

内容目录

引言：区域酒的韧性仍值得关注	4
今世缘：持续、稳健、专注，大单品动销起势助力品牌突破桎梏	6
营销抓手：围绕“缘文化”提高品牌穿透力，渠道当下更重视动销周转	6
产品布局：先聚焦构筑四开等大单品，再完善架构、推进场景外延	7
区域突破：省内分区精耕+分品提升，省外周边化、板块化外拓	12
投资建议：公司后百亿势能仍具，性价比区间推荐配置	18
风险提示	19

图表目录

图表 1：在上一轮行业回调期，区域酒整体呈现不错的业绩韧性	4
图表 2：在上一轮行业回调期，区域酒毛销差的恢复斜率也较优	5
图表 3：2015 年至今白酒主要子板块累积收益率梳理	5
图表 4：公司品牌营销露出始终围绕“缘文化”展开	6
图表 5：高周转、低单次周转毛利的单品，渠道盈利水平并不会落下风	6
图表 6：公司产品以“国缘”、“今世缘”、“高沟”三大品牌为主	7
图表 7：2015~2024H1 公司分产品营收拆分（亿元）	8
图表 8：2016~2024H1 公司分产品营收增速	8
图表 9：2015~2023 年公司分产品毛利率情况	8
图表 10：2015~2023 年公司分产品销量拆分（千升）	8
图表 11：2015~2023 年公司分产品吨价（万元/千升）	8
图表 12：2016~2023 年特 A+类产品增量中量价拆分	8
图表 13：2016 及 2023 年白酒板块重点标的吨价情况	9
图表 14：2015~2023 年公司旗下品牌定位、产品策略的表述梳理	9
图表 15：2016~2024H1 公司省内经销商新增及退出情况	10
图表 16：2016 及 2023 年区域酒企省内经销商数量情况	11
图表 17：2016 及 2023 年区域酒企省内经销商平均体量	11
图表 18：2015 年公司省内营收区域拆分	11
图表 19：2023 年公司省内营收区域拆分	11
图表 20：2015~2024H1 公司销售费用明细拆分（亿元）	12
图表 21：2023 年区域酒销售费用率及毛销差梳理	12
图表 22：2000~2023 年江苏人均 GDP 情况梳理	12
图表 23：部分全国化品牌对大众价位产品规划梳理	13

图表 24:	2023 年江苏各区域 GDP 及增长率情况.....	14
图表 25:	2023 年末江苏各区域常住人口情况.....	14
图表 26:	2017/2023 年省内分区域营收拆分（亿元）.....	14
图表 27:	2023 年省内分区域经销商数量及单经销商营收.....	14
图表 28:	2002~2023 年山西汾酒营收分区域拆分.....	15
图表 29:	2011~2023 年金徽酒营收分区域拆分.....	15
图表 30:	2015~2024 年公司对全国化策略的表述梳理.....	15
图表 31:	2016~2024H1 公司省外营收及同比增速.....	16
图表 32:	2016~2024H1 公司省外经销商变动情况.....	16
图表 33:	2015~2023 年公司省内/省外销售吨价情况.....	17
图表 34:	2015~2023 年公司省内/省外毛利率情况.....	17
图表 35:	2015~2023 年公司省外经销商体量梳理.....	18
图表 36:	2023 年部分白酒企业省外经销商平均体量.....	18
图表 37:	2015 年至今公司 PE-TTM 及估值分位.....	18
图表 38:	公司及可比标的盈利预测.....	19

引言：区域酒的韧性仍值得关注

从白酒传统销售链条来看，渠道商连接酒企与终端烟酒店，经济周期与库存周期叠加形成中期维度下白酒行业的景气波动。在景气波动中，市场对酒企的弹性与韧性交替定价，上行期成长性逻辑打破估值天花板，下行期业绩兑现及股利支付托底酒企价值。

目前尚处于行业景气波动期，我们建议关注区域酒在该阶段的经营韧性，特别是区域内强势品牌，基本面与股价表现具备相对优势。

- 1) 品牌力层面，区域性品牌较全国性品牌在区域酒的强势区域内，大众消费认知不遑多让，差距更多在于品牌调性，这与区域酒普遍采取与消费力相匹配的产品策略有关；
- 2) 渠道力层面，全国性品牌往往借助渠道推力加快渗透速率，区域性品牌节奏更倾向于“安营扎寨、循序渐进”、渠道精细化水平普遍更优，体现在销售团队规模、终端客情拜访频次、渠道秩序维护等方面。
- 3) 营销力层面，目前行业内酒企营销活动已愈发同质化，品牌广宣等营销活动对品牌力的扶持是慢变量，粗放式加大费投容易反噬价格，积年累月费效差异的结果是分化的厂商关系，及与团购单位的客情粘性，区域酒易形成区位优势。

以史为鉴，我们从表观业绩与股价表现两方面浅析区域酒的韧性。

上一轮行业回调期以食品安全事件叠加政务需求断崖缺失为导火索，需求下行期先冲击量，为保周转渠道降价去库存、酒企降价加费投守市占，价盘自上而下层层挤压（原箱飞天茅台批价自2012年高点1800元以上回落至2013年低点900元内，普五、国窖1573均自2012年高点900元以上回落至2014年低点600元内），多数酒企经历渠道出清。

在此过程中，区域酒凭借相对较优的渠道抗压性、厂商粘性、消费自点率等，在营收、利润规模、毛销差等方面，率先于2015年恢复至景气回调前水平。同期，高端酒普五、国窖1573等自2015年起批价逐渐修复，伴随渠道情绪回暖、招商氛围渐起，后续泛全国化酒企也陆续兑现表现弹性。

图表1：在上一轮行业回调期，区域酒整体呈现不错的业绩韧性

子板块	证券名称	营业收入同比				归母净利润同比					
		2013年	2014年	2015年	2012~2015 CAGR	2013年	2014年	2015年	2012~2015 CAGR		
高端酒	贵州茅台	17%	2%	3%	7%	14%	1%	1%	5%		
	五粮液	-9%	-15%	3%	-7%	-20%	-27%	6%	-3%		
	泸州老窖	-22%	-74%	6%	-31%	-10%	-49%	29%	5%		
次高端酒	山西汾酒	-14%	-28%	-6%	46%	-27%	28%	2%	20%		
	舍得酒业	16%	-97%	14%	-47%	-7%	水井坊	-70%	-25%	134%	-19%
	水井坊	亏损	亏损	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	扭亏	-44%	
苏酒	酒鬼酒	-59%	-43%	55%	-29%	亏损	亏损	扭亏	-44%		
	洋河股份	-13%	-2%	9%	-2%	-19%	-10%	19%	-4%		
徽酒	今世缘	-3%	-5%	1%	-2%	1%	-5%	6%	0%		
	古井贡酒	9%	2%	13%	8%	-14%	-4%	20%	0%		
	迎驾贡酒	1%	-13%	-1%	-4%	-9%	15%	9%	4%		
	口子窖	-2%	-8%	14%	1%	-13%	6%	43%	10%		
其他区域酒	金种子酒	-9%	0%	-17%	-9%	-76%	-34%	-41%	-55%		
	老白干酒	8%	17%	11%	12%	-42%	-10%	27%	-13%		
	金徽酒	12%	-7%	17%	7%	2%	15%	33%	16%		
	伊力特	-1%	-7%	1%	-2%	15%	-2%	5%	6%		
天佑德酒	20%	-6%	1%	4%	24%	-15%	-27%	-8%			

来源：Ifind，（注：标红为大于0的情形）

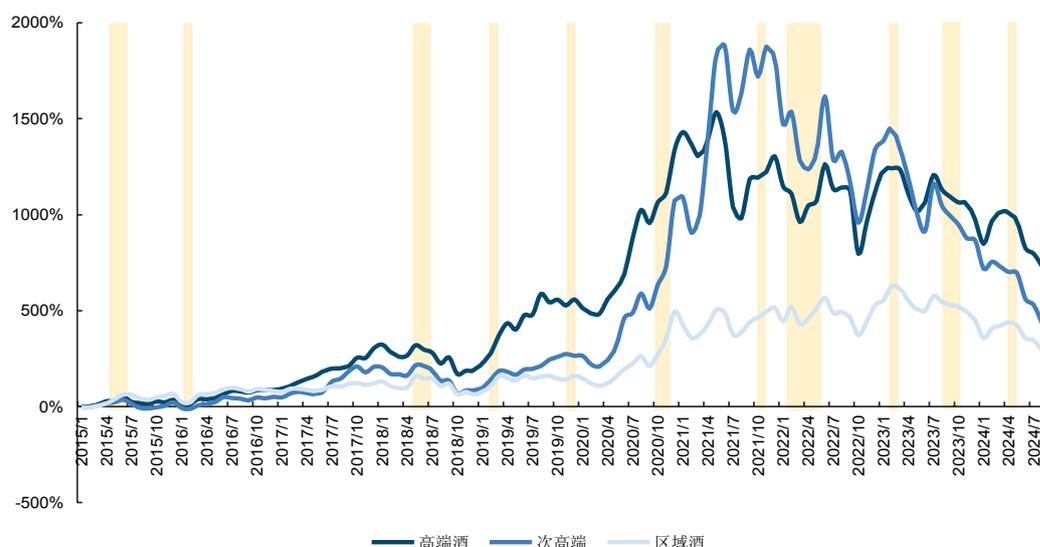
图表2：在上一轮行业回调期，区域酒毛销差的恢复斜率也较优

子板块	证券名称	毛销差							
		2012年	2013年	2014年	2015年	2013年	2014年	2015年	2015vs2012
高端酒	贵州茅台	87.6%	86.9%	87.4%	87.8%	-0.7%	0.5%	0.4%	0.1
	五粮液	62.2%	59.6%	52.0%	52.7%	-2.7%	-7.6%	0.7%	-9.5%
	泸州老窖	59.9%	50.5%	36.8%	36.7%	-9.4%	-13.7%	-0.1%	-23.2%
次高端酒	山西汾酒	53.5%	47.7%	39.0%	45.2%	-5.8%	-8.7%	6.2%	-8.3%
	舍得酒业	45.9%	29.1%	26.3%	29.8%	-16.7%	-2.9%	3.5%	-16.1%
	水井坊	52.2%	-5.5%	-3.0%	53.3%	-57.7%	2.5%	56.2%	1.1%
	酒鬼酒	58.8%	31.7%	10.9%	49.8%	-27.1%	-20.8%	38.9%	-9.0%
苏酒	洋河股份	53.3%	51.2%	49.2%	50.2%	-2.1%	-2.0%	1.0%	-3.1%
	今世缘	50.2%	51.4%	51.7%	51.9%	1.2%	0.3%	0.1%	1.7
徽酒	古井贡酒	45.3%	41.8%	40.6%	41.6%	-3.4%	-1.3%	1.0%	-3.7%
	迎驾贡酒	36.9%	35.6%	42.4%	45.3%	-	6.9%	2.9%	8.4%
	口子窖	47.3%	45.9%	49.6%	56.0%	-	3.7%	6.3%	8.7%
	金种子酒	51.4%	28.8%	24.0%	21.4%	-22.6%	-4.9%	-2.5%	-30.0%
其他区域酒	老白干酒	29.4%	26.9%	28.4%	27.5%	-2.5%	1.6%	-0.9%	-1.9%
	金徽酒	41.3%	39.7%	42.1%	44.6%	-	2.5%	2.5%	3.4%
	伊力特	37.3%	43.2%	46.4%	47.5%	5.9%	3.2%	1.1%	10.2%
	天佑德酒	56.5%	51.0%	48.7%	42.0%	-5.6%	-2.2%	-6.7%	-14.6%

来源：Ifind，（注：标红为大于 0 的情形）

从股价表现来看，区域酒的韧性也较凸显。复盘 2015 年至今，区域酒在复苏早期（如 2015~2016 年）、震荡期（2018 年中期）、景气震荡下行期（2022 年至今）相较高端酒、次高端酒会有超额收益。相对应地，景气上行期高端酒、次高端酒会有超额收益。整体而言，区域酒的波动性会相对占优，与上文所述基本面韧性相印证。

图表3：2015 年至今白酒主要子板块累积收益率梳理



来源：Ifind，（注：数据截至 2024 年 8 月 28 日，子板块累积收益率为所涉及的累积收益率的算术平均值，

金色底纹指代区域酒具备相对超额的时期；高端酒标的包括贵州茅台、五粮液、泸州老窖，次高端包括山西汾酒、舍得酒业、水井坊、酒鬼酒，区域酒包括洋河股份、今世缘、古井贡酒、迎驾贡酒、口子窖、金种子酒、金徽酒、老白干酒、伊力特）

今世缘：持续、稳健、专注，大单品动销起势助力品牌突破桎梏

营销抓手：围绕“缘文化”提高品牌穿透力，渠道当下更重视动销周转

如何高效地做深品牌穿透力是仍处规模化拓张阶段的酒企在品牌战略方面的重心。例如早期白酒企业借力央视标王等媒体宣发快速传播品牌，近几年酱酒二三线品牌借力“12987”工艺及赤水河产区等概念构筑消费认知。

在当下营销同质化加剧、主流酒企品牌已基本完成消费者品牌认知构建的背景下，公司早期围绕“缘文化”展开系列品牌营销，包括践行“酿美酒，结善缘”的企业使命、2004年推出“国缘”拔高品牌调性等，具备先发优势，也形成了具备差异化的营销抓手。

目前公司旗下主线产品均围绕“缘”开展广宣营销，营销思路聚焦且具备连贯性，在江苏等主销区域已形成不错的消费认知。消费认知会转换为消费端动销拉力，这与渠道推力相对应，前者伴随渠道高周转，后者伴随渠道高毛利。

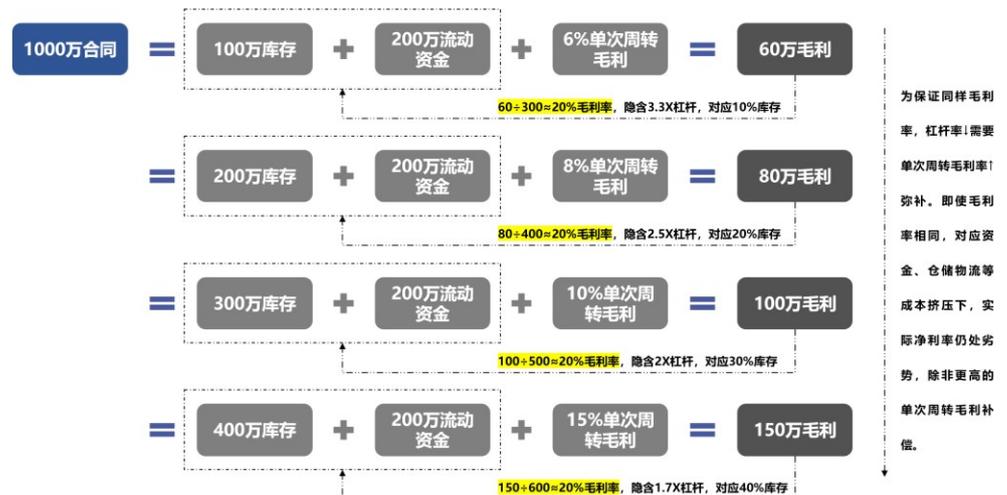
图表4：公司品牌营销露出始终围绕“缘文化”展开



来源：今世缘微信公众号，微酒，云酒头条，酒说，

在不同的景气周期阶段，渠道及终端对周转和毛利的优先级会有差异。出于谨慎的经营情绪，渠道及终端会更在意资金周转效率。畅销品虽单次周转毛利水平欠佳，但动销速率优势强，考虑财务杠杆、仓储等成本支出后，实际净利水平并不落下风。其次，渠道及终端会将有限的资金优先向经营权相对更稀缺的品牌集中。此外，厂商合作时间较长时，渠道及终端对返利兑现等给予“确定性溢价”。

图表5：高周转、低单次周转毛利的单品，渠道盈利水平并不会落下风



来源：

在上述层面，公司均具备相对优势，换言之公司在主销区凭借占优的消费认知具备经营势能的惯性。在惯性的基础上，公司通过产品和区域外延来突破天花板。1) 坚定四开核心大单品定位，向上培育六开、V系作品牌引领，向下牵引对开、单开、雅系等形成产品协同；2) 区域上省内“精耕攀顶”，省外“攻城拔寨”。

产品布局：先聚焦构筑四开等大单品，再完善架构、推进场景外延

公司产品囊括“国缘”、“今世缘”、“高沟”三大品牌，产品架构覆盖大众价位到高端价位。公司产品主要具备两方面特征：

- 1) 在香型上，脱胎于传统酱香型、浓香型、兼香型等国标香型，公司研发了企业标准/团体标准下的清雅酱香、幽雅醇厚、柔雅型香型。其中，幽雅醇厚及柔雅型产品覆盖三大品牌，而清雅酱香型产品主要为国缘V9、定位高端。
- 2) 在度数上，公司产品主要覆盖40°至50°间的中度价位、以42°产品为主。国缘品牌在2018年将定位升级至“中国高端中度白酒”，差异化的中度定位也符合江苏主流饮酒习惯，大单品四开国缘目前在500元价位中度白酒赛道中销量居前。

图表6：公司产品以“国缘”、“今世缘”、“高沟”三大品牌为主



来源：公司公告，京东旗舰店，（注：零售价参考线上旗舰店到手价，单位为元/瓶，数据截至2024年8月

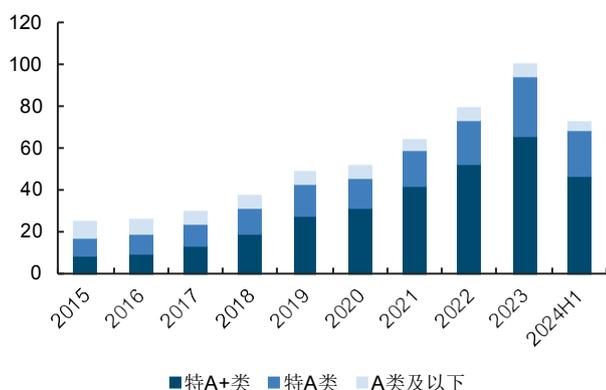
26日）

若按价位带划分，公司营收以特A+类、特A类产品为主（特A+类定义为含税出厂指导价300元以上的产品，特A类定义为100~300元产品）。2023年公司特A+类、特A类、A类及以下分别实现营收65.0、28.7、6.6亿元，占比分别为64.8%、28.0%、6.6%，其特A+类以国缘V系及开系中四开、对开为主，特A类以国缘开系中单开、雅系及今世缘品牌部分产品为主。

此轮周期下，特A+类产品引领公司营收持续增长。2015~2023年特A+类、特A类、A类及以下产品CAGR分别为30.5%、15.0%、-1.4%，2016~2022年特A+类产品增速明显高于特A类与A类及以下。

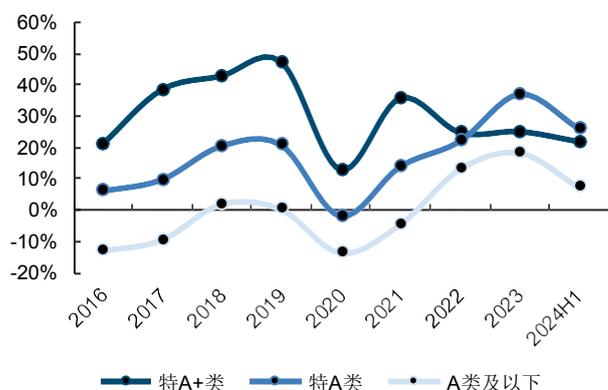
2022年至今，考虑到四开、对开等特A+类核心产品体量逐渐提升，叠加行业景气波动周期下100~200元中档价位动销相对较优，特A类产品增长逐渐提速，2023年及2024年上半年特A类产品增速均最高。

图表7：2015~2024H1 公司分产品营收拆分 (亿元)



来源：Ifind,

图表8：2016~2024H1 公司分产品营收增速



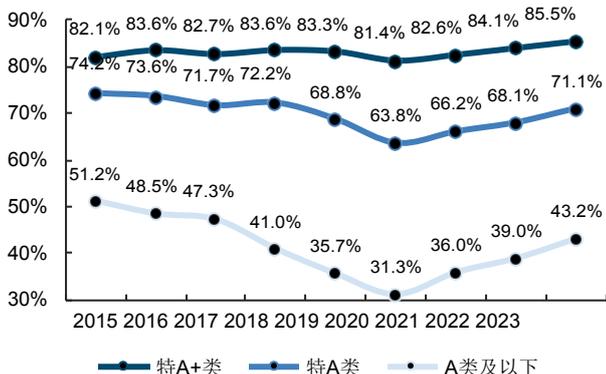
来源：Ifind,

从量价拆分来看，公司营收持续增长主要由特 A+类、特 A 类产品量增带动。

1) 吨价自 2015 年的 8.3 万元/千升提升至 2023 年的 21.6 万元/千升，CAGR 约 12.8%，吨价提升主要由产品结构优化驱动。其中，特 A+类、特 A 类、A 类及其他同期吨价 CAGR 分别为 1.2%、持平、6.8%，2023 年吨价分别为 46.4、14.4、5.7 万元/千升；

2) 销量自 2015 年的 2.90 万千升提升至 2023 年的 4.67 万千升，CAGR 约 6%，其中特 A 类、特 A 类、A 类及其他同期 CAGR 分别为 29%、1%、-6%。

图表9：2015~2023 年公司分产品毛利率情况



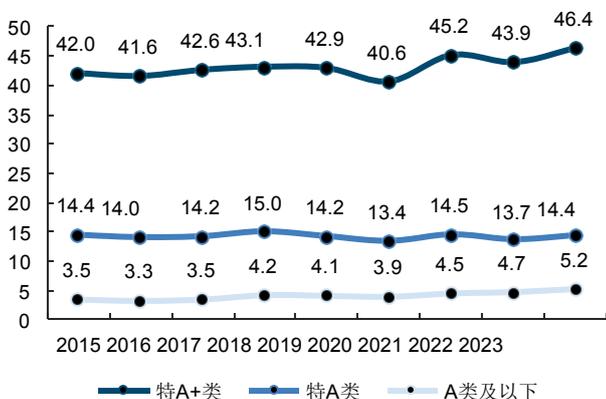
来源：Ifind,

图表10：2015~2023 年公司分产品销量拆分 (千升)



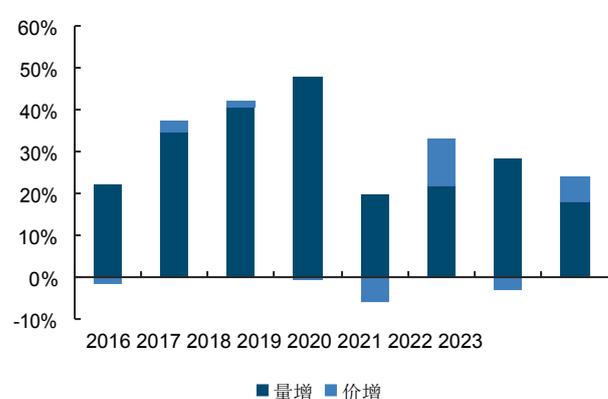
来源：公司公告,

图表11：2015~2023 年公司分产品吨价 (万元/千升)



来源：公司公告,

图表12：2016~2023 年特 A+ 类产品增量中量价拆分



来源：公司公告,

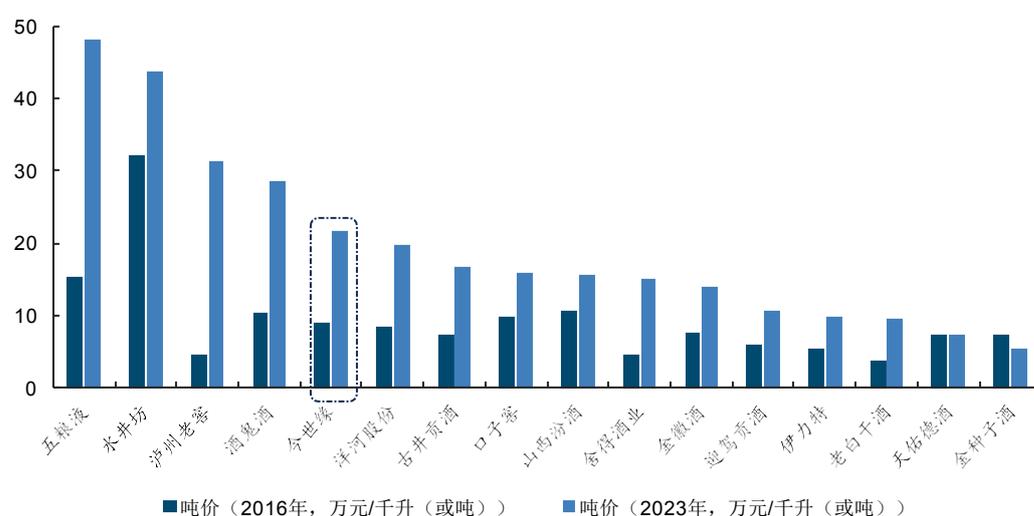
横向对比来看，公司吨价水平处于区域酒内居前水平、在白酒板块内仅次于高端酒及部分次高端酒企，我们认为这与公司产品矩阵的完善路径密不可分。

复盘此轮周期，酒企在景气上行期普遍笃定扩量大单品，而步入景气承压期则加码产品架构，对应产品 SKU 先减后增，例如近几年贵州茅台新发布珍品茅台、散花飞天、茅台 1935 等产品，五粮液焕新二代五粮春、45 度&68 度等产品。

对于全国化酒企而言，产品架构的完善路径建立在核心单品的基础上，例如飞天茅台、八代五粮液、国窖 1573、青花郎、水晶剑南春、品味舍得等。对于区域酒而言，产品架构往往伴随主流消费价格带上移而提升，例如古井贡酒在省内自献礼、古 5、古 8 向古 16、古 20 升级，金徽酒在省内自星级、柔和系列向年份系列升级。

但对公司而言，先对 SKU 做减法、聚焦形成国缘四开大单品，后向上&向下辐射，V 系向上占位培育（目前占收入比重近 10%，其中 V3 在 V 系内占比过半，V9 做形象、V3 做销量）对开、雅系等向下顺应消费趋势收获价位扩容红利。

图表13：2016 及 2023 年白酒板块重点标的吨价情况



来源：各公司公告，（注：考虑作图因素，贵州茅台 2016 年、2023 年吨价分别为 105、201 万元/吨未包含在图内；除五粮液、泸州老窖、洋河股份、古井贡酒、天佑德酒销量单位为吨外，其余标的销量单位均为千升）

图表14：2015~2023 年公司对旗下品牌定位、产品策略的表述梳理

年份	描述
2015 年	“国缘”酒定位江苏高端白酒创导品牌，“今世缘”酒定位中国人的喜酒，“高沟”酒定位正宗苏派老名酒。
2016 年	“国缘”酒定位中国次高端白酒新锐品牌，“今世缘”酒定位喜庆缘分酒，“高沟”酒定位正宗苏派老名酒。 经营策略：公司深化营销“五力工程”，聚焦主业，聚力创新，持续扩大中高档市场，提高大单品销量。
2017 年	“国缘”酒定位中国高端中度白酒创领者，“今世缘”酒定位喜庆缘分酒，“高沟”酒定位正宗苏派老名酒。聚焦战略单品，打通省内外今世缘主导产品，整合淘汰规模小、形象档次低的区域产品，产品结构持续优化。
2018 年	国缘品牌定位“中国高端中度白酒”创领者，今世缘品牌突出打造“中国人的喜酒”，高沟品牌定位“正宗苏派老名酒”。国缘品牌以“塑造名酒”为策略，策划了 V 系产品升级及上市发布；今世缘品牌统一了省内外主导产品形象，重点培育了典藏 15；高沟品牌确立了高沟青花系列为主导，产品结构趋于合理。
2019 年	国缘品牌继续保持高基数、高增长、高占比，突出了老开系单品打造；加快了国缘 V 系战略培育，国缘 V9 销售远超预期。整合精简了近 30 款区域产品，主导典藏系列占比进一步提升。高沟品牌强化了青花系列的主导主推地位，丰富了产品线。
2020 年	公司独创的“清雅酱香型”国缘 V9 定位“中国酱香新经典”。国缘品牌延续良好态势，销售占比超过 75%，V 系销售增长超过 50%；今世缘 D20 全国一体化运作初见成效，D30 布局有序推进。
2021 年	V 系攻坚成效明显，打造了高端鉴赏会、V9 体验馆新场景，组建了 V99 联盟体；开系提升稳健有力，四开国缘焕新成功导入，实现了量价齐升；今世缘激活扎实推进，加快了 D20/D30 布局培育，做靓高端“缘享荟”、喜庆推介会两大消费场景。

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.bok118.com/798103072052006132>