

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	65.15
总股本/流通股本(亿股)	12.54 / 12.54
总市值/流通市值(亿元)	817 / 817
52 周内最高/最低价	66.35 / 37.38
资产负债率(%)	35.6%
市盈率	40.26
第一大股东	今世缘集团有限公司
持股比例(%)	44.7%

研究所

分析师: 蔡雪昱
SAC 登记编号: S1340522070001
Email: caixueyu@cnpsec.com
分析师: 华夏霖
SAC 登记编号: S1340522090003
Email: huaxialin@cnpsec.com

今世缘(603369)

省内升级省外扩容，营收目标再迎突破

● 核心观点

公司是中国白酒上市公司十强企业，苏酒双龙头企业之一。公司主打中度浓香型白酒，现有“国缘”、“今世缘”和“高沟”三大白酒品牌，旗下三大知名系列，品牌定位清晰，横跨不同价格带。当前，结构提升、量价齐升驱动公司营收增长，公司预估 2022 年营业收入 78.5 亿元，同比增长 22.18%，近五年 CAGR 为 21.56%；2022 年归母净利润 24.8 亿元，同比增长 22.53%，近五年 CAGR 为 22.59%，净利润提升略高于营收增速。公司 2022 年新版股权激励落地，激励目标对应 2023 年近百亿规模，同时十四五规划下 2025 年力争 150 亿。

看江苏白酒市场，江苏经济发展水平在全国范围内处于领先地位，城镇化、居民收入、消费支出水平较高，居民财富不断积累，次高端及高端白酒的主要消费群体规模不断扩大。看总量，参考江苏全省白酒规模 2016-18 年 CAGR 为 11.8%，预计疫后未来 3-5 年白酒市场仍有望保持双位数以上复合增速，结构升级和次高端扩容仍是江苏市场重要增长机会，同时名酒品牌挤压中小品牌也将释放一定空间，增量与存量双重扩容下，今世缘面对外酒及其他地产品牌仍有一定品牌和核心区域优势，有望充分受益。看结构，苏北、苏中和苏南消费价格带依次递增，地域间消费升级差异根据各区域 GDP 发展进度看苏南领先苏北、苏中近 5-8 年。当前，苏北主流价格区间在 100-300 元、苏中的主流价格带在 200-400 元、苏南的主流消费价格带在已逐渐上提至 400-600 元，省内丰富的消费需求层次带来产品错位与补位竞争机遇。

公司在品牌、产品、渠道、产能上均有布局，为十四五目标打下坚实基础。品牌端：公司三大品牌指向不同细分市场，覆盖高中低全价位，覆盖自饮、宴席婚宴、政商务等不同需求。产品端：公司成功培育出国缘 V3、四开、对开等大单品，当前进入放量阶段，并在未来将持续受益次高端扩容红利。渠道端：公司升级“1+1+N”深度协销，与经销商及核心终端商共商发展，深化营销变革下提高终端服务、促销执行水平，渠道网络进一步下沉，终端掌控力持续提升，实现渠道深度协同。产能端：公司于 2022 年斥资 90 亿扩产，产能扩容 1.5 倍，为公司十四五 150 亿目标打下基础。

看未来，短期内公司有望受益疫后餐饮消费复苏、婚宴市场回补催化下中高端以下价格带产品高增长。中期伴随疫后经济稳步复苏，江苏作为经济强省需求有望率先回升，消费升级延续，次高端持续承接扩容需求。长期视角下，公司省外占比业内偏低，未来公司将上海、浙江、安徽以及北京、山东、河南、江西作为战略重点省级市场，确立滁州、湖州、马鞍山、枣庄、临沂等 10 个地级市重点板块市场，在样板市场形成消费氛围后外延扩张，以点破面推进全国化进程。

● 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2022-2024 年实现营收 78.66/100.11/123.12 亿元，同比增长 22.79%/27.27%/22.99%；实现归母净利润

24.84/31.21/38.31 亿元，同比增长 22.42%/25.64%/22.75%，对应 EPS 为 1.98/2.49/3.05 元，对应当前股价 PE 为 33x/26x/21x。公司 2022 年不惧疫情扰动完美收官，顺利完成股权激励目标；看 2023 年，疫后宴席市场需求回补；对开、四开、V3 进一步放量；单开、淡雅增速提升，公司整体增长势头强劲，2022-24 年归母净利润复合增速预计在 24%。根据绝对估值法、参考公司历史估值、可比公司估值，我们认为给予公司 2023 年 30 倍 PE 估值较为合理，对应目标价 74.7 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示：

疫情反复、省内竞争加剧、省外扩张不及预期、食品安全等风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	6406	7866	10011	12312
增长率(%)	25.12	22.79	27.27	22.99
EBITDA（百万元）	2753.38	3405.07	4262.16	5209.82
归属母公司净利润（百万元）	2029.13	2484.00	3120.92	3830.79
增长率(%)	29.50	22.42	25.64	22.75
EPS（元/股）	1.62	1.98	2.49	3.05
市盈率（P/E）	40.28	32.90	26.19	21.34
市净率（P/B）	8.79	7.50	6.34	5.32
EV/EBITDA	21.91	21.46	16.68	13.17

资料来源：公司公告，中邮证券研究所 注：测算基于 2023 年 4 月 7 日收盘价

目录

1 投资聚焦.....	6
2 今世缘：苏酒双龙头之一，历史底蕴深厚	7
2.1 “缘”起名酒之乡，发展风雨兼程	7
2.2 股权架构稳定，股权激励落地	8
3 苏酒市场：江苏经济发达奠定基础，白酒消费升级领先全国.....	9
3.1 江苏经济水平较高，白酒消费氛围浓厚	9
3.2 主流价格带攀升，次高端规模增长	10
3.3 政策利好白酒，创新助力发展	11
3.4 行业头部品牌格局逐渐清晰，省内龙头竞合发展	12
3.5 苏皖区域白酒对比：公司成长速度领先，盈利能力稳健.....	13
4 餐饮回暖宴席回补，短期看中高端价格带复苏	14
5 结构升级品牌提升，中期看国缘继续承接省内升级需求.....	15
5.1 三大品牌定位不同场景，覆盖全价格带	16
5.2 以“缘”为品牌核心，将文化内涵融入产品.....	19
5.3 中期视角：经济稳步复苏，国缘承接省内升级需求.....	21
6 渠道深化产能扩张，长期看省外破局迎新征程	22
6.1 多方渠道深度协销，团购主导带动整体	22
6.2 持续募投扩大产能，基酒储能支撑发展	24
6.3 长期视角：从省内走向省外，百亿过后再迎新征程.....	25
7 盈利预测与投资建议.....	27
7.1 盈利预测.....	27
7.2 估值与投资建议.....	28
8 风险提示.....	30

图表目录

图表 1: 公司官网三大品牌宣传定位不同	7
图表 2: 公司发展历程	8
图表 3: 公司股权架构	8
图表 4: 2022 年公司股权激励计划目标	9
图表 5: 国内白酒大省人均 GDP 对比 (元)	9
图表 6: 全国和江苏城镇人口人均可支配收入对比	9
图表 7: 2021 年人均单次白酒饮酒量排名前十省份及第七次人口普查人口数对比	10
图表 8: 2016-2021 年江苏白酒空间	10
图表 9: 白酒行业十三五期间分价格带量价拆分	10
图表 10: 2019 年江苏白酒市场各价位带占比	11
图表 11: 今世缘特 A+、洋河梦之蓝营收占比逐年提升	11
图表 12: 苏皖地区白酒产业十四五期间规划	11
图表 13: 2021 年白酒行业市场份额	12
图表 14: 今世缘特 A+、洋河梦之蓝保持高增速	12
图表 15: 苏皖六家白酒上市公司十四五规划 (亿元)	13
图表 16: 苏皖六家白酒上市公司 ROE 对比 (%)	13
图表 17: 苏皖六家白酒上市公司资产周转率对比	13
图表 18: 苏皖六家白酒上市公司毛利率对比 (%)	14
图表 19: 苏皖六家白酒上市公司净利率对比 (%)	14
图表 20: 苏皖六家白酒上市公司资产负债率对比 (%)	14
图表 21: 1-2 月全国餐饮稳步回升	15
图表 22: 江苏婚宴酒席百度搜索指数 2022.12-2023.03	15
图表 23: 疫后婚宴市场回补需求旺盛	15
图表 24: 国缘品牌主要产品及对标竞品价格对比	16
图表 25: 今世缘品牌主要产品及价格	16
图表 26: 高沟品牌主要产品及价格	17
图表 27: 公司白酒类产品按价位划分	17
图表 28: 公司白酒产品分等级销售均价变化 (元/瓶, 每瓶按 500ml 计)	18
图表 29: 公司营收及增速	18
图表 30: 公司归母净利润及增速	18
图表 31: 2017-2022 年公司营业收入结构 (亿元)	19
图表 32: 2017-2022 年公司分产品营业收入 yoy	19
图表 33: 2017-2021 年公司产品毛利润占比	19
图表 34: 成立中华缘文化研究院挖掘缘文化时代价值	20
图表 35: 今世缘景区被认定为国家 AAAA 级旅游景区	20

图表 36: 公司 2016-2021 年广告费用 (万元) 及占销售费用和营业收入比例	20
图表 37: 江苏省内各城市 GDP、人均可支配收入对比	21
图表 38: 今世缘省内市占率仍然偏低	21
图表 39: 今世缘省内营业额与江苏省 GDP (右轴) 对比	22
图表 40: 今世缘省内营业额与江苏省 GDP 高度正相关性	22
图表 41: 公司渠道战略演变	22
图表 42: 2020 年“控价分利”策略具体措施	23
图表 43: 2016-2021 年公司销售人员数量及占比	23
图表 44: 2016-2021 年公司经销商数量变动	23
图表 45: 今世缘投资扩产项目	24
图表 46: 公司基酒产能 (万吨) 及产能利用率	24
图表 47: 公司成品酒产销量及库存 (千升)	24
图表 48: 今世缘成品酒产能情况及预测	25
图表 49: 2016-2022 年省内分区域营收规模 (万元)	26
图表 50: 2021 年分区域营收占比	26
图表 51: 公司省外市场营收占比业内偏低	26
图表 52: 省外营业收入 (万元) 及 yoy 右轴	27
图表 53: 省外营业收入占比	27
图表 54: 公司主营业务营收拆分预测	27
图表 55: 可比公司估值	28
图表 56: 今世缘绝对估值测算	29
图表 57: 公司 PE-Band	30

1 投资聚焦

➤ 研究背景与核心逻辑

疫情后，国家层面推进经济、消费全面复苏，在经济回升驱动，宴会需求回归等因素带动下，白酒各价格带需求稳步回升。看江苏省内，作为经济强省，回暖进度预计优于全国平均水平，同时省内消费升级趋势延续也将进一步带动白酒消费结构提升，今世缘作为苏酒龙头之一有望受益。

➤ 不同于市场的观点

市场认为：2022 年江苏省内白酒市场近 500 亿规模，整体需求趋于饱和，增量空间较小，品牌角度苏南等地外部的茅五泸、古井贡酒、剑南春等同样具有良好消费基础，公司品牌竞争力无显著优势。同时，省外市场扩张较慢，未来趋势不明朗。

我们认为：江苏白酒市场竞争激烈，呈现挤压式竞争态势，未来份额将持续向头部品牌集中，中小品牌退出的市场将为公司带来增量空间。同时，省外市场公司占比较行业水平偏低，未来以打造 10 大样板市场为突破点发力全国化，省外扩张值得期待。

➤ 核心假设

1. **需求：**江苏经济复苏领先全国，苏酒市场保持双位数增速。
2. **结构：**省内消费结构升级延续中高端、次高、高端均有扩容，同时头部品牌挤压中小品牌份额，存量和增量空间双重增长。

➤ 业绩预测

1) 核心的四开省内增长稳健省外率先发力、国缘 V3 完成培育开启放量，分别卡位省内 400 元和 600 元消费升级价格区间，正进入放量阶段；同时公司确立省外聚焦四开的产品策略，未来增长空间广阔；我们预计特 A+类产品保持高增长，预计特 A+类 2022-2024 年营收同比增长 29.8%、34.2%、27.4%，毛利率分别为 82.2%/83.4%/84.6%。

2) 特 A 品类中，对开预计保持强劲增长势头，当前在 300 元价格带拥有较强的渠道势能、品牌优势，充分受益于省内中高端价格带升级扩容。此外，公司也积极布局今世缘 D 系列等单品，推动今世缘品牌产品升级，我们预计特 A 类也将保持量价齐升态势，但增速低于特 A+类，预计特 A 类 2022-2024 年营收同比增长 11.3%、13.4%、12.4%，毛利率分别为 65.9%/67.6%/69.7%。

3) 公司开启高沟品牌复兴并继续对中低端产品进行结构升级，预期 B 类以下产品整体延续量减价增趋势。

➤ 核心看点

短期看：疫后宴席、婚宴市场回补需求旺盛，且趋势延续，公司今世缘品牌受益，短期业绩确定性强。

中期看：苏北、苏中地区经济、消费慢于苏南 5-8 年左右，公司次高端产品有望继续承接梯次消费升级需求。

长期看：公司外省市场占营收占比重业内偏低，2025 年较 2023 年 50 亿增量预计将进一步通过全国化布局实现。

2 今世缘：苏酒双龙头之一，历史底蕴深厚

2.1 “缘”起名酒之乡，发展风雨兼程

旗下三大知名系列，品牌定位清晰，横跨不同价格带。公司是中国白酒上市公司十强企业，苏酒双龙头企业之一。公司主打中度浓香型白酒，现有“国缘”、“今世缘”和“高沟”三大白酒品牌，其中，“国缘”品牌创立于 2004 年 8 月，定位“中国十大高端商务白酒”；“今世缘”品牌创立于 1996 年 8 月，是“中国十大文化名酒”、“中华婚宴品牌”；高沟酒是“中华老字号”品牌，国家名优酒。

图表1：公司官网三大品牌宣传定位不同

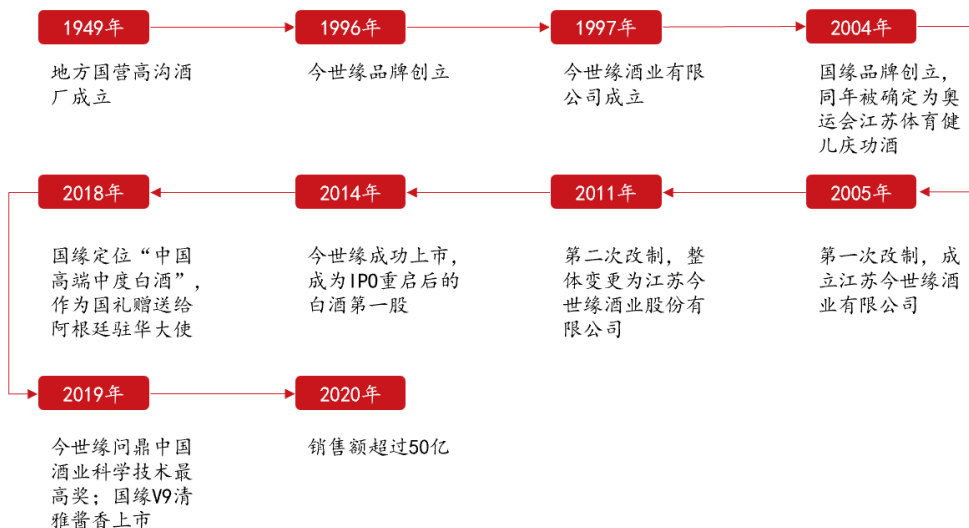


资料来源：公司官网，中邮证券研究所

公司历史悠久，逐步进军高端市场。公司前身为“三沟一河”（双沟、汤沟、高沟及洋河）之一的江苏高沟酒厂，酿酒工艺始于西汉，盛于明清，民国初年当地已有八家规模较大槽坊，具有丰厚历史底蕴。1996 年，今世缘品牌创立，以“今世有缘，相伴永远”为品牌理念，塑造“中国人的喜酒”品牌形象。随后 2004 年，“国缘”品牌创立，坚持“与大事结缘，同成功相伴，为英雄干杯”传播方略，唱响“成大事、必有缘”的品牌宣言。

从“国缘”品牌创立起，公司逐渐发力高档白酒市场，在经历 2005 年和 2012 年两次白酒行业低谷后，公司瞄准婚宴、家宴等宴席消费市场；2017 年后公司抓住行业升级机遇，进一步推出定价千元的水晶 V 系、国缘 V9 等产品，进军高端白酒市场目标高端商务消费，培育团购渠道。

图表2：公司发展历程

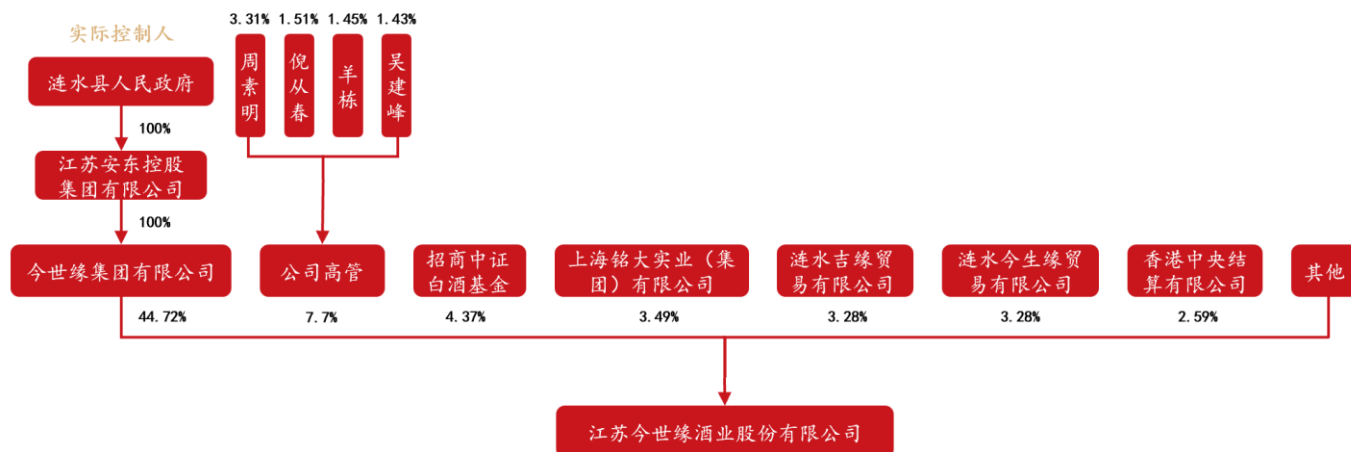


资料来源：公司官网，公司年报，中邮证券研究所

2.2 股权架构稳定，股权激励落地

地方政府控股，员工持股比例高。公司实际控制人为涟水县人民政府，涟水县政府通过今世缘集团有限公司持股 44.72%。公司前十大股东中四位公司高管：周素明、倪从春、羊栋、吴建峰合计持股 7.7%，此外，涟水吉缘贸易和涟水今生缘贸易为公司部分高层和骨干人员持股平台，合计持股 6.56%。公司经营层及中基层人员持股比例较大，将员工利益与公司利益深度捆绑，有利于调动员工积极性。

图表3：公司股权架构



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

股权激励落地，目标稳健。2022 年 10 月，公司新版股权激励落地，较变更前考核目标、行权价整体上调，凸显公司对未来发展信心。具体看，公司向符合授予条件的 334 名激励对象授予 768 万份股票期权，占总股本的 0.61%，激励方案覆盖范围较广，激励人数占 2021 年底员工总数的 8.9%。同时公司 2022/23/24 年业绩考核目标为营收同比增长不低于 22%/24%/26%（对应收入 78/97/122 亿元），扣非净利润同比增长不低于 15%/15%/15%。从目标设定看，公司对未来 3 年发展节奏清晰，激励计划也将充分激发员工积极性，为公司 2025 年 150 亿营收目标保驾护航。

图表4：2022 年公司股权激励计划目标

期权行权业绩考核要求	2022 年	2023 年	2024 年
营业收入增长率（以 2021 年为基数）不低于	22.0%	51.3%	90.6%
扣除非经常性损益净利润增长率（以 2021 年为基数）不低于	15.0%	32.3%	52.1%
净资产收益率不低于	21.5%	21.5%	21.5%
主营业务占营业收入比例不低于	95%	95%	95%
其他条件：前三项指标不得低于行业平均水平或对标企业的 75 分位值			

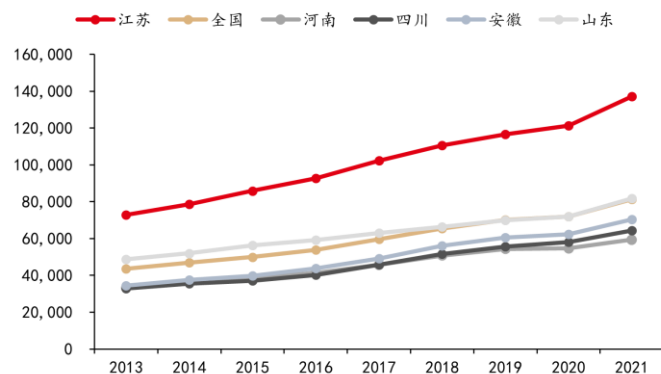
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

3 苏酒市场：江苏经济发达奠定基础，白酒消费升级领先全国

3.1 江苏经济水平较高，白酒消费氛围浓厚

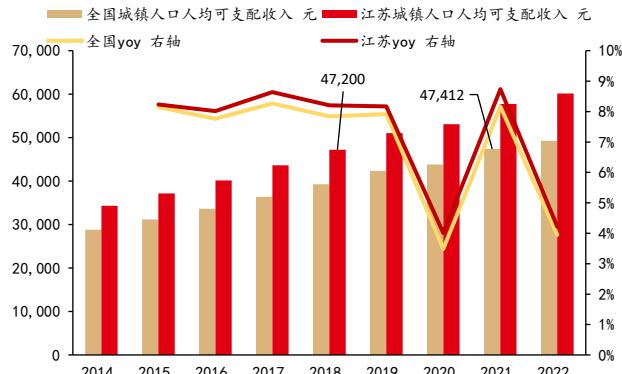
省内白酒企业营收增长与江苏经济水平高度相关。江苏省经济发展水平在全国范围内处于领先地位，作为工商业发达的老牌经济大省，江苏城镇化、居民收入、消费支出水平较高。2021 年江苏省 GDP 为 11.6 万亿元，创造全国 10.2% 的 GDP，仅次于广东省，排名全国第二位，人均 GDP 高达 13.7 万元，远远高于全国平均值及山东、河南等白酒大省，江苏省与全国城镇人口人均可支配收入同频变动，江苏 2018 年已和全国 2021 年持平，居民财富不断积累，次高端及高端白酒的主要消费群体规模不断扩大。

图表5：国内白酒大省人均 GDP 对比（元）



资料来源：ifind，国家统计局，中邮证券研究所

图表6：全国和江苏城镇人口人均可支配收入对比

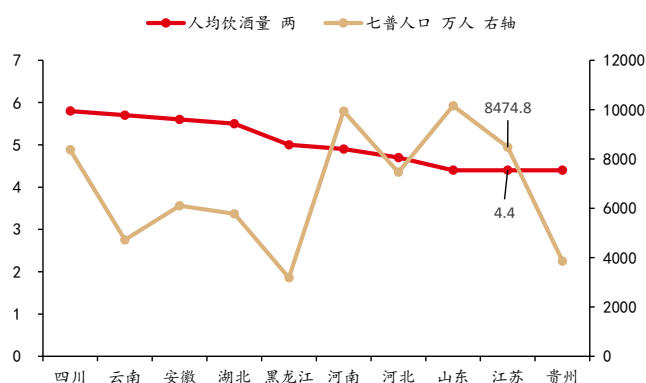


资料来源：ifind，国家统计局，中邮证券研究所

江苏白酒文化深厚悠久，白酒消费体量大。江苏酿酒历史悠久，白酒文化与饮酒习惯深入人心，形成浓厚的白酒消费氛围，叠加居民高消费水平和全国较高的人口密度，造就江苏白酒全国前列的市场规模。

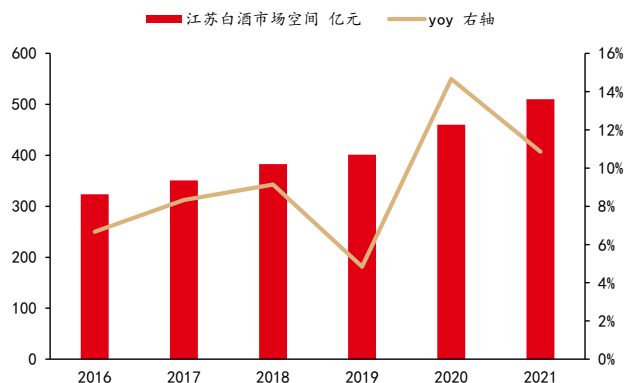
从数据看，江苏省人均单次白酒饮酒量 4.4 两，在人均白酒饮酒量排名前十的省份中，江苏人口数量名列前茅，第七次人口普查中常住人口 8474.8 万人。近年江苏白酒市场规模不断扩大，2020 和 2021 年同比增速均超过 10%，2021 年收入规模超过 500 亿元，在人口数量及人均饮酒量保持相对稳定的前提下，未来白酒消费升级趋势下，价格带上移成为苏酒市场规模扩大的主要驱动力。

图表7：2021 年人均单次白酒饮酒量排名前十省份及第七次人口普查人口数对比



资料来源：Ipsos，国家统计局，中邮证券研究所

图表8：2016-2021 年江苏白酒空间



资料来源：萝卜投资，中邮证券研究所

3.2 主流价格带攀升，次高端规模增长

顺应省内消费升级背景，次高端市场迅速扩容。伴随大众消费崛起，2016 年起白酒高端价格带需求爆发，高端酒如茅台、五粮液等大幅提价，留下次高端价格带空白区间。十三五期间行业整体呈现量减价增趋势，全国白酒销量大幅降低，而收入平稳增长，主要归功于高端和次高端的规模增长，2015-2020 年次高端白酒规模由 146 亿增长至 543 亿，复合增速 30%，是增速最快的价格带，十四五预计仍有较大增长空间。江苏白酒消费价位相对全国较高，趋势上 600 元价格带率先扩容。在消费升级的浪潮下，江苏提升更为明显，从目前白酒消费结构来看，江苏次高端占比在 2019 年已达 27%，当前预计占比超 30%，远高于全国白酒市场中次高端比例。

图表9：白酒行业十三五期间分价格带量价拆分

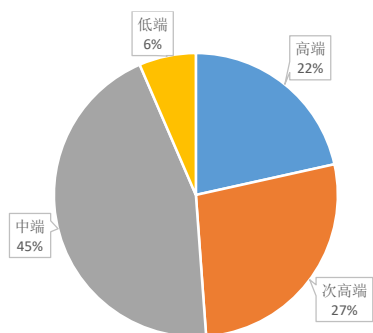
分价格带	收入 (亿元)		销量 (万千升)		收入 CAGR	销量 CAGR	吨价 CAGR
	2015	2020	2015	2020			
高端酒	316	848	2.1	3.4	22%	10%	11%
次高端	146	543	2.7	7.2	30%	20%	8%
其他	5097	4445	1308	731	-3%	-11%	9%
白酒行业	5559	5836	1313	741	1%	-11%	13%

资料来源：iFinD，中邮证券研究所测算

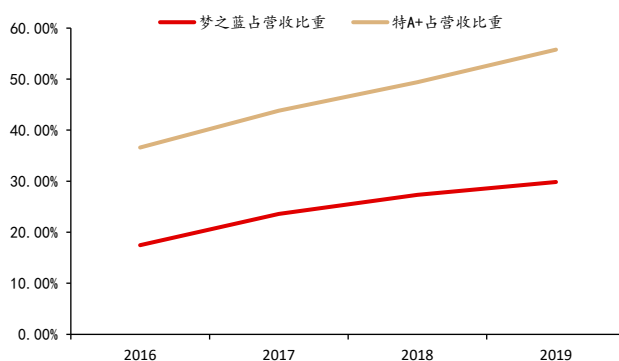
主流价格带提升，国缘发力次高端。2016 年以前，苏酒主流价格带在 200-300 元，品牌以海之蓝、天之蓝和国缘单开为主；2017 年以来，苏酒主流价格带逐步提升至 400-500

元，梦系列和国缘 K 系快速放量，2021 年，以苏南为代表的省内发达城市主流价格带进一步升级，四开、梦 6+ 实现快速增长。

图表10：2019 年江苏白酒市场各价位带占比



图表11：今世缘特 A+、洋河梦之蓝营收占比逐年提升



资料来源：盛初咨询《中国酒类流通行业白皮书》，中邮证券研究所

资料来源：公司年报，中邮证券研究所测算

从公司层面看，国缘品牌最早从南京市场切入，通过政商务团购打开知名度进军次高端，在次高端扩容背景下，国缘品牌因提前布局实现业绩高增，十三五期间以国缘为主的特 A 类及以上产品 CAGR 高达 24.75%，成为十三五业绩高质量增长的主要驱动力，其中次高端国缘四开成为公司绝对大单品，始终保持较高增速。

3.3 政策利好白酒，创新助力发展

中国酒协指引量稳价增，淮安十四五规划助力今世缘。中国酒业协会在 2021 年 4 月发布的《中国酒业十四五发展指导意见》中指引白酒行业的未来趋势：预计白酒行业将会呈现升级势头持续、量稳价增和利润快于收入等态势，提出要深化白酒优势产区建设，大幅提升名优酒比例。江苏政府 2021-2023 的三年计划中将酿酒业列入重点做强的 30 条优势产业链之一，并以市级政府为主导来规划白酒产业发展，江苏及周边的地区对十四五提出高目标，出台相关政策助力白酒行业发展，淮安市更是明确提出要帮助与鼓励今世缘的一系列工作项，助力今世缘做成百亿企业，并依托今世缘形成名优白酒品牌聚集区。

图表12：苏皖地区白酒产业十四五期间规划

地区	相关文件	具体政策
江苏省	《“产业强链”三年行动计划》	酿酒业列入重点做强的 30 条优势产业链之一
宿迁市	《宿迁市十四五规划》	做大做强产业规模、成立产区联盟、建设原酒基地、培育白酒“小巨人”，力争十四五期间培育年销售 10 亿元酒企 5 家、30 亿元酒企 3 家、50 亿元酒企 1 家
淮安市	《淮安市十四五规划》	帮助与鼓励今世缘的一系列工作项，助其做成百亿企业，并依托今世缘形成名优白酒品牌聚集区
安徽省	《十四五食品工业发展规划》	全力发展白酒制造业
亳州市	《亳州市促进白酒产业高质量发展的实施意见》	从引导要素集聚、建设特色小镇、加快技术改造、推进资源共享、做优亳酒品质、打造区域品牌等方面梳理出具体措施 25 条。
淮北市	《淮北市白酒产业十四五规划》	强调白酒产业扶持项目

划》

江苏省 《“产业强链”三年行动计划》

酿酒业列入重点做强的 30 条优势产业链之一

资料来源：iFind，政府网站等，中邮证券研究所整理

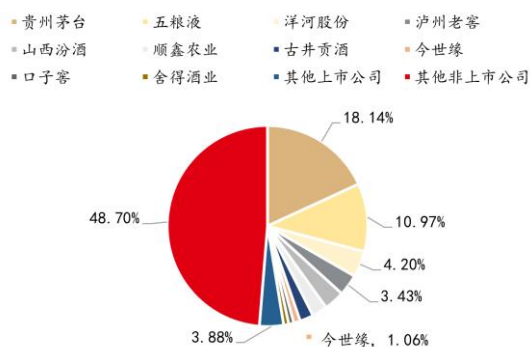
科技创新驱动白酒行业高质量发展。科学与技术创新是白酒行业长期课题，业内过去主要在酿造工艺上钻研和探讨，现今则更多是朝着智能化酿造、数字化经营与互联网渠道等方向发展。中国酒业协会理事长表示，十四五时期，将以品质提升为先导，继续大力推动产业科技创新水平提升，推动科技创新融入“原料到美酒”的酿造生产全程和“美酒到餐桌”的消费全程，把白酒科技创新推向新的发展阶段，不断用科技引领中国白酒产业高质量发展。

苏皖地区科创实力领先，今世缘发起成立研究院。2022 年，全国酒企新增申请专利 1447 个，将科技创新摆在前所未有的高度。位于长三角经济区的苏皖地区经济水平领先、学研资源丰富，两地优秀的科创能力使得本地酒企在智能酿造、数字化转型等方面在全球白酒行业中处在领先地位：安徽古井贡酒在科技投入和实力方面明显领先，今世缘科技创新总含量排名酒企第七位。在 2023 今世缘发展大会上，中国白酒绿色生态智能酿造科学技术研究院正式揭牌，致力于开展基础理论创新与关键技术突破，前瞻性技术研究及战略目标产品开发，聚集和培养产业优秀人才，引领和推动白酒行业向绿色生态及智能化转型升级和高质量发展。

3.4 行业头部品牌格局逐渐清晰，省内龙头竞合发展

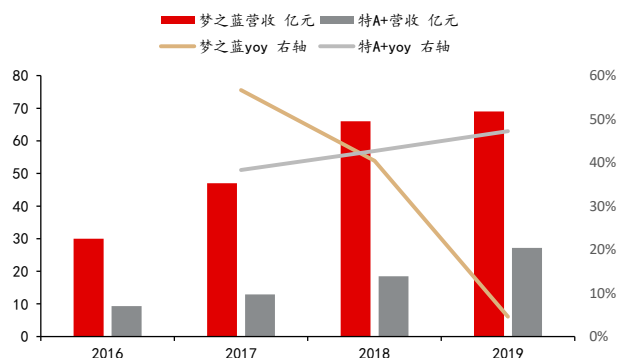
白酒行业头部格局趋于稳定。白酒行业公司市场份额看，上市酒企营收占行业规模的 51.30%，行业 CR3 为 33.32%，今世缘市占率 1.06%，在上市公司中排名第八。高端白酒竞争格局趋于稳定，次高端白酒中，以古井贡酒和今世缘为代表的苏皖区域酒企，具有区域品牌力基础和符合消费升级方向的产品线布局，仍能受益于区域经济发展和消费升级红利。

图表13：2021 年白酒行业市场份额



资料来源：iFind，国家统计局，中邮证券研究所

图表14：今世缘特 A+、洋河梦之蓝保持高增速



资料来源：公司年报，中邮证券研究所测算

省内竞争中，苏酒龙头竞合发展，占领次高端市场。江苏白酒行业集中度较高，本地酒企在苏酒市场连年占据绝对优势地位，苏酒龙头洋河和今世缘市占率合计过半。在高端价格带，茅台、五粮液仍然是绝对主导，洋河的 M9、手工班和今世缘的 V9 仍在发展初期，受益于基数较小，过去几年增长迅速。在 600-800 元价格带上，洋河 M6 凭借先发优势

表现突出，V3 作为今世缘在该价格带的主力销量增速较快；而在 300-600 元的价格带，今世缘依托国缘 K 系占据更大的市场份额。省内洋河和今世缘的综合实力在次高端价格带相较于其他品牌明显占优，龙头集中度提升的趋势难以逆转，2016-2019 年今世缘的特 A+类和洋河梦之蓝系列均保持高速增长，其中 2017、18 年增速均高于 40%，高于苏酒整体及次高端市场增速。鉴于未来省内次高端市场仍有较大增长空间，叠加苏酒市场仍伴随经济发展稳步提升，预计苏酒双龙头成长空间充足，格局将保持稳定，维持目前良性竞争态势。

3.5 苏皖区域白酒对比：公司成长速度领先，盈利能力稳健

公司营收增速领先同业，十四五战略规划清晰。苏皖六大白酒企业均发布十四五规划，明确设定业绩目标。今世缘在 2023 年冲刺百亿，十四五挑战 150 亿，所需 21-25 年均增速是除金种子酒外，苏皖其他 5 家白酒上市企业中最高的，但在 2017-2021 年，今世缘发展十分稳健，保持 21.33% 的年复合增长，远远领先其他五家企业，且 2021 年营收已实现 25.13% 的同比增长，结合公司所制定的股权激励业绩考核目标，公司实现十四五目标的可能性较大。

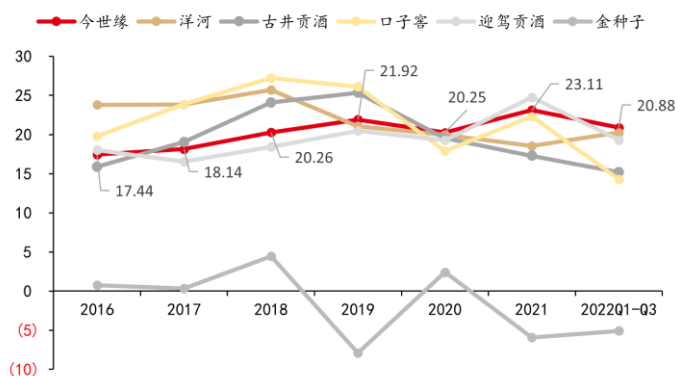
图表15：苏皖六家白酒上市公司十四五规划（亿元）

	2021 年营收	22 年 Q1-Q3 营收	2025 年目标	21-25 年 CAGR	17-21 年 CAGR
洋河	253.50	264.83	500	18.51%	6.21%
今世缘	64.08	65.18	150	23.69%	21.33%
古井贡酒	132.70	127.65	200	10.80%	17.47%
口子窖	50.29	37.62	100	18.75%	8.69%
迎驾贡酒	45.77	38.92	100	21.58%	9.90%
金种子酒	12.11	8.15	50	42.55%	-1.57%

资料来源：iFind、公开资料、各地方政府社会发展目标纲要，中邮证券研究所整理

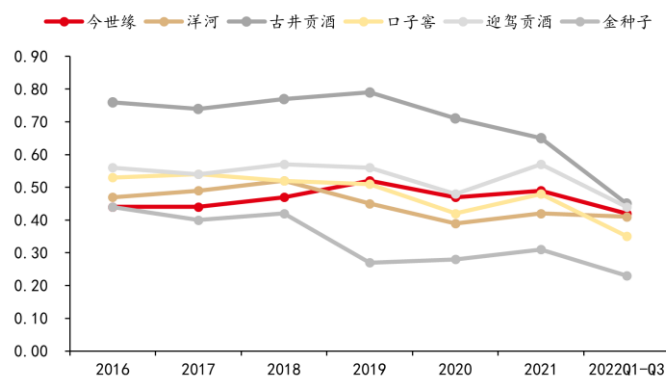
ROE 超 20%，领跑苏皖六大白酒企业。除金种子酒外，其他五大白酒上市企业 ROE 均处在较高水平，公司 ROE 稳步增长，2018 年后一直维持在 20% 以上，2022 年前三季度超越迎驾贡酒领跑苏皖六大白酒企业。通过杜邦拆解来看，迎驾贡酒较高的 ROE 来源是较高的杠杆系数；今世缘 ROE 高于省内竞品洋河主要原因是公司库存压力相对较低，资产周转率略高于洋河；ROE 略高于迎驾贡酒是由于公司销售净利率更高。

图表16：苏皖六家白酒上市公司 ROE 对比 (%)



资料来源：iFind，中邮证券研究所

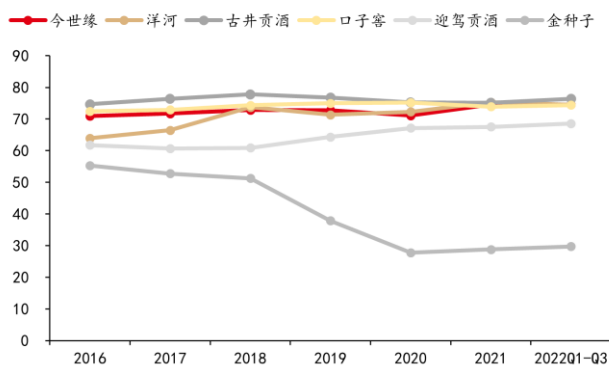
图表17：苏皖六家白酒上市公司资产周转率对比



资料来源：iFind，中邮证券研究所

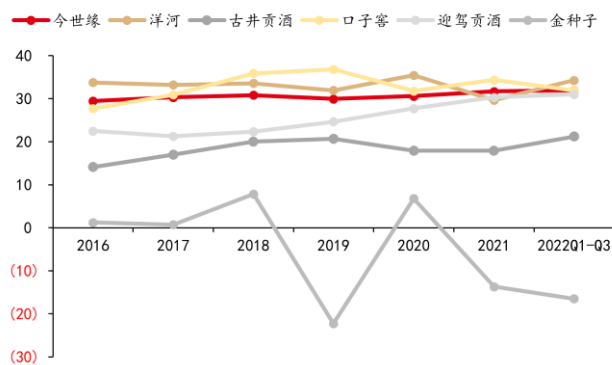
公司盈利能力位于行业头部，和主要竞品相差无几。公司盈利能力稳健，毛利率和净利率同洋河、口子窖相差无几，始终维持在较高水平。苏皖白酒企业中，洋河净利率相对略高主要由于销售管理费用低，古井贡酒相比之下毛利率较高而净利率偏低主要原因是过高的推广费和样品费推高销售成本。

图表18：苏皖六家白酒上市公司毛利率对比（%）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

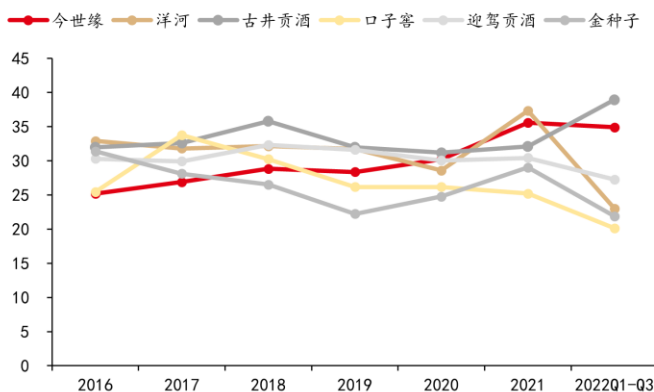
图表19：苏皖六家白酒上市公司净利率对比（%）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

公司现金流充沛，资产负债率位于行业内中上水平，保持健康水平。今世缘近几年的资产负债率虽然在苏皖白酒企业中相对偏高且呈现增长趋势，但幅度较小，基本稳定在25%-30%之间，远小于40%，且公司现金流充沛，2021年经营活动产生的现金流量净额为30.24亿元，整体运营情况较好。

图表20：苏皖六家白酒上市公司资产负债率对比（%）



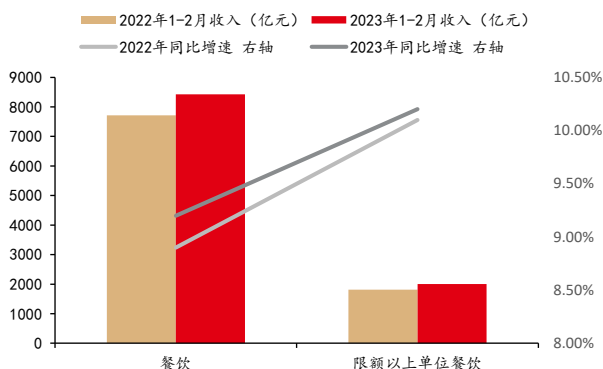
资料来源：ifind，中邮证券研究所

4 餐饮回暖宴席回补，短期看中高端价格带复苏

疫后餐饮消费复苏、婚宴市场回补有望催化公司中高端以下价格带产品高增长。国家统计局数据显示，2023年1-2月份，全国餐饮收入8429亿元，同比增长9.2%；而限额以上单位餐饮收入2002亿元，同比增长10.2%，两者收入增速分别较上年同期上升0.3/0.1pct，同时餐饮收入占社消零售总额占比达10.9%，高于社消零售总额增幅5.7pct，全国餐饮需求率先复苏。

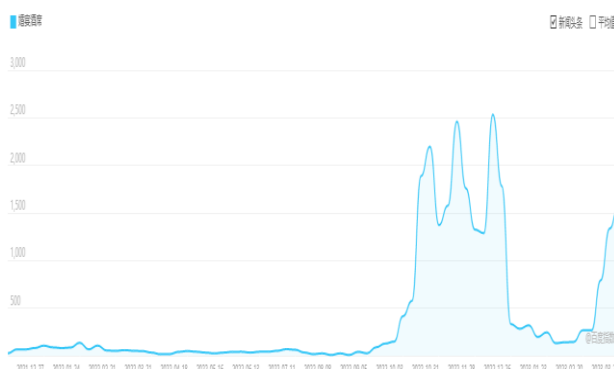
此外，商务部消费促进司表示，春节假期餐饮堂食消费同比增长 15.4%，店均消费增长 10.8%。年夜饭消费好于预期，多家品牌餐饮企业包间预订火爆，门店包间翻台率达 200%，疫后家庭聚餐、企业年会等需求集中爆发。

图表21：1-2 月全国餐饮稳步回升



资料来源：ifind，国家统计局，中邮证券研究所

图表22：江苏婚宴酒席百度搜索指数 2022.12-2023.03



资料来源：百度搜索指数，中邮证券研究所

婚宴回补需求旺盛，预计全年持续释放无淡季。疫情期间受各地防控政策限制以及人员流动管控影响，部分婚宴需求推迟至 2023 年集中释放。根据婚礼记《2023 结婚全品类消费趋势洞察报告》数据，2023 年 1 月起平台活跃数量较 22 年 Q4 提升 3 倍，同时消费者对于 2023 年各节假日婚礼预约咨询量环比元旦前也均有大幅提升。从江苏地区百度搜索指数看，2022 年 10 月起搜索人数开始大幅走高，放开前日均搜索量在双位数数量级，而放开后快速攀升至四位数，较疫情期间提升近 50 倍。

我们认为在疫后家庭聚餐、企业宴请、婚礼酒席等需求催化下，基于公司较为契合宴席需求的产品结构和品牌定位，短期业绩将受益于中高端以下品类全年持续放量。

图表23：疫后婚宴市场回补需求旺盛



资料来源：婚礼记《2023 结婚全品类消费趋势洞察报告》，中邮证券研究所

5 结构升级品牌提升，中期看国缘继续承接省内升级需求

5.1 三大品牌定位不同场景，覆盖全价格带

公司三大品牌指向不同细分市场，覆盖高中低全价位。今世缘酒业现有国缘、今世缘和高沟三大白酒品牌，三个品牌的定位各有不同，公司通过三个品牌发力不同价位：国缘系列主攻次高端与高端，今世缘定位中端白酒，高沟定位低端，从而覆盖低档至高档的全价格带，满足不同消费者的需求。

国缘的产品线格局清晰，依托 V 系列打开高端市场。国缘产品放量是近年公司增长的核心驱动力，在今世缘发展过程中起到中流砥柱的作用，目前国缘品牌在公司的销售额中占比 80%，公司已明确将国缘作为公司全国化龙头品牌，并将升级国缘战略定位、提升品牌价值。为迎合江苏省内消费者对低度浓香酒的偏好，产品多以 42 度为主，国缘核心单品四开对于次高端主流价位的引领性保证竞争的领先地位，在省内 300-600 元价位优势显著；2018 年起公司根据消费升级趋势推出 V 系列，以“V9 做形象、V3 做销量、V6 做补充”的策略进行差异化产品布局，对标洋河梦之蓝，向高端战略性延伸，价位带上提至千元以上，V9 是 2023 年公司重点营销计划之一，是公司顺应酱酒热为长期持续发展而推出的战略布局产品，清雅酱香是酱香与传统浓香结合后的新品类，定位超高端价格带；同时新 K 系强化次高端优势，雅系下沉对标百元价格带主流竞品，拓展大众消费场景占有率。

今世缘品牌定位中端白酒市场，赋予喜庆内涵。今世缘主导产品是典藏系列：核心单品典藏 10/15 年占位省内 100-300 元价格带，同时省内市场“重点布局 D20、战略储备 D30”，利用 20/30 年布局次高端价位。产品多采用红色包装，瓶体圆润，突出喜庆特点，主打婚宴喜酒消费场景，“家有喜事，就喝今世缘”的品牌形象深入人心。

图表24：国缘品牌主要产品及对标竞品价格对比

系列	产品名称	产品规格	零售价	产品示例	省内竞品	竞品规格	竞品价格
V系列	国缘V9至尊版	52° 500ml	2199元/瓶				
	国缘V9商务版	52° 500ml	1699元/瓶		洋河M9+手工班	52° 500ml	1780元/瓶
	国缘V6	49° 500ml	1490元/瓶		洋河梦之蓝M6+	52° 500ml	1128元/瓶
	国缘V3	40.9° 500ml	720元/瓶		洋河梦之蓝M6	52° 500ml	758元/瓶
K系列	国缘K5	42° 500ml	530元/瓶				
	国缘K3	42° 500ml	350元/瓶				
开系列	四开国缘	42° 550ml	500元/瓶		洋河梦之蓝M3	52° 500ml	596元/瓶
	对开国缘	42° 550ml	300元/瓶				
	单开国缘	42° 550ml	236元/瓶				
雅系列	采雅国缘	42° 500ml	254元/瓶				
	淡雅国缘	42° 500ml	156元/瓶				

图表25：今世缘品牌主要产品及价格

系列	产品名称	产品规格	零售价	产品示例
年份典藏系列	今世缘D30	49° 500ml	638元/瓶	
	今世缘典藏20	42° 500ml	460元/瓶	
	今世缘典藏15	52° 500ml	210元/瓶	
	今世缘典藏12	52° 500ml	200元/瓶	
	今世缘典藏10	42° 500ml	137元/瓶	
	今世缘典藏6	52° 500ml	117元/瓶	
	今世缘典藏5	42° 500ml	84元/瓶	
	今世缘喜庆家A9	42° 500ml	438元/瓶	
喜庆家系列	今世缘喜庆家A6	42° 500ml	288元/瓶	
	今世缘喜庆家A3	42° 500ml	97元/瓶	

资料来源：今世缘京东自营旗舰店，中邮证券研究所

资料来源：今世缘京东自营旗舰店，中邮证券研究所

高沟主打日常消费场景，上市新品推动老名酒复兴。高沟是黄淮名酒中“三沟一河”之一，是今世缘酒业的前身，也是有深厚历史底蕴的老名酒品牌。当前，高沟产品线主打日常消费场景，传播“品质高、性价高”的产品特性，价格带在百元上下。随着今世缘与国缘双品牌奋进，高沟销售规模占比较小，公司为复兴高沟品牌，2022 年 8 月推出高沟标样系列，价格带上达 400 元区间，目标消费群体锁定城市新中产，通过全新的产品体系、营销和分配机制激发内在活力，唤醒高沟酒在消费者心中的认知。

图表26：高沟品牌主要产品及价格

系列	产品名称	产品规格	零售价	产品示例
青花系列	高沟大青花	42° 500ml	138元/瓶	
	高沟小青花	42° 500ml	98元/瓶	
高沟标样	高沟标样黑标	42° 500ml	388元/瓶	
	高沟标样白标	42° 500ml	98元/瓶	

资料来源：今世缘京东自营旗舰店，中邮证券研究所

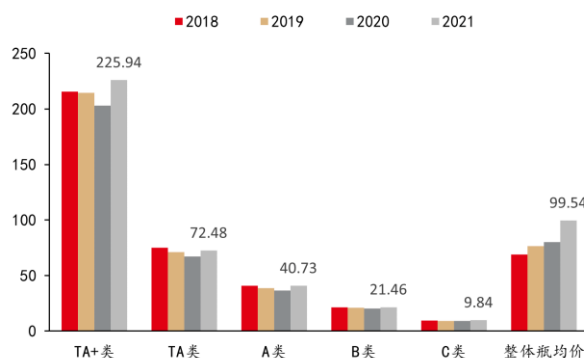
按出厂指导价划分等级，销售均价逐年提升。今世缘将产品按照含税出厂指导价划分从 D 到 TA+共 6 个等级，以每瓶 500ml 计算，公司 2021 年特 A+类销售均价 225.94 元/瓶，整体白酒产品平均销售均价为 99.54 元/瓶。2019、2020 年各等级销售均价都有所下滑，而整体均价维持上涨，主要由于高端产品销售占比有较大幅度提升，2021 年各档次产品均价均有回升。

图表27：公司白酒类产品按价位划分

产品档次	含税出厂指导价	主要代表品牌	2021 年销售均价（元/瓶）
特 A+类	300 元以上	国缘	225.94
特 A 类	100-300 元	国缘、今世缘	72.48
A 类	50-100 元	今世缘	40.73
B 类	20-50 元	今世缘	21.46
C 类	10-20 元	今世缘	9.84
D 类	剩余白酒产品	高沟	7.16
其他	剩余非白酒产品		

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

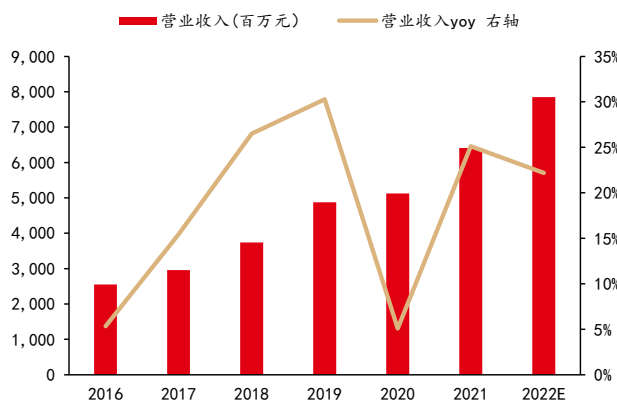
图表28：公司白酒产品分等级销售均价变化（元/瓶，每瓶按 500ml 计）



资料来源：公司年报，中邮证券研究所

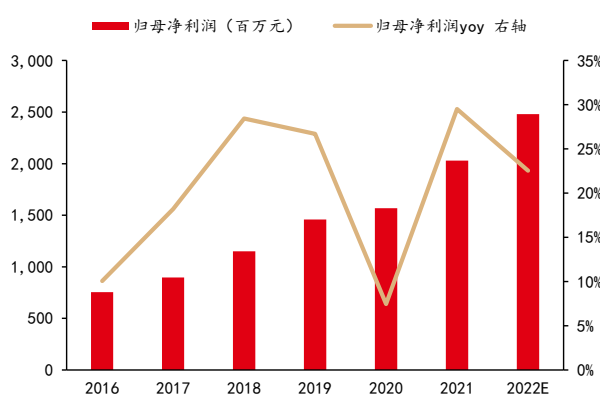
产品结构升级、量价齐升驱动营收增长，2023 年剑指百亿。在消费升级的背景下，近年公司收入增长迅速。公司预估 2022 年营业收入 78.5 亿元，同比增长 22.18%，2017-2022 年营业收入累计增长 165.43%，五年 CAGR 为 21.56%；2022 年归母净利润 24.8 亿元，同比增长 22.53%，五年 CAGR 为 22.59%，净利润提升略高于营收增速。公司在今年 1 月底召开的工作大会上锁定 2023 年的百亿目标，实现目标需要 2021-2023 年 CAGR 达到 24.9%，考虑到公司在 2022 年的出色表现和疫后经济回暖的背景，公司的百亿目标近在咫尺。

图表29：公司营收及增速



资料来源：iFinD，公司公告，中邮证券研究所

图表30：公司归母净利润及增速



资料来源：iFinD，公司公告，中邮证券研究所

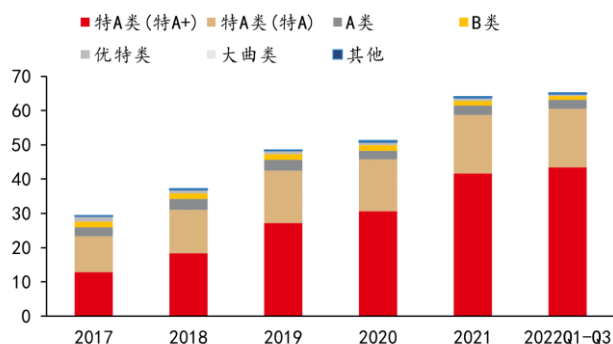
公司营收增长拆分量价看，其中量增为主价升为辅。2016-2021 年间公司特 A+ 类（300 元以上）和特 A 类（100-300 元）产品销量显著增长，销量 CAGR 分别为 32.58%/11.73%，同期中低档销量有所下滑，主要为公司持续优化产品结构，清退规模较小的低档区域产品。价格端，次高端产品经历多次提价，其中特 A+ 销售吨价从 2016 年的 41.6 万元/吨增至 2021 年的 45.19 万元/吨，是公司 6 大价格带中提价幅度最高的品类。

高端产品利润率可观，盈利能力持续提升。公司高端产品盈利表现更佳，2021 年公司特 A 级/特 A+ 级毛利率分别为 82.6%/66.22%，远高于 B 类/C 类（优特类）/D 类（大曲类）的 25.53%/6.84%/3.74%，因此产品结构的提升也带动公司整体盈利能力的增长，近年毛利率和净利率平稳增长，2021 年毛利率/净利率分别为 74.6%/31.7%，较 2016 年分别提升 3.7/2.2pct。

公司产品结构不断优化，特 A+ 类营收持续高增长。以国缘品牌为主的特 A+ 类产品收入不断提升，从 2017 年的 12.93 亿元增长至 2021 年的 41.65 亿元，CAGR 高达 33.97%，同

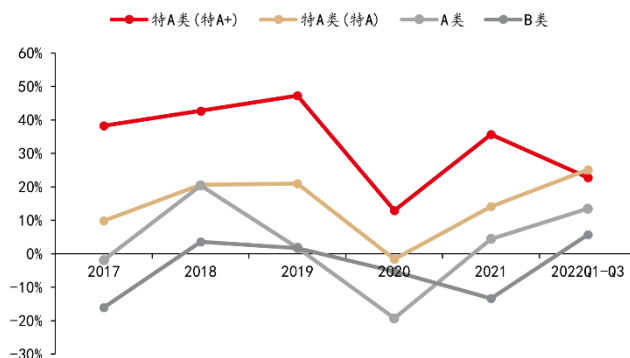
比增速维持在 40% 上下，领先其他品类。2020 年受疫情影响较大，其他类别营业收入负增长，特 A+ 类仍以 13% 的同比增速维持增长态势。从收入结构来看，2017 年特 A+ 类与特 A 占比接近，随着省内消费结构升级，次高端及高端价格带持续扩容，使得国缘品牌近几年迅速发展，特 A+ 类占比连年提升，2022 年前三季度达到 67%，可以看出公司产品结构在不断优化，并逐渐向中高端倾斜。

图表31：2017-2022 年公司营业收入结构（亿元）



资料来源：ifind，中邮证券研究所

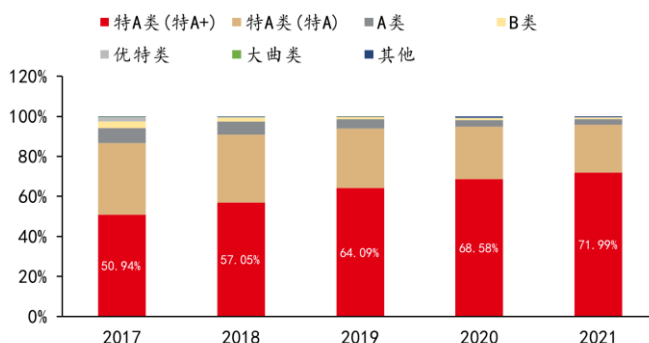
图表32：2017-2022 年公司分产品营业收入 yoy



资料来源：ifind，中邮证券研究所

国缘品牌不断提价，特 A+ 类成为最主要利润贡献点。2017 年至今，国缘四开提价近 10 次，终端价格提升接近 200 元，国缘品牌其他产品也多次提价，由于国缘定位次高端，行业竞品提价动作频繁且消费者接受度高，通过提价可以提升国缘的品牌价值，占领更高价格带并增强渠道利润，这也使得以国缘为主的特 A+ 类毛利润占比逐年提升，2021 年达到 34.4 亿元，占比 71.99%，成为公司最主要利润贡献点。其中增长主力对开、四开和 V 系仍在成长期，受益于次高端扩容和公司发展战略，未来仍有较大发展空间可保障公司的核心盈利能力。

图表33：2017-2021 年公司产品毛利润占比



资料来源：ifind，中邮证券研究所

5.2 以“缘”为品牌核心，将文化内涵融入产品

公司坚定文化营销之路，缘文化深入渗透消费者。今世缘自创立起便以“缘”为品牌核心，致力于品牌深厚文化底蕴的传播。在全国许多城市举行集体婚礼、今世缘相亲会，将成千上万对有缘人送进婚礼的殿堂，使得“中国人的喜酒”越发受到消费者的认可；举

办“中华缘文化论坛”挖掘缘文化的内涵；参与大量公益慈善活动践行“广结善缘，回报社会”的社会企业使命。通过持续以缘文化核心的活动，塑造中国白酒业中极具个性化、差异化和人文化的品牌，品牌形象深入消费者和社会。

三大品牌精准运作，围绕不同消费场景营造特色氛围。高沟定位高品质高性价比的大众光瓶酒；今世缘聚焦喜宴市场；国缘塑造“成大事，必有缘”价值主张，鼓励事业有成、祝福美好前程。三大品牌定位清晰，主流消费场景覆盖全面。

践行绿色发展，打造美丽今世缘。公司不仅注重营造良好的的人文环境和生态环境，更重视每个生产环节的生态环保，发展本土种植，建立酿酒原粮种植基地，核心产品国缘是中国绿色食品发展中心认定的“绿色食品 A 级产品”，2017 年今世缘景区被认定为国家 AAAA 级旅游景区。

图表34：成立中华缘文化研究院挖掘缘文化时代价值



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

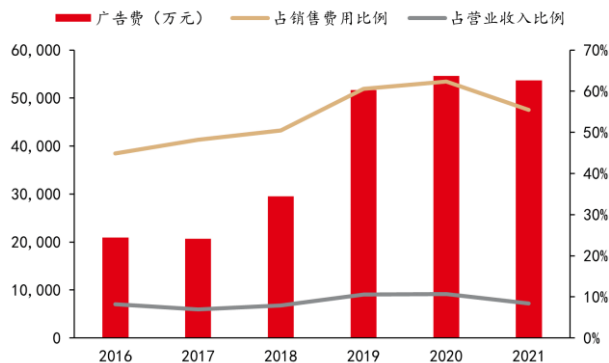
图表35：今世缘景区被认定为国家 AAAA 级旅游景区



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

公司加大广告宣传费用投入，推动品牌知名度提升。今世缘近年来持续保持较高的营销投入，参与大量活动赞助、节目冠名、央视广告等活动，广告费用占销售费用比例在 60% 左右。2021 年广告费用投入 5.4 亿元，广告及促销费用占销售费用的 69.82%，高于省内竞品洋河 53.94% 的占比。公司持续推进数字化营销，在“2022 中国国际广告节”中，今世缘凭借《缘定金陵 东方喜宴》案例斩获数字营销金奖，充分展现公司综合传播影响力和营销创新整合能力。在 2021 年度华樽杯上，今世缘以 393.95 亿元品牌价值位列中国白酒二十强，其中国缘 V9 品牌价值为 271.2 亿元，位列全球酒类产品百强，公司品牌价值和知名度持续提升。

图表36：公司 2016-2021 年广告费用（万元）及占销售费用和营业收入比例



资料来源：ifind，公司年报，中邮证券研究所

5.3 中期视角：经济稳步复苏，国缘承接省内升级需求

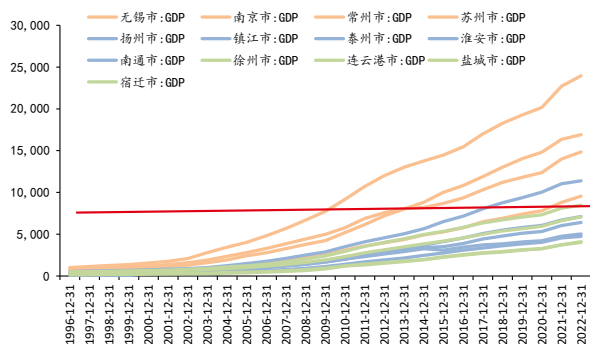
疫后经济稳步复苏，经济强省需求回升，消费升级延续。从省内看，经济持续发展下人均收入提升仍持续带动中产阶级比重扩容，对应的白酒主流消费价格带也将梯次提升，洋河今世缘等省内酒企龙头以及全国名酒持续引领次高端升级。

从总量看，参考江苏全省白酒规模 2016-18 年 CAGR 约 11.8% 增速，预计疫后未来 3-5 年白酒市场仍有望保持双位数以上复合增速，结构升级和次高端扩容仍是江苏市场重要增长机会，同时名酒品牌挤压中小品牌也将释放一定空间。增量与存量双重竞争下，今世缘面对外酒及其他地产品牌仍有一定品牌和核心区域优势，有望充分受益扩容。

分价格带看，江苏白酒消费主要根据地区经济差异分为三个梯次，分别为苏北、苏中和苏南，消费价格带依次递增，期间消费升级差异根据各区域 GDP 发展进度看苏南领先苏北近 5-8 年。其中，苏北主流价格区间在 100-300 元、苏中的主流价格带在 200-400 元、苏南的主流消费价格带在已逐渐升级至 400-600 元，省内丰富的消费需求层次带来产品错位与补位竞争机遇。

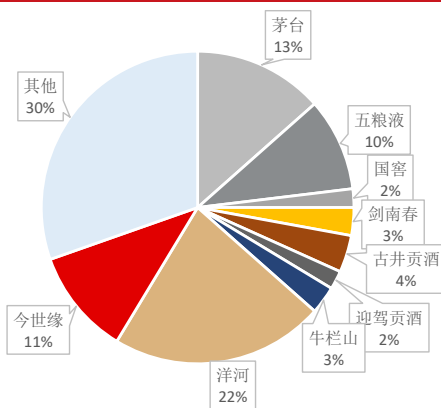
省内整体大众价格带换挡，公司 V 系、开系、D 系均有产品精准卡位不同价格带。当前，300-400 元即将成为江苏的成熟价格带，而苏南市场，600 元价格带正逐渐接替 400 元价格带成为商务消费的主流。此外，伴随江苏市场消费的多元化，1000 元高端价格带未来有望率先领先全国迎来量价齐升，而公司国缘系列经过长期培育，V 系、开系以及今世缘 D 系列契合且精准卡位省内不同梯次价位需求，当前进入放量阶段，正处于快速增长阶段，未来预计仍将借次高端扩容、高端放量东风保持高增。

图表37：江苏省内各城市 GDP、人均可支配收入对比



资料来源：iFind，中邮证券研究所

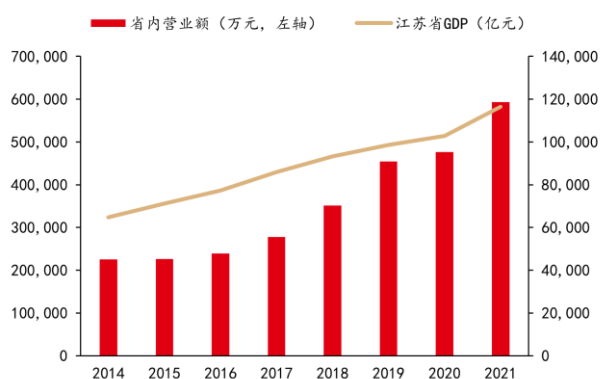
图表38：今世缘省内市占率仍然偏低



资料来源：iFind，中邮证券研究所测算

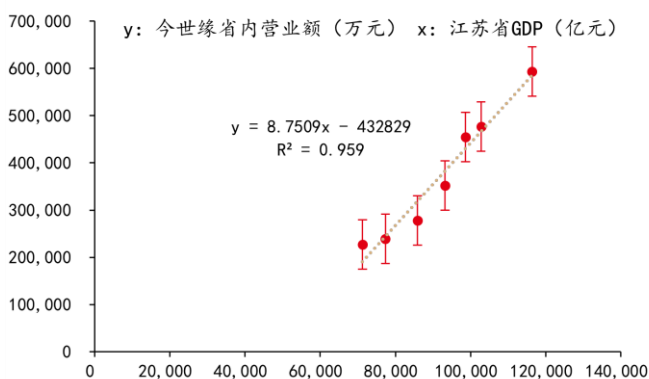
公司省内营收与江苏 GDP 呈现高度相关性，中期看仍将持续受益省内消费升级需求。白酒行业周期与宏观经济具有强关联性，尤其是中高端白酒，其在政商务和大众场景中的需求主要以经济发展和流动性作为前提。2014-2021 年江苏省内营业额和江苏省 GDP 对比图看，二者趋势高度吻合，经测算，两组数据相关系数 r 高达 0.98，具有极高的线性正相关性。考虑到江苏省经济发达未来经济发展确定性较强，公司的发展前景乐观、市占率仍有较大增长潜力。

图表39：今世缘省内营业额与江苏省GDP（右轴）对比



资料来源：iFind，国家统计局，中邮证券研究所

图表40：今世缘省内营业额与江苏省GDP高度正相关性



资料来源：iFind，国家统计局，中邮证券研究所测算

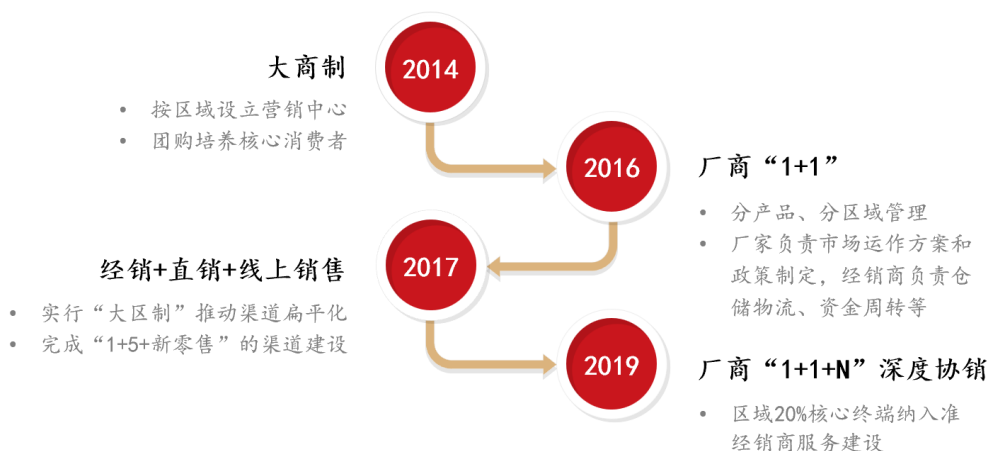
6 渠道深化产能扩张，长期看省外破局迎新征程

6.1 多方渠道深度协销，团购主导带动整体

公司渠道运作不断优化，提升渠道掌控力。早期公司以“大商制”为主，发挥大商的属地优势逐步开拓省内市场。随着省内市场发展日趋成熟，公司为避免对终端控制薄弱的问题，开始调整渠道模式，从大商制向厂商“1+1”深度协销模式过渡，在该模式下厂家负责市场运作方案和政策制定；经销商负责物流配送、资金周转等。深度协销的方式帮助厂家对营销的全过程实现更有效的管控，更直接获得终端动销情况并及时做出应对，有助于强化渠道管理能力并实现渠道快速下沉。

直销+线上丰富销售渠道。公司从2017年开始积极向“经销+直销+线上销售”模式转变，目前以经销为主并逐步发展直销和线上渠道，对商超系统、重点区域和重点团购单位等实行直销：省内淮安和南京市区、省外上海北京等地有部分直销。公司同步发展线上业务，喜庆家微信商城与电商主流平台合作，扩充产品流通渠道。

图表41：公司渠道战略演变



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

升级“1+1+N”深度协销，与经销商及核心终端商共商发展。2019年以来，公司进一步在厂商“1+1”的基础上升级为“1+1+N”的深度协销模式，在保持厂商主导地位的同时，加大对终端商的掌控力度，在“1+1”的基础上将区域20%的核心终端商作为准经销商来管理，深化营销变革，提高终端服务水平和促销执行水平。公司充分保障经销商的利益：2020年提出“控价分利”模式应对渠道利润空间收窄的问题，疫情期间公司出台“缘九条”向经销商让利共度难关。公司渠道战略不断完善，渠道网络逐步下沉，终端掌控力提升，实现渠道深度协同。

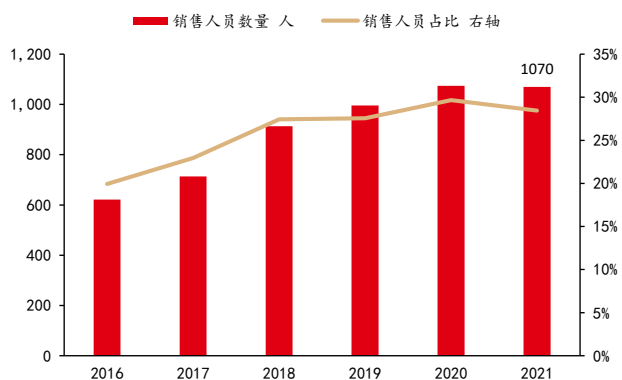
图表42：2020年“控价分利”策略具体措施



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

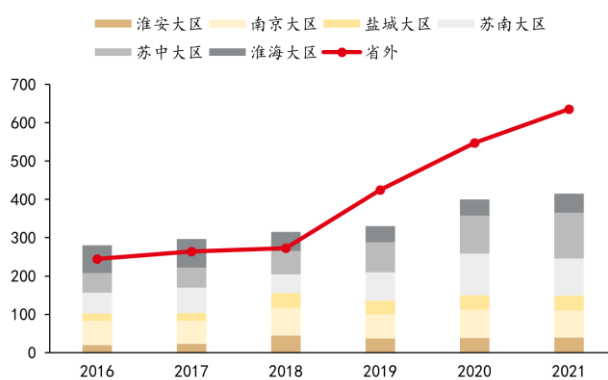
推动渠道扁平化，经销商网络和销售人员规模不断壮大。2016年之前公司按照行政区划对省内市场进行划分，设置13个营销中心，下设市县办事处。2018年公司为进一步优化渠道管理架构，推进渠道扁平化，取消市级营销中心，设置苏南、南京、苏中、淮安、盐城、徐州6个大区，区县办事处直接对接大区经理，提高市场响应速度和决策效率。公司经销商网络和销售人员规模在不断壮大：2016-2021年公司销售人员从621人增至1070人，销售人员占比提升8.5pct；2016-2021年公司经销商数量从525家增长到1051家，其中省外经销商数量增长迅速，由245家增长到636家，2019年省外经销商数量已超过省内。

图表43：2016-2021年公司销售人员数量及占比



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表44：2016-2021年公司经销商数量变动



资料来源：公司年报，中邮证券研究所

公司团购模式成熟，保持稳定增长。借助政府控股优势，早期公司以政务团购起家，并凭借地方资源优势迅速占据省内政商务消费主流。行业调整期，公司逐渐开拓出4S店、商超等新的商务消费团购客户，服务企业客户及婚喜宴，持续创新保证团购渠道稳定增长。团购渠道客户粘性更强，培育意见领袖有助于引领消费潮流打开市场。

6.2 持续募投扩大产能，基酒储能支撑发展

公司扩张产能巩固储能，2022 年斥资 90 亿扩产助力百亿梦。伴随市场消费扩张，公司规模不断扩大、产能日趋饱和，自上市来公司陆续出台产能扩张计划，2022 年更是斥巨资实施扩产，计划新建产能 3.8 万吨（其中新增浓香型原酒年产能 1.8 万吨、优质清雅酱香型原酒年产能 2 万吨），新增半敞开式酒库储量 8 万吨、陶坛库储量 21 万吨，制曲生产能力将达到 10.2 万吨/年。按照计划，其中 1.6 万吨产能 2024 年上半年建成投产，剩余产能在 2026 年全部建成投产，届时产能将达到 6.5 万吨，是公司现有产能的 2.4 倍。

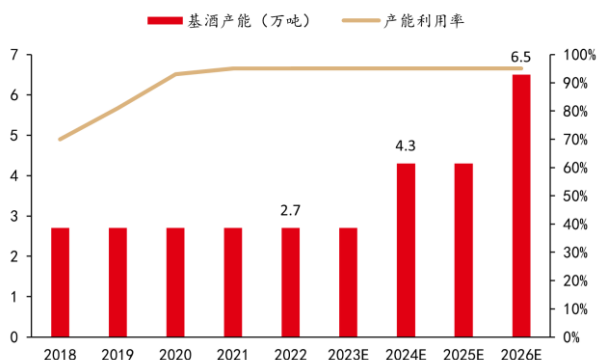
图表45：今世缘投资扩产项目

时间	扩产项目
2014	6.16 亿用于酿酒机械化及酒质提升技改工程
2019	投入 14.7 亿新建自动化立体仓储物流中心（4.8 亿）、智能化罐装中心（4.4 亿）及 5 万吨陶坛酒库（5.5 亿）
2022	投资 90.76 亿实施南厂区智能化酿酒陈贮中心项目，预计新增优质浓香型原酒年产能 1.8 万吨、优质清雅酱香型原酒年产能 2 万吨、半敞开式酒库储量 8 万吨、陶坛库储量 21 万吨，公司制曲生产能力将达到 10.2 万吨/年

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

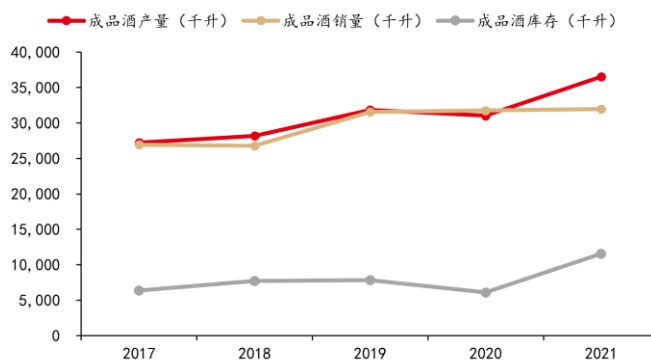
产能扩张效果显著，基酒储备丰富。今世缘在基酒产能和储备设施上的不断投入带来产能的扩张和丰富的基酒储备。公司现有基酒产能 2.7 万吨，公司预计未来五年产能利用率能维持在 95% 上下，成品酒产量从 2017 年的 27218 千升提升到 2021 年的 36537 千升。库存方面，2021 年半成品酒（含基酒）库存达到 11.5 万千升，成品酒库存 1.2 万千升，总计是当年销量的 4 倍。

图表46：公司基酒产能（万吨）及产能利用率



资料来源：iFind，公司公告，中邮证券研究所

图表47：公司成品酒产销量及库存（千升）

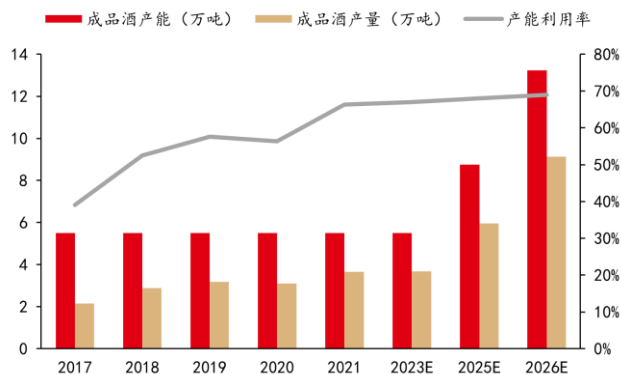


资料来源：iFind，中邮证券研究所

库存储备及产能提升为公司百亿目标及十四五规划提供有力支持。今世缘十四五开局之年制定 2025 年营收过百亿，争取 150 亿的规划；2023 年发展大会上更是提出“五年计划三年完成”即 2023 年冲刺百亿的宏伟目标。公司在 2021 年回复函中提出，预计营收 100-150 亿销售目标对应销售成品酒 6-9 万吨，该目标测算基于 2020 年 51.2 亿规模对应 3.1 万吨成品酒销售按比例计算得到，实际情况下随着销售网络的扩大以及公司产品整体价格带的提升，我们预估在 2023/2025 年实现 100/150 亿目标所需成品酒销售在 4.5/6 万

吨，根据现有扩产情况及历史上基酒使用量和成品酒产量的关系，公司 2023/2025 年成品酒产能为 5.5/8.8 万吨，按 2021 年的成品酒产能利用率预估，成品酒产量为 3.7/5.9 万吨。仅从产能角度分析，2025 年公司产能可以支撑 150 亿规模；而 2023 年由于尚未有新增产能，实现百亿目标需要大幅提高产能利用率或消耗公司目前成品酒库存。但鉴于公司基酒储备量足够，短期内产能不会成为公司规模增长的阻力，中长期来看公司的扩产节奏和基酒储备能够充分保障公司发展目标的实现。

图表48：今世缘成品酒产能情况及预测



资料来源：公司公告，中邮证券研究所测算

公司推进智慧工厂、绿色工厂建设，成为行业标杆企业。今世缘在酿酒工艺创新和机械化水平上走在行业前列，2015 年投产建立的智能化酿酒车间实现全过程自动化管理，有效改善能源结构，降低吨酒用水量，提升清洁生产水平，被中国酒业授予“中国白酒智能化酿酒示范车间”。生产工艺方面，公司在全国白酒行业率先研发白酒酿造机械化成套装备以及机器人装甑技术，酿酒逐步实现机械化、自动化、智能化，有效提升公司酿酒技术水平和效率、保障产品质量。

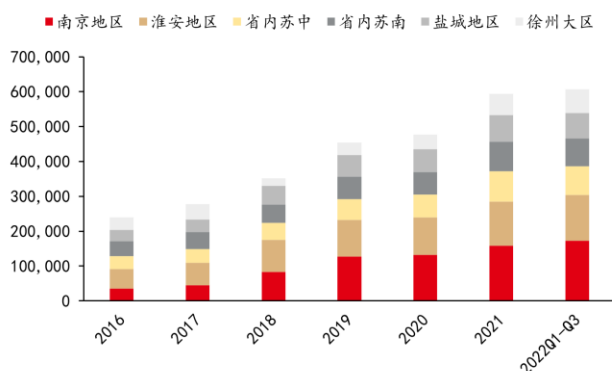
6.3 长期视角：从省内走向省外，百亿过后再迎新征程

看省内，南京、淮安地区市场强势，苏中、苏南地区成长空间广阔。从收入结构来看，公司收入以江苏省内收入为主，2021 年省内收入占比 92.6%，其中南京地区和本营淮安地区是今世缘强势市场，收入贡献分别为 24.6%和 19.8%。

南京市场是推广国缘品牌的重点市场，公司在南京地区的费用投放也高于其他地区，2021 年营业收入达到 13.2 亿元，同比增长 19.8%。除南京和淮安地区外，省内其他地区收入均低于 10 亿元，市场占有率还有较大提升空间。

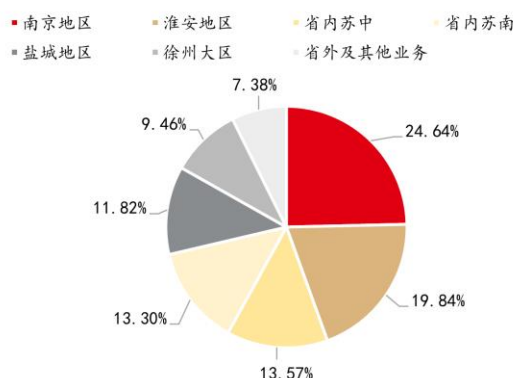
苏中、苏南经济发展水平和白酒消费档次相对较高，具有较大的消费升级潜力，公司在当地的核心产品国缘 V 系及开系需求仍处于扩张趋势，2022 年前三季度苏中地区营收增长 31.10%，未来发展前景广阔。

图表49：2016-2022 年省内分区域营收规模（万元）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

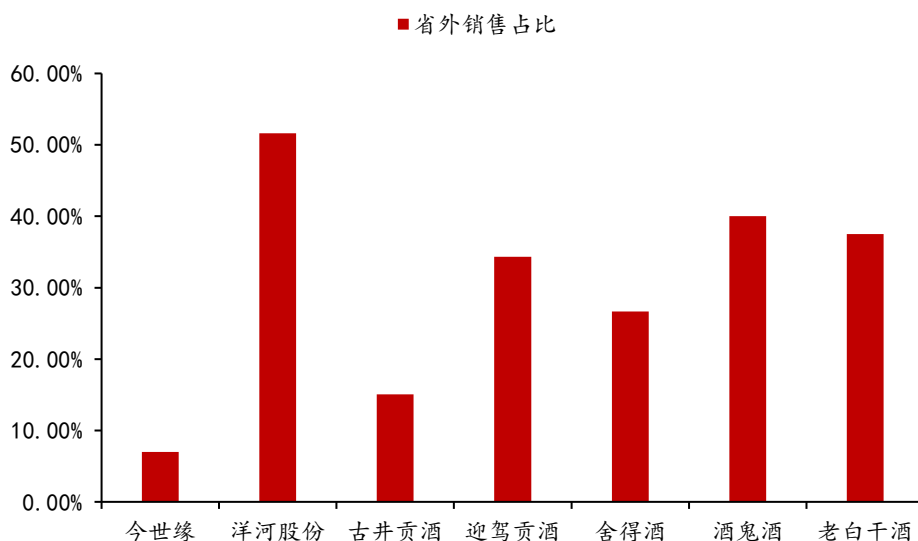
图表50：2021 年分区域营收占比



资料来源：iFind，中邮证券研究所

看省外，占比业内偏低，未来全国化布局增量广阔。公司 2023 年目标百亿，2025 年目标 150 亿。从公司经营节奏看，2023 年百亿目标仍将以省内市场精耕提升渗透度、苏中苏南市场拓展为主要工作方向，省外市场仍在培育样板城市阶段。但从 2025 年 150 亿规划看，2 年内单纯以省内市场获取 50 亿增量难度较大，因此公司未来全国化发展是突破百亿后新的征程。

图表51：公司省外市场营收占比业内偏低



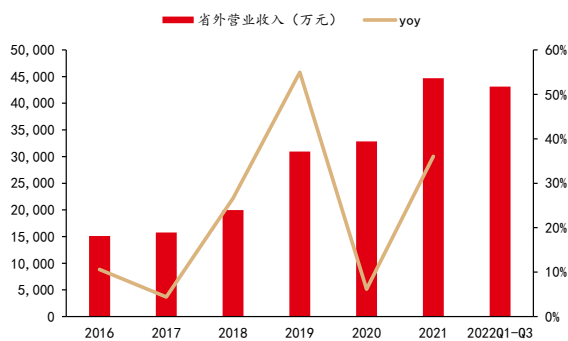
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

公司持续布局省外市场，全国化成为战略重点。公司 2021 年省外营收仅为 4.47 亿元，占总营业收入的 6.98%。与其他白酒公司对比，公司省外占比业内偏低。

从 2017 年起公司省外营收绝对值及占比逐年增长，省外市场的占比仍有非常广阔的提升空间。公司 2023 年“五化举措”之一就是构建全国化突破模式，目标在 2025 年省外营收占比能达到 20%。对于省外布局，公司目前聚焦“3+4”战略，即以周边化+板块化的思路，将上海、浙江、安徽以及北京、山东、河南、江西作为战略重点省级市场，确立滁州、湖州、马鞍山、枣庄、临沂等 10 个地级市重点板块市场，在小范围形成消费氛围后再向周边拓展，以点破面推动全国化进程。

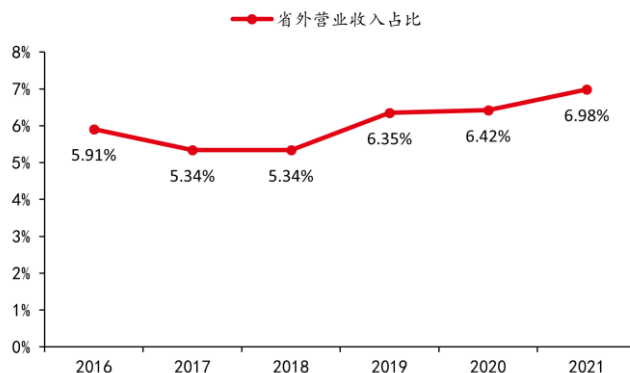
公司事业部改革后，对省外市场的重视程度明显提升。2022 年 6 月公司推出内部组织机构改革，实施分品牌事业部制，成立“省外事业部”，鼓励省内人才出省，对于省外事业部简政放权，优化营销中心及办事处业务流程，做好省外市场突破的基础准备，也彰显公司对于全国化战略的重视程度。

图表52：省外营业收入（万元）及 yoy 右轴



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表53：省外营业收入占比



资料来源：iFind，中邮证券研究所

7 盈利预测与投资建议

7.1 盈利预测

我们认为在疫后经济活动、居民消费恢复的驱动下，江苏省内白酒市场消费活力回升，结合公司多款核心大单品进入放量阶段，公司营收增长确定性较强。

分产品看，核心的四开省内增长稳健省外率先发力、国缘 V3 完成培育开启放量，分别卡位省内 400 元和 600 元消费升级价格区间，正进入放量阶段；同时公司确立省外聚焦四开的产品策略，未来增长空间广阔；我们预计特 A+类产品保持高增长，预计特 A+类 2022-2024 年营收同比增长 29.8%、34.2%、27.4%，毛利率分别为 82.2%/83.4%/84.6%

特 A 品类中，对开预计保持强劲增长势头，当前在 300 元价格带拥有较强的渠道势能、品牌优势，充分受益省内中高端价格带升级扩容。此外，公司也在积极布局今世缘 D 系列等单品，推动今世缘的品牌产品升级，我们预计特 A 类也将保持量价齐升态势，但增速低于特 A+类，预计特 A 类 2022-2024 年营收同比增长 11.3%、13.4%、12.4%，毛利率分别为 65.9%/67.6%/69.7%。

此外，公司开启高沟品牌复兴并继续对中低端产品进行结构升级，预期 B 类以下产品整体延续量减价增趋势。

图表54：公司主营业务营收拆分预测

合计	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入合计	5,119.36	6,405.50	7,865.53	10,010.60	12,311.86
yoy	5.12%	25.12%	22.79%	27.27%	22.99%
毛利率	71.12%	74.61%	75.53%	77.87%	79.88%
特 A+类					
收入	3,069.21	4,165.21	5,406.43	7,255.43	9,246.32
yoy	13.00%	35.71%	29.80%	34.20%	27.44%

	毛利率	81.35%	82.60%	82.22%	83.44%	84.57%
特 A 类						
	收入	1,502.54	1,714.17	1,907.88	2,163.53	2,430.73
	YOY	-1.66%	14.08%	11.30%	13.40%	12.35%
	毛利率	63.79%	66.22%	65.94%	67.56%	69.70%
A 类						
	收入	253.59	264.84	300.06	346.57	392.66
	YOY	-19.26%	4.43%	13.30%	15.50%	13.30%
	毛利率	46.99%	51.11%	54.24%	57.98%	60.67%
B 类						
	收入	159.19	137.98	135.01	132.11	129.27
	YOY	-5.24%	-13.32%	-2.15%	-2.15%	-2.15%
	毛利率	23.07%	25.53%	30.81%	32.16%	32.08%
C 类						
	收入	92.65	83.60	74.91	69.44	66.52
	YOY	-8.58%	-9.78%	-10.39%	-7.30%	-4.21%
	毛利率	4.73%	6.84%	5.50%	7.33%	12.06%
D 类						
	收入	7.09	3.42	2.87	2.41	2.03
	YOY	-25.05%	-51.76%	-16.00%	-16.00%	-16.00%
	毛利率	2.26%	3.80%	3.80%	3.80%	3.80%
其他						
	收入	12.20	10.41	9.89	9.79	9.89
	YOY	-17.96%	-14.67%	-4.96%	-1.06%	0.98%
	毛利率	28.85%	29.68%	23.04%	19.08%	16.63%

资料来源：公司公告，中邮证券研究所测算

7.2 估值与投资建议

对比苏皖白酒公司，今世缘估值处于平均水平，也与食品饮料行业龙头公司估值平均水平接近。当前江苏白酒需求伴随疫后消费复苏整体修复，分价格带看宴席回补带动公司中高端以下产品增速回升，同时商务宴请复苏带动公司高端、次高端产品进一步扩张，公司营收端目标设定积极，预计 2022-2024 年今世缘归母净利润 CAGR 为 24%，在类似业绩增速的餐饮板块龙头公司中估值水平中等偏低，具备较好的投资价值。

图表55：可比公司估值

股票简称	PEG 2023E	收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
			2021A	2022A/E	2023E	2021A	2022A/E	2023E
推荐公司：								
今世缘	1.08	65.15	1.62	1.98	2.49	40x	33x	26x
苏皖白酒可比公司：								
洋河股份	0.99	158.66	4.98	6.37	7.69	33x	25x	21x
古井贡酒	1.47	290.50	4.35	5.71	7.27	56x	51x	40x
口子窖	1.21	67.10	2.88	2.89	3.37	25x	23x	20x
迎驾贡酒	0.99	65.16	1.73	2.19	2.72	40x	30x	24x
金种子酒	0.76	27.62	-0.25	-0.19	0.18	-67x	-147x	152x

苏皖白酒公司平均（剔除金种子酒）：						39x	32x	26x
食品饮料行业头部公司：								
金龙鱼	0.55	43.05	0.76	0.56	0.99	83x	78x	43x
伊利股份	0.95	29.14	1.36	1.47	1.72	31x	20x	17x
贵州茅台	1.76	1790.99	41.76	49.93	58.61	49x	35x	31x
安井食品	1.23	156.19	2.79	3.68	4.65	61x	42x	34x
涪陵榨菜	2.15	25.34	0.84	1.01	1.12	45x	25x	23x
洽洽食品	1.19	43.44	1.83	1.99	2.30	34x	22x	19x
青岛啤酒	2.15	122.10	2.31	2.72	3.20	43x	40x	38x
双汇发展	1.65	26.08	1.40	1.62	1.77	22x	16x	15x
安琪酵母	1.28	40.89	1.57	1.52	1.79	38x	30x	23x
行业龙头平均：						45x	34x	27x

资料来源：iFind，中邮证券研究所预测，注：收盘价为2023年04月07日收盘价；可比公司数据来源为ifind盈利预测一致预期；食品饮料可比公司行业平均为表内所选9家公司算数平均PE

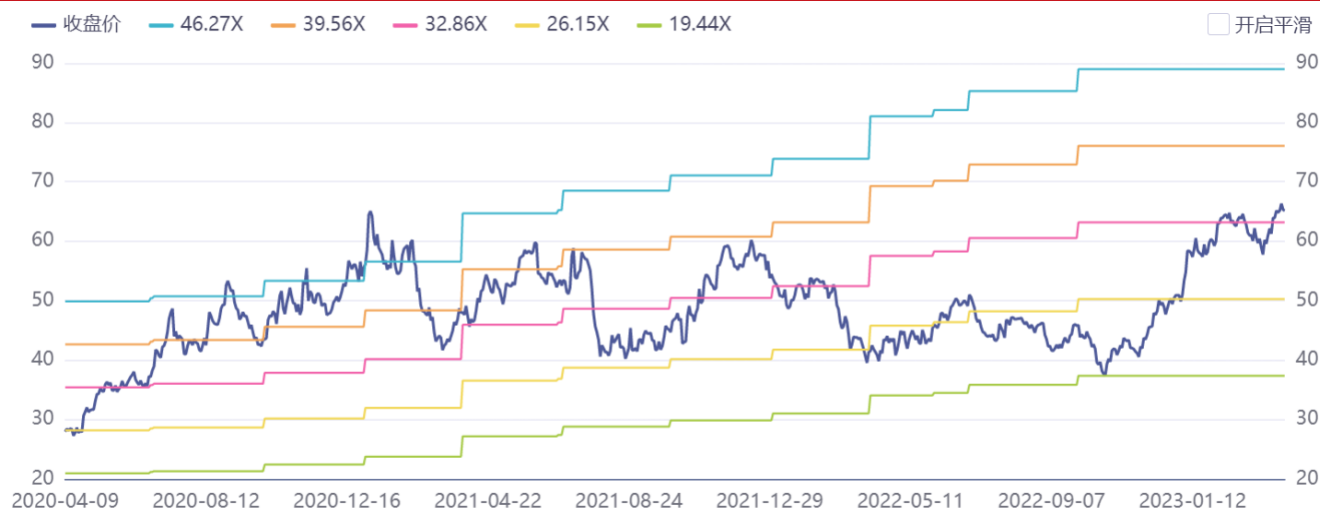
根据绝对估值法，假设公司第二阶段持续5年，2025-2030年增长率为7%，2031年起进入永续增长阶段，永续增长率2%。同时，根据资本结构和融资成本，计算未来WACC为7.42%，结合第一阶段2022-2024年盈利预测，计算得出公司当前合理股价为74.3元。

图表56：今世缘绝对估值测算

FCFF 估值	现金流折现值	价值百分比
第一阶段	7,833.53	8.84%
第二阶段	19,686.93	22.22%
第三阶段（终值）	61,091.06	68.94%
企业价值 AEV	88,611.52	
加：非核心资产	4,594.62	5.19%
减：带息债务（账面价值）	0.25	0.00%
减：少数股东权益	0.00	0.00%
股权价值	93,205.89	105.18%
除：总股本（股）	1,254,500,000.00	
每股价值（元）	74.30	

资料来源：iFind，中邮证券研究所测算

我们预计公司2022-2024年实现营收78.66/100.11/123.12亿元，同比增长22.79%/27.27%/22.99%；实现归母净利润24.84/31.21/38.31亿元，同比增长22.42%/25.64%/22.75%，对应EPS为1.98/2.49/3.05元，对应当前股价PE为33x/26x/21x。公司2022年不惧疫情扰动完美收官，顺利完成股权激励目标；看2023年，疫后宴席市场需求回补；对开、四开、V3进一步放量；单开、淡雅增速提升，公司整体增长势头强劲，2022-24年归母净利润复合增速预计在24%。根据绝对估值法、参考公司历史估值、可比公司估值，我们认为给予公司2023年30倍PE估值较为合理，对应目标价74.7元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表57：公司 PE-Band


资料来源：iFind，中邮证券研究所

8 风险提示

疫情反复的风险：国内疫情防控放开后形势整体向好，但未来如出现变异毒株导致疫情感染人数增加仍可能将影响部分地区经济、消费复苏进度，导致白酒终端需求下滑。

省内竞争加剧的风险：江苏省内白酒品牌众多，整体竞争较为激烈，公司短期核心增量仍源于江苏省内，如省内竞争加剧将导致公司营收增长低于预期。

省外扩张不及预期的风险：公司外省扩张不及预期将影响公司全国化进程。

食品安全的风险：食品安全事件将影响消费者信心，将对相关行业和公司造成影响。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
利润表					成长能力				
营业收入	6406	7866	10011	12312	营业收入	25.1%	22.8%	27.3%	23.0%
营业成本	1626	1925	2215	2477	营业利润	29.6%	22.2%	25.6%	22.7%
税金及附加	1105	1383	1761	2165	归属于母公司净利润	29.5%	22.4%	25.6%	22.7%
销售费用	968	1141	1652	2216	获利能力				
管理费用	258	291	400	517	毛利率	74.6%	75.5%	77.9%	79.9%
研发费用	30	35	50	68	净利率	31.7%	31.6%	31.2%	31.1%
财务费用	-65	-15	-21	-29	ROE	21.8%	22.8%	24.2%	25.0%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	102.8%	179.4%	139.4%	168.3%
营业利润	2712	3315	4163	5107	偿债能力				
营业外收入	5	5	5	5	资产负债率	35.6%	31.5%	31.8%	31.4%
营业外支出	17	16	16	16	流动比率	1.99	2.29	2.37	2.48
利润总额	2699	3304	4152	5096	营运能力				
所得税	670	820	1031	1265	应收账款周转率	103.83	82.03	82.03	82.03
净利润	2029	2484	3121	3831	存货周转率	0.51	0.56	0.56	0.56
归母净利润	2029	2484	3121	3831	总资产周转率	0.44	0.49	0.53	0.55
每股收益(元)	1.62	1.98	2.49	3.05	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.62	1.98	2.49	3.05
货币资金	3958	4845	7028	9732	每股净资产	7.41	8.68	10.28	12.24
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	62	96	122	150	PE	40.28	32.90	26.19	21.34
预付款项	5	18	23	29	PB	8.79	7.50	6.34	5.32
存货	3194	3431	3949	4416	现金流量表				
流动资产合计	9933	11107	13848	17062	净利润	2029	2336	2973	3683
固定资产	1298	2139	2440	2725	折旧和摊销	119	116	131	143
在建工程	726	200	200	200	营运资本变动	1201	-422	451	504
无形资产	170	142	113	85	其他	-326	-14	-19	-28
非流动资产合计	4500	4785	5054	5312	经营活动现金流净额	3023	2017	3536	4303
资产总计	14434	15892	18902	22374	资本开支	-533	-400	-400	-400
短期借款	0	0	0	0	其他	-683	145	145	145
应付票据及应付账款	570	586	675	754	投资活动现金流净额	-1216	-255	-255	-255
其他流动负债	4409	4259	5179	6113	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	4980	4845	5853	6867	债务融资	-361	0	0	0
其他	157	157	157	157	其他	-999	-875	-1098	-1344
非流动负债合计	157	157	157	157	筹资活动现金流净额	-1361	-875	-1098	-1344
负债合计	5137	5002	6010	7024	现金及现金等价物净增加	446	887	2183	2704
股本	1255	1255	1255	1255					
资本公积金	717	717	717	717					
未分配利润	7326	8919	10921	13379					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	9297	10891	12893	15350					
负债和所有者权益总计	14434	15892	18902	22374					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所 注：测算基于 2023 年 4 月 7 日收盘价

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048