

# 今世缘 (603369.SH)

优于大市

## 2万吨产能开酿赋能品质升级，千元价位推新完善产品布局

### ◆ 公司研究 · 公司快评

### ◆ 食品饮料 · 白酒 II

### ◆ 投资评级: 优于大市(维持)

证券分析师: 张向伟

zhangxiangwei@guosen.com.cn

执证编码: S0980523090001

联系人: 张未艾

021-61761031

zhangweiai@guosen.com.cn

### 事项:

事件: 9月19日今世缘酒业在南厂区召开以“醇酿醇香, 智造未来”为主题的2万吨酿酒项目开酿仪式, 伴随此次2万吨浓香白酒投产, 公司目前总产能将达到6万吨; 本次活动期间公司成功召开“国缘2049”新品鉴定会, 定位千元价位带高端战略新品, 推进公司高端化战略。

**国信食饮观点:** 1) 公司不断推动产能扩张和智能化酿造, 去年年产能突破4万吨, 随着此次2万吨浓香白酒开酿, 总产能站上6万吨, 预计明年总产能达到8万吨; 2) 行业存量竞争背景下品质是最大的生产力, 公司产能扩张解决了“长期结构提升战略”和“短期腰部放量战术”的平衡问题; 3) 公司推出新品“国缘2049”, 定位千元价位战略单品, 进一步拉升国缘品牌形象, 为V系列的发展打开空间。行业调整周期中国缘品牌势能向上, 公司组织、渠道、产品发展思路清晰, 维持此前盈利预测, 预计2024-2025年EPS为2.96/3.51元, 当前股价对应PE 14.5/12.3x, 维持“优于大市”评级。

### 评论:

#### ◆ 年产能突破6万吨, 扩产规划清晰

公司重视产能对产品品质的赋能, 不断推动智能化酿造。公司在2016年实现智能化及酒质提升等技改项目主体的竣工投产, 并于2019-2023年进行扩产和升级改造, 去年年产能突破4万吨。随着此次2万吨浓香白酒的投产, 公司总产能扩张至6万吨; 同时新建的2万吨清雅酱香型白酒将于明年全面投产, 届时总产能将达到8万吨。到“十五五”期间, 公司计划实现原酒产能超10万吨, 陶坛贮能达到60万吨。

#### ◆ 产能扩张助力品质提升, 夯实国缘基本盘优势

过去几年消费者对“质价比”诉求提升, 行业存量竞争的背景下, 头部酒企更加重视产品品质的提升, 公司显著的产能提升为其在高端市场的份额争夺打下基础: 1) 高端白酒酒质和基酒年份呈正相关, 原酒产能和陶坛贮能的扩容为高端基酒储备打下基础; 2) 公司大众价位产品仍处于势能上升和放量阶段, 产能的扩大进一步夯实公司基本盘优势, 解决“长期结构提升战略”和“短期腰部放量战术”的平衡问题。

#### ◆ 推出千元战略新品, 完善全价格带产品布局

本次活动期间公司推出新品“国缘2049”, 定位千元价格带战略单品, 产品为42度中度浓香白酒, 终端零售价1599元, 进一步打开公司高端化发展空间。本轮行业调整周期中国缘品牌影响力逆势提升, 四开、对开在省内商务场景份额优势扩大; 大众价位单开、淡雅增速领先, 苏北、苏中地区市占率快速提升; V3在苏南地区有所突破, 今年战术性推V6补充价格带空白。我们认为“国缘2049”补充千元价位布局, 有助于拉升国缘高端品牌形象, 同时为V系列的发展打开空间, 长期随省内价格带的升级, 国缘主导增长产品亦有望跃升。

#### ◆ 投资建议: 维持“优于大市”评级

当前江苏省内存量竞争加剧, 国缘品牌仍处于向上周期, 100-300元价位份额提升较快, 收入增长具有韧性, 省内基本盘进一步夯实。全年看, 公司经营节奏稳健, 全年完成122亿元收入目标确定性较强。长期

看，伴随国缘品牌形象进一步拉升、辐射，省外长三角等“10+N”重点市场有望贡献收入增量。维持收入及盈利预测，我们预计 2024-2025 年公司收入 123.04/150.06 亿元，同比+21.8%/+22.0%；预计归母净利润 37.10/44.00 亿元，同比+18.3%/+18.6%。当前股价对应 24-25 年估值 14.5/12.3x，维持“优于大市”评级。

#### ◆ 风险提示

白酒行业需求复苏不及预期；省内竞争加剧；政策风险等。

#### 相关研究报告：

- 《今世缘（603369.SH）-第二季度大众价位产品增速较快，利润率略有下降》——2024-08-18
- 《今世缘（603369.SH）-上市十年品牌势能向上，长期发展规划清晰》——2024-07-18
- 《今世缘（603369.SH）-一季度收入增长 23%，国缘品牌势能延续》——2024-05-05
- 《今世缘（603369.SH）-国缘开系提价，彰显品牌信心》——2024-02-29
- 《今世缘（603369.SH）-百亿收入收官，奔赴新征程》——2024-01-02

## 财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	5381	6457	9079	13083	17292	营业收入	7888	10100	12304	15006	17579
应收款项	76	77	107	130	146	营业成本	1845	2187	2703	3229	3825
存货净额	3910	4996	5635	6862	8206	营业税金及附加	1277	1497	1833	2251	2637
其他流动资产	39	87	106	129	151	销售费用	1390	2097	2584	3301	3867
<b>流动资产合计</b>	<b>11662</b>	<b>12914</b>	<b>16224</b>	<b>21500</b>	<b>27092</b>	管理费用	333	441	521	647	755
固定资产	2980	4964	4812	4682	4533	研发费用	38	43	44	45	70
无形资产及其他	343	409	392	376	360	财务费用	(100)	(183)	(183)	(187)	(191)
投资性房地产	3170	3302	3302	3302	3302	投资收益	122	109	109	109	109
长期股权投资	29	41	41	41	41	资产减值及公允价值变动	84	17	17	17	17
<b>资产总计</b>	<b>18184</b>	<b>21631</b>	<b>24772</b>	<b>29902</b>	<b>35328</b>	其他收入	(7)	(9)	(8)	(9)	(34)
短期借款及交易性金融负债	600	900	0	0	0	营业利润	3341	4179	4964	5882	6778
应付款项	1081	1170	1302	1694	1948	营业外净收支	(14)	(17)	(17)	(15)	(16)
其他流动负债	5259	6072	7385	9042	10665	<b>利润总额</b>	<b>3328</b>	<b>4162</b>	<b>4947</b>	<b>5867</b>	<b>6762</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>6941</b>	<b>8142</b>	<b>8687</b>	<b>10736</b>	<b>12613</b>	所得税费用	825	1026	1237	1467	1690
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	178	201	201	201	201	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2503</b>	<b>3136</b>	<b>3710</b>	<b>4400</b>	<b>5071</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>178</b>	<b>201</b>	<b>201</b>	<b>201</b>	<b>201</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>					
<b>负债合计</b>	<b>7119</b>	<b>8344</b>	<b>8888</b>	<b>10938</b>	<b>12814</b>	净利润	2503	3136	3710	4400	5071
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	11065	13287	15884	18964	22514	折旧摊销	138	144	249	376	408
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>18184</b>	<b>21631</b>	<b>24772</b>	<b>29902</b>	<b>35328</b>	公允价值变动损失	(84)	(17)	(17)	(17)	(17)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(100)	(183)	(183)	(187)	(191)
每股收益	2.00	2.50	2.96	3.51	4.04	营运资本变动	(235)	(342)	756	777	494
每股红利	0.59	0.74	0.89	1.05	1.21	其它	0	0	0	0	0
每股净资产	8.82	10.59	12.66	15.12	17.95	<b>经营活动现金流</b>	<b>2322</b>	<b>2921</b>	<b>4698</b>	<b>5537</b>	<b>5956</b>
ROIC	29.34%	27.33%	27%	31%	34%	资本开支	0	(2133)	(63)	(213)	(226)
ROE	22.62%	23.60%	23%	23%	23%	其它投资现金流	428	959	0	0	0
毛利率	77%	78%	78%	78%	78%	<b>投资活动现金流</b>	<b>423</b>	<b>(1186)</b>	<b>(63)</b>	<b>(213)</b>	<b>(226)</b>
EBIT Margin	38%	38%	38%	37%	37%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	40%	40%	40%	39%	39%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	23%	28%	22%	22%	17%	支付股利、利息	(736)	(923)	(1113)	(1320)	(1521)
净利润增长率	23%	25%	18%	19%	15%	其它融资现金流	150	1187	(900)	0	0
资产负债率	39%	39%	36%	37%	36%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(1322)</b>	<b>(659)</b>	<b>(2013)</b>	<b>(1320)</b>	<b>(1521)</b>
股息率	1.4%	1.7%	2.1%	2.4%	2.8%	<b>现金净变动</b>	<b>1424</b>	<b>1076</b>	<b>2622</b>	<b>4004</b>	<b>4209</b>
P/E	21.5	17.2	14.5	12.3	10.6	货币资金的期初余额	3958	5381	6457	9079	13083
P/B	4.9	4.1	3.4	2.8	2.4	货币资金的期末余额	5381	6457	9079	13083	17292
EV/EBITDA	19.4	15.6	12.9	10.9	9.7	企业自由现金流	0	569	4418	5103	5507
						权益自由现金流	0	1756	3620	5269	5734

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032