

2024年05月09日

今世缘 (603369.SH)

公司快报

食品饮料 | 白酒III

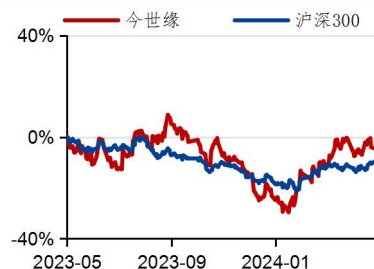
 投资评级 **买入-B(维持)**

 股价(2024-05-08) **56.93 元**

交易数据

总市值(百万元)	71,418.69
流通市值(百万元)	71,418.69
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	64.03/42.65

一年股价表现



资料来源: 聚源

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	-2.16	2.98	5.54
绝对收益	0.49	10.87	-5.11

分析师

李鑫鑫

 SAC 执业证书编号: S0910523120001
 lixinxin@huajinsec.cn

相关报告

今世缘: 步入百亿阵营行列, 新阶段再攀新高峰-华金证券-食品饮料-今世缘-公司快报
 2024.2.2

百亿顺利收官, 新阶段再启航

事件

23 年报: 公司发布 23 年年报及 24 年一季报, 23 年实现营收 101.00 亿元, 同比+28.05%; 归母净利润 31.36 亿元, 同比+25.30%; 扣非归母净利润 31.36 亿元, 同比+25.57%。其中, 23Q4 实现营收 17.35 亿元, 同比+26.67%; 归母净利润 5.00 亿元, 同比+18.75%; 扣非归母净利润 4.99 亿元, 同比+17.35%。

24 一季报: 24Q1 实现营收 46.71 亿元, 同比+22.82%; 归母净利润 15.33 亿元, 同比+22.12%; 扣非归母净利润 15.25 亿元, 同比+22.08%。

24 年经营目标: 总营收 122 亿元左右, 净利润 37 亿元左右。

报表分析: 经营质量优秀, 合同负债良性。23 年现金回款 120.61 亿元, 同比+24.83%, 低于营收增速(+28.05%), 销售收现率 119%, 其中 23Q4 现金回款 31.84 亿元, 同比+35.36%, 高于营收增速(+26.67%); 合同负债为 24.00 亿元, 同比+3.60 亿元/环比+10.89 亿元。24Q1 现金收现约 37.30 亿元, 同比 +8.84%, 低于营收增速(22.82%), 销售收现率 80%。合同负债约 9.73 亿元, 同比-1.70 亿元/环比-14.27 亿元。

投资要点

◆ **收入分析: 百亿顺利收官, 省内精耕省外开拓。**23 年公司实现营收 101.00 亿元, 同比+28.05% (其中 Q1: +27.26%; Q2: +30.61%; Q3: +28.04%; Q4: 26.67%)。超额完成年初制定的百亿收入目标, 成功进入百亿阵营行列。

1) **分产品:** 23 年公司特 A+类/特 A 类/A 类/B 类/C、D 类产品分别实现营收 65.03/28.70/4.11/1.60/0.86 亿元, 同比+25.13%/+37.11%/+26.68%/+9.66%/+2.47%, 预计主要系 V3 加速放量, 四开、双开、淡雅等大单品表现良好, 23 年毛利率同比+1.74pct 至 78.35%。

2) **分区域:** 省内弹性延续, 省外加速开拓。23 年省内淮安/南京/苏南/苏中/盐城/淮海大区分别实现营收 19.90/23.56/13.02/15.88/11.02/9.73 亿元, 同比分别+25.84%/+21.17%/+28.64%/+38.78%/+25.98%/+24.99%, 省内各大区增速均超 20%。省外实现营收 7.27 亿元, 同比+40.18%。

◆ **利润分析: 费用投放增加, 盈利能力微降。**23 年销售/管理费用率分别为 20.76%/4.24%, 分别同比+3.14/+0.14pct, 23Q4 销售/管理费用率分别为 35.80%/9.59%, 分别同比+2.31/+0.34pct, 销售费用率增加明显主要系公司加大市场开拓力度、广告投入费用增加。综合来看, 23 年归母净利率为 31.05%, 同比-0.68pct, 盈利能力略有下降。

◆ **24Q1 经营分析: 经营势能延续, 新阶段再启航。**24Q1 实现营收 46.71 亿元, 同比+22.82%。其中特 A+类/特 A 类/A 类/B 类/C 类、D 类别实现营收 29.73/14.05/1.78/0.59/0.31 亿元, 同比+22.39%/26.49%/16.35%/-0.85%/-4.43%,



产品结构持续优化。24Q1 毛利率同比-1.17pct 至 74.23%，24Q1 销售费用率 14.16%，同比-1.76pct，预计主要系公司货折比例变化。Q1 归母净利率同比-0.19pct 至 32.81%，盈利能力稳健。

- ◆ **24 年展望：稳定市场价盘，经营势能延续。** 3 月以来公司国缘开系调整价格，五代四开、对开、单开出厂价每瓶分别上调 20/10/8 元，新版四开上市有助于重新梳理渠道价值分配链、延伸产品生命周期，帮助公司增厚业绩。其次公司回款稳步推进，四开、淡雅等产品势能延续，多地动销表现良好消费氛围较优。公司通过产品升级换代稳定产品价盘，开系、V 系等大单品进一步夯实业绩基本盘。
- ◆ **中期展望：后百亿时代战略清晰，推进高端化、全国化。** 23 年公司百亿顺利收官，公司发展目标清晰，2024 年今世缘发展大会上提出 2025-2030 年双百亿战略。高端化层面，公司国缘品牌持续发力，V 系成长性好且逐步形成消费氛围，同时开系持续放量。全国化层面，省内市场精耕细作，渠道基础扎实；省外市场聚焦国缘品牌、板块打造，逐步实现板块化、周边化，其次公司在省外市场导入六开，省外占比有望逐步提升。
- ◆ **投资建议：** 短期来看，公司百亿目标顺利达成，四开产品再次升级换代，卡位 400-500 元次高端价位带，符合省内商务宴请消费趋势，淡雅卡位 100-200 元价位带，契合当下自饮送礼新趋势，未来有望持续放量。中长期看，公司战略规划清晰，持续推进高端化、全国化，25 年 150 亿目标实现可能性强。我们略上调盈利预测，预计公司 24 年至 26 年营业收入分别为 124 亿、150 亿、178 亿元，分别同比增长 22.8%、21.3%和 18.5%，归母净利润分别为 38 亿、47 亿、56 亿元，分别同比增长 22.2%、21.8%、19.8%，EPS 分别为 3.05 元、3.72 元和 4.45 元，对应 PE 分别为 18.6x、15.3x、12.8x，维持公司“买入-B”评级。
- ◆ **风险提示：** 省内竞争加剧，公司出现重大管理瑕疵；宏观经济发生较大的波动，白酒消费有大幅下滑等；

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	12,400	15,043	17,821
YoY(%)	23.1	28.0	22.8	21.3	18.5
归母净利润(百万元)	2,503	3,136	3,832	4,666	5,588
YoY(%)	23.3	25.3	22.2	21.8	19.8
毛利率(%)	76.6	78.3	79.0	79.5	79.9
EPS(摊薄/元)	2.00	2.50	3.05	3.72	4.45
ROE(%)	22.6	23.6	22.4	22.0	21.2
P/E(倍)	28.5	22.8	18.6	15.3	12.8
P/B(倍)	6.5	5.4	4.2	3.4	2.7
净利率(%)	31.7	31.0	30.9	31.0	31.4

数据来源：聚源、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	11662	12914	17312	21883	27502	营业收入	7888	10100	12400	15043	17821
现金	5381	6457	10248	13391	18371	营业成本	1845	2187	2598	3087	3582
应收票据及应收账款	47	49	68	73	95	营业税金及附加	1277	1497	1995	2420	2867
预付账款	5	9	8	13	12	营业费用	1390	2097	2505	3009	3546
存货	3910	4996	5584	6984	7601	管理费用	323	428	496	587	695
其他流动资产	2320	1403	1403	1423	1424	研发费用	38	43	56	68	80
非流动资产	6521	8717	9399	10169	10933	财务费用	-100	-183	-159	-150	-208
长期投资	29	41	57	74	91	资产减值损失	-2	2	-2	-1	-1
固定资产	1219	1254	2327	3281	4113	公允价值变动收益	84	17	66	56	46
无形资产	343	409	449	495	542	投资净收益	122	109	118	116	114
其他非流动资产	4931	7013	6566	6320	6187	营业利润	3341	4179	5107	6214	7437
资产总计	18184	21631	26711	32053	38435	营业外收入	2	4	4	3	4
流动负债	6941	8142	9391	10619	11903	营业外支出	16	21	18	18	19
短期借款	600	900	900	900	900	利润总额	3328	4162	5093	6199	7422
应付票据及应付账款	1081	1170	1505	1673	2014	所得税	825	1026	1261	1533	1834
其他流动负债	5259	6072	6986	8046	8988	税后利润	2503	3136	3832	4666	5588
非流动负债	178	201	201	201	201	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	2503	3136	3832	4666	5588
其他非流动负债	178	201	201	201	201	EBITDA	3345	4172	5073	6173	7374
负债合计	7119	8344	9592	10820	12104	主要财务比率					
少数股东权益	0	0	0	0	0	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	1255	1255	1255	1255	1255	成长能力					
资本公积	719	727	727	727	727	营业收入(%)	23.1	28.0	22.8	21.3	18.5
留存收益	9506	11732	14631	18349	23104	营业利润(%)	23.2	25.1	22.2	21.7	19.7
归属母公司股东权益	11065	13287	17119	21233	26331	归属于母公司净利润(%)	23.3	25.3	22.2	21.8	19.8
负债和股东权益	18184	21631	26711	32053	38435	获利能力					
						毛利率(%)	76.6	78.3	79.0	79.5	79.9
						净利率(%)	31.7	31.0	30.9	31.0	31.4
						ROE(%)	22.6	23.6	22.4	22.0	21.2
						ROIC(%)	20.6	21.4	20.4	20.1	19.4
						偿债能力					
						资产负债率(%)	39.2	38.6	35.9	33.8	31.5
						流动比率	1.7	1.6	1.8	2.1	2.3
						速动比率	1.1	1.0	1.2	1.4	1.7
						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	28.5	22.8	18.6	15.3	12.8
						P/B	6.5	5.4	4.2	3.4	2.7
						EV/EBITDA	19.2	15.5	12.0	9.3	7.1

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	4307	4417	6238
净利润	2503	3136	3832	4666	5588
折旧摊销	142	149	176	274	374
财务费用	-100	-183	-159	-150	-208
投资损失	-122	-109	-118	-116	-114
营运资金变动	557	-266	641	-201	645
其他经营现金流	-200	74	-66	-56	-46
投资活动现金流	-1121	-1198	-675	-872	-977
筹资活动现金流	-144	-623	159	-402	-281
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.00	2.50	3.05	3.72	4.45
每股经营现金流(最新摊薄)	2.22	2.23	3.43	3.52	4.97
每股净资产(最新摊薄)	8.82	10.59	13.65	16.93	20.99

资料来源: 聚源、华金证券研究所

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%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%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%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%；

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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李鑫鑫声明，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。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（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。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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。

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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn