

# 今世缘 (603369.SH)

## 公司快报

### 十年上市发展稳，百亿收官再启航

食品饮料 | 白酒III

投资评级

**买入-B(维持)**

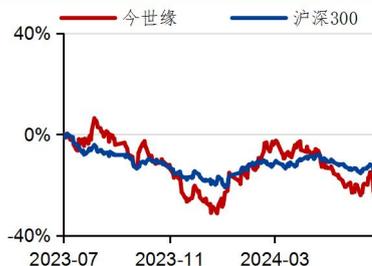
股价(2024-07-26)

45.80 元

#### 交易数据

总市值(百万元)	57,456.10
流通市值(百万元)	57,456.10
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

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.65	-16.03	-8.65
绝对收益	-0.87	-20.91	-23.26

分析师

李鑫鑫

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

#### 相关报告

今世缘: 百亿顺利收官, 新阶段再启航-华金证券-食品饮料-公司快报-今世缘 2024.5.9

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

#### 投资要点

- ◆ **十年耕耘发展稳，百亿收官再启航。**今世缘前身是江苏省淮安市高沟酒厂，是江苏省传统名酒“三沟一河”的构成之一。2024年是今世缘上市10周年、“国缘”品牌成立20周年，也是实现营收过百亿、继续攀登下一个百亿高峰的里程碑。公司营业收入自2014年上市时的24亿元增加至2023年的101亿元，CAGR为17.3%，归母净利润自2014年的6.41亿增加至2023年的31.36亿元，CAGR为19.2%。百亿之后公司继续坚定发展，向2025年营收150亿的新征程继续迈进。
- ◆ **产品上：三大品牌定位明确，产品矩阵覆盖多档价格带。**公司始终瞄准消费者心理，以“缘”文化为核心打造品牌，为产品赋予缘文化的独到内涵，以酒结缘，以缘兴酒。基于缘文化这一立足点，公司打造形成“国缘”、“今世缘”、“高沟”三大品牌，产品进行差异化定位，覆盖价格带范围宽，适应不同大环境，打法灵活。公司上市前后正处于白酒调整期，高端白酒消费尤其是政商消费需求下滑，公司重点推广中档品牌“今世缘”，瞄准日常喜宴场景；2017年后江苏省内次高端价格带升级，高端品牌“国缘”因此受益销量持续上升，成为公司主力产品。当前又处于白酒深度调整期，2024年公司采取“停货+提价”策略，开局强势，开系在动销旺季表现双位数增长。
- ◆ **渠道上：渠道布局思路清晰，1+1+N模式显现优势。**白酒调整期，公司从传统的经销商为主导的协销模式升级为1+1+N渠道模式，厂商主导权强化，渠道掌控力强。渠道组织结构成熟，精细化、网格化，助力公司展现逆周期能力。基于公司对渠道的强有力掌控，第五代国缘四开焕新升级后严格配额制管理，渠道深耕优势凸显，国缘四开将迎来进一步加速。
- ◆ **品牌上：强化品牌营销，产能动力充足。**为消退新市场的陌生感，公司持续加大销售费用投入，强化动销效果，打响品牌影响力。2023年公司销售费用20.97亿元，同比增长50.88%。另一方面，白酒产能也在稳步提升，以跟进销售规模的持续扩大。公司存货规模持续增长，保证产品随时推向市场。
- ◆ **市场上：省内精耕攀顶，省外攻城拔寨。**省内，公司从淮安接壤城市、南京入手重点布局，已经培养出南京大区、淮安大区成熟市场，苏中大区以30%以上增速迅速扩容。借助江苏消费价格带升级、次高端持续扩容优势，公司在省内销售势能逐步增强。深化渠道网格继续填补空白区域，瞄准多元化消费场景持续扎根。**省外**，公司过去宣传投放集中在江苏周边，加之当时公司本身规模相对较小，省外占比较低。如今省外市场潜在增长空间广阔，公司启动再造江苏工程，优先推进“国缘”品牌全国化，市场聚焦“10+N”重点地级板块，公司管理实行分片负责，精准招商、育商。通过一系列战略将省内优势推向全国市场。
- ◆ **未来展望：新目标规划清晰，后百亿展望可期。**公司高层提出2025年挑战150亿目标、“十五五”加快跨入“双百亿时代”。**产品上**，四开占据300~600元价格带，带动省内占比持续增长，V系和雅系省内发展空间仍大。省外集中推进大单品



策略，顺势打造六开塑造高端形象，占据高端市场。**销售场景上**，政商团购式微情况下继续瞄准市县乡级普通宴席，拓宽团购场景。伴随经销商增加、网点增加和渠道建设，陆续发展流通渠道。**市场区域上**，省外将成为新百亿的重要增长极，市场空间广阔，聚焦大单品、重点板块、优势经销商和门店持续发力，助力公司成长新突破。

◆ **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、46亿、55亿元，分别同比增长21.7%、21.3%、19.6%，EPS分别为3.04元、3.69元和4.42元，对应PE分别为15x、12x、10x，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	3,818	4,632	5,542
YoY(%)	23.3	25.3	21.7	21.3	19.6
毛利率(%)	76.6	78.3	79.0	79.5	79.9
EPS(摊薄/元)	2.00	2.50	3.04	3.69	4.42
ROE(%)	22.6	23.6	24.1	23.7	23.1
P/E(倍)	23.0	18.3	15.0	12.4	10.4
P/B(倍)	5.2	4.3	3.6	2.9	2.4
净利率(%)	31.7	31.0	30.8	30.8	31.1

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
<b>流动资产</b>	11662	12914	16043	20163	25178	<b>营业收入</b>	7888	10100	12400	15043	17821
现金	5381	6457	8979	11670	16047	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
<b>非流动资产</b>	6521	8717	9399	10169	10933	财务费用	-100	-183	-140	-105	-147
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	<b>营业利润</b>	3341	4179	5088	6169	7376
<b>资产总计</b>	18184	21631	25442	30332	36111	营业外收入	2	4	4	3	4
<b>流动负债</b>	6941	8142	9391	10619	11903	营业外支出	16	21	18	18	19
短期借款	600	900	900	900	900	<b>利润总额</b>	3328	4162	5074	6154	7361
应付票据及应付账款	1081	1170	1505	1673	2014	所得税	825	1026	1256	1522	1819
其他流动负债	5259	6072	6986	8046	8988	<b>税后利润</b>	2503	3136	3818	4632	5542
<b>非流动负债</b>	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	<b>归属母公司净利润</b>	2503	3136	3818	4632	5542
其他非流动负债	178	201	201	201	201	EBITDA	3345	4172	5073	6173	7374
<b>负债合计</b>	7119	8344	9592	10820	12104	<b>主要财务比率</b>					
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	<b>成长能力</b>					
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	14111	16978	20381	营业利润(%)	23.2	25.1	21.8	21.2	19.6
归属母公司股东权益	11065	13287	15850	19512	24007	归属于母公司净利润(%)	23.3	25.3	21.7	21.3	19.6
<b>负债和股东权益</b>	18184	21631	25442	30332	36111	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	76.6	78.3	79.0	79.5	79.9
						净利率(%)	31.7	31.0	30.8	30.8	31.1
						ROE(%)	22.6	23.6	24.1	23.7	23.1
						ROIC(%)	20.6	21.4	22.0	21.7	21.2
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	39.2	38.6	37.7	35.7	33.5
						流动比率	1.7	1.6	1.7	1.9	2.1
						速动比率	1.1	1.0	1.1	1.2	1.5
						<b>营运能力</b>					
						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
						<b>估值比率</b>					
						P/E	23.0	18.3	15.0	12.4	10.4
						P/B	5.2	4.3	3.6	2.9	2.4
						EV/EBITDA	15.1	12.1	9.5	7.4	5.6

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](http://www.huajinsec.cn)