	21
表 12: 可比公司估值表 (截至 2023.5.28) .....	21

## 前言

公司股价持续上涨一度创历史新高，站在当下时点认为仍然存在预期差并持续看好，相较于市场中部分交流观点而言，我们独特的观点有如下几点：

（1）公司主导下组织架构和人员方面的改革持续推进，继续释放活力，而市场只是看到各品牌事业部存在的摩擦和不协同；

（2）省内仍有空间、省外即将突破，市场过多担心省内竞争而对公司省外拓展信心不足进而觉得天花板低；

（3）货折比例的变化能够改善公司盈利状况，我们一直强调区域酒受益宴席市场享受确定性复苏机会，货折变化是上调潜在 EPS 的重要依据。

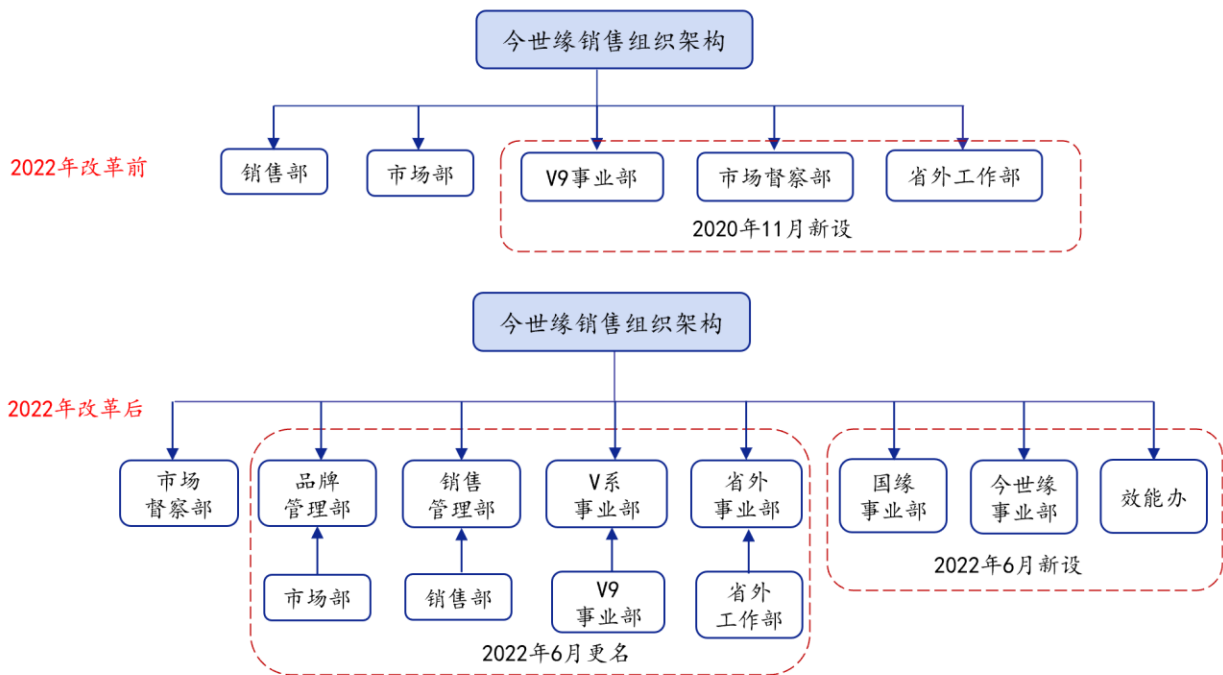
基于以上几点理由，我们认为公司仍存在较大预期差，站在当下的时点仍有很高配置价值，继续推荐。

## 1. 事业部改革持续推进，内部协同效率有望提升

### 1.1. 改革推进：强调品牌资源聚焦，利于品牌打造

积极推进事业部改革，强调品牌资源聚焦。2020 年今世缘在原有销售部与市场部的基础上，新设 V9 事业部、市场督察部与省外事业部，其中 V9 事业部同时负责国缘 V9 及 V 系其他产品的运作。2022 年 6 月，今世缘制定“分品提升、分区精耕”的营销战略，推出内部组织机构改革，实施分品牌事业部制，同时对部分机构职能进一步优化和调整。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、效能办。

图1. 今世缘改革前后销售组织架构对比



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 1.2. 改革效果：聚焦三大品牌，打造差异化运作模式

聚焦三大品牌，差异化运作。公司分品牌运作后对产品层面的总体规划主要是，坚持国缘 V9 高端化战略引领，完善品系策略，坚持错位竞争，通过产品差异化和高性价比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；今世缘品牌突出打造“中国人的喜酒”，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。公司具备多品类、多品牌的特点，不同品牌定位和所处价格带差异大，通过分品牌运作能够有效聚焦三大品牌，同时保证不忽视今世缘、高沟品牌的发展。单同时也存在各品牌事业部之间协同运作不畅的问题。

### 1.3. 持续优化：优化调整步伐持续推进，有望赋能省内外市场

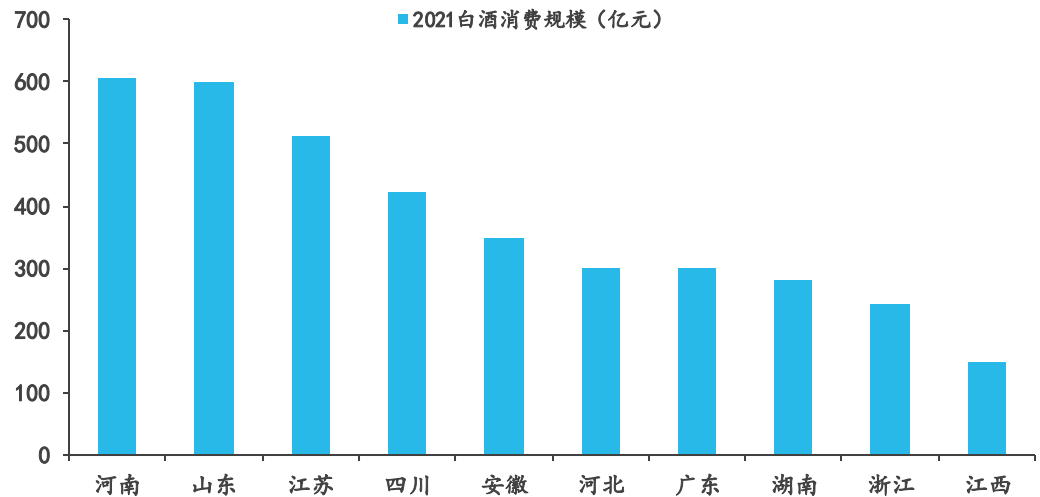
优化步伐持续推进，内部协同效率有望提升。公司分事业部运作后，有利于激发团队活力、调动团队积极性，同时有助于公司区域精耕，整体改革方向正确且卓有成效。但分事业部运作以来，公司在统和分、省内和省外、各事业部之间的分工协同仍有较大提升空间。据公司 2022 年度业绩说明会，公司积极调研梳理分事业部运行过程中存在的问题，高管团队与相关职能部门将拟定初步的优化调整方案。预计未来事业部改革优化方案落地后，将进一步赋能省内外市场。

## 2. 苏酒市场广而优，省内仍具精耕潜力

### 2.1. 苏酒市场广而优，龙头酒企市占率未达天花板

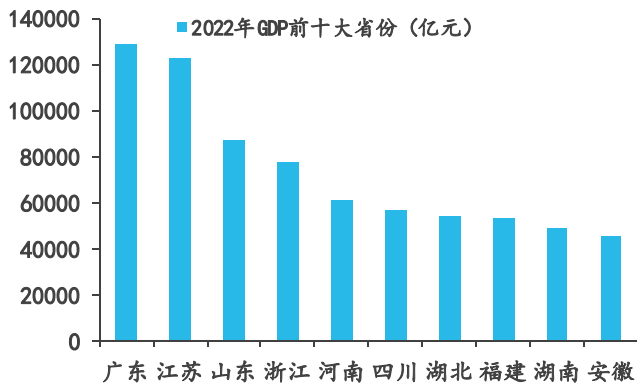
江苏 GDP 领跑全国，苏酒市场规模广。2022 年江苏省 GDP 达 122877 亿元，同比+2.8%，位于全国前列；人均可支配收入为 60178 元，远高于全国平均值 49283 元。经济总量、人均可支配收入领先及常住人口基础大为苏酒发展孕育基础。从白酒消费规模来看，2021 年江苏白酒市场销售规模达 513 亿元，同比+30%，人均饮酒量达 8.3kg。据酒说统计，随着经济持续向好，省内白酒消费空间有望进一步提升，预计未来白酒市场规模达 500-600 亿元。

图2. 2021 年部分省份白酒市场销售规模（亿元）



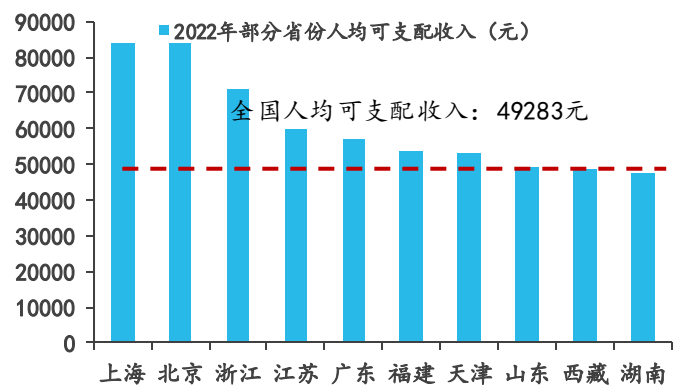
资料来源：酒说，酒业家，酒业报道，华夏酒报，酒经纵横，安信证券研究中心测算

图3. 2022 年江苏 GDP 排名第二



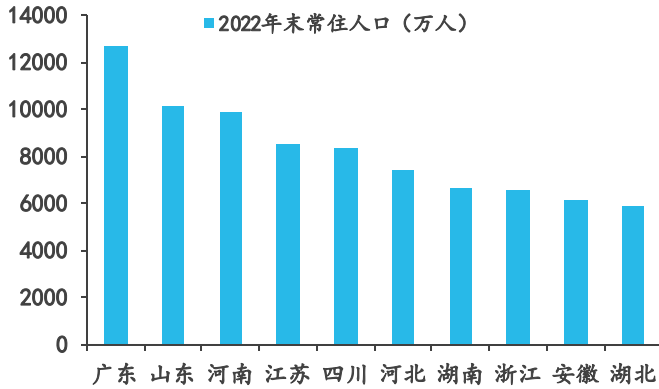
资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

图4. 2022 江苏人均可支配收入远高于全国平均水平



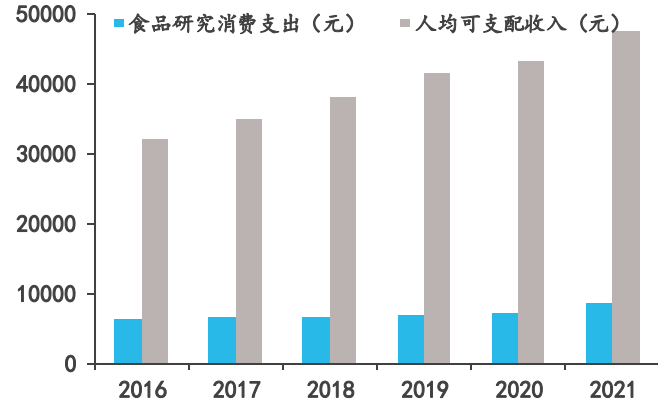
资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

图5. 2022 年排名前十省份常住人口



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

图6. 江苏食品烟酒消费支出及人均可支配收入 (元)



资料来源：江苏统计年鉴，安信证券研究中心

**白酒消费结构优，民营经济拉动商务消费。**白酒消费主流价格带与经济发展水平直接相关，江苏经济发展水平领跑全国，居民消费力足，叠加高民营经济占比拉动白酒政商务需求。据统计局数据，2022 年江苏省民营经济增加值达 7.1 万亿元，同比+3.5%（按不变价格计算），快于 GDP 增速 0.7pct；民营经济占全省 GDP 比重达 57.7%。同时大众消费价格带仍处于前列，2021 年开始江苏白酒主流消费价格带升级到 400 元以上，四开、梦 6+快速放量。而根据《2021 中国白酒消费洞察白皮书》，2021 年全国白酒平均消费价格为 289 元。根据酒业报道，江苏省高端/次高端/中档/低端酒分别占比 23%/25%/28%/25%。

表1：江苏白酒主流消费价格带

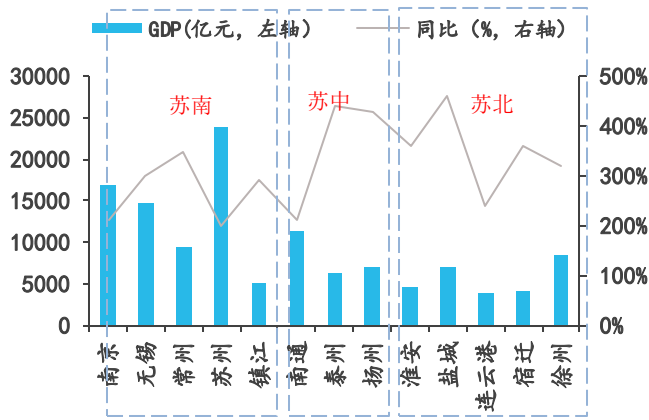
时间	主流消费价格带	主要白酒品牌
2012 年前	150 元以下	海之蓝、洋河大曲、今世缘、双沟
2012-2015 年	150-300 元	天之蓝、国缘单开、典藏
2015-2017 年	300-400 元	天之蓝、国缘双开
2017-2021 年	400 元以上	四开、国缘、梦 6+、梦 3 水晶版

资料来源：酒说，微酒，安信证券研究中心

**省内区域分化明显，苏南、苏中市场潜力足。**苏南位长三角，与上海和浙江相邻，聚集南京、苏州、无锡、常州、镇江等经济重镇，苏南地区消费价位较高，主流消费以高端酒、次高端品牌为主。苏中处于苏南、苏北之间，地区消费能力稍次，主流消费以中档价位带产品为主。苏北主要与安徽和山东交接，经济水平相对较弱，主流价格带以本土苏酒产品为主。2022 年，苏南各市 GDP 表现良好，苏州、南京、无锡位列前三，分别为 23958/16908/14851 亿元。同时，2022 年苏南人均 GDP 均领先苏中、苏北各市。受益于苏南人均消费力提升及四开、V3 在苏南市场具备良好饮酒氛围，公司苏南市场份额提升仍有较大空间。苏中地区收入水平介于苏南和苏北之间，2022 年省内收入占比 16%左右，未来仍有广泛增长空间。

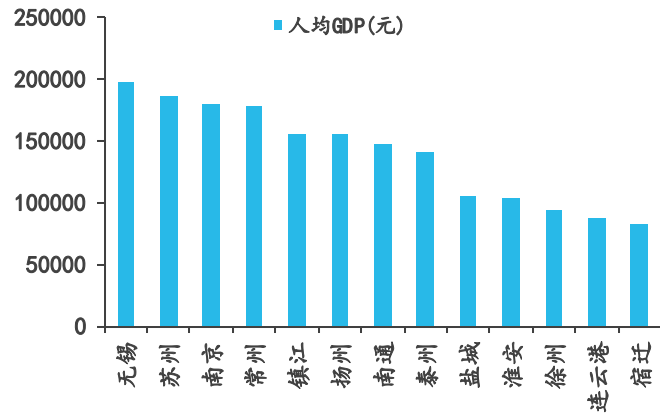


图7. 2022 年江苏省各市 GDP 及增速



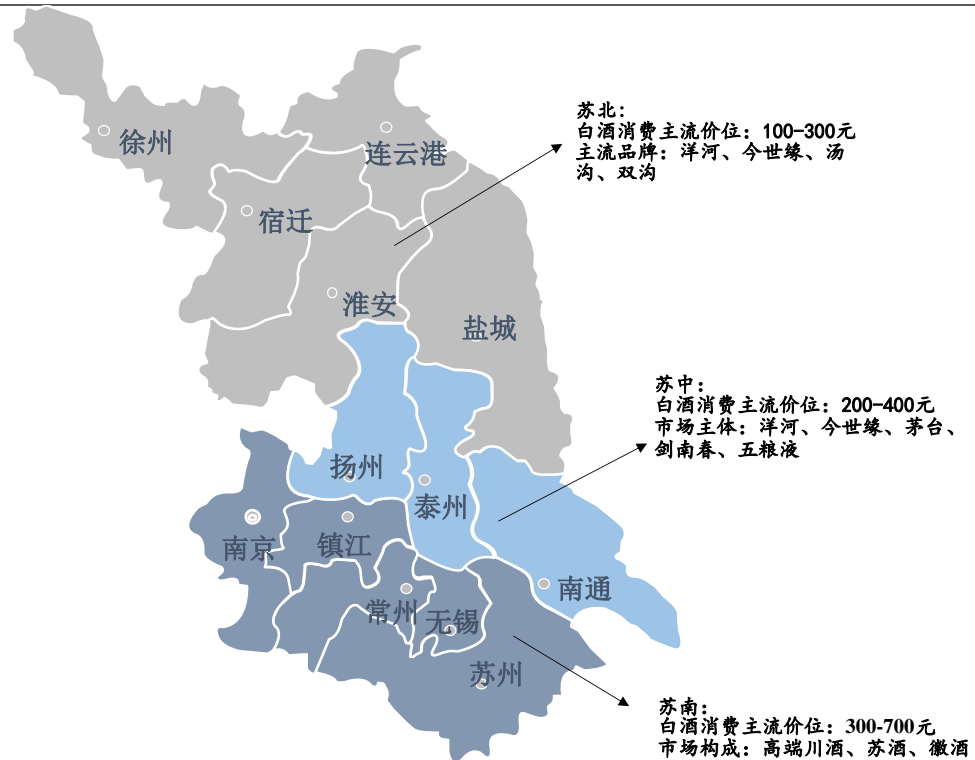
资料来源：江苏统计局，安信证券研究中心

图8. 2022 年江苏省各市人均 GDP



资料来源：wind，安信证券研究中心

图9. 江苏各区域白酒消费主流价格带



资料来源：酒说，酒业家，安信证券研究中心

强势地区基数大增速高，省内仍有开拓空间。今世缘在南京、淮安地区布局较早，省内销售占比较高。2022 年，南京大区与淮安大区占比分别为 21%、27%，贡献省内占比近 50%，具备销售规模较大且复合增速高的特点。而苏南、南京地区具备消费价位高、市场容量大的特点，今世缘苏南/南京大区省内营收仅达 10.12/19.44 亿元。根据酒业家数据，苏州市场作为华东白酒市场高地，整体容量接近 90 亿元，南京市场容量接近 80 亿元，省内增长空间仍存。公司可借助南京地区优势，进一步辐射苏南、苏中、淮海、盐城地区。

图10. 2022 年今世缘省内各大区营收占比

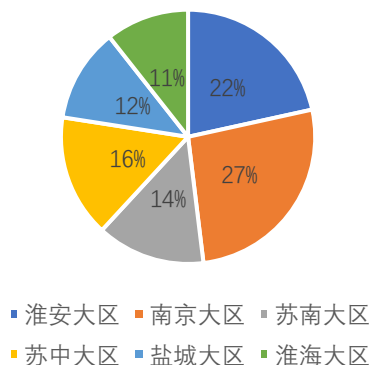
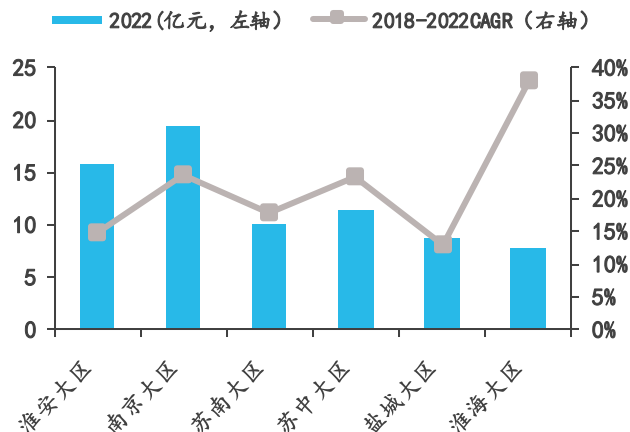


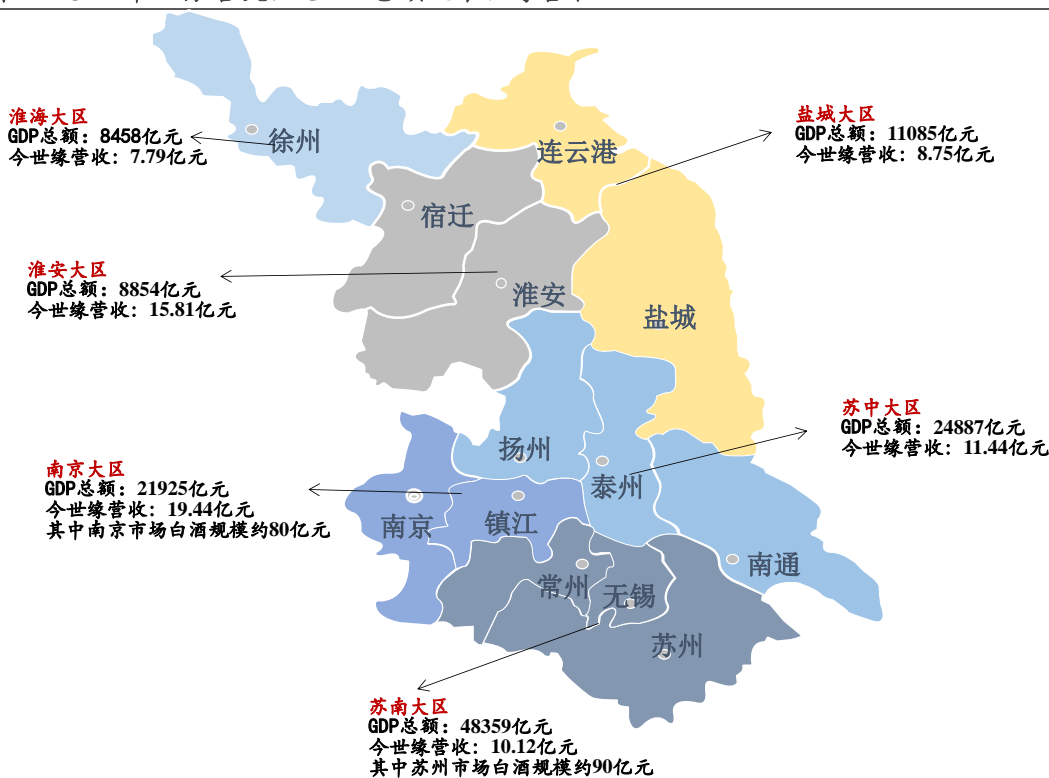
图11. 2022 年江苏省各区营收及 2018-2022 年 CAGR



资料来源: wind, 安信证券研究中心

资料来源: wind, 安信证券研究中心

图12. 2022 年江苏各大区 GDP 总额及今世缘营收



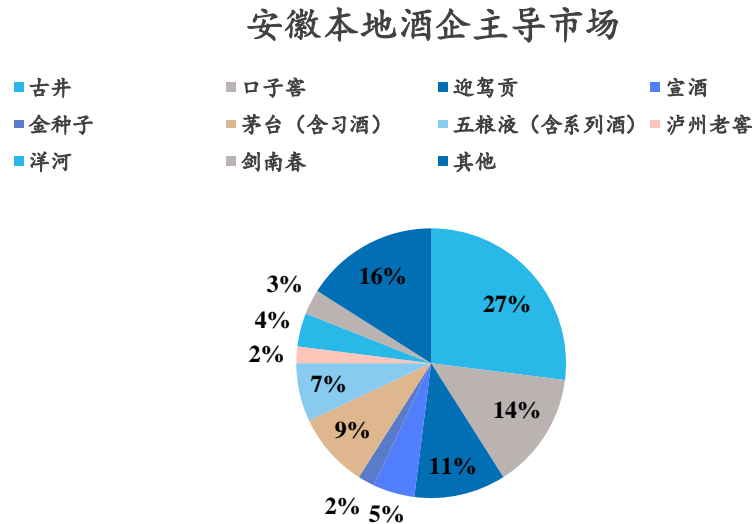
资料来源: wind, 安信证券研究中心

## 2.2. 苏酒市场活力足，双强竞合发展逻辑依然成立

苏酒市场大格局优，龙头酒企仍有渗透空间。洋河与今世缘作为苏酒双龙头，在省内具备强势品牌力与渠道优势。而江苏经济发展水平高，白酒消费规模大且主流消费价格带领先，今世缘与洋河在苏酒次高端带表现尤其强势。安徽与江苏接壤，经济增速与白酒消费特征相似。古井贡酒为徽酒绝对龙头，迎驾贡酒、口子窖为两大强势品牌，省内地产酒保持一超两强竞争格局。根据立鼎产业研究院数据，2021 年，古井贡酒占据安徽白酒市场龙头，市占率达 27%，口子窖和迎驾贡酒的市占率分别为 14%、11%，安徽市场三大地产酒品牌市占率累计达 52%。反观苏酒市场，2021 年洋河江苏白酒市场市占率达 25.97%，今世缘省内

市占率达 11.56%，累计市占率为 37.53%，本土酒企市占率与市场结构相似的徽酒相比仍有差距，省内空间依旧广阔。

图13. 2021 年安徽白酒各品牌市占率



资料来源：立鼎产业研究院，安信证券研究中心

**今世缘、洋河两强并存，错位竞争。**消费价格带上，省内高端市场以茅五泸为主。次高端价位带今世缘与洋河作为本地龙头品牌表现强势，洋河凭借独特的绵柔风格与品牌打造模式，在省内掀起蓝色风暴。今世缘则采取差异化竞争战略，在价位带、渠道等方面均有洋河错位竞争，开辟商务消费渠道。具体价位带来看：

- ✓ **千元价位带：**国缘 V9 属于高端形象产品，梦之蓝 M9 与梦之蓝手工版同样定位于品牌形象塑造产品。
- ✓ **700-900 价位带：**国缘 V3 属于战略放量产品。梦之蓝 M6 先发优势明显。国缘 V3 经前期培育后逐步起势。
- ✓ **400-600 价位带：**国缘四开在南京、淮安、常州等强势区域表现较好，具备饮酒氛围。梦 3 品牌力广，消费者选择多。
- ✓ **百元价位：**对开、淡雅系列表现较好，淡雅导入时间较晚，但渠道掌控好，叠加国缘品牌的品牌力，省内增长势头明显。洋河天之蓝、海之蓝在全国体量较大。

表2：江苏各价位带主流产品

价格带	主流省内品牌		主流省外品牌
	今世缘	洋河	
800 元以上	国缘 V9、V6	梦之蓝手工班、梦 9	飞天茅台、高度五粮液、高度国窖 1573
400-800 元	国缘 V3、四开	梦 6+、梦 3 水晶版	红花郎 15 年、水晶剑
300-400 元	国缘对开、K 系列	天之蓝	红花郎 10 年、臻酿八号
100-300 元	淡雅、典藏 10 年	海之蓝	古井 5 年、口子窖 6 年、五粮春
50-100 元	典藏 5 年、典藏 8 年	青瓷、双沟柔和	古井献礼、口子窖 5 年、五粮醇、贵宾郎

资料来源：今日酒价，安信证券研究中心

**今世缘、洋河均具优势，良性竞合可期。**江苏市场本地酒企优势明显，在香型口感、渠道基础方面具备壁垒，消费者对地产品牌认知度高。2019 年 11 月，搭乘苏酒消费升级之风，洋河推出梦 6+，抢占 600 元价格带。通过组织改革、渠道梳理、控价控货、消费者扫码应红包活动等省内迅速铺货放量。随后陆续推出梦 3 水晶版、新版天之蓝、新版海之蓝进行产品结构升级。今世缘则在 2016 年发力国缘开系，实现大单品化。2020 年底今世缘推出第四代新四开国缘，后续通过提价、开启配额制实现四开升级换代，同时在 2023 年春糖推出国缘六开，提升国缘品牌势能。**今世缘、洋河在省内具备渠道与品牌优势，通过消费者**

培育可以迅速推广放量，同时凭借本地名酒品牌力与香型口感壁垒，未来良性竞合发展逻辑仍成立。

表3：洋河与今世缘在产品创新、结构升级、市场价格体系管理方面表现良性

品牌	产品创新	结构升级	价格管控措施/效果
洋河	独创绵柔口感，具备蓝色经典、洋河大曲、微分子等多系列，具有“日子酒系列”、“航天系列”、“文创盲盒雪糕”等文创产品。	2019年推出梦6+，进行品质、规格、形象、防伪四重升级，完成省内更新换代。2020年推出梦3水晶版。2021年推出新版天之蓝。2022年推出新版海之蓝，提升品牌高度。	2019年洋河转为“一商为主、多商为辅”的模式，关注渠道库存，加强价格管控。梦6+导入“限店+配额”模式，针对网点建立大数据库，通过“稽查人员调查+数字化工具检测”管控市场秩序。
今世缘	具备国缘、今世缘、高沟三大品牌，独创国缘V9清雅酱香型白酒等，具有金玉满缘、招财进宝、吉祥如意、美满姻缘等文创产品。	2020年底公司推出第四代新四开国缘，在包装上换新升级，增加水滴造型，融入品质、文化、环保、防伪等信息。跟随梦6+顺势推出V3占位700元价格带。2023年4月春糖，推出国缘六开，定价1099元。	2022年公司围绕四开、对开提价，采取配额制。公司升级为“1+1+N”模式，库存水平良好，渠道管控力足。

资料来源：公司官网，安信证券研究中心；

### 2.3.V系高端化持续推进，开系淡雅基本盘稳定

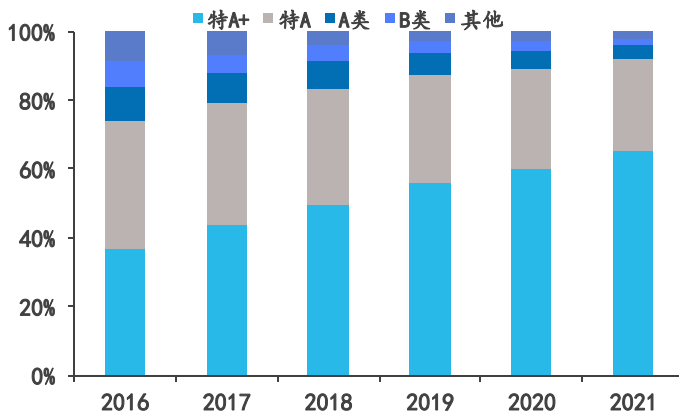
**产品覆盖全价位，结构持续优化。**公司有国缘、今世缘、高沟三大白酒品牌，分别定位于高端与次高端、中端、低端。公司产品结构持续优化，中高端以上产品表现亮眼，2022年公司特A+类产品实现营业收入51.97亿元(+24.78%)，营收占比由2016年的36.82%提升至65.92%，主要由国缘V系、开系拉动。2023年春糖，公司在四开基础上进一步延伸，发布新品柔雅兼香型白酒国缘六开，主要是对国缘系列产品进行补充，战略性布局千元价位带，提前抢占次高端消费新需求，同时承接引领600-700元价位段再升级，与V系形成战略协同，提升国缘品牌价值。

表4: 今世缘部分产品及价格

产品线	产品	浓度	零售价 (元)	
国缘系列	国缘 V9 (至尊版)	42	2299	
	国缘 V9 (商务版)	42	1299 (终端成交价 1100-1200 元)	
	国缘 V6	49	1399	
	国缘 V3	40.9	899 (终端成交价 650-700 元)	
	国缘 K5	42	628	
	国缘 K3	42	428	
	国缘六开	42	1099	
	国缘四开	42	628 (终端成交价 440 元左右)	
	国缘对开	42	428 (终端成交价 280-290 元)	
	国缘单开	42	328	
	国缘柔雅	42	286 (终端成交价 220-230 元)	
	国缘淡雅	42	188 (终端成交价 168 元)	
	今世缘系列	今世缘典藏 D30	49	738
		今世缘典藏 20 年	42	428
今世缘典藏 15 年		42	288	
今世缘典藏 10 年		42	168	
今世缘典藏 5 年		42	108	
今世缘 A6		42	288	
今世缘 A3		42	158	
今世缘·天和		42	88	
今世缘·地和		42	58	
高沟系列		高沟标样 (白标)	42	98
	高沟标样 (黑标)	42	388	
	42 度高沟大青花	42	138	
	42 度高沟小青花 (升级版)	42	98	

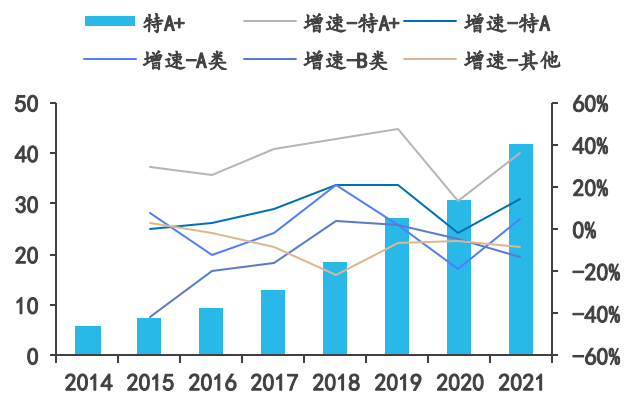
资料来源: 今世缘官网, 京东, 草根调研, 安信证券研究中心

图14. 今世缘营收占比



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图15. 2017-2022 特 A+产品收入及各产品增速



资料来源: wind, 安信证券研究中心

开系淡雅基本盘稳固，四开实现大单品化。国缘开系是公司营收基本盘，按照“扩面增容、控量调价、合理分利”的总体思路，以价格明显提升、销量明显提高、质态明显增强为运

营衡量指标。2020 年以来公司多次调整开系价格体系，当前四开、对开仍处于迅速放量阶段。2022 年三季度，今世缘加大四开、对开系列品牌方面投入，在中秋、国庆双节期间策划了“家国团圆，共品国缘”主题营销活动，品牌力增强；针对烟酒店与消费者加大反向红包奖励，终端推力提升；同时加强酒店、团购方面拓展，实现多渠道互补。国缘淡雅则布局 100-200 元价格带，在国缘品牌带动下，拓宽大众消费场景，凭借渠道力、产品力优势取得增长，成为第三大单品。

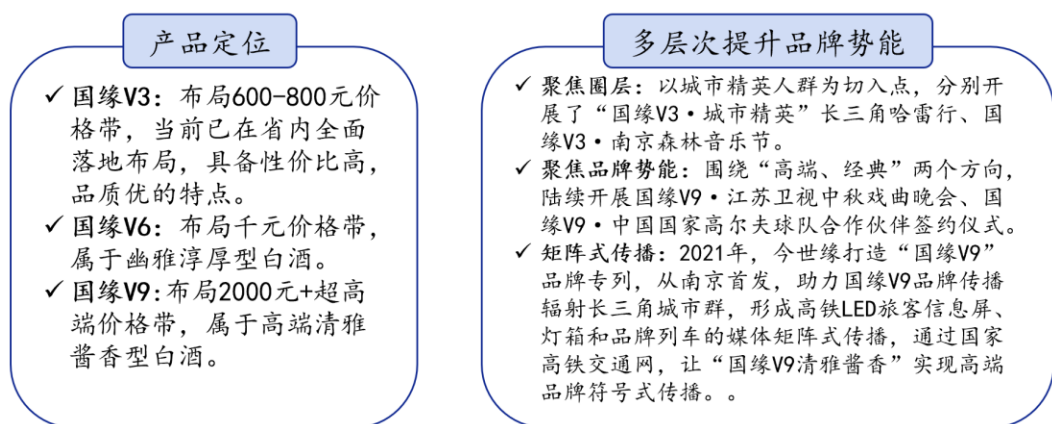
表5：2020 年以来国缘开系价格调整情况

时间	提价说明
2020 年 2 月 1 日	国缘全系产品进行提价，其中四开国缘上调 20 元/瓶、对开国缘上调 20 元/瓶、单开国缘上调 10 元/瓶、国缘 K5 上调 35 元/瓶、国缘 K3 上调 20 元/瓶、柔雅国缘上调 10 元/瓶、淡雅国缘上调 5 元/瓶。
2020 年 7 月 1 日	四开国缘的零售价及团购价上调 15 元/瓶，对开国缘的零售价及团购价上调 10 元/瓶。
2020 年 10 月 1 日	国缘四开于 10 月 1 日起执行配额制，产品零售指导价调整为 588 元/瓶。
2021 年 1 月-3 月	每月 1 日起按 10 元/瓶上调出厂价，建议区域市场同步上调终端供货价、产品零售价及团购价。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。
2023 年 3 月 6 日	公司发布暂停接受国缘四开配额销售订单通知，若有特殊进货需求，按照配额外产品价格执行（开票价上浮 20 元/瓶）。

资料来源：北京商报，新京报，酒业财经，酒说，安信证券研究中心

**国缘 V 系高端化推进，未来或贡献新增长点。**公司在高端市场国缘 V 系布局清晰：其中 V3、V6 为幽雅醇厚型白酒，V9 为清雅酱香型白酒，V 系列定位超高端，V3 卡位 600 元+，V6 卡位千元之上，V9 定价 2000 元以上，定位超高端，公司采取“V9 做形象、V3 做销量、V6 做补充”的差异化布局。V 系攻坚战效果良好：通过组织国缘高端酒品鉴会、成立 V99 联盟体等强化品牌认知，国缘 V3 在过去几年导入市场以来，已在省内全面落地布局，通过坚持“C 端置顶”思维，精准定位城市精英人群等培育消费者形成一定饮酒氛围，未来有望接力开系实现快速放量。国缘 V9 则坚持高端化战略引领，聚焦高端圈层打造品牌高度：签约中国国家高尔夫球队合作伙伴；策划全国业余高尔夫球经营球赛，吸引近 800 位政商界精英群体；2023 年 4 月，今世缘与江苏省苏商发展促进会签订战略合作协议，国缘 V9 成为苏商唯一接待用酒。

图16. 国缘 V 系高端化持续推进



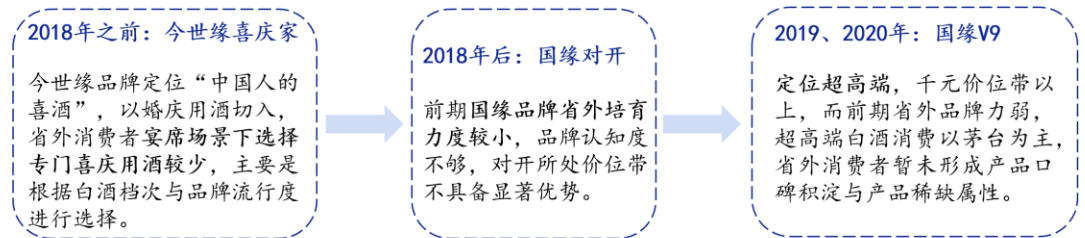
资料来源：微酒，安信证券研究中心

### 3. 省外发展战略调整，聚焦区域与品牌

#### 3.1. 前期省外推广定力不足，省外推广支持力度弱

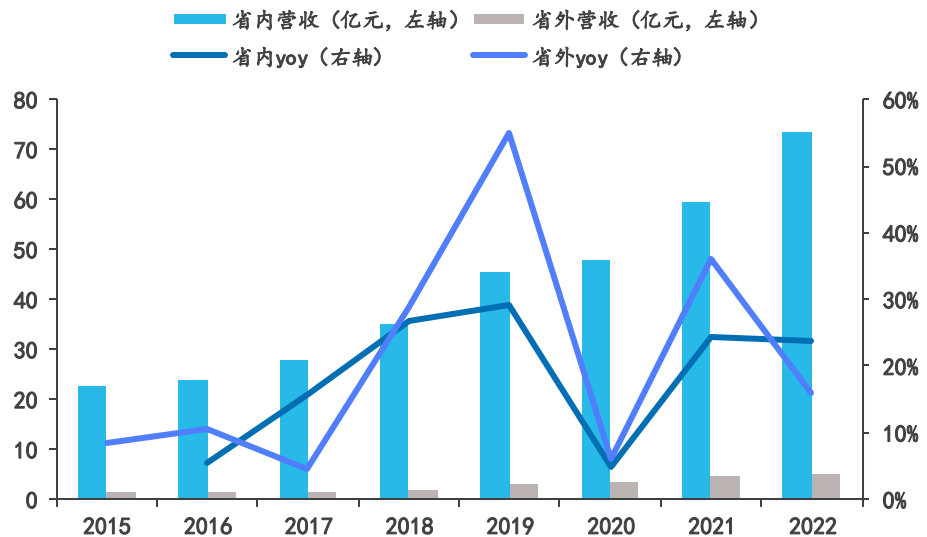
前期市场定力不足，品牌定位选择不准。2018 年之前公司选取今世缘喜庆家系列进行省外推广，2018 年后推广对开，2019 年、2020 年开始逐步向国缘 V9 倾斜，产品选择定位不准，省外收入占比维持在 5-7%。从其他全国化较为顺利的次高端名酒来看：古井贡酒聚焦年份原浆，同时不断进行产品迭代延续产品生命周期，实现全国化。洋河通过聚焦绵柔口感打造蓝色经典品牌势能，同时梦 6 升级为梦 6+，提前抢占 600 元价位带，快速放量。汾酒则通过高性价比光瓶酒玻汾及强势品牌力打开市场。另外，公司此前对省外支持力度弱，处罚严格包容度小，一定程度上限制了省外市场发展。

图17. 今世缘前期省外发展产品选择不准



资料来源：安信证券研究中心

图18. 今世缘省内外发展不均衡，省外推广不畅



资料来源：wind, 安信证券研究中心

#### 3.2. 公司思路调整：区域、品牌双聚焦

高线次高端承上启下，扩容趋势明显。白酒品牌“马太效应”凸显，消费升级趋势。近年来名优酒企表现良好，行业结构升级趋势延续，次高端和高端酒扩容趋势仍存。随着经济持续向好，居民消费能力提升，次高端酒将享受消费升级红利，高端酒提价至千元价格带抬升次高端天花板，600 元价格带避开高端千元价格带，具备高成长性，各酒企加强布局：

浓酱两强分别为洋河梦 6+、习酒窖藏 1988，此外国缘 V3、水井坊典藏大师、古 20、智慧舍得等均发力该价格带。

**次高端核心价位带竞争激烈，四开优势足。**400-500 元作为次高端主流价格带则竞争更为激烈，名优酒企在该价格带均有布局，如水晶剑、青花 20、梦 3、水井坊臻酿八号、品味舍得等。国缘四开布局 400 元价格带，相比 500 元左右次高端白酒具备价格优势，向下可以承接对开、天之蓝等消费升级的人群，具备产品口碑好、性价比高、渠道推力足的优势，公司通过控货提价、产品升级，增加渠道费用力度等稳定四开价盘，终端动销表现良好。据酒说，2022 年四开畅销 30 个省市自治区，2022 年单品销售突破 1000 万瓶。

表6：400-500 元价格带主流产品

品牌	产品	批价	终端成交价	表现/特点
今世缘	国缘四开	420	440 左右	性价比高，省内及换江苏市场品牌力强。
洋河	梦 3 水晶版	400	430-440	梦 6+ 发力更为明显，对梦 3 有一定拉动。
剑南春	水晶剑	410	450-480	全国化百亿级大单品，宴席场景表现优。
山西汾酒	青花 20	345	420	清香白酒大单品，具备香型差异。
舍得酒业	品味舍得	350-360	450	核心单品之一，酒质独特。
水井坊	井台/臻酿八号	510/310	530-550/405	主力单品，与四开价格带略有差异。

资料来源：今日酒价，草根调研，安信证券研究中心

**顺势调整省外思路，区域、品牌双聚焦。**全国化酒企一般选择主流消费价格带作为主要板块或者核心单品在全国范围内招商、铺货，今世缘本身具备名酒基因与良好消费者认知，其中四开渠道利润足、推力强，且作为次高端政商务用酒，四开性价比高，通过南京等强势省内市场可辐射至环江苏市场；国缘 V3 通过前期多渠道、多层次营销铺垫良好消费者认知，顺应高线次高端扩容及主力产品优势，布局消费价位带较高的长三角市场。公司聚焦品牌与区域扩宽省外市场，同时优化渠道模式，具体来看：

- ✓ **品牌上：公司省外扩张思路调整为构建 V3 长三角一体化，四开周边化。**国缘 V3 有望受益于省内外消费升级及 600 元价格带扩容趋势，公司构建国缘 V3 长三角一体化运作体系，加快形成板块联动、集群辐射。而具有竞争优势的国缘四开继续保持战略定力，在环江苏周边市场发力，逐步培育成全国面超级大单品，夯实基本盘。
- ✓ **区域上：通过布局重点板块市场，辐射带动周边市场。**公司全国化投入更多放在周边化、板块化。据酒业家报道，确立马鞍山、枣庄、嘉兴等 10 个县区市场为 2023 年省外重点板块市场，而板块市场联动本身具备协同效应，随着产品、品牌、区域、渠道等聚焦策略落地，有望辐射带动周边市场。

图19. 公司省外重点板块市场主要在周边省份



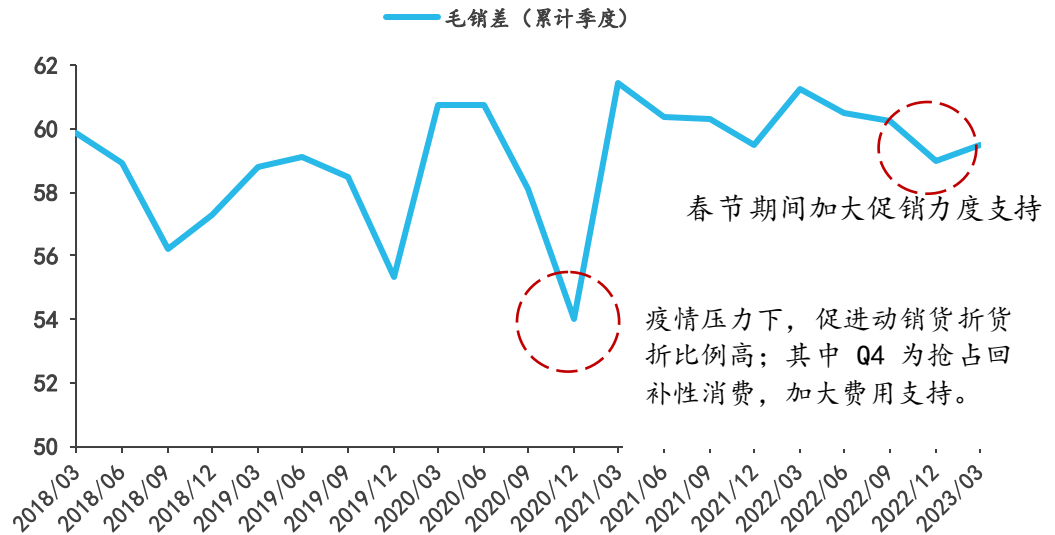
资料来源：公司公告，安信证券研究中心



#### 4. 短期以价放量货折比例高，行业回暖利润弹性有望释放

前期货折比例高盈利承压，行业回暖有望修复。疫情期间酒企承压，为促进动销货折比例高，且大多增加费用投入以抢占市场。2020 年今世缘毛销差下滑明显，主要因疫情期间，公司促销返利折扣力度加大毛利率下降、疫情期间渠道消化库存投放费用较多、经销商层面与终端投入大所致。后续随着国缘 V 系、开系从培育期步入产品放量期，以及行业整体回暖后，宴席回补确定性强、消费需求提升，盈利能力有望进一步改善。

图20. 2018-2023Q1 毛销差 (%)



资料来源: wind, 安信证券研究中心

##### 4.1. 宴席市场确定性强，公司短期加大费用以价换量

短期投入费用以价换量，盈利能力略有承压。去年以来受疫情影响白酒整体消费升级进程有所放缓，疫情放开后，多数次高端和区域名酒费用率有所提升，主要系疫情放开后首个旺季，酒企普遍采用加大费用投放的方式加快动销、抢占市场。今年一季度，今世缘因产品结构升级毛利率提升，但为抢占市场加大货折比例，反向拉低毛利率，二者相互抵消后毛利率有小幅提升，但因促销费用加大、货折比例高因此其销售费用率有所上升，整体盈利能力略有承压。

表7: 区域名酒盈利水平变化概览

证券简称	2022				2022Q4				2023Q1			
	毛利率 (%)	同比变动 (pct)	净利率 (%)	同比变动 (pct)	毛利率 (%)	同比变动 (pct)	净利率 (%)	同比变动 (pct)	毛利率 (%)	同比变动 (pct)	净利率 (%)	同比变动 (pct)
洋河股份	74.60	(0.72)	31.15	1.53	75.08	(2.77)	8.45	(0.21)	76.60	(0.70)	38.32	0.05
古井贡酒	77.17	2.07	18.81	1.49	79.63	7.54	13.18	2.80	79.67	1.78	23.84	3.01
今世缘	76.60	1.98	31.73	0.07	86.47	2.75	30.76	(0.02)	75.40	1.09	33.00	(0.54)
迎驾贡酒	68.02	0.48	30.97	0.78	66.72	1.31	31.13	1.05	71.18	(0.19)	36.53	1.60
合计	74.98	0.52	27.78	1.14	76.98	2.38	16.58	1.39	76.79	0.15	33.97	0.57

资料来源: wind, 安信证券研究中心; 注: 标红数据表示增速为负

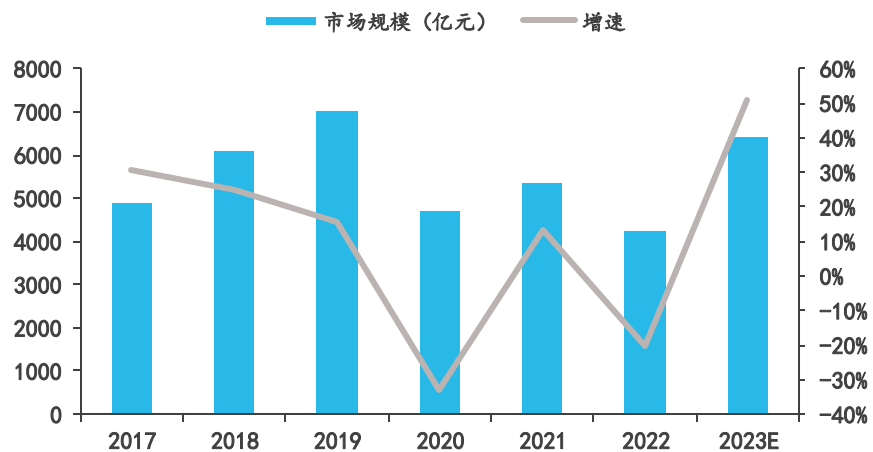
表8: 区域名酒费用水平变化概览

证券简称	2022				2022Q4				2023Q1			
	销售费用率 (%)	同比变动 (pct)	管理费用率 (%)	同比变动 (pct)	销售费用率 (%)	同比变动 (pct)	管理费用率 (%)	同比变动 (pct)	销售费用率 (%)	同比变动 (pct)	管理费用率 (%)	同比变动 (pct)
洋河股份	13.88	(0.10)	6.43	(0.79)	45.17	5.80	3.74	(3.38)	7.41	0.81	3.74	(0.32)
古井贡酒	27.93	(2.27)	6.98	(0.72)	26.45	(8.44)	5.47	2.28	28.83	(1.33)	5.47	(0.61)
今世缘	17.62	2.53	4.09	0.07	33.49	5.53	2.08	0.47	15.92	2.88	2.08	0.14
迎驾贡酒	9.17	(0.56)	3.47	(0.82)	9.27	(0.12)	2.60	(1.12)	6.41	(1.36)	2.60	(0.51)
合计	17.84	(0.23)	6.01	(0.66)	31.16	(0.66)	9.38	(0.58)	13.68	0.72	3.85	(0.33)

资料来源: wind, 安信证券研究中心; 注: 标红数据表示增速为负

**宴席回补确定性强，短期以价换量利于快速放量。**疫情期间白酒消费场景受损，需求有望释放。据《2023 中国餐饮产业生态白皮书》数据，2023 年餐饮行业收入有望达 4.8 万亿，2023 年婚庆餐饮市场规模有望达 6420 亿元。五一小长假迎来酒水热潮，**宴席增量明显**：多地婚宴热门酒店、饭店五一档期预订火爆，婚宴大厅预订率 80% 以上，热门酒店几乎订满。叠加前期低基数，婚喜宴等刚性需求场景滞后，白酒复苏弹性更高。同时伴随经济活动复苏，企业商务活动逐渐恢复正常，有望加速带动企业团购、商务接待消费场景复苏。因此，**当下确定性复苏的是宴席市场**，而宴席市场对价格敏感度较高，厂商的返利会得到非常好的效果，厂方通过返利的投放能够实现宴席市场的快速放量和份额争夺。

图21. 中国婚庆餐饮市场规模及增速



资料来源:《2023 年中国餐饮产业生态白皮书》，安信证券研究中心

图22. 当前矛盾主体在于渠道信心不足



资料来源: 安信证券研究中心

酒企普遍投入费用抢占宴席市场，费用收缩后盈利能力有望提升。当下宴席市场复苏确定性强，因此各家酒企都十分重视对宴席市场的抢占，相应加大费用投放，如增加双向红包、出台宴席支持政策。宴席用酒对价格敏感度高，因此费用政策见效快，但这样会导致价盘承压。后续随着酒企任务追赶压力减轻，费用减少投放，则价盘就能很快恢复。我们认为区域性白酒价盘会领先恢复因为区域白酒产品线全，基地市场基本盘稳固、渠道掌控力强，后续费用收缩对价盘恢复见效更快，酒企盈利能力有望同步提升。

表9：区域名酒价位带布局全面

价位带	洋河股份	今世缘	古井贡酒
千元价格带 800-1500元	梦之蓝 M9	国缘 V9、V6	古 26
超次高端 600-800元	梦 6+、贵 15	国缘 V3、今世缘 D30	古 20
次高端 300-600元	梦 6、梦 3 水晶版、 梦 1、天之蓝	四开、K5、K3、 今世缘典藏 20	古 16
中档酒 100-300元	海之蓝、贵 5	对开、单开、淡雅、柔雅	古 5、古 7、古 8
低档酒 100元以下	洋河大曲、珍宝坊	今世缘典藏 5 喜庆家 A3	窖龄、年份原浆献礼版

资料来源：各公司官网，安信证券研究中心

#### 4.2. 多层次营销建立品牌认知，行业回暖后利润弹性有望释放

行业承压期加大费用投入，多层次营销提升品牌认知。各酒企在行业承压期选择加大费用投入，打造全方位线上、线下渠道增强品牌认知度。春节期间国内疫情政策优化，多酒企抢占春节营销刺激动销。节后行业相对平淡，酒企纷纷加码，通过冠名音乐节、演唱会等方式提升品牌知名度，同时迎合节假日热点，创新活动提升品牌势能，强化“构建认知-形成好感-转化动销”的品牌营销策略。母亲节期间，国缘 V3 举办了母亲节主题“时光酒会”，在户外 LED 大屏点亮母亲节主 KV 海报、发起“陪伴她一小时”公益行动、在省内核心商圈发放母亲节“康乃馨”礼物。同时在抖音发起“时光美人 V 爱绽放”挑战赛，总播放量超 1.6 亿，参与人数高达 1.8 万。公司通过线上线下多层次展开营销活动，增强品牌与消费者互动，未来随行业回暖，消费者品牌认知逐步建立后，利润弹性有望逐步释放。

图23. 今世缘举办国缘 V3 母亲节活动



资料来源：网易，安信证券研究中心

图24. 今世缘分别冠名张韶涵、张信哲演唱会



资料来源：网易，国缘 V9 清雅蔷薇，安信证券研究中心

## 5. 盈利预测

**核心假设：公司省内基本盘保持稳固、四开、V3 省外拓张取得一定成效、行业回暖后货折比例下降。**

高端化层面，V3 完成导入期，新推六开占位 800 元价格带，高端化初见成效，后续高增可期。省外扩张层面，公司多层面积极尝试，今年破局在即。2023 年公司收入目标锁定百亿、利润率随货折降低弹性可期，持续推荐。

收入端来看，公司计划 2023 年实现营业总收入 100 亿元左右，我们预计 2023 年实现营收 101 亿元，同比增长 28%。分产品看，开系基本稳固，V 系经前期培育逐步放量，我们预计 2023 年特 A+类、特 A 类、A 类、B 类产品收入增速分别为 35.1%、17.0%、20.9%、27.2%。利润端来看，产品结构随消费升级不断提升，随着行业回暖及区域酒受益于宴请回补，公司货折比例降低及费用投放区域平稳，利润弹性有望释放。

我们预计公司 2023 年-2025 年的收入增速分别为 28%、26%、26%，净利润的增速分别为 27%、25%、20%，成长性突出；维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 83 元，相当于 2024 年 26X 的动态市盈率。

**表10：主营业务拆分与主要假设（亿元）**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
特 A+类	30.7	41.7	52.0	70.2	90.7	117.1
增速	13%	36%	25%	35%	29%	29%
毛利率	81%	83%	84%	85%	88%	88%
特 A 类	15.0	17.1	20.9	24.5	28.7	33.6
增速	-2%	-14%	22%	17%	17%	17%
毛利率	64%	66%	68%	65%	65%	65%
A 类	2.5	2.6	3.2	3.7	4.5	5.4
增速	-19%	4%	23%	14%	23%	21%
毛利率	47%	51%	53%	50%	50%	50%
B 类	1.6	1.4	1.5	1.7	2.1	2.7
增速	-5%	-13%	6%	14%	28%	28%
毛利率	23%	26%	27%	22%	22%	22%
C 类	0.9	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
增速	-9%	-10%	-2%	3%	3%	3%
毛利率	5%	7%	7%	5%	5%	5%
D 类	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
增速	-25%	-52%	-29%	3%	3%	3%
毛利率	3%	4%	4%	3%	3%	3%
其他	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
其他业务	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
总收入	51.2	64.1	78.9	101.0	127.0	159.8
增速	12%	-11%	12%	20%	24%	24%
毛利率	71%	75%	77%	77%	80%	80%

资料来源：wind，安信证券研究中心

表11：盈利预测表

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总营业收入(百万元)	5,121.6	6,408.5	7,888.0	10,104.5	12,695.2	15982.8
YOY	5.1%	25.1%	23.1%	28.1%	25.6%	25.9%
毛利率	71.1%	74.6%	76.6%	77.2%	79.8%	80.3%
销售费用率	17.1%	15.1%	17.6%	17.6%	19.0%	20.9%
管理费用率	4.5%	4.0%	4.1%	4.3%	4.5%	4.8%
归母净利润(百万元)	1,566.9	2,029.1	2,502.8	3,184.6	3,990.9	4,791.3
YOY	7.5%	29.5%	23.3%	27.2%	25.3%	20.1%

资料来源：wind，安信证券研究中心

表12：可比公司估值表（截至 2023.6.1）

	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			EPS		
		2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
600702.SH 舍得酒业	509.0	16.9	21.3	27.6	30.2	23.9	18.4	5.1	6.4	8.3
600779.SH 水井坊	286.3	12.2	14.0	16.7	23.5	20.5	17.1	2.5	2.9	3.4
002304.SZ 洋河股份	2026.0	93.8	110.5	133.5	21.6	18.3	15.2	6.2	7.3	8.9
600559.SH 老白干酒	241.3	7.1	7.6	10.6	34.1	31.7	22.8	0.8	0.8	1.2
000596.SZ 古井贡酒	1342.6	31.4	40.5	50.8	42.7	33.1	26.4	6.0	7.7	9.6
603589.SH 口子窖	327.3	15.5	18.7	22.1	21.1	17.5	14.8	2.6	3.0	3.7
600809.SH 山西汾酒	2591.3	81.0	101.9	127.9	32.0	25.6	20.3	6.6	8.3	10.5
600197.SH 伊力特	131.8	1.7	4.8	6.0	79.7	27.5	22.0	0.4	1.0	1.3
<b>平均值</b>	<b>932.0</b>	<b>32.5</b>	<b>39.9</b>	<b>49.4</b>	<b>35.6</b>	<b>24.8</b>	<b>19.6</b>	<b>3.8</b>	<b>4.7</b>	<b>5.9</b>
<b>603369.SH 今世缘</b>	<b>694.5</b>	<b>25.0</b>	<b>31.8</b>	<b>39.9</b>	<b>27.7</b>	<b>21.8</b>	<b>17.4</b>	<b>2.0</b>	<b>2.5</b>	<b>3.2</b>

资料来源：wind，安信证券研究中心

注：除口子窖为wind一致预期外，其余均为安信证券研究中心预测

## 6. 风险提示

- 疫情反复风险：**若疫情反复，疫情防控政策收紧等，将会影响大众聚饮、商务接待、餐饮宴席等，减少白酒品类的需求。
- 经济下行风险：**若经济下滑严重，消费者会减少白酒消费，影响产品需求和白酒行业升级进程。
- 竞争格局恶化风险。**江苏目前是公司最重要的市场，如果江苏竞争加剧，且公司未能及时有效拓展其他市场，将影响公司的生产经营活动，影响战略目标的实现。
- 核心假设不及预期风险。**本文内容涉及到部分假设前提，若假设不及预期，则可能影响相关结论。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6,408.5	7,888.0	10,104.5	12,695.2	15,982.8	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1,626.4	1,845.5	2,300.8	2,558.8	3,142.2	营业收入增长率	25.1%	23.1%	28.1%	25.6%	25.9%
营业税费	1,104.9	1,277.4	1,636.4	2,055.9	2,588.3	营业利润增长率	29.6%	23.2%	27.1%	25.3%	20.0%
销售费用	967.5	1,390.1	1,779.0	2,416.0	3,340.0	净利润增长率	29.5%	23.3%	27.2%	25.3%	20.1%
管理费用	258.0	322.9	429.5	572.3	765.9	EBITDA 增长率	26.8%	21.9%	30.6%	25.2%	20.6%
研发费用	30.4	37.6	48.9	63.5	82.6	EBIT 增长率	27.7%	22.0%	30.4%	25.4%	20.0%
财务费用	-65.1	-100.0	-46.8	-56.2	-74.7	NOPLAT 增长率	27.6%	22.5%	29.5%	25.3%	19.9%
资产减值损失	-	-	-	-	-	投资资本增长率	7.7%	25.5%	16.2%	19.1%	19.3%
加:公允价值变动收益	97.6	84.0	90.8	87.4	89.1	净资产增长率	12.5%	19.0%	22.5%	19.1%	19.3%
投资和汇兑收益	121.3	122.2	198.1	147.2	155.8						
营业利润	2,712.3	3,341.4	4,245.8	5,319.4	6,383.4	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-12.9	-13.7	-11.7	-12.2	-12.6	毛利率	74.6%	76.6%	77.2%	79.8%	80.3%
利润总额	2,699.4	3,327.7	4,234.1	5,307.2	6,370.8	营业利润率	42.3%	42.4%	42.0%	41.9%	39.9%
减:所得税	670.3	824.9	1,049.5	1,316.3	1,579.5	净利润率	31.7%	31.7%	31.5%	31.4%	30.0%
净利润	2,029.1	2,502.8	3,184.6	3,990.9	4,791.3	EBITDA/营业收入	43.5%	43.1%	43.9%	43.7%	41.9%
						EBIT/营业收入	41.7%	41.3%	42.0%	42.0%	40.0%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	65	57	48	44	43
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	-60	-91	-77	-86	-81
货币资金	3,957.8	5,381.3	6,391.3	10,294.3	11,696.8	流动资产周转天数	515	493	429	412	396
交易性金融资产	2,683.9	2,256.0	2,481.6	2,729.8	3,002.8	应收帐款周转天数	3	3	4	4	4
应收帐款	56.6	76.0	148.6	133.5	221.6	存货周转天数	163	162	129	96	78
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	738	744	667	613	567
预付帐款	5.5	5.2	20.5	0.3	26.0	投资资本周转天数	504	478	449	421	399
存货	3,194.2	3,909.7	3,349.7	3,397.7	3,512.7						
其他流动资产	35.5	34.2	43.9	55.1	69.4	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	21.8%	22.6%	23.5%	24.7%	24.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	14.1%	13.8%	16.5%	16.7%	18.2%
长期股权投资	24.3	28.8	28.8	28.8	28.8	ROIC	23.1%	26.2%	27.1%	29.2%	29.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	1,293.7	1,218.9	1,476.2	1,648.5	2,151.8	销售费用率	15.1%	17.6%	17.6%	19.0%	20.9%
在建工程	726.4	1,760.6	1,528.5	1,342.8	746.4	管理费用率	4.0%	4.1%	4.3%	4.5%	4.8%
无形资产	169.9	342.7	329.3	315.9	302.5	研发费用率	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
其他非流动资产	2,272.9	3,163.4	3,476.6	3,998.0	4,597.8	财务费用率	-1.0%	-1.3%	-0.5%	-0.4%	-0.5%
资产总额	14,433.7	18,183.7	19,287.1	23,955.4	26,366.6	三费/营业收入	18.6%	20.9%	21.9%	23.6%	25.7%
短期债务	-	600.0	-	-	-	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	1,599.2	2,818.3	1,262.4	2,520.1	1,590.5	资产负债率	35.6%	39.2%	29.7%	32.6%	27.0%
应付票据	136.0	270.0	136.8	343.4	268.8	负债权益比	55.2%	64.3%	42.3%	48.4%	36.9%
其他流动负债	3,244.5	3,252.4	4,189.1	4,786.9	5,086.3	流动比率	1.99	1.68	2.23	2.17	2.67
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	1.35	1.12	1.63	1.73	2.16
其他非流动负债	156.9	178.3	149.4	161.5	163.1	利息保障倍数	-41.05	-32.57	-90.69	-94.73	-85.56
负债总额	5,136.6	7,119.0	5,737.7	7,811.9	7,108.7	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	0.59	0.41	0.89	1.11	1.34
股本	1,254.5	1,254.5	1,254.5	1,254.5	1,254.5	分红比率	36.3%	20.6%	35.0%	35.0%	35.0%
留存收益	8,455.8	10,224.9	12,294.9	14,889.0	18,003.4	股息收益率	1.0%	0.7%	1.5%	1.9%	2.2%
股东权益	9,297.1	11,064.7	13,549.4	16,143.5	19,257.9						
						<b>现金流量表</b>					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	2,029.1	2,502.8	3,184.6	3,990.9	4,791.3
						加:折旧和摊销	119.0	142.5	188.2	226.8	306.4
						资产减值准备	-	-	-	-	-
						公允价值变动损失	-97.6	-84.0	90.8	87.4	89.1
						财务费用	1.1	8.3	-46.8	-56.2	-74.7
						投资收益	-121.3	-122.2	-198.1	-147.2	-155.8
						少数股东损益	-	-	-	-	-
						营运资金的变动	2,050.8	-306.2	-632.1	1,528.8	-1,546.0
						经营活动产生现金流量	3,024.1	2,779.7	2,586.7	5,630.5	3,410.4
						投资活动产生现金流量	-1,215.5	-1,121.1	-323.6	-387.0	-405.5
						融资活动产生现金流量	-1,360.8	-144.4	-1,253.1	-1,340.5	-1,602.3
						<b>业绩和估值指标</b>					
						EPS(元)	1.62	2.00	2.54	3.18	3.82
						BVPS(元)	7.41	8.82	10.80	12.87	15.35
						PE(X)	37.0	30.0	23.6	18.8	15.7
						PB(X)	8.1	6.8	5.5	4.6	3.9
						P/FCF	30.8	28.7	33.3	12.4	19.0
						P/S	11.7	9.5	7.4	5.9	4.7
						EV/EBITDA	21.3	15.8	14.1	10.4	8.3
						CAGR(%)	25.3%	24.2%	26.7%	25.3%	24.2%
						PEG	1.5	1.2	0.9	0.7	0.6
						ROIC/WACC	2.1	2.4	2.4	2.6	2.6
						REP	3.1	1.9	1.9	1.4	1.1

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 目 公司评级体系 ■■■

收益评级:

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上;

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% (含) 至 15%;

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% (含) 至 5%;

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15% (含);

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

**目 免责声明** ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**安信证券研究中心**

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034