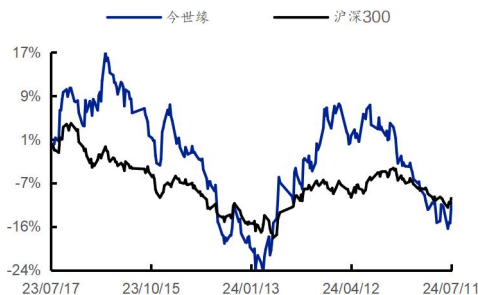


研究所：
 证券分析师：刘洁铭 S0350521110006
 liujm@ghzq.com.cn
 证券分析师：秦一方 S0350523120001
 qinyf@ghzq.com.cn

上市十年砥砺前行，百亿之后勇攀高峰

——今世缘（603369）公司动态研究

最近一年走势



相对沪深300表现

2024/07/12

表现	1M	3M	12M
今世缘	-4.3%	-12.6%	-5.9%
沪深300	-2.0%	-0.1%	-9.7%

市场数据

2024/07/12

当前价格(元)	48.25
52周价格区间(元)	41.32-65.68
总市值(百万)	60,529.62
流通市值(百万)	60,529.62
总股本(万股)	125,450.00
流通股本(万股)	125,450.00
日均成交额(百万)	226.04
近一月换手(%)	0.36

相关报告

《今世缘（603369）2023年报及2024年一季报点评：百亿再出发，勇攀新高峰（买入）*白酒II*刘洁铭，秦一方》——2024-04-30

《今世缘（603369）点评报告：预计2023年营收跨入百亿元俱乐部，开启发展新征程（买入）*白酒II*薛玉虎，刘洁铭》——2024-01-02

投资要点：

- 十年磨一剑，业绩高增长。**2024年，是今世缘建厂80周年、国缘品牌创立20周年、公司上市十周年。回首过去十年，今世缘在品牌影响力、销售规模、市场拓展、团队建设上取得了长足进步，成为中国白酒行业的标杆品牌之一。2014-2023年，公司业绩实现了高速增长：营业总收入由24亿元增长至101亿元，CAGR为17.3%；归母净利润由6.46亿元增长至31.36亿元，CAGR为19.2%。截至2024年7月12日收盘，公司总市值由上市之初的122.34亿元增长至605.30亿元，累计增长率394.8%，取得了亮眼的成绩，获得了资本市场的认可。
- 品牌产品建设实现全面提升。**公司围绕“缘”文化核心，通过丰富的产品线和多元化的品牌活动，实现了品牌价值的全面提升。国缘、今世缘、高沟三大品牌各自定位明确，相辅相成，共同推动了企业形象的高端化、差异化发展。国缘聚焦300-800元价格赛道，其中主开系引领了300-600元主流价格带，六开、四开、对开进行全国化一体布局，致力成为行业千元以下第一梯队品牌，继续推进V系环大湖城市群布局。2015-2023年，公司特A+系列产品收入从7.73亿元增长至65.04亿元，CAGR为30.5%。具体来看，国缘四开作为国缘品牌的核心大单品，自2004年上市以来已历经五代升级，年增速在35%以上，是助力公司实现百亿元营收目标的主力产品。公司持续推动产品结构升级，V系列中，V3持续放量增速迅猛，占V系营收比重已过半，V9侧重打造高端品牌形象，我们认为V系有望贡献未来新增长极。
- 内外兼修，渠道深耕和市场拓展并举。**市场战略上，公司采取“省内精耕攀顶，省外攻城拔寨”的策略，实现了市场覆盖的深度与广度双重突破。**1) 省内“高精尖”：**坚持“分品提升、分区精耕、分类施策”，通过高端化品系培育、精细化区域运营和四大尖刀单品打造（国缘V3、四开、对开、淡雅），持续做强基本盘。通过精细化管理和多元化消费场景，省内市场全面起势，乡镇市场与餐饮渠道的深耕成效显著。**2) 省外“三聚焦”：**聚焦国缘品牌，战略升级导入新品六开，一体主推超级单品四开，带动对开规模上量；聚焦板块打造，以“三年不盈利，三年30亿”预算规划省外市场投入，聚焦“10+N”重点地级板块，稳扎稳打，逐步渗透。

- 盈利预测和投资评级：**2024 年是公司百亿再出发、勇攀新高峰的开局之年，公司确立经营目标为总营收 122 亿元左右，净利润 37 亿元左右，锚定“2025 年挑战营收 150 亿元”的既定战略目标。公司产品结构精准卡位次高端价格带，在江苏市场次高端持续扩容的背景下，我们看好公司借势继续扩大收入规模，短期无须过度担忧省内竞争问题，继续看好公司未来成长的稳健性。我们维持公司盈利预测，预计 2024-2026 年营业收入分别为 124.36/150.76/181.48 亿元，归母净利润分别为 39.37/48.40/58.66 亿元，EPS 分别为 3.14/3.86/4.68 元，对应 PE 分别为 15/13/10 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**1) 消费复苏节奏受抑制；2) 市场竞争加剧导致费用提升；3) 经济大幅波动致白酒价格下滑；4) 产品升级节奏不及预期；5) 食品安全风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	10100	12436	15076	18148
增长率(%)	28	23	21	20
归母净利润（百万元）	3136	3937	4840	5866
增长率(%)	25	26	23	21
摊薄每股收益（元）	2.52	3.14	3.86	4.68
ROE(%)	24	25	26	26
P/E	19.38	15.38	12.51	10.32
P/B	4.60	3.86	3.24	2.72
P/S	6.05	4.87	4.02	3.34
EV/EBITDA	13.83	10.12	7.96	6.24

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：今世缘盈利预测表

证券代码：	603369				股价：	48.25				投资评级：	买入				日期：	2024/07/12			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
盈利能力					每股指标														
ROE	24%	25%	26%	26%	EPS	2.52	3.14	3.86	4.68										
毛利率	78%	79%	80%	80%	BVPS	10.59	12.51	14.87	17.73										
期间费率	23%	23%	23%	23%	估值														
销售净利率	31%	32%	32%	32%	P/E	19.38	15.38	12.51	10.32										
成长能力					P/B	4.60	3.86	3.24	2.72										
收入增长率	28%	23%	21%	20%	P/S	6.05	4.87	4.02	3.34										
利润增长率	25%	26%	23%	21%															
营运能力					利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	0.51	0.54	0.56	0.58	营业收入	10100	12436	15076	18148										
应收账款周转率	212.03	214.64	204.84	207.15	营业成本	2187	2581	3045	3594										
存货周转率	0.49	0.49	0.49	0.49	营业税金及附加	1497	1951	2335	2803										
偿债能力					销售费用	2097	2425	2957	3587										
资产负债率	39%	36%	35%	34%	管理费用	428	517	629	758										
流动比	1.59	1.65	1.72	1.81	财务费用	-183	-129	-156	-191										
速动比	0.97	1.01	1.04	1.10	其他费用/（-收入）	43	56	67	81										
					营业利润	4179	5245	6443	7807										
资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	-17	-15	-16	-16										
现金及现金等价物	7754	8729	10194	12284	利润总额	4162	5230	6428	7791										
应收款项	49	67	80	95	所得税费用	1026	1293	1588	1925										
存货净额	4996	5615	6707	7931	净利润	3136	3937	4840	5866										
其他流动资产	115	137	168	204	少数股东损益	0	0	0	0										
流动资产合计	12914	14548	17149	20514	归属于母公司净利润	3136	3937	4840	5866										
固定资产	1254	1496	1753	2046															
在建工程	3711	4816	6002	7155	现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E										
无形资产及其他	3711	3790	3885	3974	经营活动现金流	2800	4052	5012	6028										
长期股权投资	41	50	59	69	净利润	3136	3937	4840	5866										
资产总计	21631	24700	28849	33757	少数股东损益	0	0	0	0										
短期借款	900	773	662	561	折旧摊销	150	185	214	248										
应付款项	1170	1345	1634	1909	公允价值变动	-17	-13	-15	-18										
合同负债	2400	2611	2864	3267	营运资金变动	-266	134	155	150										
其他流动负债	3672	4079	4828	5576	投资活动现金流	-1198	-1029	-1280	-1129										
流动负债合计	8142	8809	9989	11313	资本支出	-2194	-1638	-1768	-1797										
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	860	391	291	434										
其他长期负债	201	202	202	202	其他	136	217	197	234										
长期负债合计	201	202	202	202	筹资活动现金流	-623	-1661	-1982	-2383										
负债合计	8344	9010	10190	11515	债务融资	300	-127	-111	-100										
股本	1255	1255	1255	1255	权益融资	0	0	0	0										
股东权益	13287	15690	18659	22242	其它	-923	-1534	-1871	-2283										
负债和股东权益总计	21631	24700	28849	33757	现金净增加额	979	1362	1750	2515										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料小组介绍】

刘洁铭，食品饮料组分析师，上海交通大学企业管理专业硕士，CPA，十二年食品饮料行业研究经验，食品饮料板块全覆盖。

秦一方，食品饮料组分析师，伦敦城市大学卡斯商学院硕士，主要覆盖乳制品、休闲零食、卤制品、速冻预制、软饮料等板块，曾任职于方正证券。

景皓，食品饮料组研究助理，四川大学经济学学士，意大利博科尼大学金融学全奖硕士，主要覆盖调味品、速冻预制、烘焙等板块。

【分析师承诺】

刘洁铭，秦一方，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。