

今世缘 (603369.SH)

上市十年品牌势能向上，长期发展规划清晰

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 食品饮料 · 白酒 II

◆ 投资评级: 优于大市(维持)

证券分析师: 张向伟

zhangxiangwei@guosen.com.cn

执证编码: S0980523090001

联系人: 张未艾

021-61761031

zhangweiai@guosen.com.cn

事项:

事件: 2024年是今世缘上市10周年、国缘品牌创立20周年、建厂80周年。公司于上一轮白酒行业深度调整周期登陆资本市场,十年来精耕省内市场、打造核心大单品、积极回报投资者,于去年实现百亿营收规模,在本轮行业周期中展现出较强的逆周期成长能力。

国信食饮观点: 1) 回望过去10年,公司收入、净利润复合增速达15.5%/17.1%,产品结构持续升级,省内市场份额实现较快提升; 2) 今年上半年公司股价跑赢板块,年内看公司增长工具充足,产品结构纵深、省内市场精耕,基本盘市场提供造血能力; 3) 展望未来,收入后百亿时代公司发展思路清晰,高端化布局和省外市场扩张逐步贡献增量。维持此前盈利预测,预计2024-2025年EPS为2.99/3.62元,当前股价对应PE 16.6/13.7x,维持“优于大市”评级。

评论:

◆ 回望过去: 实现百亿收入目标, 不断夯实基本盘

2014-2023年,公司营业收入由24亿元增长至101亿元(CAGR为15.5%),归母净利润由6.5亿元增长至31.4亿元(CAGR为17.1%)。品牌建设上,国缘、今世缘、高沟三大品牌各有定位,产品结构持续升级,2023年公司特A/A+产品收入占比提升至93.4%,四开站稳省内400元价位大单品,大众价位份额亦得到夯实。市场战略上,公司精耕省内市场,通过精细化管理和多元化消费场景,从团购渠道起势,加大对流通渠道的铺设,淮安、南京市场巩固优势,苏中、苏南等市场加速突破,省内份额提升较快。

◆ 判断今年: 品牌势能向上, 增长工具充足

年初至今,公司股价跑赢白酒指数16.2%,在本轮行业调整阶段中后期仍有品牌势能提升、份额增长的逻辑。公司目标2025年实现150亿营收,我们认为公司增长工具仍然充足: 1) 产品全价位带布局,400元及以下价位产品(开系&雅系)增势良好,四开在上半年焕新升级五代后价盘表现稳中有升,省内商务场景自点率仍在提升;100-300元对开、单开、淡雅等承接大众消费升级需求,基础较好。2) 市场布局思路清晰,去年公司优化经销主体,同时提升营销组织专业化的作战能力,单个经销商的收入体量和效率得到提升,帮助公司渗透核心消费场景和省内渠道增量;省外公司实施聚焦策略,长三角地区核心市场打造V系列品牌高度,“10+N”策略有望贡献补充增量。

◆ 展望未来: 收入后百亿时代发展思路清晰, 坚持推进产品高端化和省外市场布局

从省内竞争看,江苏市场经济发展水平较高,苏酒有望实现竞合发展:短期高端价位培育或有一定压力,但江苏白酒市场在五粮液等名酒培育下,千元价位正逐步走向成熟,打开长期600元高线次高端发展空间;我们认为公司产品布局完善,四开站稳400元价位,公司坚定拉升V系列品牌高度,签约核心终端、加强圈层营销,V9品牌引领、V6推广、V3做销量,有望成为公司二增曲线。从省外布局看,公司明确“三年不盈利、三年三十亿”,省内仍可作为造血基本盘和调节项,资源倾斜投入省外重点市场,省外周边化和板块化有望加速突破。

◆ 投资建议: 维持“优于大市”评级

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

短期公司经营稳健，回款节奏有序推进，大单品渠道表现健康；年内公司增长工具充足，国缘品牌份额逆势提升，省内仍有渗透空间；长期公司收入后百亿阶段发展思路清晰，高端化、省外扩张逐步贡献增量。维持收入及盈利预测，我们预计 2024-2025 年公司收入 122.4/147.5 亿元，同比+21.2%/+20.5%；预计归母净利润 37.5/45.5 亿元，同比+19.7%/+21.1%。当前股价对应估值 16.5. 13.7x，维持“优于大市”评级。

◆ 风险提示

白酒行业需求复苏不及预期；省内竞争加剧；政策风险等。

表 1：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	
			2024/7/17	2024/7/17	2024E	2025E	2024E	2025E
600519.SH	贵州茅台	优于大市	1,501	18,861	876.5	1016.8	21.5	18.5
000858.SZ	五粮液	优于大市	131	5,076	339.2	379.9	15.0	13.4
000568.SZ	泸州老窖	优于大市	142	2,083	161.5	194.4	12.9	10.7
600809.SH	山西汾酒	优于大市	199	2,433	131.5	161.1	18.5	15.1
002304.SZ	洋河股份	优于大市	83	1,248	107.9	118.8	11.6	10.5
000799.SZ	酒鬼酒	优于大市	42	135	5.0	5.9	26.9	22.7
600702.SH	舍得酒业	优于大市	56	185	20.0	23.2	9.3	8.0
000596.SZ	古井贡酒	优于大市	208	1,101	59.1	73.8	18.7	14.9
603589.SH	口子窖	优于大市	38	228	19.8	22.5	11.5	10.1
603198.SH	迎驾贡酒	优于大市	60	479	29.0	35.9	16.5	13.3
603369.SH	今世缘	优于大市	50	624	37.5	45.5	16.6	13.7

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理；注：今世缘外其他公司采用市场一致预期

相关研究报告：

- 《今世缘（603369.SH）-一季度收入增长 23%，国缘品牌势能延续》——2024-05-05
- 《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

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	1.2%	1.5%	1.8%	2.2%	2.6%	现金净变动	1424	1076	2601	3846	4263
P/E	24.9	19.9	16.6	13.7	11.6	货币资金的期初余额	3958	5381	6457	9059	12905
P/B	5.6	4.7	3.9	3.3	2.7	货币资金的期末余额	5381	6457	9059	12905	17168
EV/EBITDA	22.1	17.7	14.5	11.9	10.2	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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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