

2024年04月30日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 一季度延续增势，国缘势能强劲

## —今世缘（603369.SH）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：孙山山 S1050521110005  
sunss@cfsc.com.cn

2024年4月29日，今世缘发布2023年年度报告与2024年一季度报告。

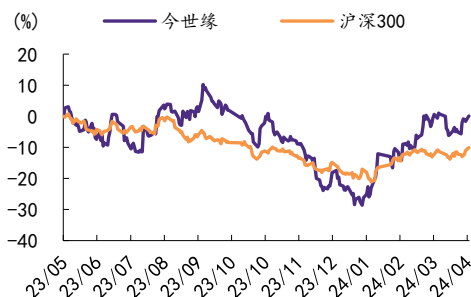
### 投资要点

#### 基本数据

2024-04-29

当前股价（元）	59.51
总市值（亿元）	747
总股本（百万股）	1255
流通股本（百万股）	1255
52周价格范围（元）	42.12-65.05
日均成交额（百万元）	310.81

#### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

#### 相关研究

- 《今世缘（603369）：提价提振信心，全年目标可期》2024-02-28
- 《今世缘（603369）：2025年挑战营收150亿，十五五双百亿营收目标》2023-12-30
- 《今世缘（603369）：顺利跨越百亿，谱写新篇章》2023-12-29

#### Q1 延续高增趋势，国缘开门红表现亮眼

公司2023/2024Q1总营收分别为100.98/46.71亿元，分别同增28%/23%，2024年春节期间，国缘V系列开瓶动销表现亮眼，归母净利润分别为31.36/15.33亿元，分别同增25%/22%，公司跨越百亿后，2024Q1业绩仍延续增长势能。**盈利端**，2023/2024Q1公司毛利率分别为78.34%/74.23%，分别同比+2pct/-1pct，销售费用率分别为20.76%/14.16%，分别同比+3pct/-2pct，全年销售费投预计同比持平，管理费用率分别为4.24%/2.20%，分别同增0.1pct/0.1pct，主要系陶坛储酒量增多损耗增加及薪酬增长所致，综合导致2023/2024Q1净利率分别为31.06%/32.81%，分别同减1pct/0.2pct。**分红计划**，公司每10股派发现金红利10元，分红率为40%。**2024年经营计划**，公司锚定“2025年挑战营收150亿”的既定战略目标，确定2024年经营目标为总营收122亿元左右，净利润37亿元左右。

#### 产品结构持续优化，关注提价传导落地

2023年公司特A+类/特A类/A类/B类/C、D类酒营收分别为65.04/28.70/4.11/1.60/0.86亿元，分别同增25%/37%/27%/10%/2%，拆分量价来看，销量分别为1.40/2.00/0.49/0.40/0.39万吨，分别同比+18%/+31%/+13%/+19%/-8%，吨价分别为46.42/14.36/8.45/4.02/2.23万元/吨，分别同比+6%/+5%/+12%/-8%/+12%。公司围绕“V9做形象、V3做销量、V6做补充”做产品差异化布局，淡雅、V3和单开接力四开和对开保持高增长态势，2023年公司A类及以上产品实现量价齐增，带动产品结构持续优化。2024年公司对老四开严格实行配额制，主动控速控量，3月1日起五代单开、对开和四开在四代版本基础上对出厂价分别上调8/10/20元/瓶，后续持续关注渠道价格传导进度，渠道价盘理顺后，公司产品势能有望进一步释放。

## ■ 商务渠道稳中向好，省外市场延续高增

2023 年公司直销（含团购）/批发代理渠道营收分别为 2.26/98.13 亿元，分别同增 39%/28%，截至 2023 年末，公司经销商共 1061 家，较年初净增加 47 家，商务渠道稳中向好，经销渠道稳步推进。2023 年公司淮安大区/南京大区/苏南大区/苏中大区/盐城大区/淮海大区/省外营收分别为 19.90/23.56/13.02/15.88/11.02/9.73/7.27 亿元，分别同增 26%/21%/29%/39%/26%/25%/40%，省外营收增速高于整体，2024 年公司计划在环江苏、长三角一体化板块市场实现突破，战略升级导入六开、主推四开、带动对开规模上量，同时聚焦 10+N 重点地级板块，为迈向全国化打下坚实基础。

## ■ 盈利预测

我们看好公司跨越百亿后，持续对产品和渠道进击。根据年报与一季报，预计 2024-2026 年 EPS 分别为 3.07/3.79/4.57 元，当前股价对应 PE 分别为 19/16/13 倍，维持“买入”投资评级。

## ■ 风险提示

宏观经济下行风险、四开增长不及预期、V 系列增长不及预期、省外扩张不及预期。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	10,100	12,382	15,021	17,839
增长率（%）	28.0%	22.6%	21.3%	18.8%
归母净利润（百万元）	3,136	3,850	4,754	5,732
增长率（%）	25.3%	22.8%	23.5%	20.6%
摊薄每股收益（元）	2.50	3.07	3.79	4.57
ROE（%）	23.6%	24.0%	24.3%	24.0%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	6,457	9,134	12,952	17,540
应收款	77	85	95	103
存货	4,996	5,488	5,836	5,990
其他流动资产	1,383	1,496	1,582	1,634
流动资产合计	12,914	16,203	20,464	25,267
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	1,297	1,397	1,477	1,527
固定资产	1,254	3,397	4,061	4,146
在建工程	3,711	1,484	594	237
无形资产	409	388	368	348
长期股权投资	41	41	41	41
其他非流动资产	3,302	3,302	3,302	3,302
非流动资产合计	8,717	8,613	8,366	8,076
资产总计	21,631	24,816	28,830	33,343
<b>流动负债:</b>				
短期借款	900	950	980	990
应付账款、票据	1,170	1,220	1,313	1,369
其他流动负债	3,672	3,672	3,672	3,672
流动负债合计	8,142	8,555	9,051	9,208
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	201	201	201	201
非流动负债合计	201	201	201	201
负债合计	8,344	8,757	9,253	9,409
<b>所有者权益</b>				
股本	1,255	1,255	1,255	1,255
股东权益	13,287	16,059	19,577	23,933
负债和所有者权益	21,631	24,816	28,830	33,343

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	3136	3850	4754	5732
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	144	104	246	289
公允价值变动	17	15	13	10
营运资金变动	-497	-149	102	-18
经营活动现金净流量	2800	3820	5115	6013
投资活动现金净流量	-1198	-16	146	221
筹资活动现金净流量	1074	-1028	-1206	-1366
现金流量净额	2,677	2,776	4,056	4,868

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	10,100	12,382	15,021	17,839
营业成本	2,187	2,631	3,132	3,660
营业税金及附加	1,497	1,820	2,193	2,587
销售费用	2,097	2,588	3,154	3,764
管理费用	428	508	601	696
财务费用	-183	-218	-323	-452
研发费用	43	53	64	76
费用合计	2,385	2,930	3,496	4,084
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	17	15	13	10
投资收益	109	80	70	50
营业利润	4,179	5,111	6,297	7,580
加:营业外收入	4	5	4	3
减:营业外支出	21	17	13	11
利润总额	4,162	5,099	6,288	7,572
所得税费用	1,026	1,249	1,534	1,840
净利润	3,136	3,850	4,754	5,732
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	3,136	3,850	4,754	5,732

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	28.0%	22.6%	21.3%	18.8%
归母净利润增长率	25.3%	22.8%	23.5%	20.6%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	78.3%	78.8%	79.1%	79.5%
四项费用/营收	23.6%	23.7%	23.3%	22.9%
净利率	31.0%	31.1%	31.6%	32.1%
ROE	23.6%	24.0%	24.3%	24.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	38.6%	35.3%	32.1%	28.2%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	130.9	146.0	158.7	173.8
存货周转率	0.4	0.8	0.9	1.0
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	2.50	3.07	3.79	4.57
P/E	23.8	19.4	15.7	13.0
P/S	7.4	6.0	5.0	4.2
P/B	5.6	4.6	3.8	3.1

## ■ 食品饮料组介绍

**孙山山：**经济学硕士，6 年食品饮料卖方研究经验，全面覆盖食品饮料行业，聚焦饮料子板块，深度研究白酒行业等。曾就职于国信证券、新时代证券、国海证券，于 2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所担任食品饮料首席分析师，负责食品饮料行业研究工作。获得 2021 年东方财富百强分析师食品饮料行业第一名、2021 年第九届东方财富行业最佳分析师食品饮料组第一名和 2021 年金麒麟新锐分析师称号。注重研究行业和个股基本面，寻求中长期个股机会，擅长把握中短期潜力个股；勤于思考白酒板块，对苏酒有深入市场的思考和深刻见解。

**肖燕南：**湖南大学金融硕士，于 2023 年 6 月加入华鑫证券研究所，研究方向是次高端等白酒和软饮料板块。

**廖望州：**香港中文大学硕士，CFA，3 年食品饮料行业研究经验，覆盖啤酒、卤味、徽酒领域。

## ■ 证券分析师承诺

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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。