

**评级：买入（维持）**

市场价格：45.53元

分析师：范劲松

执业证书编号：S0740517030001

电话：021-20315138

Email: fanjs@zts.com.cn

分析师：何长天

执业证书编号：S0740522030001

Email: hect@zts.com.cn

**公司盈利预测及估值**

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	6,408	7,888	10,056	12,417	15,523
增长率 yoy%	25.13%	23.09%	27.49%	23.48%	25.01%
净利润（百万元）	2,029	2,503	3,148	3,991	5,121
增长率 yoy%	29.50%	23.34%	25.80%	26.76%	28.33%
每股收益（元）	1.62	2.00	2.51	3.18	4.08
每股现金流量	2.41	2.22	1.25	4.03	2.61
净资产收益率	21.83%	22.62%	21.25%	22.67%	24.17%
P/E	28.15	22.82	21.00	16.57	12.91
PEG	1.29	0.98	0.80	0.66	0.48
P/B	6.14	5.16	4.46	3.76	3.12

备注：股价数据更新截止 2024 年 1 月 10 日。

**报告摘要**

■ **江苏省白酒市场分析：江苏消费持续升级，苏酒龙头主导次高端价位段。**省内白酒市场规模从 16 年的 260 亿元增长至 22 年的 560 亿元，复合增速达到 13.64%，根据省内十四五期间地区生产总值年均增长率 5.5%，我们预计 2022 年-2025 年三年时间内，省内白酒市场规模增速将持续好于省内生产总值年均增长率规划，保守预计省内白酒市场规模增速将快于生产总值年均增长率 4.5 个百分点，省内 25 年白酒市场规模有望维持 10% 增速扩容到 745 亿元左右，未来三年仍有 185 亿的增长空间。目前省内高端市场由茅五泸主导，今世缘 V 系列中 V6 与 V9 在高端价格带发展时间不长，虽有一定的市场认可度，但整体体量较小，高端消费人群尚处于培育阶段。次高端市场洋河、今世缘市占率较高，今世缘 V3 对标洋河 M6+，仍处于导入期，目前消费氛围及动销持续向好，已成长成为今世缘第四大单品。中端市场以省内品牌为主，近些年产品仍处于快速发展期。

■ **产品结构清晰，国缘品牌引领各价格带升级。**

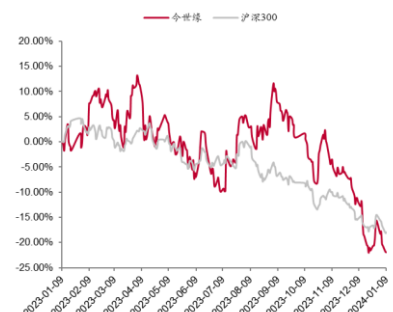
- **特 A+ 类：**以 V 系+国缘对开四开为主导的特 A+ 类产品在 23 年前三季度实现销售收入 54.41 亿元，销售占比达到 66%；其中 V 系列中 V3 大单品处于快速放量期，23 年以来 V3 价格恢复性上涨，未来在产品政策的持续发力下预计将贡献 V 系列中的主要增量；对开四开定位低价位次高端价格带，作为国缘系列大单品，目前处于成熟发展期，受益于江苏省内消费升级，次高端价格带有望扩容，24 年公司对两款产品进行升级换代后有望重新理顺渠道利润层级，未来核心基本盘地位不变。
- **特 A 类：**以国缘单开与淡雅为主导的特 A 类产品在 23 年前三季度实现销售收入 23.48 亿元，销售占比达到 26.68%；23 年以来受益于国缘品牌的整体氛围起势，承接带动百元上下价格带大众消费升级提档，以及省内区域提前完成较为完善的主体布局以及渠道建设，单开以及淡雅在 23 年迎来较为快速增长。中长期来看，单开目前产品基数偏低，淡雅作为流通渠道主力产品，消费者粘性较强，未来有望维持较高增速。
- **A 类：**以今世缘品牌以及高沟品牌为主导的 A 类产品在 23 年前三季度实现销售收入 3.27 亿元，实现销售占比 4.14%；整体来看今世缘品牌定位中低端价格带承接大众消费，中长期来看，预计公司在完成百亿目标后今世缘品牌将回归中高端大众化日常消费，高沟聚焦高线光瓶酒，未来有望延续稳定增长态势。

■ **苏南呈现高端放量趋势，苏中仍有体量差异。**

- **苏南地区：**消费能力较强，未来有望延续 30% 增长态势。从经济的角度来看，苏南市场中苏州、常州、无锡三地 GDP 均处于省内前列，同时从白酒消费来看，苏南市场白酒消费档次较高，整体竞争格局更为多元化；23 年前三季度公司在苏南市场实现营业收入 10.27 亿元，同比增长 29.70%，省内销售占比达到 13.32%；中期维度来看，我们认为随着公司加强对于苏南市场的重视程度，加强对于苏南市场的费用以及人员方面的支持力度，目前苏南市场基数较低，未来提升空间较大，预计未来两年苏南市场有望维持 30% 的增长态势。
- **南京大区：**白酒消费包容度高，未来有望维持 25% 左右增速。南京大区以南京以及镇江作为核心市场，国缘系列产品作为基本盘市场消费氛围浓厚，品牌带动效应较强；23 年前三季度公司在南京大区实现销售收入 20.95 亿元，同比增长 21.3

**基本状况**

总股本(百万股)	1,255
流通股本(百万股)	1,255
市价(元)	45.53
市值(百万元)	57,117.39
流通市值(百万元)	57,117.39

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

1%，实现省内销售占比 27.16%；目前来看今世缘在南京市场团购渠道重点发力，四开产品在省内 400-600 元价位带表现较好，在高端价格带以及高价位次高端价格带仍有较大放量空间，V 系定位商务以及宴席市场，在价格与产品上较四开有所提升，未来有望受益于产品消费升级实现放量；中期来看，我们预计未来 V 系将维持较为激进的市场策略，预计未来两年今世缘在南京市场能保持 25%左右的增速。

- **淮安大区：大本营带动苏北市场扩容，未来有望维持 25%增速。**淮安作为今世缘大本营，同时也是今世缘省内第二大市场，当地饮酒氛围以及国缘四开品牌带动效应较为强劲；23 年前三季度今世缘在淮安大区实现销售收入 16.56 亿元，同比增长 26.36%，实现省内销售占比 21.46%；中期来看，V 系列在淮安地区发展较为成熟，销售政策更加自主，随着 V 系在淮安大本营反馈较好，我们预计未来两年将保持 25%左右的增速。
  - **苏中大区：周边城市辐射带动明显，中期有望维持 35%左右增速。**以扬州、泰州、南通为代表的苏中大区受到南京以及淮安销售辐射带动效益明显，目前苏中市场今世缘较省内竞品仍有部分体量差距。23 年前三季度今世缘在苏中地区实现销售收入 11.56 亿元，同比增长 39.74%；中期来看，随着公司重视苏中地区的发展，同时苏中市场仍有较大突破空间，我们认为苏中市场有望延续 35%左右的增速。
  - **盐城大区：经济发展不强势，中期预计维持 20%左右增速。**盐城大区位于苏北区域，经济水平在省内位于靠后位置，白酒消费能力相对较弱，消费产品以中低档白酒为主。23 年前三季度盐城大区实现销售收入 9.21 亿元，同比增长 26.51%，省内销售占比 11.93%；中期来看我们预计盐城大区将充分发挥四开带动优势，预计未来两年维持 20%左右增速。
  - **淮海大区：饮酒文化偏向北方，中期有望维持 20%左右增速。**徐州地处苏北地区，饮酒习惯习俗方面更偏向于北方，人均白酒消费量较大；23 年前三季度公司在淮海大区实现销售收入 8.59 亿元，同比增长 26.04%，中期维度来看，我们预计徐州所处的淮海大区将有望延续 23 年前三季度的增长态势，维持 20%左右的复合增速。
- **盈利预测及投资建议：盈利预测及投资建议：**2023 年作为公司“冲刺一百亿”决胜之年，看好公司百亿目标的顺利达成，展望来看公司未来发展空间仍较广，我们维持盈利预测，预计公司 2023-2025 年营业总收入分别为 100.56/124.17/155.23 亿元，同比增长 27.49%/23.48%/25.01%；预计公司 2023-2025 年净利润分别为 31.48/39.91/51.21 亿元，同比增长 25.80%/26.76%/28.33%；对应 EPS 为 2.51、3.18、4.08 元，对应 PE 分别为 21、17、13 倍。维持“买入”评级。重点推荐。
- **风险提示：**食品安全风险、省内消费升级不及预期或竞争加剧风险、产业调研数据或因调研样本不足或数据获取方法存在缺陷等问题导致结果与行业实际情况存在偏差的风险、研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

## 内容目录

江苏消费持续升级，苏酒龙头主导次高端价位 .....	- 5 -
行业呈现结构集中态势，江苏白酒持续扩容 .....	- 5 -
省内竞争激烈，苏酒龙头主导次高端扩容 .....	- 7 -
产品结构清晰，国缘品牌引领各价格带升级 .....	- 10 -
产品定位清晰，V系抢占高端市场 .....	- 10 -
对开四开引导次高端升级，V系向上延伸 .....	- 10 -
苏南呈现高端放量趋势，苏中仍有体量差异 .....	- 11 -
苏南地区：消费能力较强，未来有望延续 30% 增长态势 .....	- 11 -
南京大区：白酒消费包容度高，未来有望维持 25% 左右增速 .....	- 12 -
淮安大区：大本营带动苏北市场扩容，未来有望维持 25% 增速 .....	- 13 -
苏中地区：周边城市辐射带动明显，中期有望维持 35% 左右增速 .....	- 14 -
盐城大区：经济发展不强势，中期预计维持 20% 左右增速 .....	- 15 -
淮海大区：饮酒文化偏向北方，中期有望维持 20% 左右增速 .....	- 16 -
市场关心的问题：费用竞争、产品价格、增速调整 .....	- 17 -
费用竞争：各家费用措施均在调整，大体趋势不变 .....	- 17 -
主流产品增速调整 .....	- 17 -
盈利预测与估值 .....	- 18 -
风险提示 .....	- 18 -
图表 1：12-22 年全国白酒产量（万千升） .....	- 5 -
图表 2：16-22 年江苏人均 GDP/人均可支配收入 .....	- 6 -
图表 3：22 年江苏各市 GDP（亿元） .....	- 6 -
图表 4：21-22 年今世缘省内各大区销售收入情况 .....	- 6 -
图表 5：16-22 年江苏省白酒规模（亿元） .....	- 7 -
图表 6：22 年江苏省内白酒竞争格局 .....	- 8 -
图表 7：22 年江苏省内白酒阵营 .....	- 8 -
图表 8：22 年江苏省内白酒结构 .....	- 8 -
图表 9：江苏人均可支配收入与全国对比 .....	- 8 -
图表 10：江苏白酒分价格带竞争格局 .....	- 9 -
图表 11：2016 年-2023 年 Q1-3 今世缘主要产品营收占比（单位：亿元） .....	- 10 -
图表 12：22 年今世缘主要产品营收占比 .....	- 10 -
图表 13：今世缘苏南大区营收（单位：亿元） .....	- 12 -
图表 14：今世缘南京大区营收（单位：亿元） .....	- 13 -
图表 15：今世缘淮安市营收增长空间（单位：亿元） .....	- 14 -
图表 16：今世缘苏中大区营收（单位：亿元） .....	- 15 -

图表 17: 今世缘宿迁/连云港营收增长空间 (单位: 亿元) .....	- 16 -
图表 18: 今世缘淮海大区营收 (单位: 亿元) .....	- 16 -
图表 19: 洋河主要产品批价变化 (单位: 元) .....	- 17 -
图表 20: 今世缘主要产品批价变化 (单位: 元) .....	- 17 -

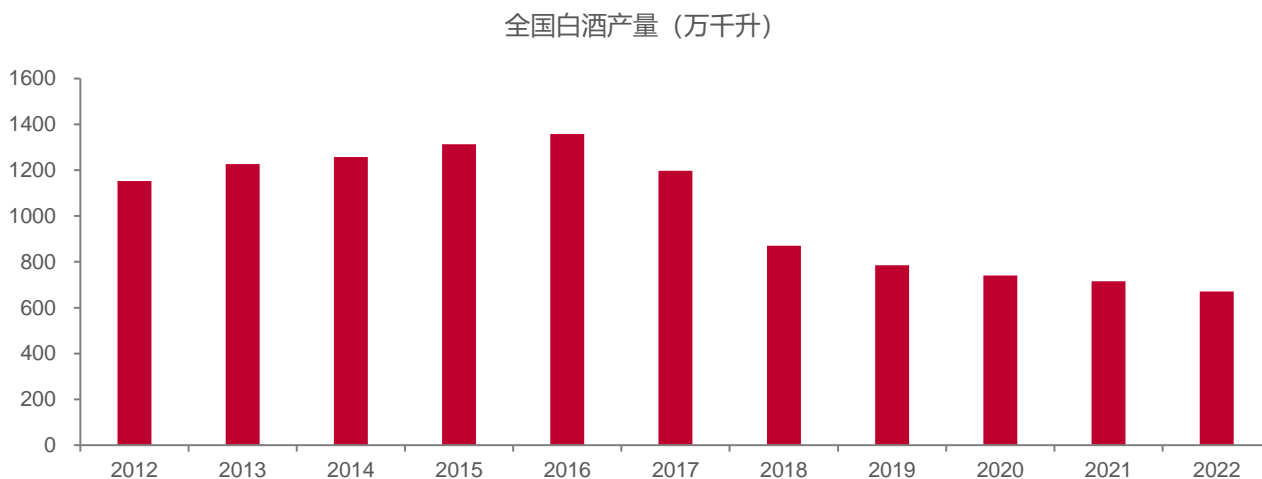
## 江苏消费持续升级，苏酒龙头主导次高端价位

行业呈现结构集中态势，江苏白酒持续扩容

### ■ 行业收入呈现稳定增长以及结构集中态势。

白酒行业分化进一步加剧，品牌化、集中化趋势持续演绎。国家统计局数据显示，白酒产量峰值在 2016 年，彼时年产量为 1358 万千升，此后产量一路下降，到 2022 年仅为 671 万千升。2022 年的白酒产量较 2016 年的峰值足足下降了 50.6%，几乎腰斩。在消费下行的大背景下，白酒市场面临包括价格倒挂和销售困难在内的诸多困境，行业集中度持续提高。随着消费者对产品质量和性价比要求的不断提高，低端白酒品牌将首当其冲，消费市场萎缩，而中高端白酒品牌由于更好的质量把控和品牌形象仍有一定发展机会，通过承接部分出让的消费市场实现市场扩容，在马太效应持续发酵的背景下，这一优胜劣汰的市场趋势对今世缘这类头部企业来说挑战与机遇并行。

图表 1: 12-22 年全国白酒产量 (万千升)

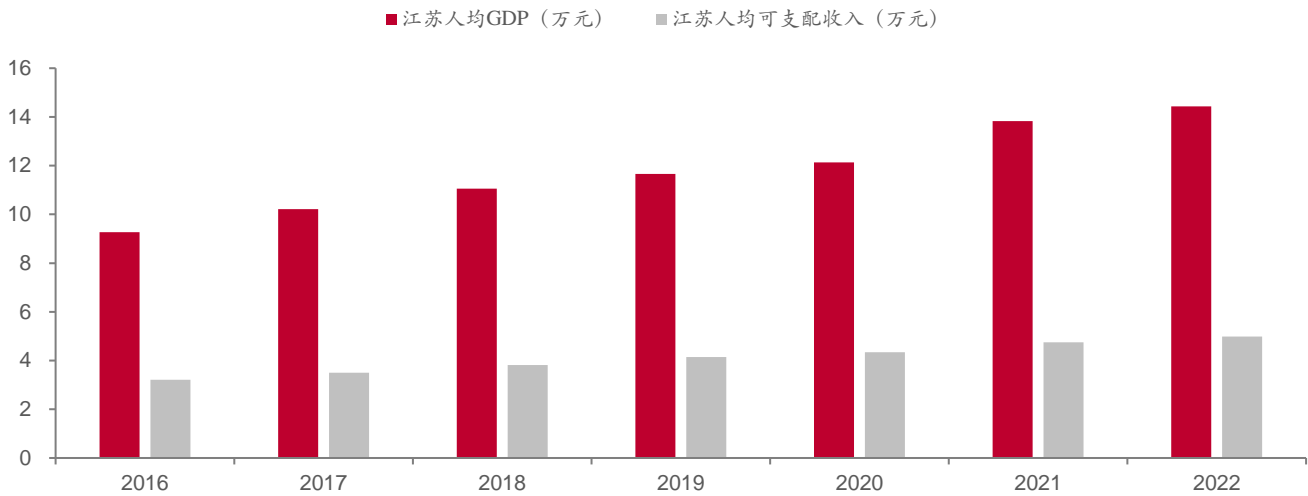


来源：国家统计局，中泰证券研究所

### ■ 江苏白酒市场持续扩容，向商务、大众消费倾斜。

随着经济发展推动消费升级，江苏白酒行业持续扩容。苏酒作为江苏省的特产，具有明显的区域特色。江苏省作为全国经济强省，22 年 GDP 突破 12 万亿，同比增长 4.68%，位居全国第 2，人均 GDP 为 14.44 万元，连续 14 年居全国第 1，16-22 年全体居民人均可支配收入由 3.2 万元提升至 5.0 万元，复合增长率为 7.63%，良好的经济水平为省内白酒消费升级发展奠定了基础。同时，为贯彻落实中央八项规定和《党政机关厉行节约反对浪费条例》，2018 年江苏省委办公厅、省政府办公厅印发《关于公务接待和商务接待禁止饮酒有关事项的通知》，明确全省公务接待和商务接待一律禁止饮酒和含酒精饮料，堪称最严“禁酒令”，江苏省内白酒消费从政务消费逐步向商务消费和大众消费倾斜。

图表 2: 16-22 年江苏人均 GDP/人均可支配收入

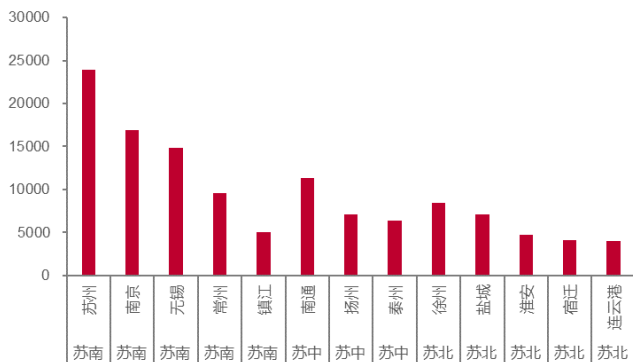


来源: Wind, 中泰证券研究所

■ 省内白酒市场区域发展不均衡，消费价位由北向南逐渐升级。

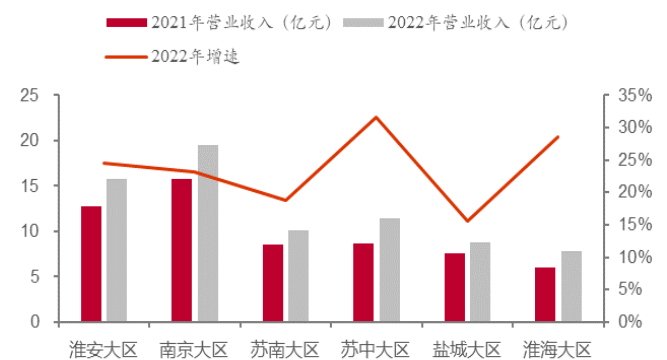
分区域来看：由于差异化的经济发展水平，江苏省内白酒市场区域发展不均衡，由北向南白酒消费价位梯次升级。**苏南地区**位于“长三角经济区”中心区域，包含南京、苏州、无锡、常州、镇江等地级市，能够接受核心城市上海的辐射，工业基础较好，技术水平和经济效益位于全省首位，因此主流白酒的消费价位带在 400-600 元之间。由于开放的经济环境，苏南地区白酒消费以多元竞争为主，是次高端、高端白酒的主要销售市场。**苏中地区**位于次中心区域，包含南通、扬州、泰州三市，土地资源和劳动力资源较为丰富，具有良好的经济增长潜力，经济发展水平居中，因此白酒的主流消费价位带为 300-500 元，白酒消费以本地酒为主导，对外地酒的接受度也较高。**苏北地区**位于边缘区域，包含徐州、盐城、淮安、宿迁、连云港等地级市，受经济中心的吸引和辐射作用较小，经济水平较弱，因此白酒的主流消费价位带在 100-300 元之间。作为省内名酒“三沟一河”的产地，苏北地区白酒消费以本地酒为主。

图表 3: 22 年江苏各市 GDP (亿元)



来源: 江苏省统计局, 中泰证券研究所

图表 4: 21-22 年今世缘省内各大区销售收入情况



来源: 公司年报, 中泰证券研究所

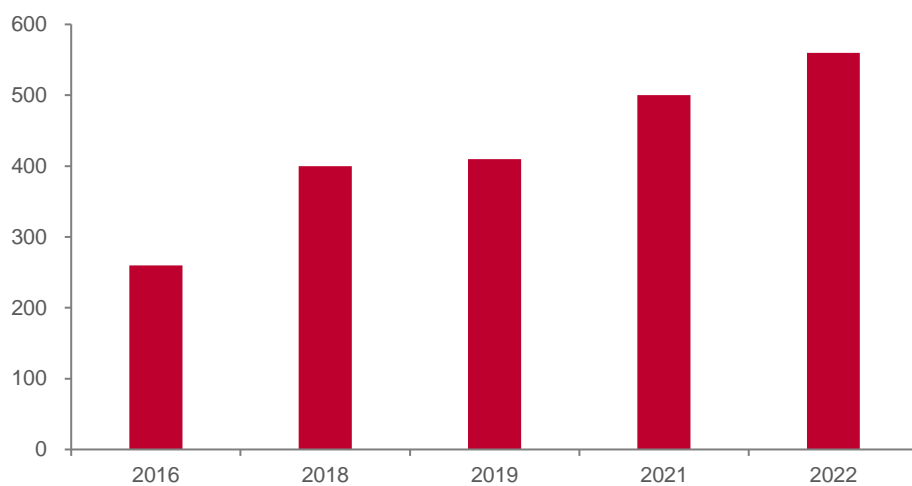
注: 淮安大区包括淮安、宿迁, 南京大区包括南京、镇江、苏南大区包括苏州、无锡、常州, 苏中大区包括扬州、泰州、南通, 盐城大区包括盐城、连云港

■ 预计 25 年省内白酒市场扩容至 745 亿元，年均增速 10%。

江苏省内白酒市场规模从 16 年的 260 亿元增长至 22 年的 560 亿元，复合增长率达 13.64%，比省内 GDP 复合增长率高 5.63%。

2022 年江苏省 GDP 达 12.29 万亿元，根据江苏省国民经济和社会发展第十四个五年规划，十四五期间地区生产总值年均增长率为 5.5%。我们预计 2022 年-2025 年三年时间内，省内白酒市场规模增速将持续好于省内生产总值年均增长率规划，保守预计省内白酒市场规模增速将快于生产总值年均增长率 4.5 个百分点，预计 2025 年省内白酒市场扩容至 745 亿元左右，维持 10%左右的增速，未来 3 年仍有 185 亿元增长空间。

图表 5：16-22 年江苏省白酒规模（亿元）



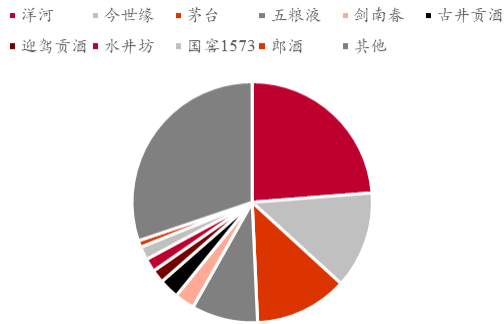
来源：酒说、酒业家、中泰证券研究所

省内竞争激烈，苏酒龙头主导次高端扩容

■ 省内市场以地产龙头酒为主，黔酒、川酒、徽酒等外来酒多元竞争。

- 苏酒阵营：以“三沟一河”为主，是地产酒龙头洋河、今世缘的大本营市场。22 年洋河、今世缘省内市场营收分别为 133 亿元/73 亿元，市场占有率分别为 23.75%/13.03%，合计占据了省内白酒市场的 36.78%，处于主导地位。
- 黔酒阵营：根据酒业家数据，黔酒阵营以茅台为主导，另有习酒、郎酒等多酱酒品牌，合计规模超 85 亿元，市占率约 15.2%。其中，2022 年第一梯队的茅台约有 70 亿左右规模，市占率为 12.5%；第二梯队的郎酒规模约 5 亿元，市占率为 0.9%。川酒阵营：以五粮液为主导，合计规模约 100 亿元，市占率为 17.9%。其中，2022 年五粮液、国窖 1573 省内市场营收分别为 50 亿元/10 亿元，市场占有率分别为 8.9%/1.8%。
- 徽酒阵营：根据酒业家数据，徽酒阵营以古井贡酒为主导，省内白酒市场市占率最低。其中，22 年古井贡酒、迎驾贡酒省内市场营收分别为 15 亿元/10 亿元，市场占有率分别为 2.7%/1.8%。

图表 6: 22 年江苏省内白酒竞争格局



来源：酒业家，中泰证券研究所

图表 7: 22 年江苏省内白酒阵营

阵营	主要品牌
苏酒阵营	洋河、今世缘
黔酒阵营	茅台、习酒、郎酒
川酒阵营	五粮液、国窖 1573、剑南春、水井坊
徽酒阵营	古井贡酒、迎驾贡酒

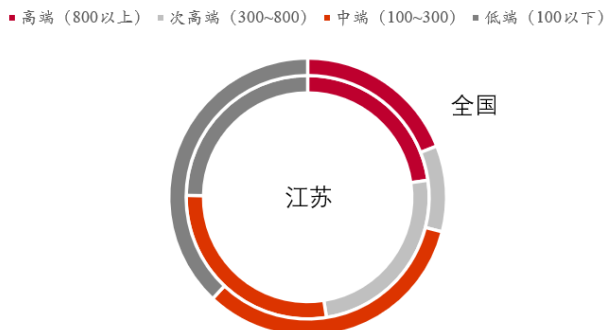
来源：酒业家，中泰证券研究所

### ■ 消费升级引领高端化趋势，苏酒龙头主导次高端扩容。

分价格带来看：

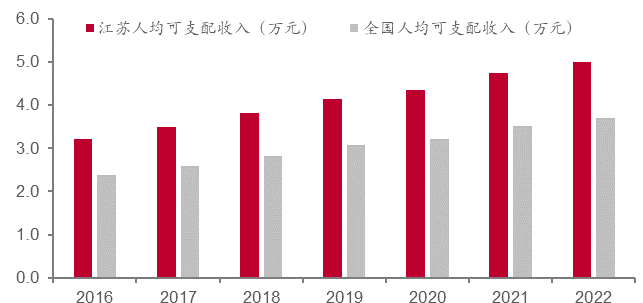
- 22 年江苏 300-800 元价格带的次高端白酒市场规模约 140 亿元，占比 25%，800 元以上价格带的高端白酒市场规模约 129 亿元，占比 23%，反映出江苏省内的酒文化传承，整体价格带较高，需求明确。江苏 100 元以下价格带的低端白酒市场占比仅 25%，而在全国范围内占比为 38%，两者差距较大，对比全国高端/次高端白酒结构占比 19%/10%，江苏白酒消费市场高端化趋势延续，持续向次高端/高端价格带升级。
- 受益于消费升级带来的苏酒市场量价齐升，以今世缘特 A+、梦之蓝为代表的次高端/高端产品正逐步成为省内增长发力点。今世缘特 A+营业收入 16-22 年 CAGR 约 33.1%，23 年 1-9 月特 A+ 类收入为 54.41 亿元，占主营业务收入的 65.4%；根据酒业家数据，梦之蓝系列营收 2021 年超过 76 亿元，占总营收 253.50 亿元的 30%，其中 600 元以上价位带 M6+ 的营收约为 38 亿元。随着居民消费能力的持续提升，次高端/高端白酒产品引领增长，300 元以上将成为主流消费价格带。

图表 8: 22 年江苏省内白酒结构



来源：酒业报道、产业信息网，中泰证券研究所

图表 9: 江苏人均可支配收入与全国对比



来源：国家统计局，中泰证券研究所



■ 茅五泸主导高端市场，今世缘未来发展潜力较大。

- 800 元以上价格带（高端）：以茅台、五粮液、泸州老窖为主，两千元以上超高端价位由茅台垄断，千元高端价位由五粮液主导，国窖紧随其后，22 年国窖 1573 在省内销售额约 10 亿元。洋河在高端价位带的主打产品为定价 1000+ 的梦之蓝 M9 及手工班，今世缘在高端价位带的发展时间不长，虽然具有一定市场认可度，但整体体量较小，高端消费人群尚处于培育阶段，高端化路线仍有很长的路要走。

图表 10：江苏白酒分价格带竞争格局

价格带	省内主要品牌		省外主要品牌
	洋河	今世缘	
800 元以上	梦之蓝 M9、梦之蓝手工班	国缘 V6、V9	飞天、普五、国窖 1573
600-800 元	梦之蓝 M6+	国缘 V3	红花郎 15 年
300-600 元	梦之蓝 M3、天之蓝	国缘四开、对开	水晶剑、红花郎 10 年、臻酿 8 号
100-300 元	海之蓝	单开、淡雅、典藏 10 年、15 年	古井 5 年、口子 6 年、五粮春
100 元以下	青瓷、双沟柔和	典藏 5 年、8 年	古井献礼、口子 5 年、五粮醇

来源：微酒、酒说、中泰证券研究所

■ 洋河、今世缘垄断高价位次高端市场，V3 初步发力增长可期。

- 600-800 元价格带（次高端）：次高端高线价位以洋河、今世缘寡头竞争为主要格局，消费场景以商务消费为主。其中，洋河 M6+ 在 M6 基础上进行了品质、规格、形象、防伪上的全方面产品升级，发展较为成熟，消费场景以商务消费为主。梦 6+ 作为省内次高端大单品，21 年营收体量已经在 40 亿左右，22 年仍保持 40% 左右的高增速；国缘 V3 对标洋河 M6+，仍处于导入期，由于 V3 作为今世缘高端系列的升级承接产品，增速较高，同时批价与 M6+ 相差 20-40 元，能够吸引经销商，V3 目前消费氛围及动销持续向好，已成长为今世缘的第四大单品，未来市占率有望进一步提升。
- 300-600 元价格带（次高端）：次高端低线价位是江苏当前次高端主要的消费带，市场以多元竞争格局为主，消费场景主要为宴席消费。省内主流品牌具有一定发展优势，主要单品为洋河 M3、天之蓝和今世缘的国缘对开、四开，四开对开动销持续向好，有望在次高端扩容转型趋势中最大程度受益。省外主流品牌如剑南春水晶剑、水井坊八号、郎酒的红花郎 10 年也有一定份额。

- 本土品牌主导中端市场，。100-300 元价格带（中端）：以江苏省本土品牌为主，承接大众化日常消费。其中洋河以海之蓝主攻日常自饮消费，作为洋河百元价格带第一大单品，主打全国化布局。今世缘国缘单开、淡雅、典藏等产品定位中端市场，单开抢占 200 元价格带，淡雅（100 元+）对标海之蓝（100 元+）。省外徽酒也具备一定的竞争力，以古井 5 年，口子 6 年为代表。近年来中端价格带产品仍处于快速发展期，市场竞争激烈，行业集中度持续提高。

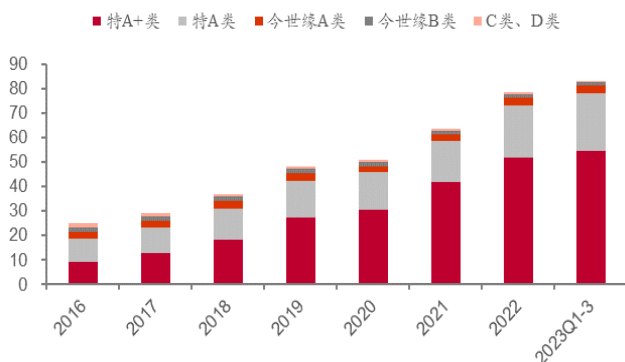
## 产品结构清晰，国缘品牌引领各价格带升级

### 产品定位清晰，V系抢占高端市场

#### ■ 产品定位清晰，结构升级向好

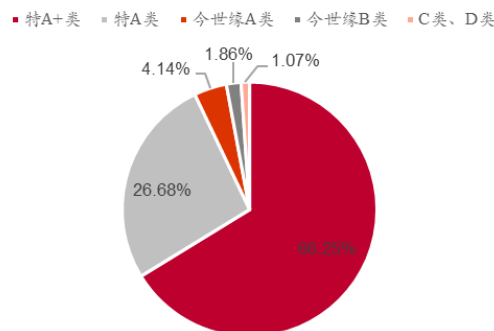
- 分产品来看，(1) V系主攻高端市场，营收占比整体呈上升趋势，有望构成第二增长曲线。其中，V3卡位600+价格带，为战术上量产品；(2) 开系强势单品对开、四开定位次高端，持续放量，为国缘系列的基本盘。(3) 单开、雅系定位中端市场，是流通渠道的主力产品。(3) 今世缘定位中低端市场，公司预计在百亿目标达成后，今世缘品牌将重回中高端大众消费，24年预计增速抬头；
- 16年后，苏酒进入第二轮消费升级周期。17年今世缘主要产品由单开切换到四开对开，18年国缘在开系后继续产品升级，推出V系，积极参与“头部竞争”。今世缘产品重心不断向高端/次高端移动。未来今世缘仍将以次高端产品为核心，深挖300-600元价格带的消费潜力，在升级发展四开、对开核心单品的基础上，继续发展V3进行产品、价格升级。开系产品以稳价为主保增长，而V系则采用较为激进的政策冲击高端、抢占省内市场。

图表 11：2016 年-2023 年 Q1-3 今世缘主要产品营收占比（单位：亿元）



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 12：22 年今世缘主要产品营收占比



来源：公司公告、中泰证券研究所

### 对开四开引导次高端升级，V系向上延伸

- **特A+类**：以V系+对开+四开为主导的特A+类产品23年前三季度实现销售收入54.41亿元，同比增长25.24%，在整体产品结构中占比达到66%；分价格带来看，800元以上的高端价格带中，V系列中V6、V9定位高端价格带，尚处于市场培育期，有望受益于江苏白酒价格带向上带来价格带扩容；500-800元高价位次高端价格带中，V3目前处于快速放量期，同时近期来看公司优化调整费用投入节奏，主动控制发货节奏，V3价格恢复性上涨，作为V系中核心单品，V3在产品政策持续发力下，预计V3未来将贡献V系列中主要增量；开系列中对开、四开定位低价位次高端价格带，作为国缘系列的超级大单品，目前处于成熟发展期，受益于江苏省消费升级，次高端价格带持续扩容，同时公司24年将对两款产品进行升级换代，有望重新理顺渠道结构，

未来核心基本盘地位不变，维持稳健增长。

- **特A类**：以国缘单开+淡雅为代表的特A类产品在23年前三季度实现销售收入23.48亿元，同比增长37.61%，在整体产品结构中占比达到26.68%；23年以来受益于国缘品牌的整体氛围起势，承接带动百元上下大众消费提档升级，再加上省内区域提前完成较为完善的主体布局以及渠道建设，单开以及淡雅在23年迎来较为快速增长；中长期来看，国缘单开定位中端价位带，整体基数偏低，未来几年内有望维持较为快速增长，淡雅定位中端价位带，作为目前流通渠道的主力产品，消费者消费粘性较强，未来几年在公司分事业部改革后有望得到更多的投入支持，持续维持较高增速成长。
- **A类**：以今世缘品牌系列产品以及高沟品牌产品为主的A类产品在23年前三季度实现销售收入3.27亿元，同比增长28.00%，产品结构占比达到4.14%。其中今世缘品牌定位中低端价格带，承接大众消费，在百亿目标完成后将回归中高端大众化日常消费，高沟品牌瞄准黄淮名酒带中高线光瓶酒典范，系统化持续发力，未来有望延续稳定增长。

## 苏南呈现高端放量趋势，苏中仍有体量差异

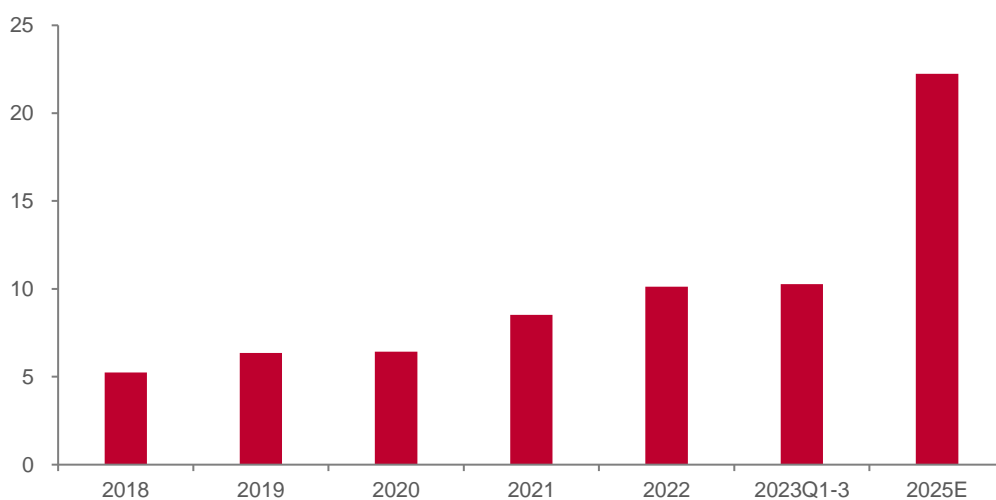
**苏南地区：消费能力较强，未来有望延续30%增长态势**

- **苏州：白酒消费价格带高，饮酒氛围浓厚**
  - 苏州位于苏南地区，以其强大的经济实力和持续的发展势头稳居江苏省的财力榜首。2022年苏州市GDP为23958亿元，位列全省第一，人均GDP居全省第二，居民消费能力强，消费产品以高端、次高端酒类为主。根据酒业家数据，苏州市场作为华东白酒市场高地，22年整体市场规模接近90亿元。
  - 当前苏州市场以国缘为主导产品，其中四开发展较快，受益于苏南市场具备良好的饮酒氛围，预计未来增长潜力较大，而对开目前仍处于产品导入期，根据后续的销售状况和政策，仍有非常大的增长空间；百元价位的淡雅在苏州市场也处于起步阶段，迎合了当前消费降级的大趋势，我们预计未来苏州未来发展空间较大。
- **常州：长三角核心城市，白酒市场成熟度高**
  - 常州位于苏南地区，是长三角地区的核心城市之一，2022年人均GDP居全省第四，居民的消费能力相对较强，消费产品以高端、次高端酒类为主。
  - 由于常州属于较为成熟的市场，基本属于今世缘、洋河的二元竞争格局，市场饱和度很高。国缘四开在常州的表现较好，由于具有良好的饮酒氛围和成熟的产品市场，未来预计将维持稳健增长，并通过品牌效应带动低端系列的产品增长；V系列表现不佳，主要是由于区域间价格差异，常州离南京较近形成了价格洼地，导致渠道利润受限，未来实现较大增长的关键在于南京市场的价格稳定。
- **无锡：白酒竞争格局多元，V系发展空间较大**

- 无锡位于苏南地区，是藏富于民的经济重镇，人均 GDP 连续三年居全国大中城市首位，2022 年以 3% 的经济增速领跑江苏 GDP “万亿俱乐部” 成员，居民消费能力强，消费产品以高端、次高端酒类为主。
- 无锡白酒市场竞争格局较苏州和常州更为多元化，主要侧重于四开、对开的销售，同时 V3 系列也是一个重要的增长力量。国缘系列在无锡的发展较为成熟，在 600 元价位较有竞争力；V 系列在无锡的销售精细化程度较低，其中市区主要依靠实体分公司直接操作，由于缺乏合适的经销商以及国缘四开、对开产品的渠道挤占，目前尚处于初始发展阶段，市场知名度相对不高，渠道利润方面较高，未来在优化经销渠道、全面深入布局后有望实现量价齐升。

■ **苏南地区：白酒消费潜力较大，高端存在放量趋势。**总体来看苏南经济在省内处于领先地位，从白酒消费的角度来看，苏南市场白酒消费潜力较大，同时整体竞争格局相对多元化，主流白酒价格带相对高于省内其他区域。2023 年前三季度今世缘在苏南市场实现销售收入 10.27 亿元，同比增长 29.70%，省内收入占比达到 13.32%；展望来看，苏南市场销售收入在 2018-2022 年间复合增速达到 17.83%，23 年以来公司加强对于苏南市场重视，苏南市场已呈现起势趋势，我们认为随着公司加大对于苏南市场的费用以及人员方面支持，苏南市场有望保持较快增长态势，目前来看苏南市场基数较低，未来提升空间较大，我们预计未来两年内苏南市场有望延续 30% 左右的增长态势。

图表 13：今世缘苏南大区营收（单位：亿元）



来源：公司公告，中泰证券研究所

**南京大区：白酒消费包容度高，未来有望维持 25% 左右增速**

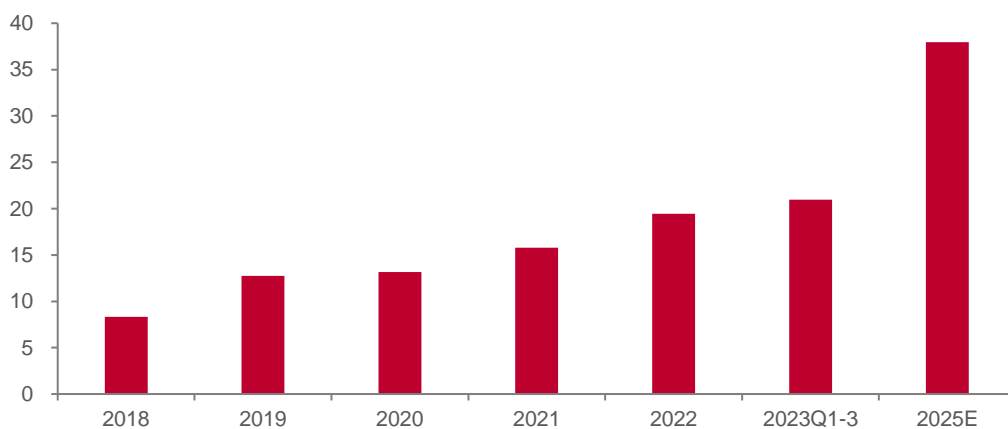
■ **南京大区：白酒消费基本盘稳固，V 系存在较大放量空间**

- 南京大区（南京、镇江）：南京作为江苏省会，22 年白酒市场规模约 80 亿元。南京市场是今世缘在江苏省内的核心样板市场，同时也是今世缘在江苏省内的第一大市场。2022 年，南京 GDP 为 16908 亿元，位列全省第二，人均 GDP 位列全省第三，领先苏中、苏北各市，居民消费能力强，消费产品以高端、次高端酒类为主，对镇江有较好的辐射效应。南京大区 23 年 1-9 月收入为 20.95 亿元，同比增长

21.31%，销售额占比达到 27.16%，经销商数量为 87 个，较期初增加 16 个，基本盘稳固。

- 市场格局上，南京作为白酒消费的主力城市，洋河、今世缘两强并存，又因其包容性强的特点引来各地酒企竞争，茅台和五粮液主导南京高端市场，主销产品包括飞天茅台和第八代五粮液；洋河和今世缘在 400-700 元价格带占主导地位，主销产品包括国缘四开、洋河 M6+和剑南春等；而在 100-400 元价格带，国缘对开和洋河天之蓝销量较好。
- 南京大区（南京、镇江）：分产品来看，国缘系列产品作为基本盘市场消费氛围浓重，品牌带动效应强劲。淡雅处于初始导入阶段，还有比较大的空间，对标产品为海之蓝，由于品牌带动效应，淡雅在终端销售较为积极，且由于产品利润相对较高，未来预计能够抢占包括海之蓝、口子窖五年、六年、郎酒 T6T8 等产品的市场空间；对开增长速度快于发展较为成熟的四开，主要替代天之蓝和珍酿八号，从利润和销量的角度未来增长相对比较有优势；四开在 400-600 元价格带表现较好，基本盘扎实，主要增长点在于抢占洋河的市场空间，由于洋河主要侧重于省外发展，省内布局精细度不及今世缘，未来国缘在南京预计借助团购渠道优势，仍有较大增长空间；而在高端价格带今世缘占有率较低，仍有很大开拓空间，V 系列定位商务领域和宴席市场，在价格和产品上较四开有所升级，后续有望迅速放量贡献新增长点。目前 V 系列的实际动销集中在南京、淮安两地，其他城市尚未形成氛围。在南京地区，尽管 V 系列产品的知名度不及洋河 M6+高，但在终端促销力度的推动下，V 系列抢占 M6+的市场份额的能力较好，V3 在增速、增量和销售水平方面都表现出色。在经济下行的趋势下，V3 在商务消费领域正逐步取代五粮液进军高端市场，未来 V 系列产品仍将继续保持较为激进的市场策略，具有较大的增长空间。南京作为成熟市场，饮酒氛围良好，近 5 年销售额复合增长率为 23.67%，中期来看，预计未来 2 年将保持 25%左右增速。

图表 14：今世缘南京大区营收（单位：亿元）



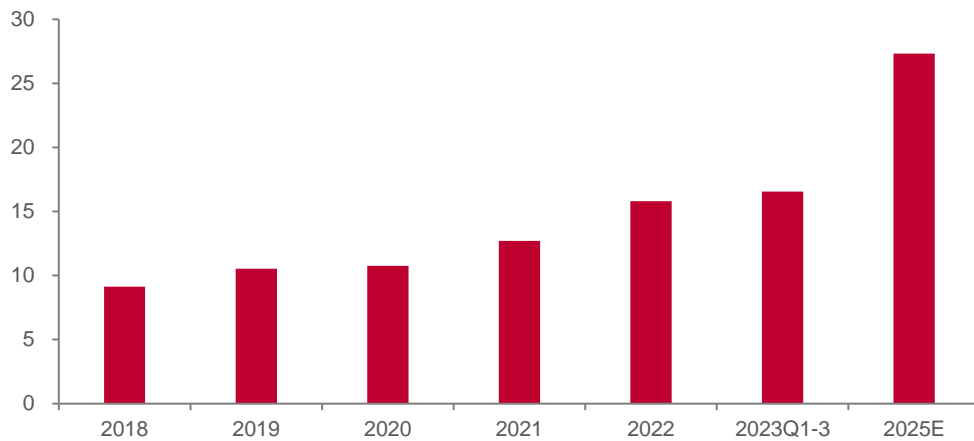
来源：公司公告，中泰证券研究所

淮安大区：大本营带动苏北市场扩容，未来有望维持 25%增速

■ **淮安：今世缘大本营，有望带动苏北市场扩容。**

- 淮安：作为今世缘的大本营市场，人均 GDP 为 104054 元，远低于苏南地区人均 GDP，居民消费能力弱，白酒市场开放度不高，以洋河、今世缘消费为主，区域优势明显，是今世缘省内第二大市场，23 年 1-9 月淮安大区收入同比增加 26.36% 达到 16.56 亿元，省内营业收入占比为 21.46%，具有市场占有率较高且增长稳定的特点，基本盘稳固，公司在淮安大区近 5 年复合增长率为 14.68%。
- 国缘四开在淮安趋于表现较好，具有饮酒氛围，同时四开的品牌带动效应也较为强劲，在洋河、茅台等品牌的猛烈攻势下，为保住 300~800 元的中高端价格带，淮安地区国缘整体以稳定价格为主要策略，维持基本盘；V 系列产品在淮安的发展较为成熟，V3 属于流通产品，渠道利润相对能够压低，且销售政策自主制定，更为灵活，是今世缘抢占高端白酒市场的重要手段。随着 V 系产品在淮安大本营反馈较好，23 年全年预计延续前三季度增速，中期来看我们预计未来 2 年将保持 25% 左右增速。

图表 15：今世缘淮安市营收增长空间（单位：亿元）



来源：公司公告，中泰证券研究所

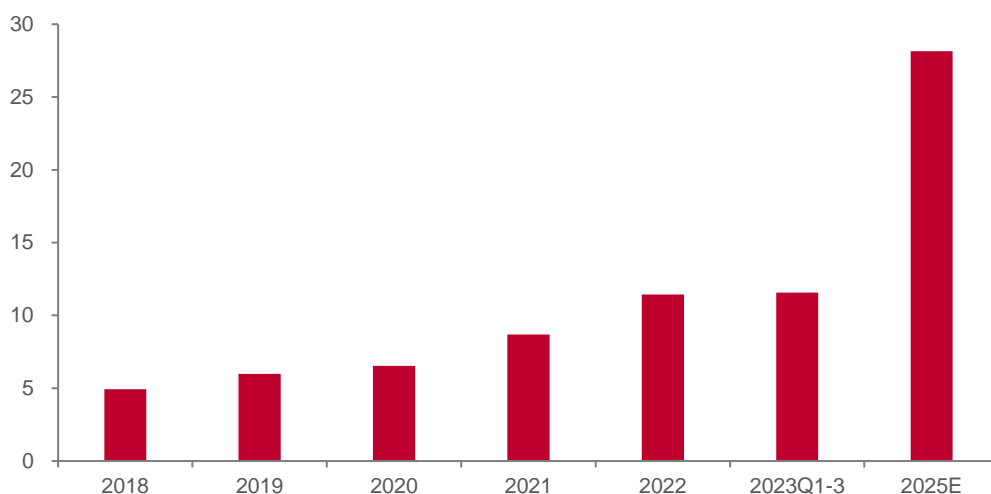
**苏中地区：周边城市辐射带动明显，中期有望维持 35% 左右增速**

■ **苏中地区：渠道利润优势明显，较省内竞品仍有体力差距**

- 苏中（扬州、泰州、南通）：苏中大区 23 年 1-9 月营业收入为 11.56 亿元，同比增长 39.74%，收入增速为省内最高；经销商数量为 109 个，占省内经销商数量的 23%。近 3-4 年高速增长区域正由南京等高占有率的成熟地区向低占有率的苏中地区转移，显示了苏中大区目前处在爆发增长的初始发展阶段，相较于成熟产品市场具有较高的成长性和增长空间。2018-2022 年市内今世缘销售额复合增长率为 23.49%。
- 苏中地区受南京淮安城市的销售辐射带动效应明显，主要由今世缘和洋河构成，目前今世缘的占有率较省内精品洋河仍有较大差距，具有极大的市场潜力。今世缘在苏中地区拥有渠道利润率的优势，能够转化部分终端的销售，增长动力明显，有机会夺取更多的市场份额。中期来看，我们认为较省内竞品存在较大的体量差距，公司

重视苏中区域的发展，预计中期维度将维持 23 年前三季度增长趋势，苏中市场有望延续 35%左右增速。

图表 16: 今世缘苏中大区营收 (单位: 亿元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

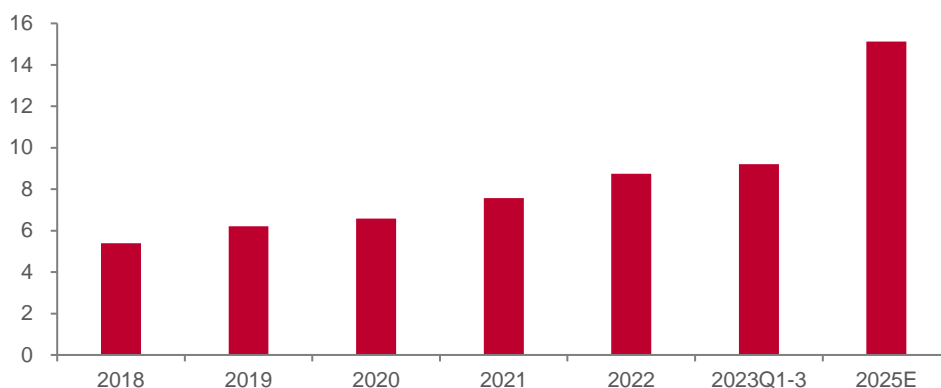
**盐城大区: 经济发展不强势, 中期预计维持 20%左右增速**

■ **盐城&连云港: 经济发展不强势, 总体基数较小**

- 盐城位于苏北地区, 2022 年盐城 GDP 为 7079.8 亿元, 属于省内中等水平, 人均 GDP 水平省内相对靠后。2022 年盐城大区实现销售收入 8.75 亿元, 同比增长 15.59%。
- 连云港位于苏北地区, 经济发展并不强势, 2022 年连云港 GDP 为 4005 亿元, 同比增长 2.4%, 人均 GDP 水平处在全省较后位置, 居民消费能力相对较弱, 消费产品以中低档酒类产品为主。目前市场空间目前仍较大且增速迅速, 由于总体基数较小, 正处在今世缘省内发展的上升期。

- **盐城大区: 盐城大区 23 年 1-9 月收入为 9.21 亿元, 同比增长 26.51%, 省内销售占比为 11.93%。总体来看, 过去五年今世缘销售收入在盐城大区实现 12.88%的复合增速, 中期展望来看, 我们预计盐城大区有望充分发挥四开带动优势, 未来增长较为稳健, 预计 23-25 年将保持 23 年前三季度表现, 维持 20%左右的复合增速。**

图表 17: 今世缘宿迁/连云港营收增长空间 (单位: 亿元)



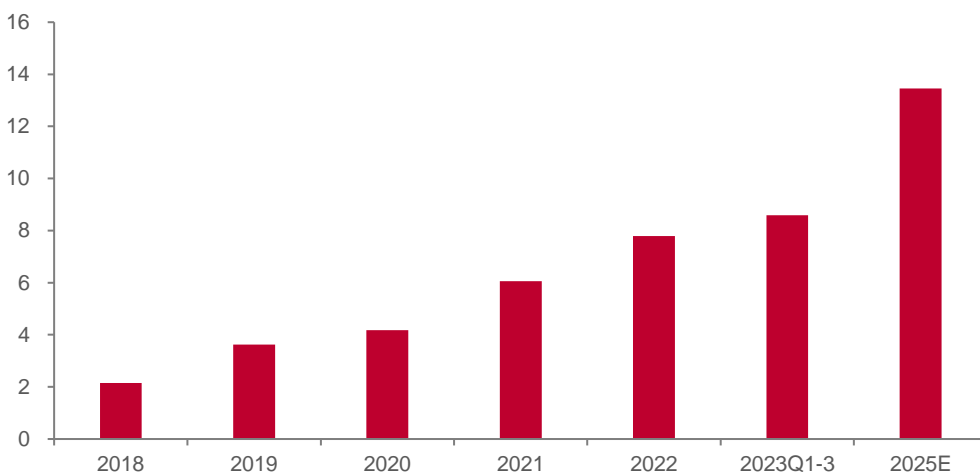
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**淮海大区: 饮酒文化偏向北方, 中期有望维持 20%左右增速**

■ **徐州: 饮酒文化偏向北方, 中期有望维持 20%左右增速**

- 徐州位于苏北地区, 经济实力与商务活动活跃度相对于苏南以及苏中落后, 2022 年徐州 GDP 为 8458 亿元, 在省内属于中等位置, 同时白酒消费结构相对更低; 但从地理位置上来讲, 徐州与山东、河南以及皖北等白酒大省相邻, 在饮酒习俗上更偏向于北方, 人均白酒消费量较大。
- 23 年前三季度徐州所在的淮海大区今世缘实现收入为 8.59 亿元, 同比增长 26.04%; 过去五年内淮海大区实现 37.97% 的复合增长率, 中期维度来看, 我们预计徐州市场 23-25 年有望延续 23 年前三季度的增长态势, 维持 20%左右的复合增速。

图表 18: 今世缘淮海大区营收 (单位: 亿元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所



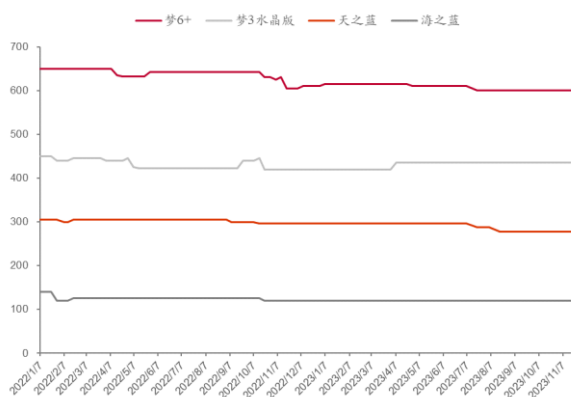
## 市场关心的问题：费用竞争、产品价格、增速调整

费用竞争：各家费用措施均在调整，大体趋势不变

■ 对于市场担心的费用竞争问题，我们认为：

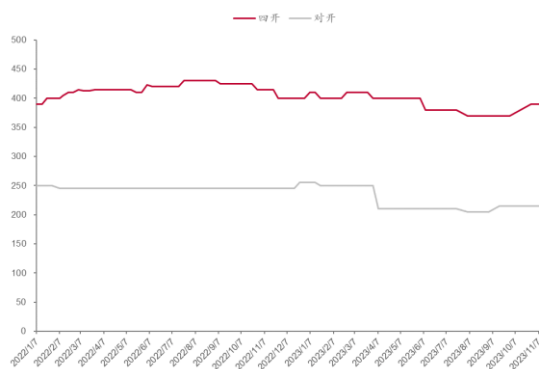
- 近年两家在终端消费端的投入一直变多，一方面反映在报端表的广告等销售费用投入变多（红包从折扣变为付现，销售费用率提高但是毛利率也相应提高、净利率稳定）、一方面反映在终端价和批价23年的持续下滑，因此产品价盘和渠道利润压力下进一步大幅增加市场投入扰乱产品调性的可能性不大、今世缘已于24年初进行核心V系产品价格的维护。
- 两家内部管理不断趋于规范化，政府对于洋河的费用投入管理不断细化，不太可能回到粗放式的费用投放阶段；
- 长期在次高端价位段的竞争和交手使得两家的经验都较为丰富。

图表 19：洋河主要产品批价变化（单位：元）



来源：今日酒价、中泰证券研究所

图表 20：今世缘主要产品批价变化（单位：元）



来源：今日酒价、中泰证券研究所

### 主流产品增速调整

- 24年上半年推出第五代四开，预计提高终端成交价450元以上，批价到430元以上；  
原因：1. 和竞品拉开价格满足公司较为薄弱的商务、宴席面子需求；  
2. 维护终端价格和渠道利润、延长生命周期；
- 对于增速的影响：  
1. 核心两大单品的调整并不是放弃增速，预计四开、对开的增速仍然做到20+%；  
2. 非四开对开的其他单品，如单开淡雅V3高沟仍然保持和高于整体的增速；
- 增速预期差：  
1. 预计销售24年增长目标25+%；  
2. 股权激励122亿；  
3. 25年150亿节奏来看紧前不紧后。

## 盈利预测与估值

- **盈利预测及投资建议：**2023 年作为公司“冲刺一百亿”决胜之年，看好公司百亿目标的顺利达成，展望来看公司未来发展空间仍较广，我们维持盈利预测，预计公司 2023-2025 年营业总收入分别为 100.56/124.17/155.23 亿元，同比增长 27.49%/23.48%/25.01%；预计公司 2023-2025 年净利润分别为 31.48/39.91/51.21 亿元，同比增长 25.80%/26.76%/28.33%；对应 EPS 为 2.51、3.18、4.08 元，对应 PE 分别为 21、17、13 倍。维持“买入”评级。重点推荐。

## 风险提示

- **食品安全风险。**食品安全是任何一个食品行业面临的问题，采购环节、发酵环节、储存等每一个环节出现问题，都会对公司形成负面影响，都可能导致销售业绩下滑。
- **省内消费升级不及预期或竞争加剧风险。**尽管省内政府大力促进经济发展，加快消费升级态势，但仍存在消费者可能不愿意接受等问题的出现，可能导致省内消费升级不及预期，同时可能存在省内竞争加剧的风险导致省内消费不及预期。
- **产业调研数据或因调研样本不足或数据获取方法存在缺陷等问题导致结果与行业实际情况存在偏差的风险。**
- **研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。**

**盈利预测表**
**损益表 (人民币百万元)**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>6,408</b>	<b>7,888</b>	<b>10,056</b>	<b>12,417</b>	<b>15,523</b>
增长率	25.13%	23.09%	27.49%	23.48%	25.01%
<b>营业成本</b>	<b>-1,626</b>	<b>-1,845</b>	<b>-2,300</b>	<b>-2,628</b>	<b>-3,032</b>
% 销售收入	25.4%	23.4%	22.9%	21.2%	19.5%
<b>毛利</b>	<b>4,782</b>	<b>6,043</b>	<b>7,756</b>	<b>9,789</b>	<b>12,490</b>
% 销售收入	74.6%	76.6%	77.1%	78.8%	80.5%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-1,105</b>	<b>-1,277</b>	<b>-1,760</b>	<b>-2,173</b>	<b>-2,716</b>
% 销售收入	17.2%	16.2%	17.5%	17.5%	17.5%
<b>营业费用</b>	<b>-968</b>	<b>-1,390</b>	<b>-1,659</b>	<b>-2,049</b>	<b>-2,561</b>
% 销售收入	15.1%	17.6%	16.5%	16.5%	16.5%
<b>管理费用</b>	<b>-258</b>	<b>-323</b>	<b>-412</b>	<b>-509</b>	<b>-636</b>
% 销售收入	4.0%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>2,452</b>	<b>3,052</b>	<b>3,925</b>	<b>5,058</b>	<b>6,576</b>
% 销售收入	38.3%	38.7%	39.0%	40.7%	42.4%
<b>财务费用</b>	<b>65</b>	<b>100</b>	<b>59</b>	<b>61</b>	<b>71</b>
% 销售收入	-1.0%	-1.3%	-0.6%	-0.5%	-0.5%
<b>资产减值损失</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>98</b>	<b>84</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>121</b>	<b>122</b>	<b>200</b>	<b>180</b>	<b>150</b>
% 税前利润	4.5%	3.7%	4.8%	3.4%	2.2%
<b>营业利润</b>	<b>2,736</b>	<b>3,358</b>	<b>4,186</b>	<b>5,301</b>	<b>6,799</b>
营业利润率	42.7%	42.6%	41.6%	42.7%	43.8%
<b>营业外收支</b>	<b>-13</b>	<b>-14</b>	<b>-12</b>	<b>-11</b>	<b>-12</b>
<b>税前利润</b>	<b>2,723</b>	<b>3,345</b>	<b>4,174</b>	<b>5,290</b>	<b>6,787</b>
利润率	42.5%	42.4%	41.5%	42.6%	43.7%
<b>所得税</b>	<b>-670</b>	<b>-825</b>	<b>-1,022</b>	<b>-1,295</b>	<b>-1,662</b>
所得税率	24.6%	24.7%	24.5%	24.5%	24.5%
<b>净利润</b>	<b>2,029</b>	<b>2,503</b>	<b>3,148</b>	<b>3,991</b>	<b>5,121</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>2,029</b>	<b>2,503</b>	<b>3,148</b>	<b>3,991</b>	<b>5,121</b>
净利率	31.7%	31.7%	31.3%	32.1%	33.0%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>净利润</b>	<b>2,029</b>	<b>2,503</b>	<b>3,148</b>	<b>3,991</b>	<b>5,121</b>
<b>加:折旧和摊销</b>	<b>119</b>	<b>142</b>	<b>154</b>	<b>163</b>	<b>172</b>
<b>资产减值准备</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动损失</b>	<b>-98</b>	<b>-84</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>财务费用</b>	<b>1</b>	<b>8</b>	<b>-59</b>	<b>-61</b>	<b>-71</b>
<b>投资收益</b>	<b>-121</b>	<b>-122</b>	<b>-200</b>	<b>-180</b>	<b>-150</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>营运资金的变动</b>	<b>2,051</b>	<b>-306</b>	<b>-1,472</b>	<b>1,137</b>	<b>-1,798</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>3,024</b>	<b>2,780</b>	<b>1,572</b>	<b>5,050</b>	<b>3,275</b>
<b>固定资本投资</b>	<b>-518</b>	<b>-959</b>	<b>-60</b>	<b>-60</b>	<b>-50</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,216</b>	<b>-1,121</b>	<b>-38</b>	<b>-51</b>	<b>-72</b>
<b>股利分配</b>	<b>-736</b>	<b>-736</b>	<b>-945</b>	<b>-1,197</b>	<b>-1,536</b>
<b>其他</b>	<b>-625</b>	<b>591</b>	<b>2,074</b>	<b>-1,010</b>	<b>71</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-1,361</b>	<b>-144</b>	<b>1,130</b>	<b>-2,207</b>	<b>-1,465</b>
<b>现金净流量</b>	<b>448</b>	<b>1,514</b>	<b>2,664</b>	<b>2,792</b>	<b>1,738</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>货币资金</b>	<b>3,958</b>	<b>5,381</b>	<b>8,045</b>	<b>10,837</b>	<b>12,575</b>
<b>应收款项</b>	<b>57</b>	<b>76</b>	<b>93</b>	<b>116</b>	<b>145</b>
<b>存货</b>	<b>3,194</b>	<b>3,910</b>	<b>4,944</b>	<b>5,173</b>	<b>6,500</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>2,725</b>	<b>2,296</b>	<b>2,298</b>	<b>2,297</b>	<b>2,301</b>
<b>流动资产</b>	<b>9,933</b>	<b>11,662</b>	<b>15,380</b>	<b>18,422</b>	<b>21,520</b>
% 总资产	68.8%	64.1%	70.0%	73.4%	76.2%
<b>长期投资</b>	<b>24</b>	<b>29</b>	<b>29</b>	<b>29</b>	<b>29</b>
<b>固定资产</b>	<b>1,294</b>	<b>1,219</b>	<b>1,115</b>	<b>1,008</b>	<b>900</b>
% 总资产	9.0%	6.7%	5.1%	4.0%	3.2%
<b>无形资产</b>	<b>170</b>	<b>343</b>	<b>495</b>	<b>641</b>	<b>780</b>
<b>非流动资产</b>	<b>4,500</b>	<b>6,521</b>	<b>6,602</b>	<b>6,670</b>	<b>6,720</b>
% 总资产	31.2%	35.9%	30.0%	26.6%	23.8%
<b>资产总计</b>	<b>14,434</b>	<b>18,184</b>	<b>21,982</b>	<b>25,093</b>	<b>28,240</b>
<b>短期借款</b>	<b>0</b>	<b>600</b>	<b>1,071</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>1,735</b>	<b>3,088</b>	<b>2,668</b>	<b>4,055</b>	<b>3,618</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>3,244</b>	<b>3,252</b>	<b>3,252</b>	<b>3,252</b>	<b>3,252</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,980</b>	<b>6,941</b>	<b>6,991</b>	<b>7,308</b>	<b>6,870</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>157</b>	<b>178</b>	<b>178</b>	<b>178</b>	<b>178</b>
<b>负债</b>	<b>5,137</b>	<b>7,119</b>	<b>7,169</b>	<b>7,486</b>	<b>7,048</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>9,297</b>	<b>11,065</b>	<b>14,813</b>	<b>17,607</b>	<b>21,192</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>14,434</b>	<b>18,184</b>	<b>21,982</b>	<b>25,093</b>	<b>28,240</b>

**比率分析**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>					
每股收益 (元)	1.62	2.00	2.51	3.18	4.08
每股净资产 (元)	7.41	8.82	11.81	14.03	16.89
每股经营现金净流 (元)	2.41	2.22	1.25	4.03	2.61
每股股利 (元)	0.59	0.59	0.75	0.95	1.22
<b>回报率</b>					
净资产收益率	21.83%	22.62%	21.25%	22.67%	24.17%
总资产收益率	14.06%	13.76%	14.32%	15.90%	18.14%
投入资本收益率	175.07%	658.90%	363.05%	164.00%	378.02%
<b>增长率</b>					
营业总收入增长率	25.13%	23.09%	27.49%	23.48%	25.01%
EBIT增长率	27.74%	22.01%	26.53%	27.00%	28.42%
净利润增长率	29.50%	23.34%	25.80%	26.76%	28.33%
总资产增长率	21.79%	25.98%	20.89%	14.15%	12.54%
<b>资产管理能力</b>					
应收账款周转天数	2.8	3.0	3.0	3.0	3.0
存货周转天数	162.9	162.1	158.5	146.6	135.4
应付账款周转天数	91.2	121.5	106.3	113.9	110.1
固定资产周转天数	64.8	57.3	41.8	30.8	22.1
<b>偿债能力</b>					
净负债/股东权益	-57.88%	-67.28%	-65.93%	-71.42%	-125.00%
EBIT利息保障倍数	-41.1	-32.6	-69.9	-85.4	-94.3
资产负债率	35.59%	39.15%	32.61%	29.83%	24.96%

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。  
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。