

今世缘 (603369.SH)

一季度收入增长 23%，国缘品牌势能延续

买入

核心观点

2023 年收入百亿收官，2024Q1 稳健开局。公司 2023 年实现收入 101.0 亿元，同比+28.05%；归母净利润 31.36 亿元，同比+25.30%。其中，2023Q4 实现收入 17.35 亿元，同比+26.67%；归母净利润 5.00 亿元，同比+18.75%。2024Q1 实现收入 46.71 亿元，同比+22.8%；归母净利润 15.33 亿元，同比+22.12%。

国缘品牌势能较强，产品结构如期升级。2023Q4 特 A+/特 A 类产品收入同比+24.61%/+34.92%，大众价位主导产品单开、淡雅延续前三季度动销势能，收入快于整体。2023 全年销售量/吨价分别同比+19.87%/+6.62%，产品结构升级下毛利率同比+1.75pct 至 78.3%。24Q1 特 A+/特 A 类产品收入分别同比+22.39%/+26.49%，国缘 V3、四开、对开、淡雅四大刀尖产品均实现稳健增长，特 A 类及以上产品收入占比同比+0.73pct 至 94.19%。24Q1 毛利率同比-1.2pct 主因产品投入增加（部分用于开系换代）。

省内优势延续，省外精准突破。2024Q1 省内收入 42.81 亿元/同比+21.69%，公司不断推进区域布局平衡和优势市场深挖，苏南、苏中大区小基数下实现较快增长，淮安、南京大本营市场进一步夯实。24Q1 省外收入分别 3.67 亿元/同比+36.14%，收入占比提升 0.78pct 至 7.91%，主因 V 系列导入苏南、浙北、上海等环江苏区域初显成效。截至一季度末，公司省内/省外经销商分别 513/506 个，环比年初+14/-56 个，公司坚持实施精准招商、优化经销商结构，有利于长期省外开、V 系列产品的运作和重点样板市场打造。

2023 年及 2024Q1 净利率小幅下降。2023 年公司销售费用率 20.8%/同比+3.14pct，主因全年加强广告投入、旺季中加大扫码红包等费用；2023 年管理费用率 4.2%/同比+0.14pct，主要陶坛储酒量增加带来损耗增加及薪酬增长所致；费用率增加下，全年净利率-0.7pct 至 31.0%。2024Q1 公司销售费用率 14.2%/同比-1.7pct，管理费用率 2.2%/同比+0.12pct，净利率 32.8%/同比-0.2pct 主因毛利率和税金率扰动。

风险提示：需求复苏不及预期；行业竞争加剧；产业政策风险等。

投资建议：收入后百亿进程中，公司或将更加注重短期省内竞争变化和长期经营质量提升之间的权衡，省内国缘品牌势能仍然强劲，但今年或仍将保持费投水平应对竞争。公司年报确定 2024 年经营目标总营收 122 亿元左右，净利润 37 亿元左右，我们预计 2024-2025 年公司收入 122.4/147.5 亿元（前值为 122.6/148.4 亿元），同比+21.2%/+20.5%；归母净利润 37.5/45.5 亿元（前值为 37.9/45.5 亿元），同比+19.7%/+21.1%，当前股价对应 19.9/16.4 倍 P/E，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,888	10,100	12,240	14,751	17,149
(+/-%)	23.1%	28.0%	21.2%	20.5%	16.3%
净利润(百万元)	2503	3136	3754	4547	5379
(+/-%)	23.3%	25.3%	19.7%	21.1%	18.3%
每股收益(元)	2.00	2.50	2.99	3.62	4.29
EBIT Margin	38.2%	38.1%	38.1%	38.9%	39.9%
净资产收益率 (ROE)	22.6%	23.6%	23.6%	23.8%	23.5%
市盈率 (PE)	29.8	23.8	19.9	16.4	13.9
EV/EBITDA	25.9	20.8	17.0	13.9	11.9
市净率 (PB)	6.75	5.62	4.69	3.91	3.27

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

食品饮料·白酒 II

证券分析师：张向伟

证券分析师：李文华

021-60375461

zhangxiangwei@guosen.com.cn liwenhua2@guosen.com.cn

S0980523090001

S0980523070002

联系人：张未艾

021-61761031

zhangweiai@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	57.42 元
总市值/流通市值	72033/72033 百万元
52 周最高价/最低价	65.68/41.32 元
近 3 个月日均成交额	313.38 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《今世缘 (603369.SH) - 国缘开系提价，彰显品牌信心》——2024-02-29
- 《今世缘 (603369.SH) - 百亿收入收官，奔赴新征程》——2024-01-02
- 《今世缘 (603369.SH) - 三季度产品结构升级，提前锁定百亿收入目标》——2023-10-31
- 《今世缘 (603369.SH) - 积极备战中秋旺季，全年业绩达成可期》——2023-09-17
- 《今世缘 (603369.SH) - 二季度收入增长 31%，经营势能延续向上》——2023-08-30

2023 年收入百亿收官，2024Q1 稳健开局。公司 2023 年实现收入 101.0 亿元，同比+28.05%；归母净利润 31.36 亿元，同比+25.30%。其中，2023Q4 实现收入 17.35 亿元，同比+26.67%；归母净利润 5.00 亿元，同比+18.75%。2024Q1 实现收入 46.71 亿元，同比+22.8%；归母净利润 15.33 亿元，同比+22.12%。

国缘品牌势能较强，产品结构如期升级。2023Q4 特 A+/特 A 类产品收入同比+24.61%/+34.92%，大众价位主导产品单开、淡雅延续前三季度动销势能，收入快于整体。2023 全年销售量/吨价分别同比+19.87%/+6.62%，产品结构升级下毛利率同比+1.75ppt 至 78.3%。24Q1 特 A+/特 A 类产品收入分别同比+22.39%/+26.49%，国缘 V3、四开、对开、淡雅四大刀尖产品均实现稳健增长，特 A 类及以上产品收入占比同比+0.73pct 至 94.19%。24Q1 毛利率同比-1.2pct 主因产品投入增加（部分用于开系换代）。

夯实省内优势，省外精准突破。2024Q1 省内收入 42.81 亿元/同比+21.69%，公司不断推进区域布局平衡和优势市场深挖，苏南、苏中大区小基数下实现较快增长，淮安、南京大本营市场进一步夯实。24Q1 省外收入分别 3.67 亿元/同比+36.14%，收入占比提升 0.78pct 至 7.91%，主因 V 系列导入苏南、浙北、上海等环江苏区域初显成效。截至一季度末，公司省内/省外经销商分别 513/506 个，环比年初+14/-56 个，公司坚持实施精准招商、优化经销商结构，有利于长期省外开、V 系列产品的运作和重点样板市场打造。

2023 年及 2024Q1 净利率小幅下降。2023 年公司销售费用率 20.8%/同比+3.14pct，主因全年加强广告投入、旺季中加大扫码红包等费用；2023 年管理费用率 4.2%/同比+0.14pct，主要陶坛储酒量增加带来损耗增加及薪酬增长所致；费用率增加下，全年净利率-0.7pct 至 31.0%。2024Q1 公司销售费用率 14.2%/同比-1.7pct，管理费用率 2.2%/同比+0.12pct，净利率 32.8%/同比-0.2pct 主因毛利率和税金率扰动。

投资建议：收入后百亿进程中，公司或将更加注重短期省内竞争变化和长期经营质量提升之间的权衡，省内国缘品牌势能仍然强劲，但今年或仍将保持费投水平应对竞争。公司年报确定 2024 年经营目标总营收 122 亿元左右，净利润 37 亿元左右，我们预计 2024-2025 年公司收入 122.4/147.5 亿元（前值为 122.6/148.4 亿元），同比+21.2%/+20.5%；归母净利润 37.5/45.5 亿元（前值为 37.9/45.5 亿元），同比+19.7%/+21.1%，当前股价对应 19.9/16.4 倍 P/E，维持“买入”评级。

图1：今世缘单季度营业收入及增速

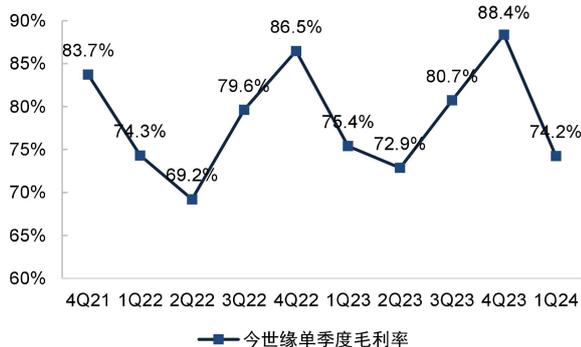


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

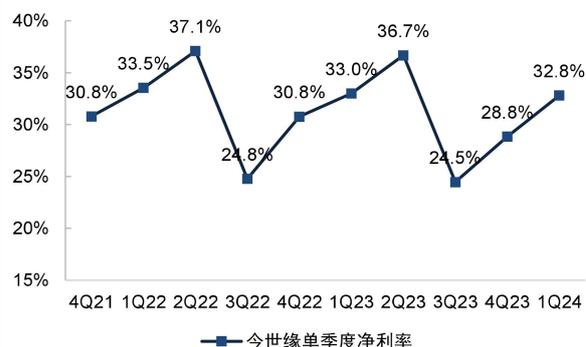
图2：今世缘单季度归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 今世缘单季度毛利率


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 今世缘单季度净利率


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 今世缘盈利预测调整表

项目	调整前			调整后		调整幅度	
	2023A	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	10,100	12,258	14,836	12,240	14,751	-0.1%	-0.6%
收入同比增速%	28.0%	22.0%	21.0%	21.2%	20.5%	-0.82pcts	-0.48pcts
毛利率%	78.3%	78.0%	79.8%	78.1%	78.6%	0.06pcts	-1.22pcts
销售费用率%	78.3%	19.1%	19.8%	20.8%	20.5%	1.7pcts	0.7pcts
管理费用率%	4.2%	4.0%	4.2%	4.0%	4.0%	0pcts	-0.2pcts
归母净利润(百万元)	3,136	3,786	4,546	3,754	4,547	-0.8%	0.0%
归母净利润同比增速%	25.3%	20.5%	20.1%	19.7%	21.1%	-0.8pcts	1.02pcts
净利率%	31.0%	30.9%	30.6%	30.7%	30.8%	-0.22pcts	0.18pcts
EPS(元)	2.50	3.02	3.62	2.99	3.62	-0.9%	0.1%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价(元)		总市值(亿元)		归母净利润(亿元)		PE	
			2024/4/29	2024/4/29	2024E	2025E	2024E	2025E		
600519.SH	贵州茅台	买入	1,704	21,406	877.9	1019.1	24.4	21.0		
000858.SZ	五粮液	买入	152	5,890	339.7	381.5	17.3	15.4		
000568.SZ	泸州老窖	买入	189	2,782	161.9	195.2	17.2	14.3		
600809.SH	山西汾酒	买入	258	3,148	131.3	160.9	24.0	19.6		
002304.SZ	洋河股份	买入	96	1,444	112.5	125.6	12.8	11.5		
000799.SZ	酒鬼酒	买入	51	166	7.0	8.5	23.7	19.5		
600702.SH	舍得酒业	买入	74	248	20.1	23.4	12.3	10.6		
000596.SZ	古井贡酒	买入	266	1,406	58.5	73.2	24.0	19.2		
603589.SH	口子窖	买入	41	246	21.2	24.6	11.6	10.0		
603198.SH	迎驾贡酒	买入	72	573	28.8	35.6	19.9	16.1		
603369.SH	今世缘	买入	60	747	37.5	45.5	19.9	16.4		

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	5381	6457	9059	12905	17168	营业收入	7888	10100	12240	14751	17149
应收款项	76	77	106	128	143	营业成本	1845	2187	2685	3160	3594
存货净额	3910	4996	5587	6684	7767	营业税金及附加	1277	1497	1815	2187	2543
其他流动资产	39	87	105	127	147	销售费用	1390	2097	2546	3024	3430
流动资产合计	11662	12914	16154	21141	26522	管理费用	333	441	506	606	702
固定资产	2980	4964	4812	4682	4533	研发费用	38	43	44	45	46
无形资产及其他	343	409	392	376	360	财务费用	(100)	(183)	(183)	(187)	(191)
投资性房地产	3170	3302	3302	3302	3302	投资收益	122	109	109	109	109
长期股权投资	29	41	41	41	41	资产减值及公允价值变动	84	17	17	17	17
资产总计	18184	21631	24702	29542	34758	其他收入	(7)	(9)	(8)	(9)	(9)
短期借款及交易性金融负债	600	900	0	0	0	营业利润	3341	4179	4989	6078	7188
应付款项	1081	1170	1291	1651	1844	营业外净收支	(14)	(17)	(17)	(15)	(16)
其他流动负债	5259	6072	7295	8593	9851	利润总额	3328	4162	4972	6062	7171
流动负债合计	6941	8142	8586	10243	11695	所得税费用	825	1026	1218	1516	1793
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	178	201	201	201	201	归属于母公司净利润	2503	3136	3754	4547	5379
长期负债合计	178	201	201	201	201	现金流量表 (百万元)					
负债合计	7119	8344	8787	10445	11896	净利润	2503	3136	3754	4547	5379
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	11065	13287	15915	19097	22862	折旧摊销	138	144	249	376	408
负债和股东权益总计	18184	21631	24702	29542	34758	公允价值变动损失	(84)	(17)	(17)	(17)	(17)
关键财务与估值指标						财务费用	(100)	(183)	(183)	(187)	(191)
每股收益	2.00	2.50	2.99	3.62	4.29	营运资本变动	(235)	(342)	705	517	333
每股红利	0.59	0.74	0.90	1.09	1.29	其它	0	0	0	0	0
每股净资产	8.82	10.59	12.69	15.22	18.22	经营活动现金流	2322	2921	4690	5423	6102
ROIC	29.34%	27.33%	28%	32%	35%	资本开支	0	(2133)	(63)	(213)	(226)
ROE	22.62%	23.60%	24%	24%	24%	其它投资现金流	428	959	0	0	0
毛利率	77%	78%	78%	79%	79%	投资活动现金流	423	(1186)	(63)	(213)	(226)
EBIT Margin	38%	38%	38%	39%	40%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	40%	40%	40%	41%	42%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	23%	28%	21%	21%	16%	支付股利、利息	(736)	(923)	(1126)	(1364)	(1614)
净利润增长率	23%	25%	20%	21%	18%	其它融资现金流	150	1187	(900)	0	0
资产负债率	39%	39%	36%	35%	34%	融资活动现金流	(1322)	(659)	(2026)	(1364)	(1614)
股息率	1.0%	1.2%	1.5%	1.8%	2.2%	现金净变动	1424	1076	2601	3846	4263
P/E	29.8	23.8	19.9	16.4	13.9	货币资金的期初余额	3958	5381	6457	9059	12905
P/B	6.7	5.6	4.7	3.9	3.3	货币资金的期末余额	5381	6457	9059	12905	17168
EV/EBITDA	25.9	20.8	17.0	13.9	11.9	企业自由现金流	0	569	4409	4990	5653
						权益自由现金流	0	1756	3611	5154	5879

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032