



分析师：王言海

执业证号：S0100521090002

邮箱：wangyanhai@mszq.com

分析师：胡慧铭

执业证号：S0100524060006

邮箱：huhuiming@mszq.com

➤ **事件：**公司发布 2024 年半年报，上半年实现营收 73.1 亿元，同增 22.4%；实现归母净利润 24.6 亿元，同增 20.1%；扣非归母净利润 24.5 亿元，同比+19.2%。单季度看，公司 24Q2 实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 26.3/9.3/9.2 亿元，同比+21.5%/+16.9%/+14.8%。

➤ **多元品牌差异定位，承接结构升级红利。**分产品看，公司产品结构持续提升，特 A 类及以上产品增速领先。24H1 公司特 A+类产品实现收入 46.5 亿元，同比+21.9%；特 A 类实现收入 22.2 亿元，同比+26.1%；A 类实现收入 2.6 亿元，同比+14.32%；B 类实现收入 0.8 亿元，同比-2.32%；C 类、D 类实现收入 0.4 亿元，同比-8.1%。

➤ **公司三大品牌覆盖不同消费场景，高端化打造国缘品牌，大众化打造今世缘品牌，个性化打造高沟品牌。**

➤ **1) 品牌端：公司拥有国缘、今世缘、高沟三大系列，各自覆盖不同的消费场景。**高端品牌“国缘”聚焦 300-800 元价格赛道，以主开系六开、四开、对开进行全国化一体布局，推进 V 系环太湖城市群布局，自 2004 年诞生，2012 年正式公司推出核心产品国缘四开，经历 2013、2015、2021、2024 年四次升级至第五代。2018 年国缘 V 系推出定价 700 元以上产品 V3，2019 年推出千元以上 V6 和 V9，布局高线次高端及千元价格带，“国缘”定位升级为“中国新一代高端白酒”。“今世缘”品牌聚焦 100-300 元价格赛道，以年轻化大众化扩展日常消费场景，定位“中国人的喜酒”，锚定婚宴场景及喜宴场景，凭借差异化定位构建起扎实的消费者认知。公司提出“高沟”品牌复兴口号，聚焦中高线光瓶酒细分市场，消费群体面向城市年轻的中产阶层，布局淮安根据地市场及南京省会高地市场。

➤ **2) 产品端：产品矩阵完善，终端动销稳健。**<1>国缘 V 系定位高端，通过渠道分利优势及核心意见领袖培育不断实现高价位布局突破，V3 在南京、淮安等地已形成消费氛围，锚定高净值人群，通过举办马拉松、冠名演唱会等方式，聚焦家庭聚饮、朋友宴饮消费场景；V6 凭借加大婚宴营销、买赠等活动力度，在部分酒店宴席、婚纱影楼、终端门店等场所导入，增长潜力释放，叠加较低基数有望实现高速增长；V9 商务宴请、礼赠市场逐步起势，重视圈层营销，依托核心意见领袖培育品牌。<2>核心大单品四开、对开卡位主流消费价位带，持续拓展政商务团购资源。2024 年 3 月 1 日起第五代四开配合上调出厂价 20 元/瓶、严格执行配额制等市场动作，巩固其 500 元价格带中度高端白酒市场占有率领先地位，批价维持稳定，在苏中及苏南区域自点率持续提升。<3>百元左右淡雅、典藏等大众消费产品具备较高性价比及渠道利润优势，增长势头保持良好。

推荐

维持评级

当前价格：

42.99 元

## 相关研究

1.今世缘 (603369.SH) 2023 年年报&2024 年一季报点评：后百亿蓄力释能，扩张路径清晰-2024/04/30

2.今世缘 (603369.SH) 2023 年经营数据点评：高势能收官，开启后百亿新征程-2023/12/29

3.今世缘 (603369.SH) 2023 年三季报点评：基本盘稳健增长，苏中、省外放量起势-2023/10/30

4.今世缘 (603369.SH) 深度报告：乘势而起，百亿新征程-2023/09/30

5.今世缘 (603369.SH) 2023 年半年报点评：分品提升、分区精耕，高增势能延续-2023/08/30

- **渠道精细化运作，江苏省内基本盘稳健增长，省外优化开拓思路逐步突破。**
- **分区域看，24H1 省内收入 66.6 亿元，同比+21.1%，其中淮安/南京/苏南/苏中/盐城/淮海分别同比 +21.3%/16.6%/22.1%/32.9%/22.6%/14.0%；省外收入 6.0 亿元，同比+36.4%。省内经销商 534 个，省外经销商 516 个，合计 1050 个，24H1 增加 74 个，减少 85 个。**
- **省内市场：坚持“分品提升、分区精耕、分类施策”，通过高端化培育品系、精细化区域运营和打造四大单品，持续做强基本盘。**分市场看，公司南京、淮安市场基本盘稳固，通过渠道下沉仍具备提升空间；苏中市场增长势能强劲，市占率稳步提升；苏南区域联接长三角一体化战略突破潜力逐步释放。公司成立战略研究部、大数据中心、销售部等，针对重点市场，组织机制不断优化。
- **省外市场：聚焦国缘品牌、布局环江苏样板城市。**公司布局省外市场以国缘主开系为主干品系，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；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，不断累积品牌势能；构建厂商店命运共同体。
- **经营性现金流量净额亮眼，费用投放力度稳定。**公司特 A 类及以上产品占比持续提升，24H1 公司毛利率 73.8%，同比-0.7pcts；净利率 33.7%，同比-0.6pcts。公司 24 年上半年销售费用率为 13.5%，同比-1.5pcts；管理费用率为 2.8%，同比+0.1pcts；营业税金及附加率 13.5%，同比+0.5pcts；单二季度看，24Q2 毛利率为 73.0%，同比+0.2pcts；净利率为 35.3%，同比-1.4pcts，销售费用率为 12.2%，同比-0.9pcts。24 年上半年末合同负债 6.3 亿元，销售收现 62.3 亿元，同比+8.2%；经营性现金流量净额 12.5 亿元，同比+56.1%，公司采购使用银行承兑汇票增加，导致现金流出减少及营收增加导致现金注入增加。
- **投资建议：**公司 24 年经营目标为总营收/净利润 122/37 亿元左右，我们认为短期内公司省内维持扩张势能，省外加大投入力度，达成目标确定性较强，后续关注旺季市场营销策略及产品批价、库存、动销等表现；长期来看，公司立足江苏市场，逐步加速省外扩张进程，板块化布局具备增长潜力。公司具备比较化优势，产品仍处于向上发展阶段，渠道利差推力下，公司组织机制不断优化，品牌事业部制维持精细化运营，展望后百亿新征程，公司坚定 2025 年挑战营收 150 亿元目标不动摇，坚定“十五五”期间加快迈入营收“双百亿时代”不动摇。我们预计公司 24~26 年 EPS 分别为 2.96/3.55/4.24 元，当前股价对应 P/E 为 15/12/10X，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**费投内卷导致价格体系及渠道利益链受损；省内苏中、苏北等主销区域竞争加剧影响市场份额；V 系、开系产品结构升级速度不及预期；省外样板市场拓展不及预期；商务消费等场景恢复不及预期等。

#### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	10,100	12,239	15,022	18,289
增长率 (%)	28.0	21.2	22.7	21.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	3,136	3,711	4,448	5,316
增长率 (%)	25.3	18.3	19.9	19.5
每股收益 (元)	2.50	2.96	3.55	4.24
PE	17	15	12	10
PB	4.1	3.4	2.9	2.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 8 月 16 日收盘价）

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	10,100	12,239	15,022	18,289
营业成本	2,187	2,717	3,337	4,130
营业税金及附加	1,497	1,995	2,479	3,018
销售费用	2,097	2,179	2,749	3,402
管理费用	428	490	616	768
研发费用	43	58	71	87
EBIT	3,869	4,825	5,798	6,919
财务费用	-183	-29	-22	-40
资产减值损失	0	-79	-110	-142
投资收益	109	184	225	274
营业利润	4,179	4,951	5,930	7,085
营业外收支	-17	-13	-13	-13
利润总额	4,162	4,938	5,917	7,073
所得税	1,026	1,228	1,469	1,756
净利润	3,136	3,711	4,448	5,316
归属于母公司净利润	3,136	3,711	4,448	5,316
EBITDA	4,019	4,984	5,969	7,104

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	6,457	5,763	7,592	9,888
应收账款及票据	49	75	93	102
预付款项	9	10	11	14
存货	4,996	5,411	6,645	8,223
其他流动资产	1,403	1,476	1,552	1,568
流动资产合计	12,914	12,734	15,894	19,794
长期股权投资	41	54	69	87
固定资产	1,254	1,709	2,151	2,574
无形资产	409	509	609	709
非流动资产合计	8,717	9,271	10,036	10,784
资产合计	21,631	22,005	25,930	30,578
短期借款	900	900	900	900
应付账款及票据	1,170	967	1,156	1,431
其他流动负债	6,072	4,209	4,972	5,797
流动负债合计	8,142	6,076	7,029	8,128
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	201	179	179	179
非流动负债合计	201	179	179	179
负债合计	8,344	6,255	7,208	8,307
股本	1,255	1,255	1,255	1,255
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	13,287	15,750	18,723	22,271
负债和股东权益合计	21,631	22,005	25,930	30,578

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	28.05	21.18	22.74	21.75
EBIT 增长率	27.47	24.71	20.16	19.34
净利润增长率	25.30	18.32	19.86	19.53
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	78.34	77.80	77.79	77.42
净利润率	31.06	30.32	29.61	29.07
总资产收益率 ROA	14.50	16.86	17.15	17.39
净资产收益率 ROE	23.60	23.56	23.76	23.87
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.59	2.10	2.26	2.44
速动比率	0.96	1.19	1.29	1.40
现金比率	0.79	0.95	1.08	1.22
资产负债率 (%)	38.57	28.43	27.80	27.17
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	1.70	1.81	2.02	1.92
存货周转天数	732.93	689.39	650.27	648.07
总资产周转率	0.51	0.56	0.63	0.65
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.50	2.96	3.55	4.24
每股净资产	10.59	12.55	14.92	17.75
每股经营现金流	2.23	1.04	3.36	3.92
每股股利	1.00	1.18	1.41	1.68
<b>估值分析</b>				
PE	17	15	12	10
PB	4.1	3.4	2.9	2.4
EV/EBITDA	12.08	9.74	8.14	6.84
股息收益率 (%)	2.33	2.74	3.28	3.92

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	3,136	3,711	4,448	5,316
折旧和摊销	150	159	171	185
营运资金变动	-266	-2,543	-338	-505
经营活动现金流	2,800	1,299	4,219	4,919
资本开支	-2,194	-1,009	-1,033	-1,053
投资	860	-58	-70	-40
投资活动现金流	-1,198	-709	-878	-818
股权募资	0	0	0	0
债务募资	300	0	0	0
筹资活动现金流	-623	-1,285	-1,512	-1,805
现金净流量	979	-695	1,829	2,296

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026