

今世缘 (603369)

证券研究报告

2024年01月05日

目标有望顺利实现，期待高势能发展

事件：公司发布 2023 年度主要经营数据公告，2023 年公司预计实现营业总收入 100.50 亿元左右，同比增长 27.41% 左右。其中 23Q4 预计实现营业总收入约 16.85 亿元，同比增长约 22.99%。另外 12 月 29 日，公司在南京举办 2024 今世缘发展大会。

公司副总经理胡跃吾透露，今世缘步入后百亿时代，实施“多品牌、单聚焦、全国化”发展战略。在营销规划上要坚持品牌向上总方向，实施“多品牌、单聚焦、全国化”发展战略。**多品牌即：**国缘致力高端化，定位中国新一代高端白酒；今世缘致力大众化，打造典藏+星球双品系；高沟致力个性化，定位黄淮名酒带高端光瓶典范。**单聚焦即：**国缘聚焦 300-800 元价格赛道，以主开系进行全国化一体布局，致力成为行业千元以下第一梯队品牌；今世缘聚焦 100-300 元价格赛道，以年轻化大众化拓展日常消费场景，注重产品品类和营销创新，致力成为行业中高端优势新锐品牌；高沟聚焦中高线光瓶酒细分市场，打造个性化特色品牌，强化运营模式创新，推动品牌复兴。**全国化即：**坚持“大赛道、大单品、大客户”策略，贯彻当前全国化就是周边化、板块化理念。针对未来提出“两个不动摇”：一是目标上坚定 2025 年挑战营收 150 亿不动摇；二是加快迈入“双百亿时代”不动摇。在以三大抓手为锚的营销规划以外，今世缘在发展大会上发布第五代国缘四开。

渠道上，构建厂商发展新生态：1) 模式再升级：加快厂商“1+1”共同战斗模式的探索、复制、推广；2) 合力再凝聚：努力将“厂商一家亲”的利益共同体升级为“厂商一家人”的命运共同体；3) 能力再提升：2024 年投入不低于 2000 万元设立厂商团队培训基金打造一支有战斗力、创新力、执行力的厂商业务团队。4) 文化再发力：一体推进 2024 厂商团队“作风建设提升年”，升级改造“高沟酒非遗保护区”，加强今世缘红色资源传承和利用，建好用好党建文化馆，丰富缘文化新内涵新体验。

跻身行业第一阵营，三阶段规划出炉。第一个阶段，到 2025 年，今世缘将全力以赴迈入 150 亿级酒企行列。第二个阶段，从 2026 到 2030 年的“十五五”发展阶段，即从今世缘创牌 30 周年开始，目标建成文化更具引领力、品牌更具影响力、品质更具支撑力、人才更具驱动力，企业更具竞争力的全国化白酒企业。第三阶段，到 2035 年，品牌效应更加突出、产业链条更加健全、产区优势更加明显、综合实力更加厚实，实现集约高效发展，进入创新型企业前列。

投资建议：23 年百亿目标顺利完成，为 25 年 150 亿目标打下基础；24 年看，公司或将通过核心开系产品+淡雅等单品继续增长；中长期看，省内外持续深耕运作仍有望成为公司业绩增长点。根据 23 年经营数据，我们略调整盈利预测，预计 23-25 年公司收入分别为 101/123/151 亿元（前值为 101/126/155 亿元），归母净利润分别为 32/39/48 亿元（前值为 32/40/49 亿元），对应 23-25 年 PE 18X/15X/12X。

风险提示：消费疲软；食品安全风险；市场扩张不达预期；市场竞争加剧；公司业绩为初步测算结果，具体财务数据以公司披露公告为准。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,408.46	7,888.03	10,050.24	12,311.57	15,061.67
增长率(%)	25.13	23.09	27.41	22.50	22.34
EBITDA(百万元)	2,786.07	3,396.16	4,256.55	5,227.93	6,374.07
归属母公司净利润(百万元)	2,029.13	2,502.79	3,156.52	3,899.89	4,787.88
增长率(%)	29.50	23.34	26.12	23.55	22.77
EPS(元/股)	1.62	2.00	2.52	3.11	3.82
市盈率(P/E)	28.45	23.06	18.29	14.80	12.06
市净率(P/B)	6.21	5.22	4.36	3.69	3.08
市销率(P/S)	9.01	7.32	5.74	4.69	3.83
EV/EBITDA	21.29	15.80	10.90	8.21	6.44

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	食品饮料/白酒 II
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	46.01 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,254.50
流通 A 股股本(百万股)	1,254.50
A 股总市值(百万元)	57,719.55
流通 A 股市值(百万元)	57,719.55
每股净资产(元)	10.20
资产负债率(%)	36.52
一年内最高/最低(元)	66.70/44.51

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

何宇航 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523090002
heyuhang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《今世缘-季报点评:业绩符合预期，腰部放量引领增长》2023-11-06
- 《今世缘-半年报点评:业绩符合预期，锚定全年百亿目标》2023-09-01
- 《今世缘-公司深度研究:产品结构持续升级，冲击目标增长可期》2022-11-21

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,957.75	5,381.27	6,659.91	9,954.36	11,707.02
应收票据及应收账款	39.85	46.72	66.16	69.12	97.53
预付账款	5.45	5.24	20.14	2.07	25.22
存货	3,194.22	3,909.66	4,113.98	5,843.86	6,141.70
其他	2,736.08	2,319.53	2,316.96	2,331.64	2,334.03
流动资产合计	9,933.35	11,662.42	13,177.15	18,201.06	20,305.51
长期股权投资	24.28	28.81	28.81	28.81	28.81
固定资产	1,293.66	1,218.94	1,739.18	2,174.73	2,543.50
在建工程	726.45	1,760.60	1,582.42	1,457.69	1,370.39
无形资产	169.90	342.68	333.79	337.91	323.37
其他	2,286.06	3,170.26	2,392.50	2,613.09	2,724.29
非流动资产合计	4,500.35	6,521.29	6,076.70	6,612.23	6,990.35
资产总计	14,433.70	18,183.71	19,253.86	24,813.29	27,295.86
短期借款	0.00	600.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	570.21	1,081.25	510.62	1,552.83	1,002.38
其他	2,342.14	3,219.25	5,362.97	7,468.94	7,420.29
流动负债合计	2,912.35	4,900.50	5,873.60	9,021.77	8,422.67
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	156.94	178.28	149.42	161.55	163.08
非流动负债合计	156.94	178.28	149.42	161.55	163.08
负债合计	5,136.62	7,118.98	6,023.02	9,183.32	8,585.75
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	1,254.50	1,254.50	1,254.50	1,254.50	1,254.50
资本公积	716.75	718.69	718.69	718.69	718.69
留存收益	7,739.07	9,506.25	11,526.42	14,022.35	17,086.60
其他	(413.23)	(414.70)	(268.77)	(365.57)	(349.68)
股东权益合计	9,297.08	11,064.73	13,230.84	15,629.97	18,710.10
负债和股东权益总计	14,433.70	18,183.71	19,253.86	24,813.29	27,295.86

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	2,029.13	2,502.79	3,156.52	3,899.89	4,787.88
折旧摊销	119.00	142.50	171.82	205.06	234.58
财务费用	1.06	8.27	(144.14)	(207.17)	(270.10)
投资损失	(121.27)	(122.19)	(178.33)	(140.60)	(147.04)
营运资金变动	1,079.60	(279.04)	50.92	1,208.85	(1,061.36)
其它	(83.42)	527.43	(0.00)	0.00	0.00
经营活动现金流	3,024.10	2,779.75	3,056.79	4,966.04	3,543.95
资本支出	592.16	1,253.24	533.86	507.87	499.96
长期投资	4.90	4.53	0.00	0.00	0.00
其他	(1,812.59)	(2,378.92)	(865.79)	(885.87)	(853.61)
投资活动现金流	(1,215.53)	(1,121.14)	(331.93)	(377.99)	(353.64)
债权融资	(296.11)	699.70	(455.81)	207.17	270.10
股权融资	(1,170.48)	(909.69)	(990.42)	(1,500.76)	(1,707.75)
其他	105.74	65.61	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(1,360.84)	(144.38)	(1,446.22)	(1,293.59)	(1,437.65)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	447.73	1,514.23	1,278.64	3,294.45	1,752.66

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	6,408.46	7,888.03	10,050.24	12,311.57	15,061.67
营业成本	1,626.41	1,845.48	2,264.45	2,726.28	3,255.42
营业税金及附加	1,104.92	1,277.41	1,658.29	2,043.72	2,560.48
销售费用	967.50	1,390.08	1,758.79	2,092.97	2,560.48
管理费用	257.96	322.94	412.06	504.77	617.53
研发费用	30.41	37.58	50.25	61.56	75.31
财务费用	(65.05)	(100.03)	(144.14)	(207.17)	(270.10)
资产/信用减值损失	(0.55)	(1.52)	(7.80)	(3.29)	(4.20)
公允价值变动收益	97.62	84.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	121.27	122.19	178.33	140.60	147.04
其他	(444.33)	(431.49)	0.00	0.00	0.00
营业利润	2,712.30	3,341.39	4,221.07	5,226.75	6,405.38
营业外收入	4.51	2.17	4.58	3.75	3.50
营业外支出	17.38	15.87	16.95	16.74	16.52
利润总额	2,699.43	3,327.69	4,208.70	5,213.76	6,392.37
所得税	670.30	824.90	1,052.17	1,313.87	1,604.48
净利润	2,029.13	2,502.79	3,156.52	3,899.89	4,787.88
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	2,029.13	2,502.79	3,156.52	3,899.89	4,787.88
每股收益(元)	1.62	2.00	2.52	3.11	3.82

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	25.13%	23.09%	27.41%	22.50%	22.34%
营业利润	29.62%	23.19%	26.33%	23.83%	22.55%
归属于母公司净利润	29.50%	23.34%	26.12%	23.55%	22.77%
获利能力					
毛利率	74.62%	76.60%	77.47%	77.86%	78.39%
净利率	31.66%	31.73%	31.41%	31.68%	31.79%
ROE	21.83%	22.62%	23.86%	24.95%	25.59%
ROIC	175.07%	658.90%	356.62%	195.28%	569.59%
偿债能力					
资产负债率	35.59%	39.15%	31.28%	37.01%	31.45%
净负债率	-42.56%	-43.21%	-50.33%	-63.69%	-62.57%
流动比率	1.99	1.68	2.24	2.02	2.41
速动比率	1.35	1.12	1.54	1.37	1.68
营运能力					
应收账款周转率	185.88	182.25	178.07	182.01	180.76
存货周转率	2.21	2.22	2.51	2.47	2.51
总资产周转率	0.49	0.48	0.54	0.56	0.58
每股指标(元)					
每股收益	1.62	2.00	2.52	3.11	3.82
每股经营现金流	2.41	2.22	2.44	3.96	2.82
每股净资产	7.41	8.82	10.55	12.46	14.91
估值比率					
市盈率	28.45	23.06	18.29	14.80	12.06
市净率	6.21	5.22	4.36	3.69	3.08
EV/EBITDA	21.29	15.80	10.90	8.21	6.44
EV/EBIT	22.21	16.46	11.36	8.54	6.68

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com