

今世缘 (603369)

百亿新起点，乘势登高峰

买入 (维持)

2024年02月20日

证券分析师 孙瑜

执业证书: S0600523120002

suny@dwzq.com.cn

证券分析师 王颖洁

执业证书: S0600522030001

wangyj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	6,408	7,888	10,067	12,434	15,091
同比	25.13%	23.09%	27.63%	23.51%	21.36%
归母净利润 (百万元)	2,029	2,503	3,161	3,845	4,687
同比	29.50%	23.34%	26.29%	21.63%	21.91%
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.62	2.00	2.52	3.06	3.74
P/E (现价&最新摊薄)	31.75	25.74	20.38	16.76	13.74

股价走势



投资要点

- 核心逻辑:** 今世缘公司营收 2023 年成功突破百亿，并继续携势向前，得益于公司行之有效持之以恒的品牌、产品和市场战略，当前多维度竞争优势强化，省内份额提升逻辑突出，成长高看。
- 成功突破百亿，积蓄成长势能。** 江苏省内白酒消费和次高端价位段量价双领先。公司依托极具特色的品牌文化，打造“国缘+今世缘+高沟”多品牌战略架构，四开精准卡位次高端+初期错位定价参与竞争取得成效，坚持精细化/网格化的市场耕耘，在省内实现了由北向南的强力渗透，相对省外竞品已经拥有显著的规模优势和产品优势，而同省内竞品相比规模差距缩小，终端利润保持优势，产品矩阵和市场继续保持进取，虽过百亿，但成长势能延续。
- 后百亿展望: 省内市占率稳步提升，省外策略明晰、久久为功。**
- 站在当前，江苏省内市场具有的结构特征贡献成长空间，今世缘处在相对较好的产品生命周期阶段，消费者自点率高、价盘稳固性强和终端利润优势保持渠道推力。从价格带角度看，千元价格带升级放缓，600元价格带中期看好但短期扩容减速，300-600元价格带国缘势头更好。**
 - 1) 分价格带，**江苏次高端主流消费价位，四开在 300-600 价位段强势，有望持续提升份额。向上看，在 600 价位中长期亦有作为，我们预计 2022 年洋河与今世缘占比接近为 8:1，V3 近两年持续投放宴席政策，在逐步放大声量；向下看，100-300 价格带受益于四开势能带动和价格区域差异化竞争，对开势能带动放量，淡雅全省化补缺空白市场，口碑超过竞品；
 - 2) 分场景，**公司在成熟市场团购优势明显，当前省内预计公司专销团购终端占比 20-30%，今年公司将继续着力开发和打造 V 系列的专销客户(每个终端 100w 销售额起步)。此外，当前四开/V3 在市级、对开/淡雅在县乡级普通宴席，已有口碑，渗透空间仍大。
 - 3) 分区域，**苏南 (主流 300 元+) > 苏中 > 苏北 (100-300 元)，随着省内经济融合和人员持续流通、人均可支配收入稳步提升，北部消费价位向南部跟进趋势可期，贡献产品升级的空间。
- 省外开拓久久为功，中长期有望开花结果。**按照“三年不盈利，三年 30 亿”的投入预算聚焦省外 10+N 市场的打造，产品方面聚焦国缘、一体化主推四开、战略导入六开，带动对开规模上量。
- 盈利预测与投资评级:** 基于公司产品销售势能跟踪的持续良性反馈和省内市场份额提升逻辑研判，我们调整公司 2023-2025 年收入 101/124/151 亿元 (前值 101/127/157 亿元)，同比+28%/24%/21%，归母净利润 32/38/47 亿元 (前值 31/38/45 亿元)，同比+26%/22%/22%，当前对应 PE 为 20/17/14 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示:** 江苏经济大盘走弱；竞争加剧和需求持续走弱；食安问题。

市场数据

收盘价(元)	49.86
一年最低/最高价	41.32/66.70
市净率(倍)	4.89
流通 A 股市值(百万元)	62,549.37
总市值(百万元)	62,549.37

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.20
资产负债率(%,LF)	36.52
总股本(百万股)	1,254.50
流通 A 股(百万股)	1,254.50

相关研究

《今世缘(603369): 2023 年前三季度业绩点评: 业绩符合预期，多产品势能朝上》

2023-10-31

《今世缘(603369): 2023 年中报点评: 百亿目标进程过半，产品势能向上》

2023-08-29

内容目录

写在首页	5
1. 百亿之路：坚持差异化，稳扎稳打	6
1.1. 打造独特“缘文化”，实现品牌差异化	6
1.2. 避开直接竞争，定价差异化思路启程	7
1.3. 依托团购布局流通，实现渠道差异化发展	8
1.4. 市场推进：由北向南，基本盘稳步扩张	9
1.5. 省内次高端迎升级风口，国缘乘势扩容渠道力强	12
1.6. 股权结构灵活，股权激励动力足	12
2. 后百亿展望：主线省内份额提升，副线全国化	14
2.1. 乘势而起，省内份额空间继续提升	14
2.1.1. 分价格带有空间：四开带动多产品势能渐强，各竞争维度占优	14
2.1.2. 分场景有空间：专销终端占比提升，争抢宴席市场	15
2.1.3. 分区域有空间：苏中优势有望先显现，苏南可渗透性强	16
2.2. 全国化：战略聚焦，布局新品	17
2.2.1. 后百亿底气足，进一步明晰省外战略	17
2.2.2. 动态调整打基础，辅助省外扩张	18
3. 附：江苏市场特征分析	19
3.1. 消费升级高地市场，量价双领先	19
3.2. 区域特征：层次化发展，从北向南消费逐步靠近	20
3.3. 竞争格局：省内双强，名酒百舸争流	22
4. 盈利预测	24
5. 风险提示	26

图表目录

图 1:	2020 年缘文化研究院揭牌.....	6
图 2:	《今世缘·等着我》展示馆 2018 年落成开馆.....	6
图 3:	公司分产品收入占比%.....	7
图 4:	公司分产品收入增速.....	7
图 5:	公司团购/流通渠道收入占比预计.....	9
图 6:	公司省内经销商数量表现.....	9
图 7:	公司省内市场开拓节奏.....	10
图 8:	省内六个大区分布及 2022 年表现.....	10
图 9:	省内分区域营收占比.....	10
图 10:	省内分区域营收增速.....	10
图 11:	南京/淮安大区经销商数量表现 (单位: 家).....	11
图 12:	省内其它大区经销商数量表现 (单位: 家).....	11
图 13:	南京/淮安大区经销商收入贡献 (单位: 万元/家).....	11
图 14:	省内其它大区经销商收入贡献 (单位: 万元/家).....	11
图 15:	江苏白酒各价格带规模及变化.....	12
图 16:	公司自 2016 年起进入快速发展阶段 (单位: 亿元, %).....	13
图 17:	2022 年 8 月公司股权激励方案.....	13
图 18:	股权结构 (截至 23Q3).....	13
图 19:	预计今世缘洋河 2023 年各产品渠道利润率.....	15
图 20:	洋河在苏中地区的销售额及 yoy.....	16
图 21:	今世缘在苏中大区报表收入及 yoy.....	16
图 22:	洋河在苏南地区的销售额及 yoy.....	17
图 23:	今世缘在苏南大区报表收入及 yoy.....	17
图 24:	省外经销商数量及单商贡献.....	17
图 25:	销售费用及广告费用投入 (亿元).....	17
图 26:	江苏人均 GDP 高于全国 (万元).....	19
图 27:	江苏人均可支配收入高于全国 (万元).....	19
图 28:	江苏人均烟酒消费支出高于全国 (万元).....	20
图 29:	江苏房价均价比全国更高 (元).....	20
图 30:	江苏消费升级表现.....	20
图 31:	江苏区域间人均可支配收入存在五年差距.....	21
图 32:	苏南人口净增带动全省人口持续净流入(万人).....	21
图 33:	洋河今世缘呈现双寡头格局.....	22
图 34:	2022 年江苏省内竞争格局.....	22
图 35:	江苏市场高端 (800 元以上) 竞争格局.....	23
图 36:	江苏中低端 (百元内) 竞争格局.....	23
图 37:	江苏市场次高端 (600-800) 竞争格局.....	23
图 38:	江苏次高端 (300-600) 竞争格局.....	23
图 39:	江苏中高端 (200-300) 竞争格局.....	24
图 40:	江苏中高端 (100-200) 竞争格局.....	24

表 1: 公司三大品牌定位.....	7
表 2: 洋河和今世缘主要产品终端成交价对比 (单位: 元)	8
表 3: 今世缘 1+1+N 与其他渠道模式对比	8
表 4: 估算洋河今世缘各价位段市占率表现.....	14
表 5: 四开提价节奏把控有效.....	14
表 6: 2022 年今世缘洋河各区域市占率对比.....	16
表 7: 公司省外战略的发展.....	18
表 8: 江苏省内次高端价位段测算.....	20
表 9: 江苏各地白酒市场规模预测.....	21
表 10: 江苏白酒市场分价格带划分.....	23
表 11: 公司收入与业绩预测的主要假设.....	25
表 12: 可比公司估值表 (截至 2024 年 2 月 8 日收盘价)	25

写在首页

今世缘用 10 年（2011-2020）时间从 20 亿收入成长到 50 亿收入体量，而从 50 亿到实现百亿公司仅花了 3 年（2021-2023），2017 年以来公司保持优异的持续成长性，品牌和市场势能持续强化。

站在百亿新起点，市场对于公司未来的成长空间和路径有诸多观点上的分歧，本文的宗旨是在回顾过往的基础上，分析今世缘为什么会成功崛起突破百亿，同时对其后百亿发展进行展望：今世缘和洋河的竞争会如何演进，今世缘的发展机遇和空间何在，并最终水到渠成的落实到投资建议。

1. 百亿之路：坚持差异化，稳扎稳打

通过差异化品牌/价格/渠道，坚持省内精细化/区域网格化的耕耘，国缘系列获得渠道和消费者的高度认可，四开大单品保持强劲成长势能，相比竞品优势显著。江苏整体经济发达，人均可支配收入和烟酒消费支出均高于全国平均，省内白酒消费和次高端价位段量价双领先。公司坚持“缘”的品牌差异化定位，四开精准卡位次高端+初期错位定价参与竞争，通过团购强优势向流通渠道稳定输出，效果显著，因此在淮安/南京市场起势并持续放大势能，形成了省内基本盘。公司内有股权激励驱动、外有渠道持续扁平化、精细化、网格化，销售氛围积极向上，顺利实现百亿。

1.1. 打造独特“缘文化”，实现品牌差异化

坚持立足“缘文化”，做足缘文章。2001年前董事长周素明先生根据今世缘的品牌特性，以酒为媒、以缘载道、以文“化”酒，打造出了独特的品牌缘文化，实现由“卖产品”向“卖文化”转变。履行“酿美酒、结善缘”企业使命，践行“讲善惜缘、和谐发展”企业核心价值观，通过成立缘文化研究院、合作“今世缘亲情家访、缘来非诚勿扰、今世缘·等着我”等品牌活动及大量公益慈善举措，做足缘文章，激发酒活力。

图1：2020年缘文化研究院揭牌



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图2：《今世缘·等着我》展示馆2018年落成开馆



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

基于缘文化内涵，品牌实现差异化站位。公司当前坐拥“国缘”、“今世缘”、“高沟”三大白酒品牌。1) 国缘于2004年创牌，以“成大事，必有缘”的品牌主张和“领袖级礼宾酒”的品牌占位获得市场的青睐，2016年国缘重新定位，升级为“中国高端中度白酒”。2) 今世缘创牌于1996年，致力大众化，主打“中国人的喜酒”，通过“家有喜事，就喝今世缘”的品牌诉求切入大众婚、喜宴的日常消费场景中，倡导“广结善缘”，持续占领消费者心智。3) 高沟体量整体较小，定位“正宗苏派老名酒”。

表1: 公司三大品牌定位

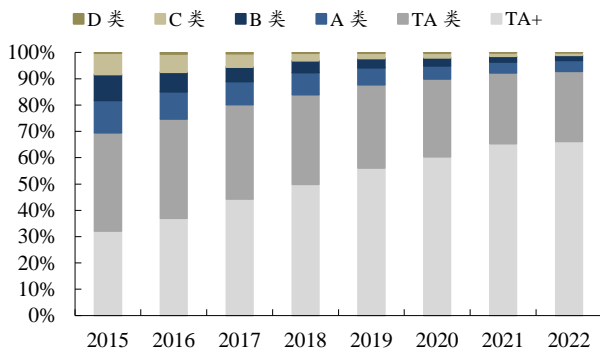
品牌系列	定位	事例
国缘	中国高端中度白酒	2004 年和 2012 年被确定为奥运会江苏健儿庆功用酒，2018 年国缘被作为国礼赠送给阿根廷驻华大使，成为“国缘之夜—中国阿根廷文化交流节”外交用酒
今世缘	中国人的喜酒	2001 年被指定江苏省接待用酒、2012 年荣获“中国十大文化名酒”，2014 年华樽杯“中国喜庆用酒第一品牌”“十大白酒营销创新品牌”
高沟	正宗苏派老名酒	1956 年高沟大曲获江苏省“酿酒第一”奖旗；1984 年高沟特曲被评为全国浓香型白酒第二名；1989 年高沟特曲 55 /39 /46 度先后斩获国家质量奖

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

1.2. 避开直接竞争，定价差异化思路启程

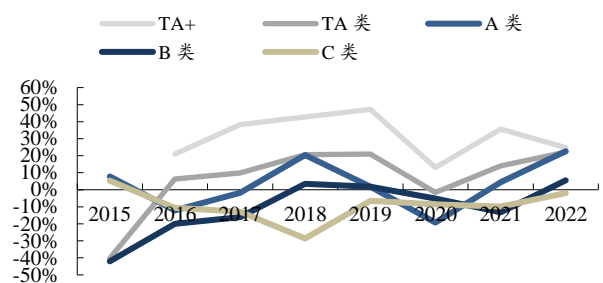
国缘进入品牌势能持续释放期，保持高增。1) 我们预计国缘品牌（分类主要为特 A 及以上）目前在公司占比超过 8 成，对开和四开当前占比 50%左右，从 2016 年至今保持年均 20%以上的高增，势能持续释放；2018-19 年 V 系列重新上市，延续国缘品牌基因，并向上拔高价格带，国缘 V9 主打“清雅酱香”概念，将公司产品价位段拔升至千元以上，根据公司的交流反馈，我们预计 V 系列当前体量超过 10 亿。2) 今世缘品牌收入占比 10-15%之间，主要为典藏系列，2022 年重推 700ml 大规格的星球系列战略新品，旨在重新融入与老朋友们的相聚时光。

图3: 公司分产品收入占比%



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图4: 公司分产品收入增速



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

产品生命周期不同定价不同，发展初期价格精准错位竞争获得市场青睐。1) 起势阶段，国缘构建多层次的产品序列参与竞争，但定价实现错位竞争，成交价与竞品不完全一样，同类产品实际成交一般跟竞品相差 20-30 元，避免价格的直接竞争。2) 随着产品的成熟度逐渐提升、市场策略和酒企培育重心、促销活动等因素带来的变化推动，当前公司主力大单品四开对开与竞品的成交价表现相对接近，持续放量的产品如 V3 和淡雅表现与竞品仍有 10-20 元差距。

表2: 洋河和今世缘主要产品终端成交价对比 (单位: 元)

2023 年			
梦 6+	570	V3	550
梦 3 水晶瓶	400-420	四开	410-420
天之蓝	290	对开	270-280
海之蓝	130	淡雅	115-120
2019 年			
梦 6	500	V3	--
梦 3 水晶瓶	370-380	四开	400
天之蓝	290-300	对开	260
海之蓝	115	淡雅	--

数据来源: 渠道调研、东吴证券研究所

1.3. 依托团购布局流通, 实现渠道差异化发展

坚持渠道“网格化、扁平化、精细化”, 内外部架构配合调整, 提升应答效率。1) 三公消费以后, 为适应渠道的快速发展, 公司从过去以经销商为主导转变为厂商 1+1 协销, 2022 年逐步从传统协销模式升级转变为 1+1+N 厂商并肩战斗模式, 增强了厂商主导、与经销商和终端共同协商办事的角色定位, 实现渠道进一步精细化。2) 组织方面, 架构持续调整, 2018 年取消 13 个营销中心、调整 13 个大区为 6 个大区、设立 71 个办事处 (当前 74 个), 实现对于渠道扁平化的管理; 持续细分品牌运营, 2022 年内部成立三部一司 (国缘事业部、V 系列事业部、今世缘事业部、高沟销售公司), 通过不同渠道和消费群体的推广策略进行资源的相应匹配, 实现渠道网格化管理。

表3: 今世缘 1+1+N 与其他渠道模式对比

	1+1+N	厂商 1+1	经销商主导
渠道模式	厂商向经销商/终端匹配一定数量的业务人员	厂商向经销商派驻业务经理、匹配一定数量的业务人员	厂家与经销商制定目标, 厂家制定指导性政策, 向经销商人员配置少
主导地位	厂家主导, 话语权强化	厂家主导	经销商
市场运营	厂家开拓客户和维护终端, 制定销售政策、决定费用投放, 经销商主要承担打款、配送功能		经销商为主
经销商利润	价差+返利	价差+返利	主要是价差+市场费用支持
终端掌控	进一步直接掌控	厂家掌控终端, 资源由厂家投入	厂商一般不直接管理终端, 经销商管理
优势	渠道掌控力强, 终端营销精细化, 利于渠道下沉	渠道掌控力强, 终端营销精细化, 利于渠道下沉	费用投入相对较小, 利用大商的渠道和人脉资源
针对市场	核心重点市场, 精细化运作	核心重点市场, 精细化运作	薄弱市场

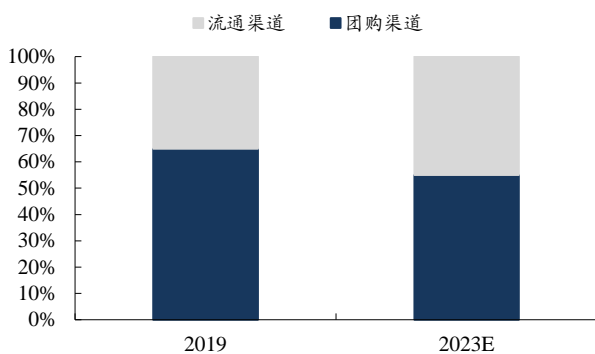
数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

团购起家, 优势显著, 不断扩宽团购消费者范围。公司早期即通过团购渠道服务于政府机构, 政务公关根基较深。受三公消费限制影响, 公司转向商务团购, 一方面在场景上持续扩宽和创新, 省内持续以缘文化做婚宴、喜宴的团购, 尤其在南京用典藏 15 年切入婚宴市场较早, 奠定口碑和消费基础, 逐步升级到对开四开、V3 渗透到喜宴场景;

同时积极团购场景创新，不断扩宽团购客户范围，不局限于工程、地产、保险等大型国有/民营企业，延申到 4s 店、村委会、卫生院等，团购价位段和消费者粘性比流通渠道更好，有助于公司次高端价位产品的持续增长。另一方面，团购支持到位，公司面对不同的团购需求设立差异化团购政策、各渠道明确团购职责和员工激励，内外发力保持团购优势。

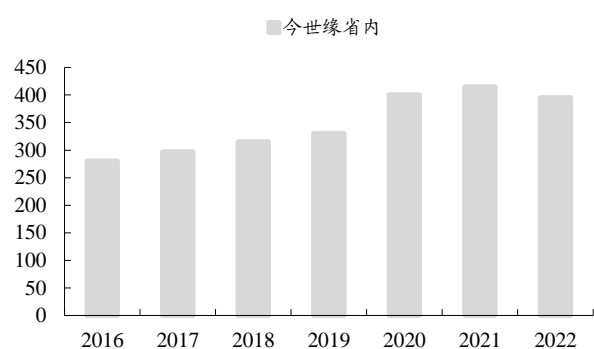
渐进渗透流通渠道，控盘分利，稳定渠道利润优势。相比于洋河做流通渠道起家，公司流通渠道发展较晚，从 2015 年以来陆续渗透，1) 流通渠道网点密度小、价格不透明、快速成长阶段：公司对外运用产品高渠道利润保证推力，不压货、高费用结算效率等方式提升经销商忠诚度，公司的产品系列在经销商利润率和终端利润率的表现上比竞品要更高 5% 左右。2) 随着经销商数量增加、网点数量增加，流通渠道逐渐成熟阶段：四开对开从淮安南京率先进入流通渠道，随着渠道扁平化建设，至今产品价格也逐渐透明，但销售势能带动产品高周转，叠加公司增加扫码返利等活动，渠道和终端积极性仍强；V3、淡雅于 2022-2023 年逐步实现流通渠道导入。

图5：公司团购/流通渠道收入占比预计



数据来源：公司公告、微酒、东吴证券研究所

图6：公司省内经销商数量表现

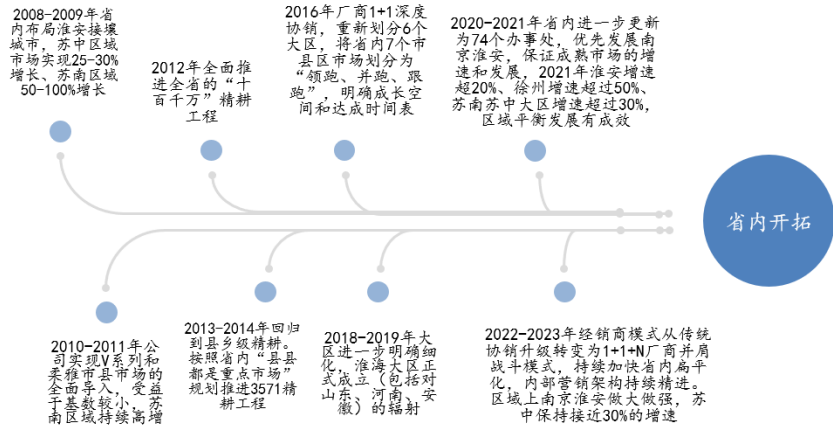


数据来源：公司公告、东吴证券研究所

1.4. 市场推进：由北向南，基本盘稳步扩张

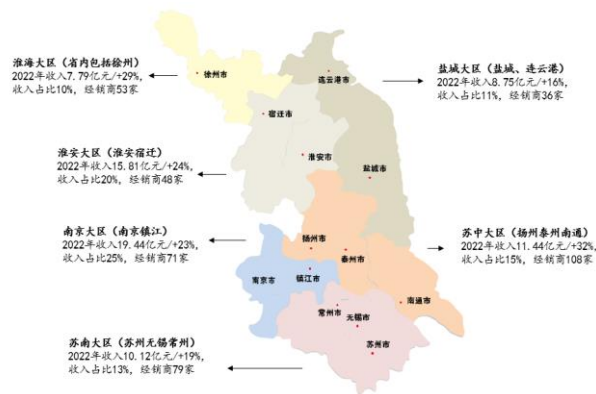
起源于苏北，已经成功将淮安和南京两大区纳入基本盘。公司在省内从淮安大本营出发，从淮安接壤城市、南京入手逐步重点布局，尤其在南京实现快速渗透，当前已培育出南京大区、淮安大区成熟优势市场，2022 年销售额占比 45%，盐城大区亦有较为成熟的经销商，苏中大区、淮海大区属于快速发展市场，近两年持续保持 30% 以上的扩容增速。

图7：公司省内市场开拓节奏



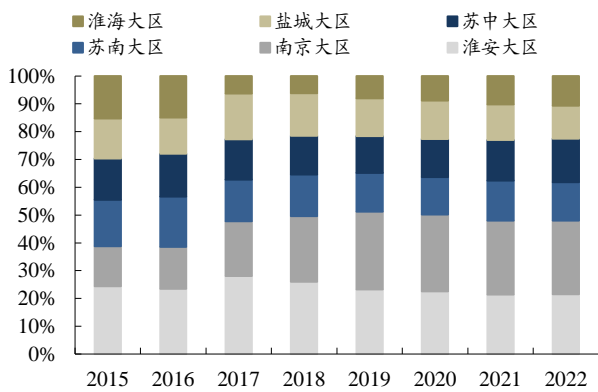
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图8：省内六大区分布及2022年表现



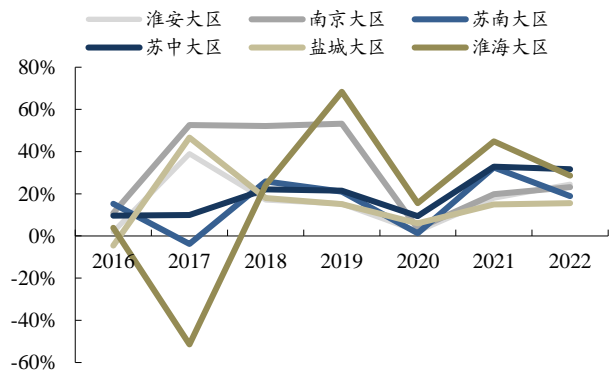
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图9：省内分区域营收占比



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图10：省内分区域营收增速



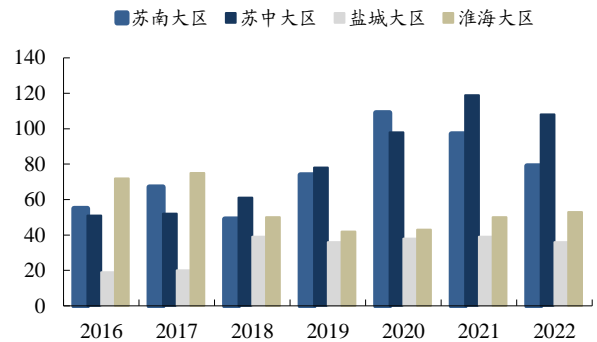
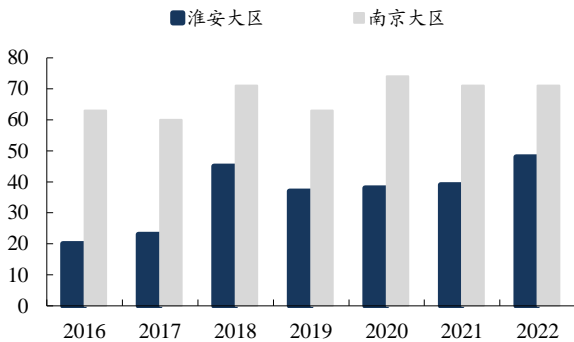
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

南京成为公司第一大销售收入市场，份额超洋河。 受益于南京较好的意见领袖基础以及公司持续的投入培育，国缘品牌认可度高，四开卡位 400 元价位段（公务用酒标准内），凭借核心圈层的扩散实现在南京的销售起势，同时公司在南京渠道运作精细，在竞品持续高压政策下，国缘保持不压货、高费用兑现效率获得渠道和终端的有效推力。从 2016 年到 2022 年，南京大区收入从 3.6 亿元提升到 19.4 亿，CAGR 达到 33%，2023 年公司在南京销售额超过洋河。

苏中苏南有节奏招商耕耘，苏中起势更强劲。 公司起步阶段精力相对有限，公司投放资源布局苏中苏南大区时间较晚，从 2016-2022 年，苏中苏南经销商数量持续增加，前期多以中小经销商为主，单个经销商销售额较少，近几年来随着公司产品势能提升，单商体量和质量均在提升。从 2015-2022 年，苏中、苏南大区收入 CAGR 分别为 19%/15%，尤其苏中大区近三年保持年均 30% 的复合增长，区域经销商超过百家。

图 11: 南京/淮安大区经销商数量表现 (单位: 家)

图 12: 省内其它大区经销商数量表现 (单位: 家)

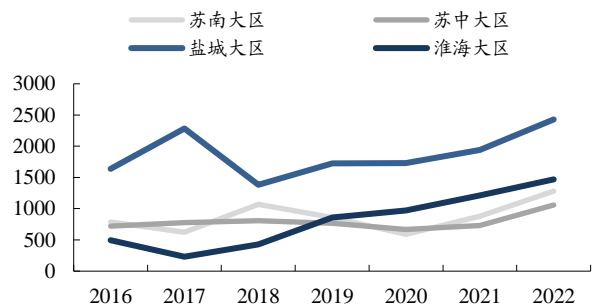
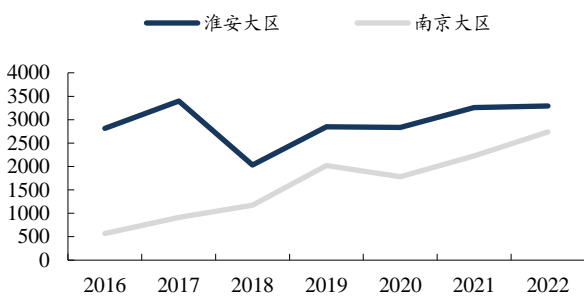


数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图 13: 南京/淮安大区经销商收入贡献 (单位: 万元/家)

图 14: 省内其它大区经销商收入贡献 (单位: 万元/家)



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

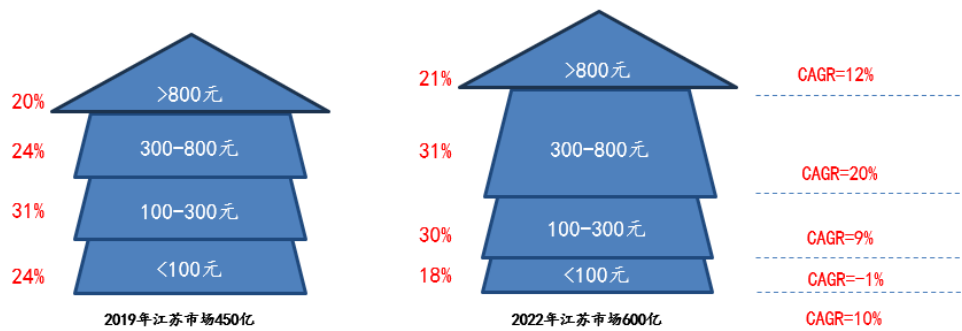
数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

1.5. 省内次高端迎升级风口，国缘乘势扩容渠道力强

次高端行业迎来高速增长，国缘四开顺应风口。白酒行业从 2016 年开始结束总量扩张，结构化趋势明显，体现向产区集中、向上市公司集中、向次高端及以上价格加速扩容的趋势。江苏区域主流消费从 200 元向上提升至次高端，四开精准占位 300-400 元，顺应消费趋势、江苏次高端扩容和公司的精耕细作，销售势能实现逐步增强。

江苏次高端价位容量大，为公司提供优越的基地市场。我们预计江苏次高端价位规模 188 亿，其中 300-600 价位段对应 135 亿，占省内白酒规模比 23%左右，从 2019-22 年保持 20%的年均复合增速，为公司在次高端价位培育出大体量单品铺垫基础。

图15：江苏白酒各价格带规模及变化



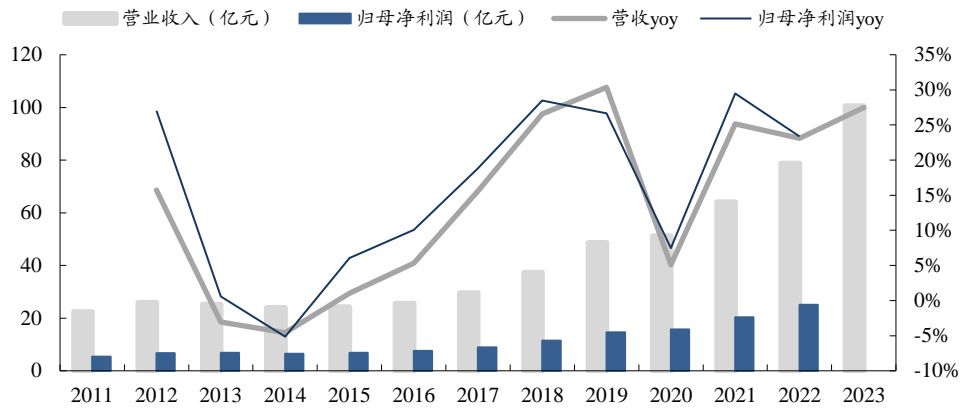
数据来源：wind、公司公告、微酒、东吴证券研究所

1.6. 股权结构灵活，股权激励动力足

公司位于的江苏省涟水县高沟镇，酿酒历史悠久（源于西汉、盛于明清）。公司的前身可追溯至 1949 年的江苏高沟酒厂、经过 1996 年创立“今世缘”品牌、1997 年成立今世缘酒业公司、2020 年公司收入突破 50 亿，2023 年公司公告收入 100.5 亿元，成功突破百亿。

公司股权结构优，管理层和股东利益充分绑定，内生动力足。公司主要管理层稳定，发展战略稳定且一贯性强。从持股层面，公司虽是县政府控股，但是管理层及中层直接或间接持有公司股份，加上 2022 年公司出台股权激励计划，内外动力充足。

图16: 公司自 2016 年起进入快速发展阶段 (单位: 亿元, %)



数据来源: wind、东吴证券研究所

图17: 2022 年 8 月公司股权激励方案

姓名	职务	股权激励权益数量 (万股)	占授予前股权激励权益总数的比例	占总股本比例	备注
顾仲况	总经理	21	2.72%	0.017%	
曹志远	董事	16.8	2.18%	0.013%	
方志军	副总经理	16.8	2.18%	0.013%	
倪从春	副总经理	16.8	2.18%	0.013%	
李勤祥	财务总监	16.8	2.18%	0.013%	
陈秋斌	副总经理	16.8	2.18%	0.013%	
周素明	副总经理	16.8	2.18%	0.013%	
其他人不超过 338 人		648.2	84.18%	0.517%	
合计 (345人)		770	100.00%	0.614%	

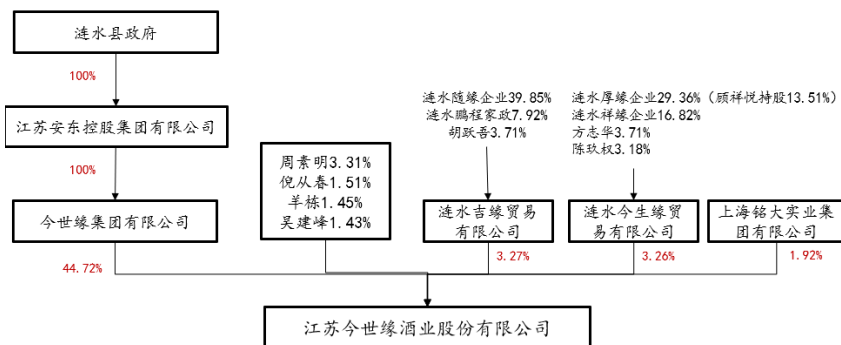
公司层面考核标准		个人层面考核标准	
以 2020 年营业收入为基数, 2021 年营业收入同比增长 20%; 以 2020 年扣除非经常性损益后净利润与基数, 2021 年扣除非经常性损益后净利润同比增长 15%; 2021 年净资产收益率不低于 20.0%, 且上述指标均不低于同行业平均水平或同业对标企业 75 分位值; 2021 年主营业务收入占营业收入比例不低于 90%。			
个人年度绩效考核结果与行权额度关系设定为: 考核等级优秀, 对应标准系数 1; 考核等级良好, 对应标准系数 0.8; 考核等级合格, 对应标准系数 0.6; 考核等级不合格, 对应标准系数 0。			
激励对象个人当年实际解锁额度计算方法			
各年度公司层面业绩考核达标, 个人当年实际可行权额度=标准系数×个人当年可行权额度			

考核阶段	考核比例	考核年度	营业收入 (亿元)	yoy	扣非净利润 (亿元)	yoy	2022-2024 年考核要求 (以 2021 年与基数)
第一期 (24个月-36个月)	40%	2021 年 (基数)	54.26	22%	20.32	15%	1.营业收入增长率不低于 22%/21.3%/19.0%, 且不低于同行业平均水平或同业对标企业的 75 分位值
第二期 (36个月-48个月)	30%	2022 年	76.95	24%	26.90	19%	2.净资产收益率不低于 21.3%/21.5%/21.2%, 且不低于同行业平均水平或同业对标企业的 75 分位值;
第三期 (48个月-60个月)	30%	2024 年	122.14	26%	35.92	15%	3.扣除非经常性损益后净利润增长率不低于 15%/12.3%/12.1%, 且不低于同行业平均水平或同业对标企业的 75 分位值;

股权激励成本 (万元)	2022 (万元)	2023 (万元)	2024 (万元)	2025 (万元)	2026 (万元)
股权激励成本	2465.84	231.56	626.23	802.73	970.49
股权激励成本					138.93

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图18: 股权结构 (截至 23Q3)



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

2. 后百亿展望：主线省内份额提升，副线全国化

展望后百亿，今世缘份额近几年来保持增长，2022年省内市占率约19%。在四开势能带动下省内增长空间仍大：1)分价格带，四开维持300-600元优势，向上向下带动V系和雅系发展，对应市占率均有提升空间。2)分场景，省内持续增加V系列专销团购终端数量，每个终端100w任务起步，增加贡献销售；此外国缘产品系列在市县级普通宴席口碑持续增强，渗透空间仍大。3)分区域看，苏中区域势能渐起，随着四开领头+V系列/淡雅持续渗透，优势有望首先显现，市占率向苏北靠拢。此外，省外战略进一步明确品类、区域、投入思路，持续聚焦突破，将成为公司增速贡献重要成长极。

2.1. 乘势而起，省内份额空间继续提升

2.1.1. 分价格带有空间：四开带动多产品势能渐强，各竞争维度占优

300-600元长期持续扩容，四开强势进攻，市占率稳步提升。公司主优势价位段在300-600元，该价位段短期存在300-600元承接高端及次高端上沿价位段的消费溢出，配合白酒行业长期趋势，我们预计未来主流次高端价位段逐步扩容百亿仍可期。近几年四开提价节奏控制有成效，价盘稳健上行，品牌势能持续向上，实现强势进攻，市占率和规模实现快速提升。我们参考古井势能释放之下大单品在省内的市占率表现，四开稳步朝40%提升可期。

表4：估算洋河今世缘各价位段市占率表现

终端价 (元)	2022 (亿元, %)			2019 (亿元, %)			省内品牌
	市场容量	今世缘占比	洋河占比	市场容量	今世缘占比	洋河占比	
800元以上	126	3%	8%	90	2%	9%	V6、V9、苏酒绿苏、M9、手工班
600-800	53	12%	77%	15	9%	80%	M6+、V3
300-600	135	29%	23%	95	25%	37%	M3、四开国缘、国缘K3/K5
200-300	100	31%	30%	75	29%	33%	天之蓝、珍宝坊圣坊、国缘对开、典藏15/20
100-200	80	35%	56%	65	34%	45%	海之蓝、珍宝坊君坊、国缘淡雅、单开、今世缘典藏10
100元以下	106	8%	30%	110	11%	19%	洋河大曲、双沟大曲、高沟

数据来源：渠道调研、微酒、wind、公司公告、东吴证券研究所

表5：四开提价节奏把控有效

时间	提价/焕新动作
2020年2月	四开、对开、单开、K5、K3、柔雅、淡雅分别上调20、20、10、35、20、10、5元/瓶
2020年7月	分别上调四开、对开出厂价15、10元/瓶，同步调整终端供货价、零售价及团购价
2020年10月	四开实行“配额制+价格双轨制”双向政策，产品零售指导价调为588元/瓶
2021年1-3月	四开出厂价每月提10元/瓶，停止接受在销版四开国缘销售订单，实现新老版本更替
2021年6月	42度单开国缘(550ml版本)、42度四开国缘(550ml)开票价分别上调10、60元/瓶；52度四开国缘(新版)开票价上调50元/瓶
2022年6月	四开、对开开票价上调10、5元/瓶
2023年12月	第五代四开国缘问世

数据来源：wind、公司公告、东吴证券研究所

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/028033106003006037>