

白酒

今世缘 (603369.SH)

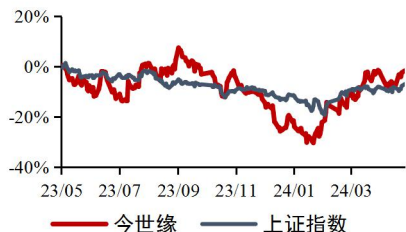
买入-A(维持)

23 年圆满完成年度目标，24 年开启后百亿时代

2024 年 4 月 30 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2024 年 4 月 29 日

收盘价(元):	59.51
年内最高/最低(元):	65.68/41.32
流通 A 股/总股本(亿股):	12.55/12.55
流通 A 股市值(亿元):	746.55
总市值(亿元):	746.55

基础数据：2024 年 3 月 31 日

基本每股收益(元):	1.23
摊薄每股收益(元):	1.23
每股净资产(元):	11.82
净资产收益率(%):	10.34

资料来源：最闻

分析师：

周蓉

执业登记编码：S0760522080001

邮箱：zhourongl@sxzq.com

陈振志

执业登记编码：S0760522030004

邮箱：chenzhenzhi@sxzq.com

事件描述

➢ **事件：**公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报，2023 年实现营业收入 101.00 亿元，同比增长 28.05%，归母净利润 31.36 亿元，同比增长 25.30%。24Q1 实现营业收入 46.71 亿元，同比增长 22.82%，归母净利润 15.33 亿元，同比增长 22.12%。

➢ **23 年圆满收官，不同价格带表现均衡。**分产品看，23 年特 A+类/特 A 类/A 类营收分别为 65.04/28.70/4.11 亿元，同比+25.1%/+37.1%/+26.7%，特 A+/特 A 类产品合计占比达 92.83%，同比+0.36pct；其中 23Q4 特 A+类/特 A 类/A 类营收分别为 10.62/5.22/0.84 亿元，同比+24.6%/+34.9%/+21.8%。23 年公司各产品价格带实现均衡发展，同时受消费环境疲软影响，产品结构升级略有放缓。分地区看，23 年淮安/南京/苏南/苏中/盐城/淮海区/省外分别实现营收 19.90/23.56/13.02 /15.88/11.02/9.73/7.27 亿元，同比+25.8%/+21.2%/+28.6%/+38.8%/+26.0%/+25.0%/+40.2%，其中，苏中、省外市场增速表现更优。公司 23 年经销商净增加 47 个，省内经销商净增加 104 个。在公司主动优化管理、提振整体势能背景下，23 年圆满完成年度目标。

同时 24Q1 公司春节动销略超预期。分产品看，24Q1 特 A+类/特 A 类/A 类营收分别为 29.73/14.05/1.78 亿元，同比+22.4%/+26.5%/+16.3%。受益春节返乡和走亲访友，省内 100-300 元价格带动销良好，淡雅产品维持较好周转。另开系提价后整体价盘稳中有升，库存有序去化，节后补货需求有所恢复。分地区看，24Q1 淮安/南京/苏南/苏中/盐城/淮海区/省外分别实现营收 8.43/12.62/4.72/6.22/5.11/5.71/3.67 亿元，同比 +22.3%/+18.0%/+24.0%/+33.2%/+23.4%/+14.9%/+36.1%。24Q1 公司合同负债为 9.7 亿元，环比-1.7 亿元。

➢ **23 年毛利率同比提升，盈利能力保持稳定。**23 年/24Q1 公司毛利率分别为 78.35%/74.23%，同比+1.74/-1.17pct；净利率分别为 31.05%/32.81%，同比-0.68/-0.19pct。销售费率分别为 20.76%/14.16%，同比+3.14/-1.76pct；管理费用率分别为 4.24%/2.20%，同比-0.55/+0.37pct。23 年在产品结构升级下，公司毛利率有所提升，同时 24Q1 在春节大众价格带销售表现更优背景下，毛利率略有下降。受新品推广销售费用增加所致，23 年销售费用率同比有所提升。总体来看，公司盈利能力稳定保持稳定。

➢ **24 年公司战略明晰，开启后百亿时代。**2024 年公司将延续此前的产品结构，不同价格带表现均衡，2024 年业绩增长的确定性高。中长期看，公司



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



省内“产品结构升级+市占率提升”的逻辑有望持续兑现，同时省外扩张仍有增长空间。

投资建议

➤ 我们预测公司 2024-2026 年营业收入分别为 124.39/150.90/183.32 亿元，同比增长 23.2%/21.3%/20.8%。归母净利润 38.03/45.58/55.51 亿元，同比增长 21.3%/19.8%/21.8%。对应 EPS 3.03/3.63/4.42 元，对应当前股价 PE 分别为 20/16/13 倍，维持“买入-A”投资评级。

风险提示

➤ 消费疲软下业绩增长不及预期，产品升级不及预期，行业竞争加剧等。

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,888	10,100	12,439	15,090	18,232
YoY(%)	23.1	28.0	23.2	21.3	20.8
净利润(百万元)	2,503	3,136	3,803	4,558	5,551
YoY(%)	23.3	25.3	21.3	19.8	21.8
毛利率(%)	76.6	78.3	78.7	79.0	79.1
EPS(摊薄/元)	2.00	2.50	3.03	3.63	4.42
ROE(%)	22.6	23.6	22.3	21.6	21.3
P/E(倍)	29.8	23.8	19.6	16.4	13.4
P/B(倍)	6.7	5.6	4.4	3.5	2.9
净利率(%)	31.7	31.0	30.6	30.2	30.4

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	11662	12914	17516	21927	28107
现金	5381	6457	10254	13276	18172
应收票据及应收账款	47	49	69	74	98
预付账款	5	9	9	13	13
存货	3910	4996	5782	7143	8397
其他流动资产	2320	1403	1403	1423	1427
非流动资产	6521	8717	9412	10183	11080
长期投资	29	41	57	72	88
固定资产	1219	1254	2335	3291	4196
无形资产	343	409	449	495	542
其他非流动资产	4931	7013	6571	6325	6254
资产总计	18184	21631	26928	32110	39187
流动负债	6941	8142	9637	10817	12895
短期借款	600	900	900	900	900
应付票据及应付账款	1081	1170	1555	1713	2216
其他流动负债	5259	6072	7182	8204	9779
非流动负债	178	201	201	201	201
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	178	201	201	201	201
负债合计	7119	8344	9838	11018	13096
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	1255	1255	1255	1255	1255
资本公积	719	727	727	727	727
留存收益	9506	11732	15071	19258	24283
归属母公司股东权益	11065	13287	17090	21092	26090
负债和股东权益	18184	21631	26928	32110	39187

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2780	2800	4269	4192	6167
净利润	2503	3136	3803	4558	5551
折旧摊销	142	149	177	275	378
财务费用	-100	-183	-150	-231	-361
投资损失	-122	-109	-162	-129	-131
营运资金变动	557	266	689	210	795
其他经营现金流	-200	-459	-87	-491	-65
投资活动现金流	-1121	-1198	-623	-846	-1080
筹资活动现金流	-144	-623	-250	-324	-192
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.00	2.50	3.03	3.63	4.42
每股经营现金流(最新摊薄)	2.22	2.23	3.40	3.34	4.92
每股净资产(最新摊薄)	8.82	10.59	13.62	16.81	20.80

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7888	10100	12439	15090	18232
营业成本	1845	2187	2647	3174	3816
营业税金及附加	1277	1497	2090	2602	3143
营业费用	1390	2097	2488	3018	3646
管理费用	323	428	535	634	766
研发费用	38	43	53	72	88
财务费用	-100	-183	-150	-231	-361
资产减值损失	-2	2	-2	-1	-1
公允价值变动收益	84	17	87	71	65
投资净收益	122	109	162	129	131
营业利润	3341	4179	5028	6022	7330
营业外收入	2	4	4	4	4
营业外支出	16	21	21	21	21
利润总额	3328	4162	5011	6005	7313
所得税	825	1026	1208	1447	1763
税后利润	2503	3136	3803	4558	5551
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	2503	3136	3803	4558	5551
EBITDA	3345	4172	4991	5981	7275

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	23.1	28.0	23.2	21.3	20.8
营业利润(%)	23.2	25.1	20.3	19.8	21.7
归属于母公司净利润(%)	23.3	25.3	21.3	19.8	21.8
获利能力					
毛利率(%)	76.6	78.3	78.7	79.0	79.1
净利率(%)	31.7	31.0	30.6	30.2	30.4
ROE(%)	22.6	23.6	22.3	21.6	21.3
ROIC(%)	20.6	21.4	20.3	19.7	19.4
偿债能力					
资产负债率(%)	39.2	38.6	36.5	34.3	33.4
流动比率	1.7	1.6	1.8	2.0	2.2
速动比率	1.1	1.0	1.2	1.4	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	182.3	212.1	212.1	212.1	212.1
应付账款周转率	2.2	1.9	1.9	1.9	1.9
估值比率					
P/E	29.8	23.8	19.6	16.4	13.4
P/B	6.7	5.6	4.4	3.5	2.9
EV/EBITDA	20.2	16.3	12.8	10.2	7.7

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

