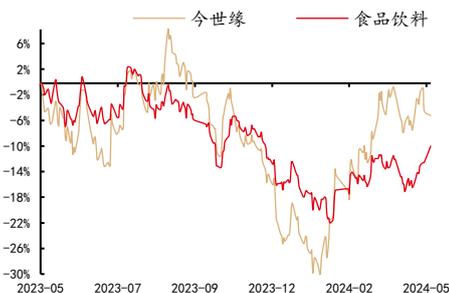


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	56.98
总股本/流通股本(亿股)	12.54 / 12.54
总市值/流通市值(亿元)	715 / 715
52周内最高/最低价	65.05 / 42.12
资产负债率(%)	38.6%
市盈率	22.65
第一大股东	今世缘集团有限公司

研究所

分析师: 蔡雪昱  
SAC 登记编号: S1340522070001  
Email: caixueyu@cnpsec.com  
分析师: 华夏霖  
SAC 登记编号: S1340522090003  
Email: huaxialin@cnpsec.com

今世缘(603369)

23年成功突破百亿，24年开门红稳健、利润略超预期

● 事件

公司发布2023年年报、2024年一季报。公司2023年实现营收/归母净利润/扣非归母净利润100.98/31.36/31.36亿元，同比+28.07%/+25.3%/+25.57%。2023年公司成功突破百亿，整体表现符合预期。2023年单Q4实现营收/归母净利润/扣非归母净利润17.35/5/4.99亿元，同比+26.76%/+18.75%/+17.35%。2024年Q1公司实现营收/归母净利润/扣非归母净利润46.71/15.33/15.25亿元，同比+22.84%/+22.12%/+22.08%。公司2024年稳步实现开门红、利润表现略好于预期。

● 核心要点

2023年，我们预计国缘系列中淡雅柔雅放量，同比增长50%左右带动百元价格带高增长，而对开（同比+35%左右）、四开（同比+20%左右）、V系（同比+60%以上）各自均保持良好增长势头。分产品看，特A+类/特A类/A类/B类/C、D类分别实现营收65.04/28.7/4.11/1.6/0.86/0.07亿元，同比+25.13%/+37.11%/+26.68%/+9.66%/+2.47%/+21.95%；毛利率分别为85.5%/71.1%/55.7%/29.1%/9.7%/30.4%，同比+1.5/+3.0/+3.0/+2.1/+2.8/-0.4pct。分地区看，省内苏南、苏中延续强劲增长势头，同时省外保持高增，淮安/南京/苏南/苏中/盐城/淮海/省外分别实现营收19.9/23.56/13.02/15.88/11.02/9.73/7.27亿元，同比+25.84%/+21.17%/+28.64%/+38.78%/+25.98%/+24.99%/+40.18%。

2023年毛利率稳步增长（部分费用处理方式变化）、全年冲击百亿目标决心下、销售费用率保持扩张（其中广告费同比+51%、综合促销费+69%）、净利率小幅下滑。2023年，公司毛利率/归母净利率为78.35%/31.05%，分别同比+1.74/-0.68pct；税金/销售/管理/研发/财务费用率分别为14.82%/20.76%/4.24%/0.43%/-1.81%，分别同比-1.37/+3.14/+0.14/-0.05/-0.55pct。全年实现销售收现120.61亿元，同比+24.83%；经现净额28亿元，同比+0.21亿元；年末合同负债24亿元，同比+3.6亿元，环比+10.89亿元（去年同口径环比+6.68亿元）。23Q4公司毛利率/归母净利率为88.36%/28.84%，同比+1.89/-1.92pct；税金/销售/管理/研发/财务费用率分别为13.23%/35.8%/9.59%/1.05%/-4.46%，分别同比-2.15/+2.31/+0.34/-0.26/-1.7pct。单四季度实现销售收现31.84亿元，同比+35.36%，经现净额8.19亿元，同比+2.39亿元。

开年Q1保持较好增长势头，3月1号开系升级五代，前期投放量较为稳健，平稳完成渠道端过渡。其中，特A+类/特A类/A类/B类/C、D类/其他分别实现营收29.73/14.05/1.78/0.59/0.3/0.02亿元，

同比+22.39%/+26.49%/+16.35%/-0.85%/-4.43%/+26.78%。分地区看，苏中、苏南、省外延续良好势头，淮安/南京/苏南/苏中/盐城/淮海/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+22.33%/+17.95%/+24.04%/+33.21%/+23.36%/+14.85%/+36.14%。

**Q1 受阶段性的费用处理方式变化+部分费用投放节奏不同、毛利率小幅回落、销售费用同步缩减、利润率保持平稳、好于预期。**24Q1 公司毛利率/归母净利率为 74.23%/32.81%，同比-1.17/-0.19pct；税金/销售/管理/研发/财务费用率分别为 15.53%/14.16%/2.2%/0.23%/-0.77%，同比+0.56/-1.76/+0.12/-0.01/+0.37pct。24Q1 公司实现销售收现 37.3 亿元，同比+8.84%；经现净额 10.02 亿元，同比+1.04 亿元；24Q1 末合同负债 9.73 亿元，同比-1.7 亿元，环比-14.27 亿元（去年同口径环比-8.97 亿元）。

公司十四五规划锚定“2025 年挑战营收 150 亿”的既定战略目标，公司确定 2024 年经营目标为总营收 122 亿元左右，净利润 37 亿元左右。我们认为当前基于今世缘长期培育的品牌势能、渠道拓张空间看，未来在省内部分地区仍有较好增长空间。此外近期全国各地逐渐取消限购，住房限购政策放松预期再次催化，叠加外资行纷纷调高中国资产评级，外资持续买入，资金层面改善，我们继续看好在区域市场仍具备竞争优势的白酒企业。

### ● 盈利预测与投资建议：

公司达成百亿目标后未来规划稳健，我们调整公司未来盈利预测，预计公司 2024-2026 年实现营收 124.11/150.94/178.51 亿元（24-25 年前值为 126.14/155.48 亿元），同比增长 22.90%/21.62%/18.27%；实现归母净利润 38.00/45.70/54.58 亿元（24-25 年前值为 39.86/49.44 亿元），同比增长 21.17%/20.28%/19.42%，对应 EPS 为 3.03/3.64/4.35 元（24-25 年前值为 3.18/3.94 元），对应当前股价 PE 为 19x/16x/13x。我们预计公司整体增长势头有望延续，2023-26 年归母净利润复合增速预计在 20%，当前公司 PEG 已低于 1，维持“买入”评级。

### ● 风险提示：

宏观经济下行、需求复苏偏弱、省内竞争加剧、产品结构升级不及预期、省外扩张不及预期的风险。

### ■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	10098	12411	15094	17851
增长率 (%)	28.07	22.90	21.62	18.27
EBITDA (百万元)	4127.73	5300.24	6291.13	7451.84
归属母公司净利润 (百万元)	3136.04	3799.83	4570.41	5458.08
增长率 (%)	25.30	21.17	20.28	19.42
EPS (元/股)	2.50	3.03	3.64	4.35
市盈率 (P/E)	22.79	18.81	15.64	13.10
市净率 (P/B)	5.38	4.42	3.64	3.01
EV/EBITDA	12.78	11.14	8.72	6.72

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	10098	12411	15094	17851	营业收入	28.1%	22.9%	21.6%	18.3%
营业成本	2187	2497	3029	3548	营业利润	25.1%	21.2%	20.2%	19.4%
税金及附加	1497	1997	2429	2873	归属于母公司净利润	25.3%	21.2%	20.3%	19.4%
销售费用	2097	2482	3064	3570	<b>获利能力</b>				
管理费用	428	496	634	750	毛利率	78.3%	79.9%	79.9%	80.1%
研发费用	43	52	62	71	净利率	31.1%	30.6%	30.3%	30.6%
财务费用	-183	-9	-42	-59	ROE	23.6%	23.5%	23.3%	23.0%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	130.0%	77.4%	121.6%	178.3%
<b>营业利润</b>	<b>4179</b>	<b>5065</b>	<b>6089</b>	<b>7268</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	4	4	4	4	资产负债率	38.6%	35.5%	35.5%	34.7%
营业外支出	21	18	18	18	流动比率	1.59	1.91	2.10	2.29
<b>利润总额</b>	<b>4162</b>	<b>5050</b>	<b>6074</b>	<b>7254</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	1026	1250	1504	1796	应收账款周转率	168.20	139.52	139.52	139.52
<b>净利润</b>	<b>3136</b>	<b>3800</b>	<b>4570</b>	<b>5458</b>	存货周转率	0.44	0.47	0.47	0.47
<b>归母净利润</b>	<b>3136</b>	<b>3800</b>	<b>4570</b>	<b>5458</b>	总资产周转率	0.47	0.49	0.50	0.49
<b>每股收益(元)</b>	<b>2.50</b>	<b>3.03</b>	<b>3.64</b>	<b>4.35</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	2.50	3.03	3.64	4.35
货币资金	6457	9835	14259	19366	每股净资产	10.59	12.89	15.65	18.95
交易性金融资产	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	60	89	108	128	PE	22.79	18.81	15.64	13.10
预付款项	9	10	12	14	PB	5.38	4.42	3.64	3.01
存货	4996	5299	6428	7531	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>12914</b>	<b>16621</b>	<b>22215</b>	<b>28467</b>	净利润	3136	3687	4458	5346
固定资产	1256	4778	4589	4400	折旧和摊销	149	259	259	257
在建工程	3711	0	0	0	营运资本变动	-266	1142	704	716
无形资产	409	340	272	204	其他	-219	-7	-40	-57
<b>非流动资产合计</b>	<b>8717</b>	<b>8461</b>	<b>8205</b>	<b>7951</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>2800</b>	<b>5081</b>	<b>5380</b>	<b>6262</b>
<b>资产总计</b>	<b>21631</b>	<b>25082</b>	<b>30420</b>	<b>36418</b>	资本开支	-2171	0	0	0
短期借款	900	0	0	0	其他	974	108	108	108
应付票据及应付账款	1170	1225	1486	1741	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1198</b>	<b>108</b>	<b>108</b>	<b>108</b>
其他流动负债	6072	7489	9102	10709	股权融资	9	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>8142</b>	<b>8714</b>	<b>10588</b>	<b>12449</b>	债务融资	300	-900	0	0
其他	201	201	201	201	其他	-932	-911	-1064	-1262
<b>非流动负债合计</b>	<b>201</b>	<b>201</b>	<b>201</b>	<b>201</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-623</b>	<b>-1811</b>	<b>-1064</b>	<b>-1262</b>
<b>负债合计</b>	<b>8344</b>	<b>8915</b>	<b>10789</b>	<b>12650</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>978</b>	<b>3378</b>	<b>4424</b>	<b>5107</b>
股本	1255	1255	1255	1255					
资本公积金	727	727	727	727					
未分配利润	11305	14185	17649	21786					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>13287</b>	<b>16167</b>	<b>19631</b>	<b>23768</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>21631</b>	<b>25082</b>	<b>30420</b>	<b>36418</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048