

行业研究

区域经济具备韧性，苏酒龙头势能向上

——苏酒专题报告

要点

江苏省经济韧性较强，疫后消费/餐饮恢复强劲。2022 年江苏省 GDP 约 12.3 万亿元，位列全国第二，2019 至 22 年江苏省 GDP 复合增速 7.24%，高于全国平均水平，在经济体量较大的基础上仍有较强的增长韧性。22 年江苏新增贷款规模位列全国第一，市场主体经济较为活跃，23Q1 贷款余额增速进一步提速、达到 15% 以上。短期看，23 年以来省内消费/餐饮行业在疫后得到明显恢复，23Q1 江苏社零总额同比增长 7.8%、增速领跑江浙沪皖，亦高于全国平均水平（YOY +5.8%），与白酒消费密切相关的餐饮行业恢复力度更加突出，一季度江苏社零餐饮收入同比增长 22%，高于全国平均（YOY+14%），3/4 月单月同比增幅高达 55.4%/68.8%。

江苏白酒市场容量大、消费层次高，本土龙头在次高端及以下价位市占率较高。22 年江苏白酒市场规模达到 560 亿元，估计仅次于河南、山东，也是标志性的高地市场，300-600 元已逐渐成为省内主流价格带，市场包容性较强，本土龙头与外来品牌竞争态势明显。细分价格带来看，高端价位以茅台/五粮液为主，规模占比或达到 80%，老窖亦在重点布局；次高端价位体量大、扩容速度快，本土龙头规模占比估计达到 70%，外来品牌也在重点布局；中端及大众价位以本土品牌为主，乡镇地区用酒在价格升级下仍有一定增长空间。

苏酒龙头竞争力持续强化，未来成长空间较足。1) 21 年以来洋河、今世缘积极推动内部改革，例如洋河调整营销架构、提高薪酬激励，今世缘分品牌事业部运营，考核更加精细。产品端继续完善，洋河按梯次推进产品升级，今世缘对 V 系列销量的规划较高；23 年洋河布局百元价位，今世缘发布六开，有望巩固大众及次高端价位优势。渠道端管理强化，市场秩序保持良性。2) 假设 2022-25 年江苏白酒规模 CAGR 为 12%，结合不同价格带扩容速度及市占率，预计 2022-25 年洋河省内规模 CAGR 有望达到 14%，省外海、天/梦系列规模 CAGR 有望达到 15%/20% 以上，今世缘 2022-25 年省内规模 CAGR 有望达到 23%，2025 年今世缘营收有望达到 150 亿。

23 年地产酒有望释放弹性，苏酒估值性价比高。23 年以来白酒消费场景逐渐恢复，对比 2015 年以来的两轮上行周期，本轮复苏或呈现以下特点：1) 场景修复更加明显，过去两三年未办的宴席、聚饮等率先回补，地产酒在这些场景具有强势单品、恢复较早；2) 渠道信心逐渐恢复，但完全恢复需要一定时间，库存、价盘是关注的重要变量。3) 回补式场景回归正常后，后续关注商务场景复苏，考虑江苏区域经济优势支持下，疫后企业经营活跃度有望较快恢复，地产名酒业绩表现或相对突出，龙头有望竞合发展。当前洋河/今世缘 PE TTM 在近三年 0%/14% 分位点左右，估值在板块内优势较为明显，后续有望继续抬升。

投资建议：考虑场景恢复下的需求释放，以及商务复苏有望领先，推荐洋河股份、今世缘。1) **洋河股份：**23 年开局良好，库存、价盘维持良性，省内有望维持良性增长，省外具备扎实的渠道网络、增长空间更足。2) **今世缘：**23Q1 表现亮眼，省内加强渠道精耕和下沉，成长势头与确定性较强，市占率有望继续提升。

风险提示：场景恢复不及预期，省内市场竞争加剧，费用投放效果不及预期。

重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			22A	23E	24E	22A	23E	24E	
002304.SZ	洋河股份	134.24	6.22	7.49	8.76	22	18	15	买入
603369.SH	今世缘	55.69	2.00	2.54	3.16	28	22	18	买入

资料来源：，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-05-31

食品饮料

买入（维持）

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsecn.com

分析师：杨哲

执业证书编号：S0930522080001

021-52523795

yangz@ebsecn.com

联系人：李嘉祺

lijq@ebsecn.com

联系人：董博文

dongbowen@ebsecn.com

联系人：汪航宇

wanghangyu@ebsecn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：

投资聚焦

我们的创新之处

- 1) 我们通过对江苏省经济/消费数据的对比分析,强调了江苏近几年经济韧性较强,短期来看疫后消费/餐饮恢复较为强劲。作为 22 年 GDP 总量排名全国第二的省份,江苏 2019-22 年 GDP 复合增速仍领先全国平均水平,23 年一季度社零增速领跑长三角地区,特别是餐饮收入增速明显高于全国平均增速,新增贷款规模位列全国第一,23Q1 贷款余额增速进一步提速,区域经济具备明显优势。
- 2) 我们在分析江苏整体白酒市场的基础上,进一步拆分了不同价格带的竞争格局。作为传统白酒大省与高地市场,江苏市场包容性较强,除本土企业之外,各家酒企也将江苏作为重点布局市场,不同价格带的竞争态势亦有差异,我们对细分价位的竞争格局展开分析,以进一步探讨本土企业未来的增量驱动。
- 3) 我们从市场容量和市占率提升角度,测算了洋河股份/今世缘未来的成长空间。在拆分省内市场的基础上,我们根据不同价格带的市场扩容空间以及市占率,对两家酒企 2023-25 年的成长空间展开了详细测算。

股价上涨的催化因素

- 1) 江苏省内婚宴、宴席等场次恢复强劲,地产酒在宴席场景应用率较高,动销有望加快;
- 2) 江苏省后续商务活动、商务宴请等场景恢复较快,梦 6+、V3 等高线次高端产品收入增速超预期;
- 3) 苏酒企业加大市场拓展,洋河省外市场拓展较好、收入增速加快,今世缘省外重点市场布局起效。

投资观点

考虑场景恢复下的需求释放,以及江苏省经济恢复弹性较强,商务场景后续复苏有望领先,苏酒龙头成长性与确定性较强,且估值水平具备优势,推荐洋河股份、今世缘。1) 洋河股份:23 年开局良好,库存、价盘维持良性,公司 22 年已调整营销架构,市场运作更加扁平,省内有望维持良性增长,省外具备扎实的渠道网络、增长空间更足。2) 今世缘:23Q1 表现亮眼,四开、对开势头稳健,单开、淡雅等销量增长较快,省内加强渠道精耕和下沉,成长势头与确定性较强,市占率有望继续提升。

目 录

1、江苏省经济韧性强，疫后消费明显恢复.....	6
2、江苏：白酒大省，疫后动销逐步修复	8
2.1、白酒市场容量大，消费层次高.....	8
2.2、疫后白酒消费逐步恢复.....	12
3、苏酒龙头竞争力持续强化	13
3.1、积极调整，改革落地	13
3.2、产品结构提升，矩阵继续完善.....	14
3.3、渠道管理强化，重视市场秩序.....	15
3.4、市场稳步拓展，成长空间仍足.....	16
4、2023 年地产酒有望释放弹性	19
4.1、复盘：地产酒过去发展平稳，疫情期间彰显韧性	19
4.2、23 年关注地产酒场景恢复与区域优势.....	21
5、投资建议.....	23
5.1、洋河股份（002304.SZ）	23
5.2、今世缘（603369.SH）	24
6、风险分析.....	25

图目录

图 1：江苏省 2022 年 GDP 总额位居全国第二.....	6
图 2：2019-22 年江苏省 GDP 复合增速保持中上游水平.....	6
图 3：江苏省 GDP 增速高于全国整体增速.....	6
图 4：江苏省人均 GDP 明显高于全国平均水平.....	6
图 5：2019-2022 年江苏社零 CAGR 位居全国前列.....	7
图 6：2023 年一季度江苏省社零增速领跑长三角.....	7
图 7：江苏省社零总额月度同比.....	7
图 8：江苏省社零总额：餐饮收入月度同比.....	7
图 9：22 年江苏贷款增量规模位列第一.....	8
图 10：疫情三年江苏贷款余额仍保持较高同比增速.....	8
图 11：2023 年江苏省政府重点项目.....	8
图 12：22 年江苏白酒市场规模位居前列（单位：亿元）.....	9
图 13：江苏白酒消费以商务招待、宴席消费为主.....	9
图 14：江苏 300 元以上白酒流通规模占比高于全国平均.....	9
图 15：省内用酒价位从苏北向苏南升级.....	9
图 16：江苏白酒市场包容性较强.....	10
图 17：江苏省不同价格带主要单品.....	10
图 18：省内龙头集中度提升.....	10
图 19：2022 年江苏 800 元以上价格带白酒竞争格局.....	11
图 20：2022 年江苏 300-800 元价格带白酒竞争格局.....	11
图 21：2022 年江苏 100-300 元价格带白酒竞争格局.....	12
图 22：2022 年江苏 100 元以下价格带白酒竞争格局.....	12
图 23：洋河、今世缘 21 年以来收入维持较快增长.....	12
图 24：白酒不同价格带需求拆解.....	13
图 25：洋河 2022 年产品销售结构.....	14
图 26：今世缘 2022 年产品销售结构.....	14
图 27：今世缘主营业务收入分产品：特 A 类及特 A+类产品占比 90%+.....	15
图 28：洋河 23 年 4 月发布洋河大曲经典版.....	15
图 29：今世缘 23 年 4 月上新国缘六开.....	15
图 30：洋河 2020-21 年经销商数量有所调整.....	16
图 31：今世缘省内经销商数量趋于稳定.....	16
图 32：洋河股份省内/省外收入及增速.....	16
图 33：洋河 2022 年省外销售结构.....	17
图 34：今世缘主营业务收入分区域结构.....	17
图 35：分类型酒企收入端同比.....	21
图 36：分类型酒企净利润端同比.....	21
图 37：2023 年 1-3 月消费品和服务业 PMI 位于荣枯线上.....	22
图 38：23 年以来全国社零单月增速恢复.....	22
图 39：中信白酒指数当前估值在过去三年的底部分位点.....	22

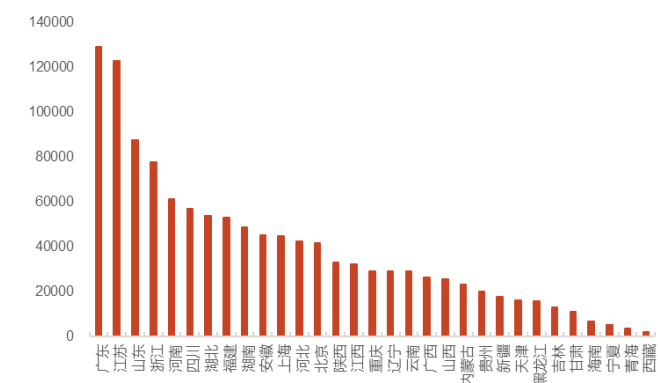
表目录

表 1：苏酒企业积极推动内部改革	13
表 2：洋河省内分价格带销售规模测算	18
表 3：今世缘省内分价格带销售规模测算	18
表 4：2015-2018H1 主要酒企收入及业绩表现	19
表 5：2015-2018H1 主要酒企股价涨跌幅	19
表 6：2019-2022 年主要酒企收入及业绩表现	20
表 7：2019-2022 年主要酒企股价涨跌幅	21
表 8：主要白酒企业估值	23
表 9：洋河股份盈利预测与估值简表	24
表 10：今世缘盈利预测与估值简表	24
表 11：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级	26

1、江苏省经济韧性强，疫后消费明显恢复

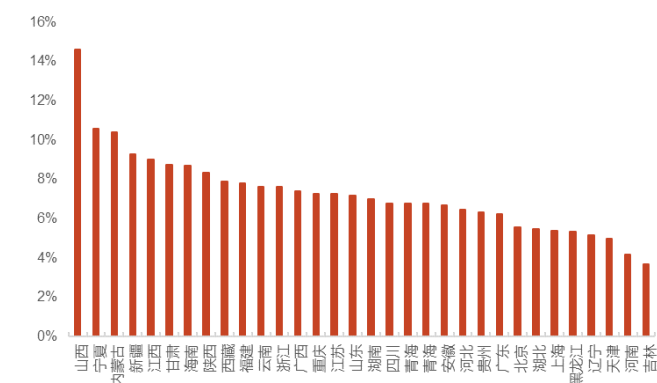
江苏省经济体量大，疫情期间仍有较强的发展韧性。2022 年江苏省 GDP 约 12.29 万亿元，位列全国第二位、仅次于广东省且与第三名的山东省有较大差距。同时，近几年来特别是疫情期间江苏省的经济发展仍展现较强韧性，2019 至 2022 年，江苏省 GDP 复合增速为 7.24%，高于全国平均水平。从人均 GDP 来看，2022 年江苏省人均 GDP 约 14.4 万元、明显高于全国平均水平。

图 1：江苏省 2022 年 GDP 总额位居全国第二



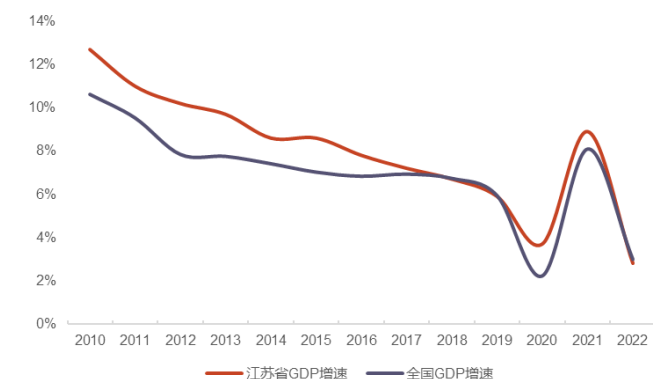
资料来源：，光大证券研究所，注：单位/亿元

图 2：2019-22 年江苏省 GDP 复合增速保持中上游水平



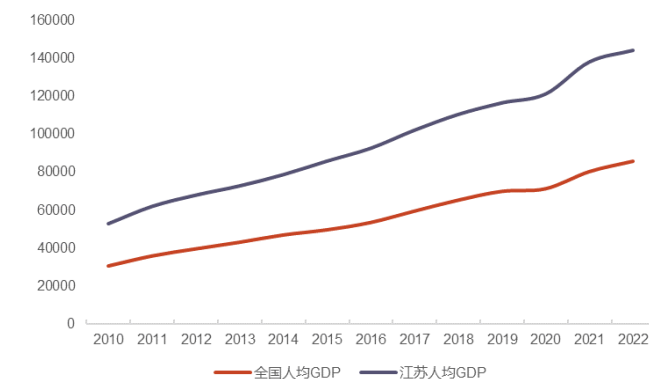
资料来源：，光大证券研究所

图 3：江苏省 GDP 增速高于全国整体增速



资料来源：，光大证券研究所

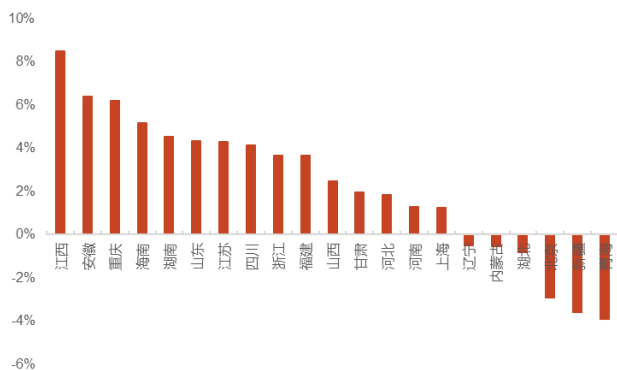
图 4：江苏省人均 GDP 明显高于全国平均水平



资料来源：，光大证券研究所，注：单位/元

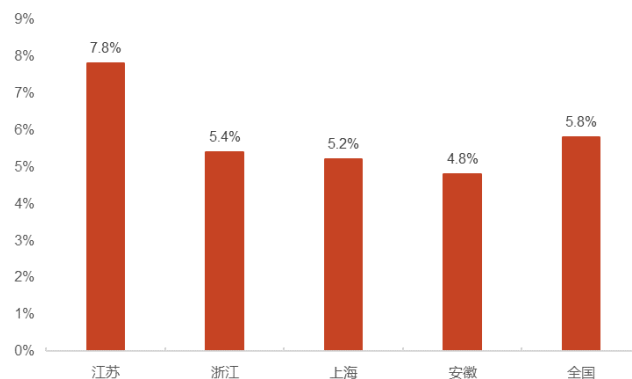
疫情期间江苏省社消复合增速仍位居前列，疫后消费/餐饮恢复较为强劲。2019-2022 年江苏省社会消费品零售总额 CAGR 达到 4.31%，在全国各省中位居前列，在社消体量较大的基础上仍能保持较高增长。2023 年以来消费数据呈现明显恢复，一季度江苏社零总额同比增长 7.8%、领跑江浙沪皖，亦高于全国平均增速（YOY+5.8%），特别是餐饮行业恢复较为强劲，一季度江苏省社零餐饮收入同比增长 21.7%，高于全国平均（YOY+13.9%），3/4 月单月同比增幅高达 55.4%/68.8%。

图 5：2019-2022 年江苏社零 CAGR 位居全国前列



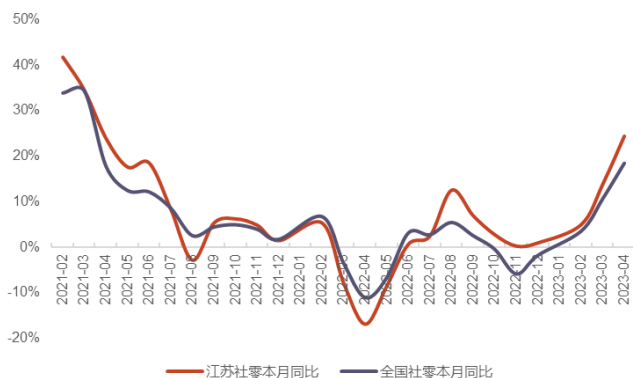
资料来源：，光大证券研究所

图 6：2023 年一季度江苏省社零增速领跑长三角



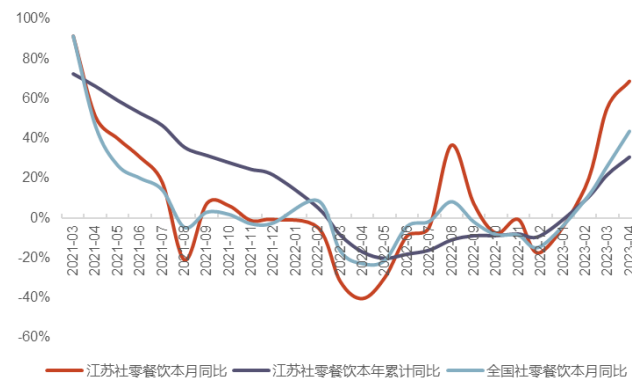
资料来源：，光大证券研究所

图 7：江苏省社零总额月度同比



资料来源：江苏省统计局，，光大证券研究所，注：2 月同比数据为 1-2 月合计，截至 2023 年 4 月

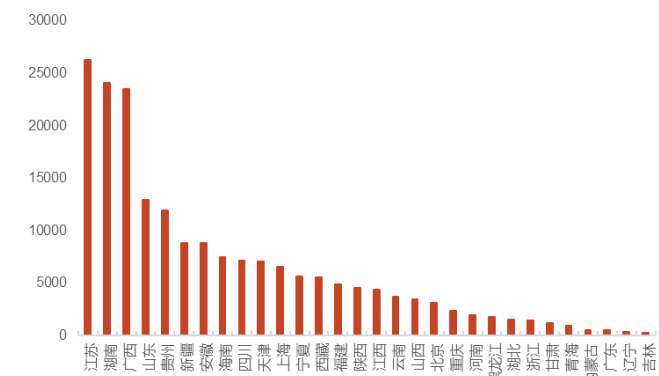
图 8：江苏省社零总额：餐饮收入月度同比



资料来源：江苏省统计局，，光大证券研究所，注：截至 2023 年 4 月

22 年江苏省新增贷款规模位列全国第一，市场主体经济活跃度较高。江苏省活跃的市场经济主体存在旺盛的融资需求，2022 年江苏省本外币贷款余额为 20.68 万亿元，同比增长达到 14.57%，相较 21 年末新增贷款 2.63 万亿、增量规模位列全国第一，2020 年以来贷款余额增速基本保持在 15% 左右，23 年 1-4 月进一步提速。

图 9：22 年江苏贷款增量规模位列第一



资料来源： ，光大证券研究所，注：单位/亿元

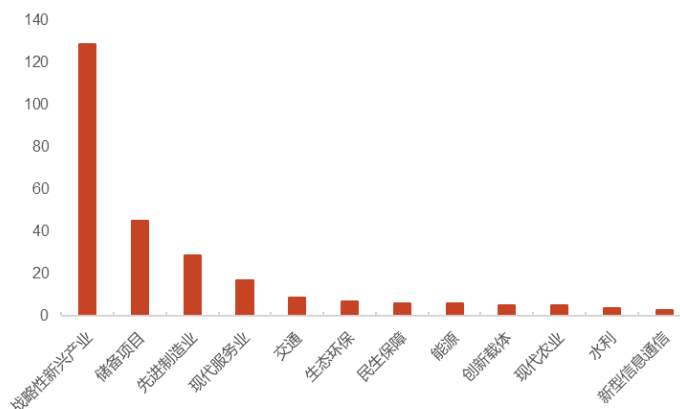
图 10：疫情三年江苏贷款余额仍保持较高同比增速



资料来源： ，光大证券研究所，注：截至 2023 年 4 月

23 年省内项目大量开工，有望进一步支持经济复苏。2023 年江苏省内重点项目数量较 22 年进一步增加，据省政府重大项目名单，23 年计划实施项目 220 个、储备项目 45 个，年度拟投资 5670 亿元，其中包括产业项目 180 个、创新载体项目 5 个、民生保障项目 6 个、生态环保项目 7 个、基础设施项目 22 个。疫情后相关项目大量开工，有望后续进一步刺激经济恢复。

图 11：2023 年江苏省政府重点项目



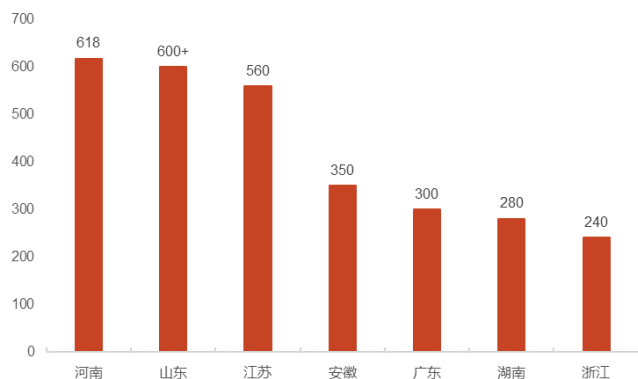
资料来源：江苏省政府官网，光大证券研究所，注：单位/个

2、江苏：白酒大省，疫后动销逐步修复

2.1、白酒市场容量大，消费层次高

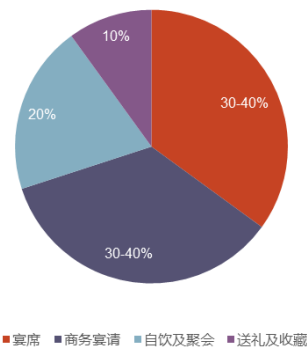
江苏为传统白酒消费大省。江苏省白酒市场具有市场容量大、消费层次高的特征，也是标志性的高地市场，据酒业家调研数据，2022 年江苏白酒市场规模达到 560 亿元，估计仅次于河南、山东，从消费场景来看，省内白酒消费以宴席、商务宴请为主，估计各自占比在 30-40%，另有自饮、聚会、送礼等场景。

图 12：22 年江苏白酒市场规模位居前列（单位：亿元）



资料来源：酒业家，云酒头条，光大证券研究所，注：安徽 350 亿规模为 21 年数据

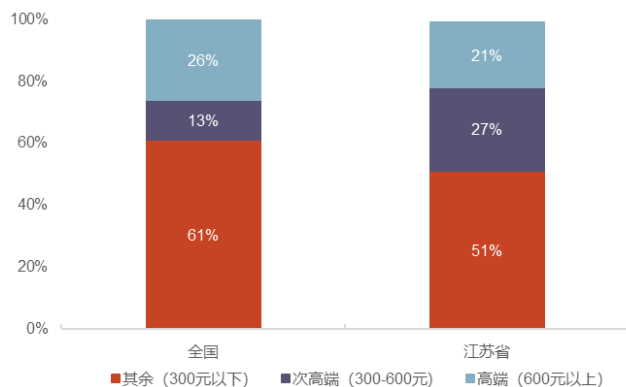
图 13：江苏白酒消费以商务招待、宴席消费为主



资料来源：渠道调研（2023 年 2 月），光大证券研究所

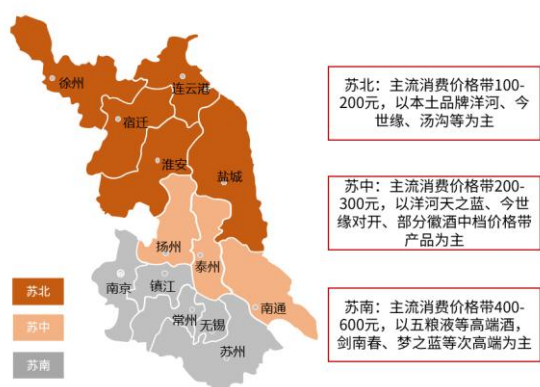
江苏为白酒价格带升级的前沿市场，消费结构较为领先。江苏省白酒整体消费水平较高，300-600 元逐渐成为省内主流价格带，也是本土品牌与外来酒企重点布局的价位。据《中国酒类流通行业白皮书（2020）》统计，2019 年江苏省 300 元以上白酒流通规模占比已接近 50%、高于全国平均。省内用酒价格带呈现从苏北向苏南梯次升级的态势，苏南地区消费价位较高，主流价格带在 400-600 元，饮用五粮液氛围浓厚，以剑南春、梦之蓝等次高端白酒为主，苏中地区稍次于苏南，主流价格带 200-300 元，苏北地区消费能力相对较弱，主流价格带在 100-200 元、以本土品牌为主，也是洋河、今世缘、汤沟等当地品牌重要基地市场之一。

图 14：江苏 300 元以上白酒流通规模占比高于全国平均



资料来源：《中国酒类流通行业白皮书（2020）》，光大证券研究所

图 15：省内用酒价位从苏北向苏南升级

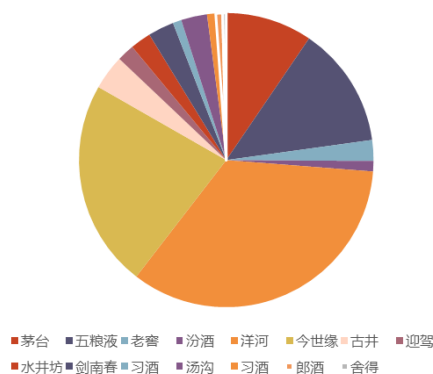


资料来源：酒业家，光大证券研究所

江苏白酒市场包容性较强，地产名酒与外来品牌呈现相对明显的竞争态势。高端价格带茅台、五粮液地位稳固，特别苏南市场省外名酒品牌占比达到七成以上。江苏为五粮液优势区域，估计 23 年五粮液在江苏有望达到百亿级别规模，老窖近年来在华东区域发展较快，估计 22 年在江苏体量 11-12 亿。本地企业具有较高的品牌接受度特别在次高端及大众价位，估计 22 年洋河/今世缘在省内份额合计达到 50%+，以连云港为基地市场的汤沟 21 年达到 15 亿销售，剑南春、古井、水井坊等省外品牌规模约在 10-20 亿元，汾酒 21 年亦快速增长至 5 亿元以上规模。

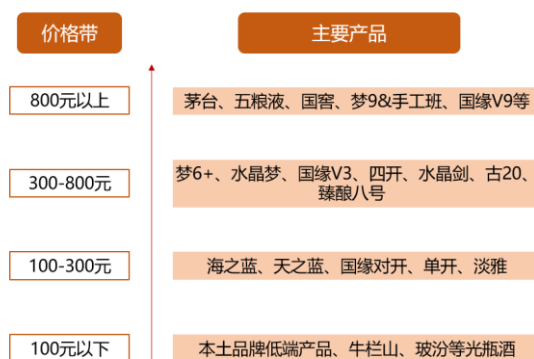
以省内标杆市场南京为例，南京市场容量近 80 亿，其中 800 元以上价格段主要被茅台、五粮液、国窖等品牌占据，600-800 元价格带以梦 6+居多，国缘 V3 在 23 年以来亦有较快增长，300-600 元为主流消费、也是竞争相对激烈的价格带，国缘四开在该价位较为流行、消费者自点率较高，另外水晶梦、水晶剑亦有较高市场份额。

图 16：江苏白酒市场包容性较强



资料来源：渠道调研，微酒，光大证券研究所，注：2022 年，按销售额口径统计

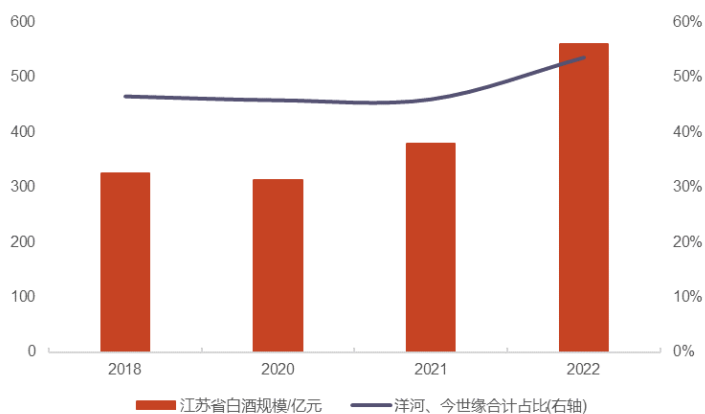
图 17：江苏省不同价格带主要单品



资料来源：酒业家，渠道调研，光大证券研究所

近年来本地龙头集中度逐渐提升，估计 22 年份额合计达到 50%+。2018/2021 年江苏省规模以上白酒企业营业收入达 324.96/380 亿元，估计两家苏酒龙头在省内的份额合计达到 45%左右（洋河在 2019-2020 年渠道调整，收入阶段性下滑，今世缘份额有所提升），2022 年根据销售规模，推测份额合计达到 50%+，23 年地产名酒动销亮眼，龙头集中度或进一步提升。

图 18：省内龙头集中度提升



资料来源：江苏省统计局，，酒业家，光大证券研究所，注：2018/2020/2021 年白酒规模为规模以上白酒企业营业收入，2022 年为酒业家调研规模

细分不同价格带市场份额：参考《中国酒类流通行业白皮书（2020）》数据，2019 年省内 800 元以上/300-800 元/100-300 元/100 元以下价格带白酒流通规模占比约 22%/27%/40%/11%，按照 2022 年 560 亿元的市场规模，另考虑次高端及高端占比有所提升，大致估计 22 年 800 元以上/300-800 元/100-300 元/100 元以下价格带规模分别约 140/157/207/56 亿元，占比约 25%/28%/37%/10%，其中：

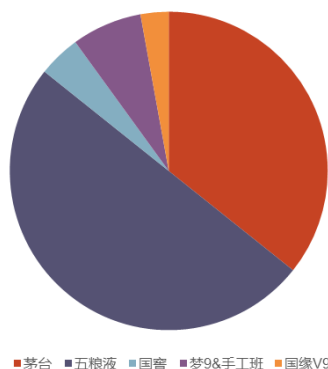
1) 800 元以上价格带：以茅台、普五占主导，合计占比估计在 80%以上，高度国窖占比估计在 4%左右，梦 9 及手工班 22 年在省内销售额约 10 亿元，国缘 V9 大概 4 亿，地产高端单品占比合计在 10%左右。考虑江苏本身消费水平较高、800 元以上价位有望继续扩容，高端品牌一方面可以借助行业红利，另外也可以在成熟市场进一步提高集中度，例如五粮液 23 年对华东/江苏销量的规划较高，老窖亦将华东作为重点区域。

2) 300-800 元价格带：体量较大、扩容速度也较快，其中又包括 600-800 元高线次高端以及 300-600 元次高端，600-800 元高线次高端处于省内商务用酒消费升级的潜力价位，估计梦 6+是最大单品、销售规模 40 亿左右，国缘 V3 规模 6 亿左右，低度国窖也有部分体量。300-600 元次高端是宴席等场景主流价格带，其中国缘四开 22 年销售估计 35-40 亿，水晶梦销售 30 亿左右。整体来看，地产酒单品在该价格带占比估计 70%以上，外来品牌中，剑南春水晶剑、水井坊八号、古 16/20 亦有一定份额。次高端价位是各品牌在江苏未来扩张的主要增量，目前看更多受益于价格升级的红利，例如国缘 V 系列以 V3 为主、23 年对规销量的规划较高，古 20 加大在商务场景的培育，有望在 500-600 元价位提高渗透率。

3) 100-300 元价格带：该价位以本地品牌为主，外来品牌布局相对较少，随着省内部分乡镇地区用酒价格提升，该价格带仍有一定增长空间，特别 21 年以来销量增速加快，但相较次高端扩容较为平稳。具体来看，国缘单开、淡雅等单品在家宴等场景竞争优势较强，国缘对开体量较大、估计规模在 25-30 亿，天之蓝、海之蓝 22 年省内销售合计接近 60 亿，另外今世缘品牌亦有一定体量，地产龙头在该价位占比合计 50%+，后续通过精耕下沉，有望继续提高市场份额，例如今世缘旗下雅系列、今世缘品牌在 23 年也有较高的增长目标。

4) 100 元以下价格带：洋河大曲、汤沟大曲等地产大众价位产品规模占比较高、估计在 50%，玻汾、牛栏山等光瓶酒亦有一定体量，估计牛栏山规模在 15 亿元左右、其中白牛二占到一半以上，老村长约 5 亿元，玻汾约 3 亿元，绿瓶西凤约 1.5 亿元。从近年趋势来看，该价格带盒装酒规模趋势平稳，更多为光瓶酒特别是高线光瓶酒，例如牛栏山新品金标陈酿在华东就有较高的销量规划。地产酒在大众价位较为流行，这两年亦在推动名酒复兴，进一步强化在大众化消费的优势，例如今世缘 22 年提出高沟复兴战略、高沟品牌独立运营，洋河近期推出洋河大曲经典版，夯实产品塔基。

图 19：2022 年江苏 800 元以上价格带白酒竞争格局



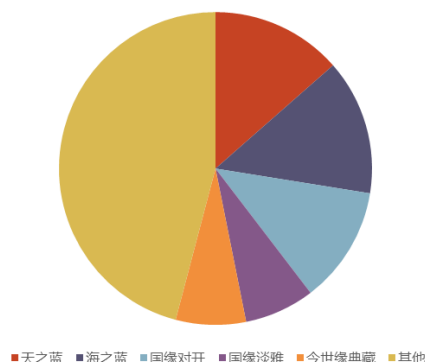
资料来源：酒业家，渠道调研，光大证券研究所

图 20：2022 年江苏 300-800 元价格带白酒竞争格局



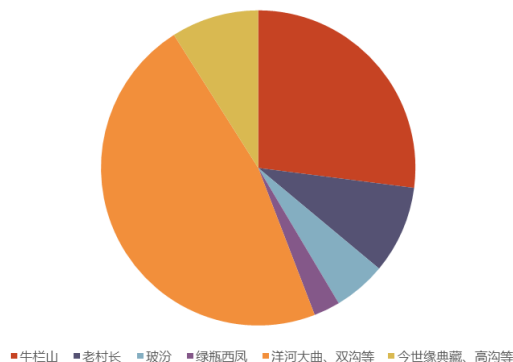
资料来源：酒业家，渠道调研，光大证券研究所

图 21：2022 年江苏 100-300 元价格带白酒竞争格局



资料来源：酒业家，渠道调研，光大证券研究所

图 22：2022 年江苏 100 元以下价格带白酒竞争格局

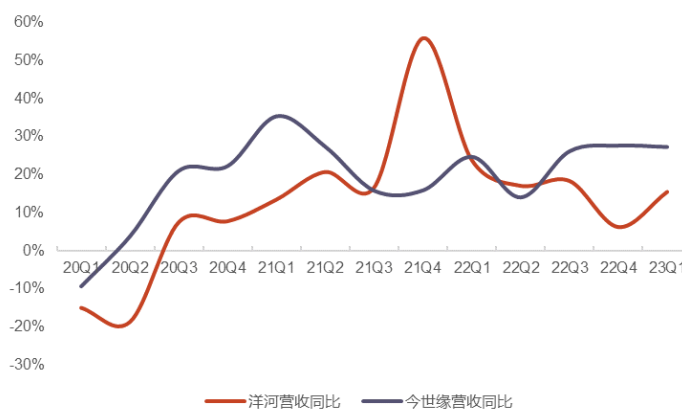


资料来源：微酒，渠道调研，光大证券研究所

2.2、疫后白酒消费逐步恢复

江苏白酒市场受疫情影响相对较小，22 年下半年以来逐步恢复。结合过去的渠道反馈，江苏白酒市场 22 年春节受疫情影响相对较小，二季度上海疫情对苏南等市场动销带来一定扰动，但下半年逐渐恢复，中秋市场表现较为稳健，年底伴随疫情感染爬坡，12 月宴席等场景阶段性受到影响，23 年年初以来逐步恢复正常，春节期间返乡人流增加，100-300 元价位日常聚饮、走亲访友的白酒消费有所受益，宴席场次亦有较多回补。报表层面，除 2020 年疫情早期有所承压，21 年以来洋河、今世缘收入均维持较快增长，23Q1 今世缘在同业内增长较为突出，洋河亦实现稳健开局。

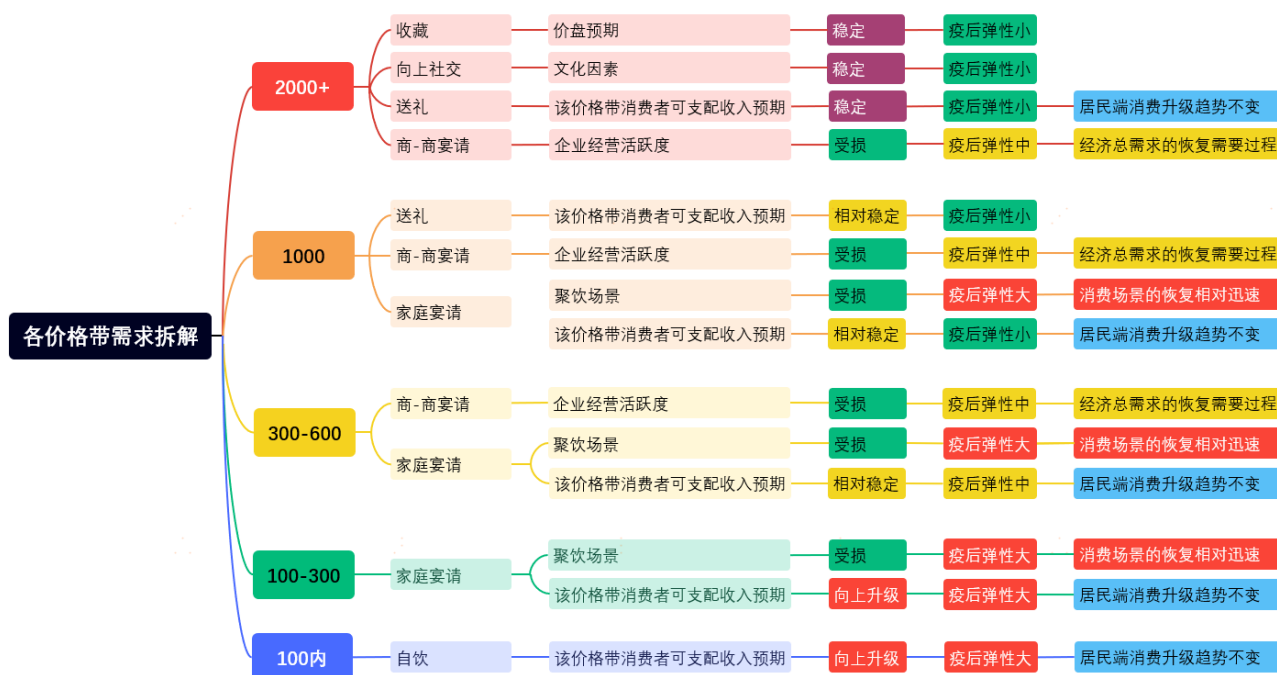
图 23：洋河、今世缘 21 年以来收入维持较快增长



资料来源：，光大证券研究所，注：数据为单季度营收同比增速

家庭宴请场景率先恢复，后续商务场景复苏值得期待。结合对不同价格带白酒需求场景的拆分，疫情之后线下人流首先恢复流动，家庭宴请、聚饮等消费场景的恢复较为迅速，向下价格带疫后弹性较大，地产酒在该价位具备强势单品、恢复较早，这点在年初以来地产酒动销表现相对突出中已经得以验证。在当地区域经济优势支持下，居民端消费升级的趋势不变，疫后企业经营活跃度有望恢复，后续商务场景复苏亦值得期待。

图 24：白酒不同价格带需求拆解



资料来源：光大证券研究所绘制；单位：元/瓶

3、苏酒龙头竞争力持续强化

3.1、积极调整，改革落地

2021 年以来洋河股份、今世缘积极推动内部改革。洋河股份 2019 年开始针对产品老化、库存积压等问题进行调整，经过近两年时间，2021 年开始营销层面改革见效，市场秩序恢复良性，收入端回到较快增长通道，21 年 11 月公司继续优化组织管理，对安徽、浙江等省外重点市场进行调整，22 年 2 月改革进一步落地，过去的大区改为事业部，相关决策权等下放，有利于各事业部根据实际情况制定方案。另外，公司进行团队年轻化、薪酬调整，人员积极性进一步改善。今世缘在 22 年上半年进行分品牌事业部调整，市场部更名为品牌管理部，销售部更名为销售管理部，国缘 V9 事业部更名为国缘 V 系事业部，省外工作部更名为省外事业部，新设立国缘事业部、今世缘事业部、效能办。分品牌事业部运营下考核、激励等更加精细，亦有利于国缘、今世缘、高沟三大品牌共同发展。

表 1：苏酒企业积极推动内部改革

公司	改革
洋河股份	21 年四季度对安徽、浙江等近苏市场进行人事调整，22 年 2 月落地组织架构调整，过去 30 多个大区拆分为 60 多个事业部，决策权下放，大部分交到事业部，并进行团队年轻化调整。另外，21 年开始调整薪酬，强化营销团队激励。
今世缘	22 年上半年进行分品牌事业部调整，针对国缘、今世缘、高沟不同品牌的考核、激励更加细化，前台销售团队和后台部门按照品牌划分。22 年 7 月底发布变更后的股票期权激励计划草案，针对公司董事、高级管理人员、核心技术人员和管理骨干。

资料来源：各公司公告，光大证券研究所

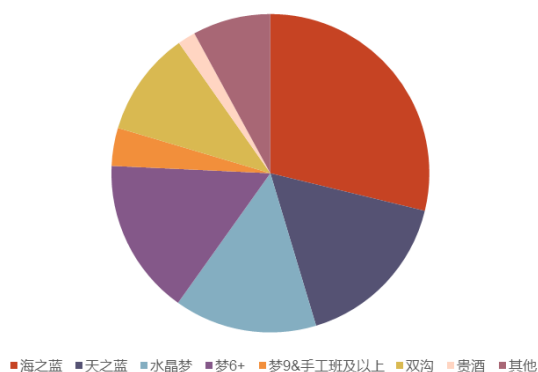
3.2、产品结构提升，矩阵继续完善

洋河股份按梯次推进产品升级。洋河股份于 2019 年 11 月推出全面升级的梦 6+、卡位 600 元价位，此后分别在 2020/21/22 年对梦 3、天之蓝、海之蓝进行升级，改善产品老化问题、增厚渠道利润。目前来看梦 6+已基本站稳 600 元价格带，水晶梦虽然在升级的早期面临四开竞争，但是 22 年以来动销反馈逐渐改善，天之蓝 21 年 7 月换新，在浙江等周边区域反馈较好，海之蓝作为传统流通大单品，估计 21 年销售口径达到百亿，于 22 年上半年升级，渠道铺货贡献较大增量，特别在省外增长较为显著，后续继续推动终端/消费者培育。另外，双沟品牌作为独立体系运作，目前销售增速较快，价格带布局与洋河错位，以实现双品牌互补协同发展。

今世缘次高端以下产品市场基础稳固，V 系列调整后对销量规划较高。国缘四开在 400 元价位优势较为突出，尤其在南京等地区，22 年销售口径保持良好增长态势，消费端自点率较高，国缘对开亦有增量，国缘淡雅、单开等偏中端价位产品较为畅销、周转较快，在省内家宴场景应用较多，V 系列 22 年整顿市场秩序为主，23 年轻装上阵，从目前来看销量恢复至较高增速，V3 作为新产品在渠道具备利润优势。今世缘、高沟品牌在分品牌事业部运作之后资源有所倾斜，后续亦有望实现品牌复兴。

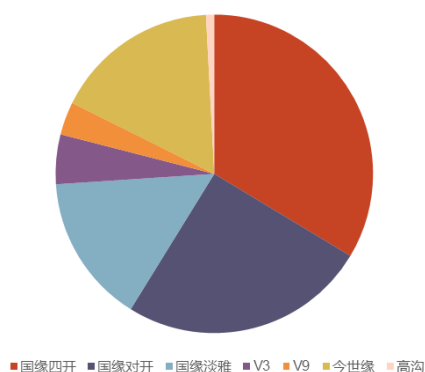
23 年公司进一步丰富产品矩阵，洋河布局百元价位，今世缘发布国缘六开。23 年“春糖”期间苏酒企业均有上新，洋河提出名酒复兴，聚焦“一盒一光”两大超级单品，推出洋河大曲经典版，打造全国大单品百元标杆，以及洋河敦煌。今世缘发布国缘六开，终端零售价 1099 元/瓶，价位介于国缘四开和 V3 之间，目前估计量增有限、以培育为主。我们认为，洋河发展百元价位有望在次高端之外打造新的发力点，且地产酒在当地大众价位的消费者中认可度较高，后续市场份额有望继续提升。今世缘推出国缘六开的重点在于提高品牌价值、引领品牌形象，为以后次高端产品向上延申奠定基础。苏酒企业加密布局大众及次高端市场，在这些优势价格带的竞争力有望继续强化。

图 25：洋河 2022 年产品销售结构



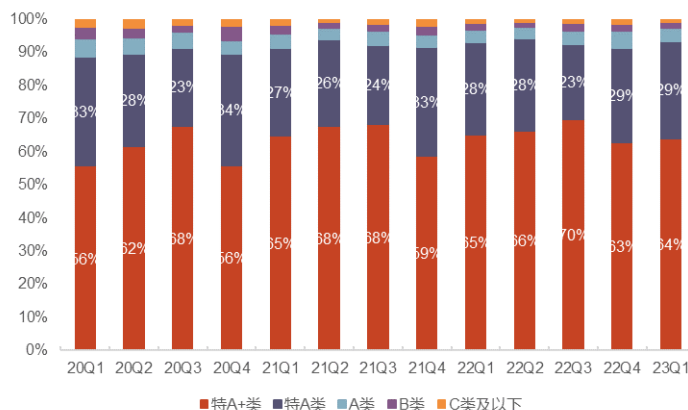
资料来源：渠道调研，光大证券研究所

图 26：今世缘 2022 年产品销售结构



资料来源：渠道调研，光大证券研究所

图 27：今世缘主营业务收入分产品：特 A 类及特 A+类产品占比 90%+



资料来源：今世缘公告，光大证券研究所

图 28：洋河 23 年 4 月发布洋河大曲经典版



资料来源：酒业家，光大证券研究所

图 29：今世缘 23 年 4 月上新国缘六开

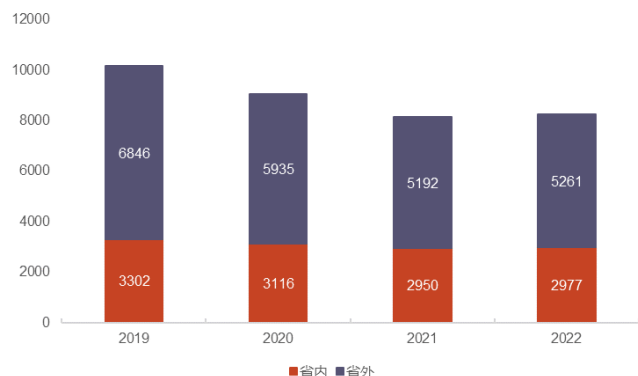


资料来源：酒业家，光大证券研究所

3.3、渠道管理强化，重视市场秩序

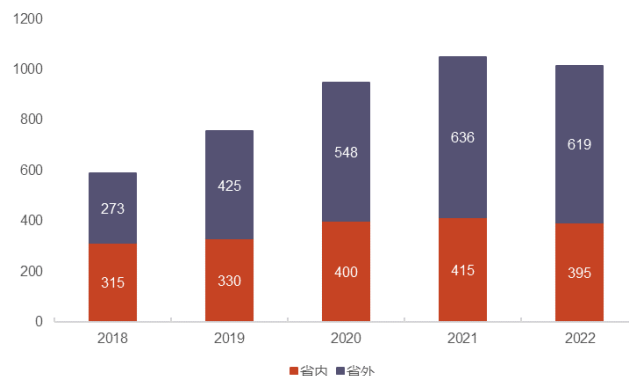
渠道管控强化，市场秩序良性。洋河过去采取深度分销，虽然有利于拓展市场，但可能造成市场秩序紊乱，2019 年后公司渠道模式转向“一商为主，多商为辅”，在一个市场突出大商地位并给予资源扶持，小商发挥辅助和补充作用，目前公司主体经销商较为稳定，对小商则进行部分优化调整，对于市场关系的管控也在持续强化。今世缘当前以省内市场为主，在淮安等基地市场具备政商团购资源优势，公司采取“1+1+N”渠道模式，厂家主导、业务团队服务赋能经销商，厂商协作加强一体化，渠道运作较为良性，开系列、今世缘品牌主体经销商稳定，V 系列补充部分经销商以发展团购。

图 30：洋河 2020-21 年经销商数量有所调整



资料来源：洋河股份公告，光大证券研究所，注：单位/家

图 31：今世缘省内经销商数量趋于稳定



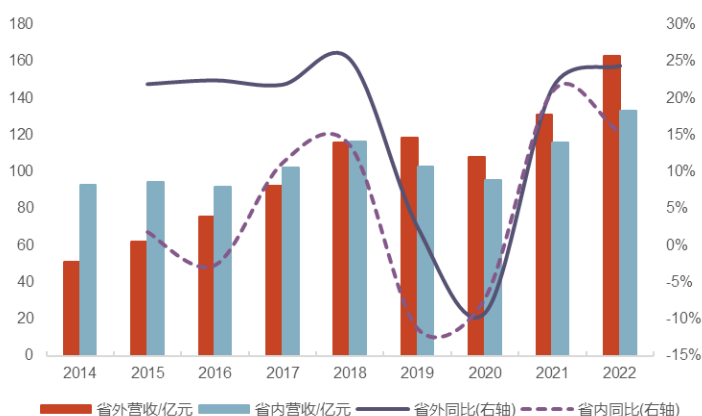
资料来源：今世缘公告，光大证券研究所，注：单位/家

3.4、市场稳步拓展，成长空间仍足

洋河省外市场增长较快，今世缘省内继续下沉、省外逐步拓展。洋河省内市场中梦 6+、水晶梦的收入贡献较多，除了稳固的基地市场之外，公司省外市场也在起势，特别海之蓝、天之蓝在不少省份仍是主流价格带，其中安徽、浙江等市场经过调整逐步恢复，河南、山东等体量较大的市场维持良好发展态势，江西、湖北等市场规模增速较快且产品结构较高，23 年洋河股份对浙江、江西、两湖、山东等省份继续较高的销量规划。

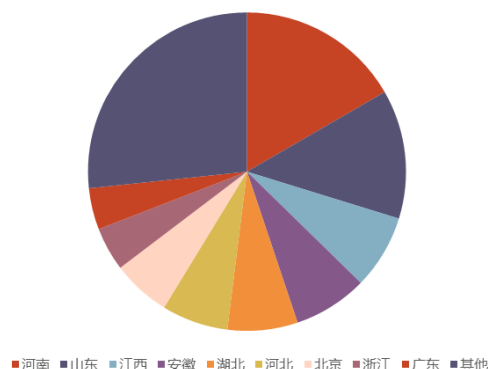
今世缘目前 90%以上收入来自省内，南京、淮安、盐城等为优势市场，苏中/苏北市场基础较好，苏南相对薄弱，后续有望借助 V 系列加大布局。今世缘在省内继续渠道精耕与结构提升，市占率仍有较高的提升空间，省外以国缘四开为拳头产品，划定 10 个样板市场聚焦资源投入，目前主要处培育阶段。

图 32：洋河股份省内/省外收入及增速



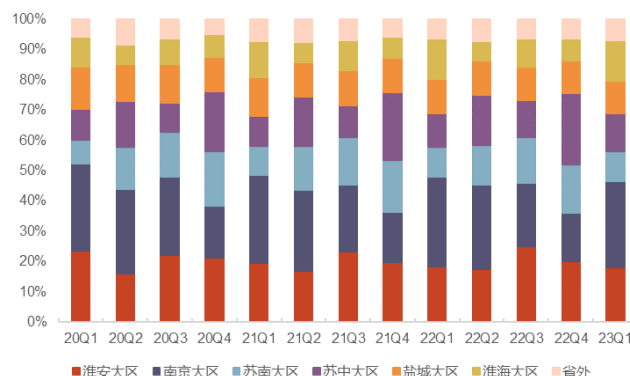
资料来源：洋河股份公告，光大证券研究所

图 33：洋河 2022 年省外销售结构



资料来源：渠道调研，光大证券研究所

图 34：今世缘主营业务收入分区域结构



资料来源：今世缘公告，光大证券研究所

进一步看洋河未来的成长空间，首先看省内市场：1) 结合上文数据，2022 年省内 800 元以上/300-800 元/100-300 元/100 元以下价格带，洋河市占率分别约 7%/45%/29%/46%，合计市占率 30%左右，与渠道反馈基本一致。

2) 考虑省内白酒消费规模与收入水平关联度较高，2017-22 年江苏省全体居民人均可支配收入复合增速约 7.3% (同期城镇/农村居民人均可支配收入 CAGR 为 6.6%/8.3%)，另考虑疫后需求逐渐复苏、江苏经济恢复韧性较强、商务消费有望活跃，估计到 25 年市场容量有望保持每年 10-15% 的增长。分价格带来看，根据里斯咨询相关预测，2020-25 年全国 800 元以上/400-800 元/100-400 元/100 元以下白酒市场规模 CAGR 约 15%/18%/6%/-10%，考虑江苏高端白酒容量稳步扩容、次高端成为商务/宴席等主流价位增速更快、100-300 元价格带受益乡镇等价格升级仍有部分空间、100 元以下盒装酒或有萎缩但光瓶酒仍有潜力，预计 2022-25 年，省内 800 元以上/300-800 元/100-300 元/100 元以下白酒规模 CAGR 为 12%/18%/9%/2%，整体复合增速 12%左右。

3) 从各价格带来看，①800 元以上：洋河高端产品目前以向下赋能为主、不追求较快放量，预测 2025 年市占率 7%；②300-800 元：梦 6+在商务场景继续强化，水晶梦竞争格局改善，在苏北等地区有望享受升级红利，预期 25 年市占率提升到 48%；③100-300 元：天之蓝、海之蓝在省内较为成熟，部分下沉市场仍有潜力，预期 25 年市占率达 30%；④100 元以下：22 年新品布局，考虑洋河在大众价位本身具有优势，预计市占率进一步提升到 53%。综合来看，预计 2022-25 年洋河在省内规模 CAGR 约 15%，市占率约 32%。

再看省外市场：海之蓝、天之蓝在省外体量较大，海之蓝省外收入占比估计 70% 以上，天之蓝省外收入占比 60%左右，梦 6+省外收入占比估计在 30%左右，水晶梦省外收入占比 40%左右。海、天在省外为基本盘，考虑省外很多市场用酒价位升级较江苏较为滞后，海、天仍是主流价位，且公司渠道网络成熟，2023-25 年海、天规模提升仍有一定空间，估计 CAGR 有望达到 15%。水晶梦为很多市场升级的潜力价格带，梦 6+在高线次高端具有先发优势，目前该价位除低度国窖 1573 和部分酱酒品牌之外，主流大单品不多，估计梦系列省外市场规模增速快于省内、2022-25 年 CAGR 有望达到 20%+。

表 2：洋河省内分价格带销售规模测算

	800 元以上	300-800 元	100-300 元	100 元以下	合计
2022 年白酒市场规模/亿元	140	157	207	56	560
2022 年洋河销售规模/亿元	10	70	60	26	166
2022 年洋河市场份额	7%	45%	29%	46%	30%
2022-2025E 白酒市场规模 CAGR	12%	18%	9%	2%	12%
2025E 白酒市场规模	197	258	268	59	782
2025E 洋河在省内市占率	7%	48%	30%	53%	32%
2025E 洋河销售规模/亿元	14	124	80	32	250
2022-2025E 洋河 CAGR	11%	21%	10%	7%	15%

资料来源：渠道调研估算，光大证券研究所，注：规模为销售口径，上表的白酒市场规模、酒企销售规模、市场份额都是在江苏省内的数据。

今世缘省内仍有较高成长空间：1) 根据上文数据，2022 年省内 800 元以上/300-800 元/100-300 元/100 元以下价格带，今世缘市占率分别约为 3%/25%/27%/9%，整体估计市占率 18% 左右，与渠道反馈基本符合。

2) 从各价格带来看，①**800 元以上**：V9 拔高品牌势能逐步培育，预测 2025 年市占率达 5%；②**300-800 元**：V3 为 V 系战术上量产品，市场状态良性基础上有望逐步放量，国缘四开优势有望继续强化，预测今世缘在该价格带份额提升至 32%；③**100-300 元**：今世缘优势价格带，特别在家宴等场景，市占率或继续提升，预期市场份额提升至 35%；④**100 元以下**：今世缘典藏部分百元以内产品在苏北等饮用习惯较深，高沟体量小、增速较快，预期市场份额达到 12%。综合来看，预期 2022-2025E 今世缘在省内销售规模 CAGR 达到 23%，市场份额有望提升至 25% 左右。

3) 22 年省外收入占比约 7%，公司以国缘为主，选择长三角周边地级市为样板市场、逐步复制，V 系也在长三角一体化布局，未来省外市场占比有望达到 10%。按照 2022 年营收 78.5 亿元、省内/省外收入占比约 93%/7%，估计 25 年省内营收有望达到 135 亿元左右、公司总营收口径有望达到 150 亿元。

表 3：今世缘省内分价格带销售规模测算

	800 元以上	300-800 元	100-300 元	100 元以下	合计
2022 年白酒市场规模/亿元	140	157	207	56	560
2022 年今世缘销售规模/亿元	4	40	55	5	104
2022 年今世缘市场份额	3%	25%	27%	9%	18%
2022-2025E 白酒市场规模 CAGR	12%	18%	9%	2%	12%
2025E 白酒市场规模/亿元	197	258	268	59	782
2025E 今世缘在省内市占率	5%	32%	35%	12%	25%
2025E 今世缘销售规模/亿元	10	83	94	7	193
2022-2025E 今世缘 CAGR	40%	27%	19%	13%	23%

资料来源：渠道调研估算，光大证券研究所，注：规模为销售口径，上表的白酒市场规模、酒企销售规模、市场份额都是在江苏省内的数据。

4、2023 年地产酒有望释放弹性

4.1、复盘：地产酒过去发展平稳，疫情期间彰显韧性

复盘 2015 年以来行业的两轮上行周期：2015 年伴随行业深度调整结束，需求逐渐恢复，飞天茅台、普五批价开始上行，多数酒企收入重回增长通道，2016/17 年贵州茅台、泸州老窖、五粮液收入端实现较快增长，业绩弹性更加明显，2017 年开始山西汾酒、水井坊、舍得酒业、酒鬼酒等释放利润弹性，地产名酒在 2016/17 年收入增速相对较低，18Q1/Q2 开始加速。从股价表现来看，2016/17 年高端白酒相对强劲，到 2017 年山西汾酒、舍得酒业、水井坊等次高端酒企营业收入和归母净利润高增、股价增长翻倍，2018 年上半年地产名酒如今世缘、古井贡酒、口子窖表现突出。

表 4：2015-2018H1 主要酒企收入及业绩表现

	2015		2016		2017		2018H1	
	收入增速	归母净利润增速	收入增速	归母净利润增速	收入增速	归母净利润增速	收入增速	归母净利润增速
贵州茅台	3.82%	1.00%	20.06%	7.84%	52.07%	61.97%	38.27%	40.12%
五粮液	3.08%	5.85%	13.32%	9.85%	22.99%	42.58%	37.13%	43.02%
泸州老窖	28.89%	67.42%	20.35%	30.87%	25.18%	32.69%	25.49%	34.08%
山西汾酒	5.43%	46.34%	6.69%	16.24%	37.06%	56.02%	47.38%	55.76%
洋河股份	9.41%	19.03%	7.04%	8.61%	15.92%	13.73%	26.12%	28.06%
舍得酒业	-19.99%	-46.76%	26.42%	1025.11%	12.10%	79.02%	15.82%	166.05%
酒鬼酒	54.76%	扭亏为盈	8.92%	22.60%	34.13%	62.18%	41.26%	38.30%
今世缘	1.05%	6.14%	5.34%	10.06%	15.78%	18.79%	30.81%	31.87%
古井贡酒	12.96%	19.85%	14.54%	15.94%	15.81%	38.46%	30.32%	62.59%
口子窖	14.41%	43.41%	9.53%	29.41%	27.29%	42.15%	23.67%	39.45%
水井坊	134.29%	扭亏为盈	37.61%	155.52%	74.13%	49.24%	58.97%	133.59%
老白干酒	10.75%	26.89%	4.39%	47.71%	3.96%	47.53%	31.78%	208.01%
迎驾贡酒	-1.09%	9.01%	3.81%	28.77%	3.29%	-2.40%	10.81%	15.96%
金种子酒	-16.74%	-41.19%	-16.89%	-67.32%	-10.14%	-51.88%	-4.19%	18.00%

资料来源：，光大证券研究所

表 5：2015-2018H1 主要酒企股价涨跌幅

	2015 年股价涨跌幅	2016 年股价涨跌幅	2017 年股价涨跌幅	2018 年 H1 股价涨跌幅
贵州茅台	28.81%	56.45%	111.89%	6.36%
五粮液	29.44%	29.36%	136.47%	-4.86%
泸州老窖	37.27%	24.78%	103.97%	-7.79%
山西汾酒	-15.81%	31.56%	131.64%	10.35%
洋河股份	23.67%	5.56%	66.89%	16.51%
舍得酒业	22.96%	-1.22%	107.06%	-22.65%
酒鬼酒	22.10%	14.64%	34.43%	1.81%
今世缘	21.64%	-1.21%	20.05%	48.98%
古井贡酒	-0.65%	24.92%	46.03%	36.73%
口子窖	-	-24.44%	45.02%	33.44%
水井坊	30.40%	50.62%	148.23%	18.01%
老白干酒	22.22%	-2.44%	33.52%	-9.02%
迎驾贡酒	-	-26.29%	-16.15%	8.20%
金种子酒	-13.62%	-8.34%	-16.23%	-15.86%

资料来源：，光大证券研究所，注：迎驾贡酒、口子窖分别于 2015 年 5.28/6.29 上市交易，考虑上市当年股价波动较大，因此剔除

2019 年开始板块进入新一轮上行周期，2018 年下半年受去杠杆、贸易摩擦、茅台业绩增速放缓影响，板块存在阶段性调整，18Q4 贵州茅台、五粮液净利润同比均超过 40%，市场信心逐渐修复，19 年下半年五粮液进行普五升级，批价呈上升趋势。2019 年茅五泸收入增长较为稳健，山西汾酒、酒鬼酒、水井坊等收入增速相对较快，2020 年疫情对行业有所冲击，高端白酒确定性较强，20Q1 在多数酒企收入基本持平或下滑的情况下，贵州茅台、五粮液收入同增 13%/15%，二季度后疫情形势有所好转，汾酒、酒鬼势头较为强劲，地产名酒则相对疲软。21 年疫情影响减弱，山西汾酒、酒鬼酒、水井坊、舍得酒业等次高端酒企收入恢复较高增速，同时，洋河股份、今世缘、古井贡酒、口子窖亦逐步恢复。22 年疫情散点复发扰动较大，地产酒在基地市场受损不大的情况下凸显抗风险能力，22 年全年维持较好增长。

从股价表现来看，2019-2020 年多数龙头酒企涨幅达到翻倍以上，2020 年山西汾酒、酒鬼酒等股价弹性明显，下半年开始领涨板块，2021 年春节后板块整体有所回调，成长性较高的舍得酒业、酒鬼酒、水井坊，收入增长提速的迎驾贡酒表现较优。22 年疫情扰动大于过去两年、白酒需求较为疲软，市场整体较为悲观，多数酒企股价承压，基地市场稳健的古井贡酒、洋河股份、今世缘等表现相对领先。

表 6：2019-2022 年主要酒企收入及业绩表现

	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年	
	收入增速	归母净利润增速	收入增速	归母净利润增速	收入增速	归母净利润增速	收入增速	归母净利润增速
贵州茅台	15.10%	17.05%	10.29%	13.33%	11.71%	12.34%	16.53%	19.55%
五粮液	25.20%	30.02%	14.37%	14.67%	15.51%	17.15%	11.72%	14.17%
泸州老窖	21.15%	33.17%	5.28%	29.38%	23.96%	32.47%	21.71%	30.29%
山西汾酒	26.63%	32.16%	17.76%	58.85%	42.75%	72.56%	31.26%	52.36%
洋河股份	-4.28%	-9.02%	-8.76%	1.35%	20.14%	30.44%	18.76%	24.91%
舍得酒业	19.79%	48.61%	2.02%	14.42%	83.80%	114.35%	21.86%	35.31%
酒鬼酒	27.38%	34.50%	20.79%	64.15%	86.97%	81.75%	18.63%	17.38%
今世缘	30.28%	26.71%	5.09%	7.46%	25.13%	29.50%	23.09%	23.34%
古井贡酒	19.93%	23.73%	-1.20%	-11.58%	28.93%	23.90%	25.95%	36.78%
口子窖	9.44%	12.24%	-14.15%	-25.84%	25.37%	35.38%	2.12%	-10.24%
水井坊	25.53%	42.60%	-15.06%	-11.49%	54.10%	63.96%	0.88%	1.40%
老白干酒	12.48%	15.39%	-10.73%	-22.68%	11.93%	24.50%	15.54%	81.81%
迎驾贡酒	8.26%	19.49%	-8.60%	2.47%	32.58%	44.96%	20.29%	23.38%
金种子酒	-30.46%	-300.71%	13.55%	扭亏为盈	16.70%	-339.76%	-2.11%	亏损 1.87 亿 (21 年亏损 1.66 亿)

资料来源：，光大证券研究所，注：洋河 2021 年数据为扣非归母净利润同比增速

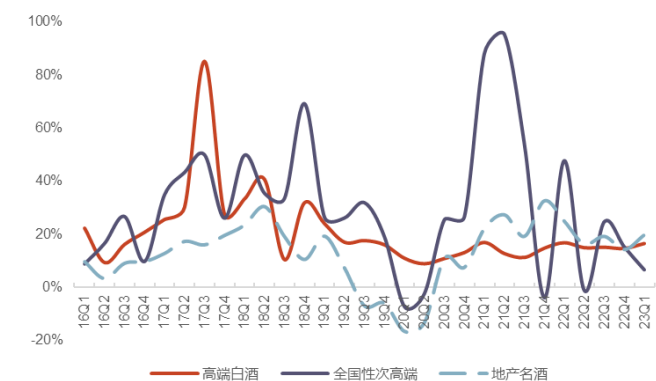
表 7：2019-2022 年主要酒企股价涨跌幅

	2019 年股价涨跌幅	2020 年股价涨跌幅	2021 年股价涨跌幅	2022 年股价涨跌幅	2023 年年初以来股价涨跌幅
贵州茅台	103.47%	70.86%	3.57%	-13.76%	-5.68%
五粮液	165.98%	122.37%	-22.97%	-17.60%	-10.80%
泸州老窖	117.07%	164.20%	13.57%	-10.33%	-9.03%
山西汾酒	158.65%	321.23%	17.85%	-9.24%	-26.37%
洋河股份	19.83%	119.55%	-29.13%	-0.86%	-16.36%
舍得酒业	32.00%	185.61%	166.37%	-29.67%	-0.74%
酒鬼酒	125.76%	338.27%	36.15%	-34.54%	-31.34%
今世缘	128.66%	77.25%	-4.39%	-5.22%	9.41%
古井贡酒	155.31%	101.90%	-9.71%	10.47%	-5.61%
口子窖	60.60%	29.37%	4.57%	-16.42%	-6.19%
水井坊	67.01%	63.69%	45.72%	-28.99%	-30.93%
老白干酒	19.81%	184.25%	-10.76%	-0.95%	-2.65%
迎驾贡酒	47.36%	80.64%	102.21%	-8.19%	-10.11%
金种子酒	36.53%	211.56%	-12.88%	58.01%	-8.68%

资料来源：，光大证券研究所，注：23 年股价截至 2023.5.31

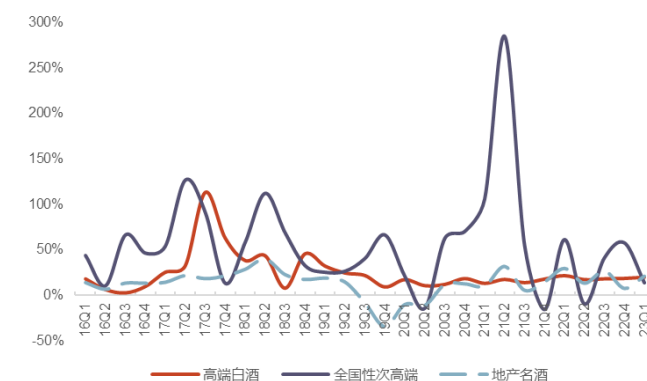
过去两轮上行周期，基本呈现高端、次高端、地产酒依次恢复的顺序。高端白酒率先恢复、批价坚挺，从而提振渠道信心，典型次高端酒企如舍得酒业、酒鬼酒等加大全国化渠道扩张、布局速度较快，地产名酒发展平稳，但在疫情扰动期间韧性相对较强。

图 35：分类型酒企收入端同比



资料来源：，光大证券研究所

图 36：分类型酒企净利润端同比



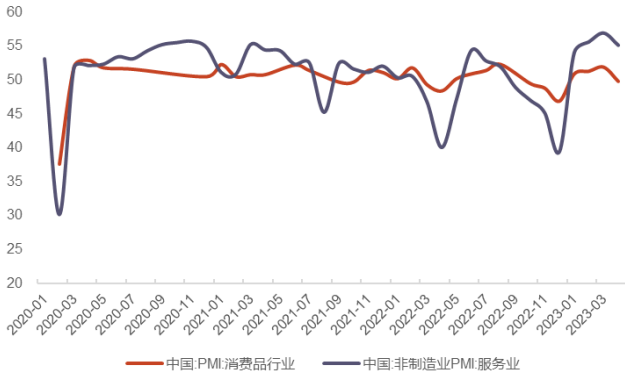
资料来源：，光大证券研究所

4.2、23 年关注地产酒场景恢复与区域优势

2023 年随着防疫政策优化，白酒消费场景逐渐恢复，春节动销反馈超出产业/渠道端此前预期，后续行业有望进一步复苏，对比过去的上行周期，本轮复苏或呈现以下特点：1) 场景的修复对比往年会更加明显，过去两三年未办的宴席场次、聚饮会面等场景率先回补，在这些场景具有强势大单品的酒企前期恢复较为明显；2) 渠道信心逐渐恢复，但是完全恢复需要一定时间，库存、价盘是关注的重要变量。对于次高端酒企来说，上半年以库存去化为主，大面积的招商动作会减少，后续收入增速或有所放缓，酒企策略从渠道扩张转向围绕消费者培育为

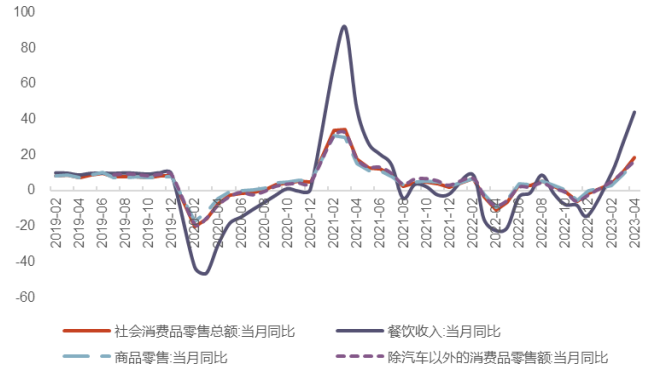
核心，费用投放从渠道端更多转向 C 端，市场秩序管理是酒企的重要工作。3) 回补式场景回归到正常水平之后，后续需要看商务等场景复苏，目前来看需求端整体呈现弱复苏，但江苏等市场疫后恢复韧性较强、年后反馈有较多项目开工，后续商务需求的恢复或许相对较快，叠加地产名酒结构升级顺利推进，23 年业绩表现或较为突出。4) 高端白酒疫情期间需求相对刚性，疫后经济复苏有望继续受益，在板块内仍具备较高的业绩确定性。

图 37：2023 年 1-3 月消费品和服务业 PMI 位于荣枯线上



资料来源：，光大证券研究所，注：单位/%，截至 2023-04

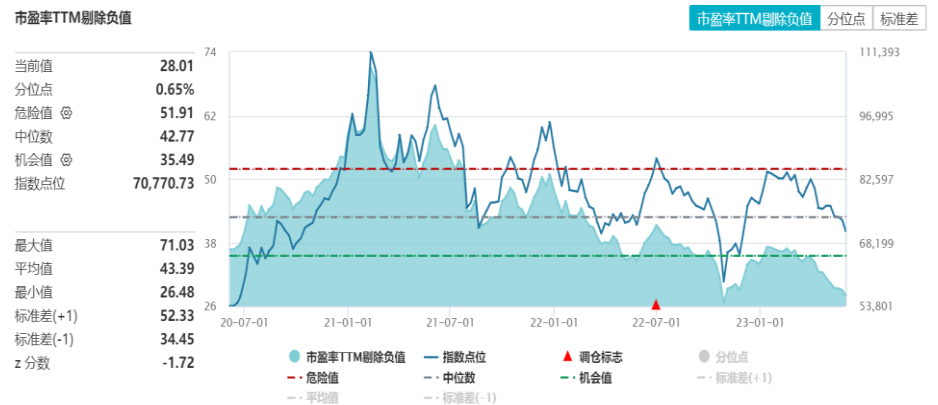
图 38：23 年以来全国社零单月增速恢复



资料来源：，光大证券研究所，注：单位/%，截至 2023-04

苏酒估值水平在板块内具有相对优势。估值层面，目前中信白酒指数的 PE (TTM, 剔除负值) 为 28 倍左右，已落入近三年 0.6% 左右、接近底部的分位点，近两年估值压力得到明显释放，板块左侧配置价值大幅提升。纵向对比来看，当前洋河/今世缘 PE TTM 落入近三年底部/14% 分位点左右。横向对比来看，当前洋河/今世缘 PE TTM 为 20/25 倍左右，一致盈利预测对应 23 年 PE 为 18/22 倍，在板块内估值优势较为明显。考虑区域经济具备韧性、需求恢复速度或相对领先，龙头经营策略精进、有望继续竞合发展，后续两家企业估值均有望抬升。

图 39：中信白酒指数当前估值在过去三年的底部分位点



资料来源：，光大证券研究所，注：截至 2023-5-31

表 8：主要白酒企业估值

	PE-TTM(X)	23 年 PE(X)	24 年 PE(X)	PE TTM 三年分位点	PE TTM 五年分位点
口子窖	20	17	15	32.0%	40.0%
洋河股份	20	18	15	0.0%	20.7%
五粮液	22	20	17	1.8%	10.5%
迎驾贡酒	24	21	17	16.5%	49.9%
今世缘	25	22	18	13.5%	25.4%
泸州老窖	27	23	19	2.3%	24.0%
水井坊	28	22	18	10.3%	12.9%
山西汾酒	28	25	20	0.0%	7.2%
舍得酒业	31	25	19	15.2%	40.3%
贵州茅台	31	28	24	1.0%	18.0%
古井贡酒	37	31	25	0.7%	38.9%
酒鬼酒	37	25	20	10.6%	30.4%
金徽酒	40	30	22	25.1%	55.1%
老白干酒	45	33	24	42.4%	59.8%
伊力特	63	32	24	87.8%	92.7%

资料来源：，光大证券研究所，注：交易数据为 2023-5-31

5、投资建议

考虑场景恢复下的需求释放，以及江苏省经济恢复弹性较强，商务场景后续复苏有望领先，苏酒龙头成长性与确定性较强，且估值水平具备优势，推荐**洋河股份**、**今世缘**。

5.1、洋河股份（002304.SZ）

22 年稳健收官，23Q1 开局良好。公司 2022 年实现总营收 301 亿元，同比增长 18.8%，归母净利润 93.8 亿元，同比增长 24.9%，扣非归母净利润 92.8 亿元，同比增长 25.8%。23Q1 总营收 150.5 亿元，同比增长 15.5%，归母净利润 57.7 亿元，同比增长 15.7%。梦 6+、水晶梦势头稳健，新版海之蓝上市铺货带来一定增量，天之蓝表现较为平稳。分地区看，22 年省内/省外主营业务收入 133/162 亿元，同比增长 15.3%/23.7%，省外增长相对明显，河南、山东、安徽、江西、湖北等重点市场增长均较为突出。23Q1 收入及业绩符合此前市场预期，春节旺季动销良好，库存、价盘维持良性。

势能向上，23 年稳步向前。22 年公司围绕“总部管总、事业部管战”推动营销架构调整，决策权下放、市场运作更加扁平。23 年营收目标增长 15%，省内外有望维持良性增长，二季度婚宴等场次表现强劲有望拉动动销，下半年若商务场景加快恢复、动销或进一步加速。省外具备扎实的渠道网络、流通运作能力较强，增长空间更足。“春糖”期间发布洋河大曲经典版，侧重挖掘名酒复兴与大众价位潜力，产品矩阵进一步完善。

盈利预测、估值与评级：维持 2023-25 年归母净利润预测 112.9/132.0/153.6 亿元，折合 EPS 为 7.49/8.76/10.19 元，当前股价对应 P/E 为 18/15/13 倍。公司内外势能向上，估值性价比高，维持“买入”评级。

风险提示：省内外竞争加剧，新版海之蓝表现不及预期，省内商务需求恢复较慢。

表 9：洋河股份盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	25,350	30,105	35,589	41,467	48,138
营业收入增长率	20.14%	18.76%	18.22%	16.52%	16.09%
净利润（百万元）	7,508	9,378	11,294	13,197	15,357
净利润增长率	0.34%	24.91%	20.43%	16.85%	16.36%
EPS（元）	4.98	6.22	7.49	8.76	10.19
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.67%	19.75%	21.26%	22.16%	22.92%
P/E	27	22	18	15	13
P/B	4.8	4.3	3.8	3.4	3.0

资料来源：，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-5-31

5.2、今世缘（603369.SH）

22 年销量增长明显，23Q1 大众价位产品表现亮眼。公司 22 年总营收 78.9 亿元，同比增长 23%，归母净利润 25.0 亿元，同比增长 23.3%，23Q1 总营收 38.0 亿元，同比增长 27.3%，归母净利润 12.6 亿元，同比增长 25.2%。产品端来看，22 年销量/均价同比提升 22%/1%，估计四开收入增速与平均增速接近，对开、淡雅销售额增长较快，V 系列 22 年调整、估计表现稳健。23 年春节动销亮眼，宴席等恢复较为出色，23Q1 特 A 类和 A 类产品占比较 22Q1 同比提升，估计与大众价位产品收入增速较快有关，特别淡雅、单开收入增速估计快于平均增速。

省内优势地区势头延续，苏中等地区恢复明显。从区域角度看，22 年省内/省外收入占比 93%/7%，省内南京、淮安市场在高基数下保持较快增长，苏中地区逐渐恢复，苏南经营稳步向好，23Q1 省内六个大区收入均实现 20%以上的同比增长，其中苏中收入增幅达到 42%。公司在省内继续加强渠道精耕和下沉、突破苏南等相对薄弱地区，省内市占率仍有提升空间。省外拓展同步进行，公司挑选 10 个重点市场作为样板市场，循序渐进打好市场基础。

盈利预测、估值与评级：维持 2023-25 年净利润预测为 31.9/39.6/48.6 亿元，折合 EPS 为 2.54/3.16/3.88 元，当前股价对应 P/E 为 22/18/14 倍。公司在省内成长势头与确定性较强，估值具备优势，维持“买入”评级。

风险提示：V 系列、四开销售不及预期，市场竞争加剧。

表 10：今世缘盈利预测与估值简表

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	6,406	7,885	10,037	12,336	15,044
营业收入增长率	25.12%	23.09%	27.29%	22.91%	21.95%
净利润（百万元）	2,029	2,503	3,192	3,961	4,865
净利润增长率	29.50%	23.34%	27.54%	24.10%	22.81%
EPS（元）	1.62	2.00	2.54	3.16	3.88
ROE（归属母公司）（摊薄）	21.83%	22.62%	23.93%	24.48%	24.74%
P/E	34	28	22	18	14
P/B	7.5	6.3	5.2	4.3	3.6

资料来源：，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-5-31

6、风险分析

- 1) **场景恢复不及预期：**疫后若省内宴席、餐饮等恢复速度较慢，下半年商务宴请等复苏不及预期，则会影响酒企动销以及全年业绩增长。
- 2) **省内市场竞争加剧：**江苏省为白酒大省，除地产名酒之外，全国性名酒、徽酒企业在江苏均加大布局，若省内竞争激烈，可能对苏酒企业成长性造成挤压。
- 3) **费用投放效果不及预期：**酒企在市场拓展中需要保证一定的费用支出，例如用于消费者培育等，若费用投放效果较差，则可能影响企业盈利能力。

表 11：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价(元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
			22A	23E	24E	22A	23E	24E	22A	23E	24E	本次	变动
002304.SZ	洋河股份	134.24	6.22	7.49	8.76	22	18	15	4.3	3.8	3.4	买入	维持
603369.SH	今世缘	55.69	2.00	2.54	3.16	28	22	18	6.3	5.2	4.3	买入	维持

资料来源：，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-05-31

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP