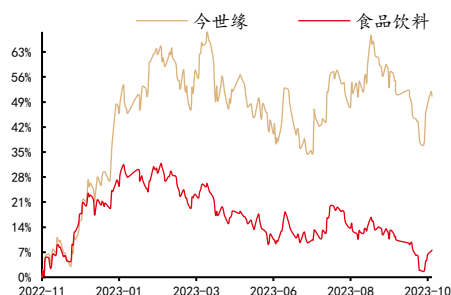


股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	58.50
总股本/流通股本(亿股)	12.54 / 12.54
总市值/流通市值(亿元)	734 / 734
52周内最高/最低价	66.35 / 39.74
资产负债率(%)	39.2%
市盈率	29.14
第一大股东	今世缘集团有限公司

研究所

分析师: 蔡雪昱
SAC 登记编号: S1340522070001
Email: caixueyu@cnpsec.com
分析师: 华夏霖
SAC 登记编号: S1340522090003
Email: huaxialin@cnpsec.com

今世缘(603369)

营收利润延续较高增速，百亿目标预计稳健达成

● 事件

公司发布 2023 年三季报，前三季度实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 83.65/26.36/26.37 亿元，同比+28.35%/+26.63%/+27.25%。单 Q3 实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 23.95/5.86/5.85 亿元，同比+28.04%/+26.38%/+25.93%。江苏白酒整体受益地区经济优势，需求复苏较好，公司继续延续较强增长，营收利润增速符合预期。

● 核心要点

雅系进流通放量，对开四开维持较高增速，产品结构持续升级。分产品档次看，前三季度特 A+类/特 A 类/A 类/B 类/C、D 类/其他分别营收 54.41/23.48/3.27/1.3/0.68/0.05 亿元，同比+25.24%/+37.61%/+28%/+10.55%/+2.12%/ -21.1%。单 Q3 特 A+类/特 A 类/A 类/B 类/C、D 类/其他分别营收 16.23/5.9/1.01/0.46/0.2/0.01 亿元，同比+24.48%/+39.89%/+27.23%/+12.4%/+2.72%/ -24.6%。根据渠道反馈，国缘柔雅淡雅进流通后春节至今持续强劲，有效分摊次高端价格带大环境偏弱复苏背景下的四开增长压力。整体看四开价盘相对稳定，库存良好，为来年经济改善、商务需求复苏后的次高端价格带市场运作积攒势能。从增速看，V 系>柔雅淡雅>对开>四开。

前三季度产品结构升级有效带动毛利率提升，但相对高费用投入抢占市场运作下，净利率略有回落。23 年前三季度，公司毛利率/归母净利率为 76.27%/31.51%，分别同比+1.74/-0.43pct；税金比例/销售/管理/研发/财务费用率分别为 15.15%/17.65%/3.12%/0.3%/ -1.26%，分别同比-1.21/+3.36/+0.11/-0.01/-0.31pct。23Q3，公司毛利率/归母净利率为 80.73%/24.46%，分别同比+1.11/-0.32pct；税金比例/销售/管理/研发/财务费用率分别为 20.37%/24.46%/4.11%/0.22%/ -0.84%，分别同比 -1.93/+4.48/-0.01/0/+0.06pct。三季度双节促销下销售费用率有增长，净利率略有下滑，但费用投放有效促进渠道库存去化，当前渠道反馈对开四开节后回归安全库存。

公司前三季度销售收现质量较高，且三季度末合同负债充裕，综合看预计全年百亿目标能够稳健达成。前三季度销售收现/经现净额/合同负债分别为 88.76/19.81/13.11 亿元，同比变动+21.43%/减少 2.18 亿元/减少 0.62 亿元，三季度末预收款环比增加 1.82 亿元（去年同口径环比增加 3.56 亿元）。单三季度销售收现同比+4.35%，经现净额同比-12.17%。

根据双节节后渠道反馈，公司当前增长动能延续。库存端，雅系库存较 6 月有回落，对开四开均在安全库存，今年公司新签较多名烟名

酒店较好分摊增长带来的库存压力。分地区看，团购渠道中苏中、苏南保持高增速，南京、淮安正常增长。其他低线市场，主要为偏低端产品，增速稳健。分消费场景看，家宴明年预计还有需求，预计延续部分需求。商务招待中省内中小微企业是重点扶持对象，资金支持较好，预计恢复发展后带动的招待消费有望催化商务需求复苏。流通渠道当前仍偏弱。产品上，明年预计对开系大单品进行包装更新并提价，同时六开明年预计省内开启招商，产品定位预计高于 V3。

分短中长逻辑看，短期宴席市场需求稳定，全年延续高增速确定性较强。**中期**伴随省内整体经济回升，消费升级趋势延续，公司次高端价格带产品持续承接省内从南向北梯次升级扩容需求。同时，公司培育国缘六开，有望打开开系价格空间。**长期**公司省外占比在业内头部公司中偏低，公司多位高管各自领导不同省外市场，未来打造省外样板地级市后以点破面全国化发力值得期待。

● 盈利预测与投资建议

我们维持此前盈利预测，预计公司 2023-2025 年实现营收 100.53/126.14/155.48 亿元，同比增长 27.50%/25.48%/23.25%；实现归母净利润 31.06/39.86/49.44 亿元，同比增长 24.11%/28.34%/24.01%，对应 EPS 为 2.48/3.18/3.94 元，对应当前股价 PE 为 24x/19x/15x。看明年，对开、四开预计推新提价并有望进入大流通渠道，保持较好增长，同时 V 系进一步放量，公司整体增长势头有望延续，2022-25 年归母净利润复合增速预计在 25%，维持“买入”评级。

● 风险提示：

宏观经济下行、需求复苏偏弱、省内竞争加剧、产品结构升级不及预期、省外扩张不及预期的风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	7885	10053	12614	15548
增长率(%)	23.09	27.50	25.48	23.25
EBITDA（百万元）	3370.15	4293.17	5442.10	6700.45
归属母公司净利润（百万元）	2502.79	3106.13	3986.48	4943.67
增长率(%)	23.34	24.11	28.34	24.01
EPS(元/股)	2.00	2.48	3.18	3.94
市盈率（P/E）	29.57	23.82	18.56	14.97
市净率（P/B）	6.69	5.67	4.75	3.95
EV/EBITDA	16.35	14.75	11.07	8.44

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	7885	10053	12614	15548	营业收入	23.1%	27.5%	25.5%	23.3%
营业成本	1845	2217	2647	3207	营业利润	23.2%	24.0%	28.3%	24.0%
税金及附加	1277	1705	2139	2637	归属于母公司净利润	23.3%	24.1%	28.3%	24.0%
销售费用	1390	1810	2245	2736	获利能力				
管理费用	323	412	511	622	毛利率	76.6%	77.9%	79.0%	79.4%
研发费用	38	48	61	75	净利率	31.7%	30.9%	31.6%	31.8%
财务费用	-100	-8	-30	-43	ROE	22.6%	23.8%	25.6%	26.4%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	171.4%	132.2%	164.7%	261.9%
营业利润	3341	4142	5313	6585	偿债能力				
营业外收入	2	5	5	5	资产负债率	39.2%	34.7%	35.0%	35.3%
营业外支出	16	17	17	17	流动比率	1.68	2.02	2.16	2.29
利润总额	3328	4130	5300	6573	营运能力				
所得税	825	1024	1314	1629	应收账款周转率	168.78	130.08	130.08	130.08
净利润	2503	3106	3986	4944	存货周转率	0.47	0.51	0.51	0.51
归母净利润	2503	3106	3986	4944	总资产周转率	0.43	0.50	0.53	0.54
每股收益(元)	2.00	2.48	3.18	3.94	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	2.00	2.48	3.18	3.94
货币资金	5381	6909	10228	14232	每股净资产	8.82	10.40	12.43	14.94
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	47	77	97	120	PE	29.57	23.82	18.56	14.97
预付款项	5	9	12	15	PB	6.69	5.67	4.75	3.95
存货	3910	4318	5157	6246	现金流量表				
流动资产合计	11662	13623	17817	22950	净利润	2503	2911	3791	4749
固定资产	1222	2869	2756	2642	折旧和摊销	142	172	172	170
在建工程	1761	0	0	0	营运资本变动	557	-24	606	681
无形资产	343	286	228	171	其他	-424	-7	-28	-41
非流动资产合计	6521	6351	6180	6011	经营活动现金流净额	2779	3052	4541	5559
资产总计	18184	19973	23996	28961	资本开支	-1125	0	0	0
短期借款	600	0	0	0	其他	4	192	192	192
应付票据及应付账款	1081	954	1139	1380	投资活动现金流净额	-1121	192	192	192
其他流动负债	5259	5795	7090	8661	股权融资	2	0	0	0
流动负债合计	6941	6749	8229	10041	债务融资	600	-600	0	0
其他	178	178	178	178	其他	-746	-1116	-1414	-1748
非流动负债合计	178	178	178	178	筹资活动现金流净额	-144	-1716	-1414	-1748
负债合计	7119	6927	8408	10219	现金及现金等价物净增加额	1513	1528	3319	4004
股本	1255	1255	1255	1255					
资本公积金	719	719	719	719					
未分配利润	9092	11073	13616	16769					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	0	0	0	0					
所有者权益合计	11065	13046	15589	18742					
负债和所有者权益总计	18184	19973	23996	28961					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048