


2024年04月30日
今世缘(603369.SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

白酒

投资评级

买入-A
维持评级

6个月目标价

85元

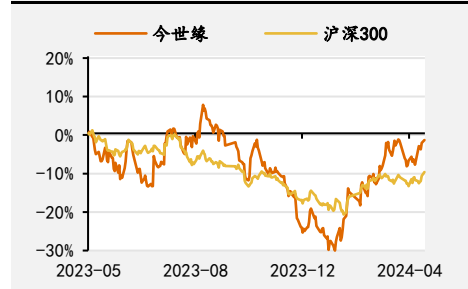
股价(2024-04-29)

59.51元

交易数据

总市值(百万元)	74,655.29
流通市值(百万元)	74,655.29
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	42.12/65.05元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.0	20.7	9.6
绝对收益	1.4	30.4	-0.5

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

开系升级挺价, 夯实基本盘	2024-02-29
V 系消费氛围渐起, 国缘势能足	2024-02-08
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

国缘势能向上, 开启高质后百亿

事件: 公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报, 2023 年公司实现收入 100.98 亿元, 同+28.07%; 归母净利 31.36 亿元, 同+25.30%; 扣非净利 31.36 亿元, 同+25.57%。拟每 10 股派现金 10 元(含税), 合计分配 12.47 亿元, 分红率 39.8%。2024Q1 实现收入 46.71 亿元, 同+22.84%; 归母净利 15.33 亿元, 同+22.12%; 扣非净利 15.25 亿元, 同+22.08%。

产品结构持续升级, 经营质量优秀。2023 年公司顺利跨越百亿营收, 特 A+/特 A/A 类分别同比 25.13%/37.11%/26.68% 至 65.04/28.70/4.11 亿元。受益产品结构优化, 2023 年公司毛利率同比+1.75pct 至 78.34%, 净利率同比下降 0.68pct 主因公司加大消费者端宣传力度, 销售费率同比+3.14pct 至 20.76%。2024Q1 公司开门红回款顺利, 春节产品动销结构良好: 特 A+/特 A/A 类分别同+22.39%/26.49%/16.35% 至 29.73/14.05/1.78 亿元, 百元以上价格带产品增速领先。2024Q1 公司毛利率同比-1.16pct 至 74.23%, 预计主要与旺季货折比例变化有关。而 2024Q1 销售费率同比-1.76pct 至 14.16%, 因此整体净利率基本平稳, 预计公司全年盈利能力维持稳定。

省内尚未达到天花板, 省外有望实现新突破。江苏省内仍有空间, 2024Q1 大本营市场仍有稳健增长, 苏中区域增速领先, 淮安/南京/苏南/苏中/盐城/淮海大区分别同比+22.33%/17.95%/24.04%/33.21%/23.36%/14.85% 至 8.43/12.62/4.72/6.22/5.11/5.71 亿元。公司 2023 年省外增长 40.18% 至 7.27 亿元, 2024Q1 延续 36% 的较高增速。公司聚焦核心市场稳扎稳打, 周边市场省内化运作, 利用丰富产品体系保障经销商盈利。我们认为公司有能力把握省外市场开拓机会, 成功承接部分竞品份额。

业绩基本盘扎实, 渠道信心足。国缘品牌省内流行度不断提升, 省外扩张逐步推进, 终端和经销商认可高。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 2024-2026 年收入为 124.33/150.34/180.04 亿, 同比+23.1%/+20.9%/+19.8%; 净利润为 38.1/45.6/54.5 亿, 对应 PE 为 20X/16X/14X; 维持买入-A 投资评级, 给予 6 个月目标价 85 元, 相当于 2024 年 28x 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)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	7,888.0	10,100.4	12,432.9	15,033.8	18,004.4
净利润	2,502.8	3,136.0	3,812.5	4,559.9	5,445.9
每股收益(元)	2.00	2.50	3.04	3.63	4.34
每股净资产(元)	8.82	10.59	12.79	15.00	17.65

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	29.8	23.8	19.6	16.4	13.7
市净率(倍)	6.7	5.6	4.7	4.0	3.4
净利润率	31.7%	31.0%	30.7%	30.3%	30.2%
净资产收益率	22.6%	23.6%	23.8%	24.2%	24.6%
股息收益率	1.2%	1.7%	2.0%	2.4%	2.8%
ROIC	26.2%	25.8%	26.7%	28.2%	28.7%

数据来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,888.0	10,100.4	12,432.9	15,033.8	18,004.4	成长性					
减: 营业成本	1,845.5	2,187.2	2,669.9	3,158.4	3,696.1	营业收入增长率	23.1%	28.0%	23.1%	20.9%	19.8%
营业税费	1,277.4	1,497.3	1,843.1	2,228.7	2,669.1	营业利润增长率	23.2%	25.1%	21.6%	19.5%	19.4%
销售费用	1,390.1	2,097.3	2,430.4	2,949.3	3,617.2	净利润增长率	23.3%	25.3%	21.6%	19.6%	19.4%
管理费用	322.9	427.8	572.3	765.9	1,029.1	EBITDA 增长率	21.9%	22.5%	27.9%	20.1%	19.0%
研发费用	37.6	43.0	63.5	82.6	-	EBIT 增长率	22.0%	23.3%	26.9%	19.7%	17.6%
财务费用	-100.0	-183.1	-46.8	-56.2	-74.7	NOPLAT 增长率	22.5%	23.5%	25.8%	19.6%	17.3%
资产减值损失	-	-	-	-	-	投资资本增长率	25.5%	21.6%	13.1%	17.3%	17.6%
加: 公允价值变动收益	84.0	17.2	50.6	33.9	42.2	净资产增长率	19.0%	20.1%	20.7%	17.3%	17.7%
投资和汇兑收益	122.2	109.4	129.4	133.3	138.1						
营业利润	3,341.4	4,178.8	5,080.4	6,072.4	7,248.0	利润率					
加: 营业外净收支	-13.7	-16.9	-13.5	-14.3	-14.6	毛利率	76.6%	78.3%	78.5%	79.0%	79.5%
利润总额	3,327.7	4,161.9	5,066.9	6,058.1	7,233.4	营业利润率	42.4%	41.4%	40.9%	40.4%	40.3%
减: 所得税	824.9	1,025.8	1,254.4	1,498.2	1,787.5	净利润率	31.7%	31.0%	30.7%	30.3%	30.2%
净利润	2,502.8	3,136.0	3,812.5	4,559.9	5,445.9	EBITDA/营业收入	43.1%	41.2%	42.8%	42.5%	42.3%
						EBIT/营业收入	41.3%	39.8%	41.0%	40.6%	39.8%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	57	44	45	50	56
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	-91	-78	-79	-86	-80
货币资金	5,381.3	6,457.3	9,166.6	11,723.5	14,985.2	流动资产周转天数	493	438	407	407	404
交易性金融资产	2,256.0	1,296.8	1,426.5	1,569.2	1,726.1	应收帐款周转天数	3	3	4	4	4
应收帐款	76.0	77.2	199.1	135.0	265.1	存货周转天数	162	159	134	114	98
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	744	710	663	628	598
预付帐款	5.2	9.0	8.6	11.3	12.6	投资资本周转天数	478	461	438	417	410
存货	3,909.7	4,996.1	4,277.4	5,248.4	4,525.1						
其他流动资产	34.2	77.6	95.5	115.5	138.3	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	22.6%	23.6%	23.8%	24.2%	24.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	13.8%	14.5%	15.8%	16.1%	17.3%
长期股权投资	28.8	41.4	41.4	41.4	41.4	ROIC	26.2%	25.8%	26.7%	28.2%	28.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	1,218.9	1,253.9	1,864.8	2,281.4	3,278.7	销售费用率	17.6%	20.8%	19.5%	19.6%	20.1%
在建工程	1,760.6	3,710.6	3,088.4	2,590.8	1,370.4	管理费用率	4.1%	4.2%	4.6%	5.1%	5.7%
无形资产	342.7	408.6	394.4	380.3	366.1	研发费用率	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.0%
其他非流动资产	3,163.4	3,298.6	3,621.7	4,165.2	4,790.2	财务费用率	-1.3%	-1.8%	-0.4%	-0.4%	-0.4%
资产总额	18,183.7	21,630.6	24,192.4	28,268.1	31,505.2	三费/营业收入	20.9%	23.6%	24.3%	24.9%	25.4%
短期债务	600.0	900.0	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	2,818.3	3,242.4	2,594.4	3,329.7	2,960.5	资产负债率	39.2%	38.6%	33.7%	33.4%	29.7%
应付票据	270.0	323.7	261.6	486.5	409.7	负债权益比	64.3%	62.8%	50.8%	50.2%	42.3%
其他流动负债	3,252.4	3,676.4	5,117.9	5,444.5	5,803.1	流动比率	1.68	1.59	1.90	2.03	2.36
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	1.12	0.97	1.37	1.46	1.87
其他非流动负债	178.3	201.3	178.9	186.2	188.8	利息保障倍数	-32.57	-21.94	-108.82	-108.46	-96.03
负债总额	7,119.0	8,343.8	8,152.7	9,446.9	9,362.0	分红指标					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	0.73	0.99	1.19	1.42	1.69
股本	1,254.5	1,254.5	1,254.5	1,254.5	1,254.5	分红比率	36.4%	39.8%	39.0%	39.0%	39.0%
留存收益	10,224.9	12,459.5	14,785.1	17,566.7	20,888.7	股息收益率	1.2%	1.7%	2.0%	2.4%	2.8%
股东权益	11,064.7	13,286.8	16,039.6	18,821.2	22,143.2						
						现金流量表					
						(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
						净利润	2,502.8	3,136.0	3,812.5	4,559.9	5,445.9
						加: 折旧和摊销	142.5	149.0	225.4	295.2	437.2
						资产减值准备	-	-	-	-	-
						公允价值变动损失	-84.0	-17.2	50.6	33.9	42.2
						财务费用	8.3	12.9	-46.8	-56.2	-74.7
						投资收益	-122.2	-109.4	-129.4	-132.3	-136.1
						少数股东损益	-	-	-	-	-
						营运资金的变动	-306.2	4.1	964.7	-178.9	-140.8
						经营活动产生现金流量	2,779.7	2,800.3	4,877.1	4,521.5	5,573.8
						投资活动产生现金流量	-1,121.1	-1,197.7	-255.1	-242.4	-262.8
						融资活动产生现金流量	-144.4	-623.5	-1,912.6	-1,722.2	-2,049.2
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	2.00	2.50	3.04	3.63	4.34
						BVPS(元)	8.82	10.59	12.79	15.00	17.65
						PE(X)	29.8	23.8	19.6	16.4	13.7
						PB(X)	6.7	5.6	4.7	4.0	3.4
						P/FCF	28.5	64.2	17.7	14.9	12.1
						P/S	9.5	7.4	6.0	5.0	4.1
						EV/EBITDA	15.8	12.3	11.4	8.9	7.0
						CAGR(%)	22.1%	20.2%	23.4%	22.1%	20.2%
						PEG	1.3	1.2	0.8	0.7	0.7
						ROIC/WACC	2.4	2.3	2.4	2.5	2.6
						REP	1.9	1.5	1.6	1.2	0.9

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 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；

目 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。

目 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。

目 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： 518026

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