

2024 年 12 月 11 日

目标兼具务实与进取，坚持精耕攀顶不动摇

今世缘(603369)

评级：	买入	股票代码：	603369
上次评级：	买入	52 周最高价/最低价：	61.05/35.35
目标价格：		总市值(亿)	622.98
最新收盘价：	49.66	自由流通市值(亿)	622.98
		自由流通股数(百万)	1,254.50

事件概述

2024 年 11 月，公司召开投资者交流活动，针对 25 年经营计划、公司战略方向、产品策略、区域市场策略、基本面状况及渠道建设等方面作出交流。

分析判断：

► Q4 至 25Q1 有望环比改善，25 年预计同比增速放缓，制定目标兼具务实与进取。

根据公司投资者交流记录表，今年 Q3 以来，外部宏观环境压力进一步增加，白酒行业整体增速下降，在此背景下国家出台一揽子稳经济政策，我们预计后续消费也将随宏观环境逐步企稳，根据投资者交流记录表，预计公司 Q4 到 25Q1 环比改善但同比仍承压。

根据酒业家，进入 2024 年下半年，白酒行业减速成为正常现象，“降速”也将成为常态化趋势，根据投资者交流记录表，Q4 以来公司已启动市场调研，会关注行业变化形势、结合自身发展状态，制定兼具进取性和可行性的目标，我们预计公司 25 年增速也将随行业大势放缓，不再咬定比对数字，但保持进取、省内坚持精耕攀顶的目标和冲劲不会动摇，行业调整见真功，今世缘这类势能相对更好的企业反而更能实现突破。

► 强化四开虹吸效应，向两端拓展放量，V 系明年侧重 V3 率先上量。

根据投资者交流记录表，省内 300-500 元价位带公司已具备引领优势，今年优势更为明显，但越往上的价格带，公司所占份额越低。基于此现状，公司明年策略重点是，稳住四开基本盘，同时进一步发挥其虹吸效应，拦截、承接相近价位的需求，继续强化四开的大单品效应，巩固公司在 300-500 元价位带的优势。此外，由四开向两端拓展，淡雅、单开、V3 均争取进一步放量。

利用品牌势能向下带动放量的阶段性目标更易实现，但向上升级仍需要公司足够聚焦，并坚持资源投入。根据投资者交流记录表，公司清晰认知到向上的结构性提升是未来公司在省内继续攀顶、继续提升份额的重要来源。围绕高端化战略，公司目前已布局有多款产品，包括 V 系、六开、2049 等，产品布局数量多，我们认为资源投入全面，但分散到单品则显得资源聚焦性仍不够强，对此，25 年 V 系会更聚焦侧重 V3 的率先规模上量，在价格策略、终端构建、消费者培育方面强调针对性，定向消费者培育活动保持积极与创新，V6 则继续做价位培育。

► 省外打法基本清晰，坚定以次高端谋全国化。

根据投资者交流记录表，公司近年致力于山东、安徽、河南、浙江四个环江苏省份的拓展，其增速及体量在省外整体结构中处于领先。周边板块市场规模体量的打造成效及意义明显，山东菏泽、临沂，浙江嘉兴、湖州，安徽滁州、芜湖、宣城、合肥等市场态势表现良好，目前省外拓展的方向、路径、模式体系等方面已基本验证，未来随着组织配衬及时跟上，省外道路有望越走越宽。

产品布局方面，经过近几年的摸索和调整，公司认定省外应致力于将四开、对开作为一体培育，坚定做次高端，不会因为省外消费力低于省内、消费环境下行就下移产品价位，避免损伤品牌价位认知，我们认为也有出于对中长期全国化布局的考量，公司希望以核心单品四开谋全国化，战略目标深远，中短期销量上更稳扎稳打。

投资建议

春节是一年中白酒需求最为刚性的旺季，也是酒企完成销售、促进动销的关键节点，我们预计商务宴请、企业年会、家庭聚饮、亲友送礼等需求韧性较强，接下来到春节后行业动销将环比 24 年下半年有所改善，公司基本面及业绩也有望环比改善。

中短期看，为了抓住省内精耕攀顶的窗口期，对于公司来说，市场份额提升、市场覆盖面的拓展重要性相对更高，我们认为在行业竞争加剧的趋势下，不排除公司保持当前费投力度甚至有针对性地增加费投的可能性，因此测算利润弹性相对谨慎。当前行业进入降速期且公司制定目标将更为务实，然而公司自身优势仍在持续积累，有望相对跑赢行业，综合考虑下，我们小幅下调盈利预测，24-26 年营业收入由 118/132/146 亿元下调至 118/130/142 亿元，归母净利润由 36/40/46 亿元下调至 36/40/44 亿元，EPS 由 2.86/3.23/3.67 元下调至 2.86/3.15/3.48 元。2024 年 12 月 10 日收盘价 49.66 元，对应 24-26 年 PE 分别为 17x/16x/14x，维持“买入”评级。

风险提示

经济恢复不及预期，省内竞争加剧，宴席需求持续萎缩，高端化、全国化进程不及预期

盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,888	10,100	11,761	13,025	14,176
YoY (%)	23.1%	28.0%	16.4%	10.7%	8.8%
归母净利润(百万元)	2,503	3,136	3,588	3,952	4,368
YoY (%)	23.3%	25.3%	14.4%	10.1%	10.5%
毛利率 (%)	76.6%	78.3%	76.2%	76.0%	75.9%
每股收益 (元)	2.01	2.52	2.86	3.15	3.48
ROE	22.6%	23.6%	23.0%	20.2%	18.2%
市盈率	24.74	19.74	17.36	15.76	14.26

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：寇星

邮箱：kouxing@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040004

联系电话：

分析师：沈嘉雯

邮箱：shenjw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524070001

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	10,100	11,761	13,025	14,176	净利润	3,136	3,588	3,952	4,368
YoY (%)	28.0%	16.4%	10.7%	8.8%	折旧和摊销	150	170	175	186
营业成本	2,187	2,793	3,128	3,410	营运资金变动	-266	662	282	640
营业税金及附加	1,497	1,705	1,976	2,102	经营活动现金流	2,800	4,288	4,292	5,086
销售费用	2,097	2,199	2,357	2,565	资本开支	-2,194	-1,178	-610	-883
管理费用	428	494	534	567	投资	860	-7	-8	-9
财务费用	-183	-52	-70	-117	投资活动现金流	-1,198	-1,008	-439	-704
研发费用	43	54	59	63	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	300	450	450	400
投资收益	109	177	180	188	筹资活动现金流	-623	-842	387	320
营业利润	4,179	4,769	5,250	5,802	现金净流量	979	2,439	4,240	4,702
营业外收支	-17	0	0	0	主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
利润总额	4,162	4,769	5,250	5,802	成长能力				
所得税	1,026	1,181	1,298	1,434	营业收入增长率	28.0%	16.4%	10.7%	8.8%
净利润	3,136	3,588	3,952	4,368	净利润增长率	25.3%	14.4%	10.1%	10.5%
归属于母公司净利润	3,136	3,588	3,952	4,368	盈利能力				
YoY (%)	25.3%	14.4%	10.1%	10.5%	毛利率	78.3%	76.2%	76.0%	75.9%
每股收益	2.52	2.86	3.15	3.48	净利率	31.1%	30.5%	30.3%	30.8%
资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	总资产收益率 ROA	14.5%	13.9%	12.6%	11.8%
货币资金	6,457	8,896	13,136	17,838	净资产收益率 ROE	23.6%	23.0%	20.2%	18.2%
预付款项	9	10	11	13	偿债能力				
存货	4,996	5,698	6,553	6,878	流动比率	1.59	1.61	1.83	2.03
其他流动资产	1,452	1,452	1,482	1,468	速动比率	0.97	1.03	1.26	1.49
流动资产合计	12,914	16,055	21,182	26,196	现金比率	0.79	0.89	1.13	1.38
长期股权投资	41	49	57	66	资产负债率	38.6%	39.4%	37.6%	35.4%
固定资产	1,254	1,295	1,268	1,259	经营效率				
无形资产	409	487	593	677	总资产周转率	0.51	0.50	0.46	0.41
非流动资产合计	8,717	9,732	10,175	10,880	每股指标（元）				
资产合计	21,631	25,787	31,357	37,076	每股收益	2.52	2.86	3.15	3.48
短期借款	900	1,350	1,800	2,200	每股净资产	10.59	12.46	15.61	19.09
应付账款及票据	1,170	959	1,209	1,484	每股经营现金流	2.23	3.42	3.42	4.05
其他流动负债	6,072	7,648	8,567	9,243	每股股利	1.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	8,142	9,957	11,576	12,927	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	19.74	17.36	15.76	14.26
其他长期负债	201	201	201	201	PB	4.60	3.99	3.18	2.60
非流动负债合计	201	201	201	201					
负债合计	8,344	10,159	11,777	13,128					
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	15,628	19,580	23,948					
负债和股东权益合计	21,631	25,787	31,357	37,076					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。