

## 产品结构延续升级, 经营韧性凸显

### 投资要点

- 事件:** 公司发布2024年三季度报, 前三季度实现营收99.4亿元, 同比+18.9%; 归母净利润30.9亿元, 同比+17.1%。单季度来看, 24Q3实现营收26.4亿元, 同比+10.1%; 归母净利润6.2亿元, 同比+6.6%。收入基本符合市场预期, 利润略低于预期。
- 结构延续升级, 省内精耕+省外扩张路径清晰。** 1、分产品看, 24Q3特A+、特A、A类、B类、C+D类产品分别实现营收18.1亿元(+11.7%)、6.5亿元(+9.6%)、1.1亿元(+7.7%)、0.4亿元(-11.9%)、0.2亿元(-17.8%)。24Q3百元以上中高端产品的收入占比同比提升0.9pp至93.3%, 增速保持领先。国缘品牌核心单品卡位100-300元主流消费价位带快速放量, 在竞争加剧下维持双位数逆势增长, 对开、四开、单开、淡雅等带动效应持续。公司于10月发布高端新品国缘2049, 提前布局千元价格带, 打开高端化空间。2、分区域看, 24Q3省内实现营收24.2亿元(+9.3%), 其中淮安、南京、苏南、苏中、盐城、淮海大区分别实现营收6.6亿元(+10.1%)、5.0亿元(+8.1%)、4.0亿元(+8.2%)、3.6亿元(+12.9%)、2.9亿元(+9.0%)、2.3亿元(+6.7%)。公司在省内分品提升、分区精耕, 淮安、南京区域基本盘稳固, 苏中区域增长势能强劲, 苏南区域联接长三角一体化战略突破潜力逐步释放。24Q3省外实现营收8.0亿元(+32.7%), 省外市场聚焦国缘品牌, 扩充团购经销商团队布局环江苏样板城市。
- 货折确认致毛利率下降, 回款节奏调整影响现金流表现。** 1、24Q3公司毛利率为75.6%, 同比-5.1pp, 主要系本期货折确认及国缘升级换代抬高成本。2、24Q3销售/管理费用率分别为20.6%/4.6%, 同比-3.9pp/+0.5pp, 在费投精准控制下, 公司销售费用率优化。3、24Q3销售收现30.6亿元, 同比-1.8%; 经营性现金流量净额9.8亿元, 同比-16.9%; 合同负债余额5.4亿元, 同比-58.5%。考虑到外部销售环境, 公司调整回款节奏, 期内确认预收款较多, 期内销售收现增速低于收入增速。4、净利率为23.7%, 同比-0.8pp, 盈利能力仍保持相对高位。
- 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。在苏酒挤压式增长环境中, 受益于国缘品牌高势能带动, 淡雅、单开等单品在100-300元扩容价格带中逐步积累动力, 仍处向上增长周期。2、省内持续推进“精耕攀顶”, 苏中、苏南地区不断取得新突破, 打破发展天花板, 不断拓展成长空间, 综合增长势能延续。3、省外继续坚持“攻城拔寨”, 启动“再造江苏”工程, 聚焦山东/安徽/长三角/河南等10+N重点市场, 明确三年30亿战略投入, 周边化、板块化举措有效落实。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2024-2026年EPS分别为2.88元、3.27元、3.74元, 对应PE分别为15倍、13倍、12倍。行业挤压式增长趋势明显, 公司受益于省内综合竞争优势突出和全国化布局, 业绩确定性强。故给予公司2025年17倍估值, 对应目标价55.59元, 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	118.54	137.64	158.12
增长率	28.05%	17.36%	16.11%	14.88%
归属母公司净利润(亿元)	31.36	36.07	40.98	46.97
增长率	25.30%	15.02%	13.62%	14.61%
每股收益EPS(元)	2.50	2.88	3.27	3.74
净资产收益率ROE	23.60%	22.18%	20.87%	19.97%
PE	18	15	13	12
PB	4.15	3.39	2.81	2.34

数据来源: Wind, 西南证券

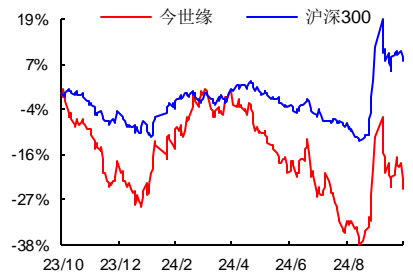
### 西南证券研究发展中心

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

分析师: 杜雨聪  
执业证号: S1250524070007  
电话: 023-63786049  
邮箱: dyuc@swsc.com.cn

分析师: 王书龙  
执业证号: S1250523070003  
电话: 023-63786049  
邮箱: wsl@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)	35.59-59.63
总市值(亿元)	551.23
总资产(亿元)	223.87
每股净资产(元)	12.06

### 相关研究

- 今世缘(603369): 高增势能延续, 增长韧性十足 (2024-08-19)
- 今世缘(603369): 省内精耕省外突破, 新百亿路径清晰 (2024-07-15)
- 今世缘(603369): 百亿目标已达成, 新百亿开局顺利 (2024-05-09)
- 今世缘(603369): 百亿营收已达成, 即将开启新百亿 (2023-12-30)

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

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 3%、3%、3%，毛利率分别为 85%、84.5%、84.2%。

假设 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 15%、12%、10%，吨价提升 3%、3%、3%，毛利率分别为 70%、69.1%、68.5%。

假设 3：公司持续推进今世缘品牌激活、开启高沟品牌复兴，有望带动公司百元以下产品放量，预计其他类产品 2024-2026 年销量同比增长-2.6%、0.9%、1.5%，吨价提升 5.6%、5.1%、3.9%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年主营业务收入成本如下表：

**表 1：主营业务收入及毛利率**

亿元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>合计</b>				
营业收入	101.0	118.5	137.6	158.1
yoy	28.0%	17.4%	16.1%	14.9%
营业成本	21.9	26.2	30.8	35.6
毛利率	78.3%	77.9%	77.6%	77.5%
<b>特 A+类</b>				
收入	65.0	77.0	90.5	105.3
yoy	25.1%	18.5%	17.4%	16.4%
销量（吨）	14011	16112	18368	20756
yoy	18.4%	15.0%	14.0%	13.0%
吨价（万元/吨）	46.4	47.8	49.2	50.7
yoy	5.7%	3.0%	3.0%	3.0%
成本	9.4	11.6	14.0	16.6
吨成本（万元/吨）	6.7	7.2	7.6	8.0
yoy	-3.3%	7.0%	6.0%	5.0%
毛利率	85.5%	85.0%	84.5%	84.2%
<b>特 A 类</b>				
收入	28.7	34.0	39.2	44.4
yoy	37.1%	18.5%	15.4%	13.3%
销量（吨）	19983	22980	25738	28312
yoy	30.8%	15.0%	12.0%	10.0%

亿元	2023A	2024E	2025E	2026E
吨价（万元/吨）	14.4	14.8	15.2	15.7
yoy	4.8%	3.0%	3.0%	3.0%
成本	8.3	10.2	12.1	14.0
吨成本（万元/吨）	4.2	4.4	4.7	4.9
yoy	-5.0%	7.0%	6.0%	5.0%
毛利率	71.1%	70.0%	69.1%	68.5%
<b>其他类</b>				
收入	7.2	7.4	7.9	8.3
yoy	28.6%	2.9%	6.1%	5.5%
销量（吨）	13376	13033	13155	13350
yoy	4.1%	-2.6%	0.9%	1.5%
吨价（万元/吨）	5.4	5.7	6.0	6.2
yoy	23.5%	5.6%	5.1%	3.9%
成本	4.1	4.3	4.6	5.0
吨成本（万元/吨）	3.1	3.3	3.5	3.7
yoy	17.7%	7.1%	6.3%	5.4%
毛利率	42.7%	41.9%	41.3%	40.4%

数据来源：Wind，西南证券

可比公司方面，我们以古井贡酒、迎驾贡酒、老白干酒作为可比公司。公司省内品牌优势突出，将尽享苏酒市场份额集中度提升红利；与此同时，公司积极布局培育国缘 V3，持续推动产品结构升级，盈利能力持续增强；此外，公司对省外布局区域和产品进行合理取舍，更加聚焦核心市场和核心产品，省外市场开拓将更加扎实稳健。未来 3-5 年是省内市占率持续提升和全国化布局的突破期，伴随着毛利率提升叠加费用率递减，业绩弹性将持续释放。故给予公司 2025 年 17 倍估值，对应目标价 55.59 元，维持“买入”评级。

**表 2：可比公司一致性预期**

证券代码	证券简称	股价（元）	归母净利润（亿元）				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
000596.SZ	古井贡酒	188.41	45.9	58.1	70.4	84.0	27	17	14	12
603198.SH	迎驾贡酒	60.18	22.9	28.1	33.7	40.1	23	17	14	12
600559.SH	老白干酒	20.67	6.7	8.7	10.8	13.1	31	22	17	14
平均值							27	19	15	13
603369.SH	今世缘	43.94	31.4	36.1	41.0	47.0	18	15	13	12

数据来源：Wind，西南证券整理

**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	118.54	137.64	158.12	净利润	31.36	36.07	40.98	46.97
营业成本	21.87	26.17	30.81	35.63	折旧与摊销	1.49	1.91	2.44	2.90
营业税金及附加	14.97	18.59	22.99	25.38	财务费用	-1.83	-0.05	-0.31	-0.45
销售费用	20.97	22.52	25.46	30.04	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	4.28	4.74	5.51	6.32	经营营运资本变动	-2.33	-4.34	-1.42	6.61
财务费用	-1.83	-0.05	-0.31	-0.45	其他	-0.69	-1.49	0.54	-2.42
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>32.09</b>	<b>42.22</b>	<b>53.61</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>48.12</b>	<b>54.67</b>	<b>62.65</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>48.09</b>	<b>54.64</b>	<b>62.62</b>	股权融资	0.09	0.00	0.00	0.00
所得税	10.26	12.02	13.66	15.66	支付股利	-9.10	-6.27	-7.21	-8.20
净利润	31.36	36.07	40.98	46.97	其他	-0.22	-0.01	0.31	0.45
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>-6.90</b>	<b>-7.75</b>
归属母公司股东净利润	31.36	36.07	40.98	46.97	<b>现金流量净额</b>	<b>9.79</b>	<b>17.37</b>	<b>36.31</b>	<b>47.02</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	81.94	118.25	165.28	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	0.86	1.08	1.23	1.43	销售收入增长率	28.05%	17.36%	16.11%	14.88%
存货	49.96	58.34	67.25	78.86	营业利润增长率	25.06%	15.16%	13.61%	14.60%
其他流动资产	13.74	13.74	13.87	14.00	净利润增长率	25.30%	15.02%	13.62%	14.61%
长期股权投资	0.41	0.41	0.41	0.41	EBITDA 增长率	22.48%	20.58%	13.65%	14.63%
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%	77.92%	77.61%	77.47%
无形资产和开发支出	4.09	3.45	2.78	2.08	三费率	23.19%	22.96%	22.27%	22.72%
其他非流动资产	33.02	33.02	33.01	33.01	净利率	31.05%	30.43%	29.77%	29.70%
<b>资产总计</b>	<b>216.31</b>	<b>241.37</b>	<b>284.94</b>	<b>341.30</b>	ROE	23.60%	22.18%	20.87%	19.97%
短期借款	9.00	0.00	0.00	0.00	ROA	14.50%	14.94%	14.38%	13.76%
应付和预收款项	45.35	44.35	48.41	60.03	ROIC	105.20%	82.69%	88.92%	109.95%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	41.03%	42.16%	41.26%	41.17%
其他负债	29.09	34.41	40.16	46.12	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>83.44</b>	<b>78.76</b>	<b>88.56</b>	<b>106.15</b>	总资产周转率	0.51	0.52	0.52	0.50
股本	12.55	12.55	12.55	12.55	固定资产周转率	8.17	6.73	5.05	4.53
资本公积	7.27	7.27	7.27	7.27	应收账款周转率	193.24	196.36	191.42	191.78
留存收益	117.32	147.12	180.89	219.66	存货周转率	0.49	0.48	0.48	0.48
归属母公司股东权益	132.87	162.61	196.37	235.14	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>162.61</b>	<b>196.37</b>	<b>235.14</b>	资产负债率	38.57%	32.63%	31.08%	31.10%
负债和股东权益合计	216.31	241.37	284.94	341.30	带息债务/总负债	10.79%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.59	2.02	2.32	2.49
					速动比率	0.97	1.26	1.54	1.74
					股利支付率	29.02%	17.39%	17.60%	17.45%
业绩和估值指标					每股指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	41.45	49.98	56.80	65.10	每股收益	2.50	2.88	3.27	3.74
PE	17.57	15.28	13.44	11.73	每股净资产	10.59	12.96	15.65	18.74
PB	4.15	3.39	2.81	2.34	每股经营现金	2.23	2.56	3.37	4.27
PS	5.46	4.65	4.00	3.48	每股股利	0.73	0.50	0.58	0.65
EV/EBITDA	10.84	8.47	6.81	5.22					
股息率	1.65%	1.14%	1.31%	1.49%					

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。

本报告及附录版权为西南证券所  
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
上海	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
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	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
	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	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gonggy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	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
	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
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com	

---

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@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
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzs@swsc.com.cn

---