

## 百亿目标已达成, 新百亿开局顺利

### 投资要点

- 事件:** 公司发布2023年年报和2024年一季报, 2023年实现营业总收入101.0亿元, 同比+28.1%; 实现归母净利润31.4亿元, 同比+25.3%左右。24Q1实现营业总收入46.7亿元, 同比+22.8%; 实现归母净利润15.3亿元, 同比+22.1%, 业绩符合市场预期。
- 高增势能延续, 结构持续升级。24Q1:** 1、分产品结构看, 特A+类、特A类、A类产品分别实现营收29.7亿元(+22.4%)、14.1亿元(+26.5%)、1.8亿元(+16.4%), 百元以上价位高增势能延续, 产品结构持续向上。2、各区域营收情况, 淮安大区8.4亿元(+22.3%)、南京大区12.6亿元(+18.0%)、苏南大区4.7亿元(+24.0%)、苏中大区6.2亿元(+33.2%)、盐城大区5.1亿元(+23.4%)、淮海大区5.7亿元(+14.9%)、省外市场3.7亿元(+36.1%), 省内苏中、苏南区域增长势能突出, 基本盘更加坚实; 省外增速亮眼, 成长空间持续拓宽。3、量价拆分看, 2023年白酒业务销量同比增长19.9%至4.7万吨, 吨价同比增长6.7%至21.5万元/吨, 量价齐升趋势延续。
- 毛销差进一步提升, 盈利能力保持强劲。24Q1:** 1、毛利率同比降1.2个百分点至74.2%, 销售费用率同比降1.8个百分点至14.2%, 毛销差提升0.6个百分点至60.1%, 销售活动的盈利能力进一步增强。2、管理费用率略增0.1个百分点至2.2%, 综合费用率下降1.3个百分点至15.8%, 销售净利率略降0.2个百分点至32.8%, 盈利能力保持强劲。3、2023年合同负债同比增长3.6亿元至24.0亿元, 24Q1合同负债同比减少1.70亿元至9.73亿元。
- 高端化与全国化并进, 兼具成长性和成长空间。** 1、公司国缘系列坚持“中国新一代高端白酒”的品牌定位, 高举高打进行品牌建设, 品牌高度持续提升; 国缘V3受益省内商务消费600元价位持续扩容, 动销持续向好, 高端化路径清晰。2、省内持续推进“精耕攀顶”, 打破发展“天花板”; 省外继续坚持“攻城拔寨”, 启动“再造江苏”工程, 成长空间持续拓宽。3、公司当前锚定“2025年挑战营收150亿”的既定目标不动摇, 2024年总营收目标确定为122亿元左右, 净利润目标为37亿元左右, 新百亿目标路径清晰, 业绩高增势能有望延续。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2024-2026年EPS分别为3.04元、3.70元、4.51元, 对应PE分别为20倍、16倍、13倍。公司受益于消费升级和全国化布局, 看好公司长期成长能力, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 经济大幅下滑风险, 消费复苏不及预期风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	101.00	123.53	150.17	180.60
增长率	28.05%	22.30%	21.57%	20.26%
归属母公司净利润(亿元)	31.36	38.17	46.42	56.56
增长率	25.30%	21.71%	21.61%	21.84%
每股收益EPS(元)	2.50	3.04	3.70	4.51
净资产收益率ROE	23.60%	23.17%	22.81%	22.55%
PE	24	20	16	13
PB	5.62	4.53	3.67	2.98

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振  
执业证号: S1250513110001  
电话: 023-63786049  
邮箱: zhz@swsc.com.cn

分析师: 王书龙  
执业证号: S1250523070003  
电话: 023-63786049  
邮箱: wsl@swsc.com.cn

联系人: 笄文钊  
电话: 023-63786049  
邮箱: dwzyf@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	12.54
流通A股(亿股)	12.54
52周内股价区间(元)	42.12-65.05
总市值(亿元)	720.33
总资产(亿元)	223.95
每股净资产(元)	11.81

### 相关研究

- 今世缘(603369): 百亿营收已达成, 即将开启新百亿 (2023-12-30)
- 今世缘(603369): 百亿营收已无虞, 即将开启新百亿 (2023-11-01)
- 今世缘(603369): 省内精耕省外开拓, 结构向上势能延续 (2023-08-30)
- 今世缘(603369): 高增势能延续, 百亿目标无虞 (2023-07-30)

## 盈利预测

### 关键假设：

1) 国缘 V3 已站稳 600 元价位，并逐步进入量增阶段，将持续推动产品结构升级；国缘四开在省内 400-500 元价位段具备突出竞争优势，且公司确立了省外聚焦于国缘四开的市场拓展策略，增长空间持续扩大；国缘 V3、四开的高增将带动特 A+类产品的量价双增，预计特 A+类 2024-2026 年销量同比增长 15%、14%、13%，吨价分别提升 5%、5%、5%。

2) 国缘对开增长势能强劲，在省内品牌力、渠道力具备突出竞争优势，将尽享 300 元价位市场扩容和品牌度集中的红利；此外，公司积极布局培育今世缘 D20 等核心单品，持续推动今世缘系列的产品结构升级，国缘对开、今世缘系列的结构升级将带动特 A 类产品的量价齐升，预计特 A 类 2024-2026 年销量同比增长 21%、21%、20%，吨价提升 5%、5%、4%。

3) 公司持续推进今世缘品牌激活、开启高沟品牌复兴，预期其他类产品 2024-2026 年销量同比增长 7.7%、7.6%、7.5%，吨价提升 8.6%、7.3%、6.4%。

4) 伴随公司体量持续增大，产品结构不断升级，管理效率持续改善，公司毛利率将不断提高，整体费用率将边际递减。

**表 1：分业务收入及毛利率情况**

分业务情况		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
合计	收入(亿元)	78.9	101.0	123.5	150.2	180.6
	yoy	23.1%	28.0%	22.3%	21.6%	20.3%
	成本(亿元)	18.5	21.9	26.7	32.4	38.9
	毛利率	76.6%	78.3%	78.4%	78.4%	78.4%
特 A+类	收入(亿元)	52.0	65.0	78.5	94.0	111.5
	yoy	24.8%	25.1%	20.8%	19.7%	18.7%
	销量(吨)	11835	14011	16112	18368	20756
	yoy	28.4%	18.4%	15.0%	14.0%	13.0%
	吨价(万元/吨)	43.9	46.4	48.7	51.2	53.7
	yoy	-2.8%	5.7%	5.0%	5.0%	5.0%
	吨成本(万元/吨)	7.0	6.7	7.1	7.4	7.8
	yoy	-11.6%	-3.3%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	84.2%	85.5%	85.5%	85.5%	85.5%	
特 A 类	收入(亿元)	20.9	28.7	36.5	46.3	57.8
	yoy	22.1%	37.1%	27.1%	27.1%	24.8%
	销量(吨)	15274	19983	24179	29257	35108
	yoy	29.2%	30.8%	21.0%	21.0%	20.0%
	吨价(万元/吨)	13.7	14.4	15.1	15.8	16.5
	yoy	-5.5%	4.8%	5.0%	5.0%	4.0%
	吨成本(万元/吨)	4.4	4.2	4.4	4.6	4.8
	yoy	-10.7%	-5.0%	5.0%	5.0%	4.0%
毛利率	68.1%	71.1%	71.1%	71.1%	71.1%	

分业务情况		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
其他类	收入(亿元)	5.6	7.2	8.5	9.8	11.2
	yoy	12.5%	28.6%	17.0%	15.4%	14.3%
	销量(吨)	12847.3	13375.7	14405.9	15503.2	16661.8
	yoy	7.5%	4.1%	7.7%	7.6%	7.5%
	吨价(万元/吨)	4.4	5.4	5.9	6.3	6.7
	yoy	4.6%	23.5%	8.6%	7.3%	6.4%
	吨成本(万元/吨)	2.6	3.1	3.3	3.4	3.6
	yoy	0.7%	17.7%	5.7%	5.3%	4.8%
毛利率	39.9%	42.7%	44.3%	45.3%	46.1%	
其他业务	收入(亿元)	0.34	0.07	0.07	0.07	0.08
	yoy	17.2%	-80.6%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本(亿元)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1
	yoy	0.0%	-37.2%	3.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	78.5%	30.5%	31.8%	33.1%	34.4%

数据来源：公司公告，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	101.00	123.53	150.17	180.60	净利润	31.36	38.17	46.42	56.56
营业成本	21.87	26.68	32.40	38.94	折旧与摊销	1.49	1.91	2.44	2.90
营业税金及附加	14.97	19.37	25.08	28.98	财务费用	-1.83	-0.06	-0.33	-0.49
销售费用	20.97	23.22	27.03	32.51	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	4.28	4.94	5.56	6.68	经营营运资本变动	-2.13	-3.47	-0.44	8.54
财务费用	-1.83	-0.06	-0.33	-0.49	其他	-0.89	-1.48	0.49	-2.44
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>28.00</b>	<b>35.07</b>	<b>48.57</b>	<b>65.07</b>
投资收益	1.09	1.03	1.03	1.03	资本支出	-21.68	-1.00	-0.50	-0.30
公允价值变动损益	0.17	0.53	0.46	0.44	其他	9.70	1.56	1.49	1.46
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-11.98</b>	<b>0.56</b>	<b>0.99</b>	<b>1.16</b>
<b>营业利润</b>	<b>41.79</b>	<b>50.92</b>	<b>61.92</b>	<b>75.44</b>	短期借款	3.00	-9.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.17	-0.03	-0.03	-0.03	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>41.62</b>	<b>50.89</b>	<b>61.89</b>	<b>75.41</b>	股权融资	0.09	0.00	0.00	0.00
所得税	10.26	12.72	15.47	18.85	支付股利	-9.10	-6.27	-7.63	-9.28
净利润	31.36	38.17	46.42	56.56	其他	-0.22	0.00	0.33	0.49
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-6.23</b>	<b>-15.28</b>	<b>-7.30</b>	<b>-8.79</b>
归属母公司股东净利润	31.36	38.17	46.42	56.56	<b>现金流量净额</b>	<b>9.79</b>	<b>20.35</b>	<b>42.26</b>	<b>57.44</b>
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	64.57	84.93	127.18	184.62	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	0.86	1.16	1.37	1.67	销售收入增长率	28.05%	22.30%	21.57%	20.26%
存货	49.96	59.47	70.82	86.27	营业利润增长率	25.06%	21.86%	21.60%	21.83%
其他流动资产	13.74	13.78	13.95	14.15	净利润增长率	25.30%	21.71%	21.61%	21.84%
长期股权投资	0.41	0.41	0.41	0.41	EBITDA 增长率	22.48%	27.32%	21.33%	21.58%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	49.64	49.39	48.12	46.23	毛利率	78.35%	78.40%	78.42%	78.44%
无形资产和开发支出	4.09	3.45	2.78	2.08	三费率	23.19%	22.75%	21.48%	21.43%
其他非流动资产	33.02	33.02	33.01	33.01	净利率	31.05%	30.90%	30.91%	31.32%
<b>资产总计</b>	<b>216.31</b>	<b>245.60</b>	<b>297.66</b>	<b>368.44</b>	ROE	23.60%	23.17%	22.81%	22.55%
短期借款	9.00	0.00	0.00	0.00	ROA	14.50%	15.54%	15.59%	15.35%
应付和预收款项	45.35	45.85	52.04	67.47	ROIC	105.20%	87.89%	101.81%	135.73%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	41.03%	42.72%	42.64%	43.10%
其他负债	29.09	35.04	42.12	50.21	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>83.44</b>	<b>80.89</b>	<b>94.17</b>	<b>117.68</b>	总资产周转率	0.51	0.53	0.55	0.54
股本	12.55	12.55	12.55	12.55	固定资产周转率	8.17	7.01	5.51	5.18
资本公积	7.27	7.27	7.27	7.27	应收账款周转率	202.54	215.10	208.38	209.37
留存收益	117.32	149.22	188.00	235.28	存货周转率	0.49	0.49	0.49	0.49
归属母公司股东权益	132.87	164.70	203.49	250.76	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	119.41%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>132.87</b>	<b>164.70</b>	<b>203.49</b>	<b>250.76</b>	资产负债率	38.57%	32.94%	31.64%	31.94%
负债和股东权益合计	216.31	245.60	297.66	368.44	带息债务/总负债	10.79%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.59	2.02	2.31	2.48
					速动比率	0.97	1.27	1.55	1.73
					股利支付率	29.02%	16.43%	16.45%	16.42%
业绩和估值指标					每股指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	41.45	52.77	64.03	77.84	每股收益	2.50	3.04	3.70	4.51
PE	23.81	19.56	16.08	13.20	每股净资产	10.59	13.13	16.22	19.99
PB	5.62	4.53	3.67	2.98	每股经营现金	2.23	2.80	3.87	5.19
PS	7.39	6.04	4.97	4.13	每股股利	0.73	0.50	0.61	0.74
EV/EBITDA	15.56	11.67	8.96	6.63					
股息率	1.22%	0.84%	1.02%	1.24%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

---

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn

---