

# 今世缘 (603369.SH)

## 公司快报

### 步入百亿阵营行列，新阶段再攀新高峰

食品饮料 | 白酒III

投资评级

**买入-B(首次)**

股价(2024-02-01)

45.39 元

#### 投资要点

◆ **23年回顾：年初目标达成，步入百亿阵营。**2023年12月公司披露2023年经营数据，全年预计实现总营收100.5亿元左右，同比增长27.41%左右，超额完成年初制定的百亿收入目标，成功进入百亿阵营行列。根据中国经营报数据，目前白酒百亿军团有贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份、郎酒、劲酒、剑南春、山西汾酒、古井贡酒、顺鑫农业、贵州习酒、贵州国台、西凤酒、今世缘等，白酒企业“30亿区域求存、50亿区域称霸、百亿奔走全国”，今世缘进入后百亿时代，标志着公司后续进入全国化发展新阶段。

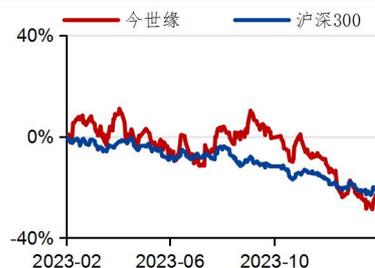
◆ **24年展望：筑牢区域根基，稳定市场价盘。**2023年12月公司召开2024今世缘发展大会，会上董事长提出2024年战略部署，明确路径，坚持目标引领，筑牢区域根基，提升品牌势能，优化产品布局，稳定市场价盘。在行业及经济下行期，“稳”字当头，公司将稳定价盘放在较高位置。

◆ **中期展望：战略目标清晰，战术举措细化。**2024今世缘发展大会上，董事长提出2025-2030年双百亿战略，拆分了目标确定“三步走”战略，提出“多品牌、单聚焦、全国化”战略，战术上采取省内“高精尖”、省外“三聚焦”、强化组织力等举措。

#### 交易数据

总市值(百万元)	56,941.76
流通市值(百万元)	56,941.76
总股本(百万股)	1,254.50
流通股本(百万股)	1,254.50
12个月价格区间	64.72/42.65

#### 一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.67	-13.87	2.35
绝对收益	-6.89	-23.77	-20.96

分析师

李鑫鑫

 SAC 执业证书编号: S0910523120001  
 lixinxin@huajinsec.com

#### 相关报告

**目标清晰：双百亿新征程，三阶段逐步实现。**第一阶段，到2025年全力以赴迈入150亿级酒企行列；第二阶段，从2026到2030年的“十五五”发展阶段，实现“双百亿”；第三阶段，到2035年基本实现社会主义现代化，实现集约高效发展，进入创新型企业前列。

**举措细化：战略战术齐发力，力求实现全国化。**

**1) 多品牌、单聚焦：**公司三大品牌致力满足不同场景和不同细分群体消费需求，专注各自清晰的价格赛道和品类差异。**国缘：**国缘致力高端化，定位中国新一代高端白酒，聚焦300-800元价格赛道，以主开系进行全国化一体化布局，致力成为行业千元以下第一梯队品牌；**今世缘：**今世缘致力大众化，打造典藏+星球双品系，聚焦100-300元价格赛道，以年轻化大众化拓展日常消费场景，致力于成为行业中高端优势新锐品牌；**高沟：**高沟致力个性化，定位黄淮名酒带高端光瓶典范；聚焦中高线光瓶酒细分市场，打造个性化特色品牌，推动品牌复兴。

**2) 省内“高精尖”：**省内做好高端化培育、精细化运营和尖刀单品打造，持续做强基本盘，其中高端化品系培育中做好国缘V系消费转化和圈层扩展、K系产品升级、今世缘“典藏+星球”布局；精细化区域运营中将通过区域、渠道及价格运营，积极补强短板，打造更多亿元县；打造尖刀产品中，积极推进国缘V3、四开、对开、淡雅四大单品持续放量。

**3) 省外“三聚焦”：**省外聚焦“国缘品牌”、“板块打造”、“顾客创造”的同时，力争3年实现环江苏、长三角一体化板块市场突破，为迈向全国化打下坚实基础



础。其中聚焦国缘品牌中，全国化战略以主开系为主干品系，战略导入新品六开，一体主推超级单品四开，带动对开上量；聚焦板块打造中，以“三年不盈利，三年30亿”的预算规划省外市场投入，聚焦“10+N”重点低级板块；聚焦顾客打造中，积极拓展原点顾客人群，推进终端星级合伙人建设，构建厂商店命运共同体。

◆ **行业分析：行业调整过半，期待行业复苏。**我们将本轮白酒调整周期跟上轮调整周期类比，思考如下：**1) 周期判断：**按照上一轮调整经验（12Q4-16年初/持续三年多），本轮调整21Q4开始预计调整至24年结束，此外上轮调整股价见底是15Q3，本轮预计现在处于15年初曙光乍现阶段，不宜过度悲观；**2) 预期节奏：**终端销售变差/库存积压（已实现）—酒企调整战略方向及人事变动（已出现）—战略执行/终端改善（半年时间）—报表改善（预期25年）；**3) 当下时点及关注：**当下处于战略执行情况，白酒子赛道关注高端及地产酒，股票关注稳定性、确定性两类，稳定性选高端（贵州茅台）、确定性优选地产酒（苏酒、徽酒等）。

◆ **投资建议：**短期来看，公司百亿目标成功达成，四开产品再次升级换代，卡位400-500元次高端价位带，符合省内商务宴请消费趋势，淡雅卡位100-200元价位带，契合当下自饮送礼新趋势，未来有望持续放量。中长期看，公司战略规划清晰，目标剑指150亿，战术上规划具体，采取省内“高精尖”、省外“三聚焦”、强化组织力等举措，全国化布局有望有新突破。我们公司预测2023年至2025年营业收入增速分别为27.8%、22.3%和19.5%，归母净利润增速分别为28.5%、22.8%、19.9%，EPS分别为2.56元、3.14元和3.77元，对应PE分别为18x、14x、12x，首次覆盖，给予“买入-B”建议。

◆ **风险提示：**省内竞争加剧，公司出现重大管理瑕疵；宏观经济发生较大的波动，白酒消费有大幅下滑等

#### 财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,408	7,888	10,085	12,336	14,738
YoY(%)	25.1	23.1	27.8	22.3	19.5
净利润(百万元)	2,029	2,503	3,217	3,950	4,736
YoY(%)	29.5	23.3	28.5	22.8	19.9
毛利率(%)	74.6	76.6	76.7	77.0	77.4
EPS(摊薄/元)	1.62	2.00	2.56	3.15	3.78
ROE(%)	21.8	22.6	24.1	23.8	23.1
P/E(倍)	28.1	22.8	17.7	14.4	12.0
P/B(倍)	6.1	5.1	4.3	3.4	2.8
净利率(%)	31.7	31.7	31.9	32.0	32.1

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 一、盈利预测

分业务来看：

- (1) **特 A+类产品**：公司出厂价 300 元产品为国缘对开及以上，包括国缘 V 系、六开、四开、对开、K3、K5、今世缘 D30 等。未来随着四开升级六开推出，省外扩张，特 A+类产品有望延续高增态势。我们预计 2023-2025 年公司特 A+类产品营收增速分别为 26%、22%、18%。
- (2) **特 A 类产品**：公司出厂价 100-300 元的产品有国缘单开、淡雅、柔雅、K1、今世缘 D10、D12、D15、D18、D20 等。公司淡雅等产品卡位 100-200 元价位带，契合当下宴请送礼新趋势，未来有望持续放量。我们预计 2023-2025 年公司特 A 类营收增速分别为 37%、27%、24%。
- (3) **A 类产品**：公司出厂价 50-100 元的产品有今世缘 D5、D6 等，未来有望保持现在趋势逐步放量。我们预计 2023-2025 年公司 A 类产品营收增速分别为 28%、16%、13%。
- (4) **B 类、C 类、D 类产品**：公司 50 元以下产品（即 B 类、C 类及 D 类）白酒在整体营收中占比较小，未来几年我们做保守假设处理，我们预计 2023-2025 年公司 B 类营收增速分别为 6%、4%、3%，C 类营收增速均为 1%、D 类营收增速均为 1%。
- (5) **其他及其他业务**：公司其他及其他业务在整体营收中占比较小，我们预计 2023-2025 年公司营收增速分别为 0%、0%、0%。

注：公司白酒类产品按照价位带划分产品档次，特 A+类为出厂指导价 300 元（含税，下同）以上的产品，特 A 类为 100—300 元价位带产品，A 类为 50—100 元价位带产品，B 类为 20—50 元价位带产品，C 类为 10—20 元价位带产品，D 类为剩余白酒产品，其他为非白酒产品。

表 1：公司业务拆分（单位：百万元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
1) 特 A+类	3069.21	4165.21	5197.50	6531.18	7937.99	9402.55
YoY		36%	25%	26%	22%	18%
毛利率	81.4%	82.6%	84.1%	84.1%	84.2%	84.5%
2) 特 A 类	1502.54	1714.17	2093.28	2857.33	3630.23	4497.86
YoY		14%	22%	37%	27%	24%
毛利率	63.8%	66.2%	68.1%	68.1%	68.3%	68.6%
3) A 类	253.59	264.84	324.81	414.13	478.32	542.42
YoY		4%	23%	28%	16%	13%
毛利率	47.0%	51.1%	52.7%	52.7%	52.9%	53.1%
4) B 类	159.19	137.98	145.61	154.42	160.65	165.50
YoY		-13%	6%	6%	4%	3%

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	23.1%	25.5%	27.1%	27.2%	27.2%	27.2%
5) C类	<b>92.65</b>	<b>83.60</b>	<b>81.97</b>	<b>82.79</b>	<b>83.61</b>	<b>84.45</b>
YoY		-10%	-2%	1%	1%	1%
毛利率	4.7%	6.8%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
6) D类	<b>7.09</b>	<b>3.42</b>	<b>2.44</b>	<b>2.49</b>	<b>2.54</b>	<b>2.59</b>
YoY		-52%	-29%	1%	1%	1%
毛利率	2.3%	3.7%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
7) 其他	<b>12.20</b>	<b>10.41</b>	<b>8.46</b>	<b>8.46</b>	<b>8.46</b>	<b>8.46</b>
YoY		-15%	-19%	0%	0%	0%
毛利率	28.8%	29.7%	30.9%	44.8%	46.5%	46.5%
8) 其他业务	<b>25.12</b>	<b>28.83</b>	<b>33.96</b>	<b>33.96</b>	<b>33.96</b>	<b>33.96</b>
YoY		15%	18%	0%	0%	0%
毛利率	94.4%	93.8%	85.0%	87.8%	87.8%	87.8%
<b>总计</b>	<b>5121.59</b>	<b>6408.46</b>	<b>7888.03</b>	<b>10084.76</b>	<b>12335.77</b>	<b>14737.79</b>
YoY	5.1%	25.1%	23.1%	27.8%	22.3%	19.5%
总成本	1478.67	1626.41	1845.48	2346.46	2836.11	3334.31
毛利率	71.1%	74.6%	76.6%	76.7%	77.0%	77.4%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 二、可比公司估值

公司是中国地产酒的代表,作为江苏白酒的龙二之一,收入已过百亿,可比公司选择时,我们选择收入体量接近的地产白酒公司,具体标的为山西汾酒、洋河股份、古井贡酒、迎驾贡酒、口子窖。

估值来看,1) 横向对比: 五家地产酒 2023-2025 年估值平均为 18x、14x 和 12x, 今世缘对应估值分别为 18x、14x 和 12x, 相较于五家地产酒, 今世缘估值处于中间位置, 但考虑到公司基本面短期坚挺, 估值相对具有性价比。2) 纵向对比: 截至 24/2/1 今世缘 PE-ttm 为 18x, 处于 2014 年 7 月 (上市以来) 以来的 4%分位、2016 年 1 月 (价值发现) 以来的 5%分位, 估值处于历史底部位置, 公司股价处于极度超跌状态。

表 2: 可比公司估值

公司代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE		
			2022A	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600809.SH	山西汾酒	2488	81	105	131	160	23.7	19.1	15.5
002304.SZ	洋河股份	1374	94	107	125	145	12.8	11.0	9.5
000596.SZ	古井贡酒	1058	31	44	57	71	23.8	18.5	14.8
603198.SH	迎驾贡酒	400	17	23	28	35	17.7	14.2	11.5
603589.SH	口子窖	232	16	18	21	25	12.9	10.9	9.4

公司代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE		
			2022A	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
	平均	-	<b>48</b>	<b>59</b>	<b>72</b>	<b>87</b>	<b>18.2</b>	<b>14.7</b>	<b>12.2</b>
603369.SH	今世缘	569	25	32	39	47	17.7	14.4	12.0

资料来源: Wind 一致预期, 今世缘盈利预测来自华金证券研究所, 股价为 2024 年 2 月 1 日收盘价

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	9933	11662	14508	18470	23006	<b>营业收入</b>	6408	7888	10085	12336	14738
现金	3958	5381	6993	10263	13530	营业成本	1626	1845	2346	2836	3334
应收票据及应收账款	40	47	64	71	90	营业税金及附加	1105	1277	1709	2072	2453
预付账款	5	5	8	8	12	营业费用	968	1390	1674	2028	2489
存货	3194	3910	5123	5795	7040	管理费用	258	323	423	506	609
其他流动资产	2736	2320	2320	2333	2334	研发费用	30	38	47	58	69
<b>非流动资产</b>	4500	6521	7075	7594	8135	财务费用	-65	-100	-119	-185	-276
长期投资	24	29	35	40	46	资产减值损失	-1	-2	-16	-7	-9
固定资产	1294	1219	1911	2513	3058	公允价值变动收益	98	84	110	97	97
无形资产	170	343	369	403	441	投资净收益	121	122	180	141	148
其他非流动资产	3013	4931	4760	4637	4590	<b>营业利润</b>	2712	3341	4289	5266	6311
<b>资产总计</b>	14434	18184	21583	26064	31141	营业外收入	5	2	5	4	4
<b>流动负债</b>	4980	6941	8039	9310	10450	营业外支出	17	16	17	17	17
短期借款	0	600	600	600	600	<b>利润总额</b>	2699	3328	4277	5253	6298
应付票据及应付账款	570	1081	1019	1519	1464	所得税	670	825	1060	1303	1561
其他流动负债	4409	5259	6420	7191	8386	<b>税后利润</b>	2029	2503	3217	3950	4736
<b>非流动负债</b>	157	178	178	178	178	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	2029	2503	3217	3950	4736
其他非流动负债	157	178	178	178	178	EBITDA	2700	3345	4281	5253	6265
<b>负债合计</b>	5137	7119	8217	9488	10628	<b>主要财务比率</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
股本	1255	1255	1255	1255	1255	<b>成长能力</b>					
资本公积	717	719	719	719	719	营业收入(%)	25.1	23.1	27.8	22.3	19.5
留存收益	7739	9506	11553	14062	17071	营业利润(%)	29.6	23.2	28.4	22.8	19.9
归属母公司股东权益	9297	11065	13366	16576	20513	归属于母公司净利润(%)	29.5	23.3	28.5	22.8	19.9
<b>负债和股东权益</b>	14434	18184	21583	26064	31141	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	74.6	76.6	76.7	77.0	77.4
						净利率(%)	31.7	31.7	31.9	32.0	32.1
						ROE(%)	21.8	22.6	24.1	23.8	23.1
						ROIC(%)	20.8	20.6	22.2	22.0	21.3
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	35.6	39.2	38.1	36.4	34.1
						流动比率	2.0	1.7	1.8	2.0	2.2
						速动比率	1.3	1.1	1.2	1.4	1.5
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
						应收账款周转率	185.9	182.3	182.3	182.3	182.3
						应付账款周转率	3.0	2.2	2.2	2.2	2.2
						<b>估值比率</b>					
						P/E	28.1	22.8	17.7	14.4	12.0
						P/B	6.1	5.1	4.3	3.4	2.8
						EV/EBITDA	18.6	14.9	11.3	8.6	6.7

资料来源: 聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

李鑫鑫声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)