本报告仅供 Choice 东方财富 使用，请勿传阅。

国投证券 SDIC SECURITIES

2024 年 02 月 08 日
今世缘(603369.SH)

公司动态分析

证券研究报告

白酒

V 系消费氛围渐起，国缘势能足

V3 消费者培育初见成效，高端化路径可期。我们预计 2023 年 V3 有高速增长，核心市场淮安及南京已有消费氛围，苏中苏南也形成消费者自点，从团购渠道为主开始进入流通渠道。公司高端化进程好于市场预期，我们认为主要得益于：**1）持续的消费者教育：**当前 V9 及 V3/V6 定位明确，公司重点发力 C 端消费者培育，差异化营销活动精准赋能。**2）灵活模式：**充分发挥国缘品牌在政商务积累的资源和优势，创新团购业务，以点带面深耕细分市场，灵活调节 V 系运作模式。**3）稳定的价盘：**重视产品价盘，旺季在宴席端投放短平快的促销政策营造消费氛围，但整体费用投放收缩，以挺价稳价为核心。我们预计 V3 今年仍预计维持较快增长。

国缘品牌势能向上，业绩基本盘扎实。短期来看，我们认为公司开门红回款进度正常，整体经营良性，今年有望顺利实现增长目标。**中长期看，**四开及对开为公司业绩基本盘，预计将保持稳健增长：对开仍有望受益于江苏省内 100-300 元价格带扩容趋势；公司重视四开渠道利润和产品价盘，第五代国缘四开预计将在春节后视市场情况投放，有利于重新梳理渠道利润链条，保障渠道利润。另外，淡雅 2023 年动销起势明显，成为国缘除 V 系外又一增长极。鉴于淡雅渠道利润高、大众消费为主、网点开拓仍有空间，我们预计淡雅今年仍将维持较快增速，向上趋势明确。

行业挤压式增长背景下，区域地产龙头竞争优势更强，看好苏酒省内份额扩大。江苏白酒市场容量大，苏酒在省内市占率仍有渗透空间。行业挤压式增长过程中，对于渠道和终端的争夺成为主要抓手，能够让经销商形成稳定赚钱预期的酒企更容易在竞争中获取份额。区域地产龙头在根据地市场的品牌力和渠道掌控力优秀，相比省外名酒竞争优势明显，我们认为苏酒有望共同挤占其他酒企份额。今世缘和谐的厂商关系是行业需求端不确定性背景下，公司供给端的确定性因素。

投资建议：我们预计公司 23-25 年收入为 101.0/124.3/150.9 亿，同比+28.1%/+23.0%/+21.4%；净利润为 31.8/38.4/46.0 亿，对应 PE 为 20X/17X/14X；维持买入-A 投资评级，给予 6 个月目标价 76 元，相当于 2024 年 25x 的动态市盈率。

风险提示：宏观经济下行，需求不及预期、竞争格局恶化

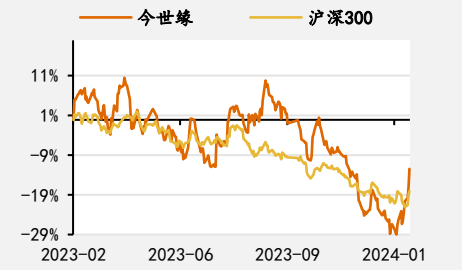
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	6,408.5	7,888.0	10,104.5	12,430.8	15,089.0
净利润	2,029.1	2,502.8	3,184.6	3,838.9	4,596.3
每股收益(元)	1.62	2.00	2.54	3.06	3.66
每股净资产(元)	7.41	8.82	10.80	12.79	15.17

投资评级	买入-A
	维持评级
6 个月目标价	76 元
股价 (2024-02-07)	51.90 元

交易数据

总市值(百万元)	65,108.55
流通市值(百万元)	65,108.55
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	42.12/66.35 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	13.0	1.2	6.0
绝对收益	13.4	-6.4	-12.4

赵国防 分析师
SAC 执业证书编号：S1450521120008
zhaogf1@essence.com.cn
王尧 分析师
SAC 执业证书编号：S1450523110002
wangyao2@essence.com.cn

相关报告

顺利跨越百亿，开启后百亿新时代	2024-01-02
今世缘：站在新的起点	2023-06-02
今世缘：22 年完美收官，23 年加速向前	2023-03-13
今世缘：收入利润均超预期，激励改革红利持续释放	2022-08-31

本报告版权属于国投证券股份有限公司，各项声明请参见报告尾页。

本报告仅供 Choice 东方财富 使用，请勿传阅。

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	32.1	26.0	20.4	17.0	14.2
市净率(倍)	7.0	5.9	4.8	4.1	3.4
净利润率	31.7%	31.7%	31.5%	30.9%	30.5%
净资产收益率	21.8%	22.6%	23.5%	23.9%	24.1%
股息收益率	1.1%	0.8%	1.7%	2.1%	2.5%
ROIC	23.1%	26.2%	27.1%	28.1%	28.4%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

本报告仅供 Choice 东方财富 使用，请勿传阅。

内容目录

1. V 系消费氛围渐起，高端化路径可期 4
2. 国缘品牌势能向上，业绩基本盘扎实 5
3. 挤压式增长背景下，苏酒竞合发展有望共同扩大份额 7
4. 投资建议 8
5. 风险提示 8

图表目录

图 1. 特 A+较大基数下仍维持 20%以上增速 4
图 2. 特 A+占比持续提升 4
图 3. V9 聚焦高端消费圈层打造品牌高度 4
图 4. V3 围绕城市精英等目标客群加大投放 4
图 5. 2023 年 V3 分区域体量预测（销售口径，亿元） 5
图 6. 2023 年预计国缘品牌主要产品体量占比 7

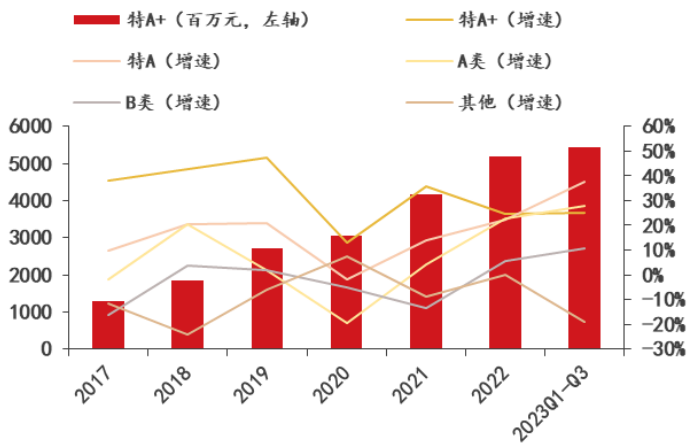
表 1： 2020 年以来国缘开系价格调整情况 6
表 2： 江苏各价位带主流产品 7

本报告仅供 Choice 东方财富 使用，请勿传阅。

1.V 系消费氛围渐起，高端化路径可期

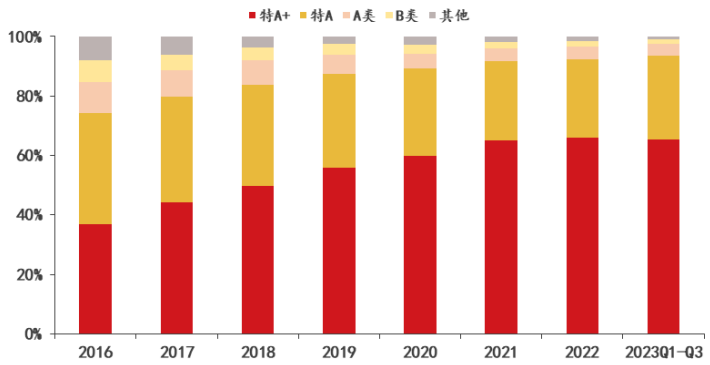
V3 增速领先，改革成果显现。2022 年 6 月 V 系事业部改革后， V 系在品牌认知、消费者培育、渠道梳理等方面均做了改革，2023 年 V3 实现高速增长。根据渠道反馈，2023 年 V 系整体预计有 50-60%增速，增速领先其他价格带产品，贡献主要增量。

图1. 特 A+较大基数下仍维持 20%以上增速



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

图2. 特 A+占比持续提升



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

重点发力 C 端消费者培育，差异化营销活动精准赋能。V 系产品当前已形成清晰梯度，公司采取“V9 做形象、V3 做销量、V6 做补充”的差异化布局：V9 坚持高举高打，成为中国国家高尔夫球队合作伙伴、苏商会唯一指定用酒，去年底合作著名演员胡军并推出全新 slogan“高端酱香，独爱国缘 V9”，聚焦高端消费圈层打造品牌高度；V3 围绕城市精英等目标客群，实践“C 端置顶”营销模式，通过赞助演唱会及马拉松比赛、阶段性投放宴席政策等培育消费氛围。

图3. V9 聚焦高端消费圈层打造品牌高度

资料来源：酒业家，国投证券研究中心

图4. V3 围绕城市精英等目标客群加大投放

资料来源：微酒，国投证券研究中心

充分发挥政商务优势，创新团购业务，以点带面深耕细分市场。公司一直重视团购渠道，通过培育核心意见领袖，同乡/亲友/政务关系等拓展团购渠道，成功在全省范围内营造起开系

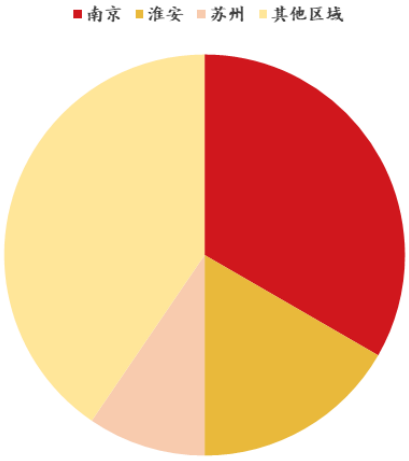
本报告仅供 Choice 东方财富 使用，请勿传阅。

消费氛围，四开销售口径已成为 40 亿体量大单品。我们认为当前 V 系和 18-19 年国缘开系处于同一阶段，公司灵活根据不同区域市场特点调整渠道运作模式，均有不错成效。如锡常地区通过厂商直营模式运作 V 系，扬州地区通过当地优秀的团购商组建 V3 联盟体，稳定分红保护核心大户股东，同时发动终端店以不乱价位前提在宴席市场推广。

重视价盘稳定，旺季采用短平快促销政策营造消费氛围，整体费投克制。春节旺季公司短期在南京等市场加大 V3 在餐饮端的赠酒活动力度，培育消费氛围，但拉长看，去年下半年开始 V3 消费者端促销活动整体有收缩趋势。预计年后公司在 V3 的费用投放会更加理性谨慎，主要参考竞品费用投放政策做应对调整，以挺价为核心。预计当前 V 系产品渠道利润仍高于竞品，经销商推广 V3 动力更足，空间更大。

消费者培育初见成效，南京及淮安市场 V3 已形成消费氛围，苏中苏南也有自点。V3 卡位 600 元价格带，在高线市场南京以宴席场景居多，苏北地区主流价格带偏低，以商务宴请为主。根据渠道反馈，**淮安及南京 V3 已形成良性动销**，消费者从四开升级到 V3 较为顺畅，当地已从控货的团购模式开始逐渐进入流通渠道，预计淮安和南京市场 V3 消费量占整体一半左右。南京作为意见领袖市场，有望对省内其他地市起到带动作用。**苏中苏南等薄弱市场 V3 也有突破：**苏南消费档次偏高，低度五粮液、低度国窖等全国名酒认可度高，苏酒优势相对省内其他区域较弱，苏中此前国缘品牌的影响力也较小。苏中及苏南去年 V3 预计均有接近翻倍增长，渠道反馈有消费者自点，部分终端主动陈列 V3 产品用于自然销售。

图5. 2023 年 V3 分区域体量预测（销售口径，亿元）



资料来源：渠道调研，国投证券研究中心测算

V 系规模小潜力大，改革红利下空间可观。23 年 V3 预计省内销售口径达到 10 亿体量，与 M6+ 规模相比，基数小、增长空间充足。在组织架构改革、战略部署调整、渠道推力足、品牌投入大的全力进攻下，V3 增长潜力有望持续释放，我们预计 V3 在 2024 年仍维持较高增速。

2. 国缘品牌势能向上，业绩基本盘扎实

短期看，开门红回款进度符合预期，发展良性。根据渠道反馈，公司截至 1 月底开门红回款进度预计达到 35%左右，进入 1 月下旬后终端拿货积极性明显提升，预计有望顺利完成 Q1 回款目标。春节回款开启前多数市场库存偏低，主要产品四开、对开、淡雅包括 V3 批价相比竞品稳定，动销良好。公司股权激励锚定增长底线，我们认为全年业绩确定性高。

中长期看，四开大单品优势突出，对其他价格带产品有明显带动作用。根据渠道反馈，2023 年国缘四开在较高基数下仍实现稳健增长，预计销售口径体量已达 40 亿，为省内次高端价

本报告仅供 Choice 东方财富 使用，请勿传阅。

格带超级大单品。国缘品牌在政商务的积累深厚，四开产品力优秀，渠道和消费者美誉度高，核心意见领袖群体的消费黏性高，向下可辐射对开单开及淡雅等价格带，向上也可托举 V3 等产品。

四开主动控速控量，稳定开系基本盘。国缘开系是公司营收基本盘，按照“扩面增容、控量调价、合理分利”的总体思路，以价格明显提升、销量明显提高、质态明显增强为运营衡量指标，2020 年以来公司多次调整开系价格体系。今年在行业内卷、消费者端竞争加剧背景下，公司重视渠道利润和产品价盘，于 2023 年底发展大会上推出第五代国缘四开，预计将在春节后视市场情况投放，在产品更新换代的同时也有利于重新梳理渠道利润链条，保障渠道利润。

表1：2020 年以来国缘开系价格调整情况

时间	提价说明
2020 年 2 月 1 日	国缘全系产品进行提价，其中四开国缘上调 20 元/瓶、对开国缘上调 20 元/瓶、单开国缘上调 10 元/瓶、国缘 K5 上调 35 元/瓶、国缘 K3 上调 20 元/瓶、柔雅国缘上调 10 元/瓶、淡雅国缘上调 5 元/瓶。
2020 年 7 月 1 日	四开国缘的零售价及团购价上调 15 元/瓶，对开国缘的零售价及团购价上调 10 元/瓶。
2020 年 10 月 1 日	国缘四开于 10 月 1 日起执行配额制，产品零售指导价调整为 588 元/瓶。
2021 年 1 月-3 月	每月 1 日起按 10 元/瓶上调出厂价，建议区域市场同步上调终端供货价、产品零售价及团购价。计划内配额执行当期出厂价，计划外配额在当期出厂价基础上，按照上调 10 元/瓶执行。
2023 年 3 月 6 日	公司发布暂停接受国缘四开配额销售订单通知，若有特殊进货需求，按照配额外产品 价格执行（开票价上浮 20 元/瓶）。
2023 年 12 月 29 日	公司发展大会推出第五代全新升级四开产品。

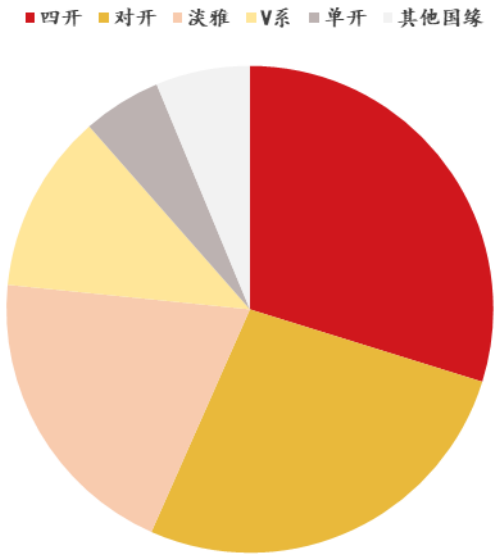
资料来源：国投证券研究中心

淡雅成为国缘系列除 V 系以外的另一重要增长极。公司 2023 年加大淡雅系列费用投放，并将其销售区域从原本的苏北为主推广至全省，打开淡雅市场空间。在四开的带动下，国缘品牌对开/单开/淡雅去年均有亮眼表现，其中淡雅最为突出。根据渠道反馈，预计淡雅 2023 年销售口径达到 25-30 亿体量，除核心市场外，苏南及苏中淡雅动销也有明显提升，苏中开瓶率环比中秋国庆也有增长。

我们今年继续看好淡雅市场表现：1）渠道利润高于竞品。渠道利润在百元价格带中是重要的渠道推力，公司春节期间在南通等潜力市场还针对性推行集瓶盖赠酒活动，在旺季持续营造消费氛围；**2）大众消费为主，具备消费韧性。**淡雅消费场景以消费者自己聚饮为主，需求韧性相对其他场景更强，淡雅产品品质优秀，为性价比优选产品。**3）较薄弱市场仍可享受网点开拓红利。**苏南地区无锡、常州等，国缘品牌终端网点覆盖仍有空间，苏中扬泰通地区今年网点开拓仍是重要工作内容。

本报告仅供 Choice 东方财富 使用，请勿传阅。

图6. 2023 年预计国缘品牌主要产品体量占比



资料来源：渠道调研，国投证券研究中心测算

3. 挤压式增长背景下，苏酒竞合发展有望共同扩大份额

江苏市场包容性强，苏酒龙头仍有渗透空间。江苏市场 2022 年市场规模预计达到 560 亿元，位列国内白酒消费前三，总体呈现出区域地产酒深耕次高端、全国化品牌占据高端的竞争局面。由于江苏市场用酒档次领先全国、包容性强，省外名酒/全国化高端次高端品牌近年来也重点耕耘江苏市场，根据测算，2022 年苏酒龙头洋河及今世缘合计市占率仅在 40%左右，相比安徽市场仍有差距（安徽与江苏接壤，经济增速与白酒消费特征相似，2021 年安徽省内古井/迎驾/口子窖合计市占率已超过 50%）。300-500 元价格带是次高端大单品的主流价格带，除全国次高端名酒剑南春的水晶剑、水井坊的臻酿八号表现较好，高端酒五粮液、泸州老窖的次高端产品亦分得一杯羹。

表2：江苏各价位带主流产品

价格带	主流省内品牌		主流省外品牌
	今世缘	洋河	
800 元以上	国缘 V9、V6	梦之蓝手工班、梦 9	飞天茅台、高度五粮液、高度国窖 1573
400-800 元	国缘 V3、四开	梦 6+、梦 3 水晶版	红花郎 15 年、水晶剑、低度五粮液、低度国窖
300-400 元	国缘对开、K 系列	天之蓝	红花郎 10 年、臻酿八号
100-300 元	淡雅、典藏 10 年	海之蓝	古井 5 年、口子窖 6 年、五粮春
50-100 元	典藏 5 年、典藏 8 年	青瓷、双沟柔和	古井献礼、口子窖 5 年、五粮醇、贵宾郎

资料来源：今日酒价，国投证券研究中心

消费升级放缓趋势下，区域地产龙头竞争优势更强：

（1）居民消费行为更偏理性，渠道反馈，去年以来江苏市场名酒定制酒、全国性次高端等产品动销下滑明显，消费者更偏向于头部品牌，行业马太效应更明显。

（2）挤压式增长过程中，对于渠道和终端的争夺成为主要抓手。2023 年行业主要矛盾在于供给端库存较高、需求端宴席市场为主导对价格敏感。进入 2024 年行业主要问题变成了渠道和终端不赚钱，返利政策导致的价格下行使得经销商和终端赚钱预期降低。因此之前的反

本报告仅供 Choice 东方财富 使用，请勿传阅。

向红包等消费者端促销政策边际效用可能下降，“以价换量”方法失效，能够让经销商形成稳定赚钱预期的酒企更容易在竞争中获取份额。

苏酒在江苏市场的渠道品牌综合实力领先省外或全国性名酒，洋河终端及经销商掌控力较强，今世缘依靠团购业务起家，拥有一批稳定追随的经销商团体，经销商变动率流失率很低。今年苏酒有望共同在省内继续扩大份额。

4. 投资建议

公司 23 年成功跨域百亿，当前春节开门红回款进展顺利，产品动销氛围良好，公司省内产品流行度不断提升，省外扩张逐步推进。我们预计公司 23-25 年收入为 101.0/124.3/150.9 亿，同比+28.1%/+23.0%/+21.4%；净利润为 31.8/38.4/46.0 亿，同比+27.2%/+20.5%/+19.7%；对应 PE 为 20X/17X/14X；维持买入-A 投资评级，给予 6 个月目标价为 76 元，相当于 2024 年 25x 的动态市盈率。

5. 风险提示

1） **疫情反复风险：**若疫情反复，疫情防控政策收紧等，将会影响大众聚饮、商务接待、餐饮宴席等，减少白酒品类的需求。
2） **经济下行风险：**若经济下滑严重，消费者会减少白酒消费，影响产品需求和白酒行业升级进程。
3） **竞争格局恶化风险。**江苏目前是公司最重要的市场，如果江苏竞争加剧，且公司未能及时有效拓展其他市场，将影响公司的生产经营活动，影响战略目标的实现。
4） **核心假设不及预期风险。**本文内容涉及到部分假设前提，若假设不及预期，则可能影响相关结论。

本报告仅供 Choice 东方财富 使用，请勿传阅。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

（百万元）	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6,408.5	7,888.0	10,104.5	12,430.8	15,089.0
减:营业成本	1,626.4	1,845.5	2,300.8	2,510.7	2,982.5
营业税费	1,104.9	1,277.4	1,636.4	2,013.1	2,443.6
销售费用	967.5	1,390.1	1,779.0	2,444.7	3,010.0
管理费用	258.0	322.9	429.5	572.3	765.9
研发费用	30.4	37.6	48.9	63.5	82.6
财务费用	-65.1	-100.0	-46.8	-56.2	-74.7
资产减值损失	-	-	-	-	-
加:公允价值变动收益	97.6	84.0	90.8	87.4	89.1
投资和汇兑收益	121.3	122.2	198.1	147.2	155.8
营业利润	2,712.3	3,341.4	4,245.8	5,117.3	6,124.0
加:营业外净收支	-12.9	-13.7	-11.7	-12.2	-12.6
利润总额	2,699.4	3,327.7	4,234.1	5,105.1	6,111.4
减:所得税	670.3	824.9	1,049.5	1,266.2	1,515.2
净利润	2,029.1	2,502.8	3,184.6	3,838.9	4,596.3

财务指标

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性					
营业收入增长率	25.1%	23.1%	28.1%	23.0%	21.4%
营业利润增长率	29.6%	23.2%	27.1%	20.5%	19.7%
净利润增长率	29.5%	23.3%	27.2%	20.5%	19.7%
EBITDA 增长率	26.8%	21.9%	30.6%	20.6%	20.3%
EBIT 增长率	27.7%	22.0%	30.4%	20.6%	19.7%
NOPLAT 增长率	27.6%	22.5%	29.5%	20.5%	19.5%
投资资本增长率	7.7%	25.5%	16.2%	18.4%	18.6%
净资产增长率	12.5%	19.0%	22.5%	18.4%	18.6%
利润率					
毛利率	74.6%	76.6%	77.2%	79.8%	80.2%
营业利润率	42.3%	42.4%	42.0%	41.2%	40.6%
净利润率	31.7%	31.7%	31.5%	30.9%	30.5%
EBITDA/营业收入	43.5%	43.1%	43.9%	43.0%	42.7%
EBIT/营业收入	41.7%	41.3%	42.0%	41.2%	40.6%
运营效率					
固定资产周转天数	65	57	48	45	45
流动营业资本周转天数	-60	-91	-77	-87	-83
流动资产周转天数	515	493	429	418	412
应收帐款周转天数	3	3	4	4	4
存货周转天数	163	162	129	98	83
总资产周转天数	738	744	667	624	594
投资资本周转天数	504	478	449	429	418
投资回报率					
ROE	21.8%	22.6%	23.5%	23.9%	24.1%
ROA	14.1%	13.8%	16.5%	16.1%	17.7%
ROIC	23.1%	26.2%	27.1%	28.1%	28.4%
费用率					
销售费用率	15.1%	17.6%	17.6%	19.7%	19.9%
管理费用率	4.0%	4.1%	4.3%	4.6%	5.1%
研发费用率	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
财务费用率	-1.0%	-1.3%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
三费/营业收入	18.6%	20.9%	21.9%	24.3%	25.1%
偿债能力					
资产负债率	35.6%	39.2%	29.7%	32.6%	26.7%
负债权益比	55.2%	64.3%	42.3%	48.3%	36.4%
流动比率	1.99	1.68	2.23	2.17	2.68
速动比率	1.35	1.12	1.63	1.72	2.16
利息保障倍数	-41.05	-32.57	-90.69	-91.14	-82.09
分红指标					
DPS(元)	0.59	0.41	0.89	1.07	1.28
分红比率	36.3%	20.6%	35.0%	35.0%	35.0%
股息收益率	1.1%	0.8%	1.7%	2.1%	2.5%

资产负债表

（百万元）	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,957.8	5,381.3	6,391.3	10,120.3	11,295.7
交易性金融资产	2,683.9	2,256.0	2,481.6	2,729.8	3,002.8
应收帐款	56.6	76.0	148.6	127.7	207.7
应收票据	-	-	-	-	-
预付帐款	5.5	5.2	20.5	10.2	14.8
存货	3,194.2	3,909.7	3,349.7	3,411.5	3,536.3
其他流动资产	35.5	34.2	43.9	54.0	65.5
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	24.3	28.8	28.8	28.8	28.8
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	1,293.7	1,218.9	1,476.2	1,648.5	2,151.8
在建工程	726.4	1,760.6	1,528.5	1,342.8	746.4
无形资产	169.9	342.7	329.3	315.9	302.5
其他非流动资产	2,272.9	3,163.4	3,476.6	3,998.0	4,597.8
资产总额	14,433.7	18,183.7	19,287.1	23,798.2	25,959.9
短期债务	-	600.0	-	-	-
应付帐款	1,599.2	2,818.3	1,262.4	2,505.9	1,545.7
应付票据	136.0	270.0	136.8	334.3	246.7
其他流动负债	3,244.5	3,252.4	4,189.1	4,751.6	4,972.1
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	156.9	178.3	149.4	161.5	163.1
负债总额	5,136.6	7,119.0	5,737.7	7,753.4	6,927.6
少数股东权益	-	-	-	-	-
股本	1,254.5	1,254.5	1,254.5	1,254.5	1,254.5
留存收益	8,455.8	10,224.9	12,294.9	14,790.2	17,777.8
股东权益	9,297.1	11,064.7	13,549.4	16,044.7	19,032.3

现金流量表

（百万元）	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	2,029.1	2,502.8	3,184.6	3,838.9	4,596.3
加:折旧和摊销	119.0	142.5	188.2	226.8	306.4
资产减值准备	-	-	-	-	-
公允价值变动损失	-97.6	-84.0	90.8	87.4	89.1
财务费用	1.1	8.3	-46.8	-56.2	-74.7
投资收益	-121.3	-122.2	-198.1	-147.2	-155.8
少数股东损益	-	-	-	-	-
营运资金的变动	2,050.8	-306.2	-632.1	1,453.6	-1,646.4
经营活动产生现金流量	3,024.1	2,779.7	2,586.7	5,403.3	3,114.9
投资活动产生现金流量	-1,215.5	-1,121.1	-323.6	-387.0	-405.5
融资活动产生现金流量	-1,360.8	-144.4	-1,253.1	-1,287.3	-1,534.1

业绩和估值指标

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS(元)	1.62	2.00	2.54	3.06	3.66
BVPS(元)	7.41	8.82	10.80	12.79	15.17
PE(X)	32.1	26.0	20.4	17.0	14.2
PB(X)	7.0	5.9	4.8	4.1	3.4
P/FCF	26.7	24.9	28.9	11.1	17.8
P/S	10.2	8.3	6.4	5.2	4.3
EV/EBITDA	21.3	15.8	11.9	9.0	7.2
CAGR(%)	23.7%	22.5%	26.7%	23.7%	22.5%
PEG	1.4	1.2	0.8	0.7	0.6
ROIC/WACC	2.1	2.4	2.4	2.5	2.6
REP	3.1	1.9	1.6	1.2	1.0

资料来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

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%及以上；
增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）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%（含）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%（含）；
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 个月的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 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

本报告署名分析师声明，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

国投证券股份有限公司（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

本报告仅供国投证券股份有限公司（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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

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“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投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。

国投证券研究中心

深圳市

地　址：　深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮　编：　518046

上海市

地　址：　上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮　编：　200080

北京市

地　址：　北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮　编：　100034