

江苏篇：乘经济强省东风，双龙头&名酒百家争鸣

2023年03月29日

► **苏酒市场：双龙头局面，经济基础塑造产品结构及核心价位段。**江苏经济高速发展，居民财富不断积累，高品质白酒消费群体不断壮大，苏酒市场持续扩容，全省白酒规模约 560 亿元。江苏地产酒集中度较高，2021 年 CR10=87.1%，洋河股份、今世缘市占率分别为 28.58%/22.17%，占据绝对优势。**分区域看**，江苏省内南北经济发展存在差异，苏北主流价格带在 400 元左右，地产酒优势明显；苏南区域主流价格带 600 元以上，高端、全国化次高端酒占优势。**分价位看**，高端酒（900 元以上）茅五泸占据绝对优势，苏酒仍处在导入期；次高端（300-900 元）苏酒占据地利优势，省内核心价位段重点发力。

► **以苏酒为例探讨区域白酒发展的天花板问题：**量价端，核心在于把握价位升级的节奏，一方面要持续做价位的向上升级，另一方面在价位上要要和名酒实现差异化错位竞争，把握区域的核心消费价位段。行业总量趋稳、市占率到顶构成了区域酒企未来量的天花板，突破的关键在于依托渠道推力及产品拉力进行省外拓展，省酒龙头逐步走向全国化。同时全国化名酒重视江苏白酒蓝海市场，陆续优化调整布局，抢占发展机遇：茅台推动不同价格带、营销渠道系统优化，深入践行“五合营销法”；五粮液深耕江苏市场，品牌认知优势明显；泸州老窖“东进南图”战略进军华东华南市场，低度占领 700 元价位段发展势能充足；古井贡酒灵活选择 1+1 大商模式和平台商模式，实现江苏市场快速突破；迎驾贡酒坚持“品牌引领、资源聚焦、核心区域高占有”的营销战略，全面布局洞藏系列。

► **洋河股份：产品持续升级，全国化布局标杆。**公司海、天、梦系列迭代焕新，品质、规格和形象上持续升级，开启新一轮产品周期；**数字化营销转型升级保障下，产品价盘体系维持稳定。**公司坚持推进渠道培育，未来在全国面上或加速推动从“海天”向“梦”的结构化升级进程。目前公司深化组织改革，从老产品升级、价格模式改革到“一商为主，多商配称”渠道模式进化，营销组织架构从“大区制”细化改革为“61 个营销事业部”，改革红利有望持续释放。**今世缘：V 系攻坚、开系精耕，百亿征程路径清晰。**省内 V 系攻坚争取定价权，开系精耕稳固基本盘；省外 V9 布局长三角华东区域，打造四开全国化大单品，探索今世缘品牌喜庆碎片化推广模式。公司产品结构显著上移，国缘占比提升、特 A+ 系列快速增长，目前加强布局国缘 V 系产品。品牌势能持续释放，稳固省内深化深耕，开拓省外扩编做点，下放决策权，激励落地彰显公司发展信心。

► **投资建议：**江苏市场经济增速领先，白酒消费升级持续，苏酒双龙头及全国化名酒百家争鸣，推荐苏酒洋河股份、今世缘；品牌势能强劲的全化名酒贵州茅台、五粮液、泸州老窖；战略布局江苏市场的区域酒古井贡酒、迎驾贡酒。

► **风险提示：**1) 宏观经济超预期波动导致需求端受损；2) 疫后修复进度不及预期；3) 江苏及省外白酒市场竞争加剧。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
002304.SZ	洋河股份	169.35	5.01	6.53	8.05	34	26	21	推荐
603369.SH	今世缘	63.95	1.62	2.03	2.50	39	32	26	推荐
600519.SH	贵州茅台	1790.00	41.76	49.85	58.16	43	36	31	推荐
000858.SZ	五粮液	195.28	6.02	7.08	8.20	32	28	24	推荐
000568.SZ	泸州老窖	253.58	5.43	7.01	8.58	47	36	30	推荐
000596.SZ	古井贡酒	281.86	4.45	5.69	7.05	63	50	40	推荐
603198.SH	迎驾贡酒	66.87	1.73	2.27	2.75	39	29	24	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 3 月 29 日收盘价）

推荐

维持评级


分析师 王言海

执业证书：S0100521090002

电话：021-80508452

邮箱：wangyanhai@mszq.com

相关研究

- 1.民生饮食周报 20230326：年度业绩持续验证，坚定板块配置信心-2023/03/26
- 2.民生饮食周报 20230320：把握波动调整机会，关注业绩验证表现-2023/03/20
- 3.民生饮食周报 20230313：坚定板块配置价值，关注啤酒旺季表现-2023/03/13
- 4.乳制品 1 月商超&2 月淘系月度数据跟踪：春节礼赠需求催化，线下销售加速恢复-2023/03/09
- 5.民生饮食周报 20230306：坚守价值护城河，挖掘成长新动能-2023/03/06

目录

1 苏酒市场：双龙头局面，经济基础塑造产品结构及核心价位段	3
1.1 “三沟一河”演变为苏酒双龙头	3
1.2 经济领跑全国，带动省内酒类高消费	6
1.3 竞争格局：区域及价位因素叠加下品牌表现不同	10
1.4 以发展领先的苏酒为例，探讨区域白酒发展的天花板	15
2 洋河：二次创业势能强劲，产品迭代红利释放	23
2.1 覆盖全价格带，产品生命周期主导企业经营周期	23
2.2 全国化布局标杆，渠道改革加速突破	32
2.3 多彩双沟，光彩贵酒	36
3 今世缘：V系攻坚、开系精耕，百亿征程路径清晰	39
3.1 产品体系完整，覆盖多元消费场景	39
3.2 深耕省内市场，产品势能向上	41
4 投资建议及盈利预测	44
5 风险提示	45
插图目录	46
表格目录	47

1 苏酒市场：双龙头局面，经济基础塑造产品结构及核心价位段

1.1 “三沟一河”演变为苏酒双龙头

1.1.1 1998-2018 年：政策引领，苏酒乘势发展

历史文化铸魂，政策倾斜助力。苏酒历史悠久，双沟地区酿酒历史起于殷商，繁于隋唐，盛于宋明。20 世纪 50 年代起，“三沟一河”相继建厂，苏酒自 1979 年第三届全国评酒会起连续三届荣获国家级名酒，品牌品质受到认可；80 至 90 年代初期，江苏白酒稳坐全国第二把“交椅”；进入 90 年代后苏酒开始下滑，未能顺应市场发展调整产品结构以及捕捉消费需求变化，营销方法落后，而同期川酒纷纷提价并推出新产品，逐渐与苏酒拉开档次；同时，由于白酒在江苏经济中贡献占比不高，因此在上市方面未像山西等省份一样得到政府大力推动，苏酒错失了白酒资本市场红利期。为“重振苏酒雄风”，1998 年江苏省人民政府发布《江苏省政府关于“振兴苏酒”的意见》，引领全省酒类行业掀起“振兴苏酒”热潮。

表1：全国评酒会白酒获奖情况

举办时间	举办地点	国家级名酒
1952 年	北京	茅台酒、山西汾酒、泸州老窖特酒、西凤酒
1963 年	北京	茅台酒、五粮液、古井贡酒、泸州老窖特酒、全兴大曲、西凤酒
1979 年	大连	茅台酒、山西汾酒、五粮液、剑南春、古井贡酒、洋河大曲、董酒、泸州老窖特曲
1984 年	太原	茅台酒、山西汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲、双沟大曲、特制黄鹤楼酒、郎酒
1989 年	合肥	茅台酒、山西汾酒、五粮液、洋河大曲、剑南春、古井贡酒、董酒、西凤酒、泸州老窖特曲、全兴大曲、双沟大曲、特制黄鹤楼、郎酒、武陵酒、宝丰酒、宋河酒、沱牌曲酒

资料来源：中国酒志网，民生证券研究院

表2：《江苏省政府关于“振兴苏酒”的意见》主要措施

主要措施	具体内容
进一步激发企业内在活力，努力提高企业的总体水平	1、加大市场开拓力度，加强企业营销队伍建设，建立起适应市场竞争需要的新型营销网络和体系 2、全面加强质量管理，加快新产品的开发工作；推进品种适应性调整和战略性调整，满足多种层次消费需求 3、大力推进企业技术进步，提高白酒的科技含量和产品档次 4、深化企业内部改革，规范企业的经营管理
促进企业搞好资本运营和内外联	1、调整行业结构，发展大型企业集团 2、迅速提高企业资本运营水平，为股票上市创造有利条件 3、促进企业加速内引外联或战略联盟
对重点企业实行倾斜政策	连续 3 年对白酒行业中产品曾获得国优称号的 2 个重点企业(江苏洋河集团、江苏双沟集团)实行部分倾斜政策
认真清理整顿白酒产销秩序	1、对不具备基本生产条件及靠采购基酒勾兑白酒的企业，坚决关停； 2、对产品质量不稳定，生产条件又存在问题的企业，限期整顿，些顿后仍达不到要求的，实行关、

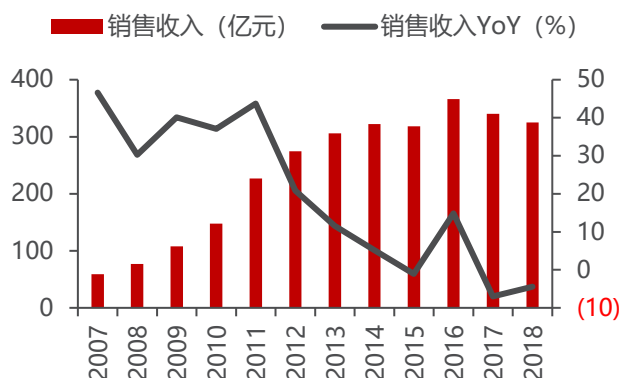
加强酒类行业的规定和管理工作的社会环境	停、并、转;要尽快建立健全白酒生产的法制化管理体系,努力从源头上遏止假冒伪劣白酒流入市场,为名优苏酒的抓兴提供较好的市场环境; 3、加强对白酒流通领域的监督管理 抓紧制定苏酒的发展规划,促进酿酒生产企业的布局、数量、规模、结构得到不断优化;定期收集、分析、研究、发布白酒市场的各种信息,帮助企业准确把握白酒市场需求结构、需求层次和消费层次;组织企业加强相互间的联合与协作,加大开拓市场力度,提高内部管理水平,为振兴苏酒创造条件。 努力为“振兴苏酒”提供良好包括发挥舆论导向、加强市场检查力度;提倡各接待部门、旅游宾馆在对外公务接待中使用苏酒、宣传苏酒,扩大苏酒在市场上的影响
----------------------------	---

资料来源:江苏省人民政府,民生证券研究院

苏酒乘势发展,双龙头格局显现。根据江苏省统计局数据,1998年江苏省内酒类生产企业达1500多家,全省白酒产量38.32万千升,存在企业整体素质不高、市场无序竞争的情况。2018年,江苏省酒类规上企业达89家,其中白酒为江苏酒业的主要支撑:产量端,全省实现白酒产量69.2万千升,18年产量位居全国第二,仅次于四川省;营收端,白酒销售收入达324.96亿元,利润141.87亿元,分别占省内酒类营收及利润的63%、92%,同年洋河股份营收达242亿元,位列全国第三,次于茅台、五粮液;今世缘营收37亿元,二者合计占苏酒86%,净利润分别为81.15亿元/11.51亿元,合计占比超65%,构成苏酒双龙头格局。

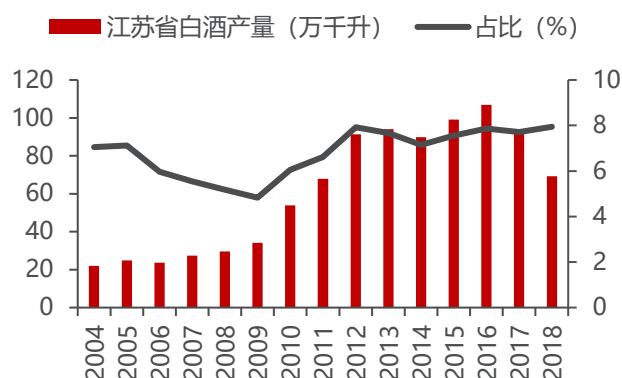
三公限酒抑制营收增长,白酒产量波动下降。2012年政府出台限制三公消费政策,政务领域白酒消费受到冲击,白酒行业进入深度调整阶段。同时,伴随我国人口增速放缓,白酒的消费人群规模逐渐萎缩;少喝酒、喝好酒等消费习惯的改变使得该阶段白酒行业整体呈现出容量萎缩的趋势。受到行业影响,2012年起苏酒营收增速逐步下滑,但产量在全国占比依然保持稳定。

图1:“三公限酒”影响江苏省白酒行业营收增速



资料来源:前瞻产业研究院,民生证券研究院

图2:江苏省白酒产量在全国占比稳定在8%左右



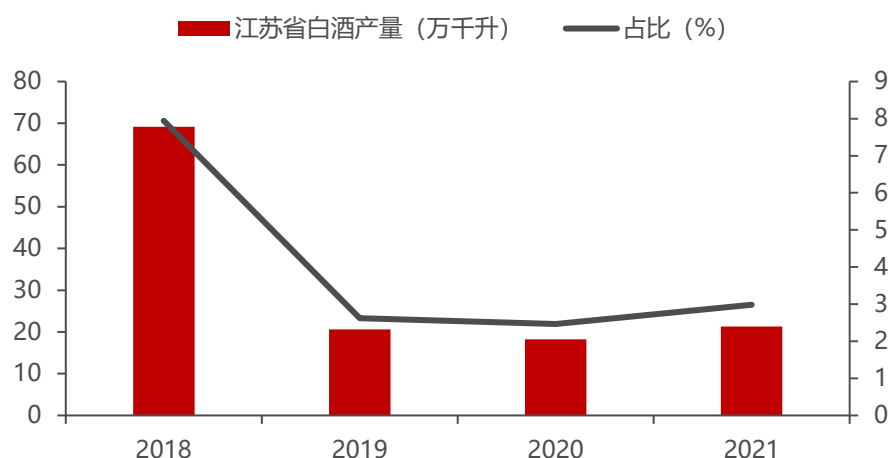
资料来源:国家统计局,江苏省人民政府,民生证券研究院

1.1.2 2019-2021 年：产业结构性调整，政策助力第二阵营酒企

产业结构性调整，马太效应愈加明显。2019 年起，苏酒产量在全国占比逐渐下滑，由 18 年的 8% 降至 3%，产业结构性调整明显，产能逐渐向头部企业集中；苏酒第二阵营酒企与头部企业的差距拉大，苏酒市场品牌集中度提升。

政策助力第二阵营酒企，创响苏酒品牌。江苏省“十三五”现代产业体系发展规划中，指出：重点提高白酒、黄酒、米酒等酿造酒产业，培育壮大洋河、今世缘、双沟、汤沟、梅兰春等白酒和丹阳封缸酒、无锡玉祁双套酒、沙洲优黄等黄酒以及海安糯米酒等名酒名品，创响苏酒品牌。2019 年 11 月底，宿迁市人民政府印发了《宿迁市酒产业发展三年行动计划(2019~2021)》，明确提出“力争全市规模以上酒产业营业收入 2019 年、2020 年、2021 年分别达到 320 亿元、400 亿元、500 亿元”，到 2021 年，力争新增酒产业营业收入超 400 亿元企业 1 户，超 10 亿元企业 1 户，超亿元企业 3 户，规模以上企业 9 户。

图3：苏酒进入产业结构性调整期



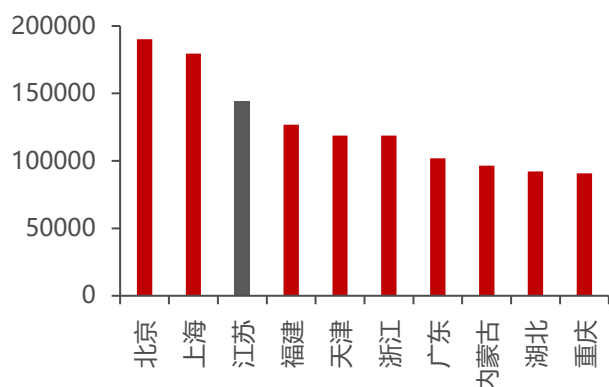
资料来源：国家统计局，江苏省人民政府，民生证券研究院

1.2 经济领跑全国，带动省内酒类高消费

1.2.1 经济基础夯实，消费升级加速

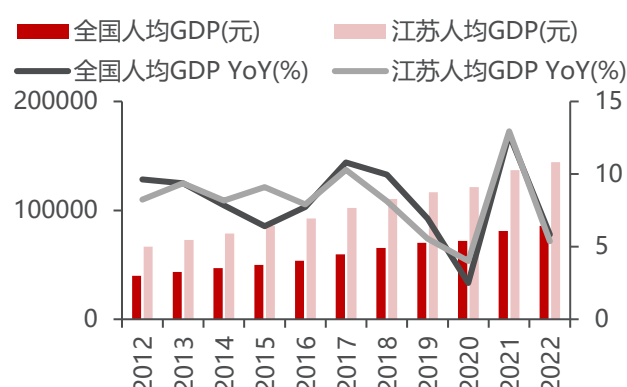
经济强省，酒类消费水平较高。2021 年江苏省人均 GDP 达到 13.7 万元/年，位列全国第三，10 年 CAGR 为 8.35%。省内城镇化率高，2021 年达到 73.94%，比全国平均水平高出约 10.05pcts。2021 年江苏省人均可支配收入 47498 元/年，远高于全国的 35128 元/年；城镇居民人均可支配收入达 57743 元/年，领先全国水平约 2-3 年。从增速来看，2014-2021 年，江苏与全国的可支配收入和人均 GDP 增速几乎处于共振同频，省内各市近五年人均食品烟酒支出增速较高（CAGR4%-6%左右）。江苏经济高速发展，居民财富不断积累，中高收入人群规模不断壮大，而中高收入人群正是高品质白酒（高端、次高端）的主要消费群体。“少喝酒、喝好酒”背景下，对高品质白酒的追求成为省内白酒市场主旋律，次高端名优白酒的消费量增加。

图4：2022 年江苏省人均 GDP 位列全国第三（元）



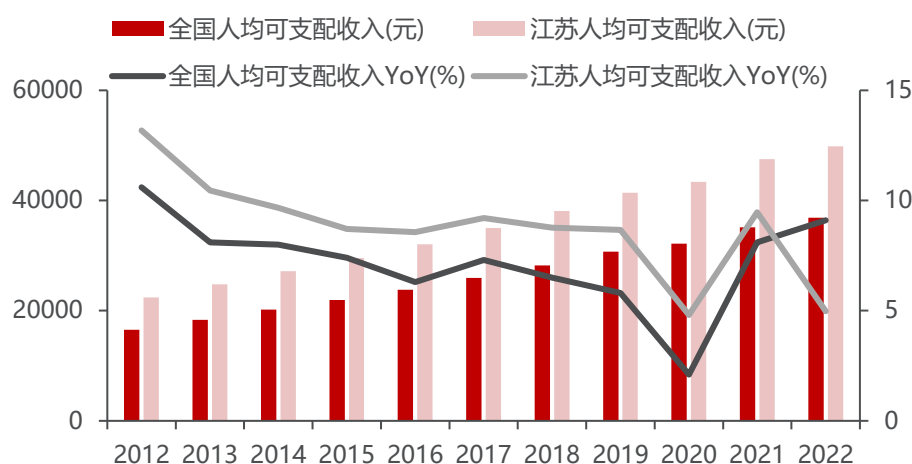
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图5：江苏人均 GDP 高于全国平均水平



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图6：江苏省人均可支配收入及增速高于全国平均水平



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

表3：江苏省 2021 年人均生活消费支出:食品烟酒

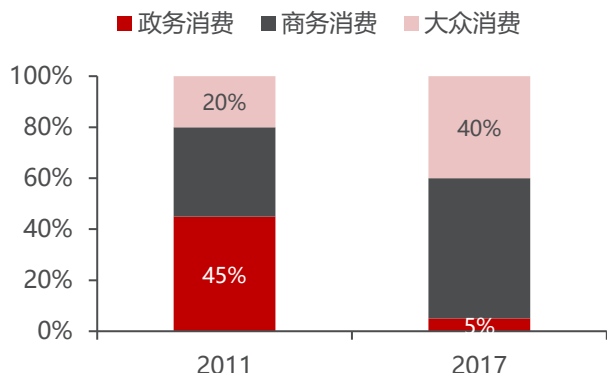
地区	人均食品烟酒支出 (元)	2019-2021 年 CAGR	2017-2021 年 CAGR
无锡	9235	3.75%	4.32%
苏州	9102	3.86%	5.05%
南京	8580	5.32%	5.45%
常州	7966	4.29%	4.44%
镇江	7388	5.07%	5.62%
南通	7222	6.20%	6.40%
泰州	6849	6.41%	6.63%
扬州	6428	2.99%	4.18%
连云港	5857	6.07%	6.13%
盐城	5494	1.56%	3.79%
徐州	5274	4.24%	5.38%
淮安	5173	6.07%	6.22%
宿迁	5051	3.38%	4.77%

资料来源：Wind，民生证券研究院

消费场景转变，商务及大众消费成主流。白酒消费场景包括政务消费、商务消费和大众消费。2013 年 12 月 8 日，中办、国办印发的《党政机关国内公务接待管理规定》中明确规定公务招待不得提供高档酒水。随后各省份陆续出台本地党政机关国内公务接待管理规定，同时为严格执行中央八项规定和《党政机关厉行节约反对浪费条例》，江苏省随后出台接待“禁酒”规定，政务消费大幅收缩，商务消费和大众消费成为白酒的主要消费场景。

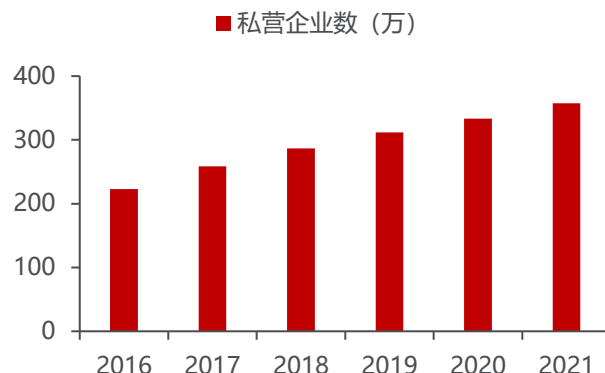
民营经济发展及人口持续净流入，苏酒市场持续扩容。商务消费与民营经济发展紧密相关：根据统计局数据，21 年江苏省私营企业数为 357.4 万户，同比增长 7.2%；21 年民营经济增加值占 GDP 比重高达 57.3%。随着江苏省固定资产投资额的逐年上涨，民营经济将进一步发展，促进苏酒商务消费市场扩容。大众消费方面，民营经济的发展带来江苏人口持续净流入，20 年外来人口占比达到 7.08%，稳定的外来人口流入构成大众消费的核心人群，同时江苏婚姻登记数位于全国前列，构成江苏婚宴用酒稳定基本盘。江苏白酒市场由 2009 年的 111.23 亿元扩容至 2021 年的 509.88 亿元，位居全国第二。

图7：白酒商务及大众消费逐渐取代政务消费



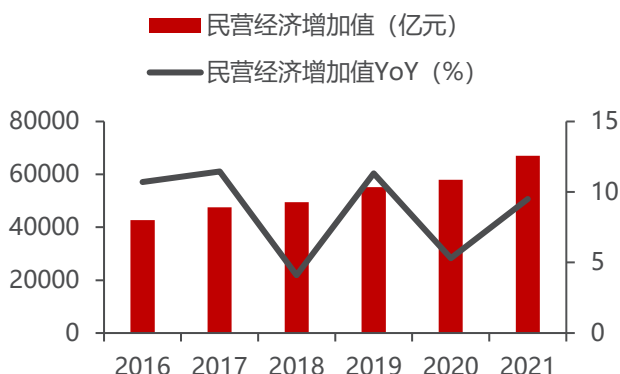
资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

图8：江苏民营企业数不断增加



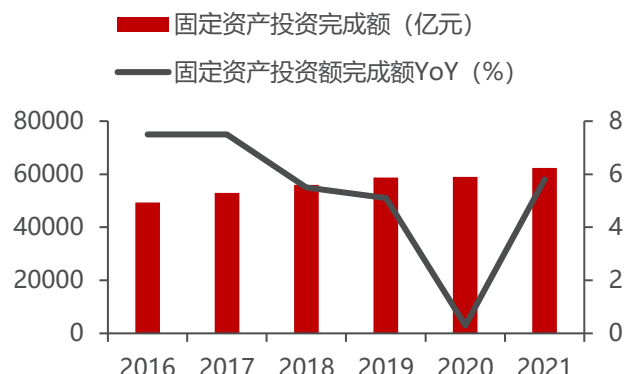
资料来源：江苏省统计局，民生证券研究院

图9：江苏民营经济持续发展



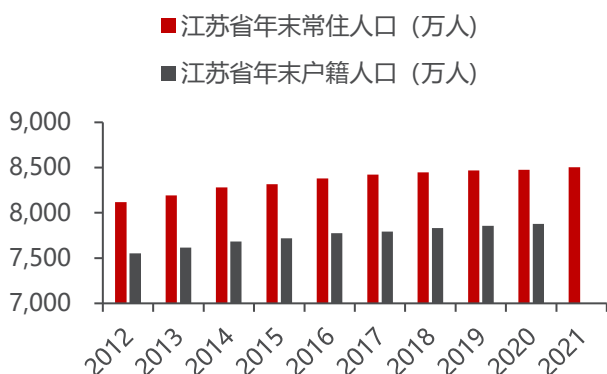
资料来源：江苏省统计局，民生证券研究院

图10：江苏固定资产投资完成额逐年增加



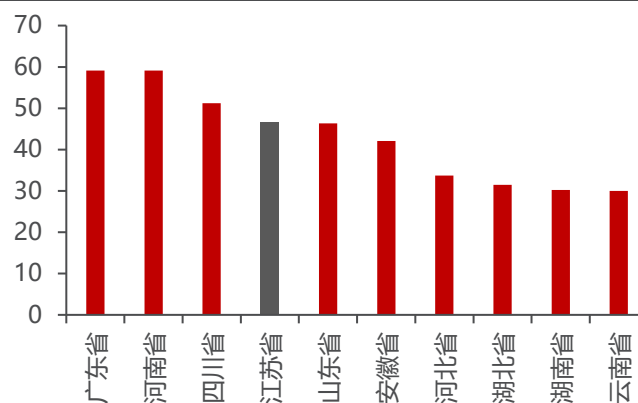
资料来源：江苏省统计局，民生证券研究院

图11：江苏实现人口逐年净流入



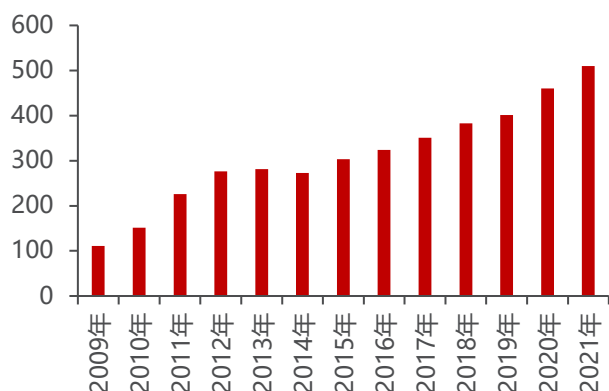
资料来源：江苏省统计局，民生证券研究院

图12：21年江苏婚姻登记数（万对）位于全国前列



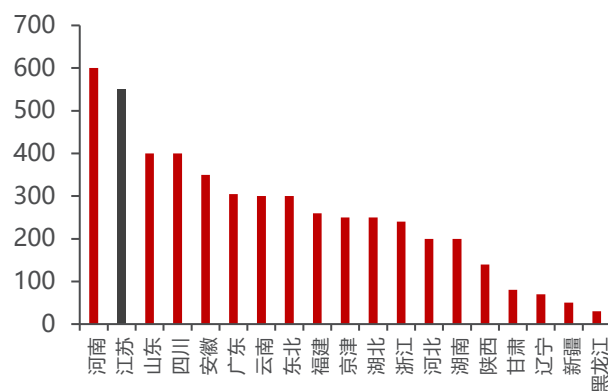
资料来源：江苏省统计局，民生证券研究院

图13：江苏市场历年白酒市场规模（亿元）



资料来源：萝卜投资，民生证券研究院

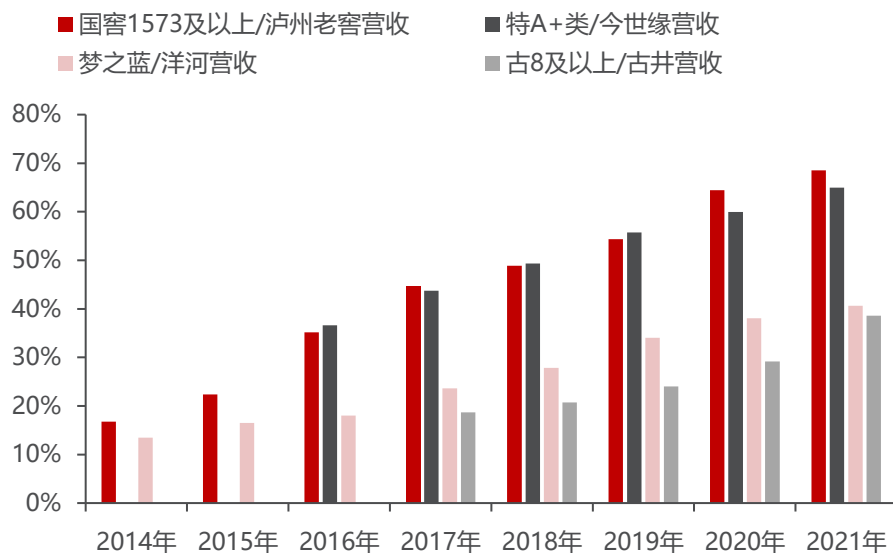
图14：21年江苏白酒市场空间（亿元）位于全国第二



资料来源：萝卜投资，民生证券研究院

“消费升级”+“白酒市场扩容”，支撑次高端价格带快速扩容。省内人均可支配收入不断提升，居民消费升级及消费结构优化趋势明显。国窖1573及以上、古8及以上、梦之蓝、今世缘特A+等次高端产品近年来快速增长扩容，营收占比稳步提升；今世缘特A+营收保持高速增长，16-21年CAGR约34.82%。次高端价位为白酒行业具备成长性的价位段，根据江苏省白酒市场空间18-21年CAGR为10.05%，我们预计未来3年次高端白酒市场空间CAGR保持在10%左右。

图15：次高端产品营收占比提升

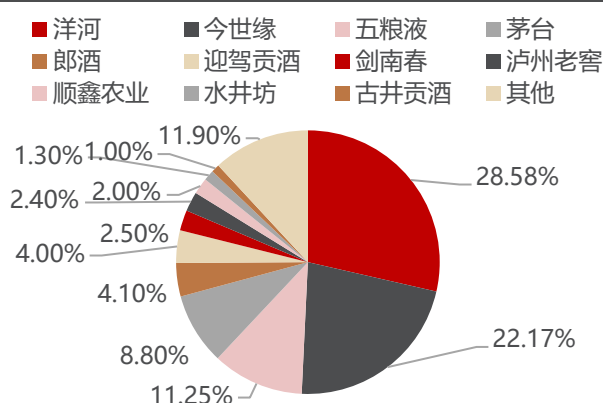


资料来源：wind，泸州老窖、今世缘、洋河股份公司公告，民生证券研究院

1.3 竞争格局：区域及价位因素叠加下品牌表现不同

省内行业集中度较高，300元以上为主流消费价格带。江苏省经济相对发达，作为白酒产销大省，目前市场白酒规模约560亿元，2021年苏酒CR10=87.1%，行业集中度较高。**品牌表现上**，地产酒龙头洋河和今世缘市占率分别为28.58%/22.17%，占比过半，省内占据绝对优势。同时，江苏市场较高的消费水平及消费频次造就充足的市场容量，成为其他品牌白酒省外突破的重点市场，2018年川酒组团开展“川酒全国行”首站选择江苏南京，泸州老窖、剑南春、郎酒、五粮液等品牌纷纷在江苏聚焦投入资源，依托系列酒等子品牌抢占中高端、次高端价位段，纷纷发力江苏市场，整体流通规模出现上升趋势。全国化高端白酒在江苏依然表现突出，五粮液、茅台市占率分别为11.25%/8.80%。**价格带上**，得益于较高的经济发展水平，居民消费力较强，大众日常消费价位升级带动省内次高端及高端价位持续扩容，商务招待、宴席用酒等需求刺激下，城镇白酒消费价格带上移至300+，次高端低线（300-600元）为省内白酒主流消费带。

图16：江苏省内白酒竞争格局（2021年）



资料来源：酒业家，民生证券研究院

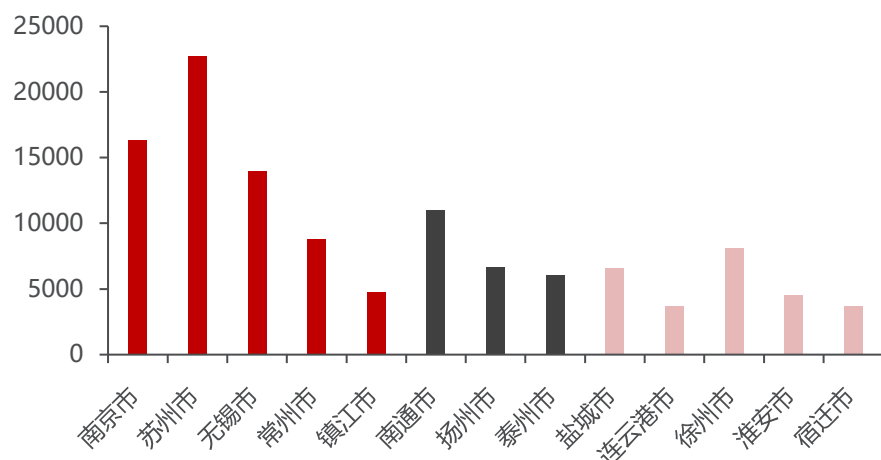
图17：江苏白酒主流消费价格带逐步提升至300+



资料来源：洋河股份、今世缘公司官网，民生证券研究院绘制

1.3.1 分区域看：南北发展差异大，北部苏酒优势明显

苏南经济较发达，省内南北差距较大。按地理位置将江苏划分为苏南、苏中、苏北，其中苏南位居长三角，与上海和浙江相邻，聚集全国最富裕的城市群，包括南京、苏州、无锡、常州、镇江等经济重镇；苏北主要与安徽和山东交界，整体经济水平相对较弱；苏中的南通、扬州、泰州三市则处于苏南、苏北之间。

图18：江苏各市 GDP 水平由南到北梯度下降（2021 年）（亿元）


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

南北经济不平衡，造就差异化白酒发展格局。江苏省内白酒发展格局存在差异：

①苏北是苏酒的发源地，四大苏酒“三沟一河”均在苏北地区，两大龙头洋河和今世缘分别在宿迁和淮安地区。苏北包括徐州、连云港、宿迁、淮安、盐城五个地级市，整体喝酒风气浓厚、饮酒频次高、单次饮酒量较江苏其他板块较大，但经济相对落后，消费价位偏低，苏北白酒消费对地产酒的青睐明显高于外来酒，成为洋河和今世缘的省内根基。

②苏南经济活动活跃，外来人口多，经济相对发达，汇聚来自全国各地的商业人士，品牌包容性较强。苏南包括省会南京、苏州、无锡、常州、镇江五个城市，地处中国东南沿海长江三角洲中心，是江苏经济最发达的区域，也是中国经济最发达、现代化程度最高的区域之一。该地区白酒饮用量大，消费档次高，是江苏白酒消费升级的核心区域，对苏中、苏北、皖东消费趋势有较强的引领作用。多种因素下使得该区域成为江苏乃至全国白酒战略性市场之一苏南除了地产酒外，众多全国性名酒在该区域的消费者认知基础较强，整体形成群雄乱战的局面。

③苏中区域示范引领作用明显，区县市场发达。苏中包括扬州、泰州、南通 3 个地级市，三市均在长江沿岸皆为长三角 16 个中心城市之一，经济收入水平相对较高，白酒消费量大，且对江苏以外的白酒具有很强的包容性。

④南北经济和消费力不平衡背景下，苏南、苏北的主流价格带上也存在差异，富裕的苏南向 600 元以上价位段转移，而苏北主流价格带在 400 元左右。

（1）苏北：苏酒发源地，双龙头发展根基

淮安大区：双龙头大本营，市场占比超八成。淮安大区包括淮安市和宿迁市，2022 年常住人口约 954 万人，为苏酒发源地——今世缘和洋河的大本营，两家苏酒企业在该区域市占率较高。淮安大区地处苏北，经济发展水平弱于苏南，同时总人口 955 万，少于其他地区，淮安大区白酒市场规模相对较小，我们预计约 40

亿元以上。

盐城大区：白酒环境近淮安，苏酒市场表现佳。盐城大区包括盐城和连云港，地处苏北，2021 年常住人口 1131 万人，由于经济发展水平相对较差，我们预计白酒市场规模约为 50 亿元以上。该地区与淮安文化、经济交流相对密切，白酒市场方面也相对偏向于苏酒，双龙头发展势能较强。今世缘近年加大对盐城大区的重视，重点推进渠道下沉，扩大渠道接触面，经销商数量不断增加，2022 年在盐城大区的销售收入约 9 亿元。

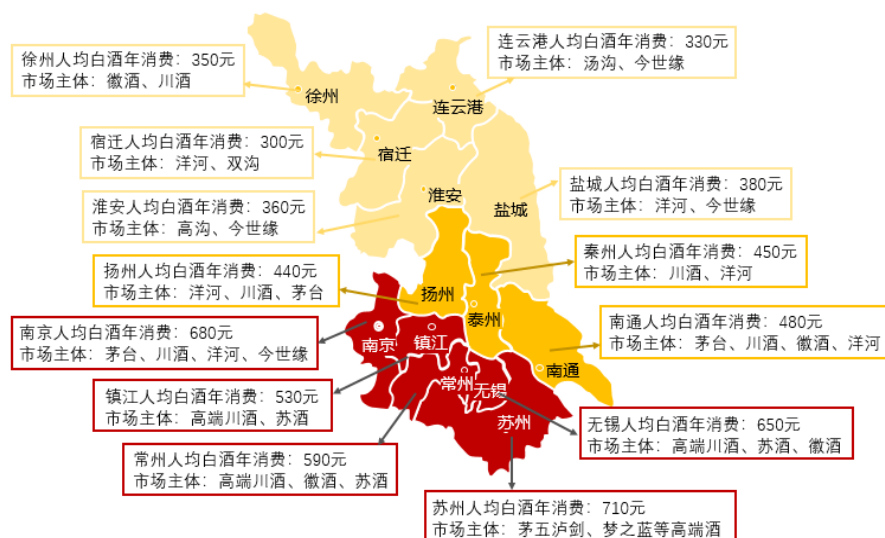
淮海大区：徽鲁豫入场，双龙头占半数市场。淮海大区即徐州市，同样地处苏北，人均可支配收入和人均食品烟酒支出较小，但常住人口多，2021 年约 903 万人，我们判断整体白酒市场规模约 40 亿元。该地区虽然地处苏北，但历史上与山东、安徽、河南的交流相对密切，徽酒、鲁酒、豫酒在徐州占有一定份额，洋河和今世缘份额占比过半。今世缘 2022 年在该地区的销售口径规模超 8 亿元，是当前公司重点开发推广的市场。

(2) 苏南：群雄乱斗，高端、全国化次高端酒占据优势

苏南大区：多元竞争，苏酒基础较弱。包括苏州、无锡、常州，该区域经济水平领先，2022 年常住人口合计 2577 万人，白酒市场规模较大，我们预计约 200 亿元以上。苏南大区外来人口众多，全国性品牌竞争激烈，苏酒基础相对较弱，整体实现多元化发展。今世缘在苏南地区的开拓处于起步阶段，虽然规模仍较小，2022 年仅 10 亿元左右，但推广开始见效，放量增速较快。

南京大区：双龙头苏南市场开发典范。该大区包括南京市和镇江市，2021 年常住人口约 1264 万人，地处苏南大区。南京作为省会城市，今世缘和洋河均在南京拥有较好的市场基础，并且对镇江产生辐射效应。今世缘以团购模式起家，国缘品牌成立之初得到政府采购支持，多次成为江苏运动员奥运庆功用酒。洋河通过深度分销，亦在南京获得大量的消费者。我们预计目前南京大区白酒市场规模约 100 亿元，目前是两家苏酒龙头苏南市场开发的典范。

图19：苏南高端酒、全国化次高端为主，苏中、苏北地产酒占优



资料来源：酒业报道，民生证券研究院

表4：2021 年江苏省分大区市场规模及份额

区域	2021 年 GDP (亿元)	GDP 占比	白酒销售规模按 GDP 测算 (亿元)	白酒销售规模按人口测算 (亿元)	区域白酒规模 (亿元)
淮安大区	8,269	7%	40	41	41
南京大区	21,119	18%	102	104	103
苏南大区	45,529	39%	219	221	220
苏中大区	23,749	20%	114	100	107
盐城大区	10,345	9%	50	52	51
淮海大区	8,117	7%	39	41	40
江苏总计	116,364	100%	560	560	560

资料来源：国家统计局，酒业家，民生证券研究院测算

测算逻辑：以 GDP&人口双重测算验证：(1) 按 GDP 测算：各区域销售规模=全省白酒规模*各区域 GDP 占全省比重；(2) 按人口测算：各区域销售规模=该区域人均白酒支出*区域常住人口；最后取均值作为该区域白酒规模测算值

1.3.2 分价位段看：多品牌入场，苏酒核心价位段发力

高端酒 (900 元以上)：茅五泸占据绝对优势，苏酒仍处在导入期。江苏高端白酒市场目前仍是全国高端龙头茅、五、泸的天下，规模约 130 亿元左右，市场份额 90%左右。洋河的梦 9、手工班和今世缘的 V9 仍在产品导入的发展初期，体量相对较小，其中梦 9、手工班体量约 10 亿元+，清雅酱香创新产品国缘 V9 体量约 3 亿元，合计占 10%的市场份额。

次高端 (300-900 元)：苏酒占据地利优势，省内核心价位段重点发力。

(1) 高线 (600-900 元)：市场蓝海，双龙头为价位段主力。次高端高线价位仍为当前江苏白酒市场的蓝海，其中洋河的梦 6 先发优势较为明显，承接老梦

6 的消费基础实现快速放量，2021 年梦 6+ 省内产品体量约 30 亿元，实现快速增长。今世缘 V3 仍在培育期，其中 V3 为公司未来在该价格带的主力，市场规模约 3 亿元。当前，该价格带的主力产品主要是两大本土品牌和酱香热下快速放量的酱酒。

(2) 低线 (300-600 元)：次高端主要消费带，苏酒份额稳步提升。次高端低线价位是江苏当前主要的次高端消费带，名酒主打单品密集，竞争异常激烈，规模稳步扩容。该价位主要单品有洋河的天之蓝和梦 3 水晶版，今世缘的国缘对开、四开，剑南春的水晶剑，水井坊的臻酿八号、井台，古井的古 16、20，郎酒的红花郎，汾酒的青 20 等，均为各家酒企的主打单品，在市场深耕多年，配套打法相对成熟。激烈的市场竞争下，苏酒仍具一定优势，近五年来今世缘的国缘对开、四开保持快速发展，洋河的梦 3、天之蓝增速表现高于整体市场扩容的增速，苏酒份额仍在稳步提升中。

大众消费 (100-300 元)：洋河、今世缘的低端产品及地产白酒竞争保持白热化。

表5：2021 年江苏省分价格带品牌分布

价位段	省内主流品牌		主流省外品牌	市场情况
	洋河	今世缘		
900 元以上	梦之蓝 M9	国缘 V6、V9	飞天、普五、国窖 1573	主要被飞天、普五、国窖 1573 占据，洋河今世缘产品体量较小
600-900 元	梦之蓝 M6、珍宝坊帝坊	国缘 V3	红花郎 15 年	主要被省内地产酒品牌占据，洋河、今世缘形成双寡头格局
300-600 元	M3、天之蓝、珍宝坊圣坊	国缘四开、对开、K 系列	水晶剑、红花郎 10 年、臻酿 8 号	
100-300 元	海之蓝、珍宝坊君坊	淡雅、典藏 10 年、典藏 15 年	古井 5 年、口子 6 年、五粮春	地产酒价格带、竞争较激烈、品牌较分散
50-100 元	青瓷、双沟柔和	典藏 5 年、典藏 8 年	古井献礼、口子 5 年、五粮醇	利润率较低、品牌较为分散

资料来源：微酒、酒说、酒业报道，民生证券研究院梳理

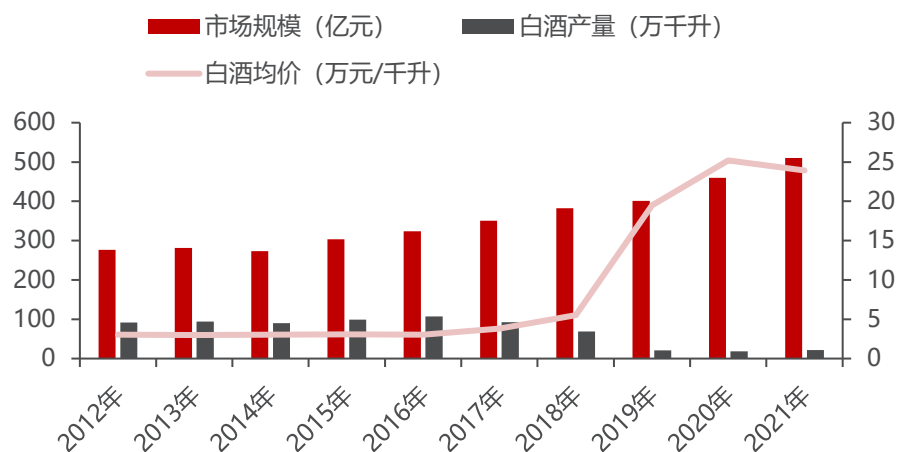
1.4 以发展领先的苏酒为例，探讨区域白酒发展的天花板

1.4.1 总量趋于平稳，均价逐年上升

存量发展竞争时代到来，行业竞争日趋激烈。白酒行业从总量上看主要关注人口及城镇化率的变动，人口流入及城镇化率提升阶段通常与白酒行业总量扩容时期匹配。2016 年之前，伴随全国及江苏省内经济总量扩张，拉动白酒需求向上，白酒产量保持稳步上升状态。在“少喝酒，喝好酒”的健康饮酒消费观念下，2016 年江苏白酒产量达到 106.89 万千升的峰值后趋于平稳，行业总量逐步到达天花板，呈现挤压式增长态势，逐步回落至 2021 年 21.32 万千升，我们预计未来白酒总产量仍将保持稳中有降的趋势。

省内发达的经济基础决定白酒消费价格档次，均价提升匹配居民收入增长。白酒行业价格增长动能来源于当地的居民消费能力，经济发展水平以及白酒企业对消费者认知的培育。伴随经济发展，江苏省内居民收入稳步提升并超过全国平均水平，同时货币供应量的增加及通货膨胀影响白酒价格上行，消费力支撑情况下企业端提价及产品升级的双重效应使得居民对优质白酒的需求随之增加，品牌化、品质化白酒消费特征显著。2022 年江苏省城镇居民可支配收入达 49862 元，较 2012 年 22432 元实现翻倍以上增长，年复合增速 8.32%。省内白酒行业均价由 2012 年的 2.99 万元/千升增长至 2021 年 23.92 万元/千升，全国化名酒及省内酒企通过产品提价升级、渠道扩张改革形成区域价格较高的天花板，未来江苏省白酒均价仍具备上升空间。

图20：18 年起江苏省内白酒市场量减价升趋势明显



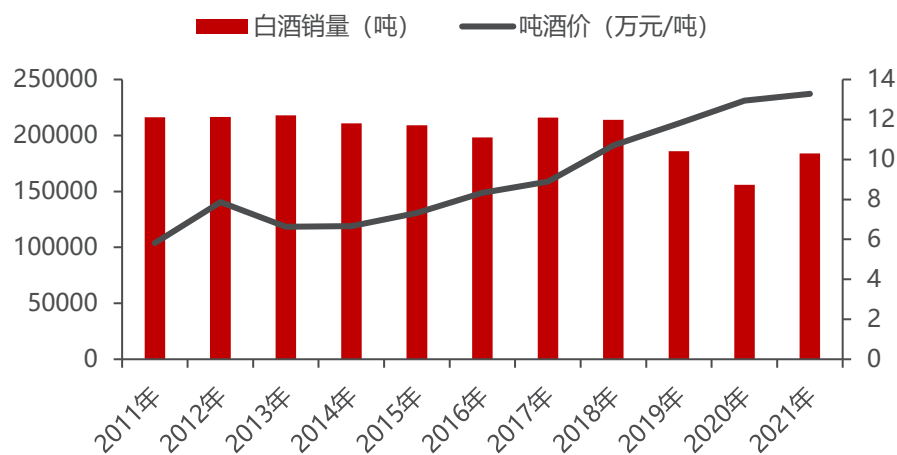
资料来源：wind，民生证券研究院

对于企业而言，应对量价的变化核心在于把握价位升级的节奏，节奏太快曲高和寡，容易形成资源浪费，节奏太慢可能会错失机遇，无法把握扩容红利。地产酒企业一方面要持续做价位的向上升级，另一方面在价位上要 and 名酒实现差异化错位竞争，把握区域的核心消费价位段，向次高端价格带（600-800 元）发力，

错开低线次高端的激烈竞争，短期内打造品牌力，蓄力未来高端千元价位的布局开拓。

洋河：调整改革持续推荐，吨价稳步增长。2018-2020年，苏酒龙头洋河股份处于调整期，由于产品老化，渠道推力减弱等因素，2020年公司白酒销量较2018年下滑27.87%。2019年以来，公司积极改革，把蓝色经典做出品牌裂变，先后完成梦6+、梦之蓝水晶版、天之蓝的升级换代，同时实施双品牌战略，搭建双铁塔模型品牌矩阵，分为高端和次高端（梦之蓝手工班、梦9、梦6+、水晶版梦之蓝等）、中端和中低端（天之蓝、海之蓝、洋河大曲等），同时独立双沟品牌。产品结构提升使得2021年吨价较2018年提高24.08%，企业重回发展轨道。

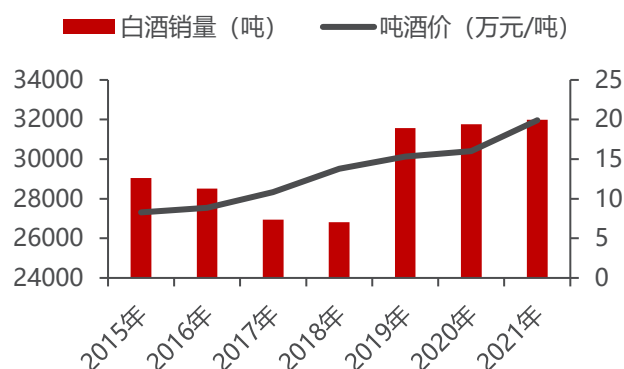
图21：洋河股份吨价稳步提升



资料来源：洋河股份公告，民生证券研究院

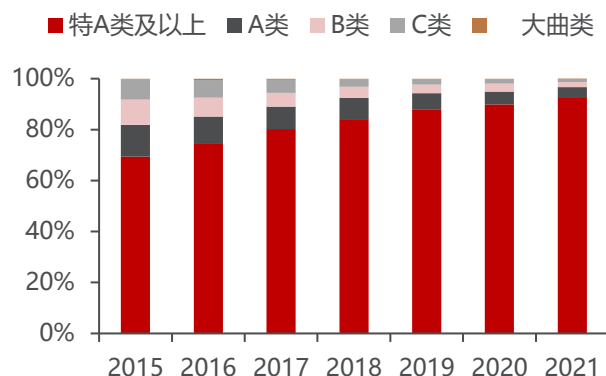
今世缘：把握时机，实现量价齐升。在洋河调整期，今世缘实现了高速发展，量价齐升，2018-2021年间，销量增长19.33%至3.20万吨、吨价提升44.31%至19.91万元/吨，产品结构也持续优化，例如开系产品把握价位升级节奏，重心由单开、对开向四开转移，公司高端特A类以上产品收入占比由2015年69.48%提升至2021年92.39%。

图22：今世缘18年起量价齐升



资料来源：今世缘公告，民生证券研究院

图23：今世缘产品结构持续升级



资料来源：今世缘公告，民生证券研究院

1.4.2 区域内挤压式竞争，全国化势在必行

省内挤压式竞争，集中度不断提升，差异化下竞合发展。江苏省内地产酒马太效应加剧，洋河、今世缘相较于其他省内地产酒企具备自身渠道势能，同时规模优势下加大广告费用等投入，加速消费者端培育，依托省内渠道团队加速品类延伸、品牌创新。截至 2022 年 H1 末，洋河、今世缘分别拥有省内经销商 2845、375 家，相对其他地产酒企具备经销商数量优势，面对其他品牌的攻势可在优势渠道市场进行封锁。

洋河推进渠道改革，早期通过盘中盘模式绑定核心经销商及终端，19 年起资源投放重点由聚焦经销商和销售终端向消费端转移，同时调整利润分配和管理方式，对主导产品进行数字化改造；同时深度全省化，2014 年起推行新江苏战略，划分单位由省调整为市和县，划定重点突破市场对全国市场起到发展带动作用。今世缘长期发展团购渠道，同时通过渠道联盟体、乡镇下沉等方式不断强化省内薄弱区域，同时通过“1+1+N”的深度协销+直分销模式扁平化营销组织。省内其他地产酒品牌例如分金亭酒、沛公酒、五醒浆等由于核心产品错失升级机遇、渠道推力较弱等原因，市场规模不断被挤压，只集中于当地的市级、县级市场。

图24：江苏各地市地产白酒品牌梳理



资料来源：民生证券研究院绘制

消费升级推动省内次高端快速扩容，错位竞争突显。在增量竞争下，苏酒龙头对比其他地产酒及外来酒在品牌、渠道、产品等方面具有明显优势，未来可充分享受扩容红利，保持高速发展。同时，洋河和今世缘在品牌营销、渠道侧重和发展定位均略有区别，两者错位竞争，短期内无需担忧竞争格局恶化的问题。

(1) 从品牌端来看：二者在品牌定位方面存在差异。今世缘以“缘”作为品牌核心文化，强调白酒的社交文化属性，其三大品牌“国缘”，“今世缘”，“高沟”分别侧重于政务活动、婚庆宴请、大众消费。“今世缘”系列以符合婚娶节庆特征的红色作为宣传主色调，渲染一种“今世有缘，相伴永远”的氛围。洋河则对应“雅”文化，突出“情怀梦想”，偏重商务性质。近年来洋河积极赞助文化事业以提升品牌内涵，其宣传风格也是以蓝色为核心的冷色调高雅系。

图25：今世缘 D20,宣传以红色为主，强调“缘”文化



资料来源：今世缘公司官网，民生证券研究院

图26：洋河梦之蓝宣传以蓝色调为主，偏商务消费



资料来源：洋河公司官网，民生证券研究院

(2) 从渠道端来看：今世缘侧重于团购渠道，团购占比更高。公司以团购起家，长期深耕省内，与诸多企事业单位等客情关系较好，在团购领域优势较为明显（团购更强调先入为主，可替代性相对流通渠道较低），而其流通渠道主要依赖其团购资源的转化。相较而言，**洋河的渠道组织能力更强，在流通渠道具备显著优势**，主要原因在于：1) 策略判断方面，13 年后三公消费受限，公司预判行业未来消费结构主体将由政商转向大众，与大众消费对应的流通渠道因而得到洋河重视。2) 产品结构方面，洋河的核心走量单品海天系列集中于中档价位，该价位团购占比低，加之烟酒、商超等流通渠道网点多且货物吞吐能力强，随着公司体量的快速成长，其运作思路倾向于深耕大流通。不过公司近年来回归发力团购建设。

(3) 从发展定位来看：洋河全国化进程占优，省外收入占比从 2013 年的 36.8% 不断攀升至 2021 年的 53.7%，重心逐步转向省外，致力于打造全国化中高档白酒企业。而**今世缘深耕省内市场**，2021 年省外收入占比仅 7%，自上市以来占比变化不大，处于全国化起步阶段。

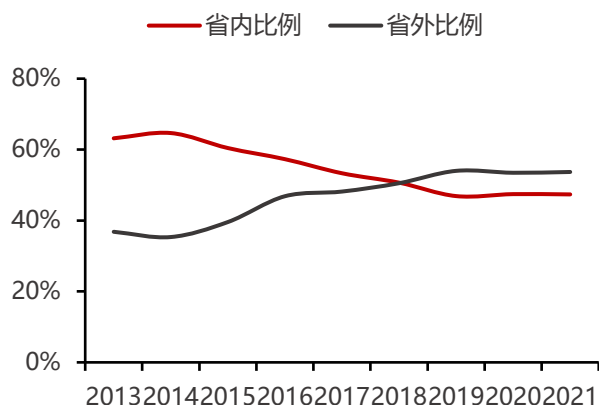
行业总量趋稳、市占率到顶构成了区域酒企未来量的天花板，突破的关键在于依托渠道推力及产品拉力进行省外拓展，省酒龙头逐步走向全国化：

(1) 公司战略层面：坚持“走出去”和“大投入”。洋河股份 2007 年开启全国化布局，截至 2011 年，公司省内市场的所有地级市场销售全部超亿元；省外市场的全国三十四个省级市场中，有 22 个省级市场全年销售超亿元，7 个亿元地级市场，33 个亿元县级市场。2012 年，公司开拓新江苏市场，省外渠道下沉；2015 年见效，立足江苏根据地市场，省外开拓新江苏市场，全国化进程顺利，省外占比不断提高。2021 全年省内、省外收入分别为 118/135.5 亿元省外占比 53.1%、分别同增 18.12%/21.95%。今世缘省外市场布局相对较晚，为拉动省外市场增长，提高品牌全国知名度，今世缘在广告费用上花费较高，省外市场维持增长态势，占比仍具备提升空间。今世缘在 22 年发展大会上提出“十四五”省外营收目标，力争到 2025 年省外营收占比提升至 20%以上，2023 年，公司确立了滁州、湖州、马鞍山、枣庄、临沂等 10 个县区市场为板块市场，尝试构建样板市场打造新模式、新体系，集中精力建成大样板、大板块。

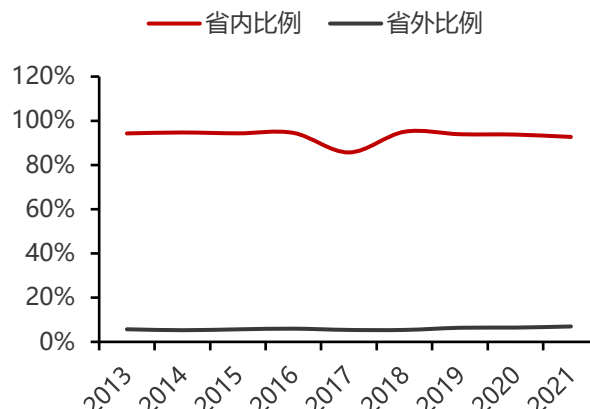
(2) 产品选择层面：坚持主力单品，而不是分区域开发新品。洋河采用三大“价格带龙头”单品突破全国市场：100-200 元价格带海之蓝，300-500 元价格带天之蓝和梦之蓝（M3、M6 为主）。梦之蓝系列产品已成为洋河股份全国化最为成功的超高端/高端/次高端超级单品，梦之蓝手工班锁定 2000 元+，梦之蓝 M6+ 目标是千元价格带，梦之蓝 M3 处于 400-600 元价格带，属于次高端。今世缘国缘 V9 是公司高端化战略的核心承载，也将是公司“全国化主推大单品”，致力成为清雅酱香新品类的领导者。

(3) 渠道推力 vs 品牌拉力层面：白酒行业渠道营销逐步同质化，靠渠道推动的窗口期已过，需要品牌引领。洋河提出“12345”战略，将洋河+双沟的双品牌战略摆在核心位置，明确洋河、双沟、贵酒是公司三大增长极；2013 年起今世缘品牌推广以今世缘品牌为主，2020 后公司明确省外重点推广国缘、今世缘双品牌。

(4) 组织能力/激励机制匹配：薪酬及股权激励激发销售团队积极性。洋河 2021 年开始推动干部年轻化，有效激发团队活力，并落地实施范围超 5000 人的股权激励，人均激励额度为 20 万元左右，充分调动业务团队的积极性。今世缘股权激励于 2022 年 8 月落地，拟向不超过 345 人授予 770 万份股票期权，激励规模约占总股本的 0.614%，激励覆盖人数占 2021 年底员工总数的 9.2%，充分绑定员工利益，增强团队凝聚力。

图27：2013-2021 年洋河省内外收入占比（亿元）


资料来源：wind，洋河股份公司公告，民生证券研究院

图28：2013-2021 年今世缘省内外收入占比（亿元）


资料来源：wind，今世缘公司公告，民生证券研究院

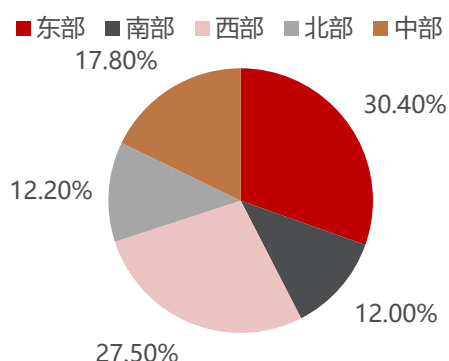
全国化名酒重视江苏白酒蓝海市场，陆续优化调整布局，抢占发展机遇：

贵州茅台：推动不同价格带、营销渠道系统优化，深入践行“五合营销法”。

贵州茅台在江苏省内促进专卖店、自营公司、商超、电商与i茅台融合发展，全力确保茅台酒价格、渠道、市场和预期的全面平稳。在市场营销中，实施主动营销、数字营销、文化营销、品牌营销、服务营销。公司在省内积极开展活动触达消费者，如在徐州邀请众多茅粉品鉴陈年茅台酒，营造浓厚文化氛围；在苏州成立苏州茅台文化体验馆；茅台专卖店3.0增加了智能科技，触达年轻群体。公司在江苏市场占据优势地位，2021年规模约70亿元。

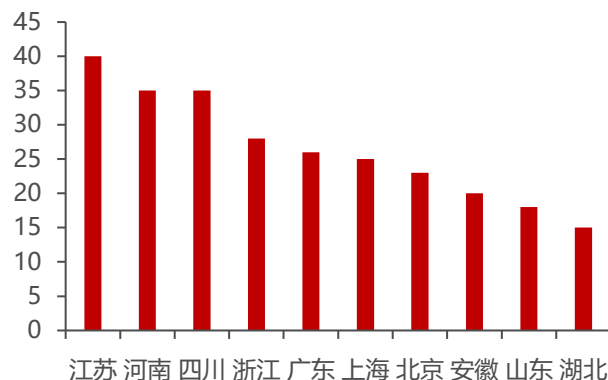
五粮液：深耕江苏市场，品牌认知优势明显。2015年起公司提出“打造百亿华东”企划，其中以江苏市场作为重点打造区域。产品规划上，结合江苏市场偏好，以42度五粮液作为大单品。经销商管理上，将江苏经销商联合为一个整体，打造五粮液的凝聚力。在区域规划中，打造2个8亿元市场、1个5亿元市场、2个3亿元市场、3个2亿元市场，6个样板县级市场，2021年五粮液在江苏市场销售规模已达50亿元。目前也正围绕“生态、品质、文化、数字、阳光”五位一体总体部署开始进行新的规划。通过优化渠道管控，厚增渠道利润，实施更加精准的渠道措施，完善渠道激励。同时，加大品牌宣传力度，结合市场实际，加大广告宣传，强化市场氛围。公司在江苏省内进一步丰富产品体系，以市场需求为导向，有望推进五粮液的差异化开发。

图29：五粮液 2021 年各区域收入占比 (%)



资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

图30：普五前十大省市税前收入规模 (亿元)



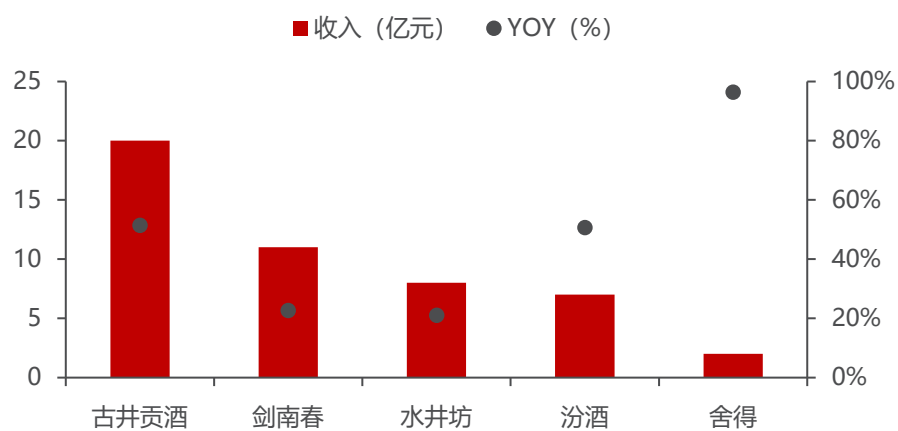
资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

泸州老窖：“东进南图”战略进军华东华南市场，低度占领 700 元价位段发展势能充足。2017 年公司提出“东进南图”计划，其中江浙沪为华东主要销售地区。公司在华东市场组建了 190+ 家品牌形象店，在江苏开设 9 家专卖店，销售集中于苏东、苏南地区，以苏州、无锡和南京为重点市场。公司将核心资源聚焦国窖 1573，不断巩固高端酒地位。结合苏州市场对低度酒的偏好，公司也重点推广低度产品，结合江苏需求，制定市场策略和产品策略。2021 年，国窖 1573 在江苏市场销售收入约 12 亿元，其中低度产品表现亮眼。

古井贡酒：灵活选择 1+1 大商模式和平台商模式，实现江苏市场快速突破。1+1 大商模式针对经销商实力强、合作意愿强的市场，以更高的利润和费用支持来吸引优质经销商的加入；而平台商模式主要针对古井经销商实力相对较弱或合作深度较低的市场，通过组织小型经销商和终端门店形成销售公司的方式，以公司主打的方式推动市场下沉。早些年公司以平台商模式进行运作打开中低端市场，伴随江苏白酒价格带的上升以及自身品牌力的提升，1+1 模式的占比迅速提升。同时，公司采取升级策略，在江苏市场大力培育高价位的古 16，古 20 产品，2021 年在江苏市场实现 20 亿元左右收入，加速突破该区域次高端价位。

迎驾贡酒：坚持“品牌引领、资源聚焦、核心区域高占有”的营销战略，全面布局洞藏系列。江苏为迎驾贡酒核心区域之一，进行重点布局，聚焦生态洞藏系列，在江苏设立营销中心积极抢占江苏市场。借助大型品鉴会、寻找多种渠道全方位宣传推广，拉动生态洞藏的销售增长。公司推进经销商优胜劣汰，大力发展新经销商，不断扩大经销商队伍。重点寻求与大商、超商户合作，借助迎驾贡酒的品牌力和大商、超商的优势渠道，实现快速布局。同时，公司采取“1+1+1+n”的服务模式，一个洞藏酒客户配备一个办事处经理带一个业务经理和多个业务员。目前，洞藏系列在江苏省已全面布局到地级市，2021 年公司在江苏实现营收约 10 亿元。

图31：2021 年省外次高端名酒在苏发展迅速



资料来源：wind，古井贡酒、剑南春、水井坊、山西汾酒、舍得酒业公司公告，民生证券研究院

2 洋河：二次创业势能强劲，产品迭代红利释放

2.1 覆盖全价格带，产品生命周期主导企业经营周期

2.1.1 产品梳理：蓝色铸就经典，洋河领跑苏酒

蓝色铸就经典，绵柔型白酒开创者。2003 年洋河首创提出“绵柔型白酒”，在品质优化的概念中优先占有领先及差异化优势，解决白酒类饮品“入口难”，饮后不顺畅的感觉，辅以男人情怀、海天梦想为文化诉求与内涵，满足消费者的物理需求及精神需求，实现品牌的品质层面定位及精神层面定位。

多线布局，实现全价格带覆盖。公司专注主业，2021 年白酒业务占比超 95%，产品主要有蓝色经典（海之蓝、天之蓝、梦之蓝）系列、珍宝坊、洋河大曲、双沟大曲等，其中蓝色经典系列目前营收占比超 80%。公司产品以浓香型白酒为主，2016 年收购贵州贵酒后，亦布局酱酒产品；价格上覆盖百元以下至千元价格带，基本实现全价格带覆盖。近几年来，公司也不断推动产品换代升级，2019 年推出梦 6+，2020 年推出梦之蓝·水晶版，2021 年对天之蓝、双沟珍宝坊、苏酒等换新升级，保持产品生命力。

表6：洋河股份产品种类众多，覆盖全价格带

主品牌	产品	规格	标价（元/瓶）	产品形象
蓝色经典	梦之蓝手工班	52° 500ml	2099	
蓝色经典	梦之蓝 M9	45°/52° 500ml	1699	
蓝色经典	梦之蓝 M6+	40.8°/52° 550ml	899(52°)	
蓝色经典	梦之蓝 M3 水晶版	40.8°/52° 500ml	598(52°)	
蓝色经典	天之蓝（老版）	38°/42°/46°/52° 480ml	399(52°)	

蓝色经典	海之蓝	38°/42°/46°/52° 480ml	189(52°)	
双沟苏酒	头排酒	40.8° 260ml*2	1150	
双沟苏酒	绿苏	40.8°/52° 480ml	1038 (52°) 828 (40.8°)	
双沟苏酒	天绣	40.8° 500ml	548	
双沟苏酒	地锦	40.8° 500ml	368	
双沟珍宝坊	帝坊	42° 480ml+20ml	618	
双沟珍宝坊	圣坊	42° 480ml+20ml	268	
双沟珍宝坊	君坊	41.8° 500ml+20ml	118	
贵州贵酒	贵 30	53° 500ml	1698	
贵州贵酒	贵 15	53° 500ml	738	
贵州贵酒	贵 5	53° 500ml	278	

资料来源：公司官网，京东，民生证券研究院

2.1.2 发展复盘：产品生命周期主导企业经营周期

产品生命周期主导洋河经营周期。回顾洋河过去企业经营周期与产品生命周期，我们可将其分为三阶段：1) 第一阶段：2003~2012 年，黄金十年背景下产品高速成长期；2) 第二阶段：2013~2018 年，短期调整后的再成长；3) 第三阶段：2019 年至今，降速的大船再扬帆。

2003 年蓝色经典系列产品上市以来，公司营收成长至 2021 年约 254 亿元的规模，过程中洋河海之蓝、天之蓝、梦之蓝顺应行业消费升级，呈现典型的结构联动增长：即 2003~2011 年海之蓝由 0 起步成长至约 30 亿元，2008~2013 年天之蓝由 0 起步成长至约 40 亿元，梦之蓝 2009~2017 年由 0 起步成长至约 50 亿元，过程中于 2009 年将梦之蓝裂变为 M3、M6、M9；同时公司稳步推进全国化进程，2006 年洋河“攻克”南京市场后，陆续拓展河南、山东、安徽等环江苏市场，至 2021 年，洋河省外市场销售收入约 131 亿元，占比约 53%。

表7：洋河股份分阶段发展要素复盘

指标	2003-2012 年	2013-2018 年	2019 年至今
总括	黄金十年下洋河高速增长	短期调整后的再成长	降速的大船再扬帆
产品	2003-2007 年：[行业]百元价格带高速发展，[洋河]海之蓝高速增长 2008-2012 年：[行业]商务消费升级，[洋河]省内推广梦之蓝，省外推广天之蓝，接续增长	2013-2015 年：[行业]茅台价格大幅下跌，[洋河]梦之蓝受损下滑，海之蓝逆势增长 2015-2018 年：[行业]茅台价格复苏，[洋河]梦之蓝接续增长	[行业]茅台价格持续上行，消费升级带动高端、次高端量价齐升 [洋河]聚焦梦之蓝发展，海之蓝、天之蓝产品流行性减弱
组织	2003 年组建“蓝色经典品牌公司”，聚焦新品牌发展	设立精细化的支持保障系统和销售作战系统	组织分立，按价格带划分销售事业部
渠道	“消费者盘中盘”1.0+2.0 模式(以政务团购为核心)，1+1 厂商协作模式	社群盘中盘模式(以商务团购为核心，以社群为载体) 522 极致化工程，聚焦营造消费氛围	回归核心消费者培育模式 厂商一体化转型
竞争态势	今世缘尚处于立足苏北大本营的区域型酒企 五粮春、口子窖百元价位领先品牌 泸州老窖特曲品牌领先、模式落后	[2013-2015 年行业调整]今世缘业绩下滑幅度甚微，五粮液，国窖大幅下滑 [2016-2018 年行业复苏期]今世缘业绩加速增长	[2018-2019 年]江苏省内今世缘品牌流行性延续 次高端竞争激烈
市场布局	2004 年“突破”江苏沿江八市 2005 年“攻克”南京，并打造江苏板块市场 2006 年发展华东板块化 2007 年背靠华东开启泛全国化 2009 年提出全国化、高端化、板块化	深度全国化进程开启： 2012 年提出新江苏战略 2013 年开拓新江苏市场	省外占比稳步提升

资料来源：公司公告，民生证券研究院

(1) 2003-2012 年：黄金十年背景下产品高速成长期

2003-2007 年：2003 年洋河蓝色经典上市，塑造“男人的情怀”品牌形象，

差异化绵柔型白酒引领香型口感由香到味的转变，其中海之蓝定价 138 元错位竞争，抓住 100 元口子窖与 158 元五粮春之间的价格空隙；天之蓝定价 258 元，成为衔接高端礼品与中档主流之间的支柱产品。受益于 2003-2007 年间白酒行业百元价格带高速发展，洋河海之蓝顺势高速增长。

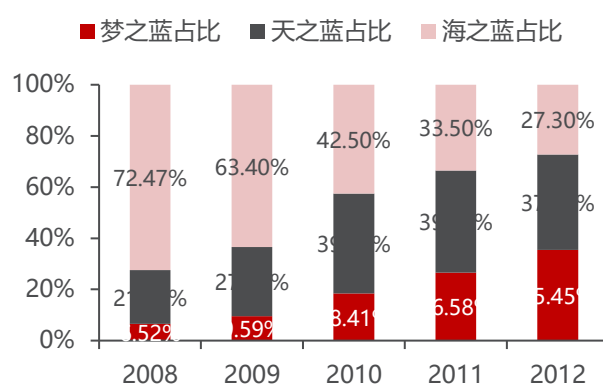
2008-2012 年：受益于“四万亿”投资带动白酒商务消费升级，公司通过天之蓝、梦之蓝迅速接替海之蓝进行结构升级，2009 年，5A 级梦之蓝裂变为 M3、M6、M9，战略上提前布局次高端以上价位，省内推广梦之蓝，省外推广天之蓝，天、梦逐步接续，成为公司业绩第二增长极。

图32：2003-2012 年公司营收及增速（单位：亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图33：2008-2012 年公司产品结构

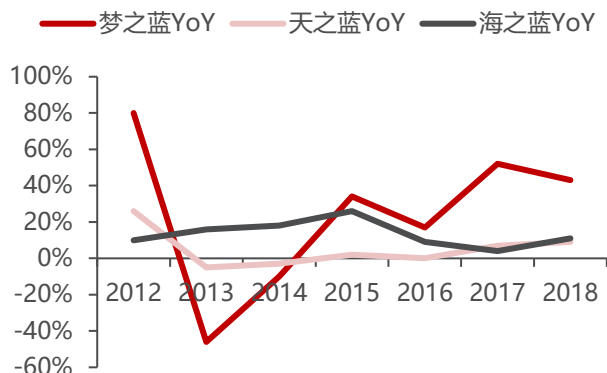


资料来源：wind，民生证券研究院

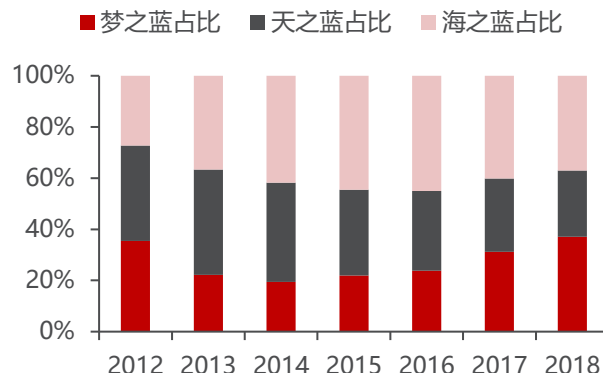
(2) 2013-2018 年：短期调整后的再成长

2013-2015 年：受“八项规定”影响，白酒行业进入调整期，茅台销售价格天花板由 1800 元下跌至 800 元，梦之蓝受损下滑，天之蓝保持稳定，海之蓝逆势增长。2014 年，洋河推出微分子酒，营造“低度酒高度口感”，但口感需求变为醇厚复杂，微分子酒并未形成消费氛围；

2015~2018 年：茅台复苏价格天花板打开，次高端价格带快速增长，海之蓝、天之蓝增长平稳，梦之蓝提速增长，公司产品结构快速上移。

图34：2012-2018 年洋河各品牌销售增速


资料来源：wind，民生证券研究院

图35：2012-2018 年洋河产品收入占比情况


资料来源：wind，民生证券研究院

(3) 2019 年至今：降速的大船再扬帆

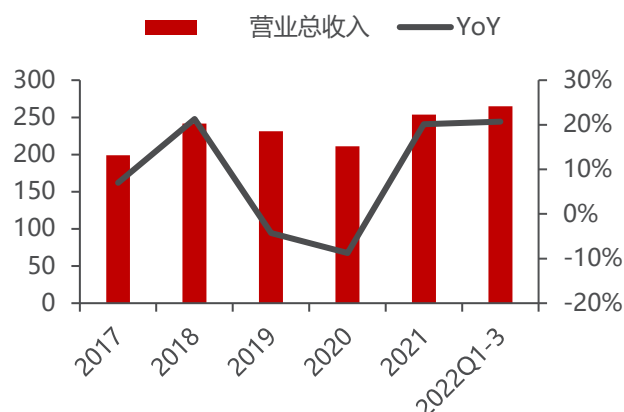
2019-2020 年，行业高景气，洋河营收下滑。茅台价格持续上行，白酒景气度稳步上行，行业实现结构性增长，消费升级带动高端、次高端量价齐升，百元中档酒增长薄弱。但过程中洋河营收出现下滑；我们认为，洋河营收下滑背后是产品、组织、模式、激励的老化，定性判断：公司系统性问题致两百亿体量“大船”降速，巨大的惯性下需要系统性调整。

表8：洋河系统性问题梳理

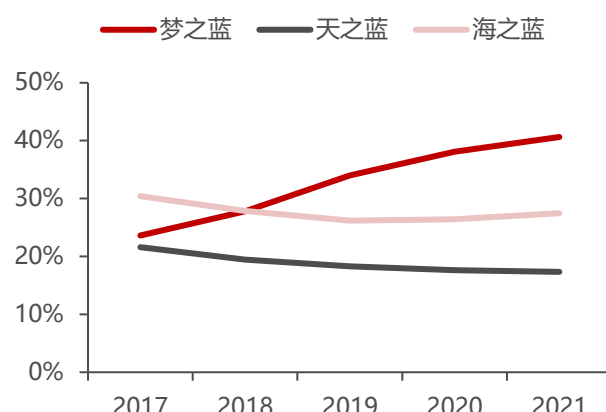
类目	细节
产品体系	梦之蓝向上走节奏过慢，10 年未有明显换代，近年对海之蓝、天之蓝投入下降，致流行性正在减弱
营销系统	费用投放模式多年未变，费用投放效率显著下降
组织体系	随着梦之蓝成为第一大收入来源，此前海天梦一体化销售队伍体系明显不再适用，组织架构、考核机制、渠道打法急需分立
内部激励	核心持股人群为老一届管理层，当前核心管理层激励不足

资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院

海天换代不畅，梦之蓝产品逐渐老化。公司次高端产品梦之蓝向上走节奏较慢，2009 年产品裂变以来已有 10 年未做明显换代；此外，近年洋河聚焦梦之蓝发展，对海之蓝、天之蓝投入下降（品牌建设投入、渠道费用投入），致产品流行性有所减弱；此外，2018 年洋河对流通渠道大单品海、天进行换包装硬提价，在老产品渠道库存较高的背景下，换代不畅，结果上看，2019/2020 年，海之蓝、天之蓝出现销售下滑。

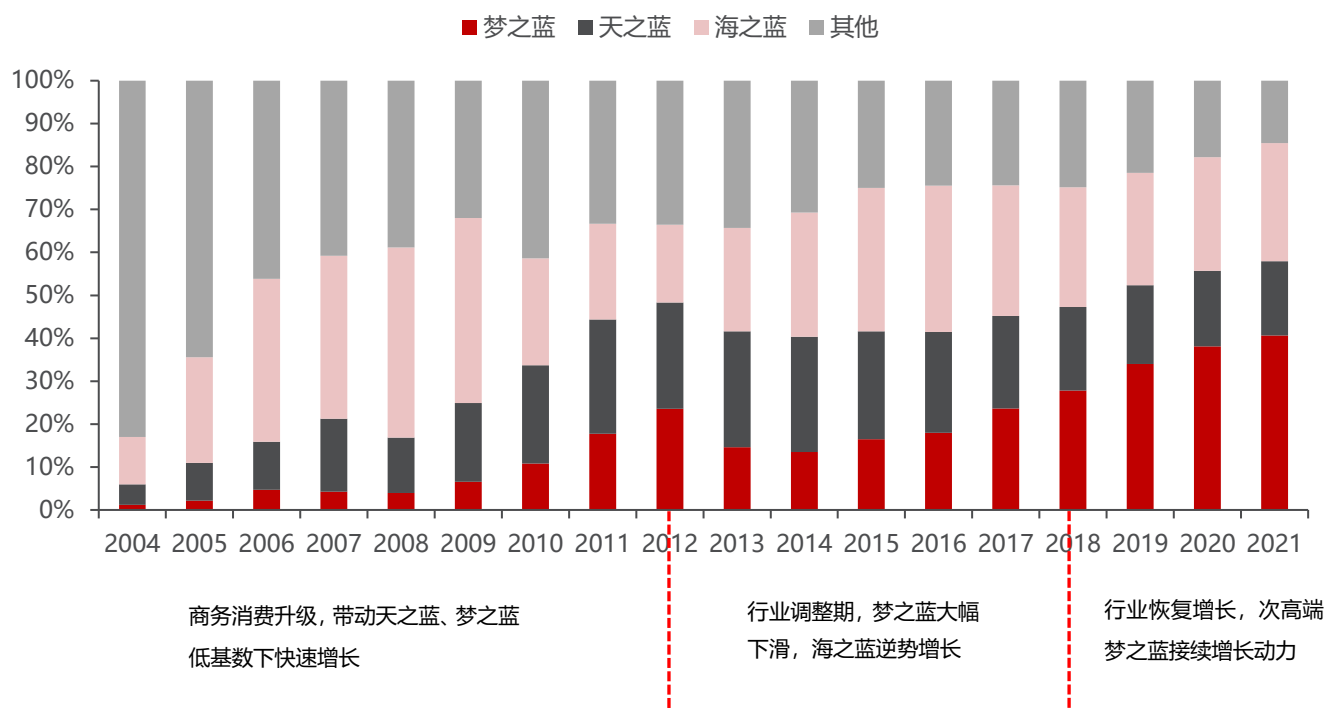
图36：洋河收入及增速（单位：亿元）


资料来源：wind，民生证券研究院

图37：洋河梦系列产品加速增长


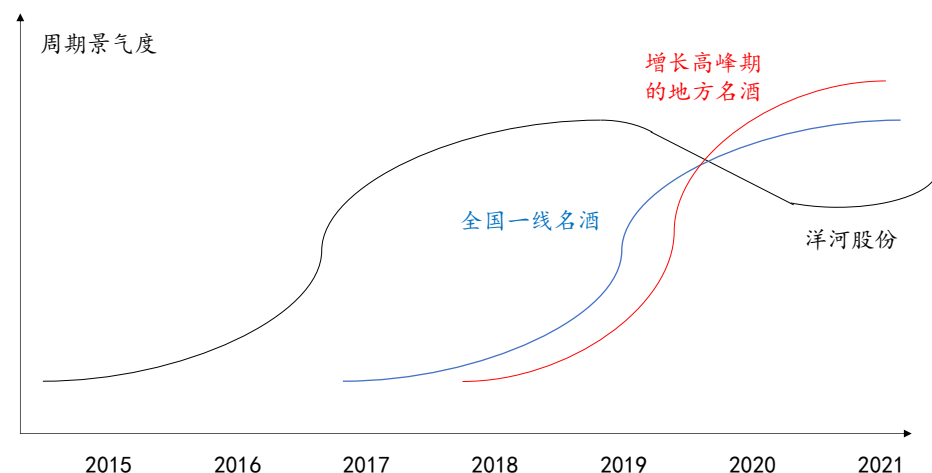
资料来源：wind，民生证券研究院

2020年至今，新一轮产品生命周期主导新一轮企业经营周期。2019年7月刘化霜总上任苏酒集团贸易股份有限公司（销售公司）党委书记、董事长，全面开启销售工作调整；2019年11月M6+上市、2020年11月梦之蓝·水晶版上市；2021年2月，张联东任洋河股份有限公司董事长，6月起全面分管销售工作，洋河开启了以新一轮人事周期+产品生命周期带动的企业经营周期。

图38：梦之蓝产品定位重构，结构向上升级


资料来源：Wind，民生证券研究院

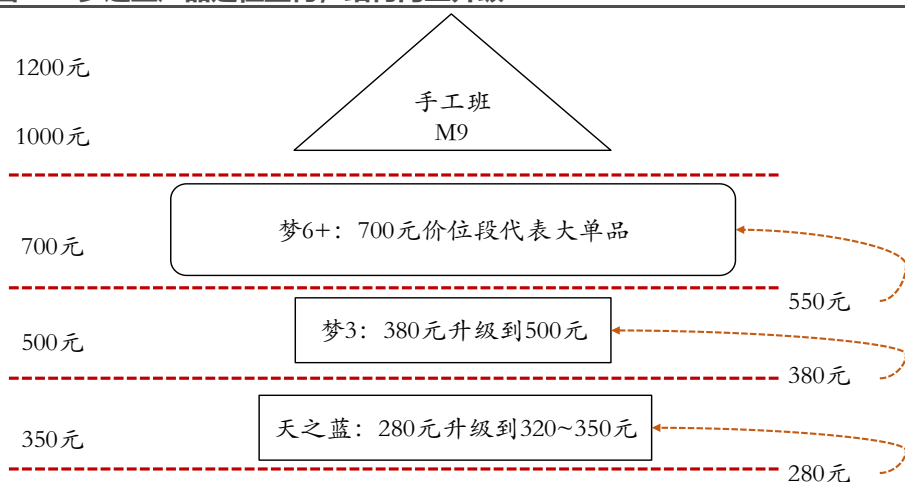
图39：洋河企业经营周期重回上升期



资料来源：民生证券研究院绘制

产品老化解决方案：重构产品定位，梦之蓝引领增量。重构梦之蓝 M6+、M9、手工班三驾马车。洋河期望高端白酒品牌实现茅五洋向茅五梦的转变，即大幅提升梦之蓝品牌势能。梦之蓝作为洋河品牌矩阵的引领品牌，M6+、M9、手工班是三驾马车，分别对应次高端、高端、超高端产品，当前公司重新调整梦之蓝产品，M9与M9-手工班共同构建千元以上价格带，推出新品M6+替代M6、聚焦700元空白价格带，力求实现飞天茅台、普五、国窖1573下方全国第四大价位单品；梦之蓝-水晶版（M3升级产品）承接省内外500元次高端核心价位消费升级；新版天之蓝承接省内外350元次高端入门价位消费升级。

图40：梦之蓝产品定位重构，结构向上升级



资料来源：洋河股份官网，民生证券研究院

M6+成功换代，冲击百亿大单品。2019年11月，产品线全面升级，首先推

出 M6+，谋求成为 700 元价格带代表，并承载数字化营销模式。洋河将 M6+打造成核心大单品有两方面意义：

- 1) 借助 M6+拉高洋河梦之蓝品牌势能；
- 2) M6+顺应次高端以上行业发展，为公司业绩增长提供全新增长极。

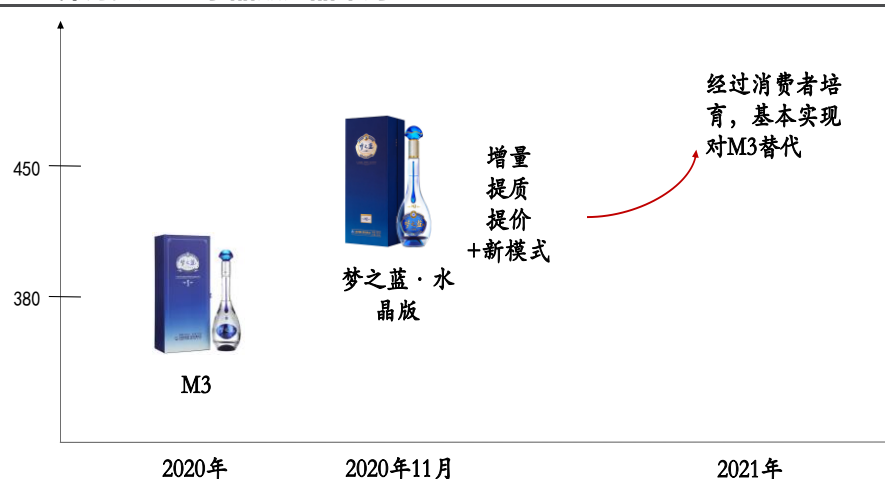
图41：洋河 M6+产品布局



资料来源：洋河股份官网，民生证券研究院

梦之蓝·水晶版，承接省内外消费升级。2020 年 11 月，梦之蓝·水晶版（简称水晶梦）作为 M3 升级产品上市，占位 500 元价格带，延续 M6+ “增量、提至、提价” 的产品换代逻辑，有望顺应省内外消费升级实现增长。

图42：洋河梦之蓝·水晶版产品布局



资料来源：洋河股份官网，民生证券研究院

营销系统老化解方案：一商为主、多商帮衬，费用投放向消费者转移。过去是以厂方指导的体系，终端网点由厂商直控；调整后形成厂商一体化，分工原则以

资源和能力作为基础原则，根据经销商和厂商的资源和能力来决定谁来主导，如果区域市场上经销商有足够的资源和能力，就由经销商主导，公司做配合；若经销商具备资金实力，但不具备资源实力，由公司做主导“操盘”；经销商体系由“多商并存”向“一商为主、多商帮衬”转变，费用投放体系重新确立，基本方向两大原则：1) 调整投入比例和力度，缩减绝对投入，以消费者为导向；2) 调整费用投入科目类型，产品不同设计不同费用。以提高投入产出效率。

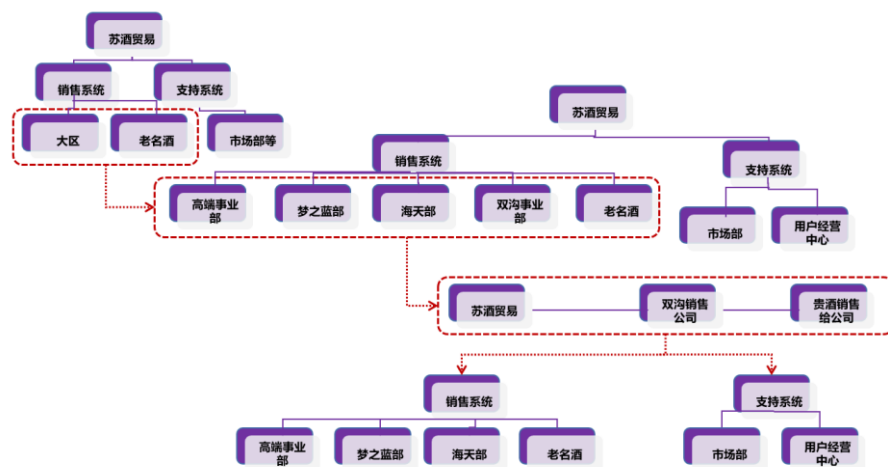
表9：洋河营销系统改革梳理

分类	具体内容
生态模型	核心在于厂商关系优化，向“一商为主，多商帮衬”的体系转型，目前公司核心产品价格体系稳定上扬，得到逐步验证
组织分工	形成厂商一体化，分工原则以资源和能力作为基础原则，根据经销商和厂商的资源和能力来决定谁来主导
费用体系	目的实现投入产出最高效率，由向渠道为主投放转变为主向消费者为主投放费用
价值观念理念	以消费者为中心的问题导向思维，把消费者动销和解决问题作为主流

资料来源：公司公告，民生证券研究院

组织体系老化解决方案：销售公司架构精细化，21年起分品牌运作。但随着梦之蓝占比提升，海、天、梦销售队伍迟迟没有分立。此前基于梦之蓝销售情况给予提成，叠加总量完成百分比给予系数提成，销售队伍更重视梦之蓝而忽视了海天的发展。2019年末，公司推行组织分立改革，将梦之蓝事业部（M6、M3）与海天事业部独立运作，解决了原本不同价位带产品由同一支队伍运作的问题；2021年，双沟与贵酒销售体系独立，单独设立双沟销售公司与贵酒销售公司，全面分品牌运作，推进洋河+双沟双品牌战略。21年11月，公司召开干部大会，对安徽、上海、黑龙江、川渝大区的主要领导进行人事调整，推动干部队伍年轻化，有助于激发销售团队活力。

图43：2021年洋河销售组织分立，全面分品牌运作



资料来源：洋河股份官网，民生证券研究院

人事干部老化解决方案：干部大会调整大区人事，少壮派接棒激发新动能。11

月 22 日，公司“干部任用大会”及大区经销商恳谈会议，提高省内南京大区站位，提升省外河南、江西等级别以奖励高增，任用 85 后少壮派接棒上海、安徽、浙江、黑龙江等大区，未来或进一步明确前后台职能分工，在人事、费用等层面“解绑”区域。

图44：2021 年洋河股份召开干部大会



资料来源：洋河股份铁粉圈，民生证券研究院

图45：2021 年安徽省区干部大会



资料来源：洋河股份铁粉圈，民生证券研究院

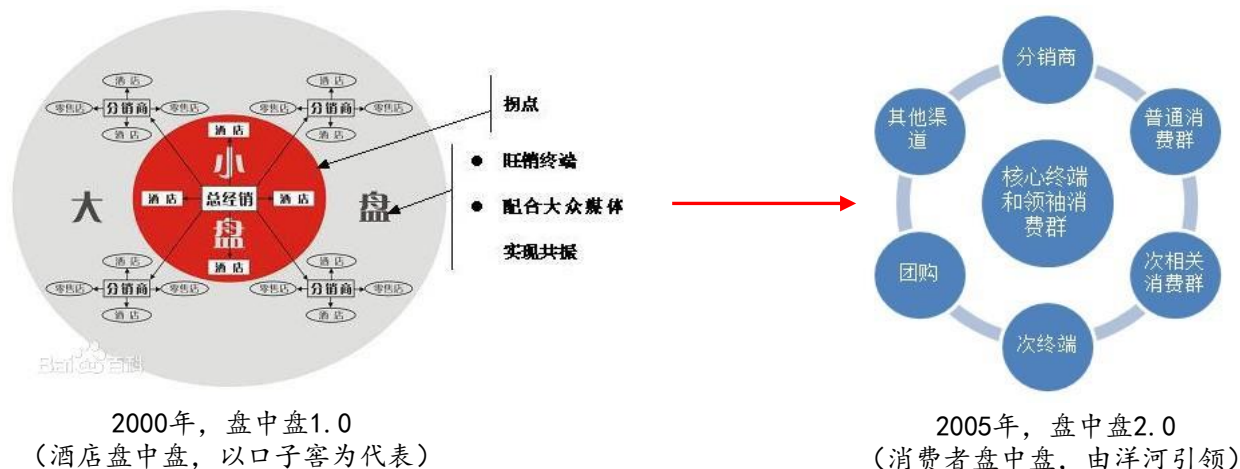
激励机制老化解方案：股权激励方案落地，激励广度充分。2019 年 10 月 29 日，公司公告启动回购总额 10 亿元用于员工股权激励，2021 年 7 月 15 日，洋河股份股权激励落地。员工购买价格 103.73 元为回购均价，激励人数超 5000 人，股权激励广度充分，人均额度约 20 万，公司核心管理层张联东董事长、钟雨总裁、刘化霜执行总裁分别获得 1000 万额度，锁定期 24 个月，业绩考核目标 2021/22 年收入增长均为 15%。

2.2 全国化布局标杆，渠道改革加速突破

2.2.1 渠道创新，黄金十年实现泛全国化布局

以消费者培育为导向，开创盘中盘 2.0 模式。洋河以消费者培育为导向，在口子窖开创的“消费者盘中盘”1.0（以酒店为核心）模式基础上，提出盘中盘 2.0 模式（以政务团购为核心），而后陆续创立 1+1 厂商协作模式（深度分销），4*3 后终端模式（搭建销售体系、经销商筛选标准、厂商关系体系），5382 团购模式（团购渠道上升至战略层面）。

图46：2000-2005 年洋河渠道模式变化



资料来源：洋河股份官网，民生证券研究院

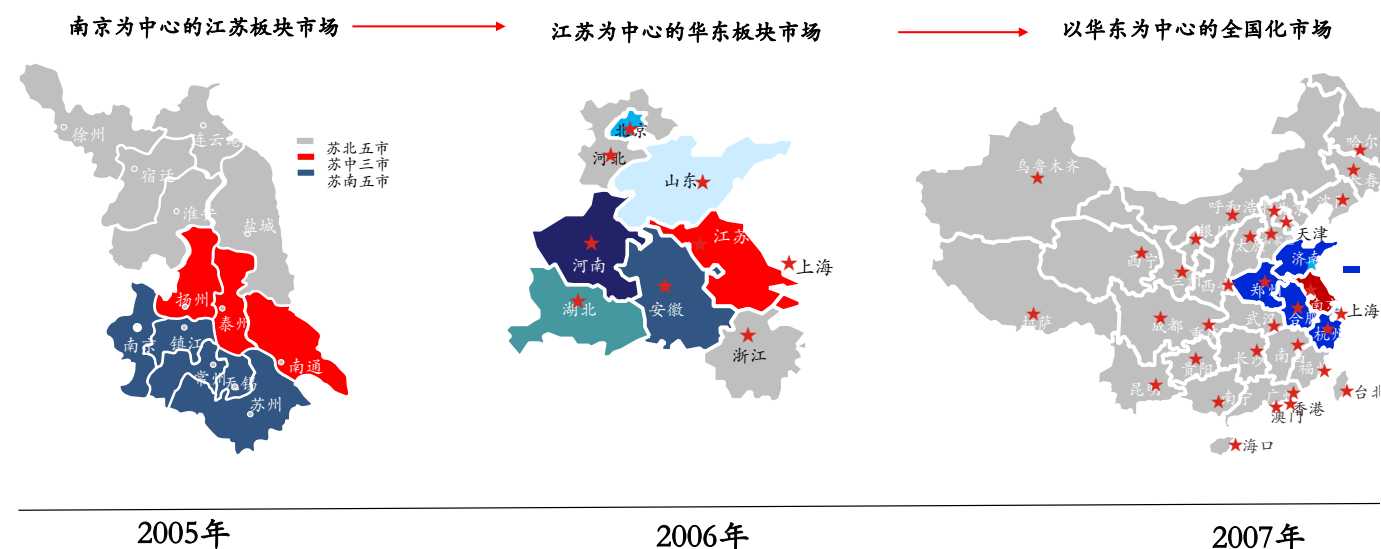
省内“高举高打”，黄金十年实现泛全国化布局。2003 年洋河蓝色经典上市时，今世缘尚处于立足苏北大本营的区域型酒企，江苏省内五粮春、口子窖在百元价位领先，泸州老窖特曲品牌领先、模式落后。故区域布局上，公司 2004 年布局省内沿江八市，形成一定消费氛围后，海之蓝价格错位进入南京市场，进而通过南京省会高地市场对江苏省内进行辐射引领，实现江苏省内销售规模龙头地位，2007 年开启全国化布局，至 2011 年，公司省内市场的所有地级市场销售全部超亿元；省外市场的全国三十四个省级市场中，有 22 个省级市场全年销售超亿元，7 个亿元地级市场，33 个亿元县级市场。

表10：2004-2011 年公司区域发展进程梳理

时间	2004 年	2005 年	2005 年中	2006 年	2007 年
主题	布局省内沿江八市	进攻南京市场	以南京为中心的江苏板块市场打造	进军省外，发展华东板块化	开启全国化布局
背景	南京市场迎驾贡、口子窖等徽酒与川酒五粮春竞争激烈	口子 5 年占领 108 元，百元大单品五粮春五粮春在 2003 年从 108 元提价到 158 元，让出价位带	-	-	-
策略	没有消费基础直攻省会南京高地市场难度较大，故优先聚焦江苏沿江八市	2005 年初，海之蓝由 118 元提至 138 元，错位进入南京市场	采取南京中心辐射原则联合重点经销商，运作以宿迁为代表的苏北市场、苏州为代表的苏南市场，进行大区域布点连点成线	2006 年坐稳江苏市场，拓展河南市场，河南做到数千万规模时，布局就近市场山东、安徽、上海等市场	背靠华东，辐射西北、华北、东北、华南、西南等省区，快速复制，问题在发展中解决
结果	2004 年，洋河蓝色经典在沿江八市实现 7600 万元销售	2005 年蓝色经典实现 2 亿元销售规模，占当时南京中高档酒氛围 40%	实现从南京样板市场到区域市场间的联动、再到整个江苏板块市场的整体发展的战略格局	根据地市场“求稳不求快”，华东市场建设经历 4 年	至 2011 年，省内所有地级市场销售全部超亿元；省外全国三十四个省级市场中，22 个省级市场全年销售超亿元，7 个亿元地级市场，33 个亿元县级市场

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图47：公司区域市场发展梳理

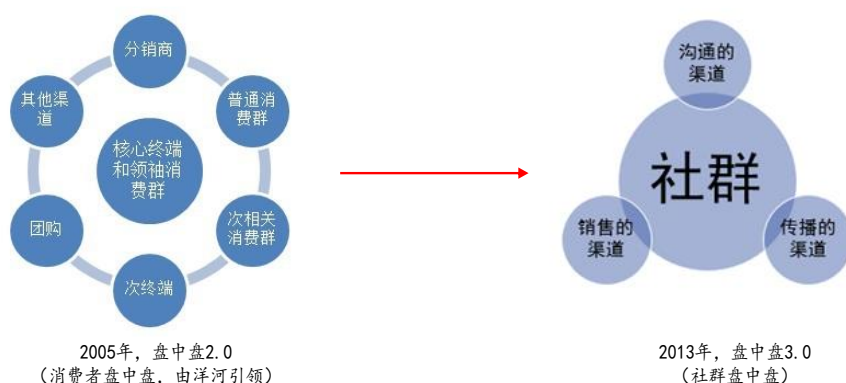


资料来源：洋河股份官网，民生证券研究院

2.2.2 渠道调整，省外市场实现再成长

及时调整，渠道核心转变。2012年，受“八项规定”影响，白酒行业进入调整期。洋河及时调整渠道，2013年，公司由“消费者盘中盘”2.0模式（以政务团购为核心）转变为社群盘中盘模式（以商务团购为核心，以社群为载体）；2015年，为开拓省外市场，公司进一步提出“522极致化工程”，转向消费者氛围营造。

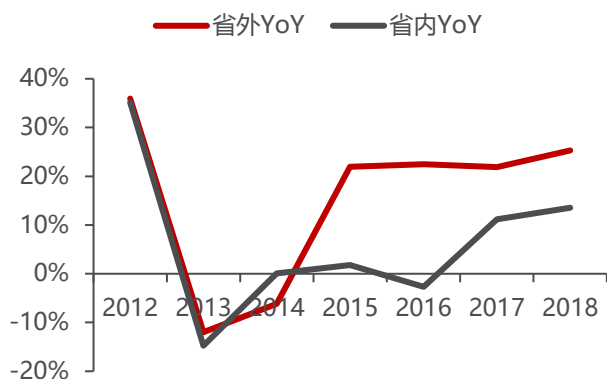
图48：2005-2013年公司渠道模式变化情况



资料来源：洋河股份官网，民生证券研究院

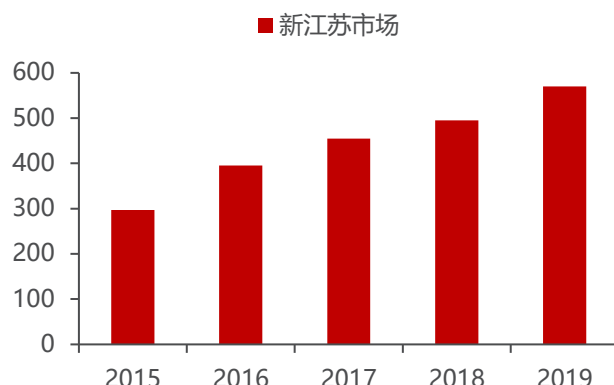
开拓新江苏市场，发力深度全国化。2012年，公司开拓新江苏市场，省外渠道下沉；2015年见效，立足江苏根据地市场，省外开拓新江苏市场，15-18年省外收入保持20%+增速，省外增量市场助洋河在行业景气度低谷迅速恢复增长。

图49：洋河省内外增速情况



资料来源：wind，民生证券研究院

图50：洋河新江苏市场个数（个）



资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

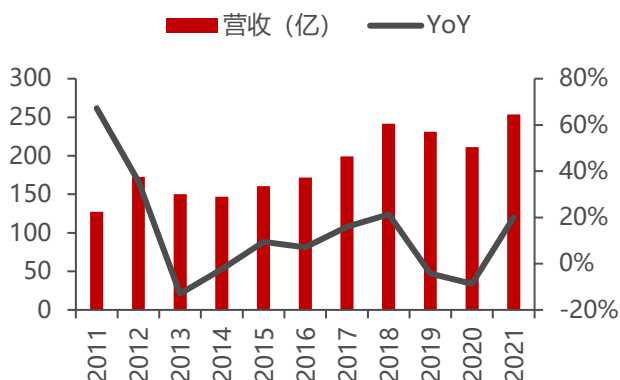
表11：2012-2019 年公司区域发展进程梳理

时间	2012 年	2013 年	2019 年
主题	提出新江苏战略	-	-
背景	2012 年，限制“三公消费”使得次高端价格带的梦之蓝断崖式下滑	-	-
策略	2012 年，洋河提出“新江苏市场”概念，复制省内成功案例，以“厂家入驻经销商”模式大举开拓周边市场，渠道下沉深挖百元市场	2013 年起，洋河将省外销售收入超过 800 万元的县区和超过 1500 万元的地级市确定为“新江苏市场”，给予更加优厚的市场政策和资源倾斜	-
结果		2015 年，新江苏市场 297 个，省外销售收入 62 亿元，恢复 2012 年水平	2019 年新江苏市场 570 个，省外收入占比约 50%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

盈利调整起效，全国化进展良好。2018 年公司全国化取得良好进展，省内外营收占比接近 1:1，当年营收达 242 亿元，利润 81 亿元，创历史新高。2019 年起公司受主导产品生命周期成熟影响，收入、利润出现调整，2021 年起，随着公司各项调整见效，收入、利润再次实现正增长。

图51：2018 年起洋河股份营收超 200 亿元



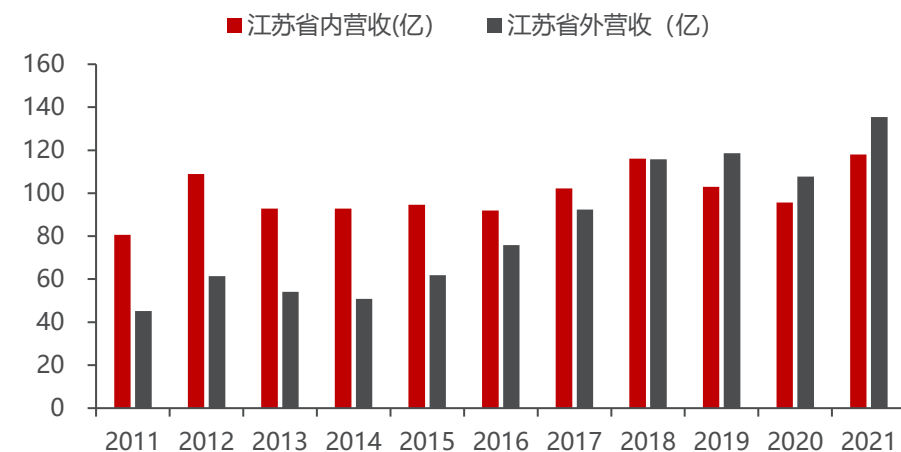
资料来源：wind，民生证券研究院

图52：2019 年洋河股份净利润出现调整



资料来源：wind，民生证券研究院

图53：2018年江苏省内外营收比例约1:1，2019年起省外占比超过省内



资料来源：wind，民生证券研究院

2.3 多彩双沟，光彩贵酒

2021年5月洋河股份股东大会上，张联东董事长提出“双名酒、多品牌”发展战略，明确“洋河、双沟、贵酒是公司三大核心增长极”，打造“精彩洋河，多彩双沟，光彩贵酒”。近年双沟品牌一定程度弱化，但双沟底蕴不弱于洋河，故公司提出打造双名酒。目前公司把双沟作为独立体系运作，营销、管理、生产、财务独立；公司于2016年收购贵酒，拥有贵阳修文和茅台镇两大生产基地，提前进行酱酒布局，2021年贵酒顺应酱酒热进行市场拓展，公司亦对贵酒营销体系进行独立。

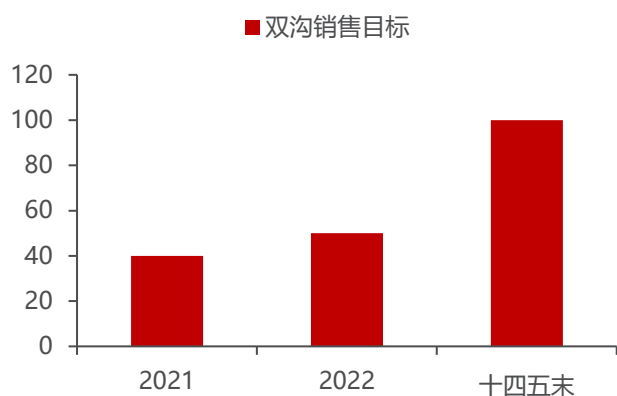
2.3.1 双沟名酒复兴，推动四大变革

双沟复兴名酒化战略变革，组织变革实现突破。公司加速“名酒化、全国化、模式化、组织化”四大变革，将会坚持和围绕“品牌做高、彰显品质；产品做精、结构向上；市场做透，渠道扁平”24字总体战略方针展开推进。2020年，双沟在组织变革上做了两大突破：**1) 双沟酒业销售有限公司组织独立运营。**双沟销售公司已经从洋河销售组织中分拆，组建单独的市场部、销售部和综合部，进行专线化、专业化分工，对市场运作更加灵活、高效；**2) 区域全国化营销组织独立。**双沟销售公司的区域化组织从洋河剥离，新成立了40多个分公司、办事处，未来两年双沟将做好营销组织化升级，发育和打造一支知识化、职业化、年轻化的营销铁军和新军，为双沟全国化战略奠定组织基础。

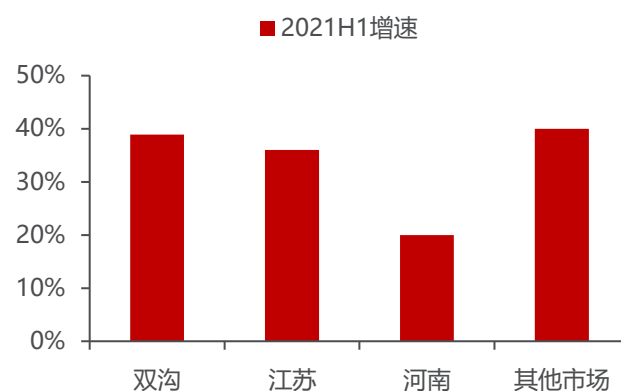
表12：双沟品牌战略规划情况

时间	具体内容
2018 年	苏酒集团(洋河股份)董事长、党委书记王耀在苏酒集团(洋河股份)营销大会上多次强调“洋河+双沟”的双品牌战略：针对双沟品牌组建专门的团队，实现资源上的倾斜，将销售资源和团队关注度聚焦，由专业团队全方位打造，彻底释放品牌活力
2019 年 3 月	苏酒集团(洋河股份)董事长、党委书记王耀在“精铸至臻至强产品力”誓师大会上发出“动员令”，提出要将品质革命进行到底。动员令发出不到 10 天，苏酒头排酒上市
2020 年	洋河股份成立专业运营双沟酒业市场和“双沟酒业销售公司”，抽调洋河股份原资深产品总监张学谦专职双沟酒业的销售工作
2021 年	苏酒集团(洋河股份)全面确立了“双名酒、双品牌”发展战略，并确定将双沟打造成为苏酒集团“百亿”新增长极，并列入苏酒集团“十四五”发展规划。2021 年，双沟的目标是突破 40 亿元，2022 年目标超过 50 亿元，‘十四五’前实现 100 亿元，跻身名酒百亿阵营

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图54：双沟分阶段销售目标（亿元）


资料来源：网易财经，民生证券研究院

图55：2021H1 双沟及各区域销售增速


资料来源：双沟品牌发展大会（山东站），民生证券研究院

2021 年双沟收入快速增长，高端化快速成型。根据双沟酒业销售有限公司总经理张学谦，在“名酒双沟，百亿征程”双沟品牌发展大会（山东站），2021 年上半年双沟品牌收入实现同比增长 38.9%，名酒化战略落地，整体增长势头强劲；区域市场布局来看，核心市场增长迅速：上半年江苏市场增长 36%以上，河南市场增长 20%以上，省外其他市场增长 40%以上（其中山东市场上半年同比增长 70%，河北市场增长 40%）；高端化品牌引领，高端产品增长迅猛：头排苏酒增长 222%，绿苏增长 74%。

表13：双沟增长极市场战略规划

市场	具体内容
第一增长极市场	江苏、河南为双根据地市场，“全面进攻、高举高打”。进行重点布局、重点投入。
第二增长极市场	山东、安徽、河北、浙江、上海等，全面布局，重点投入。
第三增长极市场	全国有潜力的地级市场，重点大商、定点投入。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.3.2 收购贵酒布局酱酒，产能充足顺势发展

收购贵酒及厚工坊产能，布局酱酒赛道。2016年6月18日，洋河股份与贵阳市修文县人民政府和贵州贵酒有限责任公司签约仪式举行，洋河股份投资1.9亿元全资收购贵州贵酒，布局酱酒赛道。贵州贵酒是贵州省重点酿酒企业之一，其前身是国营贵阳酒厂，位于贵阳市修文县。公司成立于1950年，2009年改制，2010年作为“十二五”期间省市重点工业技改项目落户修文，2016年正式成为洋河股份旗下重要一员。2017年公司收购了茅台镇核心产区“厚工坊迎宾酒业股份有限公司”，为公司产能持续扩展奠定了坚实基础。

目前贵州贵酒现有员工1100余人，拥有两个生产基地共计400亩。其中修文基地占地面积300亩，茅台镇基地（厚工坊，位于酱香酒核心产区茅台镇赤水河畔）占地面积100亩，总资产约12亿元。目前已投产车间13个（修文县6个、茅台镇7个），在建车间5个，公司目前拥有国家优质型酱香原酒产能7000吨/年，储存能力28000吨，可满足未来20亿元/年的销售。

3 今世缘：V 系攻坚、开系精耕，百亿征程路径清晰

3.1 产品体系完整，覆盖多元消费场景

公司拥有“国缘+今世缘+高沟”的品牌矩阵，产品以中度浓香型为主，覆盖从低档至高档的全价格带。其中国缘品牌定位为高端商务接待用酒，定位高端、次高端；今世缘定位中档家庭用酒，主打“婚庆”概念，定位次高端、中端价格带；高沟系“三沟一河”之一，定位为低端日常消费用酒。

表14：今世缘产品体系梳理

产品系列	产品	规格	标价（元）	产品形象
国缘系列	国缘 V9	52° 500ml	2299	
国缘系列	国缘 V6	49° 500ml	1599	
国缘系列	国缘 V3	40.9° 500ml	899	
国缘系列	国缘 K5	42° 500ml	515	
国缘系列	国缘 K3	42° 500ml	348	
国缘系列	四开国缘	42° 500ml	588	

国缘系列	对开国缘	42° 500ml	378	
国缘系列	单开国缘	42° 500ml	248	
国缘系列	柔雅国缘	42° 500ml	288	
国缘系列	淡雅国缘	42° 500ml	148	
今世缘系列	典藏 20	42° 500ml	488	
今世缘系列	典藏 15	42° 500ml	328	
今世缘系列	典藏 10	42° 500ml	158	
今世缘系列	典藏 5	42° 500ml	98	
高沟系列	大青花	42° 500ml	138	

高沟系列

小青花

42°
500ml

98



资料来源：京东官方旗舰店，民生证券研究院

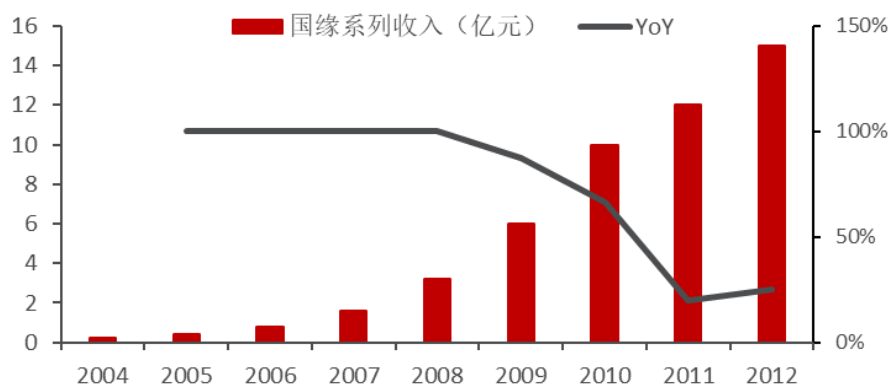
3.2 深耕省内市场，产品势能向上

(1) 2003-2012 年：推出国缘、布局产能

打造“中国人的喜酒”品牌形象，突破中高端圈层。公司 2004 年 8 月推出国缘系列定位高端价位，核心单品“四开”出厂价 300 元（五粮液出厂价 330 元），主打政商务市场，提出布局次高端的双品牌战略，反映出今世缘对未来价位的预判，为未来白酒行业消费升级提前做好准备。2004 年国缘系列推出以来，国缘品牌连续五年销售额增长超 100%，2009-2010 年销售额分别突破 6 亿元/10 亿元。2009 年公司推出高端产品 V3、V6，2011 年推出超高端新品 V9，2012 年开始行业调整，V 系列发展暂缓，但在核心圈层中形成了一定品牌认知。

技改扩产落地，生产效率得到保障。2006-2008 年公司实施了一系列技改扩产项目。2004 年公司开始机械化生产线研发，2009 年淘汰效益低的产品 230 余个，研发了麸曲生产机械化、浓香型酿酒机械化、芝麻香型酿酒机械化系统。2011 年，公司成功研制自动化酿酒车间，产品品质和生产效率进一步提升。

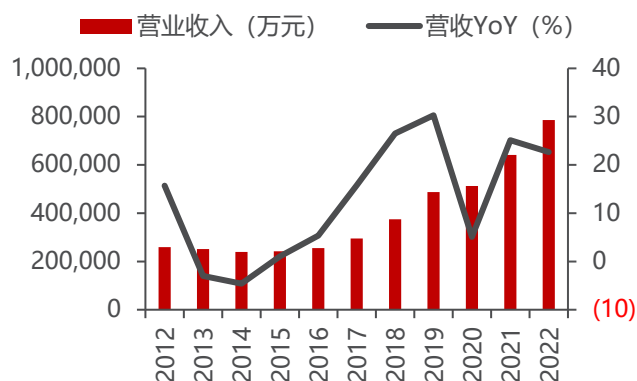
图56：国缘系列保持稳步增长



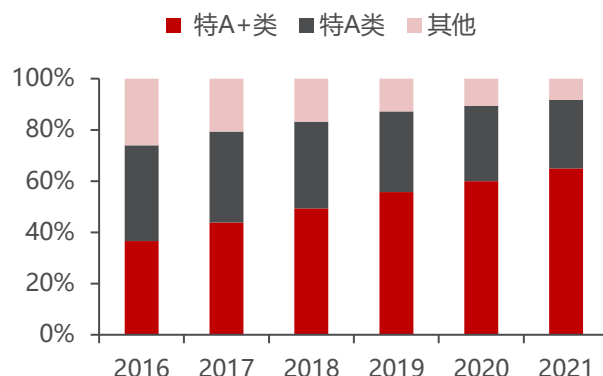
资料来源：wind，民生证券研究院

(2) 2013 年至今：持续抓紧意见领袖培育

聚焦次高端价位主导产品 K 系四开，顺应消费升级实现对南京市场攻坚。公司营收由 2016 年 25.5 亿元增长至 2021 年约 63-65 亿元，CAGR5 约 20%。产品结构显著上移，特 A+类产品（出厂价 300 元以上）占比由 2016 年 37%提升至 2021 年 60%+。

图57：今世缘 2016-2021 营收及增速情况


资料来源：wind，民生证券研究院

图58：特 A+ 类收入占比逐渐提升


资料来源：wind，民生证券研究院

渠道组织架构调整完善，市场营销战略与时俱进。2014 年上市前，今世缘于江苏 13 个地级市设立营销中心；2016 年整合调整，将 13 个营销中心合并为 6 个销售大区（淮安、南京、盐城、苏南、苏中、苏北）。2017 年设立 71 个市级办事处，省外规划“2+5+N”区域拓展；2018 年取消营销中心，调整 6 大区布局，省外试点设立“山东大区”，强化销售大区自主决策权，加快细分市场响应速度，激发渠道积极性。整合大区进一步促进扁平化组织架构构建，提升管理运营效率；2020 年末设立**省外工作部、V 系高端事业部、市场监察部**对应 V 系攻坚战、K 系提升战、今世缘品牌激活战、省外突破战营销战略；2021 年设立**V 系联盟体**，强化 V 系战略地位。

表15：今世缘渠道组织架构变化梳理

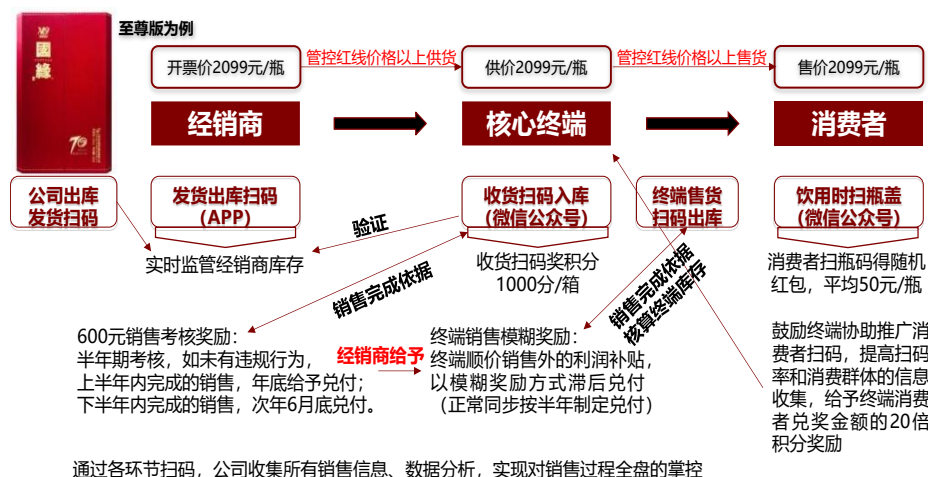
时间点	组织架构动作
2014 年前	于江苏 13 个地级市设立营销中心
2016 年	13 个地级市营销中心整合为 6 大区
2017 年	设立 71 个市级办事处、省外规划“2+5+N”区域拓展
2018 年	省内调整 6 大区，取消营销中心，省外试点设立“山东大区”
2020 年	设立省外工作部、V 系高端事业部、市场监察部
2021 年	今世缘酒业苏南大区总经理、国缘 V9 事业部经理与常熟有缘共赢联盟体 11 位股东签约国缘 V 系联盟体（签约年销量 500 万，首批打款 200 万），股东入股的平台模式
2021 年	组建“V99 联盟体”，38 家经销客户为首批成员单位

资料来源：公司公告，民生证券研究院

初期以大商主导模式为主，聚焦团购核心人群培育。2016 年起，公司在夯实团购优势的基础上，推行“1+1”深度协销模式，推动省内渠道下沉，加强终端把控力度。2017 年开始积极布局线上渠道网络，与喜庆家微商城、电商主流平台合作，目前已基本完成“1+5+新零售”网络铺设。2019 年，优化升级为“1+1+N”的销售模式，将终端商纳入经销商服务体系，强化终端基础支持。采用从营销后台

——大区/营销中心——办事处——经销商——终端门店，直至核心消费者（会员）的销售方式，形成厂家主导、厂商分工协作的深度协销体系，减少营销投入、及时掌握终端需求、实现渠道扁平化掌控和精细化管理，提高终端服务水平和促销执行水平。2020年，基于国缘V系产品，导入“控盘分利”模式，建立统一稳定的经销商平价销售，明确主导产品“价格红线”，通过数字化运营结合费用投入的在线化，即费用后置，解决市场上的串货乱价现象，首选流通渠道。（老K系四开、对开等大单品有序导入，新四开于2021年中换代，导入“控盘分利”模式）。

图59：以国缘V9至尊版为例的“控盘分利”模式



资料来源：洋河股份官网，民生证券研究院

4 投资建议及盈利预测

江苏市场经济增速领先，白酒消费升级持续，支撑次高端价格带快速扩容，苏酒双龙头及全国化名酒百家争鸣，推荐苏酒双龙头：洋河股份、今世缘；品牌势能强劲的全国化名优酒企：贵州茅台、五粮液、泸州老窖；外来地产酒战略布局的徽酒：古井贡酒、迎驾贡酒。

表16：江苏区域白酒市场重点关注个股

证券代码	证券简称	股价（元）	EPS			PE			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
002304.SZ	洋河股份	169.35	5.01	6.53	8.05	34	26	21	推荐
603369.SH	今世缘	63.95	1.62	2.03	2.50	39	32	26	推荐
600519.SH	贵州茅台	1790.00	41.76	49.85	58.16	43	36	31	推荐
000858.SZ	五粮液	195.28	6.02	7.08	8.20	32	28	24	推荐
000568.SZ	泸州老窖	253.58	5.43	7.01	8.58	47	36	30	推荐
000596.SZ	古井贡酒	281.86	4.45	5.69	7.05	63	50	40	推荐
603198.SH	迎驾贡酒	66.87	1.73	2.27	2.75	39	29	24	推荐

资料来源：Wind,民生证券研究院；（注：股价为 2023 年 3 月 29 日收盘价）

5 风险提示

- 1) **宏观经济超预期波动导致需求端受损**：宏观经济政策波动影响居民消费意愿，白酒行业消费需求下降；
- 2) **疫后修复进度不及预期**：线下消费场景复苏进度低于预期，可能会影响白酒行业后续业绩表现；
- 3) **江苏及省外白酒市场竞争加剧**：省内或省外核心市场竞争加剧等致主导产品动销不及预期。

插图目录

图 1: “三公限酒”影响江苏省白酒行业营收增速.....	4
图 2: 江苏省白酒产量在全国占比稳定在 8%左右.....	4
图 3: 苏酒进入产业结构性调整期.....	5
图 4: 2022 年江苏省人均 GDP 位列全国第三 (元)	6
图 5: 江苏人均 GDP 高于全国平均水平.....	6
图 6: 江苏省人均可支配收入及增速高于全国平均水平	6
图 7: 白酒商务及大众消费逐渐取代政务消费	8
图 8: 江苏私营企业数不断增加.....	8
图 9: 江苏民营经济持续发展.....	8
图 10: 江苏固定资产投资完成额逐年增加.....	8
图 11: 江苏实现人口逐年净流入.....	8
图 12: 21 年江苏婚姻登记数 (万对) 位于全国前列	8
图 13: 江苏市场历年白酒市场规模 (亿元)	9
图 14: 21 年江苏白酒市场空间 (亿元) 位于全国第二	9
图 15: 次高端产品营收占比提升.....	9
图 16: 江苏省内白酒竞争格局 (2021 年)	10
图 17: 江苏白酒主流消费价格带逐步提升至 300+	10
图 18: 江苏各市 GDP 水平由南到北梯度下降 (2021 年) (亿元)	11
图 19: 苏南高端酒、全国化次高端为主, 苏中、苏北地产酒占优.....	13
图 20: 18 年起江苏省内白酒市场量减价升趋势明显	15
图 21: 洋河股份吨价稳步提升.....	16
图 22: 今世缘 18 年起量价齐升.....	16
图 23: 今世缘产品结构持续升级.....	16
图 24: 江苏各地市地产白酒品牌梳理	17
图 25: 今世缘 D20,宣传以红色为主, 强调“缘”文化	18
图 26: 洋河梦之蓝宣传以蓝色调为主,偏商务消费	18
图 27: 2013-2021 年洋河省内外收入占比 (亿元)	20
图 28: 2013-2021 年今世缘省内外收入占比 (亿元)	20
图 29: 五粮液 2021 年各区域收入占比 (%)	21
图 30: 普五前十大省市税前收入规模 (亿元)	21
图 31: 2021 年省外次高端名酒在苏发展迅速	22
图 32: 2003-2012 年公司营收及增速 (单位: 亿元)	26
图 33: 2008-2012 年公司产品结构	26
图 34: 2012-2018 年洋河各品牌销售增速	27
图 35: 2012-2018 年洋河产品收入占比情况	27
图 36: 洋河收入及增速 (单位: 亿元)	28
图 37: 洋河梦系列产品加速增长.....	28
图 38: 梦之蓝产品定位重构, 结构向上升级.....	28
图 39: 洋河企业经营周期重回上升期	29
图 40: 梦之蓝产品定位重构, 结构向上升级.....	29
图 41: 洋河 M6+产品布局.....	30
图 42: 洋河梦之蓝·水晶版产品布局	30
图 43: 2021 年洋河销售组织分立, 全面分品牌运作.....	31
图 44: 2021 年洋河股份召开干部大会.....	32
图 45: 2021 年安徽省区干部大会	32
图 46: 2000-2005 年洋河渠道模式变化.....	33
图 47: 公司区域市场发展梳理.....	34
图 48: 2005-2013 年公司渠道模式变化情况	34
图 49: 洋河省内外增速情况.....	35
图 50: 洋河新江苏市场个数 (个)	35
图 51: 2018 年起洋河股份营收超 200 亿元	35
图 52: 2019 年洋河股份净利润出现调整.....	35
图 53: 2018 年江苏省内外营收比例约 1: 1, 2019 年起省外占比超过省内	36
图 54: 双沟分阶段销售目标 (亿元)	37

图 55: 2021H1 双沟及各区域销售增速	37
图 56: 国缘系列保持稳步增长	41
图 57: 今世缘 2016-2021 营收及增速情况	42
图 58: 特 A+类收入占比逐渐提升	42
图 59: 以国缘 V9 至尊版为例的“控盘分利”模式	43

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 全国评酒会白酒获奖情况	3
表 2: 《江苏省政府关于“振兴苏酒”的意见》主要措施	3
表 3: 江苏省 2021 年人均生活消费支出:食品烟酒	7
表 4: 2021 年江苏省分大区市场规模及份额	13
表 5: 2021 年江苏省分价格带品牌分布	14
表 6: 洋河股份产品种类众多, 覆盖全价格带	23
表 7: 洋河股份分阶段发展要素复盘	25
表 8: 洋河系统性问题梳理	27
表 9: 洋河营销系统改革梳理	31
表 10: 2004-2011 年公司区域发展进程梳理	33
表 11: 2012-2019 年公司区域发展进程梳理	35
表 12: 双沟品牌战略规划情况	37
表 13: 双沟增长极市场战略规划	37
表 14: 今世缘产品体系梳理	39
表 15: 今世缘渠道组织架构变化梳理	42
表 16: 江苏区域白酒市场重点关注个股	44

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026